

AALLON GROUP

18.06.2025 07.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tuloskasvua ja kassavirtaa tilitoimistomarkkinalta

Toistamme Aallon Groupin 13,0 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksen. Yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa arvonluontia yritysostostrategiallaan, jossa pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja ostetaan maltillisella arvostuksella. Organisaatiouudistuksen läpivienti aiheuttaa lyhyellä aikavälillä epävarmuutta, mutta mahdollistaa tulevina vuosina kannattavuusparannuksen jatkamisen, mitä Suomen talouden mukana piristyvää orgaaninen kasvu myös vauhdittaisi. Osakkeen arvostus (2026e oik. P/E 10,6x) näyttää mielestämme matalalta suhteessa yhtiön tasaista ja vahvaa kassavirtaa tekevään liiketoimintaan ja keskipitkän aikavälin tuloskasvunäkymiin.

Defensiivinen kasvuyhtiö

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy tilitoimistoliiketoiminnan defensiivinen ja vakaa luonne, jonka päälle kasvua vauhditetaan systemaattisella yritysostostrategialla. Strategia on tuottanut myös tuloksia, kun vuosien 2018-2024 välillä liikevaihto on kasvanut keskimäärin 14,7 % vuodessa, mikä on linjassa yhtiön tavoitteiden kanssa (keskimäärin 15-20 % vuotuinen kasvu). Liikevaihdosta valtaosa on jatkuva, mikä heijastelee hyvin ennustettavaa liiketoimintaa pitkien asiakassuhteiden ansiosta. Liiketoiminta ei sido paljoa pääomaa, minkä ansiosta pääoman tuotto on hyvällä tasolla ja kassavirta on vuolasta. Lisäksi yhtiön vahva tase antaa selkänokaa kasvustrategian toteuttamiseen.

Tilitoimistomarkkina konsolidoituu hiljalleen

Tilitoimistoala Suomessa on edelleen erittäin fragmentoitunut, sillä arviomme mukaan 9 suurinta toimijaa pitää hallussaan vasta noin 45 % 1,4 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 (2024: n. 2,4 %) kasvattamiseen jatkossakin sekä orgaanisesti että yritysostoin. Käsityksemme mukaan Suomessa on edelleen noin 1000

tilitoimistoa, jotka työllistävät enemmän kuin pelkän yrittäjän. Näistä noin 300 työllistää yli 5 työntekijää ja ovat yritysostokohteina kiinnostavimpia.

Organisaatiouudistuksesta aiheutuu tälle vuodelle kuluja

Olemme tarkistaneet ennusteitamme hieman alaspäin heijastellen käynnissä olevasta organisaatiomuutoksesta loppuvuodelle aiheutuvia kustannuksia sekä Suomen talouden vaisuna jatkunutta kehitystä. Ennustamme Aallon Groupin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 15 % tehtyjen yritysostojen vetämänä, ja orgaanisesti ennusteemme (0 %) odottaa vielä hyvin varovaista kehitystä. Tehdyistä yritysostoista erityisesti Premium Group tukee tänä vuonna kannattavuuden kehitystä, mutta organisaatiouudistuksesta aiheutuu kertaluonteisia kuluja, kun tytäryhtiöitä fuusioidaan ja niiden aiemmin erillisiä järjestelmiä tuodaan yhteen. Lisäksi iso muutos voi sitoa laskuttavaa työtä tekevien henkilöiden aikaa muualle. Ennusteellamme käyttökate laskee tänä vuonna hieman 16,2 %:iin (2024: 16,5 %), mutta EBITA-marginaali (11,1 % vs. 10,9 %) paranee lievästi lähinnä poistojen suhteellisen osuuden piententyessä. Näemme pidemmässä juoksussa Aallon Groupin käyttökatepotentiaalin ainakin 20 %:ssa hyvällä strategian toteuttamisella.

Arvostus näyttää matalalta

Ennusteillamme Aallon Groupin vuoden 2025 oikaistu P/E-kerroin on 12x ja EV/EBIT 10x. Viimeisimmät yritysostot ja lievän orgaanisen kasvun piristymisen sisältävällä vuoden 2026 ennusteella vastaavat kertoimet ovat 10,6x ja 8,4x. Nämä ovat mielestämme matalia tasoja Aallon Groupin kaltaiselle defensiiviselle kasvuyhtiölle, jolla on hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa johdonmukaisella yritysostostrategialla. Uskomme arvostuksessa olevan tilaa korjaantua ylöspäin seuraavan vuoden aikana, kun jo tehtyt yritysostot heijastuvat yhtiön tuloskasvuun. Yritysostoja nähdään todennäköisesti myös lisää tänä aikana.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

13,00 EUR

(aik. 13,00 EUR)

Osakekurssi:

10,85 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	35,1	40,4	41,7	42,7
kasvu-%	6,7 %	15,2 %	3,1 %	2,5 %
EBIT oik.	3,8	4,5	5,0	5,4
EBIT-% oik.	10,9 %	11,1 %	12,0 %	12,6 %
Nettotulos	2,4	2,7	3,1	3,5
EPS (oik.)	0,78	0,92	1,02	1,14

P/E (oik.)	11,1	11,8	10,6	9,5
P/B	2,1	2,5	2,2	1,9
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %
EV/EBIT (oik.)	10,0	10,1	8,4	7,2
EV/EBITDA	6,6	6,9	6,0	5,3
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,0	0,9

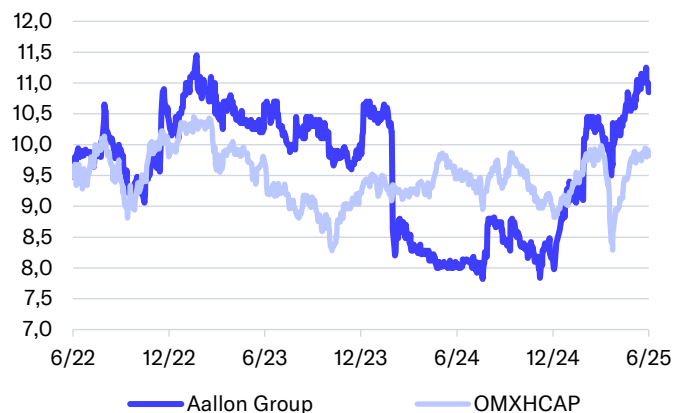
Lähde: Inderes

Ohjeistus

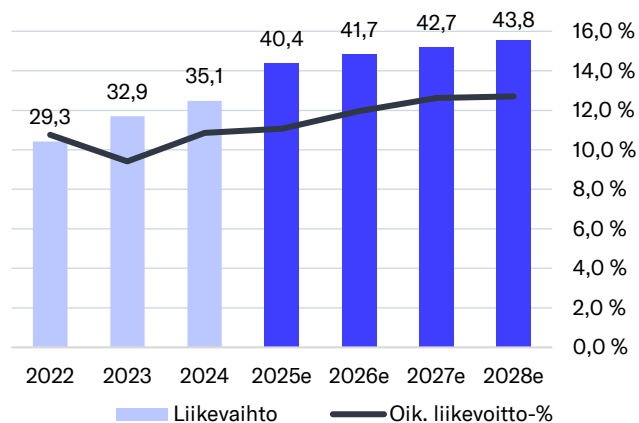
(Ennallaan)

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

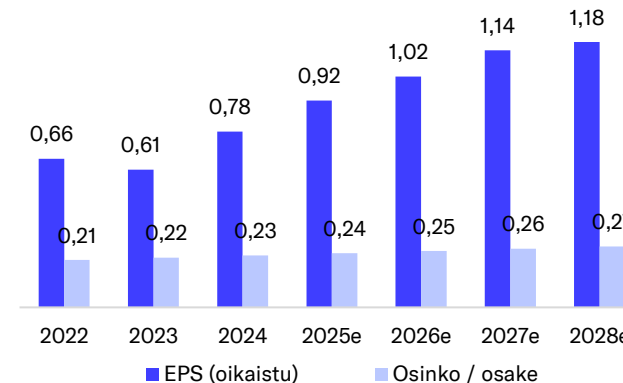
Osakekurssi



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 tehostaessa toimintaa
- Defensiivinen ja vahvaa rahavirtaa luova liiketoimintamalli

Riskitekijät

- Pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen ja ostokohteiden riittävyyteen
- Yritysostojen integraatioon ja liittyvät riskit
- Organisaatiouudistukseen liittyvät riskit
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Orgaaninen kasvunäkymä vaisu Suomen talousnäkymän ollessa heikko

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,9	10,9	10,9
Osakemäärä, milj. kpl	3,83	3,83	3,83
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	45	42	39
P/E (oik.)	11,8	10,6	9,5
P/E	15,5	13,5	11,8
P/B	2,5	2,2	1,9
P/S	1,0	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,9	6,0	5,3
EV/EBIT (oik.)	10,1	8,4	7,2
Osinko/tulos (%)	34,4 %	31,2 %	28,4 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,3 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Sijoitus- ja riskiprofiili	9-11
Toimiala	12-15
Strategia	16-20
Taloudellinen tilanne	21-23
Ennusteet	24-27
Arvonmäärittäminen	28-30
Taulukot	31-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

Aallon Group lyhyesti

Aallon Group on yksi Suomen suurimmista tilitoimistoista, joka tarjoaa tilitoimistopalveluja Suomessa 20 paikkakunnalla. Yhtiön tarkoituksena on tarjota suuren tilitoimiston osaaminen ja asiantuntemus paikallisella ja kasvullisella palvelulla.

2019

Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

35,1 MEUR (6,7 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

+14,7 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2018-2024

3,8 MEUR (10,9 % lv:sta)

EBITA 2024

437

Henkilöstö 2024 lopussa

n. 6000

Asiakkaiden lukumäärä

2019

Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

Ensimmäiset kaksi pienempää yritysostoa

2020-2022

Yritystostotahti rauhallinen vuonna 2020 koronapandemian aikaan

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

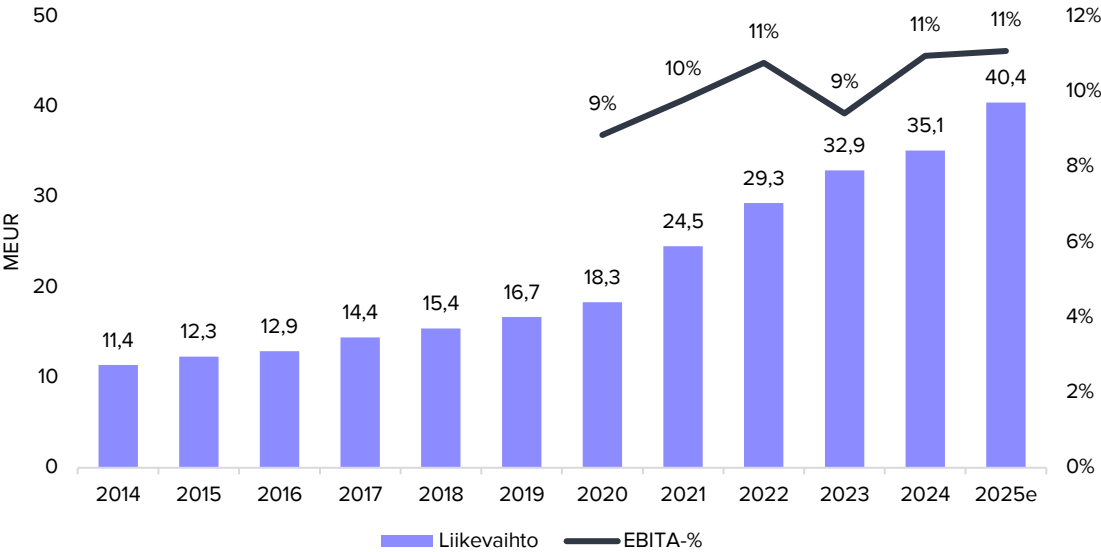
2023-2024

Vuonna 2023 kustannusinflaatio painaa kannattavuutta

Yhteensä 10 yritysostoa vuosina 2023-2024

Kannattavuuskehitys saadaan oikeille urille vuoden 2024 aikana

Liikevaihto* ja kannattavuus



Lähde: Aallon Group / Inderes

*Kalenterivuosi 2014-2016 osalta Aallon Group -perustajayhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto ja kalenterivuosi 2017-2019 osalta Aallon Group -konsernin pro forma -liikevaihto

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Tilitoimistojen 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 34 yritysjärjestelyä. Järjestelyjä on myös pystytty tekemään maltillisilla arvostuksilla (n. 5-6x EV/EBITDA) ja yleisesti yritysostostrategia onkin ollut toimiva.

Aallon Groupin vuoden 2024 liikevaihto oli 35,1 MEUR ja vertailukelpoinen käyttökate 5,9 MEUR (16,8 % lv:sta). Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 14,7 % vuosina 2018-2024, mikä ylittää selvästi tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (n. 5 %) tällä ajanjaksolla. Vuosina 2021-2024 kasvu on kiihtynyt merkittävästi yritysostojen myötä, kun taas orgaaninen kasvu on ollut arviolta matalalla yksinumeroisella tasolla.

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 digitalisaatioon ja automaatioon panostamalla. Aallon Groupissa työskenteli vuoden 2024 lopussa yhteensä 437 henkilöä.

Tilitoimistopalveluita lähellä asiakasta

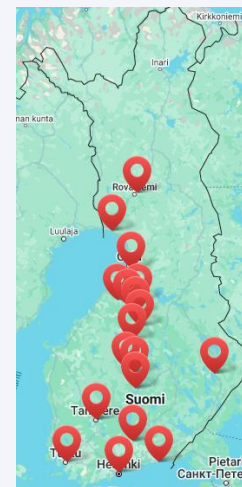
Aallon Group tarjoaa tilitoimistopalveluja ja muita asiantuntijapalveluitaan pääasiallisesti kuukausittain laskutettavana kiinteähintaisena palvelukokonaisuutena. Yhtiön toimintamallina on tuottaa palvelut lähellä asiakasta siten, että asiakkaalla on aina suora yhteys nimettyyn asiantuntijaan ja asiantuntijatiimiin, joka vastaa palveluiden tuottamisesta asiakkaalle. Yhtiöllä on tällä hetkellä toimistot 20 paikkakunnalla ja tavoitteena on laajentaa läsnäoloa Suomen suurimmissa kaupungeissa. Myyntiä on hoidettu aiemmin paikallisesti eri toimipisteissä avainhenkilöiden toimesta, mutta organisaatiouudistuksen myötä myös myyntitoimintoja keskitetään.

Aallon Groupilla on noin 6000 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 5500-6000 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 ja automaation 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 valmisohjelmistoilla

Asiakkaat



- Noin 6000 asiakasta
- Top10 asiakkaat arviomme mukaan alle 10 % liikevaihdosta
- Asiakaskunta hajautunut laajasti eri sektoreille
- Suurin osa pk-yrityksiä
- Asiakassuhteet toimialalla keskimäärin todella pitkiä
- Tällä hetkellä toimipisteet 20 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, säätö- ja rakennusala ja kiinteistöyhtiöt.

Digitalisaatio 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 ja hyväksyntää. Myös kuittien siirtäminen kirjanpitoon sekä matkalaskujen laadinta, tarkastus ja hyväksyntä 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 ja itse kirjanpito ja palkanlaskenta hoidetaan valmisohjelmistoilla. Liiketoiminnan digitalisointi ja kirjanpidon rutiinitöiden automatisointi tehostaa toimintaa ja vapauttaa 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.

Aallon Groupin toiminnan tehostumisesta kertoo yhtiön liikevaihdon kehitys suhteessa henkilöstömäärään, joka kasvoi tasaisesti vuodesta 2014 (68,6 TEUR) vuoteen 2018 (80,2 TEUR). Yhtiö ei enää raportoi lukua, mutta laskelmiemme mukaan luku oli vuosina 2019-2020 noin 70-75 TEUR:n välissä ja vuoden 2021 jälkeen jälleen selvästi yli 80 TEUR:n tasolla (2024: n. 88 TEUR). Vuosi 2019 meni kasvustrategian perustan rakentamisessa, kun yhtiö vahvisti organisaation lisäksi HR- ja toiminnanohjausjärjestelmiään sekä loi ja otti käyttöön uuden brändin.

Aallon Groupin palvelut



Taloushallintopalvelut ja erikoistuneet toimialaratkaisut

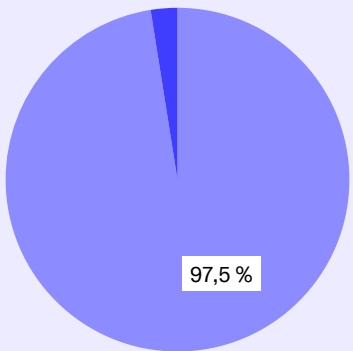
- Kirjanpito
- Palkanlaskenta
- Tulosseuranta
- Myyntilaskutus
- Ostolaskujen kierrätys ja maksatus
- Vero- ja arvonlisäveroasiat
- Erikoistuneet toimialaratkaisut



Neuvonanto- ja talouden johtamispalvelut

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

Liikevaihdon jakauma 2024



Tilitoimistopalvelut Neuvontapalvelut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Vahvistunut kasvuperusta alkoi tämän jälkeen näkyä tehokkuuden paranemisessa. Osittain tehokkuuden nousua selittää arviomme mukaan myös täysin digitaalisten asiakkaiden osuuden kasvu.

Arvioimme yhtiön kannattavuuden paranevan asteittain keskipitkällä aikavälillä kasvun myötä saavutettavilla skaalaeduilla sekä digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa. Huhtikuussa 2025 voimaan astuneella 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 keskitettyillä toiminnoilla voidaan saavuttaa selkeitä tehokkuushyötyjä palveluiden laadun tasaisen parantamisen lisäksi. Muutoksella vapautuvat resurssit ohjataan pääasiallisesti orgaanisen kasvun vauhdittamiseen, yritysostostrategian edistämiseen sekä asiakashuolenpitoon ja -työhön.

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 myötä rutiinitehtäviä pystytään automatisoimaan. Tämä luo merkittäviä

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 alkaneet heijastua enenevässä määrin myös yhtiön lukuihin tulokasvun muodossa.

Aallon Groupin liikevaihdosta valtaosa on jatkuvaa, mikä heijastelee erittäin 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 tuotantjärjestelmiin, minkä ansiosta perusta yritysostovetoiselle kasvulle on kunnossa. Tehtyjen lukuisten yritysostojen myötä yhtiön kokoluokka on myös kasvanut huomattavasti, ja organisaatiouudistuksella tästä kokonaisuudesta halutaan saada yhä enemmän tehoja irti. Tämän lisäksi yhtiöllä on vielä selkeää potentiaalia parantaa kannattavuuttaan kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa asteittain toimintaa.

Aallon Groupista on tullut Suomen tilitoimistomarkkinan konsolidaatiossa yksi keskeinen toimija ja yhtiön yrittäjähenkisyyttä 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.

Kokonaisuudessaan matala riskiprofiili

Tilitoimistoala on yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, koska kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille. Tämän ja jo edellä mainittujen tekijöiden vuoksi Aallon Groupin liiketoiminnan riskiprofiili on kokonaisuudessaan matala. Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit Aallon Groupissa ovat seuraavat:

Yritysostostrategiassa epäonnistuminen: Aallon Groupin pitkän aikavälin arvontuontipotentiaali 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 arvontuontia. Tähän mennessä yhtiön näytöt kuitenkin puhuvat puolestaan ja ostettavaa on löytynyt järkevään hintaan.

Organisaatiouudistukseen liittyvät riskit: Aallon Groupin kokoluokka on kasvanut viime vuosien yritysostojen

myötä merkittävästi, ja kasvaneesta kokoluokasta halutaan saada nyt organisaatiouudistuksella enemmän tehoja irti. Isot muutokset henkilövetoisella alalla eivät tosin ikinä ole helppoja harjoituksia. Siten riskit henkilöstön vaihtuvuudelle ja sitä kautta asiakaspoistumalle ovat tänä vuonna jossain määrin koholla. Muutoksesta voi aiheutua myös odotettua enemmän kustannuksia.

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

Heikko taloussuhdanne jarruttaa orgaanista kasvunäkymää: Vaikka tilitoimistoala on hyvin defensiivinen, näkyy talouden hidastuminen viiveellä transaktioliikevaihdossa ja kasvavana asiakaspoistumana. Aallon Groupin asiakaskunta on kuitenkin hyvin hajautunut, eikä yhtiöllä ole merkittävää keskittymää suhdanneherkillä toimialoilla. Yhtiön orgaaninen kasvu oli kuitenkin vuonna 2024 nollan tuntumassa, eikä Suomen talouden näkymässä ole vielä tänä vuonna nähtävissä olennaista piristymistä. Orgaanisen kasvun piristyminen antaisi selkeää myötätuulta kannattavuuden parantamiselle tulevina vuosina.

Sijoitusprofiili

- 1 Hyvä asema defensiivisellä ja vakaasti kasvavalla toimialalla
- 2 Yritysostostrategia tuottaa tuloksia ja kiihdyttää tuloskasvua
- 3 Vakaa kannattavuus, jossa asteittaista parantamisvaraa
- 4 Alhainen riskiprofiili, liikevaihto lähes kokonaan jatkuvaluonteista
- 5 Tilitoimistoliiketoiminta luo hyvää kassavirtaa, jota allokoida yritysostoihin sekä osingonmaksuun

Potentiaali

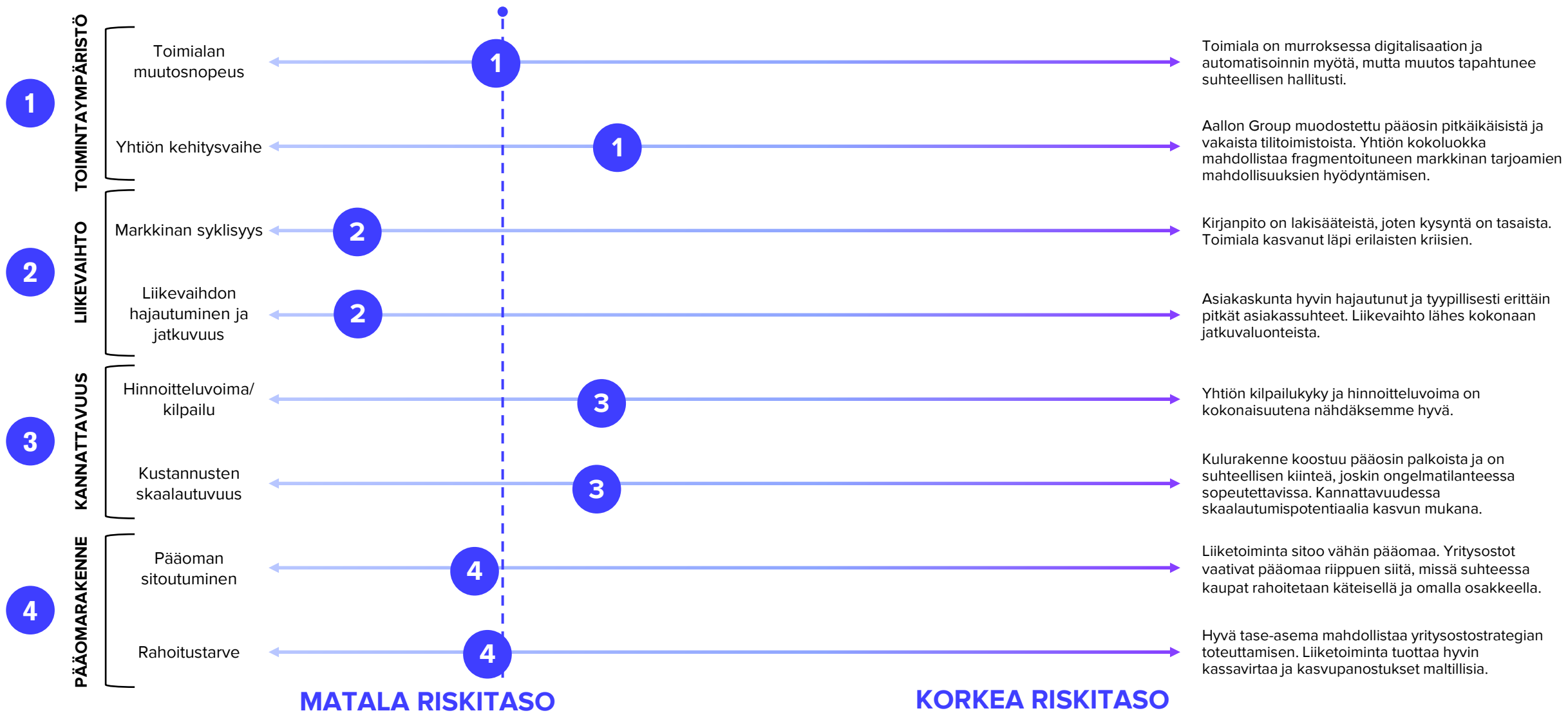
- Yritysostojen tarjoama arvonluontipotentiaali
- Yrittäjähenkisyyden korostaminen ja yhtiön hyvä maine alalla toimii kilpailuetuna yritysostokohteista kilpailtaessa
- Kannattavuus paranee asteittain kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa
- Defensiiviset kassavirrat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

Riskit

- Pitkän aikavälin arvonluonti nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen ja ostokohteiden riittävyyteen
- Yritysostojen integraatioon liittyvät riskit
- Organisaatiouudistukseen liittyvät riskit
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Orgaaninen kasvunäkymä vaisu Suomen talousnäkymän ollessa heikko

Liiketoiminnan riskiprofiili

Arvio Aallon Groupin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Toimiala 1/3

Kasvava ja erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,4 miljardia euroa vuonna 2023. 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 nykyistä suurempi.

Markkina on 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. Defensiivisyydestä kertoo hyvin se, että toimiala on selvinnyt finanssikriisistä ja eurokriisistä ilman liikevaihdon laskua. Koronapandemian yhteydessä vuonna 2020 alan liikevaihto laski vajaat 3 % ja elpyi nopeasti vuonna 2021. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositionista toimialalla erittäin arvokkaan. On kuitenkin hyvä huomioida, että asiakkaiden liiketoimintojen kutistuessa myös tilitoimiston laskutus yleensä tippuu.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 5,1 % vuodessa jaksolla 2002-2023. Lyhyellä aikavälillä Suomen talouden heikko kehitys voi jarruttaa kehitystä, mutta pitkällä aikavälillä odotamme noin 2-4 %:n kasvun jatkuvan.

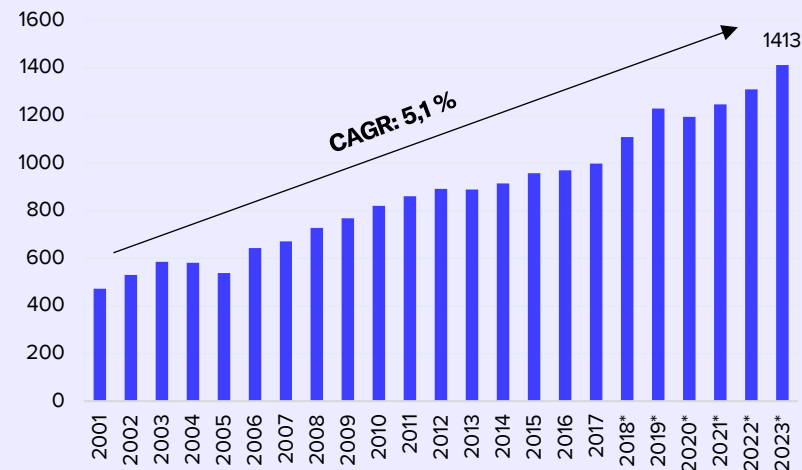
Kasvuajurit ovat muuttumassa

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, vaikkakin viime vuosina kohonnut inflaatio on näitä mahdollistanut. Tilitoimistot ovat olleet voimakkaasti sidoksissa kirjanpitäjien määrän ja palkkojen kehitykseen. Tämä sidonnaisuus on kuitenkin arviomme mukaan asteittain murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä. Viime vuosina vauhdittunut tekoälyn kehitys kiihdyttää tätä trendiä entisestään. Samalla digitalisaatio on lisännyt kirjanpidon rutiinipalveluiden laajuutta, mikä on tukenut transaktioliikevaihdon kasvua.

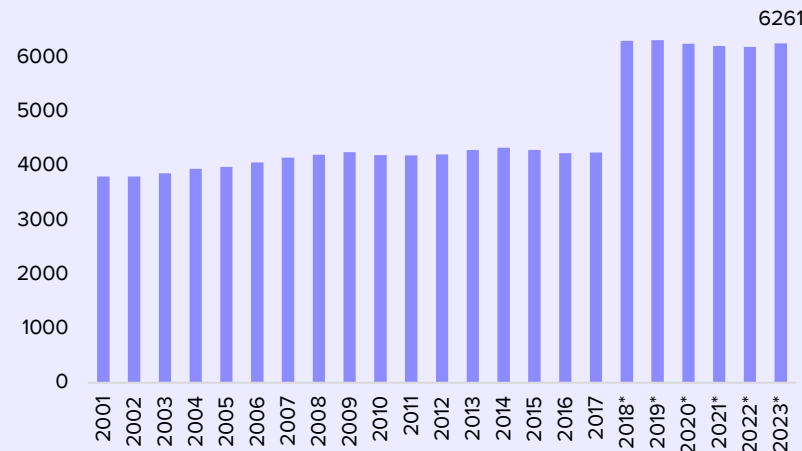
Toinen osa kasvusta tulee transaktiomäärien kasvusta, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä. Koronapandemian seurauksena nähtiin hetkellinen lasku transaktiomäärissä vuonna 2020, joka näkyikin toimialan luvuissa. Vuosina 2023-2024 heikentyneessä taloussympäristössä transaktiomäärissä on nähty alan yhtiöiden mukaan laskua, mutta kokonaismarkkina on siitä huolimatta kasvanut.

Arviomme mukaan toimialan kasvuajureina toimivat lähivuosina erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti sekä yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistuminen. 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 2/3

Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jota ajavat digitalisaatio, 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 vääjäämättä 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, mikä selittää toimialan pientä asiakasvaihtuvuutta.

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

Markkina edelleen hyvin fragmentoitunut

Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2023 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 6261 yritystä. Vuodesta 2018 lähtien lukuihin vaikuttaa raportointitavan muutos, ja aktiivista liiketoimintaa

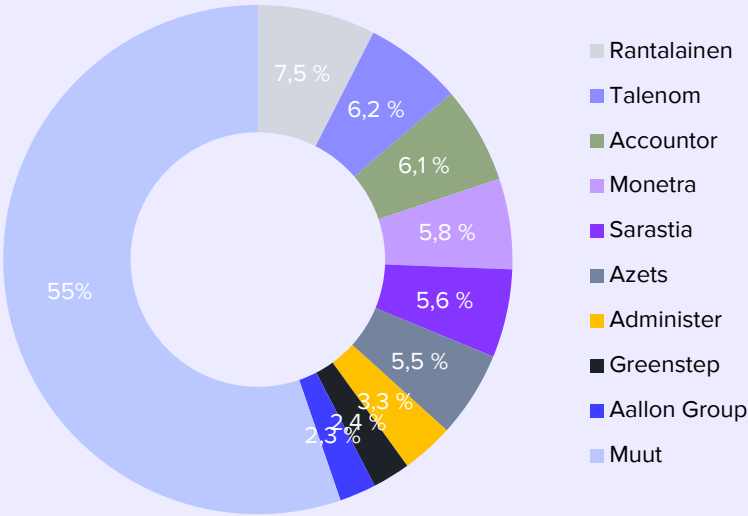
harjoittavia tilitoimistoja on Suomessa edelleen reilu 4000. Keskimääräisessä yrityksessä on vain reilu 2 työntekijää. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan monia pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, sillä näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen tai ohjelmistohankintoihin,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

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

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan edellä mainitut yhdeksän suurta toimijaa pitivät vuonna 2023 hallussaan noin 45 % markkinasta, joten merkittävä osa siitä on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Suurten toimijoiden osuus markkinasta on kuitenkin ollut jo pitkään asteittaisessa nousussa. Kaikilla yrityksillä ei ole resursseja vastata toimialan murroksen tuomiin haasteisiin, minkä takia arvioimme konsolidaation jatkuvan. Tilitoimistoyrittäjien eläköitymiset ovat myös yksi alan konsolidaatiota ajava tekijä. 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 2023



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

Toimiala 3/3

Skaalaetujen merkitys korostuu

Tilitoimistoliiketoiminnassa koolla on tänä päivänä väliä, ja 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 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. Sääntelyn tuomat pakolliset kustannukset skaalautuvat myös koon kasvaessa, mutta voivat olla pienille tilitoimistoille ylitsepääsemätön kasvun este, kun toiminnan skaalaamista noin miljoonan euron liikevaihdesta useampiin miljooniin edes suunnitellaan.

Toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 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 on ollut käytännössä ainoa aidosti aktiivista uusmyyntiä harjoittava yhtiö jo pitkään, ainakin merkittävässä mittakaavassa. Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt suojelemaan omaa ”reviiriä” ja muut suuret toimijat ovat panostaneet pääosin yritysostoihin.

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

Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

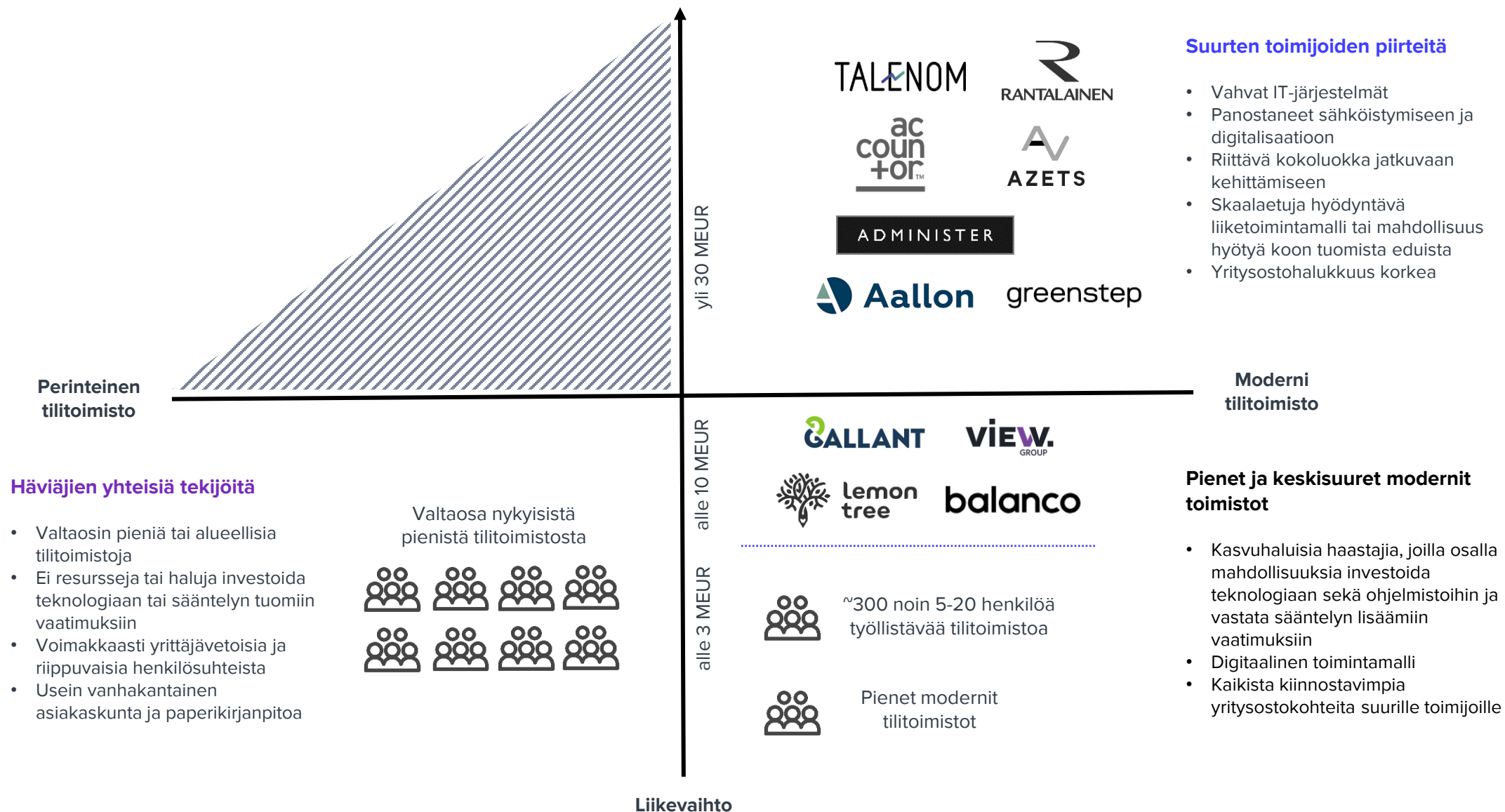
Tilitoimistojen liiketoiminnassa on selkeää kausivaihtelua. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joulukuun-maaliskuulle. Tämä korostaa erityisesti ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa. Tämä heijastuu myös Aallon Groupin liikevaihdon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



Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä noin 2-4 %:n vuosivauhtia.
- Valtaosa liikevaihdesta 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. Hintakilpailu on suhteellisen maltillista.
- Asiakassuhteet ovat normaalisti erittäin pitkiä ja asiakaspoistuma johtuu usein yritysostosta tai konkurssista.
- Defensiivisyyden, kasvun ja terveen kannattavuuden ansiosta vahva markkina-positio toimialalla on erittäin arvokas.
- Konsultointipalveluiden rooli tulee näkemyksemme mukaan nousemaan tulevina vuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan.
- Yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen tilitoimistoille tarjoaa toimialalle potentiaalisen kasvuvajurin
- 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



Strategia 1/3

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Aallon Groupin visiona on olla toimialansa suositelluin kumppani ja työnantaja. Strategian keskiössä olevaa asiakastytyväisyyttä yhtiö vahvistaa keskittymällä erityisesti digitalisoituihin tehokkaisiin prosesseihin, laadukkaisiin ja henkilökohtaisiin asiantuntijapalveluihin sekä henkilöstötytyväisyyteen 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 viiden vuoden keskimääräinen kasvu (16 %) on ollut linjassa tavoitteisiin. Kannattavuus parani vuosina 2020-2022 (EBITA-%: 8,8-10,8 %), mutta heikkeni kustannusinflaation myötä vuonna 2023 (9,4 %). Vuonna 2024 kannattavuuden kehitys (10,9 %) kääntyi jälleen oikeaan suuntaan.

Yritysostrategiassa onnistuminen on Aallon Groupin pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta keskeisin tekijä. Yhtiö on löytänyt yritysostoissa toimivan reseptin, jolla kohteita saadaan ostettua maltilliseen hintaan (EV/EBITDA n. 5-6x) ja tähän mennessä myös integraatiot ovat sujuneet hyvin. Markkinalla on yhtiön mukaan edelleen hyvin kohteita tarjolla, ja strategian toteuttamista jatketaan kuten aiemmin.

Teknologiastrategia

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 kehittänyt oman asiakasportaalin (Aallon Portti), joka lanseerattiin helmikuussa 2022 korvaamaan aiempi asiakasportaali. Aallon Portti tarjoaa asiakkaille yhtenäisen digitaalisen palvelun ja pääsyn taloushallinnon tietokantaan aina tositteisiin saakka. Aallon Portti sisältää tyypillisen pk-yrityksen tarpeisiin kehitetyt taloushallinnon työkalut muun muassa ostolaskujen käsittelyyn, laskutukseen sekä talous- ja palkkahallinnon tietojen ja raporttien selailuun. Lähtökohtana on, että asiakas käyttää Aallon Groupin asiakasportaalia, joka on integroitu kolmannen osapuolen taustajärjestelmiin eli kirjanpito- ja palkanlaskentajärjestelmiin.

Aallon Portin avulla myös kirjanpitäjien toiminta tehostuu, kun rutiinitöitä ja työprosesseja pystytään automatisoimaan. Yhtenä esimerkkinä kehitystyöstä voidaan mainita Aallon Portin ostolaskujen kierrätykseen sisäänrakennettu oppiva tiliointiautomaatio, joka otettiin käyttöön huhtikuussa 2024. Vuoden 2024 lopussa automaatio käsitteli jo yli kolmasosan Aallon Porttiin saapuvista verkkolaskuista automaattisesti. Vuoden 2025 aikana Aallon Group tavoittelee automaatioasteen nostamista kattamaan valtaosan Aallon Portin ostolaskuliikenteestä.

Kirjanpito tehdään kaupallisilla ohjelmistoilla

Kirjapidon ja palkanlaskennan taustajärjestelminä yhtiö käyttää kuhunkin tarkoitukseen parhaiten sopivia kaupallisia valmisohjelmia (esim. Procountor, Fennoa, Netvisor, Fivaldi), joiden päälle pystyy kehittämään omia automatisoituja ratkaisuja.

Käyttämällä valmisohjelmistoja Aallon Group välttää suuret

investoinnit, joita oman kirjanpito-ohjelmiston kehittäminen vaatisi. Myös tulevien yrityskauppojen osalta tarve suurille IT-integraatioille on pieni, kun ostettu yritys voi jatkaa nykyisten taustajärjestelmiensä käyttämistä. Uusiasiakashankinnan kustannukset ovat myös huomattavasti pienemmät, kun asiakasta ei tarvitse integroida uuteen järjestelmään, vaan kirjanpito voidaan hoitaa asiakkaalla jo käytössä olevilla järjestelmillä. Aallon Groupin teknologiastrategia on siten huomattavasti pääomakevyempi sekä vähäriskisempi verrattuna siihen, että yhtiö lähtisi nyt investoimaan voimakkaasti yhtenäiseen omaan taustajärjestelmään.

Keskipitkällä aikavälillä arvioimme yhtiön lähestymiskulman olevan huomattavasti tuloksellisempi, kun suuria panostuksia omiin taustajärjestelmiin ei tarvitse tehdä. Toisaalta yhtiö on alttiimpi ohjelmistoyhtiöiden hinnankorotuksille, mikä oli myös yksi osasyynä vuonna 2023 nähdylle kannattavuuden heikentymiselle. Samalla osa digitalisaation mahdollistamista skaalaeduista voi jäädä yhtiöltä saavuttamatta verrattuna omiin taustajärjestelmiin panostaneisiin kilpailijoihin.

Teknologiastrategia

Aallon Groupin oma järjestelmäkehitys

- Keskittyminen omaa kustannustehokkuutta ja asiakasarvoa tuottaviin järjestelmiin.
- Kirjanpitäjien työn osittainen automatisointi vapauttaa henkilöstöresursseja korkeamman lisäarvon palvelujen tarjoamiseen.
- Toiminnan tehostuminen ja lisäarvopalveluiden kasvu mahdollistavat kannattavuuden asteittaisen skaalautumisen.

Taustajärjestelmät valmisohjelmistona

- Tarkoituksenmukaisimpien ja markkinoiden parhaiden valmisohjelmistojen hyödyntäminen.
- Valmisohjelmistoilla vältetään suuret investoinnit omaan kirjanpito-ohjelmistoon.
- Arviomme mukaan yritysostojen yhteydessä ei tarvitse toteuttaa merkittäviä järjestelmäintegraatioita.
- Uusasiakashankinnan kustannukset ovat pienet, kun asiakasta ei tarvitse integroida omaan taustajärjestelmään.
- Samalla kuitenkin osa digitalisaation mahdollistamista skaalaeduista jää arviomme mukaan saavuttamatta pitkällä aikavälillä.



Strategia 2/3

Yritysostostrategia

Aallon Group on tullut tilitoimistomarkkinan konsolidaatiopeliin mukaan pääomasijoittajataustaisista yhtiöistä poikkeavalla tulokulmalla. 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 yritystomarkkinalla. 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 yritystokohteista on ollut tähän mennessä liikevaihdoltaan 0,5-2 MEUR:n kokoluokassa. Kohteet ovat lähtökohtaisesti olleet myös hyvin kannattavia käyttökatteiden ollessa usein 15-25 %:n haarukassa. 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. Käsitksemme mukaan

Suomessa on edelleen noin 1000 tilitoimistoa, jotka työllistävät enemmän kuin pelkän yrittäjän. Näistä noin 300 työllistää yli 5 työntekijää ja ovat yritystokohteina 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.

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

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. Yritystoilla on mahdollisuus hankkia myös toimialakohtaista erityisosaamista.

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

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.

Yrityskaupoissa selvää arvonluontipotentiaalia

Aallon Groupilla on hyvät mahdollisuudet kasvaa ja luoda arvoa yritystoilla, ja yhtiöllä on tässä vaiheessa jo hyvät näytöt strategian toimivuudesta. Paperilla kauppojen omistaja-arvoa luova logiikka on hyvin selkeä, kun matalilla kertoimilla ostettujen yhtiöiden tulosta aletaan hinnoitella pörssissä Aallon Groupin omilla selvästi korkeammilla kertoimilla. Mielestämme Aallon Groupin viime vuosina 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 yritystoista on tehty maltillisilla noin 5-6x EV/EBITDA-kertoimilla, 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. Tähän asti suurempia ongelmia integraatioissa ei ole ilmennyt, mikä nähdäksemme kertoo Aallon Groupin yritysostoprosessien olevan kunnossa. Yhtiö myös etenee yrityskauppaneuvotteluissa pidemmälle vain kohteiden kanssa, joissa yrityskulttuuri sopii yhteen Aallon Groupin kanssa.

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-% (2024: 16,5 % vs. 2023: 15,1 %)
- 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	Laskentasatama Oy	Jyväskylä	0,46	-	-			

Taloudellinen tilanne 1/2

Yritysostrategia kiihdyttänyt kasvua viime vuosina

Aallon Groupin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 12 % vuodessa 2014-2024 välillä. Vuosina 2015-2020 kasvu oli hieman rauhallisempaa (keskimäärin 8,2 %) ja sitä ajoivat pitkälti uudet asiakkuudet sekä hinnankorotukset. Vuosina 2021-2024 keskimääräinen vuosikasvu (17,6 %) on kiihtynyt merkittävästi, kun yritysstrategia alkoi 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.

Tarkastellessa 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

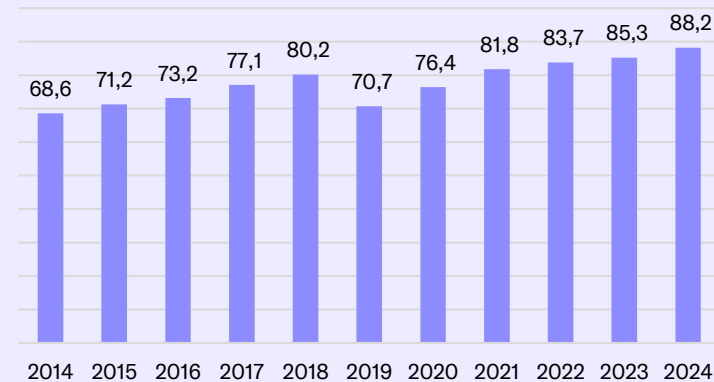
Aallon Groupin historiallisen kannattavuuden vertailua vaikeuttaa yhtiön siirtyminen IFRS-kirjanpitoon vuonna 2023 (IFRS-luvut saatavilla 2022 alkaen). Tämä nostatti selvästi käyttökatetta vuokrakulujen siirtyessä muista kuluista poistoihin. IFRS16:n myötä yritysostojen mukana tulevaa liikearvoa ei enää poisteta, mutta sen sijaan asiakassuhteisiin liittyvää aineetonta omaisuutta poistetaan. Yritysostoihin liittyvät poistot ovat kuitenkin nyt huomattavasti FAS-

kirjanpidon aikaa pienempiä (n. 0,8 MEUR) vuodessa).

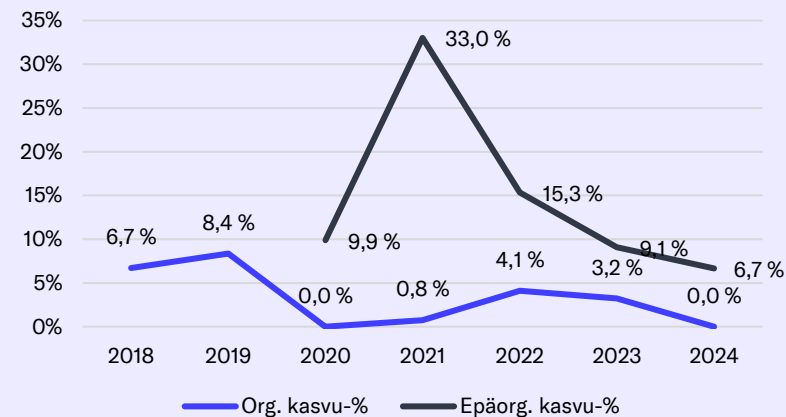
EBITA on kuitenkin varsin vertailukelpoinen mittari. Vuoden 2019 listautumisen jälkeen heikentyneen kannattavuuden jälkeen Aallon Groupin EBITA-% parani vuoden 2020 8,8 %:sta asteittain 10,8 %:iin vuonna 2022 kasvaneen kokoluokan tuomien skaalaetujen, kannattavuutta tukevien yritysostojen sekä sähköisessä 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.

Isossa kuvassa pidämme Aallon Groupin viime vuonna nähtyä kannattavuustasoa vasta kohtuullisen hyvänä. Mielestämme tilitoimistoalan kontekstissa ja Aallon Groupin kasvavan kokoluokan mahdollistamat skaalaedut 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.

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 2024 noin 63,5 % 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 digitalisaatio 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 2024 noin 10,8 % 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 10,4 % liikevaihdosta. Tässä kuluerässä on mielestämme lievää skaalautumispotentiaalia yhtiön kokoluokan kasvaessa.

Aallon Groupin poistot olivat vuonna 2024 2,6 MEUR tai 7,5 % 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.

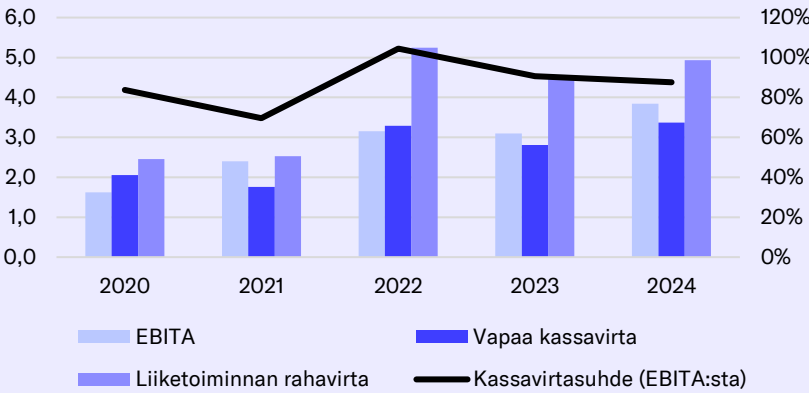
Tase ja rahoitusasema

Aallon Groupin taserakenne on yksinkertainen ja yhtiön rahoitusasema vahvalla pohjalla. Vuoden 2024 lopussa omavaraisuusaste oli 45,6 % ja nettovelkaantumisaste 26,4. Taseen velkaantuneisuutta tarkastellessa on kuitenkin syytä huomioida vuokrasopimusvelat, joista oikaistuna nettovelkaa oli ainoastaan 0,6 MEUR. 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.

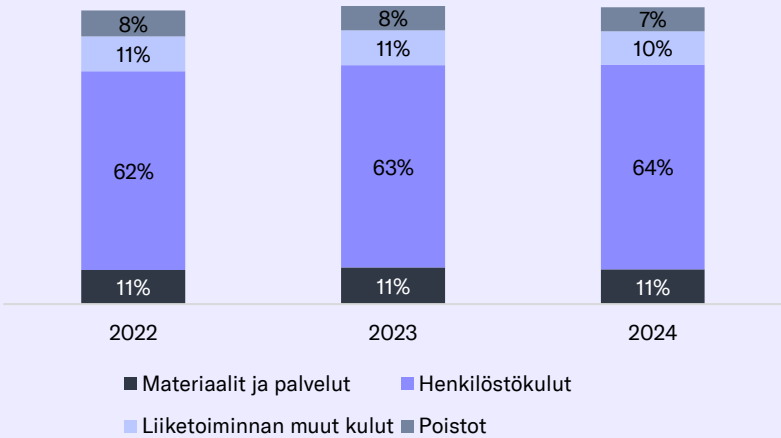
Mielestämme Aallon Groupin kannattavuus- ja kassavirtaprofiililla yhtiön nettovelka/käyttökate-tunnusluku voisi hyvinkin nousta tarpeen vaatiessa ainakin 2,5x tasolle. Suhteessa vuoden 2025 käyttökate-ennusteeseemme (6,8 MEUR) tämä tarkoittaisi sitä, että nettovelkaa voisi olla ainakin noin 17 MEUR. Taseen puolesta tulivoimaa siis riittää yritysostoihin tarvittaessa reilusti.

Taseen loppusumma oli 2024 lopussa 35 MEUR. Liikearvo muodosti 14 MEUR taseesta ja muut aineettomat hyödykkeet olivat 8,4 MEUR. Aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä (vuokrasopimukset) taseessa oli 4,1 MEUR. Lyhytaikaisia saamisia oli 4,7 MEUR ja kassaa 3,6 MEUR. Taseen vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (15,9 MEUR), korottomista veloista (9,0 MEUR), vuokrasopimusveloista (3,6 MEUR), laskennallisista verovelosta (2,3 MEUR) sekä korollisesta velasta (4,3 MEUR).

Kassavirran kehitys (MEUR)*



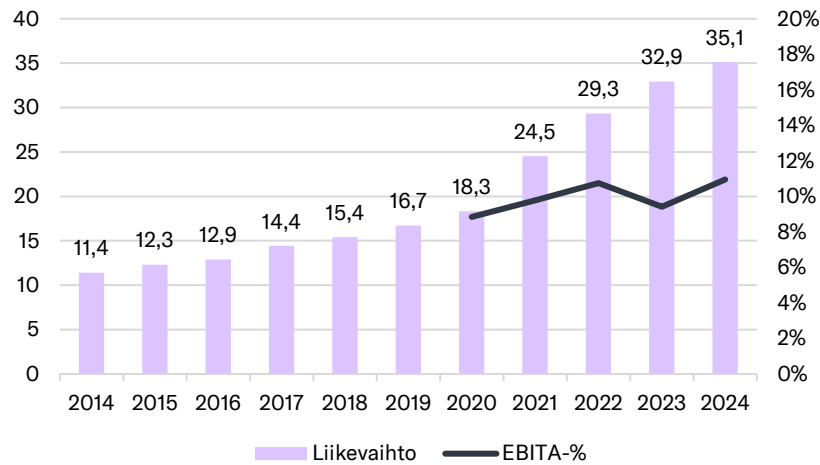
Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)**



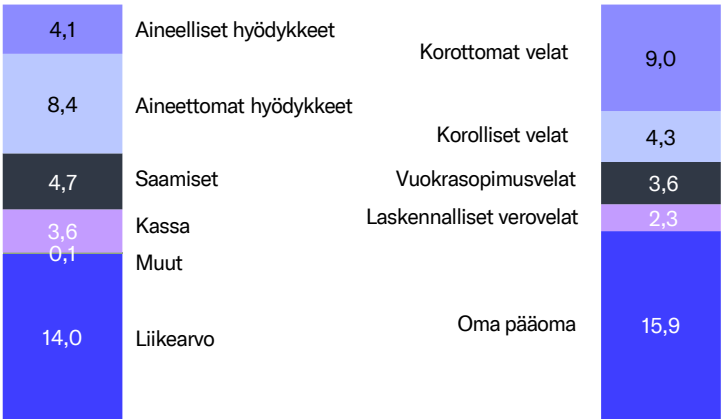
Lähde: Inderes, *Liiketoiminnan rahavirta ei vertailukelpoinen, kun 2022 alkaen luvut IFRS:n mukaisia **Aiempien vuosien kulurakenne ei vertailukelpoinen IFRS-siirtymän vuoksi

Taloudellinen tilanne

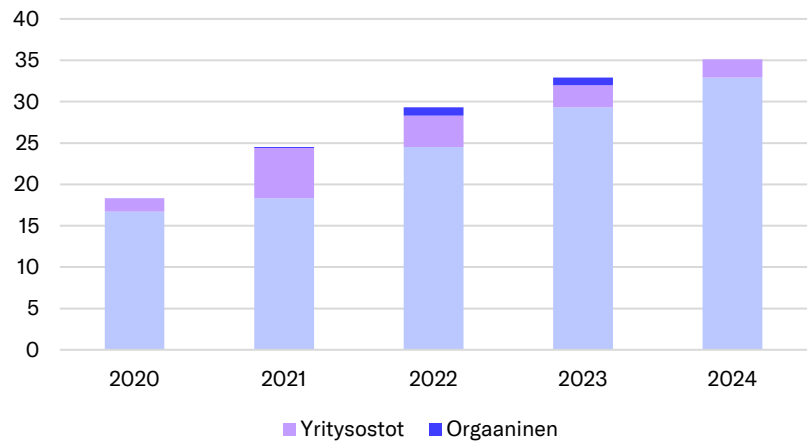
Liikevaihto ja kannattavuus



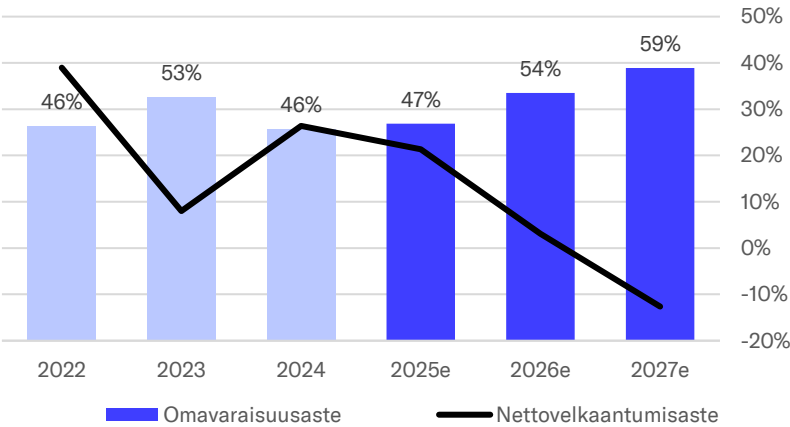
Tase 2024 (MEUR)



Liikevaihdon kasvun jakama



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

Aallon Groupin keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu. Kasvutavoite koostuu toimialan keskimääräistä kasvua (arvionne mukaan noin 2-4 %) 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 kauppohenkilökunnan ja ehtoihin. Yritysostoja kuitenkin nähdään todennäköisesti jatkossakin säännöllisen epäsäännöllisesti, mikä kannattaa pitää mielessä ennusteita tarkasteltaessa.

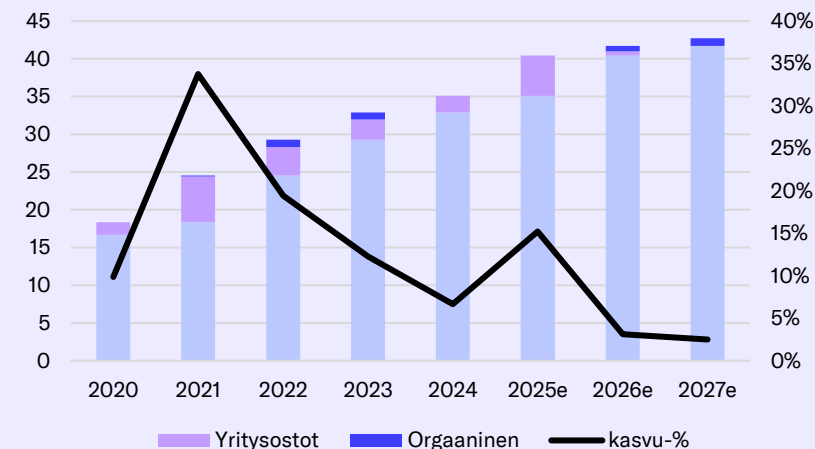
Aallon Groupilla on historiasta näyttöjä hyvästä orgaanisesta kasvusta, mutta lyhyellä tähtäimellä odotuksemme ovat varovaisia heikosta taloussympäristöstä johtuen. Suomen talouden heikon kehityksen myötä erityisesti transaktiotuotot ovat olleet viime aikoina paineessa, ja myös asiakaspoistuma on kohonnut. Tilitoimistomarkkinan jälkisyklisen luonteen vuoksi heikentyvän talouden vaikutukset heijastuvat myös vasta viiveellä liiketoiminnan kehitykseen. Vuonna 2024 orgaaninen kehitys oli jo vaatimatonta, eikä tältä kään vuodelta ole vielä odotettavissa olennaista elpymistä. Parhaillaan käynnissä oleva organisaatiomuutos voi myös lyhyellä aikavälillä hidastaa liikevaihdon kasvua, sillä muutoksen jalkauttaminen voi sitoa laskuttavan henkilöstön aikaa muualle. Tätä ja edelleen jatkunutta Suomen talouden epävarmuutta heijastellen olemme tarkistaneet sekä kasvu- että kannattavuusennusteitamme lähivuosilta hieman alaspäin. Samalla kuitenkin lähes kokonaan jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli antaa hyvin pohjaa liikevaihtoennusteille. Kaiken kaikkiaan nykyiset orgaaniset kasvuennusteemme eivät mielestämme vaadi yhtiöltä

ihmetekojä hinnankorotusten tai uusasiakashankinnan suhteen. Suomen taloudessakin suunta on oletettavasti lähivuosina parempaan päin, joten markkinan elpymisestä voi odottaa jossain kohtaa myötätuulta myös Aallon Groupille.

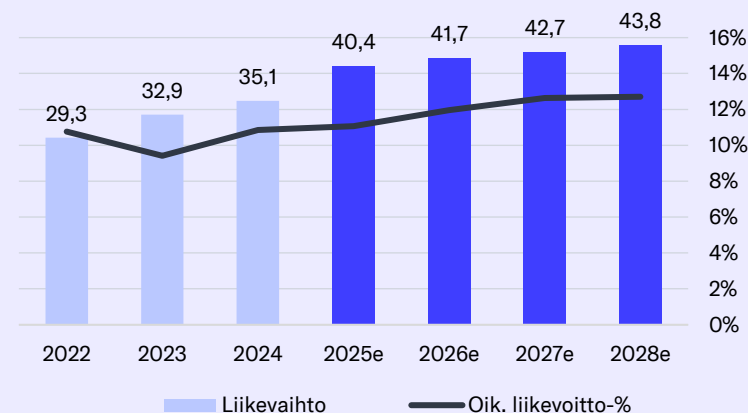
Kannattavuuden osalta Aallon Groupin tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökatemarginaali. Vuonna 2023 nähdyn inflaatiohikan jälkeen kannattavuuskehitys saatiin jälleen viime vuonna raiteilleen, ja odotamme asteittaisen parantamisen jatkuvan tulevina vuosina. Yhtiön kokoluokan myötä kasvavat skaaladut ja digitalisaation ansiosta tehostuvat prosessit antavat mielestämme hyvät edellytykset kannattavuuden parantamiselle keskipitkällä aikavälillä. Organisaatiouudistuksella yhtiö myös selkeästi pyrkii hakemaan lisää tehokkuutta kasvaneesta kokoluokastaan, ja kannattavuuden parantaminen on yksi keskeinen strateginen painopistealue. Tänä vuonna organisaatiomuutoksesta todennäköisesti aiheutuu kuitenkin myös kertaluonteisia kustannuksia, kun tytäryhtiöitä fuusioidaan ja niiden aiemmin erillisiä järjestelmiä tuodaan yhteen.

Uskomme Aallon Groupin pystyvän vastaamaan kustannusinflaatioon pitkällä aikavälillä omaa operatiivista tehokkuutta parantamalla sekä hinnankorotuksilla. Kokonaisuutena emme odota tällä hetkellä erityisen voimakasta kannattavuusparannusta keskipitkällä aikavälillä, joten hyvässä skenaariossa ennusteissa voisi olla vielä nousuvaraa. Vuonna 2025 kannattavuutta tukee erittäin hyvää kannattavuutta tehneen Premium Groupin osto vuoden 2024 lopussa.

Liikevaihdon kasvun jakama



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/2

Vuoden 2025 ennusteet

Aallon Group ei ole antanut erillistä numeerista ohjeistusta tälle vuodelle, vaan aiempien vuosien tavoin viittaa pyrkivänsä edistämään taloudellisten tavoitteidensa mukaista kehitystä. Yhtiön kommentit H2-raportin yhteydessä viittasivat siihen, että Suomen talouden hidas kehitys jarruttaa orgaanista kasvua vielä tänä vuonna. H2:lla organisaatiouudistuksen jalkauttaminen sitoo myös jonkin verran laskutettavaa työtä tekeviä henkilöitä, mikä osaltaan vaikuttaa orgaaniseen kehitykseen. Siten odotamme nyt orgaanisen kasvun jäävän tänä vuonna nollan tuntumaan (aik. 0,5 %). Kuluvan vuoden kasvu on siten kokonaan yritysostojen harteilla, joita yhtiö on ehtinyt toteuttaa viimeisen 12kk aikana 8 kappaletta.

Ennustamme Aallon Groupin vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan 15,2 % 40,4 MEUR:oon. Odotamme hinnankorotusten ja uusasiakashankinnan tukevan liikevaihtoa jossain määrin, kun taas heikossa talousympäristössä laskevat transaktiotuotot ja asiakaspoistuma jarruttavat kehitystä.

Tehtyjen yritysostojen hyvän kannattavuuden pitäisi tukea tänä vuonna kannattavuutta. Vastapainona organisaatiouudistuksesta ja tytäryhtiöiden fuusioinneista tulee aiheutumaan erityisesti H2:lle kertaluonteisia kustannuksia. Tulevina vuosina organisaatiouudistuksen pitäisi kuitenkin tuoda lisää tehokkuutta. Vanhan mallin haasteena on ollut, ettei kasvaneen Aallon Groupin skaalaetuja ole päästy kunnolla viime vuosina hyödyntämään. Lisäksi nykyään 9 eri tytäryhtiön hallinnon pyörittäminen tuo ylimääräistä hallinnollista taakkaa, mikä häviää juridisen rakenteen yksinkertaistamisella. Isot organisaatiomuutokset henkilövetoisella alalla eivät tosin ikinä ole helppoja harjoituksia. Muutoksen jalkauttaminen organisaatioon vie varmasti ainakin tämän vuoden.

Ennustamme Aallon Groupin käyttökateen (2025e 16,2 %)

heikentyvän hieman edellisvuodesta, mutta EBITA-marginaalin (11,1 %) paranevan aavistuksen poistojen suhteellisen osuuden pienentyessä. Verojen ja rahoituskulujen jälkeen päädyimme 0,92 euron oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen, josta on oikaistu yrityskauppojen asiakassuhteisiin liittyvät poistot (2025e -0,8 MEUR). Näillä ei ole kassavirtavaikutusta.

Vuosien 2026-2028 ennusteet

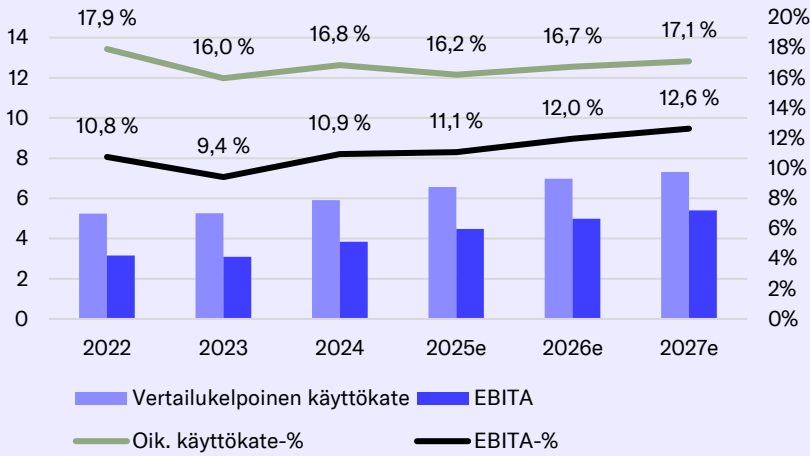
Vuodelle 2026 ennustamme 1,7 %:n orgaanista kasvua ja jo tehtyjen yritysostojen hännät nostavat kokonaiskasvun 3,1 %:iin. Vuosille 2027-2028 ennustamme 2,5 %:n kasvua.

EBITA-marginaalin ennustamme paranevan 12,0 %:iin vuonna 2026 ja nousevan 12,6-12,7 %:n tasolle vuosina 2027-2028. Käyttökate- ja EBITA-tasolla tämä tarkoittaisi noin 16,7-17,3 %:n marginaalia näille vuosille. Näin ollen kannattavuus jäisi tällä mittarilla vielä alle vuonna 2022 saavutetun 17,9 %: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.

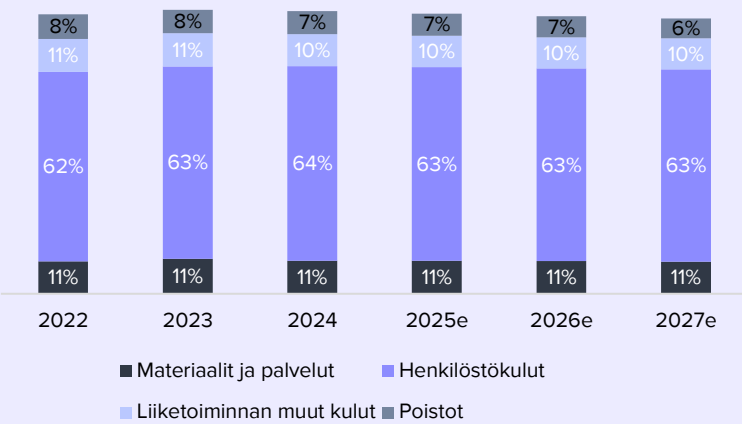
Osinkoennusteet

Aallon Groupin tavoitteena on jakaa tasaista ja kasvavaa osinkoa. Tilikaudelta 2024 yhtiö maksoi 0,23 euron osakekohtaisen osingon ja odotamme osinkoon vuosittaista sentin korotusta keskipitkällä aikavälillä. Yhtiöllä olisi edellytyksiä korottaa halutessaan osinkoa selkeästi tätä enemmänkin. Arviomme mukaan lähivuosien osingon taso on paljon kiinni siitä, kuinka paljon yhtiö allokoi pääomiaan yritysostoihin. Näkemyksemme mukaan järkevintä olisi pyrkiä yritysostostrategian toteuttamiseen.

Kannattavuuden kehitys



Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	29,3	32,9	18,3	16,8	35,1	21,3	19,1	40,4	41,7	42,7	43,8
Käyttökate	5,0	5,0	3,4	2,4	5,7	3,9	2,7	6,6	7,0	7,3	7,6
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-2,5	-1,3	-1,3	-2,6	-1,5	-1,5	-2,9	-2,8	-2,8	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,2	3,1	2,4	1,4	3,8	2,9	1,6	4,5	5,0	5,4	5,6
Liikevoitto	2,6	2,5	2,1	1,0	3,1	2,4	1,2	3,6	4,1	4,5	4,7
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	2,5	2,2	2,0	1,0	2,9	2,3	1,1	3,4	3,9	4,4	4,5
Verot	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5	-0,2	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,0	1,8	1,6	0,73	2,4	1,8	0,85	2,7	3,1	3,5	3,7
EPS (oikaistu)	0,66	0,61	0,50	0,28	0,78	0,58	0,33	0,92	1,02	1,14	1,18
EPS (raportoitu)	0,53	0,45	0,42	0,19	0,60	0,48	0,22	0,70	0,80	0,92	0,95

Tunnusluvut	2022	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	19,5 %	12,3 %	4,0 %	9,7 %	6,7 %	16,8 %	13,4 %	15,2 %	3,1 %	2,5 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,5 %	-1,7 %	1,0 %	98,8 %	22,9 %	17,4 %	17,8 %	17,6 %	11,3 %	8,3 %	3,1 %
Käyttökate-%	17,1 %	15,1 %	18,5 %	14,0 %	16,4 %	18,3 %	13,9 %	16,2 %	16,7 %	17,1 %	17,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,8 %	9,4 %	13,3 %	8,2 %	10,9 %	13,4 %	8,5 %	11,1 %	12,0 %	12,6 %	12,7 %
Nettotulos-%	6,9 %	5,4 %	9,0 %	4,3 %	6,7 %	8,6 %	4,4 %	6,6 %	7,4 %	8,2 %	8,3 %

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	40,6	40,4	0 %	42,0	41,7	-1 %	43,1	42,7	-1 %
Käyttökate	6,8	6,6	-4 %	7,2	7,0	-4 %	7,5	7,3	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,7	4,5	-5 %	5,3	5,0	-5 %	5,6	5,4	-3 %
Liikevoitto	3,9	3,6	-7 %	4,4	4,1	-6 %	4,7	4,5	-4 %
Tulos ennen veroja	3,7	3,4	-7 %	4,2	3,9	-6 %	4,5	4,4	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,97	0,92	-5 %	1,08	1,02	-5 %	1,18	1,14	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,24	0,24	0 %	0,25	0,25	0 %	0,26	0,26	0 %

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	20,0	26,6	26,9	26,1	25,3
Liikearvo	10,1	14,0	15,0	15,0	15,0
Aineettomat hyödykkeet	5,1	8,4	8,1	7,3	6,6
Käyttöomaisuus	4,6	4,1	3,8	3,7	3,7
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	7,7	8,3	9,1	9,5	11,9
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	3,6	4,7	4,6	4,9	5,1
Likvidit varat	4,1	3,6	4,5	4,6	6,8
Taseen loppusumma	27,7	35,0	36,0	35,6	37,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	14,5	15,9	17,0	19,4	22,1
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	3,5	5,0	7,0	9,4	12,1
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	10,9	10,8	9,9	9,9	9,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,0	5,6	5,2	5,0	5,0
Laskennalliset verovelat	1,4	2,3	2,3	2,3	2,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	3,6	2,6	2,2	2,0	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Lyhytaikaiset velat	8,3	13,5	13,8	11,2	10,1
Korolliset velat	1,7	5,2	5,6	2,8	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,6	8,2	8,1	8,4	8,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	27,7	35,0	36,0	35,6	37,2

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmenetelmät

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

Sijoitusnäkemys

Aallon Groupin liiketoiminta on hyvin defensiivistä, vakaata ja ennustettavaa, minkä johdosta yhtiön riskiprofiili on matala. Yhtiöllä on myös taustallaan jo vahvat näytöt yritysostostrategian toimivuudesta, jonka johdonmukaisella toteuttamisella on nähdäksemme hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa tulevinakin vuosina. Nämä tekijät tukevat näkemyksemme mukaan myös yhtiön arvostusta. Vastaavasti yhtiön edelleen melko pieni koko, tällä hetkellä hidas orgaaninen kasvu ja osakkeen heikko likviditeetti painavat osaltaan hyväksyttävää arvostusta.

Aallon Groupin osakkeen omistaminen vaatii luottamusta yhtiön johtoon ja sen kykyyn toteuttaa yritysostostrategiaa menestyksekkäästi. Näytöt viime vuosilta ovat tämän suhteen myös hyvät, ja yhtiö on löytänyt toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja saadaan ostettua maltillisilla arvostuskertoimilla. Nämä järjestelyt ovat myös heijastuneet yhtiön numeroihin tulokasvun muodossa. Yhtiön tuloksesta konvertoituu myös vapaata kassavirtaa hyvällä suhteella, jota voidaan allokoida uusien järjestelyjen tekemiseen ja osingonmaksuun.

Lyhyellä aikavälillä keskeinen epävarmuus liittyy organisaatiomuutoksessa onnistumiseen. Huhtikuun alussa voimaan astuneella organisaatiomuutoksella yhtiöllä on

potentiaalia saada kasvaneesta kokoluokastaan paremmin tehoja irti, vaikka isoon muutokseen sisältyy henkilöstövetoisessa liiketoiminnassa luonnollisesti myös riskejä.

Kaiken kaikkiaan osakkeen arvostus näyttää matalalta suhteessa yhtiön tasaista ja vahvaa kassavirtaa tekevään liiketoimintaan ja keskipitkän aikavälin tulokasvunäkymiin. Siten tuotto-riskisuhde on edelleen hyvin kiinnostava. Toistamme 13,0 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksen.

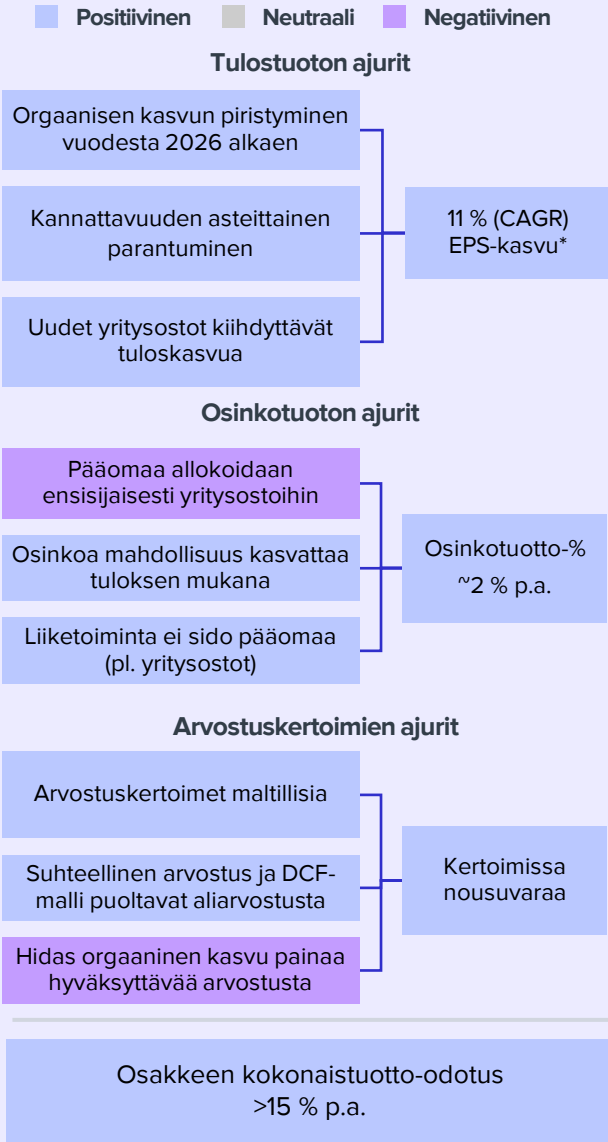
Osakkeen arvostus on maltillinen monella mittarilla

Ennusteillamme Aallon Groupin vuoden 2025 oikaistu P/E-kerroin on 12x ja EV/EBIT 10x. Nämä ovat mielestämme maltillisia tasoja Aallon Groupin kaltaiselle defensiiviselle kasvuyhtiölle, jolla on hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa johdonmukaisella yritysostostrategialla. Vuodelle 2026 ennustamallamme tulokasvulla vastaavat kertoimet ovat 10,6x ja 8,4x. Vuoden 2024 vapaaseen kassavirtaan suhteutettuna kassavirtakerroin on noin 12x, mikä vastaa 8,1 %:n kassavirtatuottoa. Taso näyttää maltilliselta, sillä keskipitkällä aikavälillä Aallon Groupilla on selkeää potentiaalia kasvattaa osakekohtaista vapaata kassavirtaansa.

Nykyisellä osakekurssilla lähivuosien osinkotuotot ovat reilun 2 %:n tasolla ennustamallamme 28-34 %:n osingonjakosuhteella, mikä antaa lievää tukea tuotto-odotukselle.

Aallon Groupin EV/Liikevaihto-kerroin vuodelle 2025 on 1,1x mikä on hyvän kasvu- ja kannattavuuspotentiaalin omaavalle palveluyhtiölle mielestämme maltillinen taso. Yhtiön liikevaihto on myös lähes kokonaan jatkuvaluonteista, mikä tukee liikevaihtopohjaista arvostusta suhteessa projektivetoisiin palveluyhtiöihin.

Osaketuoton ajurit 2025e-2027e



Lähde: Inderes, lähtötaso 2024

Arvonmääritys 2/3

DCF-mallin valossa nousuvaraa löytyy reilusti

Aallon Groupin liiketoiminnan vakaan luonteen ansiosta kassavirtalaskelma on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä. Kassavirtalaskelmamme mukainen Aallon Groupin oman pääoman arvo on 58 MEUR eli noin 15,2 euroa per osake.

Pitkän aikavälin ennusteissa oletamme vuosina 2029-2033 liikevaihdon kasvuvauhdin olevan 2,0-2,5 %:n välillä ja vuodesta 2034 eteenpäin odotamme ikuisuuskasvun olevan 2 %. Kannattavuuden osalta emme odota merkittävä skaalautumista pitkällä aikavälillä. Käyttökatemarginaali on ennusteessamme reilun 17 %:n tasolla, mikä vastaa noin 11-12 %:n liikevoittomarginaalia. Ikuisuusoletuksemme liikevoittomarginaalille on 11,5 %.

Pääoman kustannuksen (WACC) olemme asettaneet mallissa 8,6 %:iin ja oman pääoman tuottovaade on 9,2 %:ssa. Mielestämme nämä tasot ovat hyvin perusteltuja nykyisessä korkoympäristössä Aallon Groupin matala riskiprofiili huomioiden. Keskipitkällä aikavälillä tuottovaateessa voisi olla myös lievää laskuvaraa yhtiön kokoluokan kasvaessa. Tällä hetkellä yhtiön pieni koko ja heikko likviditeetti nähdäksemme vielä nostavat tuottovaadetta. Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 54 %, mikä on melko kohtuullinen taso. Kaiken kaikkiaan DCF-mallin indikoima arvo tukee näkemystämme Aallon Groupin maltillisesta hinnoittelusta pörssissä.

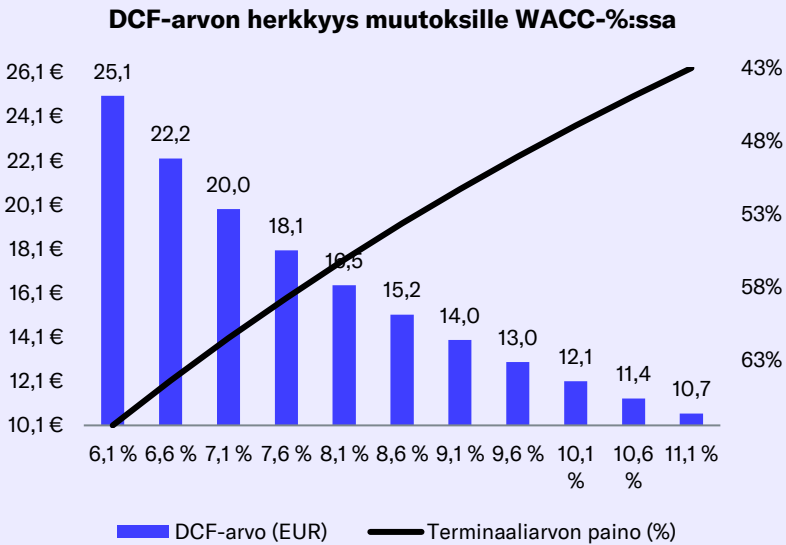
Käypä arvo

Mielestämme Aallon Groupia voitaisiin hinnoitella normaalissa markkinaympäristössä noin 14x-16x oikaistulla P/E-kertoimella. Yhtiön jatkuvaluonteinen liiketoiminta sekä vahva kassavirta

tukevat mielestämme pörssin keskimääräistä tasoa korkeampia kertoimia. Vastapainona yhtiön pieni kokoluokka ja osakkeen heikko likviditeetti vielä osaltaan painavat hyväksyttävää arvostusta. Vuoden 2025 tulosennusteeseemme soveltaen tämä tarkoittaisi noin 13-15 euron osakekurssia. Mielestämme nykyisessä talousympäristössä hyväksyttävä kerroin on tällä hetkellä lähempänä haarukan alalaita. Näemme kuitenkin strategian edetessä, yhtiön kokoluokan kasvaessa ja markkinatilanteen piristyessä osakkeen arvostuksen alkavan heijastella lähemmäs käypää arvoaan. Tavoitehinnallamme osaketta hinnoiteltaisiin tälle vuodelle noin 14x P/E-kertoimella ja vuodelle 2026 vastaava kerroin olisi noin 13x.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,9	10,9	10,9
Osakemäärä, milj. kpl	3,83	3,83	3,83
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	45	42	39
P/E (oik.)	11,8	10,6	9,5
P/E	15,5	13,5	11,8
P/B	2,5	2,2	1,9
P/S	1,0	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,9	6,0	5,3
EV/EBIT (oik.)	10,1	8,4	7,2
Osinko/tulos (%)	34,4 %	31,2 %	28,4 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,3 %	2,4 %

Lähde: Inderes



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 pörsseihin listattuna. Australiaan listattu Kelly Partners Group näyttäisi toimivan melko samantyyppisellä toimintamallilla, mutta kaukaisen maantieteellisen sijainnin myötä yhtiöiden suora vertailu on haastavaa. Verrokkiryhmän muodostamiseen liittyvien haasteiden vuoksi arvonmäärityksemme ei ensisijaisesti nojaudu verrokkien kertoiimiin.

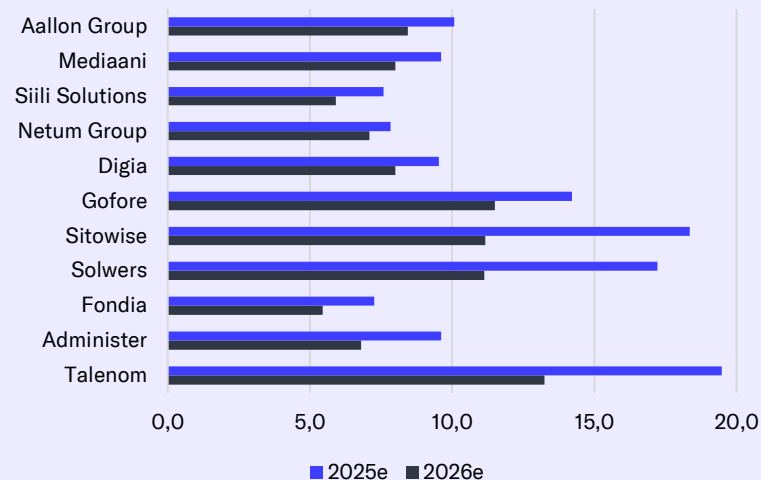
Aallon Groupia hinnoitellaan vuoden 2025 P/E-kertoimella 26 % alle verrokkiryhmän mediaanin, mutta EV/EBIT-kertoimella noin 5 %:n preemiolla. Vuoden 2025 EV/Liikevaihto-kertoimella Aallon Groupia hinnoitellaan 46 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Näkemyksemme mukaan preemio mediaanitasoon nähden 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 heikosta kannattavuuskehityksestä.

Aallon Groupin tilitoimistoverrokeista Talenomia hinnoitellaan vuodelle 2025 19,5x EV/EBIT-kertoimella. Talenomin tapauksessa yhtiön voimakkaat kansainvälistymispanostukset painavat tällä hetkellä yhtiön tulosta, ja tulospotentiaaliinsa nähden yhtiön arvostus on tällä hetkellä maltillinen. Yhtiö profiloituu osaltaan myös teknologiayhtiöksi, jonka vuoksi markkina katsoo yhtiötä hieman erilaisten lasien läpi kuin

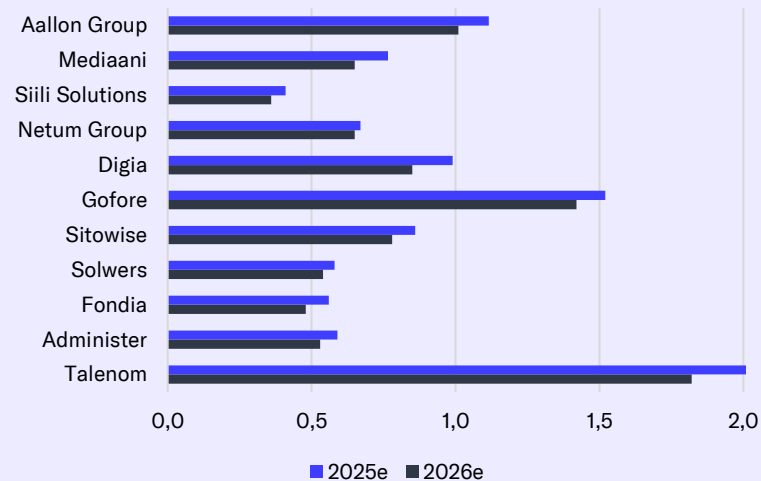
tavallisia palveluyhtiötä. Lisäksi Talenom on kokoluokaltaan vielä selvästi Aallon Groupia suurempi toimija, mikä puoltaa yhtiön preemiohinnoittelua.

Tuloskäännettä tekevän Administerin vuoden 2025 arvostus on jo maltillinen (EV/EBIT 9,6x), ja käänteen jatkuessa arvostus painuisi hyvin matalaksi lähivuosina. Tällä hetkellä erilaisten kehitysvaiheiden vuoksi kertoimet eivät ole mielestämme kuitenkaan suoraan verrannollisia Aallon Groupin kanssa. Liikevaihtokertoimella Administeria (0,6x) hinnoitellaan selvästi Aallon Groupia matalammalla arvostuksella heijastellen yhtiön viime vuosina kohtaamia kannattavuushaasteita, ja tällä hetkellä selvästi matalampaa kannattavuutta.

Aallon Groupin ja verrokkien EV/EBIT



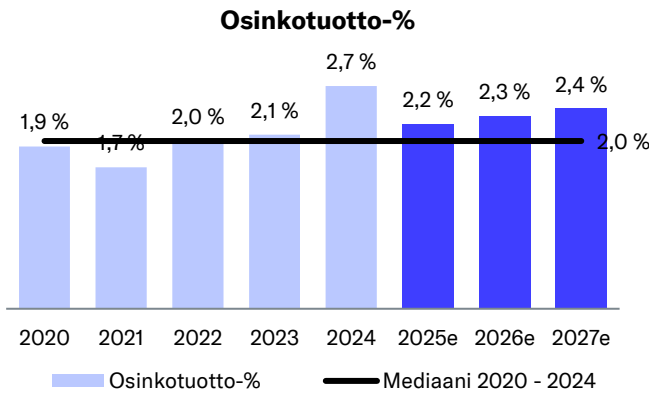
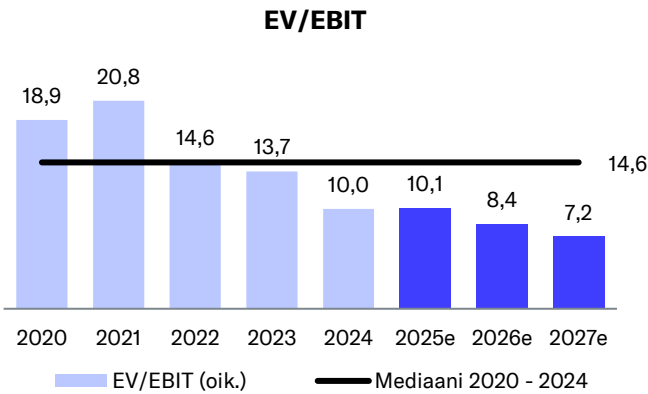
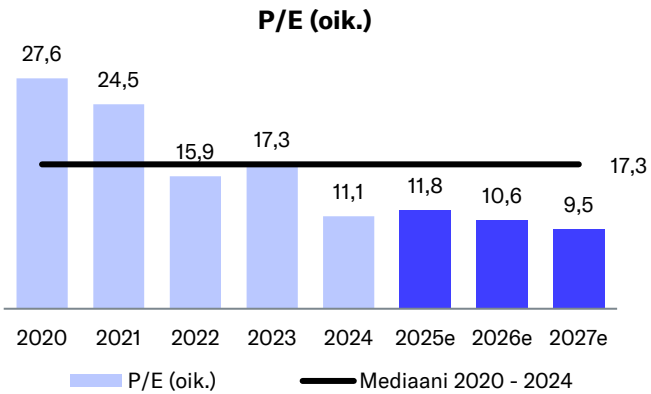
Aallon Groupin ja verrokkien EV/S



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,96	11,8	10,5	10,6	8,62	10,9	10,9	10,9	10,9
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,83	3,87	3,91	3,92	3,83	3,83	3,83	3,83
Markkina-arvo	36,1	45,2	40,8	41,3	33,8	41,5	41,5	41,5	41,5
Yritysarvo (EV)	30,6	49,7	46,1	42,5	37,9	45,1	42,1	38,8	35,3
P/E (oik.)	27,6	24,5	15,9	17,3	11,1	11,8	10,6	9,5	9,2
P/E	37,6	48,7	19,9	23,2	14,3	15,5	13,5	11,8	11,4
P/B	4,1	4,0	3,0	2,8	2,1	2,5	2,2	1,9	1,7
P/S	2,0	1,8	1,4	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,7	2,0	1,6	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	15,0	17,4	9,2	8,5	6,6	6,9	6,0	5,3	4,7
EV/EBIT (oik.)	18,9	20,8	14,6	13,7	10,0	10,1	8,4	7,2	6,3
Osinko/tulos (%)	73,2 %	82,5 %	40,3 %	48,5 %	38,1 %	34,4 %	31,2 %	28,4 %	28,3 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	1,7 %	2,0 %	2,1 %	2,7 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %

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-%	
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e
Talenom	173	266	19,5	13,3	7,0	5,9	2,0	1,8	24,8	14,5	5,3	5,3
Administer	37	45	9,6	6,8	6,8	5,3	0,6	0,5	10,8	8,1	2,8	3,9
Fondia	16	14	7,3	5,5	6,1	4,3	0,6	0,5	10,3	8,8	6,8	6,8
Solwers	24	48	17,2	11,1	7,5	5,9	0,6	0,5	18,6	10,2	1,7	1,9
Sitowise	90	165	18,4	11,2	8,9	6,5	0,9	0,8	34,9	13,6	2,0	5,6
Gofore	314	272	14,2	11,5	12,4	9,7	1,5	1,4	19,8	16,9	2,5	2,6
Digia	207	216	9,5	8,0	8,3	7,0	1,0	0,9	12,0	10,5	2,5	2,7
Netum Group	23	28	7,8	7,1	7,4	6,8	0,7	0,7	13,3	11,2	6,5	7,6
Siili Solutions	50	47	7,6	5,9	5,1	3,9	0,4	0,4	11,0	8,9	3,3	3,7
Kelly Partners Group	268	339			15,5		5,2		46,0		1,3	
Aallon Group (Inderes)	42	45	10,1	8,4	6,9	6,0	1,1	1,0	11,8	10,6	2,2	2,3
Keskiarvo			12,3	8,9	8,5	6,1	1,3	0,8	20,1	11,4	3,5	4,5
Mediaani			9,6	8,0	7,5	5,9	0,8	0,7	16,0	10,5	2,6	3,9
Erotus-% vrt. mediaani			5 %	6 %	-8 %	2 %	46 %	55 %	-26 %	1 %	-15 %	-42 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

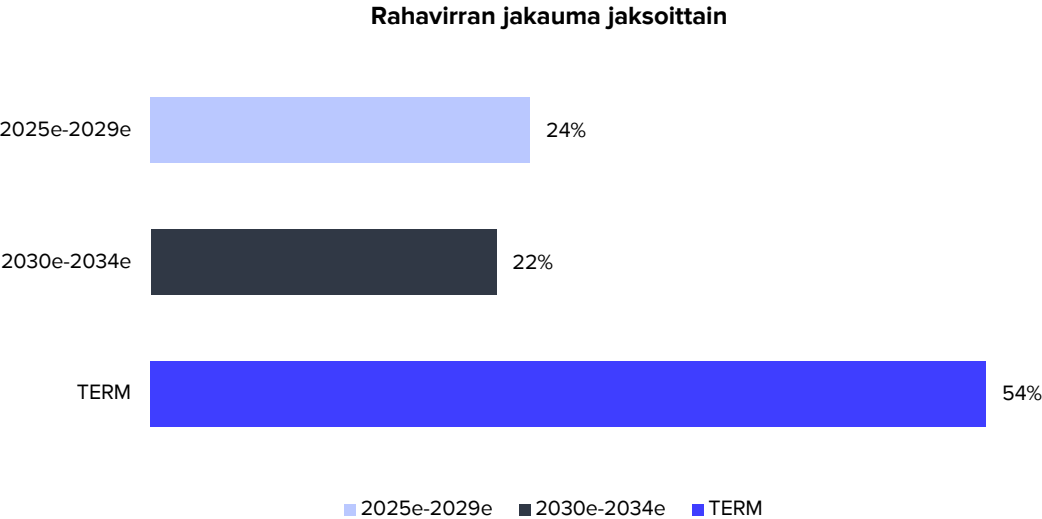
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	6,7 %	15,2 %	3,1 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,9 %	9,0 %	9,9 %	10,6 %	10,8 %	11,2 %	11,6 %	11,8 %	12,4 %	11,8 %	11,5 %	11,5 %
Liikevoitto	3,1	3,6	4,1	4,5	4,7	5,0	5,3	5,6	6,0	5,8	5,8	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,4	2,1	
- Maksetut verot	0,3	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	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	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	6,5	5,7	6,1	6,4	6,6	6,9	7,1	7,3	7,5	7,2	6,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,2	-3,2	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,9	2,5	4,1	4,4	4,6	4,9	5,1	5,3	5,5	5,2	4,8	
+/- Muut	0,0	-0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,9	1,7	3,8	4,4	4,6	4,9	5,1	5,3	5,5	5,2	4,8	74,2
Diskontattu vapaa kassavirta		1,6	3,4	3,6	3,5	3,4	3,2	3,1	3,0	2,6	2,2	33,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		63,2	61,6	58,2	54,6	51,2	47,8	44,6	41,5	38,6	36,0	33,8
Velaton arvo DCF		63,2										
- Korolliset velat		-7,8										
+ Rahavarat		3,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,9										
Oman pääoman arvo DCF		58,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,2										

Pääoman kustannus (WACC)

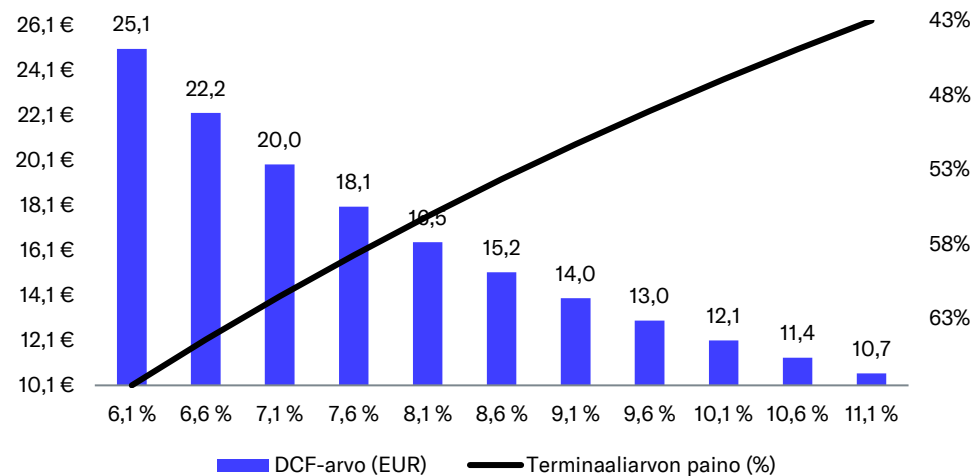
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

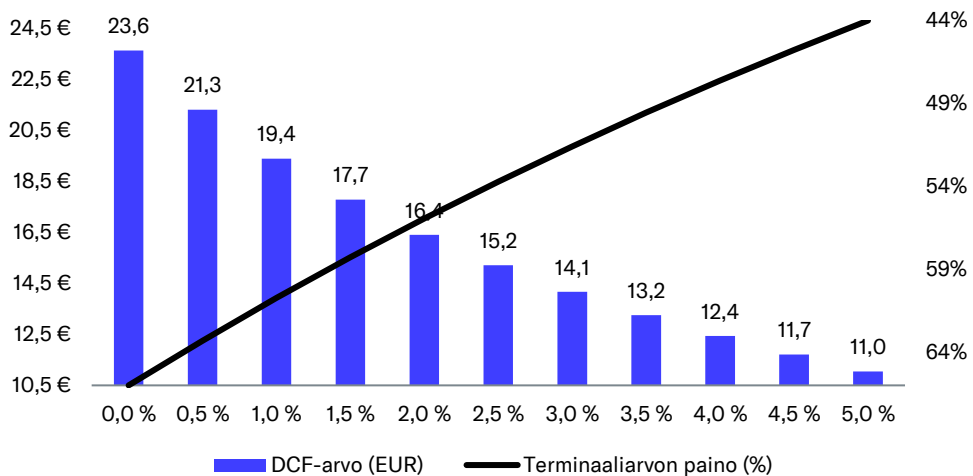


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

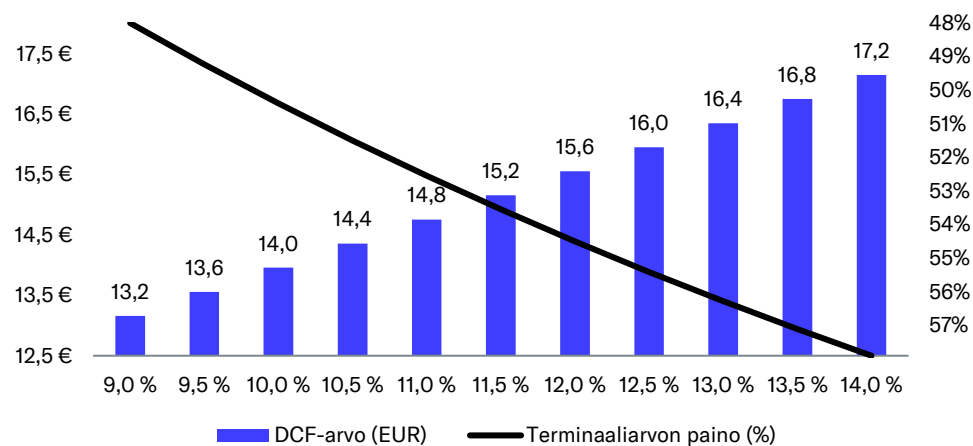
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



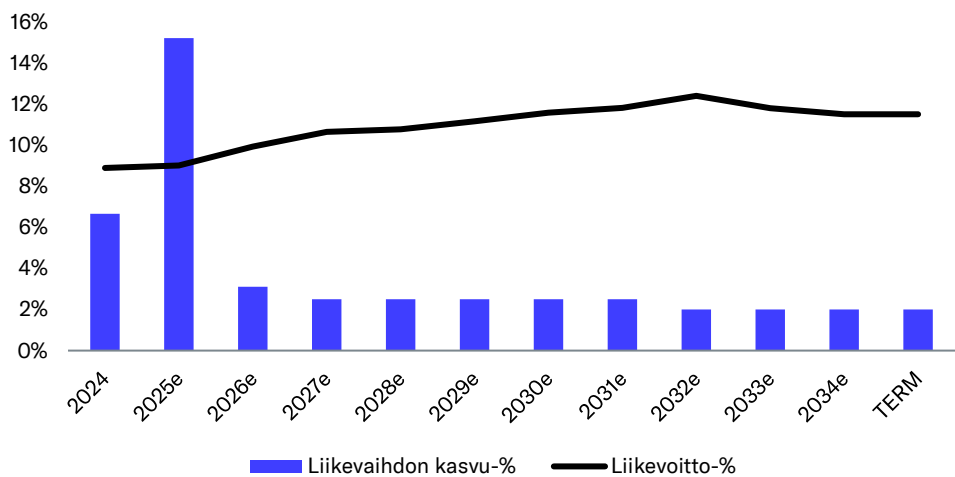
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	29,3	32,9	35,1	40,4	41,7
Käyttökate	5,0	5,0	5,7	6,6	7,0
Liikevoitto	2,6	2,5	3,1	3,6	4,1
Voitto ennen veroja	2,5	2,2	2,9	3,4	3,9
Nettovoitto	2,0	1,8	2,4	2,7	3,1
Kertaluontoiset erät	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	29,2	27,7	35,0	36,0	35,5
Oma pääoma	13,5	14,5	15,9	16,8	19,0
Liikearvo	9,8	10,1	14,0	15,0	15,0
Nettovelat	5,3	1,2	4,2	3,6	0,6

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	5,0	5,0	5,7	6,6	7,0
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	0,2	0,5	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	5,8	4,8	6,5	5,7	6,1
Investoinnit	-6,5	0,3	-9,2	-3,2	-2,0
Vapaa kassavirta	-0,7	5,1	-1,9	1,7	3,8

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,6	1,3	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	9,2	8,5	6,6	6,9	6,0
EV/EBIT (oik.)	14,6	13,7	10,0	10,1	8,4
P/E (oik.)	15,9	17,3	11,1	11,8	10,6
P/B	3,0	2,8	2,1	2,5	2,2
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,1 %	2,7 %	2,2 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,53	0,45	0,60	0,70	0,80
EPS (oikaistu)	0,66	0,61	0,78	0,92	1,02
Operat. Kassavirta / osake	1,51	1,24	1,67	1,50	1,60
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,17	1,30	-0,48	0,44	0,99
Omapääoma / osake	3,48	3,71	4,06	4,39	4,95
Osinko / osake	0,21	0,22	0,23	0,24	0,25

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	19 %	12 %	7 %	15 %	3 %
Käyttökatteen kasvu-%	75 %	-1 %	15 %	14 %	6 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	32 %	-2 %	23 %	18 %	11 %
EPS oik. kasvu-%	37 %	-7 %	28 %	18 %	12 %
Käyttökate-%	17,1 %	15,1 %	16,4 %	16,2 %	16,7 %
Oik. Liikevoitto-%	10,8 %	9,4 %	10,9 %	11,1 %	12,0 %
Liikevoitto-%	9,0 %	7,6 %	8,9 %	9,0 %	9,9 %
ROE-%	16,4 %	12,7 %	15,5 %	16,3 %	17,2 %
ROI-%	13,0 %	12,0 %	14,4 %	15,0 %	16,9 %
Omavaraisuusaste	46,4 %	52,5 %	45,6 %	46,8 %	53,5 %
Nettovelkaantumisaste	39,0 %	8,0 %	26,4 %	21,4 %	3,1 %

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 suosituksin 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 latineilla analytikoilla 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 latineen analytikon 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 €	11,60 €
30.11.2021	Lisää	13,00 €	11,55 €
4.1.2022	Lisää	13,50 €	11,85 €
18.2.2022	Lisää	12,50 €	10,65 €
2.3.2022	Lisää	12,00 €	9,90 €
16.8.2022	Lisää	12,00 €	10,40 €
2.11.2022	Osta	11,50 €	9,20 €
2.12.2022	Osta	12,00 €	10,00 €
18.1.2023	Lisää	12,00 €	10,80 €
17.2.2023	Lisää	12,00 €	10,85 €
16.6.2023	Lisää	12,00 €	10,20 €
3.7.2023	Lisää	12,00 €	10,40 €
16.8.2023	Osta	12,50 €	10,20 €
16.2.2024	Lisää	10,00 €	9,20 €
5.3.2024	Lisää	10,00 €	8,58 €
24.4.2024	Lisää	10,00 €	8,20 €
8.8.2024	Osta	10,00 €	8,04 €
15.8.2024	Lisää	10,00 €	8,68 €
1.11.2024	Lisää	10,00 €	8,20 €
2.12.2024	Lisää	10,00 €	8,28 €
23.12.2024	Osta	10,50 €	8,04 €
14.2.2025	Osta	12,50 €	9,68 €
22.5.2025	Osta	13,00 €	10,60 €
18.6.2025	Osta	13,00 €	10,85 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieto. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**