

Aallon Group

Sijoitustutkimus

3/2019

TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen Aallon Group Oyj:stä ("Yhtiö").

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopaperien tarjoamisena tai markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevissa lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetyistä seikoista. Inderes tai Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Yhtiön toimeksiannosta, tutkimus ei ole arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) tarkoitettu esite tai markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoa Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopaperien hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus ei ole arvopapereiden myyntitarjous Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa eikä missään Euroopan talousalueen maassa.

Yhtiö ei ole rekisteröinyt, eikä sen tarkoituksena ole rekisteröidä, mitään osaa mahdollisesta tarjouksesta Yhdysvalloissa, eikä sen tarkoituksena ole tarjota arvopapereita yleisölle Yhdysvalloissa. Tarjousta ei tehdä missään sellaisessa maassa, missä joko tarjous tai siihen osallistuminen olisi kiellettyä tai edellyttäisi Suomen lainsäädännön mukaisten toimenpiteiden lisäksi esitteen laatimista, rekisteröintiä tai muita toimenpiteitä.

Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa julkaiseminen tai levittäminen olisi lainvastaista.

Sijoitustutkimus: Aallon Group

Aallon Group on uusi sijoitusprofiililtaan mielenkiintoinen haastaja Suomen tilitoimistomarkkinalla. Yhtiössä yhdistyvät nykyliiketoiminnan defensiivinen, vakaa ja kannattava kasvu, jota yhtiö haluaa listautumisen myötä vauhdittaa yritysostoin omaa osakettaan käyttäen. Fragmentoitunut markkina antaa hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luonnille myös yritysostoin ja näemme yhtiön menestymismahdollisuudet hyvinä. Kasvu ei kuitenkaan skaalautu merkittävästi, minkä takia tuloskasvu jää arviomme mukaan noin 9-10 %:n tasolle lähivuosina. Tämä yhdistettynä toistaiseksi todistamattomaan organisaatorakenteeseen ja strategiaan asettavat hyväksyttävälle arvostustasolle selkeät rajat, mutta annin arvostuksella (2018-2019e P/E 10x-9x) osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus on mielestämme houkutteleva.

Kuudesta perinteikkäästä ja alueellisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostuva konserni

Aallon Group on kuudesta pitkäikäisestä ja paikallisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostettu konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita Suomessa. Tilitoimistoalan konsolidaation edetessä nämä kuusi yrittäjähenkistä tilitoimistoa päättivät yhdistää voimansa sen sijaan, että olisivat päätyneet suurempien kilpailijoiden tai pääomasijoittajien ostettaviksi. Juridisesti yhdistyminen tapahtui vuoden 2019 maaliskuussa. Nyt Aallon Group haluaa itse aktiivisesti olla ostajan roolissa toimialan konsolidaatiokehityksessä, mikä onnistuessaan mahdollistaa merkittävän omistaja-arvon luonnin. Suunniteltu listautuminen mahdollistaisi yhtiön oman osakkeen käytön tulevissa yrityskaupoissa, mikä mahdollistaa uusille tilitoimistoille omistajuuden säilyttämisen sekä madaltaa kynnystä liittyä mukaan osaksi Aallon Groupin yrittäjähenkistä kasvutarinaa.

Defensiivinen liiketoimintamalli ja matala riskiprofiili

Yhdistyneen Aallon Groupin vuoden 2018 pro forma -liikevaihto oli 15,4 MEUR ja liikevoitto 2,1 MEUR (EBIT-% 13,5 %). Yhtiön pro forma -liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7,8 % vuosina 2014-2018*, mikä ylittää tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (noin 3 %) tällä ajanjaksolla. Aallon Groupin historiallisesti tasainen kasvu ja vakaa kannattavuus perustuvat jatkuvaan sopimuslaskutukseen (2018: yli 97 % liikevaihdosta jatkuvaa), pitkiin asiakassuhteisiin sekä yhtiön omaan teknologiakehitykseen, jolla kirjanpitäjien työtä saadaan tehostettua. Kokonaisuudessaan yhtiön liiketoiminta on hyvin defensiivistä ja liiketoiminnan riskiprofiili on Helsingin pörssin matalimmasta päästä. Yhtiön vakaa liiketoimintamalli mahdollistaa myös hyvän osingonmaksun.

Nykyliiketoiminnan vakaata kehitystä vauhditetaan jatkossa yritysostoin

Aallon Groupin keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n liikevaihdon kasvu, joka koostuu markkinakasvusta (noin 3-4 %) nopeammasta orgaanisesta kasvusta sekä yritysostojen tuomasta epäorgaanisesta kasvusta. Lisäksi yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä kasvavaa käyttökatemarginaalia (2018 pro forma -EBITDA: 16,4 %). Ennusteemme ja arvonmäärityksemme pohjautuvat pelkästään nykyliiketoiminnan orgaaniseen kasvuun, sillä tulevien yrityskauppojen mallintaminen etukäteen on haasteellista. Ennustamme yhtiön jatkavan vakaata kehitystään ja liikevaihdon kasvavan keskimäärin 7,2 % vuosina 2019-2022. Yhtiöllä on mielestämme selkeää potentiaalia parantaa kannattavuuttaan asteittain skaalautujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa, mutta ennustamme vain hyvin maltillista marginaaliparannusta ja odotamme yhtiön liikevoiton kasvavan keskimäärin 9,5 % vuosina 2019-2022.

Nykyliiketoiminnan arvostus on houkutteleva, jonka päälle sijoittaja saa selvästi positiivisen yritysjärjestelyoption

Listautumishinnalla arvostuskertoimet (2019e: EV/EBITDA 6,6x, P/E 9,4x) ovat mielestämme houkuttelevia ja näemme niissä nousuvaraa. Tämä yhdistettynä ennustamaamme tuloskasvuun ja lähivuosien noin 5-6 %:n osinkotuottoon tarjoaa mielestämme jo erinomaisen yli 15 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen. Tämän päälle sijoittaja saa mielestämme odotusarvoltaan selvästi positiivisen yritysjärjestelyoption. Yhtiön pitkän aikavälin kasvutarina ja arvonluontipotentiaali nojaavat vahvasti yritysostostrategiaan, ja myös suurimmat riskit liittyvät yrityskauppojen onnistumiseen.

Analytytikot



Atte Riikola
+358 44 5934 500
atte.riikola@inderes.fi



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

Arvostus

Inderesin arvio osakekannan arvosta ennen listautumisantia:

21 MEUR (20,0-23,7 MEUR)

Osakeannin arvostus:

17,2 MEUR

Avainluvut listautumishinnalla

	2018**	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	15,4	16,6	17,8	19,0
kasvu-%	6,7 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %
EBIT oik.	2,1	2,3	2,6	2,8
EBIT-% oik.	13,6 %	13,7 %	14,4 %	14,6 %
Nettotulos	1,7	1,8	2,1	2,2
P/E (oik.)	10,4	9,4	8,4	7,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,3 %	6,0 %	6,5 %
EV/EBIT (oik.)	8,2	7,5	6,1	5,2
EV/EBITDA	6,8	6,6	5,3	4,5
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9	0,8

Lähde: Inderes, **Pro forma

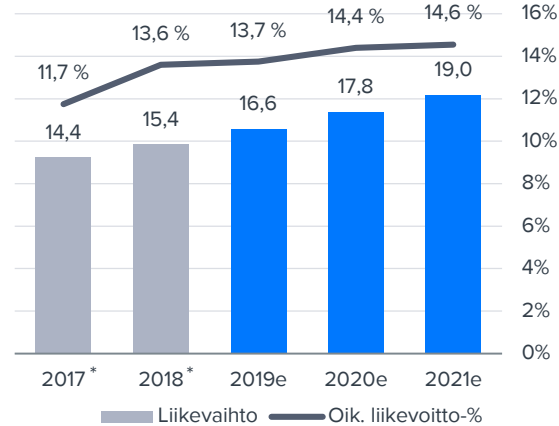
*Kalenterivuosi 2014-2016 osalta laskettu Aallon Group -konsernin yhtiöiden yhteenlasketun liikevaihdon perusteella ja kalenterivuosi 2017-2018 osalta Aallon Group -konsernin pro forma -liikevaihdon perusteella.

Arvonmäärityksen yhteenveto

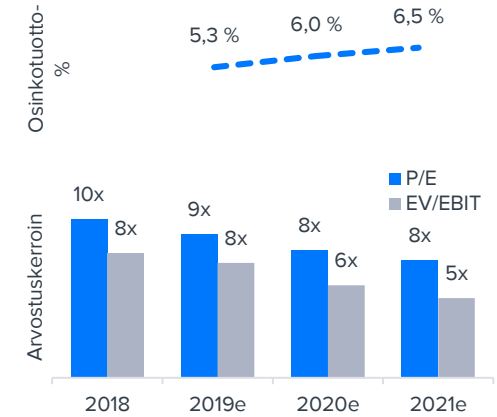


Inderesin näkemys käyvästä arvosta ennen listautumisasiantia

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Arvostus listautumishinnalla



Arvoajurit

- Hyvän orgaanisen kasvun jatkuminen
- Yrityskauppojen onnistuessa mahdollisuus luoda merkittävästi omistaja-arvoa
- Kannattavuus paranee asteittain yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa
- Defensiiviset kassavirrat

Riskitekijät

- Aallon Group on luotu yhdistämällä tilioimistoja, eikä uutta organisaatorakennetta ole vielä todistettu toimivaksi
- Pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen
- Hyvän orgaanisen kasvun jatkuminen vaatii rekrytoinneissa onnistumista
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat

Arvostus

- Listautumishinnalla arvostuskertoimet houkuttelevalla tasolla
- Liiketoiminnan defensiivisyys ja matala riskiprofiili tukevat arvostusta
- Yhtiön pieni koko ja osakkeen todennäköisesti heikko likviditeetti painavat hyväksyttävää arvostustasoa



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-14
Toimiala	15-18
Strategia	19-23
Historiallinen kehitys	24-25
Ennusteet ja arvonnäyttö	26-32
Taulukot	33-37
Vastuuvapauslauseke	38

Aallon Group lyhyesti

Aallon Group on kuudesta alueellisesta tilitoimistosta muodostuva konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluja Suomessa.

2019

Konsernin perustamisvuosi

97,4 %

Jatkuvan laskutuksen osuus liikevaihdosta

15,4 MEUR (+6,7 % vs. 2017)

Pro forma -liikevaihto 2018

+7,8 % 2014-2018*

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

2,1 MEUR (13,5 % lv:sta)

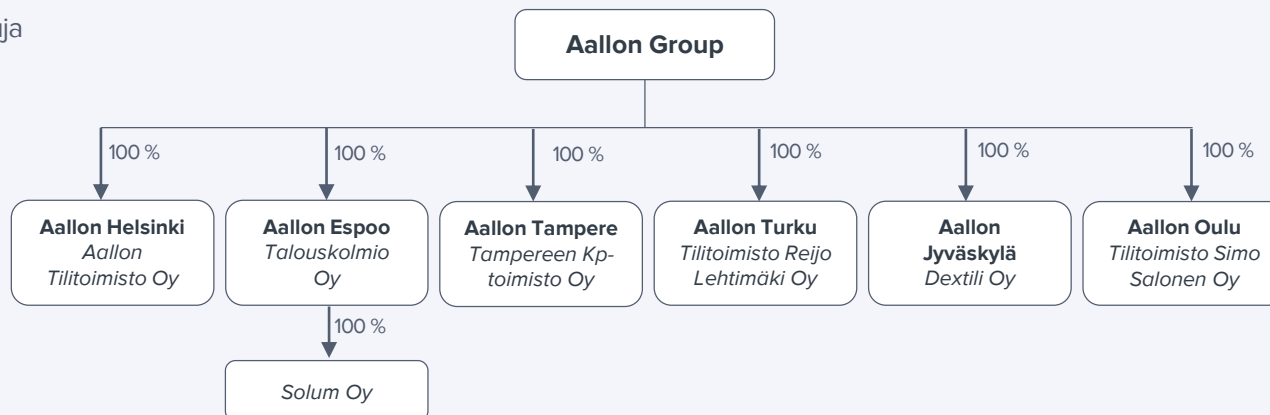
Pro forma -liikevoitto 2018

210

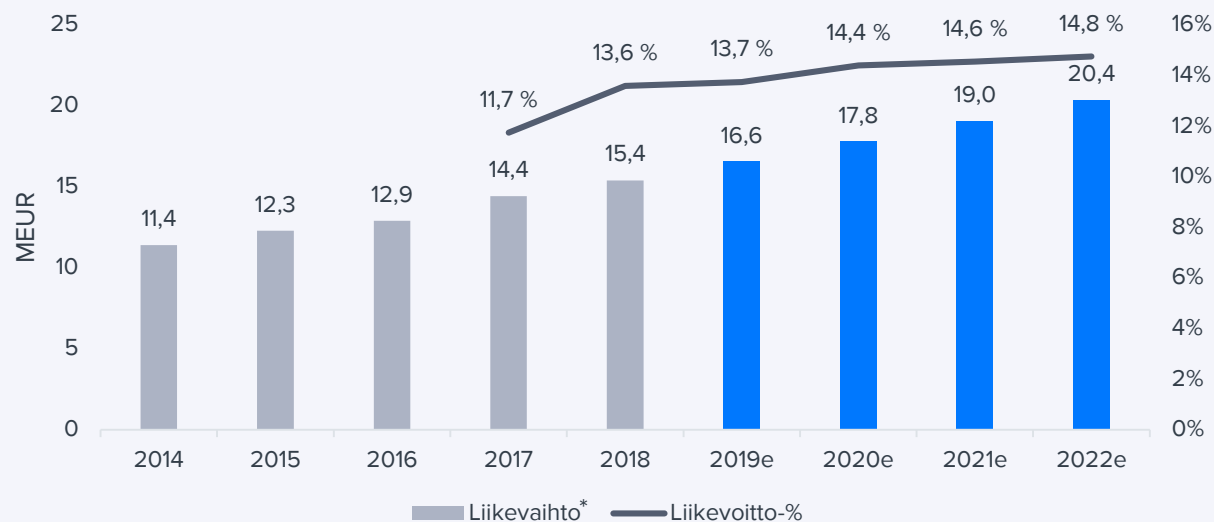
Aallon Group -yhtiöiden henkilöstö yhteensä 2018 lopussa

n. 2700

Asiakkaiden lukumäärä



Liikevaihto ja kannattavuus



Lähde: Aallon Group / Inderes

*Kalenterivuosien 2014-2016 osalta Aallon Group -konsernin yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto ja kalenterivuosien 2017-2018 osalta Aallon Group -konsernin pro forma -liikevaihto.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Uusi haastaja tilitoimistomarkkinalla

Aallon Group on kuudesta pitkäikäisestä ja paikallisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostettu konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita Suomessa. Tilitoimistoalan konsolidaatiokehityksen edetessä nämä kuusi yrittäjähenkistä 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. Nyt Aallon Group haluaa itse aktiivisesti konsolidoida fragmentoitunutta tilitoimistomarkkinaa, mikä onnistuessaan mahdollistaa merkittävän omistaja-arvon luonnin. Yhtiö suunnittelee nyt listautumista First North -listalle, mikä mahdollistaisi yhtiön oman osakkeen käytön tulevissa yrityskaupoissa.

Aallon Groupin vuoden 2018 pro forma -liikevaihto oli 15,4 MEUR ja liikevoitto 2,1 MEUR (EBIT-% 13,5 %). Yhtiön pro forma -liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7,8 % vuosina 2014-2018*, mikä ylittää tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (n. 3 %) tällä ajanjaksolla. Aallon Groupin historiallisesti tasainen kasvu ja vakaa kannattavuus perustuvat jatkuvaan sopimuslaskutukseen, pitkiin asiakassuhteisiin sekä yhtiön omaan teknologiakehitykseen, jolla kirjanpitäjien työtä saadaan tehostettua. Yhtiön liikevaihdosta viime vuonna 97,4 % oli jatkuvaa sopimuslaskutusta, mikä tekee yhdessä alalle tyypillisesti pitkien asiakassuhteiden ansiosta

liiketoimintamallista hyvin defensiivisen ja ennustettavan. Aallon Groupin yhtiöissä työskenteli vuoden 2018 lopussa yhteensä 210 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 11 paikkakunnalla ja yhtiön tavoitteena on laajentaa läsnäoloaan Suomen suurimmissa kaupungeissa tulevaisuudessa. Yhtiöllä ei ole erillistä myyjäverkostoa, vaan myyntityö hoidetaan paikallisesti eri toimipisteissä, missä avainhenkilöt hoitavat uusasiakashankintaa.

Aallon Groupilla on noin 2700 asiakasta, joista valtaosa on pk-yrityksiä. Asiakaskunta on hyvin hajautunut ja 10 suurinta asiakasta muodosti noin 10,3 % liikevaihdosta vuonna 2018. Keskimääräinen laskutus per asiakas oli viime vuonna noin 5700 euroa. Mielestämme laaja, hajautunut ja hyvin pysyvä asiakaskunta on Aallon Groupille selkeä vahvuus, mikä tuo näkyvyyttä ja jatkuvuutta liiketoimintaan.

Yhtiön asiakaskeskeisyys näkyy myös hyvänä asiakastytyväisyytenä ja Aallon Group -yhtiöiden viime vuonna toteuttamassa asiakastytyväisyystutkimuksessa 87 % vastaajista antoi Aallon Group -yhtiöiden palvelujen yleisarvosanaksi ”hyvä” tai ”erinomainen”.



Tilitoimistomarkkinan muutos

Ennen ja yleensä edelleen

- Kirjanpitäjä on paikallinen pienyritys, jolla on oma asiakaskuntansa muttei suuria kasvuhaluja
- Henkilöriippuvuus on ollut korkeaa (asiakassuhteet)
- Kirjanpito tehdään ulkopuolisella ohjelmistolla (Accountor ja Visma), investoinnit ovat rajallisia
- Kilpailu on rajallista ja paikallista, markkina on voimakkaasti fragmentoitunut
- Tilitoimistomarkkina on kasvanut historiallisesti ~5 %, mistä noin puolet on tullut hinnankorotuksista

Nyt ja tulevaisuudessa

- Suuri osa kirjanpidon rutiinitehtävistä voidaan automatisoida, mutta tämä on vielä harvinaista
- Tilitoimiston lisäarvo siirtyy näkemyksemme mukaan kohti konsultatiivista työtä, missä kirjanpitäjän asiantuntemus korostuu
- Toimialan kasvu jatkuu murroksesta huolimatta, mutta todennäköisesti hidastuu historiallisesta tasosta (arviomme mukaan 3-4 % lähivuosina)
- Toimialan tulevaisuuden kasvu riippuu siitä, miten tilitoimistot onnistuvat palveluiden laajentamisessa
- Vaikka toimijoiden määrä pysynee korkealla (nyt >4200 tilitoimistoa), suurimpien toimijoiden osuus kasvaa
- Toimiala on ollut ja tulee arviomme mukaan olemaan erittäin defensiivinen

Lähde: Inderes

*Kalenterivuosien 2014-2016 osalta laskettu Aallon Group -konsernin yhtiöiden yhteenlasketun liikevaihdon perusteella ja kalenterivuosien 2017-2018 osalta Aallon Group -konsernin pro forma -liikevaihdon perusteella.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Aallon Groupin palvelut

Aallon Groupin tarjoamiin taloushallintopalveluihin kuuluvat kirjanpito, myyntilaskujen käsittely, ostolaskujen käsittely, laskujen maksatus, sisäinen laskenta sekä vero- ja arvonlisäveroasioiden hoito. Käytännössä yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat kaikki toimialalle tyypilliset palvelut. Yhtiön liikevaihdosta valtaosa tulee vielä perinteisistä tilitoimistopalveluista.

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

Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat myös taloushallintopalveluita täydentävät neuvonantopalvelut, joita tyypillisesti myydään tuntiveloitteisena lisäpalveluna. Tällaisia palveluita ovat muun muassa veroneuvonta, lakipalvelut, työsuhdeneuvonta ja yritysjärjestelyihin liittyvä neuvonta. 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 yhtiön palveluiden tuottamisen näiden toimialojen erityispiirteet huomioon ottaen.

Tällaisia toimialoja ovat IT-toimiala, pääomasijoitusyhtiöt, säätiöt, rakennusala ja kiinteistöyhtiöt.

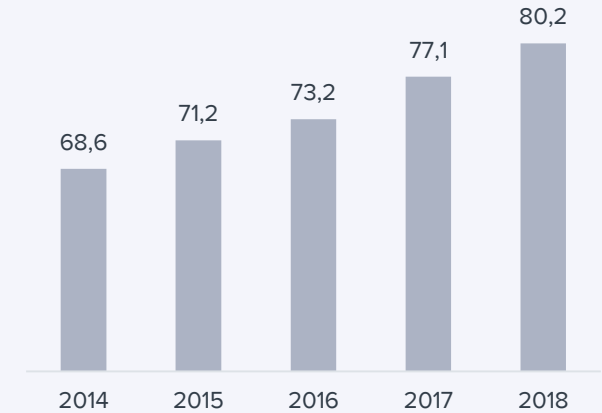
Digitalisaatio luo tehokkuutta prosesseihin

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.

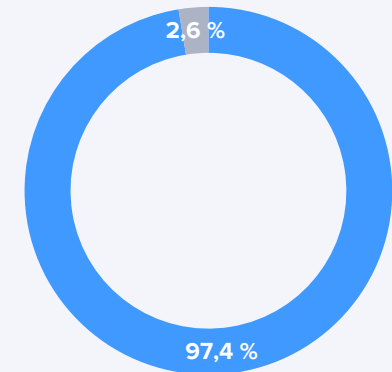
Aallon Groupin liiketoimintamallin keskeisessä osassa on myös yhtiön taustaprosessien kokonaisvaltainen digitalisointi ja tehostaminen. Omassa järjestelmäkehityksessä yhtiö keskittyy asiakasarvoa ja omaa kustannustehokkuutta tuottavien järjestelmien kehittämiseen ja itse kirjanpito ja palkanlaskenta hoidetaan valmisohjelmistoilla.

Liiketoiminnan digitalisointi ja kirjanpidon rutiinien automatisointi tehostaa toimintaa ja vapauttaa kirjanpitäjien aikaa lisäarvopalveluiden tarjoamiseen asiakkaille, mitkä mahdollistavat kannattavuuden osittaisen skaalautumisen. Aallon Groupin toiminnan tehostumisesta kertoo yhtiön liikevaihdon kehitys suhteessa henkilöstömäärään, mikä on ollut tasaisessa nousussa vuosina 2014-2018. Käsittelemme yhtiön teknologiastrategiaa tarkemmin strategiakappaleessa.

Liikevaihto/henkilö (TEUR)



Liikevaihdon jatkuvuus



■ Jatkuva laskutus ■ Projektilaskutus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

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. Näkemyksemme mukaan lisäpalveluiden merkitys korostuu merkittävästi tulevaisuudessa, koska lakisääteinen kirjanpito tullaan automatisoimaan yhä voimakkaammin.

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.

Listautuminen mahdollistaa strategian toteuttamisen

Aallon Group suunnittelee listautumista Helsingin pörssin First North -listalle ja tavoittelee noin 4,3 MEUR:n nettovarojen keräämistä listautumisannilla. Jos myös Lisäosake-erä

käytetään täysimääräisesti, yhtiö saa yhteensä noin 5,3 MEUR:n nettovarot.

Listautuminen mahdollistaisi yhtiön oman osakkeen käytön tulevissa yrityskaupoissa, jotka ovat yhtiön kasvustrategian ja arvonluonnin kannalta keskeinen elementti tulevina vuosina.

Kerätyt varat antaisivat yhtiölle vahvan tuen kasvustrategian toteuttamista varten ja mahdollistaisivat myös tarvittaessa käteisen käytön yrityskaupoissa esimerkiksi tilanteissa, joissa tietyt ostettavan yrityksen osakkaat eivät halua lähteä jatkamaan toimintaa enää Aallon Groupin alla.

Listautuminen parantaisi myös yhtiön tunnettuutta ja mainetta mahdollisten asiakkaiden, työntekijöiden, kumppaneiden ja sijoittajien keskuudessa.

Palvelut

Neuvonanto- ja talouden johtamispalvelut



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

Taloushallintopalvelut ja erikoistuneet toimialaratkaisut



- Kirjanpito
- Palkanlaskenta
- Tulosseuranta
- Myyntilaskutus
- Laskujen maksu
- Vero- ja arvonlisäveroasiat
- Erikoistuneet toimialaratkaisut

Myyntistrategia ja -kanavat

- Tiliointiverkoston rakentaminen Suomen suurimmille paikkakunnille yritysostoilla.
- Tällä hetkellä toimipisteet 11 paikkakunnalla.
- Ei erillistä myyjäverkostoa
- Myynti tapahtuu paikallisesti yhtiöissä, missä avainhenkilöt hoitavat uusasiakashankintaa
- Valtakunnallinen yhtenäinen brändi luo tunnettuutta



Liiketoimintaidea

Aallon Group on ympäri Suomen toimiva täyden palvelun taloushallinnon kumppani



- Tavoitteena konsolidoida fragmentoitunutta tilioimistomarkkinaa
- Laajat taloushallinnon palvelut tuotetaan lähellä asiakasta
- Digitalisaation ja automaation avulla tehokkuutta kirjanpidon prosesseihin
- Asiakaskeskeisyys näkyy korkeana asiakastyytyväisyytenä ja pitkinä asiakassuhteina

Teknologiastrategia

- Keskittyminen omaa kustannustehokkuutta ja asiakasarvoa tuottaviin järjestelmiin
- Kirjanpito ja palkanlaskenta hoidetaan valmisohjelmistoilla

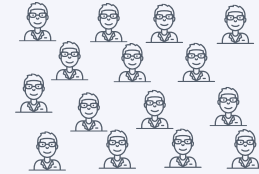
Kilpailu

Suuremmat tilioimistot Suomessa



TALENOM

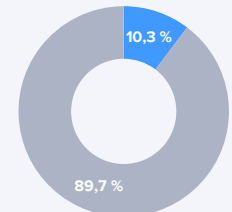
~4200 pientä tilioimistoa



Asiakkaat

- Noin 2700 asiakasta
- Asiakaskunta hajautunut laajasti eri sektoreille
- Suurin osa pk-yrityksiä
- Asiakassuhteet toimialalla keskimäärin todella pitkiä

%-liikevaihdosta (2018)



■ Top10 asiakkaat ■ Muut asiakkaat

Kustannusrakenne (2018)

Henkilöstö 210* hlö.
Kulut yht. -13,2 m€



Henkilöstökulut
(62 % liikevaihdosta)

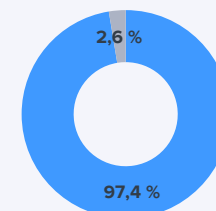


Materiaalit ja palvelut
(5 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(18 %)

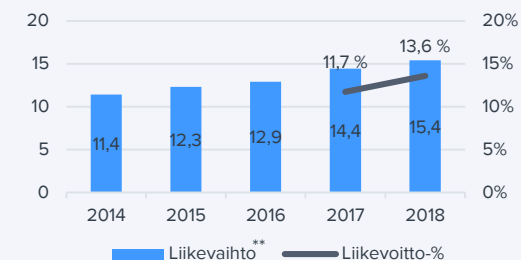
Valtaosa liikevaihdosta tulee arviomme mukaan tilioimistopalveluista.



■ Jatkuva laskutus ■ Projektilaskutus

Tulovirrat

Pro forma liikevaihto 15,4 m€
Pro forma EBIT 2,1 m€ (2018)



Lähde: Inderes, Aallon Group, *Aallon Group -yhtiöiden yhteenlaskettu henkilöstö vuoden 2018 lopussa.
**Kalenterivuosien 2014-2016 osalta laskettu Aallon Group -konsernin yhtiöiden yhteenlasketun liikevaihdon perusteella ja kalenterivuosien 2017-2018 osalta Aallon Group -konsernin pro forma -liikevaihdon perusteella.

Aallon Group -konserni



Tytäryhtiöiden tunnuslukuja*

	Aallon Helsinki	Aallon Espoo	Aallon Tampere	Aallon Turku	Aallon Jyväskylä	Aallon Oulu
Perustamisvuosi	1963	1993	1957	1975	1997	1983
Liikevaihto 2018 (MEUR)	5,0	1,3	2,7	2,3	2,5	1,6
Liikevaihdon kasvu-% (CAGR 2014-2018)	10,4 %	0,1 %	1,4 %	7,1 %	19,1 %	1,9 %
EBIT-% (2018)	18,6 %	19,0 %	8,1 %	14,2 %	7,3 %	21,9 %

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Defensiivinen kasvuyhtiö

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy nykyliiketoiminnan defensiivinen, vakaa ja kannattava kasvu, jonka päälle sijoittaja saa mielestämme positiivisen yritysjärjestelyoption. Yhtiön vakaa liiketoimintamalli mahdollistaa myös hyvän osingonmaksun, joten yhtiö profiloituu myös osinkoyhtiöksi.

Aallon Groupin liikevaihdosta yli 97 % 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 generoi hyvin kassavirtaa. Yhtiöllä on selkeää potentiaalia parantaa asteittain kannattavuuttaan yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa. Tämä antaa eväät vakaalle organisaation tulokasvulle tuleville vuosille.

Yhtiö tulee tilitoimistomarkkinan konsolidaatiopeliin uutena haastajana ja yhtiön yrittäjähenkisyyttä korostava tulokulma antaa kilpailuetua kilpailtaessa potentiaalista ostokohteista. Onnistuessaan yritysostostrategiassaan yhtiöllä on mahdollisuus kiihdyttää tuloskasvuun ja luoda merkittävästi omistaja-arvoa. Aallon Groupin

muodostavilla yhtiöillä on pitkä historia ja vahvat verkostot tilitoimistoalalla ja arvioimme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset toteuttaa yritysostostrategiaansa menestyksekkäästi tulevien vuosien aikana.

Riskiprofiili

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. Näkemysksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit Aallon Groupissa ovat seuraavat:

- **Uusi organisaatorakenne:** Aallon Group on luotu yhdistämällä tilitoimistoja, eikä uutta organisaatorakennetta ole vielä todistettu toimivaksi.
- **Yritysostostrategiassa epäonnistuminen:** Aallon Groupin pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen. Yrityskauppojen integrointiin liittyy aina riskejä ja henkilöstövetoisten liiketoimintojen kaupoissa riskinä on myös henkilöstön vaihtuvuuteen liittyvät ongelmat.
- **Rekrytoinneissa epäonnistuminen:** yhtiön hyvän organisaation kasvuvauhdin jatkaminen

vaatii onnistumista uusien kirjanpitäjien rekrytoinneissa. Käsityksemme mukaan osaavien kirjanpitäjien rekrytointi on tällä hetkellä yksi suurimmista kasvun pullonkauloista toimialalla ja myös Aallon Groupille.

- **Kilpailutilanteen kiristyminen:** käsityksemme mukaan kilpailu tilitoimistomarkkinalla on tällä hetkellä melko vähäistä, mutta digitalisaation myötä käynnissä oleva toimialan murros voi tulevina vuosina kiristää kilpailua tai houkuttaa uusia disruptiivisia toimijoita alalle. Fragmentoitunut toimiala voi houkuttaa paikalle myös suurempia ulkomaisia toimijoita. Lähtökohtaisesti pidämme toimialan häviäjinä pieniä paikallisia tilitoimistoja ja suuremmilla toimijoilla, kuten Aallon Groupilla, on hyvä positio toimialan murroksessa.

Sijoitusprofiili

1.

Hyvä orgaaninen kasvu, mitä vauhditetaan yritysostoin

2.

Hyvä positio defensiivisellä ja vakaasti kasvavalla toimialalla

3.

Vakaa kannattavuus, jota mahdollisuus parantaa asteittain

4.

Alhainen riskiprofiili, liikevaihdosta yli 97 % jatkuvaluonteista

5.

Matala pääoman tarve, mikä mahdollistaa korkean pääoman tuoton ja hyvän osingonmaksun

Potentiaali



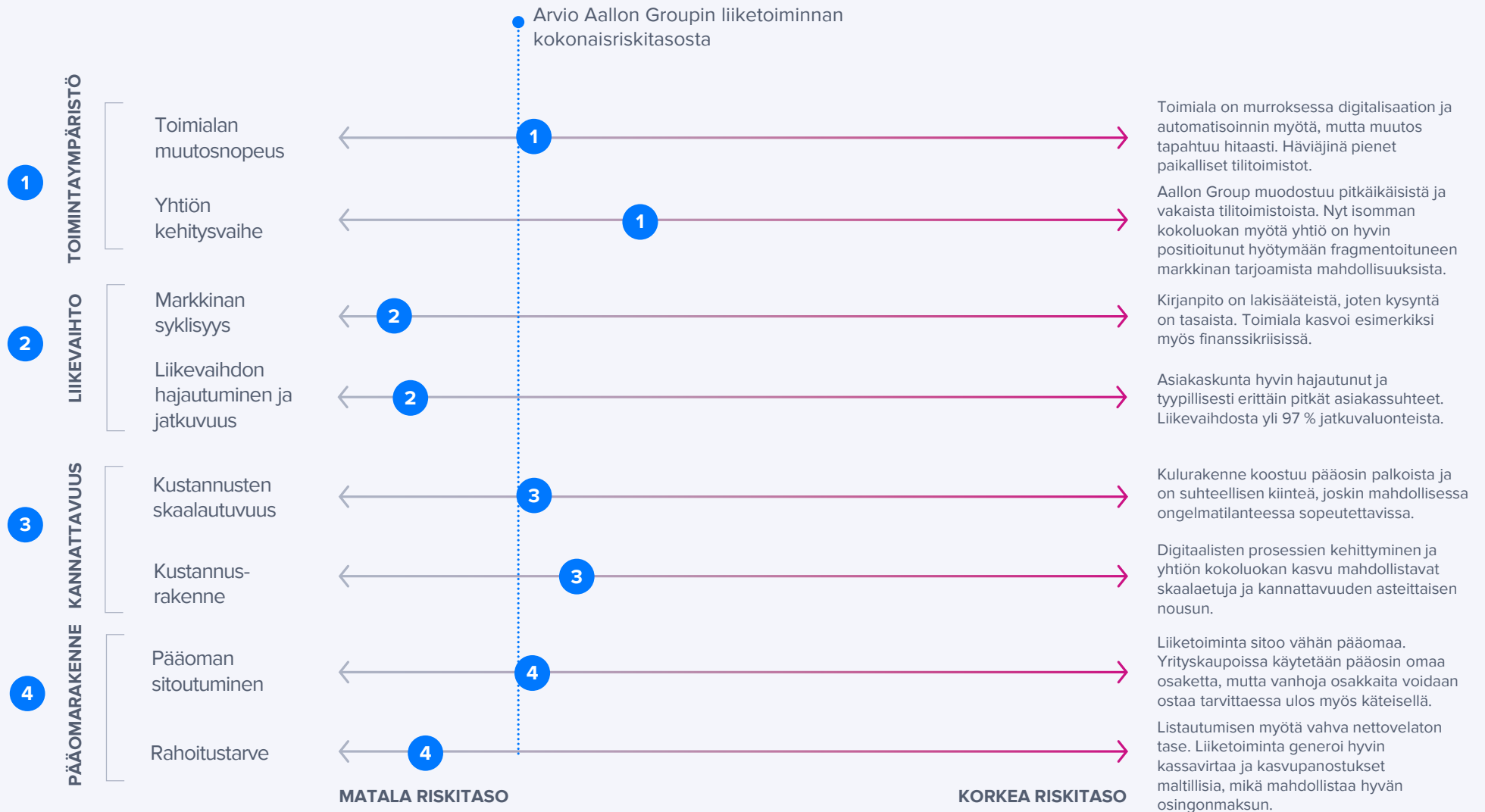
- Hyvän orgaanisen kasvun jatkuminen
- Yrityskauppojen onnistuessa mahdollisuus luoda merkittävästi omistaja-arvoa
- Yrittäjähenkisyyden korostaminen toimii kilpailuetuna kilpailtaessa yritysostokohteista
- Kannattavuus paranee asteittain yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa
- Defensiiviset kassavirrat

Riskit



- Aallon Group on vasta luotu yhdistämällä tilitoimistoja, eikä uutta organisaatorakennetta ole vielä todistettu toimivaksi
- Pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen
- Hyvän orgaanisen kasvun jatkuminen vaatii rekrytoinneissa onnistumista
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/3

Kasvava, mutta erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina on Suomessa pyöreästi miljardin euron kokoinen. Markkina on melko riippumaton makrotalouden sykleistä, mikä tekee siitä hyvin defensiivisen. Yrityksille 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 on alalla erittäin korkea. Defensiivisyydestä kertoo hyvin se, ettei toimialan liikevaihto laskenut edes finanssikriisin keskellä vuonna 2009. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositiona toimialalla erittäin arvokkaan.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 4,8 % vuodessa 2001-2017 välisenä aikana. Viime vuosina kasvu on hidastunut, mutta markkina on pysynyt kasvu-uralla. Vuonna 2017 kasvu kertyi Tilastokeskuksen mukaan noin 2,9 %. Arvioimme keskimäärin noin 3-4 %:n kasvun jatkuvan myös tulevaisuudessa, vaikka markkina on tällä hetkellä murroksessa.

Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset, jotka ovat arvioimme mukaan vastanneet historiallisesti noin puolesta markkinan kasvusta. Historiallisesti korotukset ovat olleet 2-4 % eli noin 33-66 % toimialan kasvusta. Kirjanpidon sähköistyminen ja digitalisaatio ovat kuitenkin kiristäneet kilpailua, minkä takia merkittäviä hinnankorotuksia on ollut

viime vuosina vaikeampaa saada läpi. Tilitoimistot ovat olleet voimakkaasti sidoksissa kirjanpitäjien määrän ja palkkojen kehitykseen. Tämä sidonnaisuus on kuitenkin arvioimme mukaan murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä selvästi.

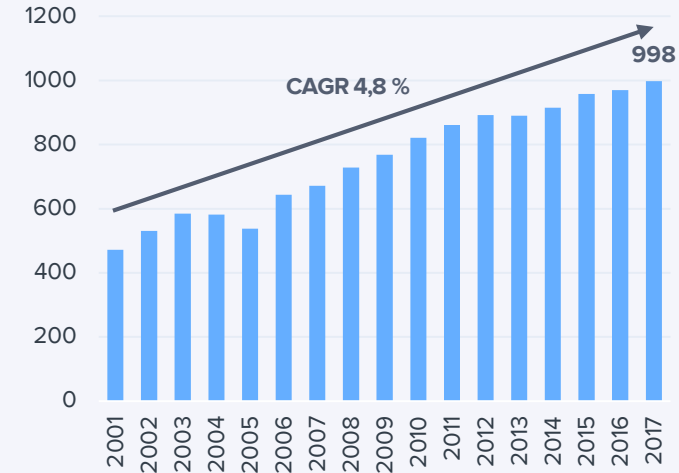
Toinen osa kasvussa on transaktiomäärien kasvu, joka korreloi taloudellisen aktiiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä, mutta Suomen piristynyt talouskasvu ei vaikuta heijastuneen toimialaan merkittävästi esimerkiksi vuonna 2018. Suomen talouskasvun odotetaan kuitenkin hidastuvan tulevina vuosina, joten tämä ajuri ei ole ainakaan vahvistumassa.

Arvioimme mukaan toimialan kasvuajuri tuleekin lähivuosina olemaan erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti. Toinen toimialan kasvua potentiaalisesti tukeva ajuri on yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistyminen tilitoimistoille. Yritykset haluavat keskittyä omaan ydinliiketoimintaan ja ulkoistaa yhä enemmän tukitoimintojaan, mikä on nähty jo esimerkiksi IT-palveluiden osalta. Taloushallinnon ulkoistaminen olisi luonnollinen askel tässä kehityksessä ja tilitoimistoille tämä tarkoittaisi kasvavaa kysyntää controller-, talouspäällikkö- ja HR-asiantuntijapalveluiden osalta.

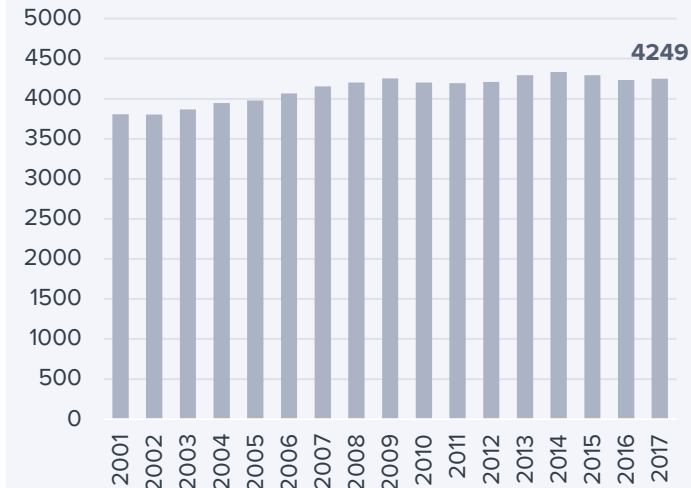
Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jonka ajureina toimivat digitalisaatio, palveluntarjonnan ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, lainsäädännön muutokset ja yrittäjien eläköityminen.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärän kehitys



Toimiala 2/3

Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo arkipäivää, suuressa osassa tilitoimistoja paperitositteet ovat edelleen arkipäivää. Viime vuosina sähköistyminen on kuitenkin edennyt laajalla rintamalla. Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn tulee vääjäämättä yleistymään tulevina vuosina digitalisaation ajamana. Sähköistyminen tulee muuttamaan tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän arvoaan, mutta toisaalta konsultin työtehtävät tulevat kasvattamaan merkitystään. Tämä vapauttaa resursseja lisäarvopalvelujen tuottamiseen. On kuitenkin hyvä muistaa, että asiantuntevaa ja henkilökohtaista palvelua ei voi korvata automaatiolla. Asiakas/tilitoimisto-suhde voi perinteisesti muodostua hyvin läheiseksi, ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys. Toimialan pientä asiakasvaihuvuutta selittävät yleensä nimenomaan nämä suhteet.

Valtaosa pienistä ja paikallisista tilitoimistoista pyrkii lähinnä säilyttämään oman reviirinsä. Monelle näistä toimijoista teknologinen kehitys on merkittävä haaste ja yritykseltä voi puuttua vaadittavat resurssit edistää kilpailua tai haastaa muita tilitoimistoja. Toisaalta toimialan suurimmat ovat sähköisen palvelun hallitsevia ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksessa. Palveluiden sähköistyminen sekä taloushallinnon ohjelmistojen kehittyminen on ollut nopeaa viime vuosina, mikä on mahdollistanut aikaisten omaksujien kilpailukyvyyn nousun.

Voimakkaasti fragmentoitunut markkina

Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut,

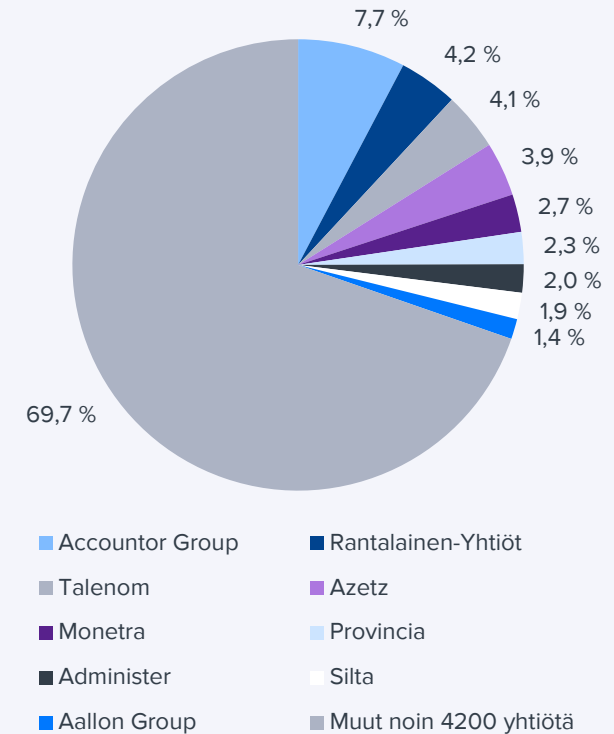
koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2017 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4249 yritystä (2016: 4235). Keskimääräisessä yrityksessä oli vain 2,8 työntekijää eli valtaosin yritykset ovat erittäin pieniä. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, koska näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen. Vaikka toimijoiden määrä ei välttämättä merkittävästi laske, arviomme mukaan yhä suurempi osuus markkinasta tulee keskittymään suurille toimijoille.

Alan merkittävimpiä toimijoita ovat Accountor, Talenom, Rantalainen, Administer (joka osti myös Sillan 6/2018), Azets, Monetra (erityisesti julkinen sektori), Provincia (erityisesti julkinen sektori) ja Aallon Group. Edellä mainittujen yhtiöiden liikevaihto on yli 15 MEUR:n kokoluokassa. Edellä mainitut yhtiöt ovat myös Aallon Groupin keskeisimpiä kilpailijoita julkiseen sektoriin keskittyneitä Monetraa ja Provinciaa lukuun ottamatta.

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan alan yhdeksän suurinta toimijaa pitivät vuonna 2017 hallussaan vain noin 30 % markkinasta, joten valtaosa markkinasta on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Kaikilla yrityksillä ei ole resursseja vastata toimialan murroksen tuomiin haasteisiin, minkä takia arvioimme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän jatkossa. Aallon Groupin strategian keskiössä on pyrkiä hyödyntämään tätä käynnissä olevaa konsolidaatiokehitystä.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista 2017 (%)



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätöstiedot, Inderes

*Accountor Groupin osalta liikevaihtona on esitetty kirjanpito-, palkkahallinto- ja muista hallinnollisista palveluista koostuvaan Ulkoistuspalvelut -segmenttiin kuuluvien suomalaisten yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto.

Toimiala 3/3

Teknologian kehittyessä näemme merkittävän muutoksen myös skaalan merkityksessä. Toisin kuin historiassa, tulevaisuuden liiketoimintamallit saavat arviomme mukaan merkittävää tukea skaalasta. Skaalaedut edesauttavat automatisoidun tilitoimiston sekä asiantuntijapalveluiden kannattavuutta.

Skaalaedut automaatiossa mahdollistavat erittäin vahvan kannattavuuden ydinliiketoiminnassa ja toisaalta myös kasvavan hintakilpailun, jos automaatio yleistyy merkittävästi ja se määrää joskus ns. rajahinnan. Asiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittuvat henkilöstöresursseihin, mutta voivat silti olla kokonaiskilpailun kannalta merkittäviä. Lisäksi selkeitä skaalaetuja on arviomme mukaan saavutettavissa myös myynnin ja markkinoinnin osalta.

Kaikilla tilitoimistoilla ei tule olemaan voimavaroja vastata haasteeseen, mutta suuremmille yhtiöille murros luo toimialan fragmentoituneisuudesta johtuen kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Uskomme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän ja toimialan muokkaantuvan voimakkaasti seuraavien kymmenen vuoden aikana. Muutospaineet haastavat toimialan ja asettavat erityisesti pienet tilitoimistot valinnan eteen: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua. Myös voittajat on suhteellisen helppo ennakoita. Arviomme mukaan murroksen voittajia ovat ainakin ohjelmistokehitykseen vahvasti panostaneet Talenom ja Accountor. Lisäksi varteenotettavia haastajia ovat keskisuuret tilitoimistot kuten Aallon Group, Rantalainen, Administer ja Azets.

Kilpailu toimialalla on (edelleen) varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla kilpailu asiakkaista on ollut rajattua käytännössä aina, ja Talenom on ollut käytännössä ainoa aidosti aktiivista uusmyyntiä harjoittava yhtiö toimialalla jo pitkään ainakin merkittävässä mittakaavassa. Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt suojelemaan omaa ”reviiriä” ja suuret yhtiöt 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 rajoittautunutta 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 kiinnosta suurempia yhtiöitä samalla tavalla, kuten esimerkiksi keskisuuret ketjut.

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.



Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan lähivuosina noin 3-4 %:n vuosivauhtia.
- Valtaosa liikevaihdosta on jatkuvaa / toistuvaa
- Tilitoimistoala on yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, koska kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille.
- Kilpailu toimialalla on rauhallista ja alueellista ja panostukset uusasiakashankintaa ovat yleisesti alhaisia. Myös hintakilpailu on suhteellisen maltillista.
- Asiakassuhteet ovat normaalisti erittäin pitkiä ja asiakaspoistuma johtuu monesti yritysostosta tai konkurssista.
- Defensiivisyyden, kasvun ja terveen kannattavuuden ansiosta vahva markkinaposition toimialalla on erittäin arvokas.
- Konsultointipalveluiden rooli tulee näkemyksemme mukaan nousemaan lähivuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan.
- Yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen tilitoimistoille tarjoaa toimialalle potentiaalisen kasvuajurin
- Arviomme mukaan toimialan arvo tulee keskittymään suurille yhtiöille, vaikka toimialan yhtiömäärä voi pysyä korkeana.

Toimiala ja kilpailukenttä

Voittajien yhteisiä tekijöitä:

- Vahvat IT-järjestelmät
- Panostaneet sähköistymiseen ja digitalisaatioon
- Riittävä kokoluokka jatkuvaan kehittämiseen
- Skaalaetuja hyödyntävä liiketoimintamalli

Voittajat



TALENOM

Haastajien yhteisiä tekijöitä:

- Toistaiseksi hyvin kilpailukykyisiä yhtiöitä
- Riittävä kokoluokka omaan kehitystyöhön, joka on vielä kuitenkin suhteellisen vähäistä
- Yritysosotohalukkuus korkea
- Mahdollisuuksia nousuun tai laskuun kategorioissa

Haastajat



+ muutama muu suurehko tilitoimisto

Häviäjien yhteisiä tekijöitä:

- Valtaosin pieniä tai alueellisia tilitoimistoja
- Ei resursseja itsenäiseen järjestelmäkehitykseen
- Asema vaikea arvon keskittyessä voimakkaammin ohjelmistoihin
- Voimakkaasti yrittäjävetoisia ja riippuvaisia henkilösuhteista

Häviäjät

Valtaosa nykyisistä noin 4200 pienestä tilitoimistosta



Muutama selkeä voittaja

Skaalaetuja niillä, joilla on teknologista osaamista ja riittävä kokoluokka

Kasvuhaluiset haastajat, joilla mahdollisuuksia kehittää myös omaa teknologiaa

Pienet ja paikalliset tilitoimistot

Strategia 1/3

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

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

Aallon Groupin tavoitteena on tilitoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeampi orgaaninen kasvu, jota vauhditetaan yritysostoin. Yhtiön keskipitkän aikavälin taloudellisena tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu ja kasvava käyttökate-% (2018 pro forma -EBITDA: 16,4 %).

Yhtiön kasvustrategia vaatii onnistuneita yritysostoja, mihin fragmentoitunut toimiala ja Aallon Groupin yrittäjähenkinen tulokulma antavat mielestämme erinomaiset lähtökohdat. Yritysostostrategiassa onnistuminen on mielestämme yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta keskeisin tekijä. Orgaanisen kasvun ja kannattavuuden asteittaisen skaalautumisen kulmakivinä mielestämme toimivat yhtiön teknologiastrategia sekä rekrytoinneissa onnistuminen.

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, joka tarjoaa asiakkaille yhtenäisen digitaalisen palvelun ja pääsyn taloushallinnon tietokantaan aina tositteisiin saakka. Esimerkkejä palveluun kehitetyistä työkaluista ovat esimerkiksi digitaalisen laskutuksen ja digitaalisen allekirjoituksen ratkaisut. Liiketoiminnan lähtökohdiana on, että asiakas käyttää Aallon Groupin asiakasportaalia, joka on integroitu taustajärjestelmiin eli kirjanpito- ja palkanlaskentajärjestelmiin.

Kirjanpito tehdään kaupallisten ohjelmistojen päälle

Kirjanpidon ja palkanlaskennan taustajärjestelminä yhtiö käyttää kuhunkin tarkoitukseen parhaiten sopivia kaupallisia valmisohjelmia (esim. Tikon, Fivaldi, Nova), joiden päälle yhtiö pystyy rakentamaan omia automatisoituja ratkaisuja. Yhtiö on esimerkiksi ottanut käyttöön tekoälyrobotin, jonka tehtäviin kuuluu pankkitiliotteiden kirjaaminen.

Käyttämällä valmisohjelmistoja yhtiö 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 Group ei itse näe taustajärjestelmien kehittämistä erottautumistekijänä kilpailussa. Mielestämme yhtiön kilpailija Talenomin viimeisen vuosikymmenen aikana tekemät investoinnit omiin IT-järjestelmiin ja niiden nyt näkyvät tulokset yhtiön skaalautuvana kasvuna ovat osoitus, että yhtiö on onnistunut saamaan itselleen kilpailuetua keskittymällä omaan kirjanpidon automatisoituun ”tuotantolinjaan”. Tämä on mielestämme merkittävä ero yhtiöiden teknologiastrategioissa, mikä vaikuttaa myös muuhun kasvustrategiaan. Aallon Groupin teknologiastrategia on kuitenkin huomattavasti pääomakevyempi sekä vähäriskisempi verrattuna siihen, että yhtiö lähtisi nyt investoimaan voimakkaasti yhtenäiseen omaan taustajärjestelmään.

Seuraavan viiden vuoden tähtäimellä arvioimme yhtiön lähestymiskulman olevan huomattavasti tuloksellisempi, kun suuria panostuksia omiin taustajärjestelmiin ei tarvitse tehdä. Pidemmällä aikavälillä näemme riskinä, että osa digitalisaation mahdollistamista skaalaeduista jää yhtiöltä saavuttamatta verrattuna omiin taustajärjestelmiin panostaneisiin kilpailijoihin.

Teknologiasta

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.
- Näkemyksemme mukaan valmisohjelmistoilla vältetään suuret investoinnit omaan kirjanpito-ohjelmistoon.
- Arviomme mukaan yritysostojen yhteydessä ei tarvitse toteuttaa merkittäviä järjestelmäintegraatioita.
- Uusiasiakashankinnan kustannukset ovat arviomme mukaan myös pienet, kun asiakasta ei tarvitse integroida omaan taustajärjestelmään.
- Samalla kuitenkin osa digitalisaation mahdollistamista skaalaeduista jää arviomme mukaan saavuttamatta pitkällä aikavälillä.



Strategia 2/3

Yritysostrategia

Tilitoimistomarkkina on jo tapahtuneesta konsolidaatiokehityksestä huolimatta todella fragmentoitunut. Aallon Group tulee konsolidaatiopeliin mukaan pääomasijoittajataustaisista yhtiöistä poikkeavalla tulokulmalla korostaen mahdollisuutta liittyä mukaan yhtiön yrittäjähenkiseen kasvutarinaan. Yhtiö näkee kilpailuedukseen sen, että tilitoimistoyrittäjien on helpompi liittyä mukaan kaltaiseensa yrittäjähenkiseen yhtiöön kuin myydä yrityksensä esimerkiksi pääomasijoittajalle. Tämä ”pehmeämpi” lähestyminen voi tuoda Aallon Groupille kilpailuedun tietyissä kohteissa yritysostomarkkinalla. Arvioimme, että lähestulkoon kaikkia kokoluokaltaan hieman suurempia tilitoimistoja on jo lähestytty ostoaikeissa, mutta kaikille pelkkä raha ei ole riittävä korvaus luopua yrityksestään.

Aallon Groupin lähtökohtana on toteuttaa yrityskaupat osittain osakevaihdoilla, mikä mahdollistaa tilitoimistoyrittäjille omistajuuden säilyttämisen. Joissain tapauksissa tilitoimiston omistajarakenne voi olla pirstoutunut, eikä kaikilla osakkaila ole välttämättä halua lähteä jatkamaan toimintaa (esim. eläköityminen) Aallon Groupissa, jolloin nämä osakkaat voidaan tarvittaessa lunastaa ulos listautumisannissa kerätyillä varoilla.

Käsityksemme mukaan yhtiön tavoittelemat ostokohteet ovat lähtökohtaisesti yli 1 MEUR:n

liikevaihdon kokoluokassa olevia tilitoimistoja. Olettaen yhtiön orgaanisen kasvun jatkuvan suunnilleen historiallisella tasolla, riittäisi yhtiön tavoittelemaan 15-20 %:n vuosittaiseen kasvuun tällöin lähivuosille 1-2 yrityskauppaa vuosittain. Käsityksemme mukaan yhtiö on paikantanut useampia kymmeniä potentiaalisia ostokohteita, joten tavoitteisiin yltämiseen ei kovin korkeaa onnistumisprosenttia vaadita. Yritysostoilla yhtiön on tarkoitus laajentaa läsnäoloaan Suomen suurimmissa kaupungeissa, joihin saadaan samalla runkopisteet. Tämän jälkeen myös pienempien toimistojen ostaminen ja yhdistäminen näihin isompiin kokonaisuuksiin on mahdollista.

Yrityskauppojen synergiat ja skaalaedut

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

Henkilöstön osalta yrityskaupat toimivat osaltaan myös vaihtoehtoina rekrytoinneille, sillä käsityksemme mukaan toimialalla on tällä hetkellä pulaa osaavista kirjanpitäjistä, mikä toimii yhtenä kasvun pullonkaulana Aallon Groupille. Henkilöstön osalta synergioita saadaan siinä, että henkilöstön työkuormaa voidaan tasata eri yksiköiden välillä ja parhaita työtapoja sekä osaamista voidaan jakaa kaikkien yksiköiden

kesken, mikä tehostaa toimintaa.

Markkinoinnissa yhtenäinen Aallon-brändi luo paremmin tunnettuutta ja markkinointi voidaan tehdä keskitetympin. Uusasiakashankinnassa yhtiö voi skaalata jo hankkimaansa osaamista ja parhaita käytäntöjä uusiin ostettuihin yhtiöihin.

Teknologian osalta skaalaetuja saavutetaan, kun yhtiön kehittämiä toimintaa tehostavia prosesseja jalkautetaan ostettuihin yhtiöihin. Myös ohjelmistokehityksen kustannukset ja hyödyt jakautuvat jatkuvasti suuremmalle kokonaisuudelle yhtiön kokoluokan kasvaessa. Lisäksi skaalaetuja voidaan saavuttaa ohjelmistohankinnoista, joissa ostojen kasvava kokoluokka tuo lisää neuvotteluvaraa.

Yrityskaupoissa merkittävää arvonluontipotentiaalia

Listautumisen jälkeen Aallon Groupilla on houkutteleva mahdollisuus kasvaa ja luoda omistaja-arvoa yritysostoilla omaa osakettaan käyttäen. Paperilla kauppojen omistaja-arvoa luova logiikka on hyvin selkeä, mutta luonnollisesti kauppojen onnistumiseen sisältyy myös riskejä. Käsityksemme mukaan pienien listaamattomien tilitoimistojen arvostuskertoimet ovat tyypillisesti todella alhaisia. Aallon Groupin omat kertoimet listayhtiönä olisivat selkeästi tämän tason yläpuolella ja osakevaihdoilla tehtävissä kaupoissa on tällöin selkeää potentiaalia luoda arvoa, kun matalilla kertoimilla ostettu yhtiö arvostetaan kaupan jälkeen pörssissä Aallon Groupin kertoimilla.

Strategia 3/3

Matalalla arvostustasolla toteutetuissa kaupoissa myös riski ylihinnan maksamisesta on pienempi. Osakevaihdolla toteutettavat kaupat mahdollistavat kasvun myös hyvin nopeasti sopivien kohteiden löytyessä, sillä pääomaa kaupan toteuttamiseen ei juurikaan tarvita. Mielestämme lähtökohtaisesti kassavirtaposiitivisten palveluyhtiöiden yritysostoissa myös pienen velkavivun käyttö yritysostoihin on perusteltua, jos yrityskauppoja päädytään toteuttamaan myös osittain rahalla.

Merkittävimmät riskit yrityskaupoissa liittyvät kohdeyhtiöiden integroimiseen osaksi Aallon Groupia. Integraatiosta voi syntyä odotuksia enemmän kuluja tai yrityskaupan yhteydessä voi ilmetä vaihtuvuutta henkilöstössä.

Näemme myös mahdollisen ”vapaamatkustamisen” riskinä tilanteessa, missä pieni tilitoimisto liittyy osaksi Aallon Groupia. Tämän pienen toimiston yrittäjän omistusosuus kokonaisuudesta jää pieneksi, jolloin kannustimet oman toiminnan kehittämiseen voivat jäädä pieneksi: valtaosa konsernin tuloksesta muodostuu muiden panoksesta ja yrittäjä pääsee kuitenkin nauttimaan tästä omistamiensa Aallon Groupin osakkeiden kautta. Aallon Groupilla on vahvat kontaktiverkostot tilitoimistoalalla, emmekä usko vapaamatkustamisen muodostuvan ongelmaksi ainakaan lähivuosina. Käsityksemme mukaan yhtiö pyrkii lähtökohtaisesti yhdistymään toimijoiden kanssa, jotka se jo tuntee ennalta.

Onnistuminen rekrytoinneissa keskeistä organisen kasvun kannalta

Osaavien työntekijöiden löytäminen ja sitouttaminen ovat tärkeässä roolissa Aallon Groupin tulevien vuosien organisen kasvun kannalta. Käsityksemme mukaan osaavien kirjanpitäjien rekrytointi on tällä hetkellä yksi suurimmista kasvun pullonkaloista toimialalla, ja merkittävä pullonkaula myös Aallon Groupille.

Henkilöstön rekrytointia, koulutusta ja osaamisen kehittämistä varten yhtiö on kehittänyt Aallon Akatemian. Yksi yhtiön tärkeimmistä rekrytointikanavista onkin Aallon Akatemian kautta toteutettu yhteistyö ammattikorkeakoulujen kanssa, jolla yhtiö pyrkii turvaamaan henkilöstön saatavuuden. Tulevina vuosina, kun yhä enemmän kirjanpitäjien aikaa vapautuu digitalisaation myötä konsultatiivisempiin tehtäviin, korostuu henkilöstön osaaminen entistä enemmän.

Osingonjakopolitiikka

Aallon Groupin tavoitteena on jakaa vähintään 50 % osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina omistajille. Voitonjakoa kuitenkin arvioidaan luonnollisesti vuosittain, ettei se vaaranna yhtiön strategiassa asetettuja kasvutavoitteita. Yhtiön liiketoiminta luo vakaata kassavirtaa ja yritysostot on tarkoitus toteuttaa pääosin omaa osaketta käyttäen, joten mielestämme yhtiöllä on hyvät edellytykset listautumisen onnistuessa toteuttaa osinkopolitiikkaansa.

Yritysostrategia ja taloudelliset tavoitteet

Aallon Groupin yritysstrategia tiivistettynä



Inderesin näkemys logiikasta yrityskauppojen omistaja-arvon luonnin taustalla



Taloudelliset tavoitteet

- Tilitoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeampi orgaaninen kasvu, jota vauhditetaan yritysostoin
- Keskipitkällä aikavälillä keskimäärin 15-20 %:n liikevaihdon vuosittainen kasvu
- Keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökate-% (2018 EBITDA: 16,4 %)
- Vähintään 50 %:n osingonjakosuhte

Historiallinen kehitys

Tasaista ja kannattavaa kasvua

Aallon Group -konsernin muodostavat yhtiöt ovat historiassaan kasvaneet vakaasti ja tilitoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeammin. Aallon Groupin pro forma -liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7,8 % vuodessa vuosien 2014-2018* välillä. Vuonna 2018 liikevaihto kasvoi 6,7 % 15,4 MEUR:oon. Kasvun ajureina ovat toimineet sekä uudet asiakkuudet että hinnankorotukset.

Kannattavuuden osalta konsernin pro forma -luvut on laskettu vain vuosille 2017-2018. Aallon Groupin kannattavuus on hyvällä tasolla ja tilitoimistoliiketoiminnan vakaasta luonteesta johtuen kannattavuus on mielestämme tukevalla pohjalla. Yhtiön vuoden 2018 käyttökate oli 2,5 MEUR (2017: 2,1 MEUR), mikä vastaa 16,4 %:n käyttökatemarginaalia (2017: 14,7 %). Liikevoitto oli vuonna 2018 2,1 MEUR eli 13,6 % liikevaihdosta (2017: 1,7 MEUR ja 11,7 %). Kannattavuuden positiivista kehittymistä selittää liikevaihdon kasvun lisäksi yhtiön toiminnan tehostuminen, mistä kertoo vuosittain kasvanut liikevaihto/työntekijä -tunnusluku.

Kustannusrakenne

Aallon Groupin kulurakenne koostuu palveluyhtiölle tyypillisesti valtaosin henkilöstökuluista, joten kulurakenne on ainakin lyhyellä aikavälillä melko kiinteä.

Henkilöstökulut olivat viime vuonna 9,6 MEUR eli noin 62,2 % liikevaihdosta (2017: 61,6 %). Henkilöstökulujen suhteellinen osuus kasvoi yhtiön listautumisvalmistelujen, myynnin ja markkinoinnin rekrytointien sekä Aallon

Akatemian kehittämisen vuoksi. Lisäksi henkilöstökuluihin sisältyi liiketoiminnan muihin tuottoihin liittyvää projektilaskutuksen henkilöstökulua 0,3 MEUR. Tästä oikaistuna henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta olisi laskenut viime vuonna. Yhtiön teknologiakehitykseen liittyvät henkilöstökulut näkyvät suoraan tuloslaskelmassa, sillä yhtiö ei ole aktivoinut kehittämistyötä taseeseen. Henkilöstökulut ovat pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan parhaiten skaalautuva kuluerä, kun digitalisaatio tehostaa kirjanpitäjien työprosesseja.

Materiaalit ja palvelut -erä koostuu pääosin ohjelmistokuluista ja muista asiakkailta veloittavista kuluista. Materiaalit ja palvelut olivat vuonna 2018 0,8 MEUR eli noin 5 % liikevaihdosta. Odotamme kuluerän kasvavan lähivuosina liikevaihdon kasvun mukana.

Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2018 2,8 MEUR, mikä vastaa 18,3 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut kasvoivat vain 1,7 % vuodesta 2017 heijastellen yhtiön skaalaetuja. Liiketoiminnan muissa kuluissa on mielestämme edelleen lievää skaalautumispotentiaalia yhtiön kokoluokan kasvaessa.

Yhtiön poistot ovat olleet noin 0,4 MEUR vuosina 2017-2018. Pienet poistot heijastelevat matalaa pääoman sitoutumista liiketoimintaan, kun tarve käyttöomaisuudelle on pieni ja lisäksi teknologiakehityksen kustannuksia ei ole aktivoituna taseeseen. Valtaosa poistoista liittyy konserniliikearvon ja liikearvon poistoihin. Arvioimme nykyisen liiketoiminnan poistotason pysyvän matalana myös lähivuosina.

Tase ja rahoitusasema

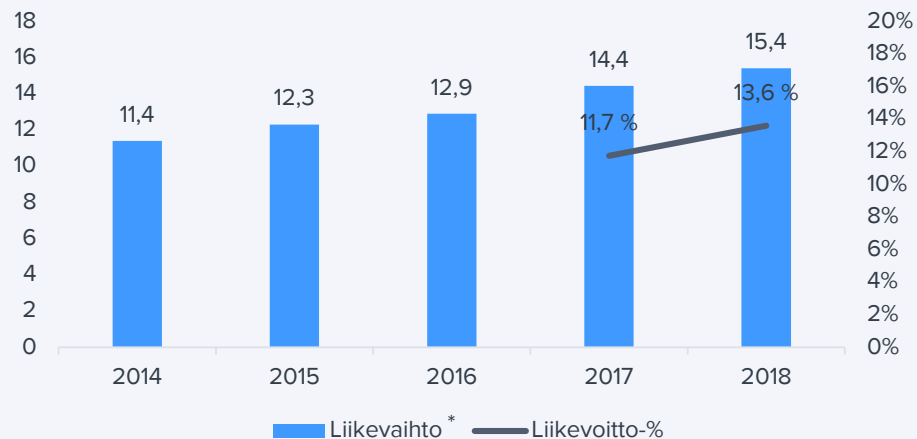
Aallon Groupin taserakenne on erittäin kevyt ja yksinkertainen. Vuoden 2018 lopun pro forma -taseen loppusumma oli 5,3 MEUR. Taseen varoista suurin osa muodostui 1,7 MEUR:n kassasta sekä 2,6 MEUR:n lyhytaikaisista saamisista. Aineellista omaisuutta oli 0,5 MEUR ja aineetonta omaisuutta niin ikään 0,5 MEUR. Aineeton omaisuus koostuu pääosin yhtiön aiemmin tekemistä pienistä yrityskaupoista sekä yhdistymisen myötä syntyneestä konserniliikearvosta. Taseen vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (1,8 MEUR) ja lyhytaikaisista korottomista veloista (3,5 MEUR).

Tasetta tarkastellessa on hyvä huomioida, että yhtiöllä oli 31.12.2018 lyhytaikaista saamista osakkailta noin 179 TEUR, joka on maksettu yhtiölle tilikauden päättymisen jälkeen. Lisäksi taseeseen sisältyy 346 TEUR osingonjakovelkaa ja 300 TEUR omien osakkeiden hankintaan liittyvää velkaa osakkeenomistajalle. Lisäksi Aallon Groupin tytäryritykset ovat tehneet 31.12.2018 päättäneiden tilikausien tilinpäätösten perusteella osingonjakopäätöksiä, joiden mukaisesti tytäryritykset tulevat jakamaan osinkoa noin 1,25 MEUR. Nämä huomioiden listatutumisannissa mukaan tulevien omistajien näkökulmasta yhtiön kassa tulee koostumaan pääosin listautumisannista kerätyistä varoista ja alkuvuoden aikana liiketoiminnan tuottamista kassavaroista. Olemme huomioineet edellä mainitut asiat kassavirtalaskelmassamme sekä oikaisseet arvonmäärittämissä nettokassan.

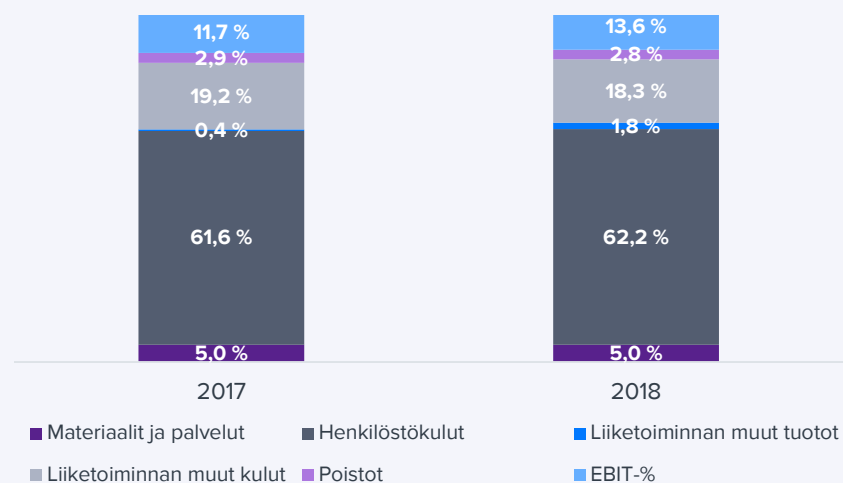
*Kalenterivuosien 2014-2016 osalta Aallon Group -konsernin yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto ja kalenterivuosien 2017-2018 osalta Aallon Group -konsernin pro forma -liikevaihto.

Historiallinen kehitys

Liikevaihto ja kannattavuus



Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)



Pro forma tase 31.12.2018 (MEUR)



Huomioita Aallon Groupin nettokassasta ennen listautumista uuden omistajan näkökulmasta:

	MEUR
Käteisvarat ja muut rahavarat	1,75
Lyhytaikainen saaminen omistajalta	0,18
Osingonjakovelka	-0,35
Muu velka osakkaalle	-0,30
Nettokassa	1,28
Tytäryhtiöiden osingonjakopäätökset	-1,25
Nettokassa uusien omistajien näkökulmasta	0,03
+ Alkuvuoden aikana liiketoiminnasta kertyneet rahavarat	

→ Listautumisen jälkeen kassa koostuu siis valtaosin annissa kerättävistä varoista

Ennusteet ja arvonmääritys 1/5

Ennusteiden lähtökohdat

Aallon Groupin keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu. Kasvutavoite koostuu toimialan keskimääräistä kasvua (arviomme mukaan noin 3-4 %) nopeammasta orgaanisesta kasvusta sekä yritysostojen tuomasta epäorgaanisesta kasvusta. Ennusteemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun, sillä tulevien yrityskauppojen mallintaminen on mahdotonta ilman näkyvyyttä kauppojen kokoluokkaan ja ehtoihin. Olemme kuitenkin lähes varmoja, että listautumisen onnistuessa yhtiö tulee jo tänä vuonna tekemään yrityskauppoja. Näin ollen yhtiön liikevaihto tulee todennäköisesti kasvamaan selvästi ennusteitamme nopeammin, mutta ennusteet päivittyvät vasta yritysostojen jälkeen. Orgaaniseen kasvuun pohjautuvat ennusteemme antavat kuitenkin hyvän pohjan nykyisen liiketoiminnan arvonmääritykseen.

Historiallinen hyvä orgaaninen kasvu ja lähes kokonaan jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liikevaihto antavat hyvin tukea ja näkyvyyttä tulevien vuosien kasvuennusteille. Oletamme uusasiakashankinnan toimivan pääasiassa orgaanisen kasvun ajurina ja vuosittaisten hinnankorotusten olevan ennustamamme palkkainflaation (2 %) tasolla. Käyttämällä Aallon Groupin nykyistä keskimääräistä vuosittaista asiakaskohtaista laskutusta (noin 5700 €), tarkoittaisi lähivuosien kasvuennusteisiimme yltäminen laskelmiemme mukaan karkeasti noin 150-170 uutta asiakasta vuosittain. Tämä on mielestämme realistinen taso.

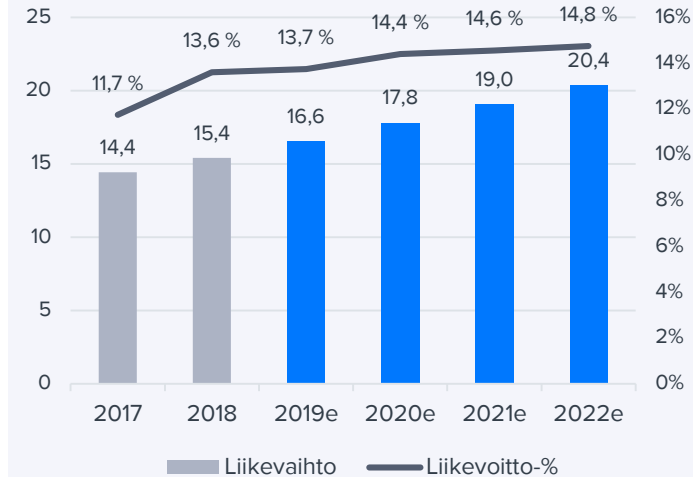
Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä kasvavaa käyttökatemarginaalia. Yhtiön kokoluokan myötä kasvavat skaalaedut ja digitalisaation ansiosta tehostuvat prosessit antavat mielestämme hyvät edellytykset kannattavuuden parantamiselle tulevana vuosina. Olemme ennusteissamme kuitenkin lähtökohtaisesti varovaisia ja odotamme vain erittäin maltillista kannattavuuden skaalautumista tulevana vuosina, sillä haluamme ensin näyttöjä Aallon Groupin uudelta muodostetulta organisaatorakenteelta skaalaeduista ja toiminnan tehostumisesta.

Ennusteemme eivät huomioi suunnitellun listautumisannin onnistumista, joten emme ole sisältäneet ennusteisiin annista kerättäviä varoja tai annin järjestämisestä aiheutuvia kertaluonteisia kustannuksia.

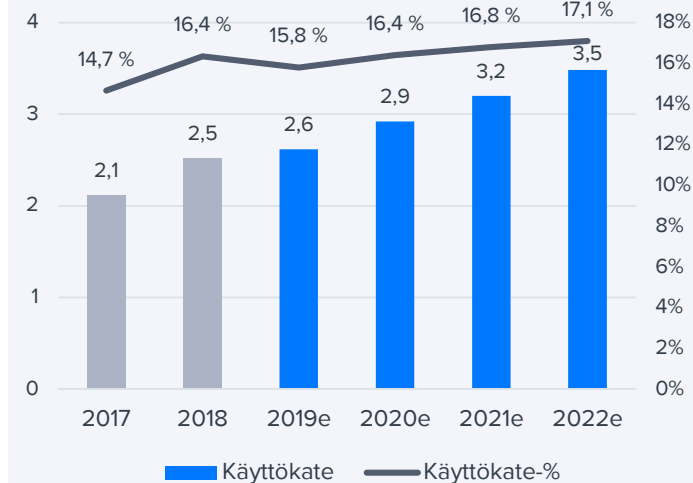
Vuoden 2019 ennusteet

Aallon Group ei ole antanut erillistä numeerista ohjeistusta vuodelle 2019, mutta yhtiö on kertonut panostavansa tänä vuonna konserniorganisaation rakentamiseen, minkä vuoksi odotamme yhtiön käyttökate-%:n hieman heikkenevän vuoden 2018 tasolta. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 7,5 % yhteensä 16,6 MEUR:oon ja käyttökateen olevan 2,6 MEUR (marginaali 15,8 %) vuonna 2019. Odotamme poistotason hieman laskevan vuodesta 2018 ja siten liikevoittomarginaalin pysyvän vakaana 13,7 %:ssa. Nollatason rahoituskuluilla ja 20 %:n veroasteella nettotulos kasvaa ennusteissamme maltillisesti 1,8 MEUR:oon (2017: 1,7 MEUR).

Liikevaihto ja liikevoitto-%*



Käyttökate ja käyttökate-%*



Ennusteet ja arvonmääritys 2/5

Vuosien 2020-2022 ennusteet

Vuonna 2020 odotamme liikevaihdon jatkavan 7,5 %:n kasvu-uralla ja vuosina 2021-2022 ennustamme liikevaihdon kasvavan 7 %:n vuosivauhtia. Käyttökatemarginaalin odotamme asteittain paranevan kasvun tuodessa lieviä skaalaetuja ja käyttökatemarginaali on ennusteessamme tällä jaksolla 16,4-17,1 %. Peilattuna vuoden 2018 käyttökatemarginaaliin (16,4 %), emme odota merkittävää skaalautuvuutta kannattavuuteen tulevina vuosina, vaikka näkemyksemme mukaan yhtiöllä on edellytyksiä myös ennustettamme parempaan kannattavuuskehitykseen. Tässä tärkeää on muun muassa yhtiön teknologiastrategian onnistuminen. Poistojen odotamme olevan 0,4-0,5 MEUR:n tasolla vuosina 2020-2022 ja näin ollen liikevoittomarginaali on ennusteessamme 14,4-14,8 % tasolla jaksolla.

Yhteenveto - vakaata tulokasvua tulevina vuosina

Kokonaisuudessaan odotamme Aallon Groupin jatkavan vakaata kasvu- ja kannattavuuskehitystä tulevina vuosina. Ennustamme yhtiön liikevoiton kasvavan keskimäärin 9,5 % vuosina 2019-2022. Tulokasvun merkittävin ajuri ennusteessamme on liikevaihdon kasvu (2019-2022 CAGR 7,2 %) ja odotamme vain hyvin maltillista marginaaliparannusta, mikä on mielestämme konservatiivista huomioiden uusi kokonaisuus.

Marginaaliparannus ennusteessamme tulee henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen kautta, joiden suhteellisen osuuden odotamme laskevan hyvin maltillisesti suhteessa

liikevaihtoon tulevina vuosina. Materiaalien ja palveluiden osuuden odotamme pysyvän 5 %:ssa suhteessa liikevaihtoon.

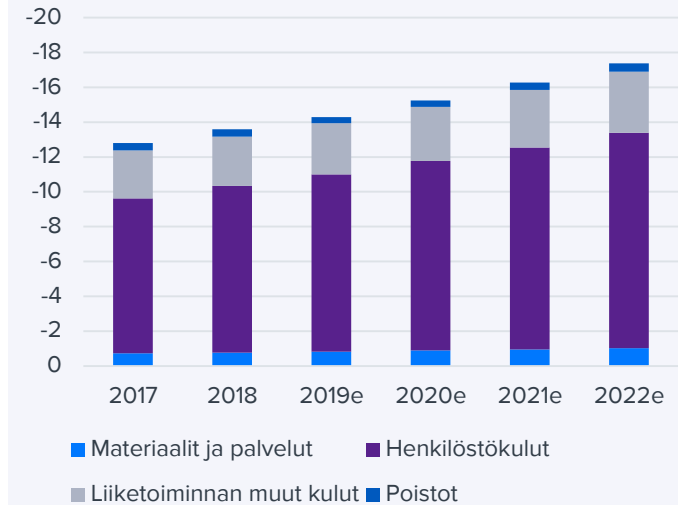
Pitkän aikavälin oletukset DCF-laskelmassa

Kassavirtamallia varten laadituissa pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme vuosina 2023-2027 liikevaihdon kasvuvauhdin tasaantuvan asteittain vuoden 2023 6 %:sta 3 %:iin vuoteen 2027 mennessä. Vuodesta 2028 eteenpäin odotamme ikuisuuskasvun olevan 2 %. Kannattavuuden osalta olemme pitkän aikavälin ennusteissa varovaisia emmekä odota kannattavuudessa skaalautumista. Ennustamme EBIT-%:n olevan 14,5 % vuonna 2023 ja laskevan tästä asteittain 12 %:iin vuoteen 2027 mennessä, mikä on myös kannattavuuden osalta ikuisuusoletuksemme. Mielestämme yhtiöllä on edellytyksiä selvästi ennusteitamme vahvempaan kannattavuuskehitykseen pitkällä aikavälillä yhtiön strategian edetessä. Haluamme tässä vaiheessa kuitenkin jättää ennusteisiimme turvamarginaalia, sillä yhdistyneen Aallon Groupin toiminnasta ei ole vielä tässä vaiheessa käytännön näyttöjä.

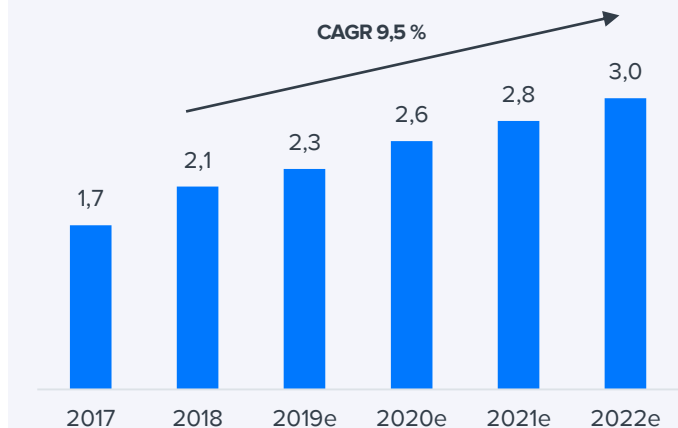
Osinkoennusteet

Aallon Groupin tavoitteena on vähintään 50 %:n osingonjakosuhte. Osinkoennusteemme noudattavat yhtiön voitonjakopolitiikkaa ja ennustamme 50 %:n vuotuista voitonjakoa. Osinkotuotto nousee ennusteillamme 5-6 %:n tasolle ja osingon rooli yhtiön sijoitusprofiilissa on kohtuullisen merkittävä.

Kulurakenne (MEUR)*



Liikevoitto (MEUR)*



Lähde: Inderes *2017-2018 pro forma -lukuja

Ennusteet yhteenveto

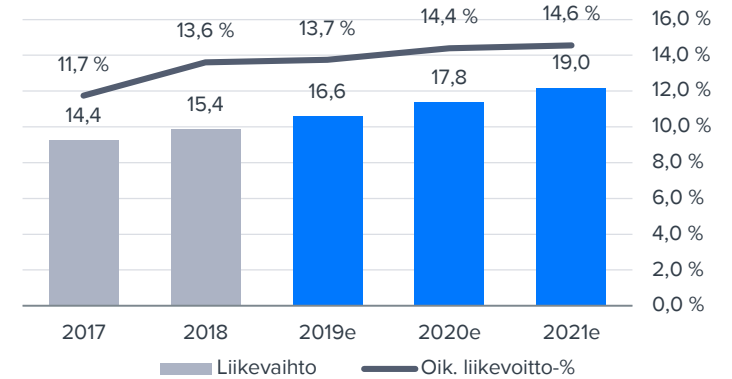
Pro forma -tuloslaskelma	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	14,4	15,4	16,6	17,8	19,0	20,4
Käyttökate	2,1	2,5	2,6	2,9	3,2	3,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,7	2,1	2,3	2,6	2,8	3,0
Liikevoitto	1,7	2,1	2,3	2,6	2,8	3,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	1,7	2,1	2,3	2,6	2,8	3,0
Verot	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,4	1,7	1,8	2,1	2,2	2,4

Tunnusluvut**	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	11,9 %	6,7 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		23,6 %	8,6 %	12,6 %	8,2 %	8,4 %
Käyttökate-%	14,6 %	16,4 %	15,8 %	16,4 %	16,8 %	17,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,7 %	13,6 %	13,7 %	14,4 %	14,6 %	14,8 %
Nettotulos-%	9,4 %	10,7 %	11,0 %	11,5 %	11,7 %	11,8 %

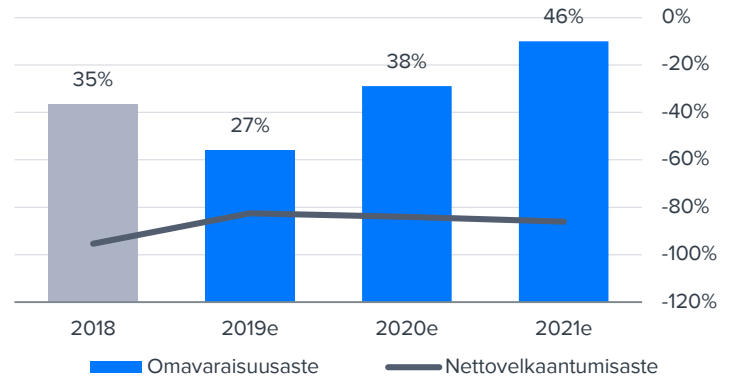
Lähde: Inderes

- Ennusteet pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun.
- Ennusteet eivät huomioi listautumisannista saatavia varoja tai siitä aiheutuvia kertaluonteisia kuluja.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys*



Taseen avainlukujen kehitys*



Ennusteet ja arvonmääritys 3/5

Arvostuksen perusteet

Arvonmäärityksemme pohjautuu Aallon Groupin nykyliiketoiminnan arvoon ja sen orgaaniseen kasvuun. Arvonmäärityksemme on laskettu yhtiön arvolla ennen osakeantia (pre-money).

Arvonmäärityksessä EV-pohjaisia kertoimia vuosille 2018-2019 laskettaessa on käytetty listautumishetken oikaistua nettokassaa, joka on hyvin lähellä nollaa. Siten arvonmäärityksessä yhtiön osakekannan arvo on käytännössä yhtä suuri kuin nettokassan huomioiva yritysarvo.

Mielestämme listautumishinnalla osakkeen lähivuosien tuotto-odotus on houkuttelevalla tasolla jo pelkän nykyliiketoiminnan kehityksen valossa. Tämän päälle sijoittaja saa mielestämme selvästi positiivisen yritysjärjestelyoption, jolle on kuitenkin vaikea määrittää tarkkaa arvoa. Yrityskauppojen onnistuessa kohtuullisella valuaatiolla, on Aallon Groupilla mahdollisuus luoda merkittävästi omistaja-arvoa.

Aallon Groupin liiketoiminta on hyvin defensiivistä, vakaata ja ennustettavaa, mikä tekee yhtiön riskiprofiilista matalan ja tukee osakkeen arvostusta. Yhtiön nykyliiketoiminnan tuloskasvunäkymä on vakaa, mutta ennustamamme orgaanisen tuloskasvun (2019-2022 CAGR 9,5 %) perusteella osakkeelle ei mielestämme kuitenkaan voi hyväksyä kovin korkeita arvostuskertoimia. Yhtiön pieni koko ja todennäköisesti ainakin aluksi osakkeen heikko likviditeetti painavat myös hyväksyttävää arvostustasoa. Lisäksi on hyvä huomioida, että yhtiön organisaatorakenne on vielä todistamaton ja sinänsä yhtiö on uusi, vaikka se on koottu perinteisistä tilitoimistoista.

Listautumishinnalla osakkeen arvostuskertoimet (2019e: EV/EBITDA 6,6x ja P/E 9,4x) ovat mielestämme houkuttelevalla tasolla ja näemme niissä nousuvaraa. Tämä yhdistettynä ennustamaamme tuloskasvuun ja lähivuosien noin 5-6 %:n osinkotuottoon tarjoaa mielestämme jo yli 15 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen lähivuosille. Tämän päälle sijoittaja saa aiemmin mainitsemamme yritysjärjestelyoption, jonka arvon näemme selvästi positiivisena.

Inderesin hyväksymä arvostustaso

Edellä mainitut tekijät huomioiden, mielestämme Aallon Groupille voitaisiin tällä hetkellä hyväksyä noin 11x-13x P/E-kerroin. Tämä vastaa noin 7,6x-9,1x EV/EBITDA-kerrointa vuoden 2019 käyttökate-ennusteellamme.

Näillä kertoimilla Aallon Groupin osakkeen arvohaarukaksi muodostuu noin 20,0-23,7 MEUR ennen listautumisantia. Arvohaarukka on melko kapea ja heijastelee mielestämme yhtiön liiketoiminnan vakaata luonnetta, jolloin arvonmäärityksen ennusteisiin liittyy vähemmän epävarmuutta ja lopputulos on enemmän kiinni yhtiölle hyväksyttävistä arvostuskertoimista.

Näkemyksemme Aallon Groupin osakekannan käyvästä arvosta ennen listautumisantia on 21 MEUR, mikä heijastelee noin 11,5x P/E-kerrointa ja 8,0x EV/EBITDA-kerrointa vuoden 2019 ennusteillamme. Mielestämme yhtiölle voitaisiin tulevaisuudessa hyväksyä tätä korkeammat arvostuskertoimet, jos yhtiön yritysostovetoisesta kasvustrategiasta sekä uuden organisaation toimivuudesta saadaan konkreettisia näyttöjä.

Arvonmäärityksen yhteenveto



Inderesin näkemys käyvästä arvosta ennen listautumisantia

Ennusteet ja arvonmääritys 4/5

Arvostuskertoimet listautumishinnalla

Listautumishinnan mukaisella 17 MEUR:n arvolla Aallon Groupin arvostuskertoimet näyttävät mielestämme houkuttelevilta, kun huomioidaan nykyliiketoiminnan vakaat tulokasvunäkymät sekä liiketoiminnan matala riskiprofiili.

Vuoden 2018 toteutuneella pro forma -tuloksella laskettuna yhtiön EV/EBITDA on 6,8x ja P/E 10,4x. Kertoimet näyttävät maltillisilta jo toteutuneella tuloksella, mikä antaa tukea yhtiön arvostukselle ja indikoi mielestämme listautumishinnan sisältävän erittäin maltillisia tulosodotuksia lähivuosille.

Ennusteillamme yhtiön vuosien 2019-2020 EV/EBITDA-kertoimet ovat 6,6x ja 5,3x ja vastaavat P/E-kertoimet 9,4x ja 8,4x. Kertoimet ovat matalia ja mielestämme yhtiölle voitaisiin hyväksyä näitä tasoja korkeammat kertoimet.

Nykyliiketoiminnan arvonmäärityksessä tuotto-odotus on mielestämme hyvä jo pelkän ennustamamme tulokasvun ja osinkotuoton kautta. Tämän lisäksi näemme arvostuskertoimissa nousuvaraa, mikä tekee tuotto-odotuksesta houkuttelevan suhteessa riskeihin.

Lähivuosien osinkotuotto nousee hyvälle tasolle

Listautumishinnalla lähivuosien osinkotuotot nousevat 5-6 %:n tasolle ennustamallamme 50 %:n osingonjakosuhteella. Osinkotuotto on hyvällä tasolla ja liiketoiminnan vakaasta luonteesta johtuen osingonmaksu on mielestämme tukevalla pohjalla. Osingon rooli

yhtiön sijoitusprofiilissa on kohtuullisen merkittävä sen tarjotessa hyvää pohjatuottoa.

DCF-kassavirtalaskelma

Aallon Groupin liiketoiminnan vakaan luonteen ansiosta kassavirtalaskelma on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä. Olemme käsitelleet DCF-laskelman pohjana olevat ennusteet aiemmin ennustekappaleessa sivulla 27. Mielestämme mallin oletukset ovat kokonaisuudessaan konservatiivisia, mikä antaa turvamarginaalia arvonmääritykseen. Kassavirtalaskelmamme velaton arvo Aallon Groupille on 21,9 MEUR, mikä vastaa myös osakekannan arvoa ennen listautumisaintia, kun huomioidaan nettokassaan tehtävät oikaisuerät. DCF-mallin antama arvo tukee näkemystämme yhtiön käyvästä arvosta.

Oman pääoman tuottovaatimus on DCF-mallissamme 11,3 %, mikä on myös pääoman keskimääräinen painotettu kustannus (WACC), sillä ennusteessamme yhtiöllä ei ole korollista velkaa. Mielestämme tuottovaatimus on yhtiön riskiprofiili huomioiden korkea, mutta yhtiön pieni koko ja oletettavasti heikko likviditeetti nostavat likviditeettipreemiota.

Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 42 %. Yhtiön arvosta siis jo 58 % muodostuu vuosien 2019-2028 ennusteperiodilla, joten yhtiön arvosta hyvin kohtuullinen osa nojaa pitkällä tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista.

Arvostuskertoimet listautumishinnalla

Arvostustaso	2018	2019e	2020e	2021e
Markkina-arvo	17	17	17	17
Yritysarvo (EV)*	17	17	16	14
P/E (oik.)	10,4	9,4	8,4	7,7
P/E	10,4	9,4	8,4	7,7
P/Kassavirta	8,2	10,3	9,1	8,1
P/B	9,4	20,4	8,6	5,4
P/S	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	6,8	6,6	5,3	4,5
EV/EBIT (oik.)	8,2	7,5	6,1	5,2
Osinko/tulos (%)	-	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	-	5,3 %	6,0 %	6,5 %

Lähde: Inderes

*Vuosien 2018-2019 yritysarvon laskennassa käytetty listautumishetken nettokassaa ~0,0 MEUR.

Ennusteet ja arvonmääritys 5/5

Verrokkianalyysi

Olemme muodostaneet Aallon Groupin verrokkiryhmän yhtiön lähimmästä tilitoimistoverrokista Talenomista sekä muista Helsingin pörssiin listatuista palveluyhtiöistä. Laadukkaan verrokkiryhmän koostaminen Aallon Groupille on haasteellista, sillä täysin vastaavalla liiketoimintamallilla toimivia yhtiöitä ei ole pörssiin listattuna. Tämän vuoksi arvonmäärityksemme ei ensisijaisesti nojaudu verrokkiryhtiöiden kertoiimiin. Verrokkiryhtiöiden kertomista saadaan kuitenkin suuntaa, miten Aallon Groupia voitaisiin pörssissä hinnoitella. Koko verrokkiryhmä löytyy sivun 33 taulukosta.

Verrokkiryhmämme koostuu Talenomien lisäksi digitalisaatiota hyödyntävästä lakitoimisto Fondiasta, josta on löydettävissä samoja elementtejä kuin Aallon Groupista (defensiivinen markkina, samanlainen kannattavuusprofiili ja osittain digitalisaation myötä skaalautuva liiketoimintamalli). Kokoluokkansa ja yritysostostrategian pohjalta Aallon Groupilla on jonkin verran yhteistä myös markkinoinnin palvelutoimisto Avidlyn kanssa. Lisäksi Aallon Groupin arvostusta voi mielestämme verrata Helsingin pörssin IT-palveluyhtiöihin, kuten Siiliin, Solteqtiin, Vincitiin, Digiaan ja Goforeen. Näiden yhtiöiden sijoitusprofiili voi olla suhteellisen lähellä Aallon Groupia, mutta muuten yhtiöillä on erittäin rajallisesti yhteisiä asioita. Tämän takia verrokkiryhmään on syytä suhtautua varauksella.

Aallon Groupin lähimmän tilitoimistoverrokki Talenomien P/E-kerroin vuodelle 2019 on noin

24x, mikä on lähellä yhtiölle hyväksymämme haarukan ylälaitaa. Mielestämme Talenomille on perusteltua hyväksyä huomattavasti korkeammat kertoimet, koska yhtiön tuloskasvu on ollut viime vuosina vahvaa ja tänä vuonna odotamme tuloksen kasvavan yli 25 %. Myös lähivuosien tuloskasvunäkymä on mielestämme erittäin vahva Talenomien selkeän kilpailuedun ansiosta. Aallon Groupin orgaanisen tuloskasvun odotamme olevan lähivuosina noin 9-10 %, mutta yhtiöllä on potentiaalia kiihdyttää tuloskasvua tulevaisuudessa onnistuneilla yritysostoilla.

Aallon Groupin verrokkiryhtiöiden kertoiimiin pohjautuvassa arvonmäärityksessä (taulukko oikealla) olemme soveltaneet verrokkiryhtiöiden vuosien 2019-2020 EV/EBIT-, EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia Aallon Groupin vastaaviin tulosennusteisiimme. Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat 12x ja 10x. Vastaavat P/E-kertoimet ovat 15x ja 12x ja EV/EBITDA-kertoimet 9x ja 7x. Olemme soveltaneet arvonmäärityksessä 15 %:n alennusta verrokkiryhmän kertoiimiin heijastellen Aallon Groupin pienempää kokoluokkaa. Mielestämme parhaiten vertailukelpoiset tunnusluvut vertailuryhmän ja Aallon Groupin välillä ovat P/E ja EV/EBIT, sillä vertailuryhmän poistotasoissa on suuria eroja, mikä heijastuu EV/EBITDA-kertoimeen.

Jokaisen tuloskertomien osalta olemme laskeneet vuosien 2019-2020 lopputuloksista keskiarvon, josta saadaan Aallon Groupin osakekannan arvohaarukaksi noin 19-22 MEUR.

Verrokkien kertoiimiin pohjautuva arvonmääritys

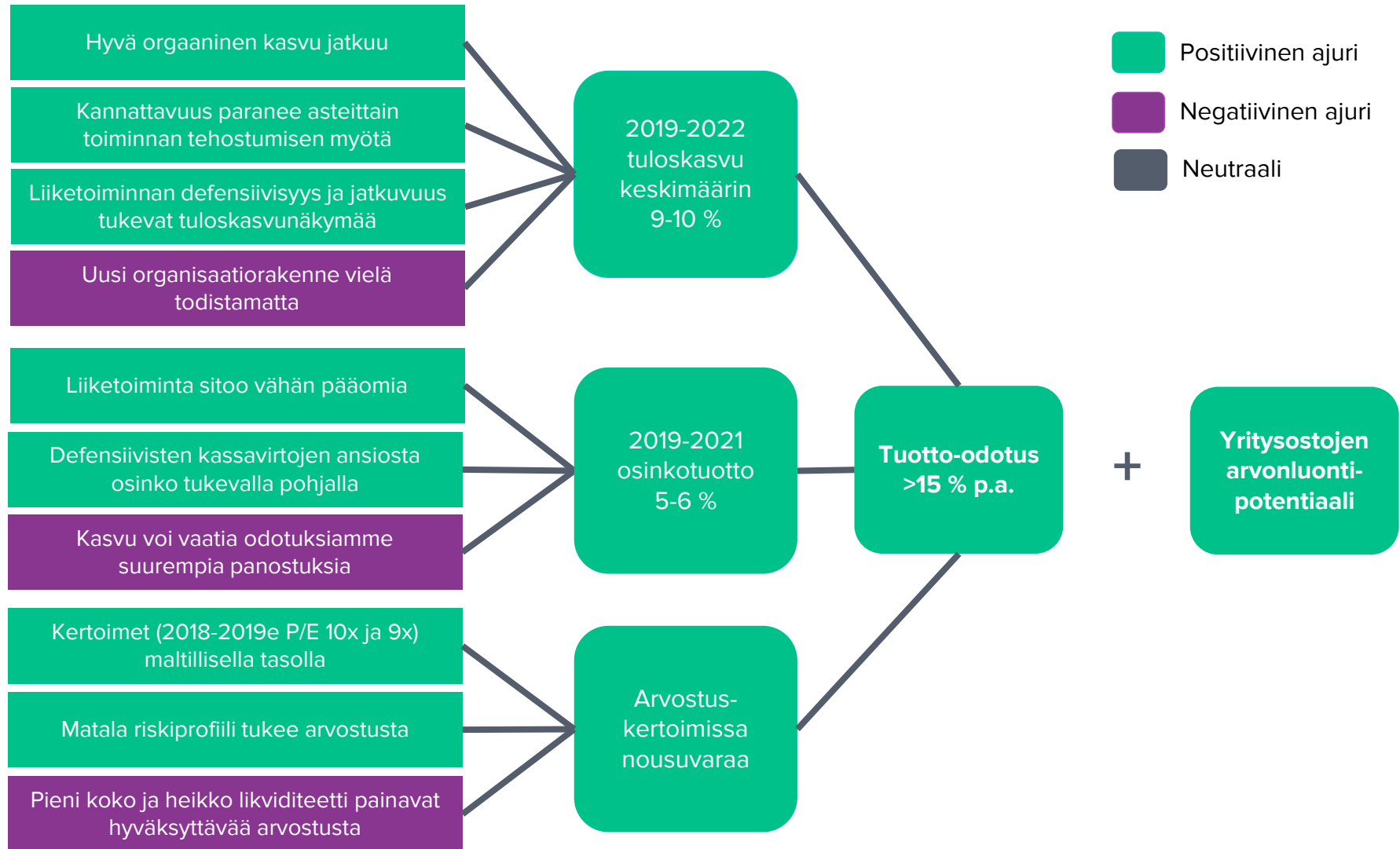
	2019e	2020e	
EBIT	2,3	2,6	
EV/EBIT (verrokkit)*	10,0x	8,3x	
Yritysarvo	22,9	21,2	
+Oikaistu nettokassa	0,0	0,0	Keskiarvo
Osakekannan arvo	22,9	21,2	22,1

	2019e	2020e	
EBITDA	2,6	2,9	
EV/EBITDA (verrokkit)*	8,0x	5,8x	
Yritysarvo	20,9	16,8	
+Oikaistu nettokassa	0,0	0,0	Keskiarvo
Osakekannan arvo	20,9	16,9	18,9

	2019e	2020e	
Nettotulos	1,8	2,1	
P/E (verrokkit)*	12,8x	10,3x	Keskiarvo
Osakekannan arvo	23,3	21,2	22,3

*Verrokkien kertoiimiin sovellettu 15 %:n alennusta

Aallon Groupin osakkeen ajurit listautumishinnalla



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Talenom	191	209	19,0	16,7	11,6	9,9	24,0	20,0	2,5	3,0
Silli Solutions	61	59	11,7	8,4	7,3	5,9	12,9	10,0	3,9	5,5
Solteq	27	48	11,9	9,5	5,3	5,3	15,8	11,8	2,1	2,8
Fondia	47	41	13,8	13,8	13,8	10,3	18,1	15,7	2,6	3,7
Vincit	74	70	11,6	9,9	9,9	8,7	14,8	12,7	2,9	3,5
Digia	71	84	9,3	7,6	7,3	6,2	10,6	8,7	3,6	4,7
Avidly	14	12	12,3	12,3	12,3	6,1	14,3	10,7	2,4	3,7
Gofore	100	88	11,0	9,3	8,8	7,4	15,3	12,5	3,1	3,6
Aallon Group (Inderes)	17	17	7,5	6,1	6,6	5,3	9,4	8,4	5,3	6,0
Keskiarvo			12,6	10,9	9,5	7,5	15,7	12,8	2,9	3,8
Mediaani			11,8	9,7	9,4	6,8	15,0	12,2	2,8	3,7
Erotus-% vrt. mediaani			-36 %	-38 %	-30 %	-21 %	-37 %	-31 %	92 %	63 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-kassavirtalaskelma

DCF-laskelma	2018*	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	2,1	2,3	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	
- Maksetut verot	0,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,5	2,1	2,4	2,7	3,0	3,0	3,1	3,2	3,2	3,0	3,1	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,1	1,7	1,9	2,1	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	
+/- 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	2,1	1,7	1,9	2,1	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	25,9
Diskontattu vapaa kassavirta		1,5	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8	9,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		21,9	20,4	18,8	17,2	15,7	14,3	13,1	11,9	10,8	9,9	9,1
Velaton arvo DCF		21,9										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		1,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus **		-1,7										
Oman pääoman arvo DCF		21,9										

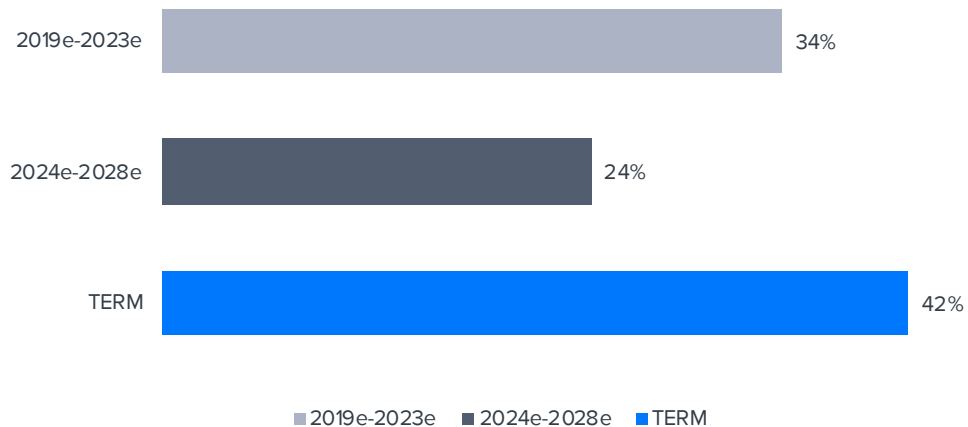
Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,3 %

Lähde: Inderes

*Pro forma, ** Huomio kaikki sivulla 25 läpikäytyt nettokassan oikaisuerät

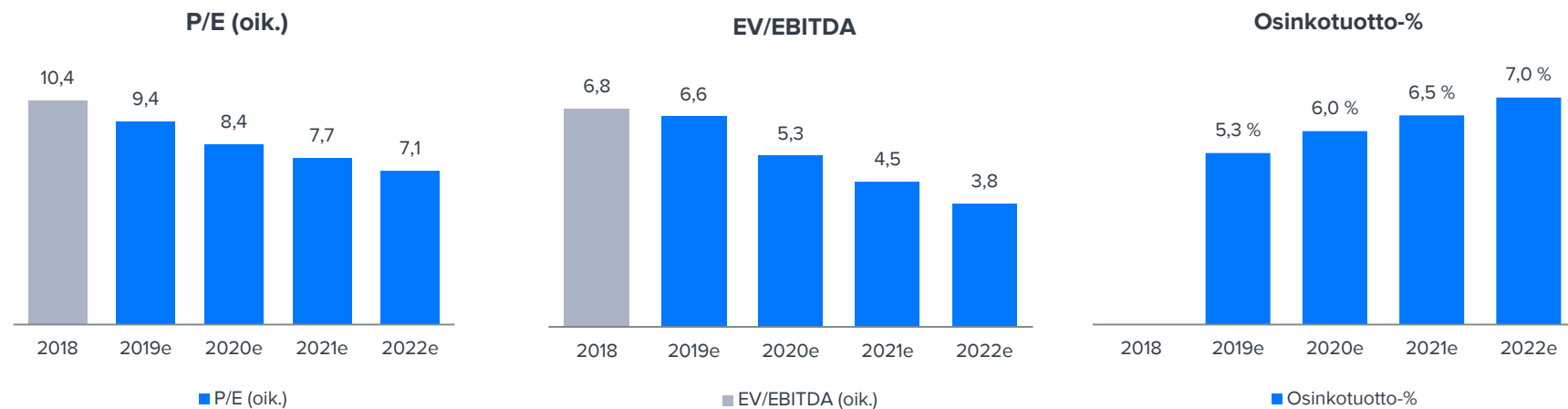
Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvostus yhteenveto listautumishinnalla

Arvostustaso	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Markkina-arvo	17	17	17	17	17
Yritysarvo (EV)*	17	17	16	14	13
P/E (oik.)	10,4	9,4	8,4	7,7	7,1
P/E	10,4	9,4	8,4	7,7	7,1
P/Kassavirta	8,2	10,3	9,1	8,1	7,6
P/B	9,4	20,4	8,6	5,4	3,8
P/S	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,8	6,6	5,3	4,5	3,8
EV/EBIT (oik.)	8,2	7,5	6,1	5,2	4,4
Osinko/tulos (%)		50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%		5,3 %	6,0 %	6,5 %	7,0 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes, *Vuosien 2018-2019 yritysaron laskennassa käytetty listautumishetken nettokassaa ~0,0 MEUR.

Tase

Vastaavaa	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	1,0	1,1	1,3	1,5
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,3	0,4	0,6
Käyttöomaisuus	0,5	0,5	0,6	0,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	4,3	4,0	5,3	6,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,6	2,9	3,2	3,4
Likvidit varat	1,7	1,1	2,1	3,2
Taseen loppusumma	5,3	5,2	6,6	8,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	1,8	1,4	2,5	3,7
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	-0,1	0,5	1,7	2,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,9	0,8	0,8	0,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,5	3,8	4,1	4,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,5	3,8	4,1	4,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	5,3	5,2	6,6	8,1

Omistajarakenne (ennen listautumisantia)

Osakkeenomistaja	Osakkeita	Omistusosuus
Oy Dirigo (Tapani Aalto)	852760	32,8 %
Sarkola, Miia	279378	10,7 %
Tribuni Holdings Oy	210903	8,1 %
Punkka, Heikki	177609	6,8 %
Salonen, Simo	176783	6,8 %
Lehtimäki, Reijo	142182	5,5 %
Lehtimäki, Merja-Liisa	71091	2,7 %
Lehtimäki, Hanna	71091	2,7 %
Lehtimäki, Elina	71091	2,7 %
Pienimäki, Tomi	65000	2,5 %
Pienimäki, Elina	65000	2,5 %
Salonen, Irmeli	63137	2,4 %
Laurila, Ukko	52515	2,0 %
Kuula, Sari	51236	2,0 %
Virtatilit Oy (Marko Kämppi)	40989	1,6 %
Muut	209235	8,0 %
Yhteensä	2600000	100 %

Vastuuvapauslauseke

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
------	-------

Lisää	5-15 %
-------	--------

Vähennä	-5-5 %
---------	--------

Myy	< -5 %
-----	--------

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analytiikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**