

Aallon Group

Yhtiöraportti

1.11.2024 08.10 EET



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Yrityskauppa ja uusi toimitusjohtaja

Toistamme Aallon Groupin lisää-suosituksen ja 10,0 euron tavoitehinnan. Lisäsimme yhtiön torstaina tekemän yrityskaupan ennusteisiimme ja tarkistimme samalla aavistuksen ensi vuoden orgaanista kasvuodotusta alaspäin edelleen heikkona jatkuvaa talousnäkymää heijastellen. Kokonaisuutena lähivuosien tulosenusteet nousivat noin 3 %. Iso kuva yhtiön suhteen on ennallaan ja yritysostovetoinen kasvustrategia otti jälleen yhden askeleen eteenpäin. Osakkeen arvostus näyttää maltilliselta jo nykyisellä tuloskunnolla, ja keskipitkällä aikavälillä yhtiöllä on hyvät edellytykset tuloskasvuun niin orgaanisin kuin epäorgaanisin toimin. Eilen [kerrotun](#) uuden toimitusjohtajan nimityksen myötä näitä asioita päästään myös taas edistämään uudella energialla.

Yrityskauppa noudattaa yhtiölle tuttua pelikirjaa

Aallon Group [tiedotti](#) torstaina ostaneensa Helsingissä sijaitsevan tilitoimisto Online Accounting J&K Oy:n liiketoiminnan. Kauppahinta suoritetaan kokonaisuudessaan käteisellä ja mahdollinen lisäkauppahinta käteisellä tai osakkeilla. Kauppahintaa ei tiedotteessa kerrottu, mutta arvioimme kaupan arvostuksen noudatelleen suunnilleen aiemmissa järjestelyissä nähtyjä maltillisia tasoja (EV/S n. 0,8-1,0x ja EV/EBITDA 5x-7x) ostokohteen kasvu- ja kannattavuusprofiilista riippuen. Tehty kauppa myös osoittaa, ettei aiemmin elokuussa kerrottu toimitusjohtajan [vaihdos](#) näytä olennaisesti vaikuttaneen yritysostostrategian toteuttamisvauhtiin.

Moderni helsinkiläinen tilitoimisto

Vuonna 2012 perustetun Online Accounting J&K:n liikevaihto 4/2024 päättyneellä tilikaudella oli noin 1,0 MEUR ja yhtiö työllistää 5 työntekijää. Tyypillisten tilitoimistopalveluiden lisäksi yhtiö tarjoaa asiakkailleen erilaisia talousjohdon ja neuvonnan palveluita. Käsitkemme mukaan kannattavuusmielessä ostetun liiketoiminnan ei pitäisi ainakaan heikentää Aallon Groupin käyttökateetta (2024e 15 %). Pieniä synergioita saadaan myös toimitiloista, kun ostokohteen henkilöstö muuttaa Aallon Groupin tiloihin.

Uudesta toimitusjohtajasta kerrottiin myös torstaina

Aallon Groupin uudeksi toimitusjohtajaksi nimitetyllä Tuija Kerosella on laaja kokemus asiakas- ja henkilöstölähtöisen palveluliiketoiminnan kasvattamisesta sekä onnistuneiden yrityskauppojen muutosjohtamisesta. Hän tuo yhtiöön myös näkemystä teknologioiden hyödyntämisestä liiketoiminnan tulosten parantamiseksi. Keronen on aikaisemmin toiminut kymmenen vuoden ajan laskutus- ja perintäalan yhtiöissä johtotehtävissä mm. toimitusjohtajana Lindorffilla ja pohjoismaiden tuotantojohtajana (COO) Lowellilla. Tätä ennen Keronen on johtanut liiketoimintoja mm. Aditrolla ja Fujitsulla. Tiedotteesta on luettavissa, että hallituksen toiveena uudelle toimitusjohtajalle on erityisesti kannattavan kasvun kiihdyttäminen. Nykytasolta näemme Aallon Groupilla potentiaalia sekä orgaanisen kasvun kiihdyttämiseen että kannattavuuden parantamiseen.

Arvostus näyttää huokealta

Aallon Groupin arvostusta on syytä katsoa ensi vuoteen, jotta viimeisimmät yritysostot tulevat huomioiduksi. Vuoden 2025 oikaistu P/E-kerroin on 11x ja EV/EBIT 9x. Nämä ovat mielestämme maltillisia tasoja Aallon Groupin kaltaiselle defensiiviselle kasvuyhtiölle, jolla on hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa johdonmukaisella yritysostostrategialla. Osakkeen matala arvostus yhdistettynä yritysostostrategian arvonluontipotentiaaliin tekee tuotto/riski-suhteesta mielestämme houkuttelevan.

Suositus

Lisää

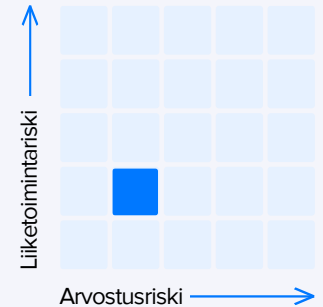
(aik. Lisää)

10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

8,20



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	32,9	34,7	36,8	37,8
kasvu-%	12,3 %	5,3 %	6,1 %	2,9 %
EBIT oik.	3,1	3,3	3,6	4,0
EBIT-% oik.	9,4 %	9,4 %	9,8 %	10,5 %
Nettotulos	1,8	2,0	2,1	2,4
EPS (oik.)	0,61	0,67	0,72	0,79

P/E (oik.)	17,3	12,3	11,4	10,3
P/B	2,8	2,1	1,9	1,7
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %
EV/EBIT (oik.)	13,7	10,2	8,7	7,5
EV/EBITDA	8,5	6,4	5,8	5,2
EV/Liikevaihto	1,3	1,0	0,9	0,8

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

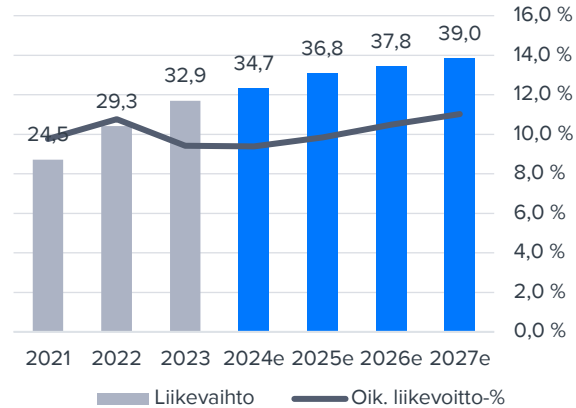
"Yhtiö tavoittelee keskipitkällä tarkastelujaksolla keskimäärin 15-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua ja kasvavaa käyttökateprosenttia."

Osakekurssi



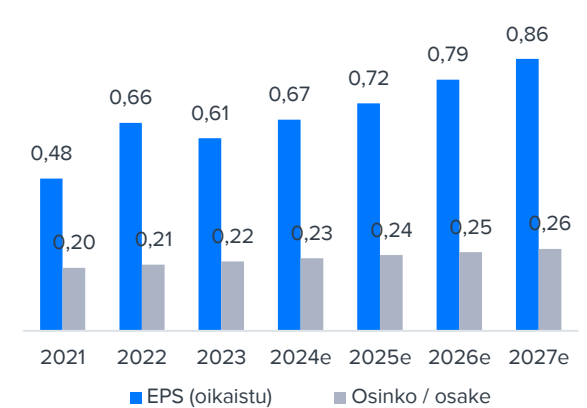
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Toimivaksi todetun yritysostostrategian jatkuva toteuttaminen
- Kannattavuus paranee asteittain yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa
- Defensiiviset kassavirrat



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,20	8,20	8,20
Osakemäärä, milj. kpl	3,92	3,92	3,92
Markkina-arvo	32	32	32
Yritysarvo (EV)	33	31	30
P/E (oik.)	12,3	11,4	10,3
P/E	16,4	15,0	13,2
P/B	2,1	1,9	1,7
P/S	0,9	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,4	5,8	5,2
EV/EBIT (oik.)	10,2	8,7	7,5
Osinko/tulos (%)	45,9 %	43,9 %	40,2 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,9 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Tuore yritysosto ennusteisiin

Ennustemuutokset

- Lisäsimme tuoreen yritysoston ennusteisiimme, joka tuki lähivuosien liikevaihtoennusteita noin 3%-yksiköllä
- Tarkistimme samalla ensi vuoden orgaanisen kasvun ennustetta alaspäin 2 %:sta 1,5 %:iin, mikä hieman laimensi yritysoston vaikutuksia tulosenennusteisiin.
- Suomen talouden näkymissä ei ole näkynyt vielä piristymisen merkkejä ja jatkuva pehmeys pitää epävarmuuden orgaanisen kasvun suhteen koholla. Aallon Groupin verrokkiyhtiöiden (Talenom ja Administer) kehityksen valossa orgaaniset kasvuodotukset on syytä pitää lyhyellä tähtäimellä varovaisina.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	34,5	34,7	0 %	36,0	36,8	2 %	37,0	37,8	2 %
Käyttökate	5,2	5,2	0 %	5,3	5,4	2 %	5,6	5,7	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,2	3,3	0 %	3,5	3,6	3 %	3,9	4,0	3 %
Liikevoitto	2,6	2,6	0 %	2,9	2,9	3 %	3,2	3,3	3 %
Tulos ennen veroja	2,4	2,4	0 %	2,7	2,7	3 %	3,0	3,1	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,67	0,67	0 %	0,70	0,72	3 %	0,77	0,79	3 %
Osakekohtainen osinko	0,23	0,23	0 %	0,24	0,24	0 %	0,25	0,25	0 %

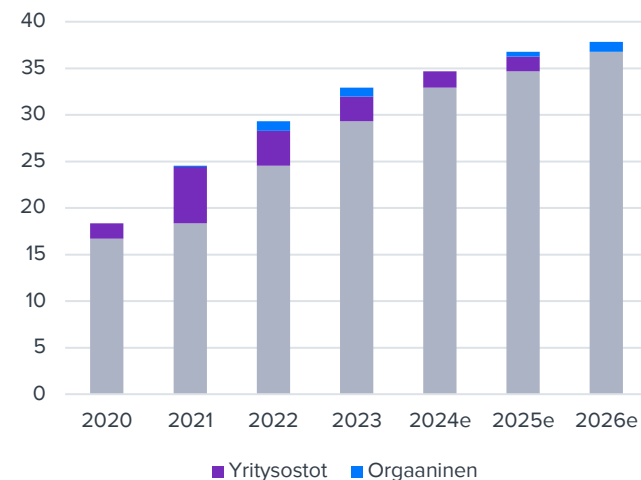
Lähde: Inderes

Aallon Groupin yritysostot

Aallon Groupin yrityskaupat

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	-	-			

Liikevaihdon kasvun jakama

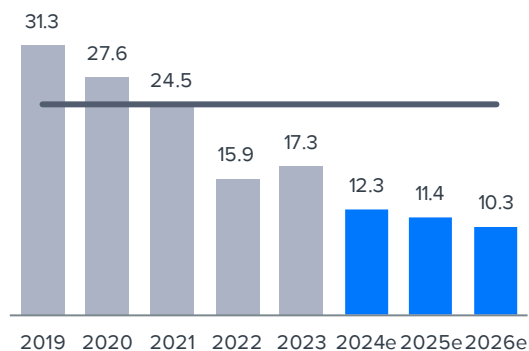


Arvostustaulukko

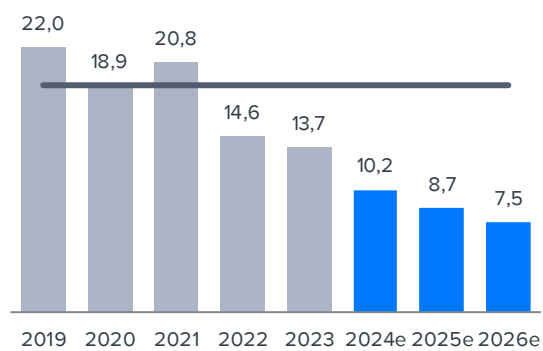
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,7	9,96	11,8	10,5	10,6	8,20	8,20	8,20	8,20
Osakemäärä, milj. kpl	3,57	3,63	3,83	3,87	3,91	3,92	3,92	3,92	3,92
Markkina-arvo	38,6	36,1	45,2	40,8	41,3	32,1	32,1	32,1	32,1
Yritysarvo (EV)	32,8	30,6	49,7	46,1	42,5	33,3	31,5	29,6	27,6
P/E (oik.)	31,3	27,6	24,5	15,9	17,3	12,3	11,4	10,3	9,5
P/E	38,6	37,6	48,7	19,9	23,2	16,4	15,0	13,2	11,9
P/B	4,5	4,1	4,0	3,0	2,8	2,1	1,9	1,7	1,6
P/S	2,3	2,0	1,8	1,4	1,3	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	2,0	1,7	2,0	1,6	1,3	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	17,8	15,0	17,4	9,2	8,5	6,4	5,8	5,2	4,6
EV/EBIT (oik.)	22,0	18,9	20,8	14,6	13,7	10,2	8,7	7,5	6,4
Osinko/tulos (%)	66,3 %	73,2 %	82,5 %	40,3 %	48,5 %	45,9 %	43,9 %	40,2 %	37,8 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	1,7 %	2,0 %	2,1 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %	3,2 %

Lähde: Inderes

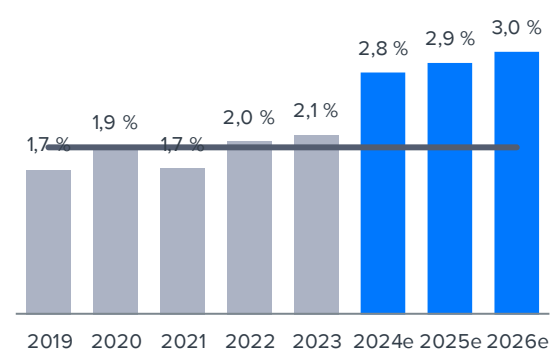
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



■ P/E (oik.) — Mediaani 2019 - 2023

■ EV/EBIT (oik.) — Mediaani 2019 - 2023

■ Osinkotuotto-% — Mediaani 2019 - 2023

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e
Talenom	166	247	19,4	14,5	7,1	6,1	1,9	1,8	25,3	16,8	5,5	5,8
Administer	36	47	10,8	7,4	7,4	5,5	0,6	0,6	10,6	9,2	2,8	3,3
Fondia	22	19	9,3	8,0	7,6	6,2	0,7	0,7	14,1	12,3	5,0	5,1
Solwers	35	58	13,0	11,2	7,2	6,4	0,7	0,7	15,5	11,9	2,2	2,4
Sitowise	103	186	20,5	13,9	9,1	7,5	1,0	0,9	31,2	15,8		3,5
Gofore	350	327	13,2	12,0	11,1	10,4	1,8	1,6	17,3	16,3	2,2	2,6
Digia	174	186	8,8	7,9	7,4	6,6	0,9	0,8	11,1	10,0	2,9	3,2
Netum Group	35	41	9,5	8,8	9,1	8,5	0,9	0,9	13,1	10,4	5,1	5,8
Siili Solutions	50	54	12,0	11,3	7,3	6,2	0,5	0,5	17,0	15,3	2,1	2,5
Kelly Partners Group	230	294			14,5	12,5	4,8	4,2	44,4	36,7	1,3	1,7
Aallon Group (Inderes)	32	33	10,2	8,7	6,4	5,8	1,0	0,9	12,3	11,4	2,8	2,9
Keskiarvo			12,9	10,6	8,8	7,6	1,4	1,3	20,0	15,4	3,3	3,6
Mediaani			12,0	11,2	7,5	6,5	0,9	0,8	16,3	13,8	2,8	3,3
Erotus-% vrt. mediaani			-15 %	-22 %	-14 %	-10 %	6 %	2 %	-25 %	-17 %	-1 %	-10 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	24,5	29,3	17,6	15,4	32,9	18,3	16,4	34,7	36,8	37,8	39,0
Käyttökate	2,9	5,0	3,3	1,7	5,0	3,4	1,8	5,2	5,4	5,7	6,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-2,4	-1,2	-1,3	-2,5	-1,3	-1,3	-2,6	-2,5	-2,4	-2,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	3,2	2,4	0,7	3,1	2,4	0,8	3,3	3,6	4,0	4,3
Liikevoitto	1,5	2,6	2,1	0,4	2,5	2,1	0,5	2,6	2,9	3,3	3,6
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	1,3	2,5	1,9	0,3	2,2	2,0	0,4	2,4	2,7	3,1	3,4
Verot	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,9	2,0	1,5	0,25	1,8	1,6	0,33	2,0	2,1	2,4	2,7
EPS (oikaistu)	0,48	0,66	0,47	0,14	0,61	0,50	0,17	0,67	0,72	0,79	0,86
EPS (raportoitu)	0,24	0,53	0,39	0,06	0,45	0,42	0,08	0,50	0,55	0,62	0,69

Tunnusluvut	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	33,8 %	19,5 %	13,1 %	11,3 %	12,3 %	4,0 %	6,9 %	5,3 %	6,1 %	2,9 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,5 %	31,7 %	14,9 %	-34,6 %	-1,7 %	1,0 %	18,9 %	5,0 %	11,1 %	9,7 %	8,2 %
Käyttökate-%	11,6 %	17,1 %	18,8 %	10,9 %	15,1 %	18,5 %	10,9 %	14,9 %	14,7 %	15,1 %	15,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,8 %	10,8 %	13,7 %	4,5 %	9,4 %	13,3 %	5,0 %	9,4 %	9,8 %	10,5 %	11,0 %
Nettotulos-%	3,8 %	6,9 %	8,7 %	1,6 %	5,4 %	9,0 %	2,0 %	5,7 %	5,8 %	6,4 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	22,7	20,0	21,3	20,8	20,4
Liikearvo	9,8	10,1	11,9	11,9	11,9
Aineettomat hyödykkeet	5,6	5,1	4,8	4,5	4,2
Käyttöomaisuus	7,2	4,6	4,4	4,2	4,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	6,4	7,7	8,0	8,5	10,4
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	3,6	3,9	4,2	4,4
Likvidit varat	2,9	4,1	4,2	4,3	6,0
Taseen loppusumma	29,2	27,7	29,3	29,3	30,8

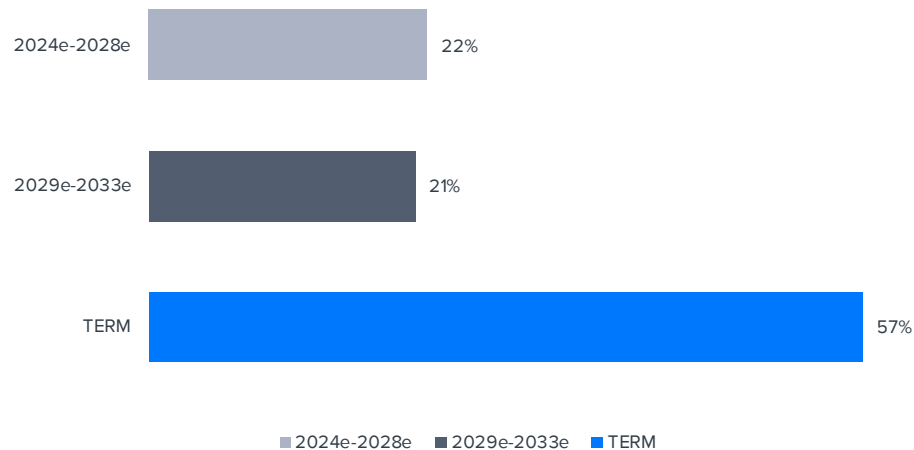
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	13,5	14,5	15,6	16,9	18,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,6	3,5	4,6	5,9	7,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	10,8	10,9	10,9	10,9	10,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,4	5,0	4,5	3,6	3,4
Laskennalliset verovelat	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	6,1	3,6	3,1	2,2	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	8,3	8,3	9,2	8,9	9,1
Korolliset velat	2,0	1,7	2,3	1,5	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,3	6,6	6,9	7,4	7,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	29,2	27,7	29,3	29,3	30,8

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,3 %	5,3 %	6,1 %	2,9 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,6 %	7,5 %	8,0 %	8,7 %	9,3 %	9,4 %	9,6 %	9,7 %	9,8 %	10,0 %	10,5 %	10,5 %
Liikevoitto	2,5	2,6	2,9	3,3	3,6	3,8	3,9	4,1	4,2	4,4	4,7	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,6	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,1	
- Maksetut verot	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,8	4,8	4,9	5,0	5,2	5,4	5,6	5,7	5,8	6,0	5,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,3	-3,8	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,1	1,0	2,9	2,9	3,2	3,3	3,5	3,6	3,8	3,9	3,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,1	1,0	2,9	2,9	3,2	3,3	3,5	3,6	3,8	3,9	3,8	59,2
Diskontattu vapaa kassavirta		1,0	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	1,8	27,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		49,1	48,1	45,5	43,1	40,6	38,2	35,9	33,7	31,6	29,6	27,8
Velaton arvo DCF		49,1										
- Korolliset velat		-5,3										
+ Rahavarat		4,1										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-0,9										
Oman pääoman arvo DCF		47,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,0										

Rahavirran jakauma jaksoittain



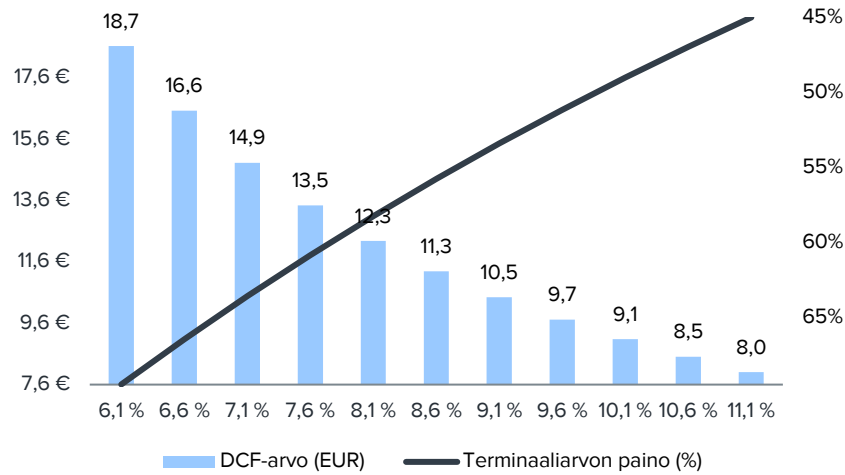
Pääoman kustannus (WACC)

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 %

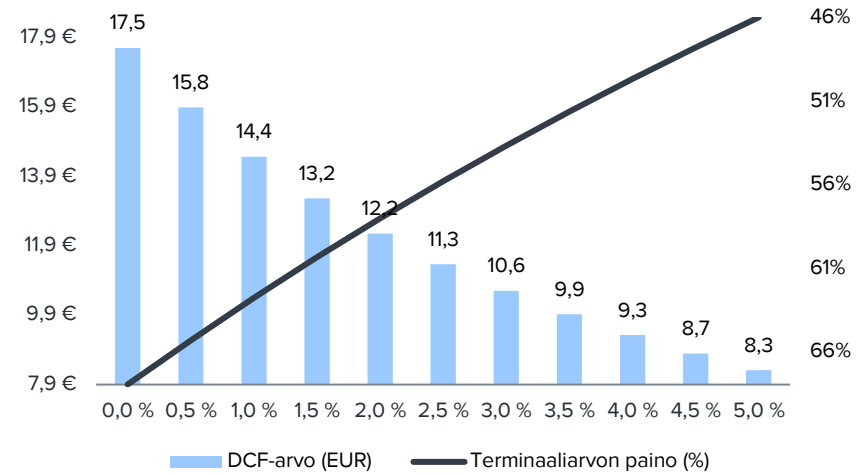
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

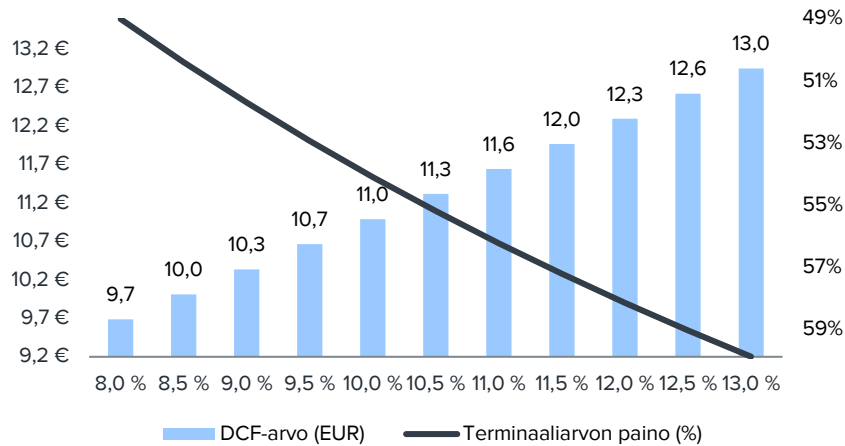
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



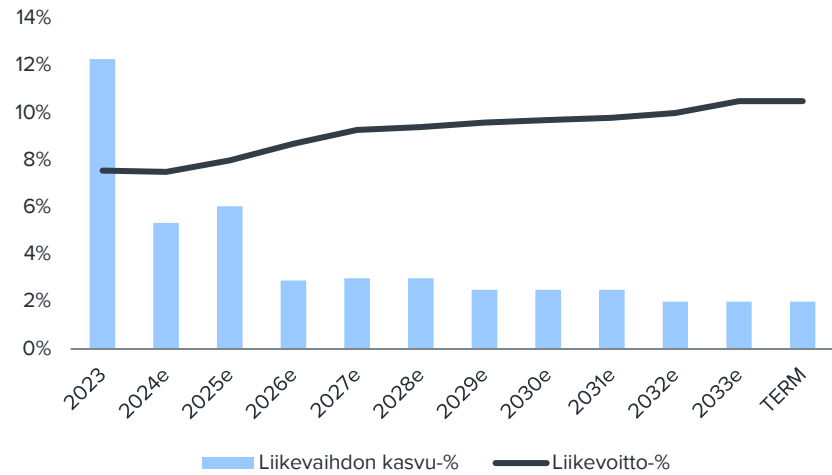
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	24,5	29,3	32,9	34,7	36,8	EPS (raportoitu)	0,24	0,53	0,45	0,50	0,55
Käyttökate	2,9	5,0	5,0	5,2	5,4	EPS (oikaistu)	0,48	0,66	0,61	0,67	0,72
Liikevoitto	1,5	2,6	2,5	2,6	2,9	Operat. kassavirta / osake	1,09	1,51	1,24	1,22	1,25
Voitto ennen veroja	1,3	2,5	2,2	2,4	2,7	Vapaa kassavirta / osake	-2,99	-0,17	1,30	0,26	0,74
Nettovoitto	0,9	2,0	1,8	2,0	2,1	Omapääoma / osake	2,98	3,48	3,71	3,99	4,31
Kertaluontoiset erät	-0,9	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	Osinko / osake	0,20	0,21	0,22	0,23	0,24
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	25,0	29,2	27,7	29,3	29,3	Liikevaihdon kasvu-%	34 %	19 %	12 %	5 %	6 %
Oma pääoma	11,4	13,5	14,5	15,6	16,9	Käyttökateen kasvu-%	41 %	75 %	-1 %	4 %	5 %
Liikearvo	7,0	9,8	10,1	11,9	11,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	48 %	32 %	-2 %	5 %	11 %
Nettovelat	4,5	5,3	1,2	1,2	-0,6	EPS oik. kasvu-%	33 %	37 %	-7 %	10 %	8 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	11,6 %	17,1 %	15,1 %	14,9 %	14,7 %
Käyttökate	2,9	5,0	5,0	5,2	5,4	Oik. Liikevoitto-%	9,8 %	10,8 %	9,4 %	9,4 %	9,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	0,8	0,2	0,1	0,1	Liikevoitto-%	6,2 %	9,0 %	7,6 %	7,5 %	8,0 %
Operatiivinen kassavirta	4,2	5,8	4,8	4,8	4,9	ROE-%	9,2 %	16,4 %	12,7 %	13,0 %	13,2 %
Investoinnit	-15,4	-6,5	0,3	-3,8	-2,0	ROI-%	10,9 %	13,0 %	12,0 %	12,8 %	14,2 %
Vapaa kassavirta	-11,5	-0,7	5,1	1,0	2,9	Omavaraisuusaste	45,8 %	46,4 %	52,5 %	53,5 %	57,7 %
						Nettovelkaantumisaste	39,3 %	39,0 %	8,0 %	7,6 %	-3,8 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,0	1,6	1,3	1,0	0,9						
EV/EBITDA	17,4	9,2	8,5	6,4	5,8						
EV/EBIT (oik.)	20,8	14,6	13,7	10,2	8,7						
P/E (oik.)	24,5	15,9	17,3	12,3	11,4						
P/B	4,0	3,0	2,8	2,1	1,9						
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,0 %	2,1 %	2,8 %	2,9 %						

Lähde: Inderes

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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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 laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>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 €

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

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

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen 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

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**