

Aallon Group

Laaja raportti

7/2020

Kasvustrategia siirtymässä kiihdytysvaiheeseen

Aallon Groupin vuosi 2019 oli kasvustrategian perustan rakentamisen aikaa ja listautuminen sekä organisaation vahvistaminen heikensivät yhtiön kannattavuutta. Tehtyjen panostusten ansiosta perusta kasvun kiihdyttämiseksi on nyt hyvä, vaikka koronavirus vaikeuttaa uusmyyntiä lyhyellä tähtäimellä. Viime vuonna yhtiö avasi pelin myös yritysostojen suhteen kahdella pienemmällä kaupalla ja ensimmäinen isompi askel nähtiin kesäkuussa 2020. Maltillisella arvostuksella tehdyt kaupat luovat näkemyksemme mukaan omistaja-arvoa, kunhan niiden tulosvaikutus alkaa realisoitua tämän ja ensi vuoden aikana. Viime aikojen kurssinousun ja lievien ennustelaskujen jälkeen osakkeen arvostus näyttää kuitenkin ensi vuoteen katsottaessa neutraalilta (oik. P/E 20x), ja puoltaa hengähdystaukoa ostojen suhteen. Toistammekin osakkeen 11,0 euron tavoitehinnan ja laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää).

Defensiivinen kasvuyhtiö

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy nykyisen tilitoimistoliiketoiminnan defensiivinen ja vakaa kasvu (2014-2019: CAGR 7,9 %), jonka päälle sijoittaja saa mielestämme positiivisen yritysjärjestelyoption. Yhtiön liikevaihdosta valtaosa on jatkuvaa, mikä heijastelee vakaata ja ennustettavaa liiketoimintaa pitkien asiakassuhteiden ansiosta. Liiketoiminta ei sido paljoa pääomaa, minkä ansiosta pääoman tuotto on hyvällä tasolla ja liiketoiminta tuottaa hyvin kassavirtaa. Uuden organisaation perustan rakennuksen jälkeen yhtiöllä on selkeää potentiaalia parantaa asteittain kannattavuuttaan (käyttökate 2018-2019: 16,4 % ja 11,1 %) yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa. Tämä antaa eväät vakaalle orgaaniselle tuloskasvulle tuleville vuosille, jota kiihdytetään yritysostoin. Yhtiön vahva ja velaton tase antaa selkänöjää kasvustrategian toteuttamiseen.

Tiltoimistoala on murroksessa, jota Aallon Group haluaa hyödyntää kasvamalla yritysostoin

Tiltoimistoala Suomessa on edelleen erittäin fragmentoitunut. Tiltoimistoja on yli 4100 (keskikoko 3 henkilöä) ja kahdeksan suurinta toimijaa pitävät hallussaan vain noin kolmasosaa 1,1 miljardin euron kokonaismarkkinasta. Kilpailu on ollut yleisesti paikallista ja henkilösuhdevetoista, mutta ala on murroksessa ja skaalaetujen merkitys kasvaa koko ajan. Tärkeimpiä muutosajureita ovat taloushallinnon voimakas sähköistyminen, digitalisaation myötä vahvistuva IT-järjestelmien ja ohjelmistojen merkitys, kirjanpitäjien rutiinitehtävien automatisointi, asiantuntija- ja lisäpalveluiden merkityksen kasvaminen sekä taloushallinnon ulkoistusten lisääntyminen yhä suuremmissa yhtiöissä. Aallon Group muodostettiin vastaamaan tähän käynnissä olevaan murrokseen ja se haluaa nyt itse aktiivisesti konsolidoida markkinaa. Kokoluokaltaan (markkinaosuus n. 1,5 %) Aallon Group asemoituu vielä haastajaksi isompia toimijoita vastaan, mutta yhtiön henkilöstölähtöinen ja asiakaskeskeinen tulokulma antavat mielestämme yhtiölle hyvät edellytykset kasvattaa markkinaosuuttaan sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti tulevina vuosina.

Lyhyellä tähtäimellä kireä arvostus puoltaa odottamaan parempia ostopaikkoja

Aallon Groupin arvostus on kuluvan vuoden kertoimilla (2020e oik. P/E 29x, EV/EBIT 21x) korkea ja ensi vuoteen katsottaessa melko neutraali (2021e P/E 20x, EV/EBIT 14x). Yhtiön korkea arvostusta tukee nykytilanteeseen hyvin sopiva defensiivinen sijoitusprofiili. Lyhyellä tähtäimellä koholla olevan arvostustason vuoksi onnistuneiden yritysostojen merkitys kuitenkin korostuu osakkeen arvoajurina ja turvamarginaali epäonnistumisten varalle on kaventunut. Yhtiön ensimmäiset kolme yritysostoa on nyt tehty maltillisin arvostuksin ja niiden tuoman tuloskasvun realisoituessa osakkeen tuotto-odotus on mielestämme edelleen kohtuullinen, mutta ei aivan riittävä riskeihin nähden.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Lisää)



11,0 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi: 11,2 EUR

Potentiaali: -1,8 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

"Tavoitteena kasvaa orgaanisesti tiltoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeammin. Lisäksi yhtiö hakee kasvua yritysostoista. Yhtiö tavoittelee keskipitkällä tarkastelujaksolla keskimäärin 15-20 %:n vuotuisia liikevaihdon kasvua ja kasvavaa käyttökateprosenttia."

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	16,7	18,9	21,1	22,5
kasvu-%	8,4 %	13,0 %	11,7 %	7,0 %
EBIT oik.	1,5	1,7	2,4	2,9
EBIT-% oik.	8,9 %	8,9 %	11,6 %	12,8 %
Nettotulos	1,0	1,1	1,7	2,0
EPS (oik.)	0,33	0,38	0,55	0,65

P/E (oik.)	31,8	29,2	20,2	17,2
P/B	4,5	4,5	4,1	3,7
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,8 %	2,5 %	2,7 %
EV/EBIT (oik.)	22,0	21,3	14,2	11,6
EV/EBITDA	17,8	17,4	11,9	9,9
EV/Liikevaihto	2,0	1,9	1,6	1,5

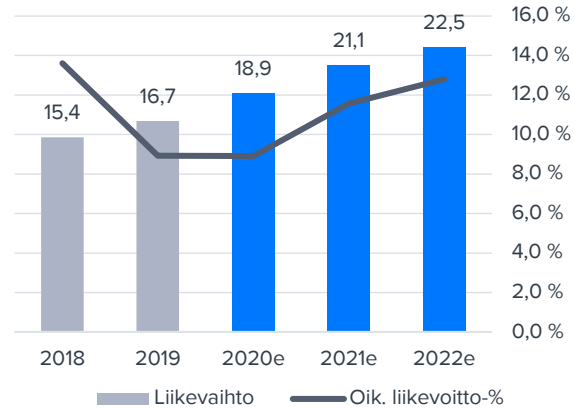
Lähde: Inderes

Osakekurssi



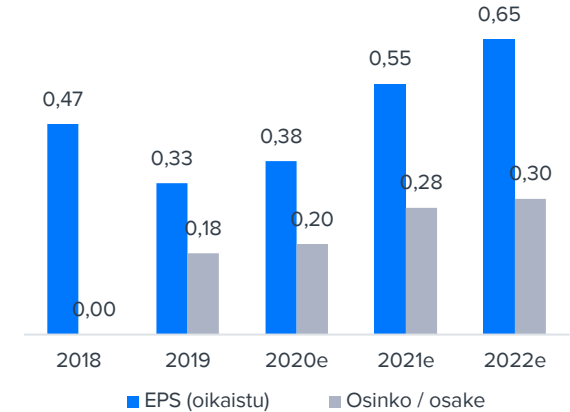
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%

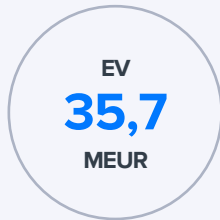


Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



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 ja uuden organisaatorakenteen toimivuuteen liittyy vielä riskejä
- Pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen
- Orgaaninen kasvu vaatii rekrytoinneissa onnistumista
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat

Arvostus

- Arvostuskertoimet näyttävät lyhyellä tähtäimellä kireiltä
- Liiketoiminnan defensiivisyys ja matala riskiprofiili tukevat arvostusta
- Arvioimme yritysostojen myötä kiihtyvän kasvun tukevan arvostusta
- Yhtiön pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti painavat hyväksyttävää arvostustasoa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Sijoitusprofiili	9-11
Toimiala	12-15
Strategia	16-20
Taloudellinen tilanne	21-22
Ennusteet ja arvonmääritys	23-28
Taulukot	29-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

Aallon Group lyhyesti

Aallon Group on alueellisista tilitoimistoista muodostettu konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluja Suomessa. Yhtiön tarkoituksena on tarjota suuren tilitoimiston osaaminen ja asiantuntemus paikallisella ja kasvullisella palvelulla.

2019

Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

16,7 MEUR (+8,4 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

+7,9 % 2014-2019*

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

1,8 MEUR (11,1 % lv:sta)

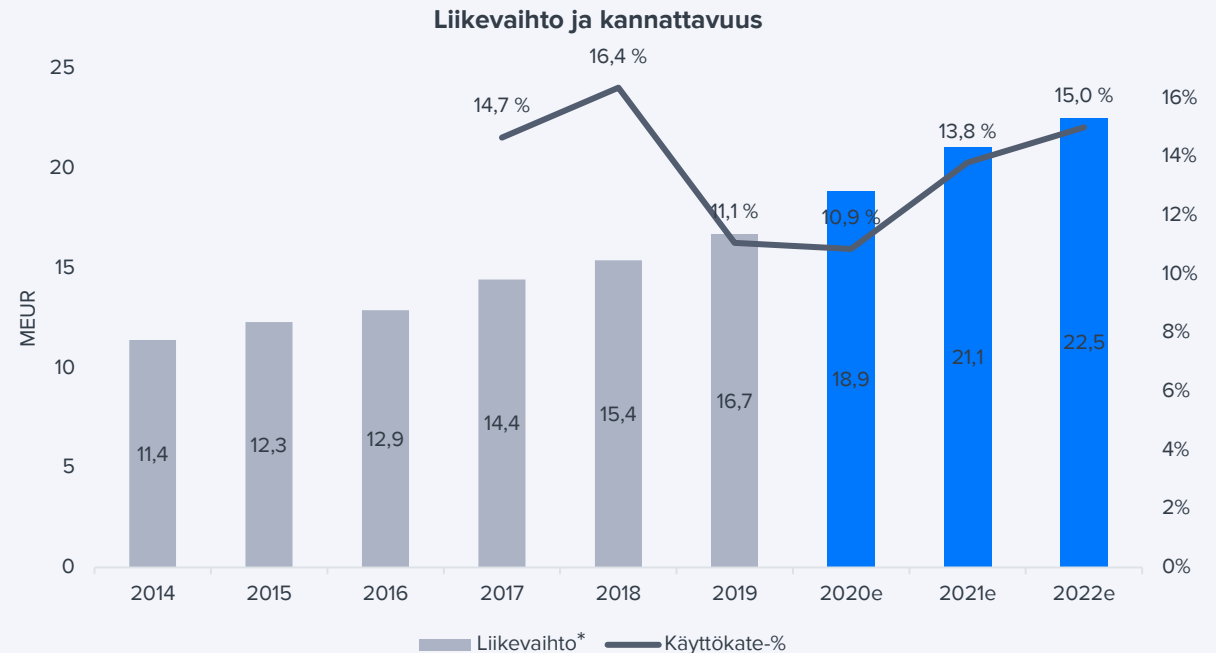
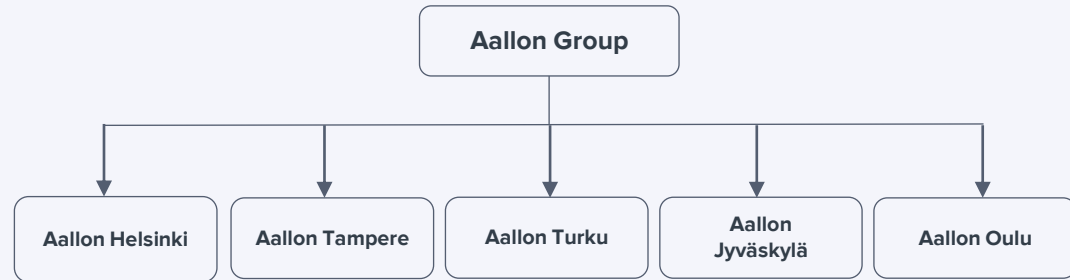
Käyttökate 2019

236

Henkilöstö 2019 lopussa

n. 3000

Asiakkaiden lukumäärä



Lähde: Aallon Group / Inderes

*Kalenterivuosien 2014-2016 osalta Aallon Group -konsernin yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto ja kalenterivuosien 2017-2019 osalta Aallon Group -konsernin pro forma -liikevaihto.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Uusi haastaja tilitoimistomarkkinalla

Aallon Group on alun perin kuudesta pitkäikäisestä ja paikallisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostettu konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita Suomessa. Tilitoimistoalan konsolidaatiokehityksen edetessä nämä kuusi 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. Yhtiö listautui First North -listalle huhtikuussa 2019.

Aallon Group haluaa itse aktiivisesti konsolidoida fragmentoitunutta tilitoimistomarkkinaa, mikä onnistuessaan mahdollistaa merkittävän omistaja-arvon luonnin. Ensimmäiset kaksi pientä yritysostoa yhtiö teki vuoden 2019 loppupuolella ja kesäkuussa 2020 yhtiö toteutti ensimmäisen astetta suuremman yrityskaupan. Listautumisen myötä yhtiöllä on mahdollisuus hyödyntää omaa osakettaan yrityskaupoissa.

Aallon Groupin vuoden 2019 pro forma -liikevaihto oli 16,7 MEUR ja käyttökate 1,8 MEUR (EBITDA-% 11,1 %). Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7,9 % vuosina 2014-2019*, mikä ylittää tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (n. 4 %) 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 liikevaihto oli viime vuonna lähes kokonaan jatkuva sopimuslaskutusta, mikä tekee yhdessä alalle tyypillisesti pitkien asiakassuhteiden ansiosta liiketoimintamallista hyvin defensiivisen ja ennustettavan. Aallon Groupissa työskenteli vuoden 2019 lopussa yhteensä 236 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 tavoitteena on laajentaa läsnäoloa Suomen suurimmissa kaupungeissa. Yhtiöllä ei ole erillistä myyjäverkostoa, vaan myyntityö hoidetaan paikallisesti eri toimipisteissä, missä avainhenkilöt hoitavat uusasiakashankintaa.

Aallon Groupilla on noin 3000 asiakasta, joista valtaosa on pk-yrityksiä. Asiakaskunta on hyvin hajautunut ja 10 suurinta asiakasta muodosti arviomme mukaan noin 10 % liikevaihdosta vuonna 2019. Keskimääräinen laskutus per asiakas oli viime vuonna noin 5600 euroa. Mielestämme laaja, hajautunut ja hyvin pysyvä asiakaskunta on Aallon Groupille selkeä vahvuus, mikä tuo näkyvyyttä ja jatkuvuutta liiketoimintaan. Yhtiön asiakaskeskeisyys on näkynyt myös hyvinä tuloksina yhtiön toteuttamissa asiakastytytyväisyyskyselyissä.



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 ja 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 >4100 tilitoimistoa), suurimpien toimijoiden osuus kasvaa
- Toimiala on ollut ja tulee arviomme mukaan olemaan jatkossakin erittäin defensiivinen

Lähde: Inderes

*Kalenterivuosien 2014-2016 osalta laskettu Aallon Group -konsernin yhtiöiden yhteenlasketun liikevaihdon perusteella ja kalenterivuosien 2017-2019 osalta Aallon Group -konsernin pro forma -liikevaihdon perusteella.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

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. 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.

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 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 yhtiön taustaprosessien kokonaisvaltainen digitalisointi ja tehostaminen. Omassa järjestelmäkehityksessä yhtiö keskittyy asiakasarvoa ja omaa kustannustehokkuutta tuottavien järjestelmien kehittämiseen ja itse kirjanpito ja palkanlaskenta hoidetaan valmishohjelmistoilla.

Liiketoiminnan digitalisointi ja kirjanpidon rutiinitöiden 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, joka oli tasaisessa nousussa vuodesta 2014 (68,6 TEUR) vuoteen 2018 (80,2 TEUR). Vuodelta 2019 yhtiö ei ole raportoinut vertailukelpoista lukua ja listautumisen myötä rakennettu konserniorganisaatio vaikeuttaa vertailua.

Yhtiön viime vuosi meni muutenkin kasvustrategian perustan rakentamisessa, kun yhtiö vahvisti organisaation lisäksi HR- ja toiminnanohjausjärjestelmiään sekä toteutti

brändiuudistuksen. Nyt perusta hyvän orgaanisen kasvun jatkamiselle on entistä vankempi ja arvioimme yhtiön kannattavuuden paranevan asteittain tulevina vuosina kasvun myötä saavutettavilla skaalaeduilla sekä digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa.

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 markkinapositiosta 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.

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

Suuren tilioimiston osaaminen ja asiantuntemus paikallisella ja kasvullisella palvelulla



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

Teknologiastrategia

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

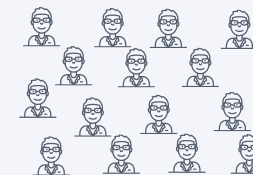
Kilpailu

Suuremmat tilioimistot Suomessa



TALENOM

~4100 pientä tilioimistoa



Asiakkaat

- Noin 3000 asiakasta
- Top10 asiakkaat noin 10 % liikevaihdosta
- Asiakaskunta hajautunut laajasti eri sektoreille
- Suurin osa pk-yrityksiä
- Asiakassuhteet toimialalla keskimäärin todella pitkiä

Kustannusrakenne (2019)

Henkilöstö 236 hlö.
Kulut yht. -15 m€



Henkilöstökulut
(66 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(5 %)

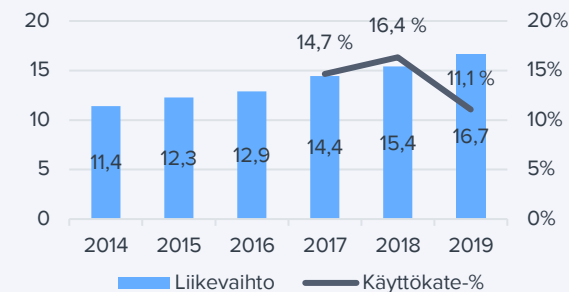


Liiketoiminnan muut kulut
(19 %)

Defensiiviset kassavirrat

- Suurin osa liikevaihdosta tulee tilioimistopalveluista
- Liikevaihto lähes kokonaan jatkuvaluonteista laskutusta

Tulovirrat Pro forma -liikevaihto 16,7 m€
Käyttökate 1,8 m€ (2019)



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 osittain osinkoyhtiöksi.

Aallon Groupin liikevaihdosta valtaosa on jatkuvaa, mikä heijastelee erittäin defensiivistä ja ennustettavaa liiketoimintaa pitkien asiakassuhteiden ansiosta. Yhtiön liiketoiminta ei sido paljoa pääomaa, minkä ansiosta pääoman tuotto on hyvällä tasolla ja liiketoiminta generoi hyvin kassavirtaa. Uuden organisaation perustan rakennuksen jälkeen yhtiöllä on selkeää potentiaalia parantaa asteittain kannattavuuttaan yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa. Tämä antaa eväät vakaalle organisaation tuloskasvulle tuleville vuosille.

Yhtiö tulee tilitoimistomarkkinan konsolidaatiopeliin uutena haastajana ja yhtiön yrittäjähenkisyyttä korostava tulokulma antaa kilpailuetua kilpailtaessa potentiaalista ostokohteista. Onnistuneilla yritysostoilla yhtiöllä on mahdollisuus kiihdyttää tuloskasvuun ja luoda merkittävästi omistaja-arvoa. Yhtiöllä on jo alustavat näytöt kahden pienemmän ja yhden suuremman tilitoimiston ostosta maltillisin arvostustasoin. Näkemyksemme mukaan

yrityskaupat luovat omistaja-arvoa, kunhan niiden tulosvaikutus alkaa realisoitua tämän ja ensi vuoden aikana. Kaiken kaikkiaan Aallon Groupin muodostavilla yhtiöillä on pitkä historia ja vahvat verkostot tilitoimistoalalla ja arvioimme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset tehdä onnistuneita yritysostoja tulevien vuosien aikana.

Riskiprofiili

Kokonaisuudessaan matala riskiprofiili

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

Uusi organisaatorakenne: Aallon Group on luotu yhdistämällä tilitoimistoja, eikä uutta organisaatorakennetta ole vielä todistettu toimivaksi. Yhtiön johtoryhmässä on nähty pörssitaipaleen alussa vaihtuvuutta, kun toimitusjohtaja ja kaksi aluejohtajaa ovat lähteneet. Vaihdotukset aiheuttavat aina kustannuksia ja syövät aikaa ja resursseja kasvuhankkeilta. Uuden toimitusjohtajan myötä organisaatiopaletti näyttäisi nyt olevan hyvin kasassa, mutta näyttöjä sen toimivuudesta saadaan vasta tulevien vuosien aikana.

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: Hyvän orgaanisen kasvun jatkaminen vaatii onnistumista uusien kirjanpitäjien rekrytoinneissa. Käsitksemme mukaan osaavien kirjanpitäjien rekrytointi on yksi suurimmista kasvun pullonkaloista toimialalla. Tilanne on Aallon Groupin mukaan kuitenkin helpottanut viime aikoina.

Kilpailutilanteen kiristymisen: Käsitksemme 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 häviäjänä pieniä paikallisia tilitoimistoja ja suuremmilla toimijoilla, kuten Aallon Groupilla, on hyvä positio toimialan murroksessa.

Arvostuskertoimien lasku: Aallon Groupin osakkeen lyhyellä tähtämellä kireältä näyttävä arvostus on kaventanut turvamarginaalia mahdollisten tulospettymysten varalta. Toisaalta korkea arvostus on nykyisten omistajien kannalta eduksi osakevaihdolla tehtävissä yrityskaupoissa, jolloin osakekannan diluutio jää pienemmäksi.

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, liikevaihto lähes kokonaan jatkuvaluonteista

5.

Matala pääoman tarve mahdollistaa korkean pääoman tuoton ja hyvän osingonmaksun

Lähde: Inderes

Potentiaali



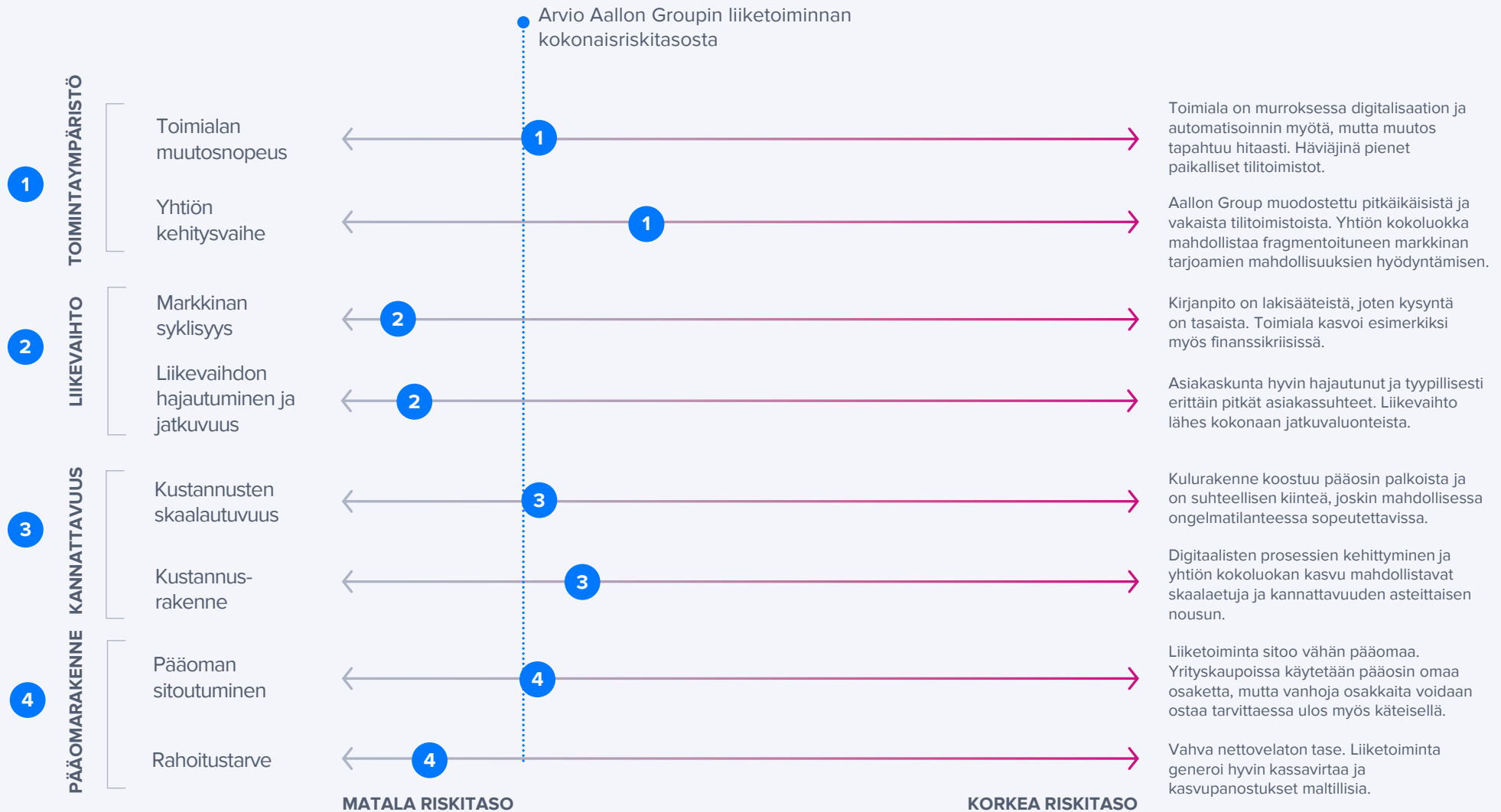
- Hyvän orgaanisen kasvun jatkuminen
- Yrityskauppojen onnistuessa mahdollisuus luoda merkittävästi omistaja-arvoa
- Yrittäjähenkisyyden korostaminen toimii kilpailuetuna yritysostokohteista kilpailtaessa
- Kannattavuus paranee asteittain yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien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

Riskit



- Aallon Group on luotu yhdistämällä tilitoimistoja, eikä uutta organisaatorakennetta ole vielä todistettu toimivaksi
- Pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Osakkeen lyhyellä tähtämellä kireältä näyttävä arvostus on kaventanut turvamarginaalia tulospettymysten varalta

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/3

Kasvava ja erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,1 miljardia euroa vuonna 2018. Tilitoimistojen asiakasyritysten kokoluokan perusteella markkina muodostuu valtaosin mikro- ja pienyrityksistä sekä jossain määrin keskiuurista yrityksistä. Keskiuurissa ja suurissa yrityksissä taloushallinto hoidetaan vielä pitkälti sisäisenä toimintona, mutta ulkoistrendi etenee asteittain. Jos nykyisten asiakkaiden itse tekemän taloushallinnon työn ja vielä ulkoistamattomien yritysten taloushallinnon työn arvo huomioitaisiin markkinan määrittelyssä, olisi markkinan koko huomattavasti nykyistä määritelmää suurempi.

Markkina on melko riippumaton makrotalouden sykleistä, mikä tekee siitä hyvin defensiivisen. Yrityksille on jo lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, minkä takia asiakaspysyvyys alalla on erittäin korkea. Defensiivisyydestä kertoo hyvin myös se, ettei toimialan liikevaihto laskenut edes finanssikriisin keskellä vuonna 2009. Koronakriisin vaikutukset toimialaan näyttävät myös jäävän suhteellisen pieneksi. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositionista toimialalla erittäin arvokkaan.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 5,1 % vuodessa 2001-2018 välisenä aikana. Vuosina 2012-2017 kasvu hidastui keskiarvosta, mutta vuonna 2018 kasvu kiihtyi peräti 10 %:iin. Pidämme tätä poikkeuksena ja arvioimme noin 3-4 %:n kasvun jatkuvan lähivuosina.

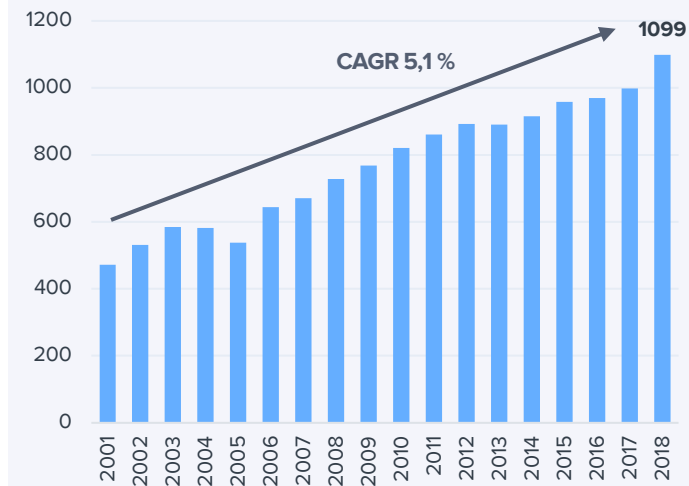
Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset, jotka ovat arviomme mukaan vastanneet noin puolesta markkinan 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 arviomme mukaan murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä selvästi.

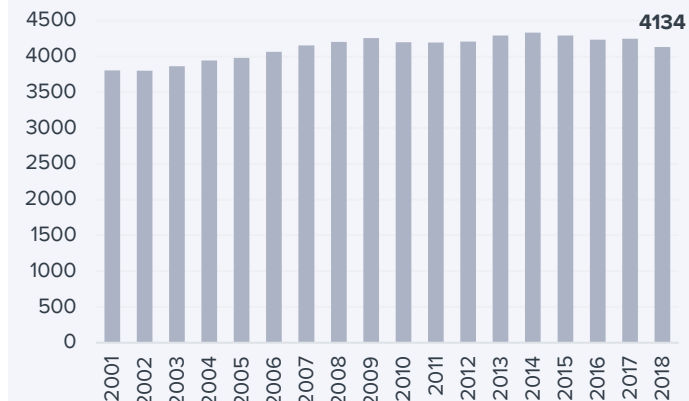
Toinen osa kasvussa on transaktiomäärien kasvu, joka korreloi taloudellisen aktiiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä, ja Suomen 2017-2018 piristynyt talouskasvu näyttääkin 2018 kasvulukujen perusteella heijastuneen toimialaan. Koronakriisin myötä Suomen talouskasvunäkymä on heikentynyt oleellisesti, joten tästä ajurista ei todennäköisesti ole lähivuosina luvassa vetoapua toimialan kasvulle.

Arviomme mukaan toimialan kasvuajuri tulee lähivuosina olemaan erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti. Toinen toimialan kasvua 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-, taluspäällikkö- ja HR-asiiantuntijapalveluiden osalta.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärän kehitys



Toimiala 2/3

Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jonka ajureina toimivat digitalisaatio, palveluntarjonnan ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, lainsäädännön muutokset ja yrittäjien eläköityminen. Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo vallitseva käytäntö, suuressa osassa tilitoimistoja paperitositteet ovat edelleen arkipäivää. Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn on edennyt viime vuosina laajalla rintamalla ja yleistyy vääjäämättä jatkossakin digitalisaation ajamana. Sähköistyminen tulee muuttamaan tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän arvoaan, mutta konsultin työtehtävät kasvattavat merkitystään. Tämä vapauttaa resursseja lisäarvopalvelujen tuottamiseen. On kuitenkin hyvä muistaa, että asiantuntevaa ja henkilökohtaista palvelua ei voi korvata automaatiolla. Asiakas/tilitoimisto-suhde voi perinteisesti muodostua hyvin läheiseksi, ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys. Toimialan pientä asiakasvaihtuvuutta 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

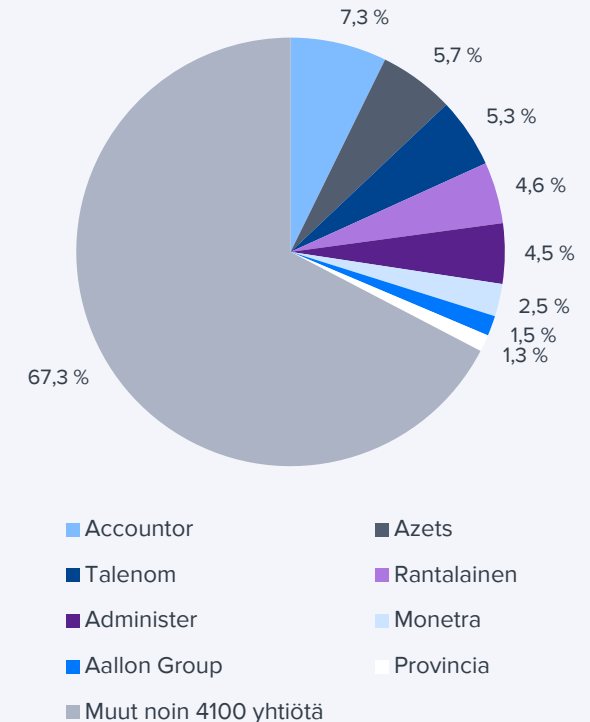
Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2018 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4134 yritystä (2017: 4249). Keskimääräisessä yrityksessä oli vain 3,0 työntekijää eli 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 yhä suuremman osuuden markkinasta keskittyvän suurille toimijoille.

Alan merkittävimpiä toimijoita ovat Accountor, Talenom, Rantalainen, Administer, Azets, Aallon Group sekä julkiseen sektoriin keskittyneet Monetra ja Provincia. Edellä mainitut yhtiöt ovat myös Aallon Groupin keskeisimpiä kilpailijoita Monetraa ja Provinciaa lukuun ottamatta. Aallon Group asemoituu liikevaihdon kokoluokaltaan (2019: 16,7 MEUR) markkinalla haastajaksi suurempia (50-80 MEUR) toimijoita vastaan.

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan alan kahdeksan suurinta toimijaa pitivät vuonna 2019 hallussaan vain noin 33 % markkinasta, joten valtaosa markkinasta on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Kaikilla yrityksillä ei ole resursseja vastata toimialan murroksen tuomiin haasteisiin, minkä takia arviomme toimialan konsolidaation kiihtyvän. Tilitoimistoyrittäjien eläköitymiset ovat myös yksi alan konsolidaatiota ajava tekijä.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista 2019 (%)



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätöstiedot ja kotisivut, Inderes

Toimiala 3/3

Lyhyellä tähtämellä myös Accountorin päätös lopettaa kirjanpito-ohjelmisto Tikonin elinkaari vuoden 2021 loppuun voi kiihdyttää yhdistymisiä, kun kaikilla pienillä toimistoilla ei välttämättä ole resursseja tai haluja siirtää uusiin ohjelmistoihin.

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

Toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta 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 muut suuremmat tilitoimistot kuten Aallon Group, Rantalainen,

Administer ja Azets, joilla kaikilla on myös omaa ohjelmistokehitystä.

Kilpailu toimialalla on (edelleen) varsin rajattua

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

Toimialan suurta toimijamäärää ylläpitääkin arviomme mukaan kilpailun puute tai sen alueellisuus. Suomalainen yritysasiakas on edelleen tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä kasvatusten, 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
- Yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, sillä kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille.
- Kilpailu on rauhallista ja alueellista ja panostukset uusasiakashankintaa ovat yleisesti alhaisia. 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 tulevina vuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan.
- Yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen tilitoimistoille tarjoaa toimialalle potentiaalisen kasvujurin
- 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



Haastajien yhteisiä tekijöitä:

- Toistaiseksi hyvin kilpailukykyisiä yhtiöitä
- Riittävä kokoluokka omaan kehitystyöhön
- Yritysosohalukkuus 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 4100 pienestä tilitoimistosta



Muutama selkeä voittaja

Kasvuhaluiset haastajat, joilla mahdollisuuksia kehittää myös omaa teknologiaa

Pienet ja paikalliset tilitoimistot

Skaalaetuja niillä, joilla on teknologista osaamista ja riittävä kokoluokka

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 Group tavoittelee tilitoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeampaa orgaanista kasvua, jota vauhditetaan yritysostoin. Yhtiön keskipitkän aikavälin taloudellisenä tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu ja kasvava käyttökate-%.

Yhtiön kasvustrategia vaatii onnistuneita yritysostoja, mihin fragmentoitunut toimiala ja Aallon Groupin yrittäjähenkilöiden tulokulma antavat mielestämme erittäin hyvät 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.

Yhtiön viime vuosi meni vielä pitkälti kasvustrategian perustan rakentamisessa, kun yhtiö vahvisti organisaation lisäksi HR- ja toiminnanohjausjärjestelmiään ja toteutti brändiuudistuksen. Nyt perusta hyvän orgaanisen kasvun jatkamiselle on entistä vankempi. Myös yritysostorintamalla yhtiö otti ensimmäiset pienet askeleet viime vuoden aikana ja kesäkuussa 2020 yhtiö kertoi ensimmäisestä hieman suuremman kokoluokan kaupasta, joita yhtiöltä

tullaan hyvin todennäköisesti näkemään lisää myös tulevaisuudessa.

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 lähtökohtana on, että asiakas käyttää Aallon Groupin asiakasportaalia, joka on integroitu taustajärjestelmiin eli kirjanpito- ja palkanlaskentajärjestelmiin.

Kirjanpito tehdään kaupallisten ohjelmistojen päälle

Kirjapidon ja palkanlaskennan taustajärjestelminä yhtiö käyttää kuhunkin tarkoitukseen parhaiten sopivia kaupallisia valmisohjelmia (esim. Fivaldi, Nova, Tikon), joiden päälle pystyy rakentamaan omia automatisoituja ratkaisuja. Yhtiöllä on esimerkiksi käytössä pankkitiliotteita kirjaava robotti.

Käyttämällä valmisohjelmistoja Aallon Group välttää suuret investoinnit, joita oman kirjanpito-

ohjelmiston kehittäminen vaatisi. Myös tulevien yrityskauppojen osalta tarve suurille IT-integraatioille on pieni, kun ostettu yritys voi jatkaa nykyisten taustajärjestelmiensä käyttämistä. Uusiasiakashankinnan kustannukset ovat myös huomattavasti pienemmät, kun asiakasta ei tarvitse integroida uuteen järjestelmään, vaan kirjanpito voidaan hoitaa asiakkaalla jo käytössä olevilla järjestelmillä.

Aallon 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 automatisoituihin ”tuotantolinjaan”. Tämä on mielestämme merkittävä ero yhtiöiden teknologiastrategioissa, mikä vaikuttaa myös muuhun kasvustrategiaan. Aallon Groupin teknologiastrategia on kuitenkin huomattavasti pääomakevyempi sekä vähärisempi 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.

Teknologiastategia

Aallon Groupin oma järjestelmäkehitys

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

Taustajärjestelmät valmisohjelmistona

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



Strategia 2/3

Yritysostrategia

Aallon Group tulee tilitoimistomarkkinan konsolidaatiopeliin mukaan pääomasijoittajataustaisista yhtiöistä poikkeavalla tulokulmalla. Yhtiö näkee kilpailuedukseen sen, että tilitoimistoyrittäjien on helpompi liittyä mukaan kaltaiseensa yrittäjähenkiseen yhtiöön kuin myydä yrityksensä esimerkiksi pääomasijoittajalle. Tämä ”pehmeämpi” lähestyminen 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 haluja lähteä enää jatkamaan toimintaa (esim. eläköityminen), jolloin nämä osakkaat voidaan tarvittaessa lunastaa ulos rahalla.

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 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. Tällöin myös pienempien toimistojen ostaminen ja yhdistäminen näihin isompiin kokonaisuuksiin on mahdollista. Yhtiön kaksi ensimmäistä pienempää yritysostoa (eControllers ja Avion) Helsingissä ovat esimerkkejä tämän tyyppisistä kaupoista, joissa ostetut tiimit käytännössä vain siirtyivät Aallon Helsingin alle jatkamaan olemassa olevien asiakkaidensa palvelua. Molempien ostettujen tilitoimistojen liikevaihto oli noin 0,5 MEUR ja kannattavuus erinomaisella yli 30 %:n tasolla. Käsityksemme mukaan näiden yritysten osalta yhdistyminen on tähän mennessä sujunut hyvin. Kesäkuussa 2020 yhtiö vahvisti asemiaan Turun alueella ja osti noin 1,9 MEUR:n liikevaihtoa ja 20 %:n käyttökatetta tekevän Tili-Koivu Oy:n ja sen tytäryhtiö Tilinova Oy:n. Organisatorisesti ostetut liiketoiminnat yhdistetään Aallon Turku Oy:n kanssa, ja muuten yhtiöt jatkavat toimintaansa kuten aiemminkin.

Yrityskauppojen synergiat ja skaalaedut

Kasvun lisäksi Aallon Group uskoo saavuttavansa yrityskaupoilla synergiahöytyä 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 pulaa osaavista kirjanpitäjistä. Työntekijöiden

näkökulmasta synergioita saadaan siinä, että henkilöstön työkuormaa voidaan tasata eri yksiköiden välillä ja parhaita työtapoja sekä osaamista voidaan jakaa kaikkien yksiköiden kesken, mikä tehostaa toimintaa.

Markkinoinnissa yhtenäinen Aallon-brändi luo paremmin tunnettuutta ja markkinointi voidaan tehdä keskitetympin. Uusiasiakashankinnassa 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

Aallon Groupilla on houkutteleva mahdollisuus kasvaa ja luoda arvoa yritysostoilla omaa osakettaan käyttäen. Paperilla kauppojen omistaja-arvoa luova logiikka on hyvin selkeä, mutta luonnollisesti kauppojen onnistumiseen sisältyy myös riskejä. Yhtiön ensimmäiset pienemmät yritysostot tehtiin matalalla tulos pohjaisella arvostuksella (EV/EBIT 3,1x ja 3,4x) ja valtaosa kauppahinnoista maksettiin yhtiön merkittävästi korkeammalle arvostetulla osakkeella. Myös suuremman Tili-Koivun osto toteutui maltillisella arvostuksella (EV/EBITDA 5,2x), mutta kauppa maksettiin kokonaan käteisellä.

Strategia 3/3

Kaupat luovat selvästi omistaja-arvoa, jos ostettujen tilitoimistojen hyvä kannattavuus säilyy ja niiden tekemää tulosta arvotetaan pörssissä jatkossa Aallon Groupin kertoimilla. Yritystojen tulosvaikutusta päästään tarkastelemaan ensimmäistä kertaa kunnolla ensi vuoden aikana. Yhtiön lyhyt historia nykyisellä rakenteella kohottaa vielä epävarmuutta tuloskasvun realisoitumisen suhteen.

Matalalla arvostustasolla toteutetuissa kaupoissa riski ylihinnan maksamisesta on pienempi, mikä antaa turvamarginaalia kohteiden integrointia ajatellen. Osakevaihdolla toteutettavat kaupat mahdollistavat kasvun myös hyvin nopeasti sopivien kohteiden löytyessä, sillä pääomaa kaupan toteuttamiseen ei juurikaan tarvita. Mielestämme lähtökohtaisesti kassavirtaposiitivien palveluyhtiöiden yritysostoissa myös velkavivun käyttö on perusteltua. Aallon Group solmikin heinäkuussa 5 MEUR:n luottolimiittisopimuksen, joka lisää yhtiön liikkumavaraa yritysostojen suhteen.

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

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 organisen kasvun kannalta. Käsityksemme mukaan osaavien kirjanpitäjien rekrytointi on yksi suurimmista kasvun pullonkaloista toimialalla, vaikkakin tilanne on Aallon Groupin mukaan helpottanut viimeisen vuoden aikana. Henkilöstön rekrytointia, koulutusta ja osaamisen kehittämistä varten yhtiö on kehittänyt Aallon Akatemian, jonka kautta toteutettu yhteistyö ammattikorkeakoulujen kanssa on tärkeä rekrytointikanava. Tulevina vuosina henkilöstön osaaminen korostuu entisestään, kun yhä enemmän kirjanpitäjien aikaa vapautuu digitalisaation myötä konsultatiivisempiin tehtäviin.

Osingonjakopoliittikka

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 toteuttaa osingopoliittikkaansa.

Aallon Groupin taloudelliset tavoitteet

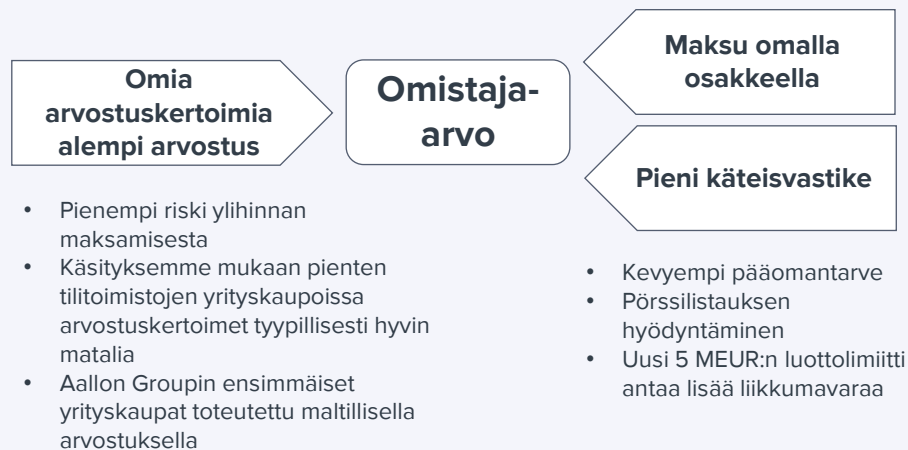
- Tilitoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeampi orgaaninen kasvu, jota vauhditetaan yritysostoin
- Keskipitkällä aikavälillä keskimäärin 15-20 %:n liikevaihdon vuosittainen kasvu
- Keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökate-% (EBITDA-% 2018-2019: 16,4 % ja 11,1 %)
- Vähintään 50 %:n osingonjakosuhte

Yritysostostrategia

Aallon Groupin yritysostostrategia tiivistettynä



Inderesin näkemys logiikasta yrityskauppojen omistaja-arvon luonnin taustalla



Aallon Groupin yrityskaupat

Ajankohta	Kohde	Liikevaihto (MEUR)	Kannattavuus	EV (MEUR)	EV/S	EV/EBIT	EV/EBITDA
9/2019	eControllers	0,50	EBIT 31 %	0,49	1,0	3,1	
11/2019	Avion Oy	0,50	EBIT 38 %	0,64	1,3	3,4	
6/2020	Tili-Koivu Oy	1,92	EBITDA 20 %	2,00	1,0		5,2

Taloudellinen tilanne

Vuosi 2019 oli kasvustrategian perustan rakentamisen aikaa

Aallon Groupin pro forma -liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7,9 % vuodessa vuosien 2014-2019 välillä. Vuonna 2019 liikevaihto kasvoi 8,4 % 16,7 MEUR:oon. Kasvun ajureina ovat toimineet sekä uudet asiakkuudet että hinnankorotukset.

Aallon Groupin kannattavuus oli vuosina 2017-2018 hyvällä tasolla (EBITDA-% 14,7-16,4 %). Kannattavuuden positiivista kehittymistä selittää liikevaihdon kasvun lisäksi yhtiön toiminnan tehostuminen, mistä kertoo vuosittain kasvanut liikevaihto/työntekijä -tunnusluku (2014: 68,6 TEUR, 2017: 77,1 TEUR, 2018: 80,2 TEUR).

Vuonna 2019 listautumiseen ja konserniorganisaation rakentamiseen liittyvät kulut painoivat käyttökatetta (EBITDA 11,1 %). Tilitoimistoliiketoiminnan vakaasta luonteesta johtuen yhtiön ”peruskannattavuus” on mielestämme tukevalla pohjalla ja arvioimme kannattavuuden asteittain nousevan tulevana vuosina takaisin kohti historiallisia tasoja. Kasvun myötä saavutettavien skaalaetujen ansiosta yhtiöllä on edellytyksiä myös historiallisia tasoja korkeampaan kannattavuuteen pitkällä aikavälillä.

Kustannusrakenne

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

Henkilöstökulut olivat viime vuonna 11,0 MEUR

eli noin 65,6 % liikevaihdosta (2018: 62,2 %). Henkilöstökulujen suhteellinen osuus kasvoi listautumisen, konserniorganisaation rakentamisen ja etupainotteisten rekrytointien vuoksi. Yhtiön teknologiakehitykseen liittyvät henkilöstökulut näkyvät suoraan tuloslaskelmassa, sillä yhtiö ei aktivoi kehitystyötään. 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 2019 0,8 MEUR eli noin 5 % liikevaihdosta. Odotamme kuluerän kasvavan lähivuosina liikevaihdon kasvun mukana.

Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2019 3,2 MEUR, mikä vastaa 19,1 % liikevaihdosta (2018: 18,3 %). Listautuminen ja panostukset yhteisiin tietojärjestelmiin kasvattivat kuluja viime vuonna. Liiketoiminnan muissa kuluissa on mielestämme jonkin verran skaalautumispotentiaalia yhtiön kokoluokan kasvaessa.

Yhtiön poistot ovat olleet noin 0,4 MEUR vuosina 2017-2019. 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. Yrityskauppojen myötä poistotasoa tulee nousemaan tulevana vuosina liikearvon poistojen kautta.

Tase ja rahoitusasema

Aallon Groupin taserakenne on erittäin yksinkertainen ja yhtiön rahoitusasema on listautumisessa kerättyjen rahavarojen ansiosta vahva. Vuoden 2019 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 74 % ja tase nettovelaton (gearing -68 %). Vahva tase yhdistettynä tilitoimistoliiketoiminnan vakaaseen kassavirran luontikykyyn mahdollistaa kasvupanostukset, yritysostot sekä hyvän osingonmaksukyvyn.

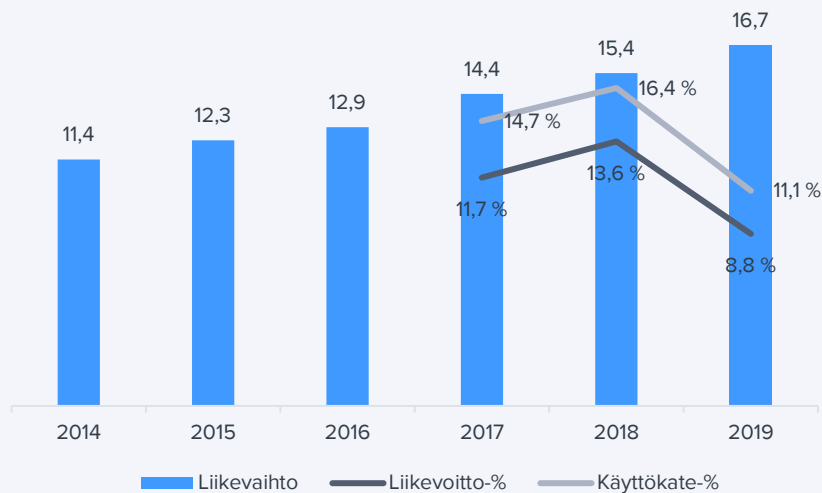
Vuoden 2019 lopun taseen loppusumma oli 11,6 MEUR. Taseen varoista suurin osa muodostui 5,8 MEUR:n kassasta sekä 2,9 MEUR:n lyhytaikaisista saamisista. Aineellista omaisuutta oli 0,7 MEUR. Aineetonta omaisuutta oli yhteensä 1,7 MEUR, joka koostui pääosin liikearvosta (0,8 MEUR) ja konserniliikearvosta (0,7 MEUR). Konserniliikearvo poistetaan 10v tasapoistoina taseesta. Taseen vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (8,6 MEUR) ja lyhytaikaisista korottomista veloista (3,1 MEUR).

Uudella luottolimiitillä lisää liikkumavaraa yritysostoihin

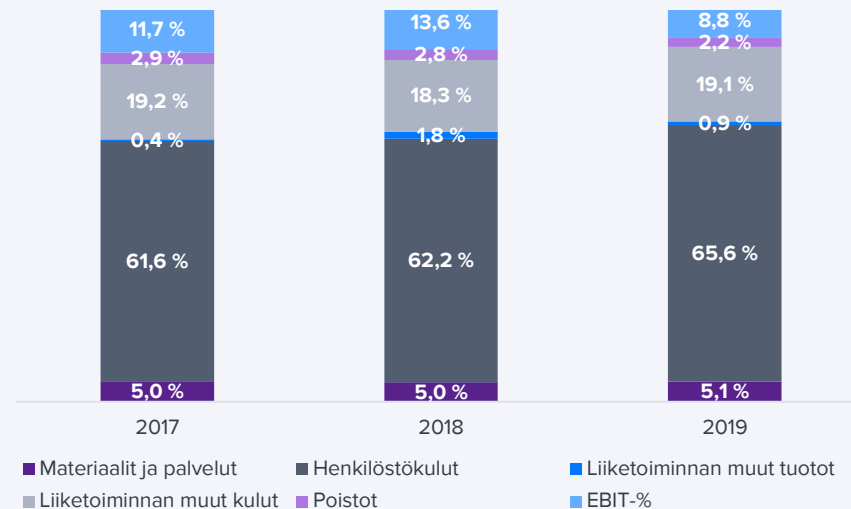
Aallon Group kertoi heinäkuussa solmineensa 5 MEUR:n rahoituspaketin potentiaalisten tulevien yritysostojen varalle. Luottolimiittisopimus on solmittu seuraavaksi kahdeksi vuodeksi, ja lainaajan päätyttyä luotot on tarkoitus konvertoida 3-5 vuoden velkakirjalainoiksi. Sopimukseen liittyy myös pankkitakauslimiitti vuokravakuuksille, mikä niin ikään turvaa yhtiön kasvuvalmiuksia näiltä osin. Rahoitusjärjestelyyn liittyy tavanomaisia nettovelka/käyttökate -lukuun sekä velkaantumisasasteeseen perustuvia kovenantteja.

Taloudellinen tilanne

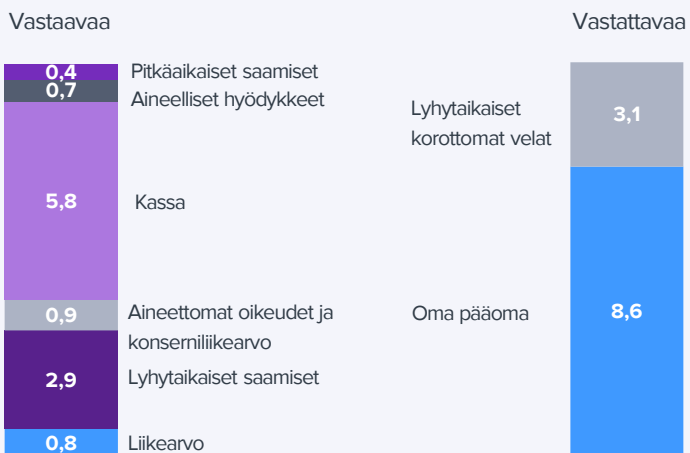
Liikevaihto ja kannattavuus



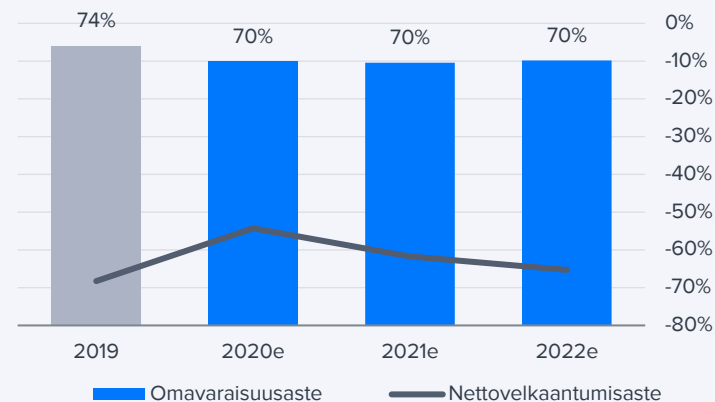
Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)



Tase 2019 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvonmääritys 1/4

Ennusteet

Ennusteiden lähtökohdat

Aallon Groupin keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu. Kasvutavoite koostuu toimialan keskimääräistä kasvua (arvioimme mukaan noin 3-4 %) nopeammasta orgaanisesta kasvusta sekä yritysostojen tuomasta epäorgaanisesta kasvusta. Ennusteemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun ja jo tehtyihin yrityskauppoihin, sillä tulevien yrityskauppojen mallintaminen on mahdotonta ilman näkyvyyttä kauppojen kokoluokkaan ja ehtoihin. Pidämme kuitenkin hyvin mahdollisena, että yhtiöltä voidaan kuulla lisää uutisia yritysostorintamalta vielä tämän vuoden aikana.

Yhtiön 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 asiakas kohtaista laskutusta (noin 5600 €), tarkoittaisi lähivuosien orgaanisen kasvun ennusteisiimme yltäminen laskelmiemme mukaan karkeasti noin 170 uutta asiakasta vuosittain. Tämä on mielestämme realistinen taso.

Kannattavuuden osalta yhtiön tavoitteena on listautumisesta alkaen ollut keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökatemarginaali (2018: 16,4 % ja 2019: 11,1 %). Yhtiön kokoluokan myötä

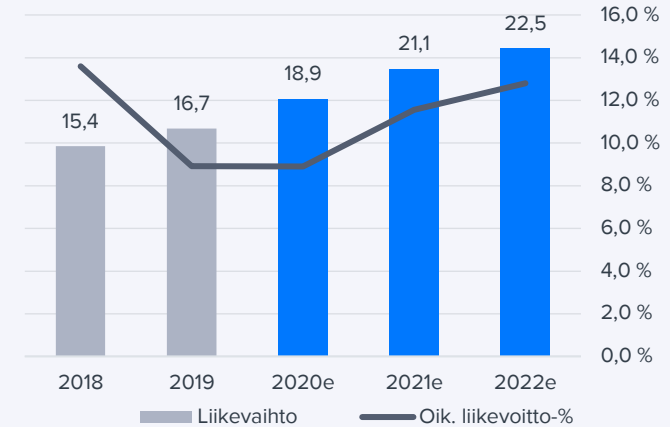
kasvavat skaalaedut ja digitalisaation ansiosta tehostuvat prosessit antavat mielestämme hyvät edellytykset kannattavuuden parantamiselle tulevina vuosina. Olemme ennusteissamme kuitenkin lähtökohtaisesti varovaisia ja odotamme lähivuosina kannattavuuden vasta palautuvan vuoden 2018 tasolle vuoteen 2023 mennessä. Näin ollen kannattavuusennusteissa on pidemmällä tähtäimellä vielä nousuvaraa, kunhan Aallon Groupilta saadaan näyttöjä skaalaeduista ja toiminnan tehostumisesta uudella organisaatorakenteella. Lyhyellä tähtäimellä tehdyt yritysostot sekoittavat myös kuluennusteiden mallintamista, joihin saadaan näkyvyyttä elokuussa yhtiön H1'20-raportin yhteydessä.

Vuoden 2020 ennusteet

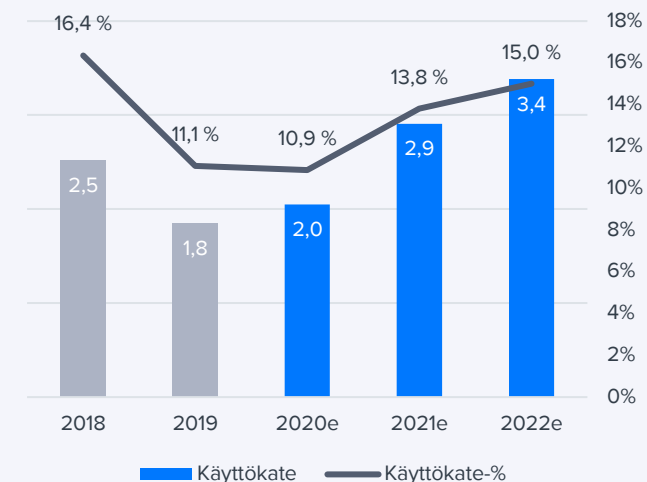
Aallon Group ei ole antanut erillistä numeerista ohjeistusta vuodelle 2020 ja lisäksi koronavirus luo epävarmuutta lyhyen aikavälin näkymään. Vaikka koronan vaikutukset yhtiön nykyiseen liiketoimintaan jäävät arvioimme mukaan pieniksi, on sillä väistämättä vaikutusta orgaaniseen kasvunäkymään uusasiakashankinnan vaikeutuessa lyhyellä tähtäimellä. Lisäksi hidastuva taloudellinen aktiviteetti voi heijastua Aallon Groupin liikevaihtoon transaktiomäärien pienentymisen kautta. Olemme tarkistaneet ennusteitamme hieman alaspäin laajan raportin yhteydessä.

Odotamme nyt Aallon Groupin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 13 % 18,9 MEUR:oon, missä yritysostojen tuoma epäorgaaninen kasvu on arviolta reilu 11 %. Ennustamme koronatilanteen siis painavan orgaanisen kasvun alle 2 %:n tasolle ja kasvun hidastuvan erityisesti H2:lla.

Liikevaihto ja kannattavuus



Käyttökate ja käyttökate-%



Ennusteet ja arvonmääritys 2/4

Arvioimme yhtiön kasvupanostusten ja kasvaneen organisaation painavan vielä kannattavuutta ja ennustamme käyttökatemarginaalin pysyvän edellisvuoden tasolla ja olevan noin 11 %.

Rahoituskuluissa (2020e -0,2 MEUR) näkyvät jaksotetut listautumiskulut (yhteensä 0,88 MEUR), jotka oikaissimme oikaistua osakekohtaista tulosta laskettaessa. 20 %:n veroasteella raportoiduksi osakekohtaiseksi tulokseksi muodostuu 0,29 euroa ja oikaistun EPS:n ennusteemme on 0,38 euroa.

Vuosien 2021-2023 ennusteet

Vuosina 2021-2022 ennustamme orgaanisen kasvun kiihtyvän 7 %:n tasolle koronatilanteen helpottaessa ja viime vuonna tehtyjen panostusten organisaatioon, tukijärjestelmiin ja brändiuudistukseen tukiessa myynnin kehitystä. Lisäksi arvioimme Tili-Koivu -yrityskaupan epäorgaanisen vaikutuksen vuodelle 2021 olevan vielä noin 5 %. Vuodelle 2023 ennustamme 6 %:n orgaanista kasvua.

Arvioimme yhtiön kannattavuuden paranevan asteittain tulevina vuosina yhtiön kasvun myötä saavutettavilla skaalaeduilla sekä digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa. Myös jo tehtyjen yritysostojen pitäisi auttaa marginaaliparannuksessa ostokohteiden paremman kannattavuuden ansiosta. Ennustamme käyttökatemarginaalin olevan 13,8 % vuonna 2021 ja vuosina 2022-2023 nousevan 15,0-16,5 %:n tasolle.

Peilattuna vuoden 2018 käyttökatemarginaaliin (16,4 %), emme odota juurikaan skaalautuvuutta

kannattavuuteen tulevina vuosina, vaikka näkemyksemme mukaan yhtiöllä on edellytyksiä myös ennustettamme parempaan kehitykseen. Tässä tärkeää on muun muassa yhtiön teknologiastrategian onnistuminen. Poistojen odotamme olevan 0,6-0,7 MEUR vuosina 2021-2023 ja näin ollen oikaistu liikevoittomarginaali on ennusteessamme 11,6-14,1 %:n tasolla tällä jaksolla.

Yhteenveto - odotuksissa vahvaa tuloskasvua

Kokonaisuudessaan odotamme Aallon Groupin tuloskasvun olevan tulevina vuosina vahvaa, jossa ajureina toimivat jo tehdyt yritysostot, hyvä orgaaninen kasvu sekä kannattavuuden parantuminen takaisin historiassa nähdylle tasolle. Ennustamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan keskimäärin 22 % vuosina 2021-2023, kun lähtötasona käytetään vuoden 2020 ennustettua tulosta.

Marginaaliparannus ennusteessamme tulee henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen kautta, joiden suhteellisen osuuden odotamme laskevan asteittain suhteessa liikevaihtoon tulevina vuosina. Materiaalien ja palveluiden osuuden odotamme pysyvän 5 %:ssa suhteessa liikevaihtoon.

Osinkoennusteet

Aallon Groupin tavoitteena on vähintään 50 %:n osingonjakosuhte. Osinkoennusteemme ovat linjassa yhtiön tavoitteiden kanssa ja ennusteessamme osingonjakosuhte on lähellä 50 % oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta laskettuna.



Ennusteet yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	14,4	8,0	7,4	15,4	8,9	7,8	16,7	9,8	9,1	18,9	21,1	22,5	23,9
Käyttökate	2,1	1,5	1,0	2,5	1,4	0,4	1,8	1,4	0,7	2,0	2,9	3,4	3,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,7	1,4	0,7	2,1	1,3	0,2	1,5	1,2	0,5	1,7	2,4	2,9	3,4
Liikevoitto	1,7	1,4	0,7	2,1	1,3	0,2	1,5	1,2	0,4	1,5	2,3	2,7	3,2
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	1,7	1,4	0,7	2,1	1,3	0,0	1,3	1,1	0,3	1,3	2,1	2,5	3,0
Verot	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,4	1,1	0,6	1,7	1,1	-0,09	1,0	0,9	0,2	1,1	1,7	2,0	2,4
EPS (oikaistu)	0,38	0,30	0,16	0,47	0,30	0,04	0,33	0,27	0,11	0,38	0,55	0,65	0,70
EPS (raportoitu)	0,38	0,30	0,16	0,47	0,30	-0,02	0,27	0,23	0,06	0,29	0,46	0,56	0,66

Tunnusluvut	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	11,9 %			6,7 %	10,9 %	5,6 %	8,4 %	10,4 %	16,1 %	13,0 %	11,7 %	7,0 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%				23,6 %	-5,8 %	-71,3 %	-29,0 %	-5,3 %	121,9 %	12,9 %	44,9 %	18,4 %	16,7 %
Käyttökate-%	14,6 %	19,1 %	13,4 %	16,4 %	16,0 %	5,4 %	11,1 %	14,2 %	7,3 %	10,9 %	13,8 %	15,0 %	16,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,7 %	16,9 %	10,0 %	13,6 %	14,4 %	2,7 %	8,9 %	12,3 %	5,2 %	8,9 %	11,6 %	12,8 %	14,1 %
Nettotulos-%	9,4 %	13,4 %	7,8 %	10,7 %	12,1 %	-1,1 %	5,9 %	8,7 %	2,2 %	5,6 %	7,9 %	9,0 %	10,1 %

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	19,2	18,9	-2 %	21,4	21,1	-2 %	22,9	22,5	-2 %
Käyttökate	2,3	2,0	-10 %	3,2	2,9	-8 %	3,7	3,4	-9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,9	1,7	-11 %	2,7	2,4	-10 %	3,2	2,9	-10 %
Liikevoitto	1,8	1,5	-12 %	2,5	2,3	-10 %	3,1	2,7	-11 %
Tulos ennen veroja	1,5	1,3	-14 %	2,4	2,1	-12 %	2,9	2,5	-12 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,43	0,38	-11 %	0,62	0,55	-11 %	0,73	0,65	-11 %
Osakekohtainen osinko	0,24	0,20	-17 %	0,30	0,28	-7 %	0,32	0,30	-6 %

Ennusteet ja arvonmääritys 3/4

Arvonmääritys

Sijoitusnäkemys

Aallon Groupin liiketoiminta on hyvin defensiivistä, vakaata ja ennustettavaa, mikä tekee yhtiön riskiprofilista matalan. Etenkin koronakriisin myötä laadukkaiden ja defensiivisten liiketoimintojen hinnoittelussa arvostustasot ovat venyneet paikoin todella korkeiksi ja tämä tukee näkemyksemme mukaan myös Aallon Groupin arvostusta.

Yhtiön nykyliiketoiminnan vakaan kasvun ja jo tehtyjen yrityskauppojen ansiosta lähivuosien tuloskasvunäkymä on vahva (2021-2023 oik. EPS CAGR 22 %), mikä antaa tukea arvostukselle. Esimerkiksi käyttämällä PEG-lukua 1x, voitaisiin osakkeelle hyväksyä noin 22x tasolla oleva eteenpäin katsova P/E-kerroin. Yrityskauppojen tulosvaikutuksen realisoitumiseen liittyy kuitenkin vielä epävarmuutta, ja näyttöjä siitä saadaan kunnolla vasta ensi vuoden aikana. Siten tuloskasvua ei voida mielestämme hinnoitella vielä aivan täysimääräisesti osakkeeseen. Myös yhtiön pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti painavat osaltaan hyväksyttävää arvostustasoa.

Aallon Groupin osakkeen omistaminen vaatii luottamusta yhtiön johtoon ja sen kykyyn toteuttaa yritysostostrategiaa menestyksekkäästi. Mielestämme lähivuosina onnistumistodennäköisyydet matalalla arvostuksella tehdyissä kaupoissa ovat hyvät, sillä lähtökohtaisesti Aallon Group lähestyy nyt alkuvaiheessa jo ennestään tuttuja tilitoimistoja ostoaikeissa.

Yhtiön ensimmäiset kolme yritysostoa on tehty maltillisin arvostuksin ja niiden tuoman

tuloskasvun realisoituessa osakkeen tuotto-odotus on mielestämme edelleen kohtalaisen hyvällä tasolla hieman pidemmällä tähtäimellä katsottuna. Viime aikojen kurssinousun myötä osake alkaa kuitenkin nykyisten tietojen valossa näyttää täyteen hinnoitellulta 12kk tähtäimellä, eikä arvostus mielestämme puolla enää ostojen jatkamista. Siten toistammekin Aallon Groupin osakkeen 11,0 euron tavoitehinnan ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää).

Arvostuskertoimet

Aallon Groupin vuosien 2020-2021 oikaistut P/E-kertoimet ovat 29x-20x ja vastaavat vahvan nettokassan huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 21x-14x. Arvostus näyttää kuluvan vuoden kertoimilla kireältä, mutta ensi vuoteen katsottaessa kertoimet laskevat melko neutraaleiksi. Ensi vuoden kertoimet sisältävät kuitenkin jo oletuksen merkittävästä tulosparannuksesta ja siten kertoimien nousuvara on mielestämme vähissä ennen kuin näkyvyys tuloskasvuun paranee.

Nykyisellä osakekurssilla vuosien 2020-2021 osinkotuotot ovat noin 1,8-2,5:n %:n tasolla ennustamallamme raportoidusta tuloksesta lasketulla 69-61 %:n osingonjakosuhteella. Osinkotuotto jää lähivuosilta melko matalaksi, mutta tukee osaltaan osakkeen tuotto-odotusta.

Osakkeen koholla olevan arvostustason vuoksi onnistuneiden yritysostojen merkitys korostuu osakkeen arvoajurina, mutta samalla turvamarginaali epäonnistumisten varalle on kaventunut. Toisaalta osakkeen korkea arvostus on nykyisten omistajien kannalta eduksi osakevaihdolla tehtävissä kaupoissa, jolloin osakekannan diluutio jää pienemmäksi.

Arvostustaso	2019	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	10,7	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	39	41	41	41
Yritysarvo (EV)	33	36	35	33
P/E (oik.)	31,8	29,2	20,2	17,2
P/E	39,2	38,5	24,4	20,1
P/Kassavirta	9,5	neg.	19,0	18,6
P/B	4,5	4,5	4,1	3,7
P/S	2,3	2,2	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	2,0	1,9	1,6	1,5
EV/EBITDA (oik.)	18	17,4	11,9	9,9
EV/EBIT (oik.)	22	21,3	14,2	11,6
Osinko/tulos (%)	66,3 %	68,8 %	61,1 %	53,8 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,8 %	2,5 %	2,7 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 4/4

Mielestämme nykyisellä arvostustasolla osakkeen 12kk tuotto-odotus on pitkälti osinkotuoton varassa, sillä ennustamamme vahva tuloskasvu hautautuu laskevien arvostuskertoimien alle.

DCF-kassavirtalaskelma

Aallon Groupin liiketoiminnan vakaan luonteen ansiosta kassavirtalaskelma on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä. Pitkän aikavälin ennusteissa oletamme vuosina 2024-2027 liikevaihdon kasvuvauhdin tasaantuvan asteittain vuoden 2024 5 %:sta 3 %:iin vuoteen 2028 mennessä. Vuodesta 2028 eteenpäin odotamme ikuisuuskasvun olevan 2,5 %. Kannattavuuden osalta olemme pitkän aikavälin ennusteissa varovaisia emmekä odota kannattavuudessa skaalautumista. Ennustamme EBIT-%:n olevan 14 % vuonna 2024 ja laskevan tästä asteittain 12,5 %:iin vuoteen 2028 mennessä, mikä on myös kannattavuuden osalta ikuisuusoletuksemme.

Mielestämme mallin oletukset ovat kokonaisuudessaan konservatiivisia, mikä antaa turvamarginaalia arvonmääritykseen. Kassavirtalaskelmamme mukainen Aallon Groupin oman pääoman arvo on 41,4 MEUR MEUR eli noin 11,4 euroa per osake.

Oman pääoman tuottovaatimus on DCF-mallissamme 9,2 %, mikä on myös pääoman keskimääräinen painotettu kustannus (WACC), sillä ennusteessamme yhtiöllä ei ole korollista velkaa. Mielestämme tuottovaatimus on yhtiön liiketoimintamallin riskiprofiiliin nähden melko korkea, mutta yhtiön pieni koko ja heikko

likviditeetti nostavat likviditeettipremiota.

Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 57 %, mikä heijastelee melko suuren osuuden yhtiön arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista.

Verrokkiryhmä

Olemme muodostaneet Aallon Groupin verrokkiryhmän yhtiön lähimmästä tilitoimistoverrokki Talenomista sekä 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 nojautu verrokkiryhtiöiden kertoiimiin.

Aallon Groupia hinnoitellaan vuoden 2021 P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla 28 %:n ja 10 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmän mediaanitasoon.

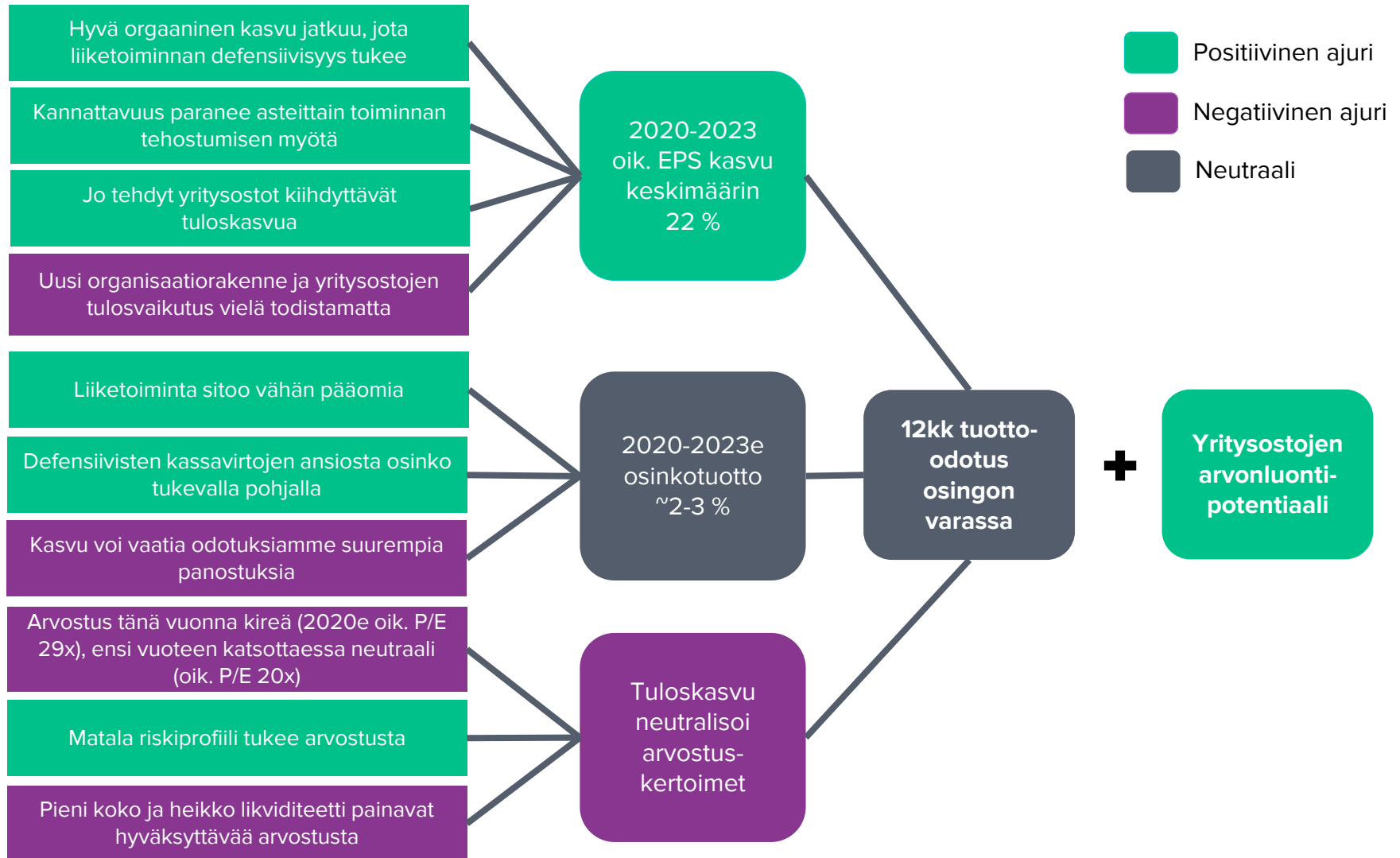
Aallon Groupin EV/Liikevaihto-kertoimet (2020e-2021e 1,9x-1,6x) ovat palveluyhtiölle absoluuttisesti melko korkealla tasolla ja kertoimet ovat noin 70 %:n preemiolla verrokkiryhmän mediaanitasoon nähden.

Aallon Groupin lähimmän tilitoimistoverrokki Talenomien P/E-kertoimet vuosille 2020-2021 ovat noin 38x-32x, joihin nähden Aallon Groupia hinnoitellaan noin 23-36 %:n alennuksella. EV/EBIT-kertoimilla Aallon Groupin alennus suhteessa Talenomiin on noin 46-49 %. Mielestämme Talenomille on perusteltua hyväksyä huomattavasti korkeammat kertoimet,

koska yhtiön tuloskasvu on ollut viime vuosina todella vahvaa ja vakuuttavan historian ansiosta luottamus vahvan tuloskasvun jatkumiseen on korkealla. Aallon Groupilla yritysostojen tuoma vahva tuloskasvu on vielä todistettavana.

Seuraavan kolmen vuoden ajan odotamme Talenomien tuloksen kasvavan pääosin orgaanisesti keskimäärin noin 22 %:n vauhtia yhtiön selkeän kilpailuedun ansiosta. Lisäksi Talenom on kokoluokaltaan vielä selvästi Aallon Groupia suurempi toimija, mikä puoltaa yhtiön preemiohinnoittelua. Lisäksi viime aikojen kurssirallin myötä Talenomien arvostuskertoimet ovat myös nousseet todella korkeiksi ja yli yhtiölle hyväksymiemme tasojen. Huomautamme, että Talenomien ja Aallon Groupin tuloksien (erityisesti käyttökate) ja arvostuskertoimien suoraa vertailua hankaloittavat erilaiset kirjanpitokäytännöt (Talenom: IFRS, Aallon Group: FAS).

Aallon Groupin osakkeen ajurit



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Talenom	8,7	374	405	41,9	26,4	18,1	15,2	6,0	5,2	37,7	31,8	1,6	1,9
Siili Solutions	9,0	63	64	9,9	9,9	6,8	6,8	0,8	0,7	11,8	11,7	3,7	5,2
Solteq	1,2	22	48	19,4	13,8	6,9	5,4	0,8	0,8	116,0	19,3	1,3	3,4
Fondia	7,4	29	23	11,6	11,6	11,6	7,8	1,1	1,0	23,8	16,8	3,5	4,6
Vincit	4,5	54	52	17,2	12,9	10,3	7,4	1,0	0,9	15,9	12,4	3,1	3,4
Digia	5,2	138	161	14,4	13,1	9,5	8,9	1,1	1,1	15,4	13,9	2,1	2,6
Gofore	8,1	114	98	16,3	12,3	11,5	9,3	1,4	1,3	18,7	15,8	3,1	3,4
Aallon Group (Inderes)	11,2	41	36	21,3	14,2	17,4	11,9	1,9	1,6	29,2	20,2	1,8	2,5
Keskiarvo				18,7	14,3	10,7	8,7	1,8	1,6	34,2	17,4	2,6	3,5
Mediaani				16,3	12,9	10,3	7,8	1,1	1,0	18,7	15,8	3,1	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				30 %	10 %	69 %	53 %	71 %	69 %	56 %	28 %	-42 %	-26 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

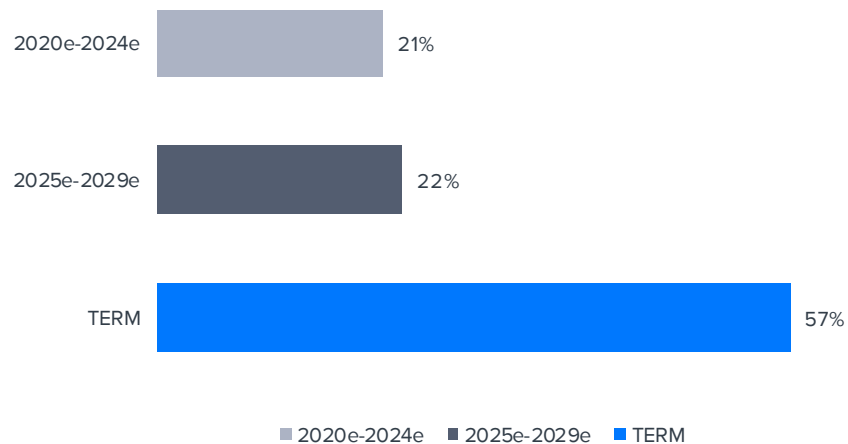
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	1,5	1,5	2,3	2,7	3,2	3,5	3,7	3,7	3,7	3,6	3,7	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	
- Maksetut verot	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	
- verot rahoituskuluista	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	-0,8	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,7	2,2	2,5	2,9	3,3	3,6	3,8	3,8	3,7	3,8	3,7	
+ 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	-2,2	-2,3	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,5	-0,2	2,1	2,2	2,6	2,9	3,1	3,1	3,0	3,1	3,1	
+/- Muut	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,1	-0,2	2,1	2,2	2,6	2,9	3,1	3,1	3,0	3,1	3,1	47,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,1	1,9	1,8	1,9	2,0	1,9	1,8	1,5	1,5	1,3	20,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		36,2	36,3	34,4	32,7	30,7	28,7	26,8	25,1	23,5	22,1	20,7
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		5,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,7										
Oman pääoman arvo DCF		41,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,4										

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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

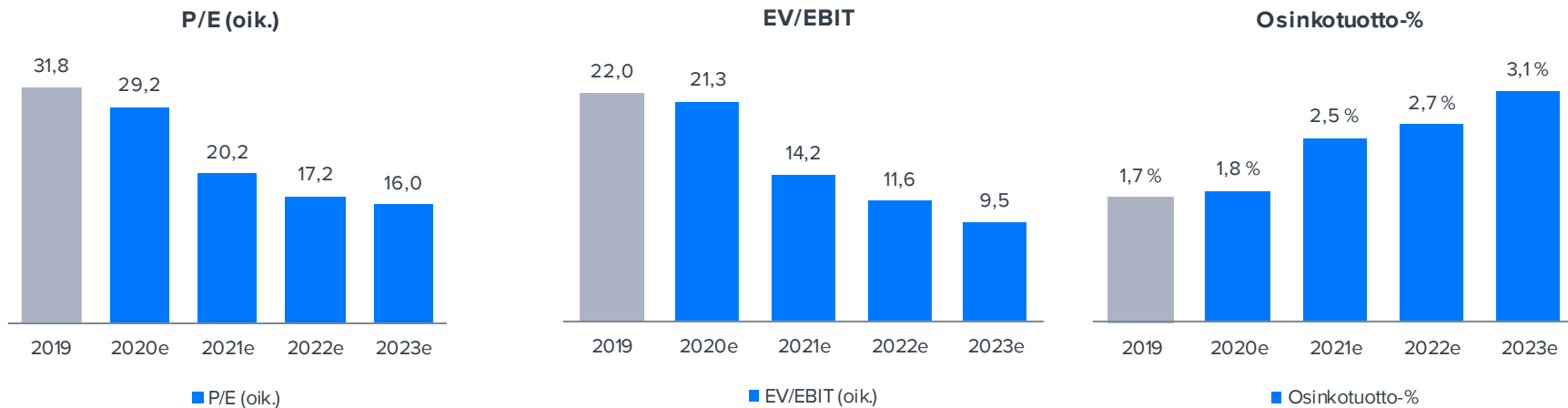
Rahavirranjakauma jaksoittain



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	10,7	11,2	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	38,6	40,6	40,6	40,6	40,6
Yritysarvo (EV)	32,8	35,7	34,5	33,5	32,1
P/E (oik.)	31,8	29,2	20,2	17,2	16,0
P/E	39,2	38,5	24,4	20,1	16,9
P/Kassavirta	9,5	neg.	19,0	18,6	15,4
P/B	4,5	4,5	4,1	3,7	3,3
P/S	2,3	2,2	1,9	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	2,0	1,9	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	17,8	17,4	11,9	9,9	8,1
EV/EBIT (oik.)	22,0	21,3	14,2	11,6	9,5
Osinko/tulos (%)	66,3 %	68,8 %	61,1 %	53,8 %	52,7 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,8 %	2,5 %	2,7 %	3,1 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

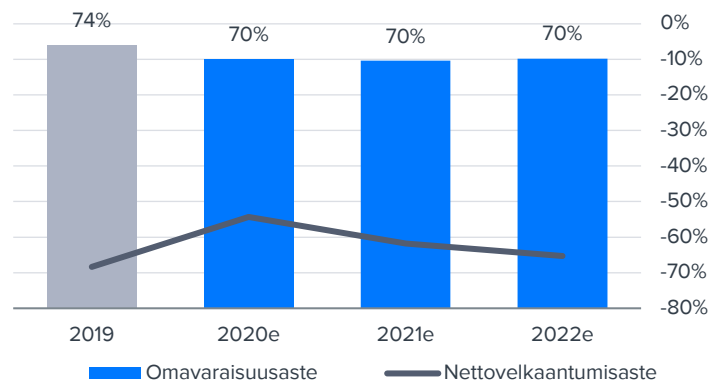
Tase

Vastaavaa	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	2,9	4,7	4,4	4,5
Liikearvo	0,8	1,3	1,3	1,3
Aineettomat hyödykkeet	0,9	2,4	2,4	2,4
Käyttöomaisuus	0,7	0,7	0,7	0,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,2	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	8,8	8,2	9,9	11,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,9	3,4	3,8	4,1
Likvidit varat	5,8	4,9	6,1	7,1
Taseen loppusumma	11,6	12,9	14,3	15,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	8,6	9,0	9,9	10,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,3	0,7	1,6	2,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	8,2	8,2	8,2	8,2
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	3,1	4,0	4,4	4,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	4,0	4,4	4,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	11,6	12,9	14,3	15,6

Taseen avainlukujen kehitys



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 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 jakaumaan 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille 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.

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 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**