

Aallon Group

Laaja raportti

24.4.2024 07:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Defensiivistä kasvua maltillisella hintalapulla

Toistamme Aallon Groupin lisää-suosituksen ja 10,0 euron tavoitehinnan. Uskomme yhtiön systemaattisen yritysostostrategian kantavan pitkällä aikavälillä hedelmää, kun pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja ostetaan maltillisella arvostuksella. Vaikka H2'23:lla nähty tuloskehitys oli pettymys, on yhtiöllä mielestämme hyvät edellytykset parantaa asteittain tällä hetkellä vasta kohtalaista kannattavuuttaan tulevina vuosina. Tähän ja yritysostostrategian arvonluontipotentiaalin peilattuna osakkeen nykyinen arvostus (2024e oik. P/E 13x) näyttää maltilliselta.

Defensiivinen kasvuyhtiö

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy tilitoimistoliiketoiminnan defensiivinen ja vakaa luonne, jonka päälle kasvua vauhditetaan systemaattisella yritysostostrategialla. Strategia on tuottanut myös tuloksia, kun vuosien 2018-2023 välillä liikevaihto on kasvanut keskimäärin 16,4 % vuodessa, mikä on linjassa yhtiön tavoitteiden kanssa (keskimäärin 15-20 % vuotuinen kasvu). Liikevaihdosta valtaosa on jatkuvaa, mikä heijastelee hyvin ennustettavaa liiketoimintaa pitkien asiakassuhteiden ansiosta. Liiketoiminta ei sido paljoa pääomaa, minkä ansiosta pääoman tuotto on hyvällä tasolla ja kassavirta on vuolasta. Lisäksi yhtiön vahva tase antaa selkänöjää kasvustrategian toteuttamiseen.

Fragmentoitunut markkina tarjoaa hyvin yritysostomahdollisuuksia

Tilitoimistoala Suomessa on edelleen erittäin fragmentoitunut, sillä arviomme mukaan 10 suurinta toimijaa pitää hallussaan vasta alle 40 % 1,3 miljardin euron kokonaismarkkinasta. Toimialan trendien valossa askel kerrallaan etenevä konsolidaatio tulee kuitenkin väijäämättä jatkumaan. Aallon Groupin henkilöstölähtöinen ja asiakaskeskeinen tulokulma antavat yhtiölle hyvät edellytykset markkinaosuuden (2023: n. 2,5 %) kasvattamiseen jatkossakin sekä orgaanisesti että yritysostoin. Käsitksemme mukaan Suomessa on edelleen noin 1000 tilitoimistoa, jotka työllistävät enemmän kuin pelkän yrittäjän. Näistä noin 300 työllistää yli 5 työntekijää ja ovat yritysostokohteina kiinnostavimpia.

Kustannusinflaatio aiheutti painetta kannattavuuteen H2'23:lla

Aallon Groupin viime vuosina edennyt asteittainen kannattavuusparannusten sarja sai viime vuonna särön, kun EBITA-marginaali heikkeni 9,4 %:iin (2022: 10,8 %). Kehityksen taustalla oli pehmeä H2, jolloin kustannusinflaatio yhdistettynä heikon talousympäristön aiheuttamaan vaisuun orgaaniseen kasvuun painoi kannattavuutta. Isossa kuvassa pidämme viime vuonna nähtyä kannattavuustasoa vasta kohtalaisena, ja kuluvan vuoden osalta odotukset (2024e: EBITA 9,2 %) ovat yhä varovaisia. Toimialan kontekstissa ja Aallon Groupin kasvavan kokoluokan mahdollistamat skaalaadut huomioiden ainakin 15 %:n EBITA pitäisi mielestämme olla tehtävissä pitkässä juoksussa strategian edetessä hyvin.

Arvostuskertoimet eivät ole korkeita, mutta arvioimme H2:n tulospettymyksen sulattelussa menevän hetken

Ennusteillamme Aallon Groupin vuoden 2024 oikaistu P/E-kerroin on 13x, EV/EBIT 10x ja IFRS16-veloista oikaistu EV/EBITA-kerroin 9x. Nämä ovat mielestämme maltillisia tasoja Aallon Groupin kaltaiselle defensiiviselle kasvuyhtiölle, jolla on hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa johdonmukaisella yritysostostrategialla. Yhtiö on löytänyt toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja saadaan ostettua kohtuullisilla arvostuskertoimilla, ja järjestelyt ovat heijastuneet myös yhtiön tuloskasvuun. Viime vuoden aikana hidastunut järjestelytahti ja H2'23:lla heikentynyt kannattavuus toivat kuitenkin särön lyhyen aikavälin tuloskasvutarinaan. Arvioimme tämän painavan yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa, kunnes näyttöjä paranevasta suorittamisesta aletaan jälleen saada.

Suositus

Lisää

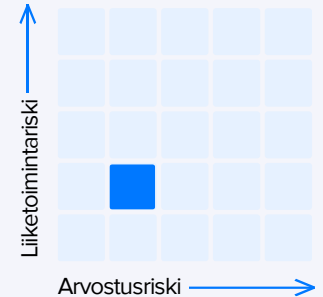
(aik. Lisää)

10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

8,20



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	32,9	34,5	35,6	36,6
kasvu-%	12,3 %	4,7 %	3,2 %	3,0 %
EBIT oik.	3,1	3,2	3,4	3,7
EBIT-% oik.	9,4 %	9,2 %	9,6 %	10,1 %
Nettotulos	1,8	1,9	2,0	2,3
EPS (oik.)	0,61	0,65	0,68	0,74

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

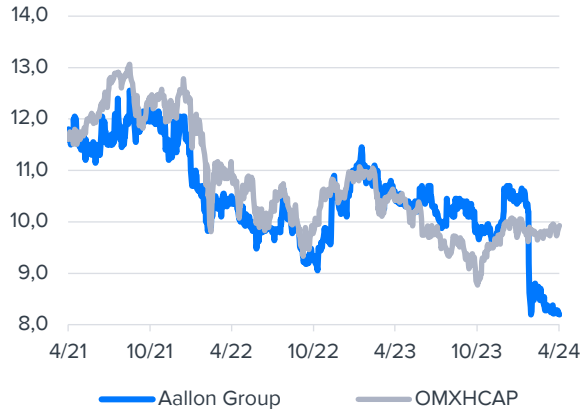
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

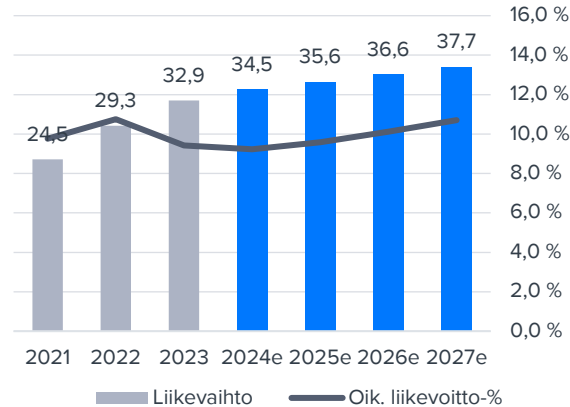
"Yhtiö tavoittelee keskipitkällä tarkastelujaksolla keskimäärin 15-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua ja kasvavaa käyttökateprosenttia."

Osakekurssi



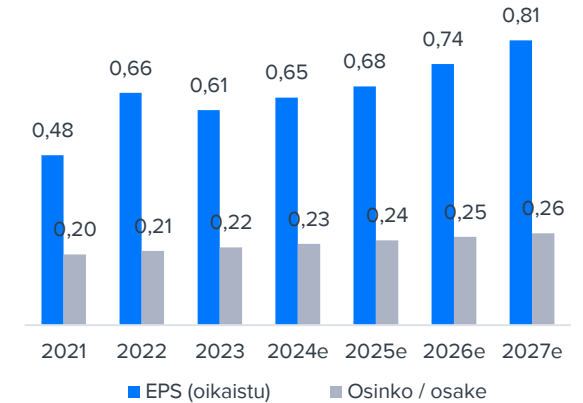
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,20	8,20	8,20
Osakemäärä, milj. kpl	3,92	3,92	3,92
Markkina-arvo	32	32	32
Yritysarvo (EV)	32	30	29
P/E (oik.)	12,7	12,1	11,1
P/E	16,9	15,8	14,1
P/B	2,1	1,9	1,8
P/S	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	6,3	5,7	5,1
EV/EBIT (oik.)	10,1	8,9	7,7
Osinko/tulos (%)	47,3 %	46,2 %	42,9 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,9 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

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

Aallon Group lyhyesti

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

2019

Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

32,9 MEUR (+12,3 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

+16,4 % 2018-2023

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

5,3 MEUR (16,0 % lv:sta)

Vertailukelpoinen käyttökatte 2023

386

Henkilöstö 2023 lopussa

n. 6000

Asiakkaiden lukumäärä

2019

- Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen
- Ensimmäiset kaksi pienempää yritysostoa

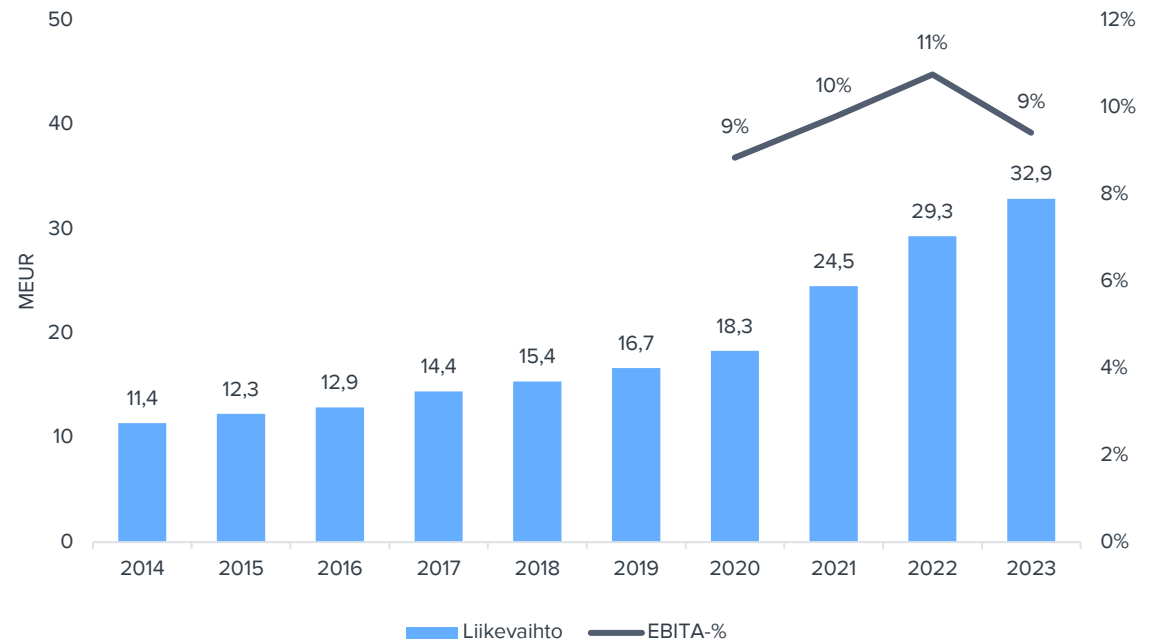
2020-2022

- Yritysostotahti rauhallinen 2020 koronapandemian puhjettua, mutta vauhti kiihtyy merkittävästi vuosina 2021-2022 (yhteensä 16 yritysostoa)

2023

- Vuoden 2023 aikana 4 kooltaan pienempää yritysjärjestelyä
- Kustannusinflaatio painaa kannattavuutta

Liikevaihto ja kannattavuus



Lähde: Aallon Group / Inderes

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Tilitoimistojen aktiivinen yhdistelijä

Aallon Group on alun perin kuudesta pitkäikäisestä ja paikallisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostettu konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita Suomessa. Tilitoimistoalan konsolidaatiokehityksen edetessä nämä kuusi 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 olla aktiivisesti mukana toimialan konsolidaatiossa ja tarjota tilitoimistoille hyvän kodin kasvaa ja kehittyä. Listautumisen jälkeen yhtiö on toteuttanut jo 25 yritysjärjestelyä. Järjestelyjä on myös pystytty tekemään maltillisilla arvostuksilla (n. 5x EV/EBITDA) ja yleisesti yritysostostrategia onkin ollut toimiva.

Aallon Groupin vuoden 2023 liikevaihto oli 32,9 MEUR ja vertailukelpoinen käyttökate 5,3 MEUR (16,0 % lv:sta). Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 16,4 % vuosina 2018-2023, mikä ylittää selvästi tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (n. 4 %) tällä ajanjaksolla. Vuosina 2021-2023 kasvu kiihtyi merkittävästi yritysostojen myötä, kun taas orgaaninen kasvu on ollut arviolta maltillisella yksinumeroisella tasolla.

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

liiketoimintamallista hyvin defensiivisen ja ennustettavan. Tämä mahdollistaa myös hyvän kannattavuuden samalla kun kirjanpitäjien työtä pystytään tehostamaan digitalisaatioon ja automaatioon panostamalla. Aallon Groupissa työskenteli 2023 lopussa yhteensä 386 henkilöä kokoaikaisiksi työntekijöiksi muutettuna.

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 18:lla 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 6000 asiakasta, joista valtaosa on pk-yrityksiä. Asiakaskunta on hyvin hajautunut ja 10 suurinta asiakasta muodostaa arviomme mukaan alle 10 % liikevaihdosta. Keskimääräinen laskutus per asiakas on arviomme mukaan noin 5500-6000 euroa vuodessa. Mielestämme laaja, hajautunut ja hyvin pysyvä asiakaskunta on Aallon Groupille selkeä vahvuus, mikä tuo näkyvyyttä ja jatkuvuutta liiketoimintaan. Yhtiön strategian ytimessä oleva asiakaskeskeisyys on heijastunut myös hyvinä tuloksina tehdyissä asiakastytyväisyyskyselyissä.



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, omat investoinnit 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. Vastavuoroisesti digitalisaatio kuitenkin kasvattaa transaktioliikevaihtoa ja rutiinipalveluiden laajuutta, mikä nostaa asiakas kohtaista laskutusta.
- Keskisuurten- ja suurten yritysten taloushallinnon ulkoistukset yleistyvät
- Tilitoimiston lisäarvo siirtyy näkemyksemme mukaan kohti konsultatiivista työtä, missä kirjanpitäjän asiantuntemus korostuu
- Toimialan kasvu jatkuu murroksesta huolimatta, mutta todennäköisesti hidastuu historiallisesta tasosta (arviomme mukaan 2-4 % lähivuosina)
- Toimialan tulevaisuuden kasvu riippuu siitä, miten tilitoimistot onnistuvat palveluiden laajentamisessa
- Vaikka toimijoiden määrä pysynee korkealla, suurimpien toimijoiden osuus kasvaa
- Toimiala on ollut ja tulee arviomme mukaan olemaan jatkossakin erittäin defensiivinen, vaikka suhdanteet heijastuvat transaktiomäärin

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Aallon Groupin palvelut

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

Palkkahallinnon palveluita yhtiö tarjoaa asiakaskohtaisesti räätälöityinä palvelukokonaisuuksina. Palkanlaskennan perusprosessien lisäksi yhtiö tarjoaa henkilöstöhallinnon asiantuntemusta. Tämä tarkoittaa esimerkiksi palkkahallinnon neuvontaa ja konsultointia sekä 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. Täysin digitaalisessa maailmassa asiakaskohtainen liikevaihto tyypillisesti myös kasvaa transaktioliikevaihdon kautta, kun asiakkaat laajentavat kirjanpidon palveluiden laajuutta esimerkiksi ostolaskujen käsittelyyn sekä maksuliikenteen hoitoon.

Aallon Groupin toiminnan tehostumisesta kertoo yhtiön liikevaihdon kehitys suhteessa henkilöstömäärään, joka kasvoi tasaisesti vuodesta 2014 (68,6 TEUR) vuoteen 2018 (80,2 TEUR). Yhtiö ei enää raportoi lukua, mutta laskelmiemme mukaan luku oli vuosina 2019-2020 noin 70-75 TEUR:n välissä ja vuoden 2021 jälkeen jälleen selvästi yli 80 TEUR:n tasolla

(2023: n. 89 TEUR). Yhtiön ensimmäinen vuosi 2019 meni kasvustrategian perustan rakentamisessa, kun yhtiö vahvisti organisaation lisäksi HR- ja toiminnanohjausjärjestelmiään sekä loi ja käyttöönotti uuden brändin. Vahvistunut kasvuperusta alkoi tämän jälkeen näkymään tehokkuuden paranemisessa. Osittain tehokkuuden nousua selittää arviomme mukaan myös täysin digitaalisten asiakkaiden osuuden kasvu. Arvioimme yhtiön kannattavuuden paranevan asteittain keskipitkällä aikavälillä kasvun myötä saavutettavilla skaalaeduilla sekä digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa.

Neuvonantopalveluiden merkitys korostuu tulevaisuudessa

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

Pk-yrityksissä taloushallinnon hoitaminen jää monesti yrittäjien käsiin, jolloin lisäpalvelut voivat olla erittäin haluttuja. Yrittäjä voi tällöin keskittyä liiketoimintaan taloushallinnon sijasta. Tämä tekee vahvasta 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

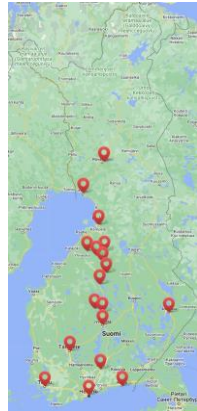
Taloushallintopalvelut ja erikoistuneet toimialaratkaisut



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

Myyntistrategia ja -kanavat

- Tiliointiverkoston rakentaminen Suomen suurimmille paikkakunnille yritysostoilla.
- Tällä hetkellä toimipisteet 18 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 (Aallon Portti)
- Kirjanpito ja palkanlaskenta hoidetaan valmishjelmistoilla

Kilpailu

Suuremmat tilioimistot Suomessa



TALENOM

~4100 pientä tilioimistoa



Asiakkaat

- Noin 6000 asiakasta
- Top10 asiakkaat arviomme mukaan alle 10 % liikevaihdosta
- Asiakaskunta hajautunut laajasti eri sektoreille
- Suurin osa pk-yrityksiä
- Asiakassuhteet toimialalla keskimäärin todella pitkiä

Kustannusrakenne (2023)

Henkilöstö 386 (2023)
Kulut yht. -28 m€ (2023)



Henkilöstökulut
(63 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(11 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(11 %)

Defensiiviset kassavirrat

- Suurin osa liikevaihdosta tulee jatkuvista tilioimistopalveluista
- Liikevaihto lähes kokonaan (2023: 97,7 %) jatkuvaluonteista laskutusta

Tulovirrat

Liikevaihto 32,9 m€
Oik. käyttökate 5,3 m€ (2023)



Sijoitusprofiili

Defensiivinen kasvuyhtiö

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy vakaa ja defensiivinen tilitoimistoliiketoiminta, jonka päälle sijoittaja saa mielestämme positiivisen yritysjärjestelyoption. Viime vuosina yritysostostrategian toimitavuudesta on saatu jo lupaavia näyttöjä. Aallon Group on löytänyt toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskiuuria tilitoimistoja saadaan ostettua maltillisilla arvostuskertoimilla. Yritysostot ovat alkaneet heijastua enenevässä määrin myös yhtiön lukuihin tuloskasvun muodossa.

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

Aallon Group on viime vuosina panostanut merkittävästi konserniorganisaation rakentamiseen sekä yhteisiin tuotantojärjestelmiin, jonka ansiosta perusta yritysostovetoiselle kasvulle on kunnossa. Yhtiöllä on vielä selkeää potentiaalia parantaa kannattavuuttaan asteittain kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa. Tästä on jo nähty viime vuosina lupaavia

merkkejä, vaikka H2'23:lla kustannusinflaatio toi kehitykseen lyhyellä aikavälillä takapakkia.

Aallon Group on viime vuosina tullut tilitoimistomarkkinan konsolidaatiopeliin uutena haastajana ja yhtiön yrittäjähenkisyyttä korostava tulokulma on selkeästi resonoinut hyvin monien tilitoimistoyrittäjien kohdalla. Yhtiöllä on jo varsin hyvät näytöt yritysjärjestelyiden toteuttamisesta maltillisella arvostuksella ja näyttöjä strategian tuomasta tuloskasvusta on myös saatu. Kohtuullisilla arvostuskertoimilla toteutettavissa järjestelyissä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat näkemyksemme mukaan hyvät, kun ostettuja tilitoimistoja aletaan hinnoitella Aallon Groupin korkeammilla kertoimilla pörssissä.

Kokonaisuudessaan matala riskiprofiili

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

Yritysostostrategiassa epäonnistuminen: Aallon Groupin pitkän aikavälin arvontuontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen. Siten ostokohteiden integraatioon ja henkilöstön vaihtuvuuteen liittyy aina riskejä. Markkinalla on myös useita muita toimijoita kilpailemassa ostokohteista, mikä voi johtaa kiristyviin arvostustasoihin ja vaikeuttaa arvontuontia. Tähän mennessä yhtiön näytöt kuitenkin puhuvat puolestaan ja järkeviä ostokohteita on löytynyt maltillisella arvostuksella.

Kasvava organisaatorakenne: Aallon Group on luotu yhdistämällä tilitoimistoja ja yhtiön kokoluokka on kasvanut viime vuosien yritysostojen myötä merkittävästi. Tähän mennessä yritysostojen integraatiot ovat kuitenkin sujuneet hyvin ja organisaatiopaletti vaikuttaisi muutenkin olevan hyvin kasassa.

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

Rekrytoinneissa epäonnistuminen: Orgaanisen kasvun ylläpitäminen keskipitkällä aikavälillä vaatii onnistumista uusien osaavien kirjanpitäjien rekrytoinneissa, mikä on käsityksemme mukaan yksi suurimmista pullonkauloista toimialalla. Aallon Group pystyy hankkimaan uutta tai puuttuvaa osaamista myös yritysjärjestelyiden kautta.

Heikko taloussuhdanne jarruttaa orgaanista kasvunäkymää: Vaikka tilitoimistoala on hyvin defensiivinen, näkyy talouden hidastuminen viiveellä transaktioliikevaihdossa ja kasvavana asiakaspoistumana. Aallon Groupin asiakaskunta on kuitenkin hyvin hajautunut, eikä yhtiöllä ole merkittävää keskittymää suhdanneherkillä toimialoilla.

Sijoitusprofiili

1.

Hyvä positio defensiivisellä ja vakaasti kasvavalla toimialalla

2.

Yritysostostrategia tuottaa tuloksia ja kiihdyttää kasvua

3.

Vakaa kannattavuus, jossa asteittaista parantamisvaraa

4.

Alhainen riskiprofiili, liikevaihto lähes kokonaan jatkuvaluonteista

5.

Tilitoimistoliiketoiminta luo hyvää kassavirtaa, jota allokoida yritysostoihin sekä osingonmaksuun

Potentiaali



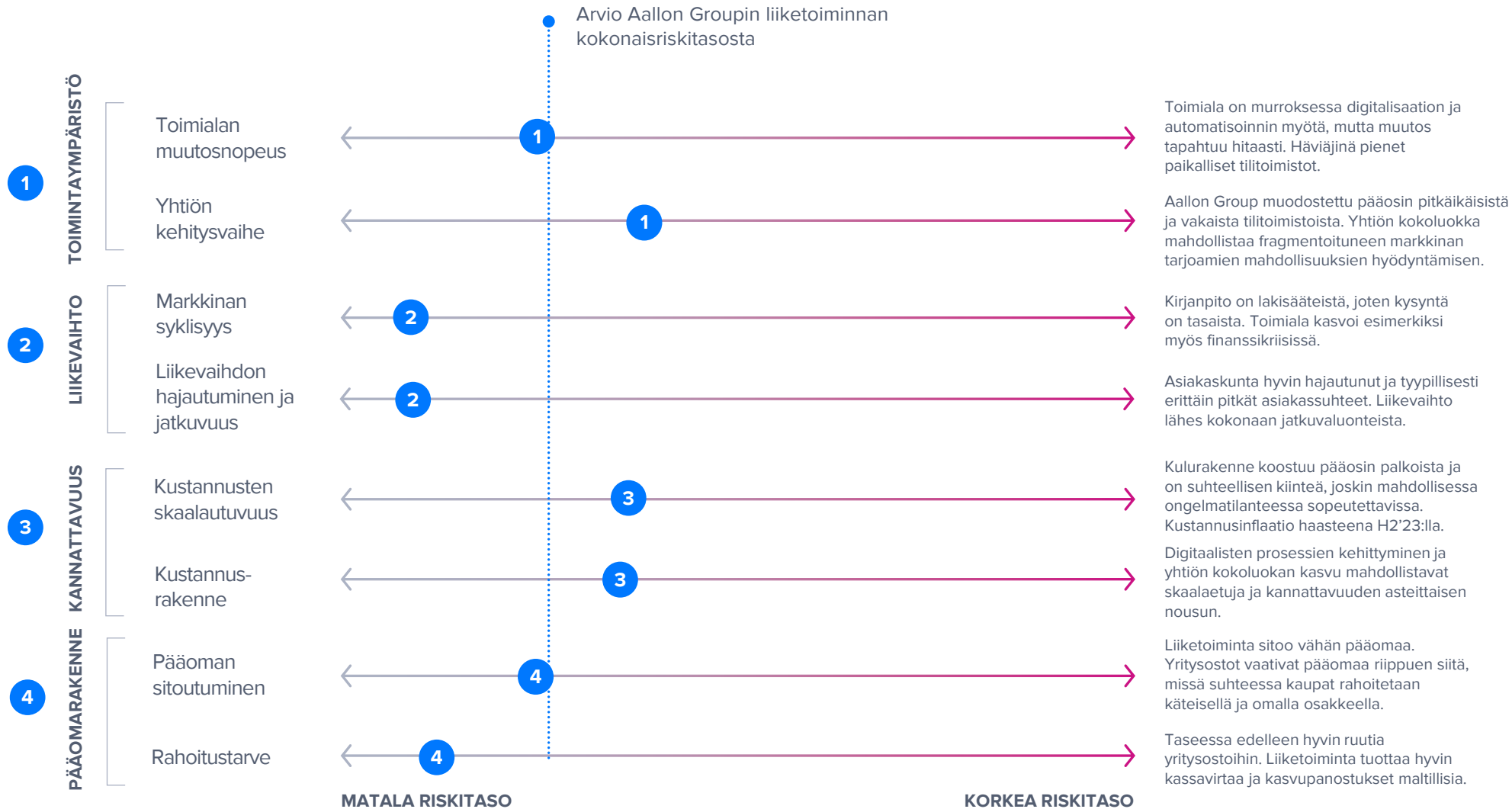
- Yritysostojen tarjoama arvonluontipotentiaali
- Yrittäjähenkisyyden korostaminen toimii kilpailuetuna yritysostokohteista kilpailtaessa
- Kannattavuus paranee asteittain kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa
- Defensiiviset kassavirrat
- Toimiala kasvanut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

Riskit



- Pitkän aikavälin arvonluonti nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen ja ostokohteiden riittävyyteen
- Yritysostojen integraatioon ja kasvavaan organisaatorakenteeseen liittyvät riskit
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Orgaaninen kasvunäkymä vaisu Suomen talousnäkömän heikentyessä

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/3

Kasvava ja erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,31 miljardia euroa vuonna 2022. Tilitoimistojen asiakasyritysten kokoluokan perusteella markkina muodostuu valtaosin mikro- ja pienyrityksistä sekä jossain määrin keskiuurista yrityksistä. Keskiuurissa ja suurissa yrityksissä taloushallinto hoidetaan vielä pitkälti sisäisenä toimintona, mutta ulkoistustrendi etenee asteittain. Jos nykyisten asiakkaiden itse tekemän taloushallinnon työn ja vielä ulkoistamattomien yritysten taloushallinnon työn arvo huomioitaisiin markkinan määrittelyssä, olisi markkinan koko huomattavasti nykyistä suurempi.

Markkina on erittäin defensiivinen. Yrityksillä on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, minkä takia asiakaspysyvyys alalla on erittäin korkea. Defensiivisyydestä kertoo hyvin se, että toimiala on selvinnyt finanssikiirisistä ja eurokriisistä ilman liikevaihdon laskua. Koronapandemian yhteydessä vuonna 2020 alan liikevaihto laski vajaat 3 % ja elpyi nopeasti vuonna 2021. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositionista toimialalla erittäin arvokkaan. On kuitenkin hyvä huomioida, että asiakkaiden liiketoimintojen kutistuessa myös tilitoimiston laskutus yleensä tippuu.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 5,0 % vuodessa jaksolla 2002-2022. Lyhyellä aikavälillä heikentynyt talousnäkyvä jarruttaa kehitystä, mutta pitkällä aikavälillä odotamme noin 2-4 %:n kasvun jatkuvan.

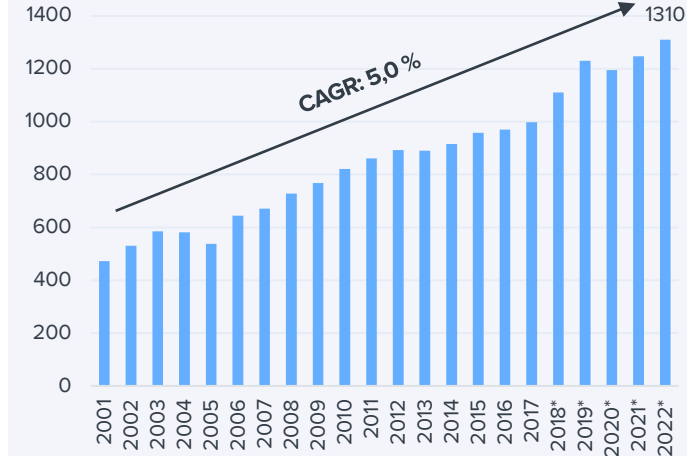
Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset, jotka ovat arviomme mukaan olleet noin puolet markkinan kasvusta. Kirjanpidon sähköistymisen ja digitalisaation myötä kiristyneen kilpailun vuoksi merkittäviä hinnankorotuksia on nykyään vaikeampaa saada läpi, vaikkakin viime vuosina kohonnut inflaatio on näitä mahdollistanut. Tilitoimistot ovat olleet voimakkaasti sidoksissa kirjanpitäjien määrän ja palkkojen kehitykseen. Tämä sidonnaisuus on kuitenkin arviomme mukaan asteittain murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä. Samalla digitalisaatio on lisännyt kirjanpidon rutiinipalveluiden laajuutta, mikä on tukenut transaktioliikevaihdon kasvua.

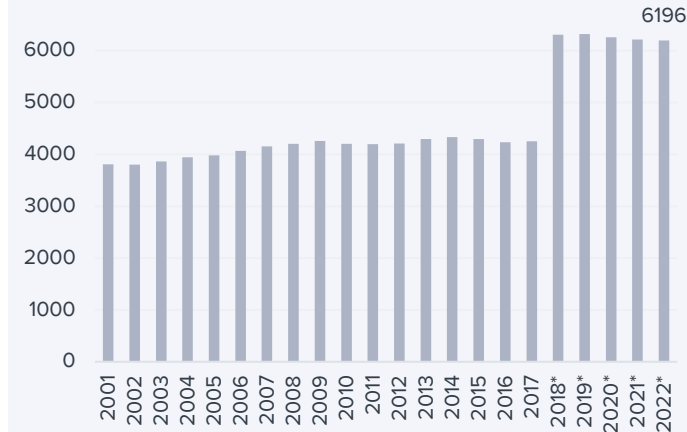
Toinen osa kasvusta tulee transaktiomäärien kasvusta, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä. Koronapandemian seurauksena nähtiin hetkellinen lasku transaktiomäärissä vuonna 2020, joka näkyikin toimialan luvuissa.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

Arviomme mukaan toimialan kasvuajureina toimivat lähivuosina erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti sekä yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistyminen. Yritykset ulkoistavat yhä enemmän tukitoimintojaan (esim. IT) keskittyessään ydinliiketoimintaansa. Tilitoimistoille tämä tarkoittaisi kasvavaa kysyntää controller-, talouspäällikkö- ja HR-asiantuntijapalveluille.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärän kehitys



* Toimialan tilastoyksiköiden joukko on laajentunut ja luvut ovat uuden laskentatavan mukaiset 2018 alkaen. Suurin vaikutus muutoksella oli yhtiöiden lukumäärään. Markkinan kokoon vaikutus oli pieni.

Lähteet: Tilastokeskus, Taloushallintoliitto

Toimiala 2/3

Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jota ajavat digitalisaatio, palveluntarjonnan ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, lainsäädännön muutokset ja yrittäjien eläköityminen. Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo vallitseva käytäntö, suuressa osassa tilitoimistoja paperitositteet ovat edelleen arkipäivää. Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn on edennyt viime vuosina laajalla rintamalla ja tulee vääjäämättä jatkumaan. 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/tilitoimistosuhde voi perinteisesti muodostua hyvin läheiseksi, ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys, mikä selittää toimialan pientä asiakasvaihtuvuutta.

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

Voimakkaasti fragmentoitunut markkina

Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen.

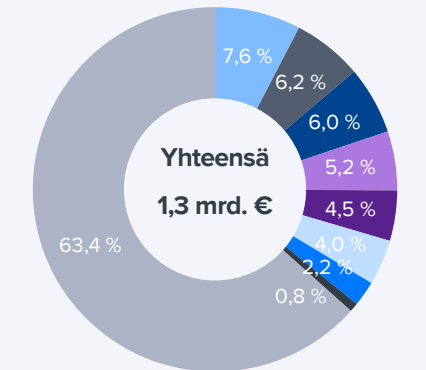
Vuonna 2022 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 6196 yritystä (2021: 6213), missä nousua edelliseen raporttiimme nähden (~4100) selittää raportointitavan muutos. Keskimääräisessä yrityksessä oli vain reilu 2 työntekijää. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan monia pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, sillä näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen, eikä vastata regulaation tuomiin lisävaatimuksiin. Tilitoimistojen lukumäärässä onkin nähty viime vuosina maltillista laskua ja suurimpien yhtiöiden osuus koko markkinasta on kasvanut.

Alan merkittävimpiä toimijoita Suomessa ovat Rantalainen, Accountor, Talenom, Azets, Administer ja Aallon Group sekä julkiseen sektoriin keskittyneet Monetra ja Provincia. Edellä mainitut yhtiöt ovat myös Aallon Groupin keskeisimpiä kilpailijoita Monetraa ja Provinciaa lukuun ottamatta. Myös Greenstep on merkittävä toimija Suomessa, mutta sen liikevaihtoon (2023: 60 MEUR) sisältyy muutakin kuin taloushallintopalveluita. Aallon Group asemoituu liikevaihdon kokoluokaltaan (2023: 32,9 MEUR) markkinalla merkittäväksi haastajaksi suurempia (50-100 MEUR) toimijoita vastaan.

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan edellä mainitut kahdeksan suurta toimijaa pitivät vuonna 2022 hallussaan vain noin 36 % 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 markkinaosuudesta Suomessa 2022 (%)



■ Rantalainen ■ Talenom ■ Accountor
■ Azets ■ Monetra ■ Administer
■ Aallon Group ■ Provincia ■ Muut

Toimiala 3/3

Skaalaetujen merkitys korostuu

Toisin kuin historiassa, nykyaikaiset liiketoimintamallit saavat merkittävää tukea skaalasta. Skaalaedut tukevat 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. Esimerkiksi Talenom in arvion mukaan 10 vuoden päästä kirjanpidon perustehtävistä ei makseta enää oleellisia palkkioita, koska ne on automatisoitu täysin. Asiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittuvat henkilöstöresursseihin, mutta voivat silti olla kokonaiskilpailun kannalta merkittäviä. Lisäksi skaalaetuja on saavutettavissa myynnin ja markkinoinnin alueilla.

Toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Muutospaineet haastavat toimialaa ja asettavat erityisesti pienet tilitoimistot valinnan eteen: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua. 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

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 rajoittunutta toimialalla yhä vallitsevien konservatiivisten käytäntöjen ja tottumusten takia. Tilitoimistojen pieni koko ja toimialan fragmentoituneisuus kuvastavat myös yhtiöiden kohdemarkkinoiden pienuutta. Toisaalta pienien yhtiöiden mahdollisuudet konsolidoida alaa ovat heikot, eivätkä pienemmät yhtiöt pienillä paikkakunnilla ole välttämättä kovin houkuttelevia ostokohteita isommille toimijoille.

Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

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



Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä noin 2-4 %:n vuosivauhtia.
- Valtaosa liikevaihdosta on jatkuvaa / toistuvaa.
- Toimiala on voimakkaasti fragmentoitunut
- Yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, sillä kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille.
- Kilpailu on rauhallista ja alueellista ja panostukset uusasiakashankintaan ovat yleisesti alhaisia. Hintakilpailu on suhteellisen maltillista.
- Asiakassuhteet ovat normaalisti erittäin pitkiä ja asiakaspoistuma johtuu usein yritysostosta tai konkurssista.
- Defensiivisyyden, kasvun ja terveen kannattavuuden ansiosta vahva markkinapositiona toimialalla on erittäin arvokas.
- Konsultointipalveluiden rooli tulee näkemyksemme mukaan nousemaan tulevina vuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan.
- Yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen tilitoimistoille tarjoaa toimialalle potentiaalisen kasvuajurin
- Arviomme mukaan skaalaetujen merkitys tulee korostumaan tulevaisuudessa automatisaation edetessä
- Arviomme mukaan toimialan arvo tulee keskittymään suurille yhtiöille, vaikka toimialan yhtiömäärä voi pysyä korkeana.

Toimiala ja kilpailukenttä Suomessa

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 on omaa teknologiaa ja mahdollisuuksia kehittää sitä

Pienet ja paikalliset tilitoimistot, joiden markkinaosuus tulee laskemaan murroksessa

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 tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu ja kasvava käyttökate-%. Viimeisten neljän vuoden keskimääräinen kasvu (18,5 %) on ollut linjassa tavoitteisiin. Kannattavuus parani vuosina 2020-2022 (EBITA-%: 8,8-10,8 %), mutta heikkeni kustannusinflaatio myötä vuonna 2023 (9,4 %).

Yritysostostrategiassa onnistuminen on Aallon Groupin pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta keskeisin tekijä. Yhtiö on löytänyt yritysostoissa toimivan reseptin, jolla kohteita saadaan ostettua maltilliseen hintaan (EV/EBITDA n. 5x) ja tähän mennessä myös integraatiot ovat sujuneet hyvin. Vaikka vuonna 2023 yhtiöltä nähtiin vain 4 pienempää yritysostoa, on markkinalla yhtiön mukaan edelleen hyvin kohteita tarjolla, ja strategian toteuttamista jatketaan kuten aiemmin.

Teknologiastategia

Aallon Groupin teknologiastategiana on keskittyä omassa järjestelmäkehityksessä asiakasarvoa ja omaa kustannustehokkuutta parantavien järjestelmien kehittämiseen. Liiketoiminnan digitalisointi tehostaa toimintaa ja

vapauttaa kirjanpitäjien aikaa lisäarvopalveluiden tarjoamiseen asiakkaille. Tämä mahdollistaa yhtiölle kannattavuuden asteittaisen skaalautumisen strategian edetessä.

Aallon Group on kehittänyt oman asiakasportaalin (Aallon Portti), joka lanseerattiin helmikuussa 2022 korvaamaan aiempi asiakasportaaali. Aallon Portti tarjoaa asiakkaille yhtenäisen digitaalisen palvelun ja pääsyn taloushallinnon tietokantaan aina tositteisiin saakka. Aallon Portti sisältää tyypillisen pk-yrityksen tarpeisiin kehitetyt taloushallinnon työkalut muun muassa ostolaskujen käsittelyyn, laskutukseen sekä talous- ja palkkahallinnon tietojen ja raporttien selailuun. Lähtökohtana on, että asiakas käyttää Aallon Groupin asiakasportaalaa, joka on integroitu kolmannen osapuolen taustajärjestelmiin eli kirjanpito- ja palkanlaskentajärjestelmiin. Aallon Portin avulla myös kirjanpitäjien toiminta tehostuu, kun rutiinitöitä ja työprosesseja pystytään automatisoimaan.

Kirjanpito tehdään kaupallisilla ohjelmistoilla

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

Käyttämällä valmisohjelmistoja Aallon Group välttää suuret investoinnit, joita oman kirjanpito-ohjelmiston kehittäminen vaatisi. Myös tulevien yrityskauppojen osalta tarve suurille IT-integraatioille on pieni, kun ostettu yritys voi jatkaa nykyisten taustajärjestelmiensä

käyttämistä. Uusiasiakashankinnan kustannukset ovat myös huomattavasti pienemmät, kun asiakasta ei tarvitse integroida uuteen järjestelmään, vaan kirjanpito voidaan hoitaa asiakkaalla jo käytössä olevilla järjestelmillä.

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

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

Teknologiasta strategia

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.

Lähde: Inderes



Strategia 2/3

Yritysostrategia

Aallon Group on tullut tilitoimistomarkkinan konsolidaatiopeliin mukaan pääomasijoittajataustaisista yhtiöistä poikkeavalla tulokulmalla. Yhtiö näkee kilpailuedukseen sen, että tilitoimistoyrittäjien on helpompi liittyä mukaan kaltaiseensa yrittäjähenkiseen yhtiöön kuin myydä yrityksensä esimerkiksi pääomasijoittajalle. Tämä ”pehmeämpi” lähestyminen 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. Esimerkiksi eläköityvä tilitoimistoyrittäjä usein haluaa löytää hyvän jatkajan elämäntyölleen.

Aallon Groupin lähtökohtana on toteuttaa yrityskaupat osittain osakevaihdoilla, mikä mahdollistaa tilitoimistoyrittäjille omistajuuden säilyttämisen. Joissain tapauksissa omistus voi olla pirstoutunut, eikä kaikilla osakkailla ole haluja lähteä enää jatkamaan toimintaa (esim. eläköityminen), jolloin nämä voidaan tarvittaessa lunastaa ulos rahalla.

Suurin osa Aallon Groupin yritysostokohteista on ollut tähän mennessä liikevaihdoltaan 0,5-2 MEUR:n kokoluokassa. Kohteet ovat lähtökohtaisesti olleet myös hyvin kannattavia käyttökatteiden ollessa usein 15-25 %:n haarukassa. Yhtiön koon kasvaessa myös ostokohteiden koon tai määrän tulee kasvaa, jotta prosentuaaliseen kasvutavoitteeseen päästään jatkossakin. Pitkällä tähtäimellä ostokohteiden

määrästä voi muodostua kasvua hidastava tekijä, kun toimialan konsolidaatio on edennyt pidemmälle. Käsityksemme mukaan Suomessa on edelleen noin 1000 tilitoimistoa, jotka työllistävät enemmän kuin pelkän yrittäjän. Näistä noin 300 työllistää yli 5 työntekijää ja ovat yritysostokohteina kiinnostavimpia. Konsolidaatiosta huolimatta keskikokoisten toimistojen lukumäärä on pysynyt käsityksemme mukaan melko vakaana. Tämä kertoo pinnan alla syntyvän uusia kasvavia toimijoita niin orgaanisesti kuin yhdistymisten kautta.

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

Yrityskauppojen synergiat ja skaalaedut

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

Henkilöstön osalta yrityskaupat toimivat osaltaan myös vaihtoehtoina rekrytoinneille, sillä käsityksemme mukaan toimialalla on pulaa osaavista kirjanpitäjistä. Työntekijöiden

näkökulmasta synergioita saadaan siinä, että henkilöstön työkuormaa voidaan tasata eri yksiköiden välillä ja parhaita työtapoja sekä osaamista voidaan jakaa kaikkien yksiköiden kesken. Yritysostoilla on mahdollisuus hankkia myös toimialakohtaista erityisosaamista.

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

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

Yrityskaupoissa selvää arvonluontipotentialia

Aallon Groupilla on hyvät mahdollisuudet kasvaa ja luoda arvoa yritysostoilla, ja yhtiöllä on tässä vaiheessa jo hyvät näytöt strategian toimivuudesta. Paperilla kauppojen omistaja-arvoa luova logiikka on hyvin selkeä, kun matalilla kertoimilla ostettuja yhtiöiden tulosta aletaan hinnoitella pörssissä Aallon Groupin omilla selvästi korkeammilla kertoimilla. Luonnollisesti kauppojen onnistumiseen sisältyy myös riskejä, mutta kokonaisuutena integraatiot ovat tähän mennessä sujuneet yhtiön odotusten mukaisesti. Suurin osa yritysostoista on tehty maltillisilla noin 5x EV/EBITDA-kertoimilla, mikä pienentää riskiä ylihinnan maksamisesta, mikäli ostetun kohteen tulos lähtisikin heikentymään kaupan jälkeen.

Strategia 3/3

Osakevaihdoilla toteutettavat kaupat mahdollistavat kasvun hyvin nopeasti sopivien kohteiden löytyessä, sillä pääomaa kaupan toteuttamiseen ei juurikaan tarvita. Tähän mennessä käteisvastike on kuitenkin vastannut suurinta osaa yhtiön maksamista kauppahinnoista. Arviomme mukaan tämän taustalla on yhtiön halu hillitä osakekannan diluutiota, mikä on mielestämme järkevää. Lähtökohtaisesti kassavirtaposiitivisten palveluyhtiöiden yritysostoissa myös velkavivun käyttö on hyvin perusteltua. Velan hyödyntäminen yritysostoissa kuuluu Aallon Groupin työkalupakkiin, vaikka tähän mennessä yhtiön käytettävissä olevat velkainstrumentit ovat vielä pääosin käyttämättä.

Merkittävimmät riskit yrityskaupoissa liittyvät kohdeyhtiöiden integroimiseen osaksi Aallon Groupia. Integraatiosta voi syntyä odotuksia enemmän kuluja tai yrityskaupan yhteydessä voi ilmetä vaihtuvuutta henkilöstössä tai asiakkaissa. Tähän asti suurempia ongelmia integraatioissa ei ole ilmennyt, mikä nähdäksemme kertoo Aallon Groupin yritysostoprosessien olevan kunnossa.

Näemme myös mahdollisen ”vapaamatkustamisen” lievänä 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 olennaiseksi ongelmaksi. Yhtiö myös etenee yrityskauppaneuvotteluissa pidemmälle vain kohteiden kanssa, joissa yrityskulttuuri sopii yhteen Aallon Groupin kanssa.

Mielestämme Aallon Groupin viime vuosina tekemät kaupat ovat kokonaisuutena luoneet omistaja-arvoa, ja ne ovat tukeneet yhtiön kasvua ja kannattavuutta. Tulokasvu ei ole kuitenkaan vielä heijastunut yhtiön osakekurssiin, ja tämän myötä osakkeen tulos pohjainen arvostus on painunut matalaksi. Uskomme kuitenkin lopulta myös osakekurssin seuraavan perässä, mikäli yhtiö pystyy kurinalaisesti jatkamaan tulevina vuosina strategiansa viitoittamalla tiellä.

Osingonjakopolitiikka

Aallon Groupin osinkopolitiikkana on pyrkiä maksamaan tasaista, kasvavaa osinkoa. Voitonjakoa kuitenkin arvioidaan luonnollisesti vuosittain, ettei se vaaranna yhtiön strategiassa asetettuja tavoitteita. Tilitoimistoliiketoiminta luo vakaata kassavirtaa ja sen investointitarve on matala, joten yhtiöllä on hyvät edellytykset toteuttaa osinkopolitiikkaansa. Osingon taso on kuitenkin riippuvainen yhtiön yritysostostrategian vauhdista. Yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa näemme pääoman allokoinnin yritysostoihin huomattavasti osingonjakoa parempana vaihtoehtona.

Aallon Groupin taloudelliset tavoitteet

- Tilitoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeampi orgaaninen kasvu, jota vauhditetaan yritysostoin
- Keskipitkällä aikavälillä keskimäärin 15-20 %:n liikevaihdon vuosittainen kasvu
- Keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökate-% (2023: 15,1 %)
- Tavoitteena maksaa tasaista, kasvavaa osinkoa

Aallon Groupin yritysostostrategia tiivistettynä

Yrittäjähenkkinen kulttuuri

- Tilitoimistoyrittäjille matalampi kynnyksellinen liittyä
- Yrittäjähenkisyys kilpailuetu pääomasijoittajia vastaan kilpailtaessa ostokohteista
- Liittyminen osittain osakevaihdoilla, jotta omistajuus säilyy

Integraation synergiahyödyt

- HR, markkinointi, teknologiakehitys, skaalaedut

Kasvun mahdollistaminen

- Näkyvyys
- Investointikyky
- Kyky palvella suurempia asiakkaita

Omia arvostuskertoimia alempi arvostus

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

Aallon Groupin yrityskaupat

Aallon Groupin yrityskaupat

Ajankohta	Kohde	Paikkakunta	Liikevaihto (MEUR)	Kannattavuus	EV (MEUR)	EV/S	EV/EBIT	EV/EBITDA
9/2019	eControllers	Helsinki	0,50	EBIT 31 %	0,49	1,0	3,1	
11/2019	Avion Oy	Helsinki	0,50	EBIT 38 %	0,64	1,3	3,4	
6/2020	Tili-Koivu Oy	Turku	1,92	EBITDA 20 %	2,00	1,0		5,2
9/2020	Akipo Oy	Turku	0,19	neg.	0,08	0,4		
1/2021	Kympykirjanpito Oy	Tampere	1,47	EBITDA 14 %	1,10	0,7		5,2
1/2021	TalousNosturi Oy	Helsinki	1,00	EBITDA 15 %	0,80	0,8		5,3
3/2021	J.A. Castrén Oy	Oulu	0,26	EBITDA 19 %	0,24	0,9		4,8
4/2021	Rätinki-Yhtiöt Oy	Oulu	2,30	EBITDA 17 %	3,01	1,3		7,5
5/2021	Aboma Control Oy	Helsinki	0,93	EBITDA 24 %	1,05	1,1		4,8
11/2021	Hulkkonen Consulting	Jyväskylä	0,46	EBITDA 23 %	0,48	1,0		4,6
11/2021	Forssi Oy	Kemi	0,10	-	-			
12/2021	Tilipalvelu Marja-Leena	Äänekoski	0,12	-	-			
1/2022	Rakennus-Rätinki Oy	Oulu	0,50	EBITDA 25 %	0,63	1,3		5,0
2/2022	Tiliamppari Oy	Helsinki	0,70	EBITDA 28 %	0,91	1,3		4,6
2/2022	Kasvun Kaverit Oy (20%)	Rovaniemi	-	-	-			
3/2022	HM-Tilipalvelu Oy	Helsinki	0,99	EBITDA 22%	1,07	1,1		4,9
4/2022	Pirkkalan Tilitoimisto Ky	Tampere	0,30	-	-			
9/2022	Peca Oy	Oulu	0,25	-	-			
11/2022	Meritili Oy	Kotka	0,45	EBITDA 14 %	0,30	0,7		4,6
12/2022	Rousu Oy	P-Pohjanmaa	1,13	EBITDA 19 %	0,97	0,9		4,5
4/2023	TulotAn Oy	Lahti	0,27	-	-			
4/2023	Rätinki Kainuu Oy	Sotkamo	0,20	-	-			
6/2023	Tiliborg Oy	Joensuu	0,33	-	-			
10/2023	Tili-Counter Oy	Helsinki	0,15	-	-			
3/2024	Kasvun Kaverit Oy	Rovaniemi	0,95	-	-			

Taloudellinen tilanne 1/2

Yritysostrategia kiihdyttänyt kasvua viime vuosina

Aallon Groupin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 12,5 % vuodessa 2015-2023 välillä. Vuosina 2015-2020 kasvu oli hieman rauhallisempaa (keskimäärin 8,2 %) ja sitä ajoi pitkälti uudet asiakkuudet sekä hinnankorotukset. Vuosina 2021 ja 2022 kasvu kiihtyi merkittävästi (+34 % ja +19 %), kun yritysstrategia alkoi heijastumaan yhtiön lukuihin toden teolla. Vuonna 2023 jatkui reippaana (+12 %) yritysostojen tukemana. Organisaation liikevaihdon kasvu hidastui koronapandemiassa, mutta piristyi vuosina 2022-2023 3-4 %:n tasolle.

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

Kannattavuudessa pitkällä aikavälillä vielä selvää parantamisen varaa

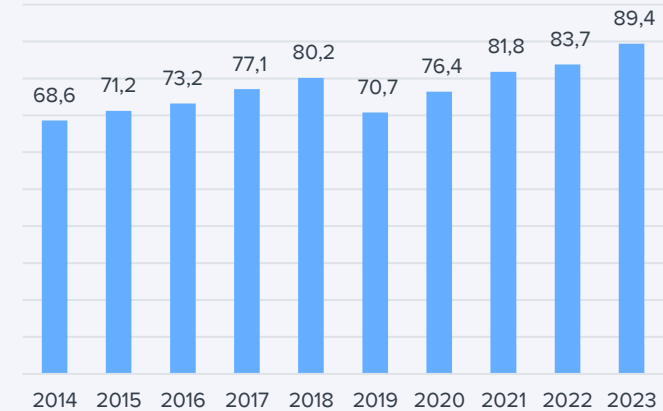
Aallon Groupin historiallisen kannattavuuden vertailua vaikeuttaa yhtiön siirtyminen IFRS-kirjanpitoon vuonna 2023 (IFRS-luvut saatavilla 2022 alkaen). Tämä nostatti selvästi käyttökatetta vuokrakulujen siirtyessä muista kuluista poistoihin. IFRS16:n myötä yritysostojen mukana tulevaa liikearvoa ei enää poisteta,

mutta sen sijaan asiakassuhteisiin liittyvää aineetonta omaisuutta poistetaan. Yritysostoihin liittyvät poistot ovat kuitenkin nyt huomattavasti FAS-kirjanpidon aikaa pienempiä (n. 0,6 MEUR) vuodessa).

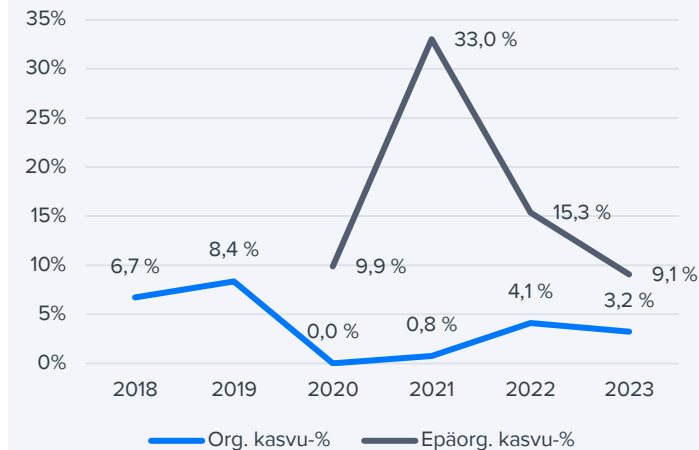
EBITA on kuitenkin varsin vertailukelpoinen mittari. Vuoden 2019 listautumisen jälkeen heikentyneen kannattavuuden jälkeen Aallon Groupin EBITA-% parani vuoden 2020 8,8 %:sta asteittain 10,8 %:iin vuonna 2022 kasvaneen kokoluokan tuomien skaalaetujen, kannattavuutta tukevien yritysostojen sekä sähköisessä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

Isossa kuvassa pidämme Aallon Groupin viime vuonna nähtyä kannattavuustasoa vasta kohtalaisena. Mielestämme tiloimistoalan kontekstissa ja Aallon Groupin kasvavan kokoluokan mahdollistamat skaalaedut huomioiden ainakin 15 %:n EBITA-marginaali pitäisi olla pitkällä aikavälillä saavutettavissa oleva taso hyvällä strategian toteuttamisella. Esimerkiksi Talenomien Suomen liiketoiminnan liikevoittomarginaali on pyörinyt noin 20 %:n tuntumassa.

Liikevaihto/työntekijä (TEUR, Inderesin arvio)



Liikevaihdon kasvun jakauma (Inderesin arvio)



Taloudellinen tilanne 2/2

Kustannusrakenne

Aallon Groupin kulurakenne koostuu palveluyhtiölle tyypillisesti pääasiassa henkilöstökuluista, joten kulurakenne on ainakin lyhyellä aikavälillä melko kiinteä. Henkilöstökulut olivat vuonna 2023 noin 63 % liikevaihdosta. Yhtiön teknologiakehitykseen liittyvät henkilöstökulut näkyvät pääosin suoraan tuloslaskelmassa, sillä yhtiön taseeseen aktivoimat kehitykset ovat erittäin pienet. Henkilöstökulut ovat pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan parhaiten skaalautuva kuluerä, kun digitalisaatio tehostaa kirjanpitiäjen työprosesseja.

Materiaalit ja palvelut koostuu pääosin ohjelmistokuluista ja muista asiakkailta veloitetuista kuluista. Lisäksi se sisältää alihankintaan liittyviä kuluja, kun pieni osa kirjanpitiäjästä ei ole suorassa työsuhteessa Aallon Groupin kanssa. Materiaalit ja palvelut olivat vuonna 2023 3,8 MEUR eli noin 11,4 % liikevaihdosta. Kuluerä tulee todennäköisesti kasvamaan tulevina vuosina liikevaihdon kasvun mukana, ja sen suhteellinen osuus voi myös nousta jonkin verran sähköiseen taloushallintoon siirtyvien asiakkaiden osuuden kasvun myötä.

Liiketoiminnan muut kulut olivat viime vuonna 10,8 % liikevaihdosta. Tässä kuluerässä on mielestämme lievää skaalautumispotentiaalia yhtiön kokoluokan kasvaessa.

Aallon Groupin poistot olivat vuonna 2023 2,5 MEUR tai 7,6 % liikevaihdosta. Poistotaso on noussut merkittävästi IFRS16-siirtymän myötä, sillä vuokrat näkyvät nykyään tuloslaskelmassa

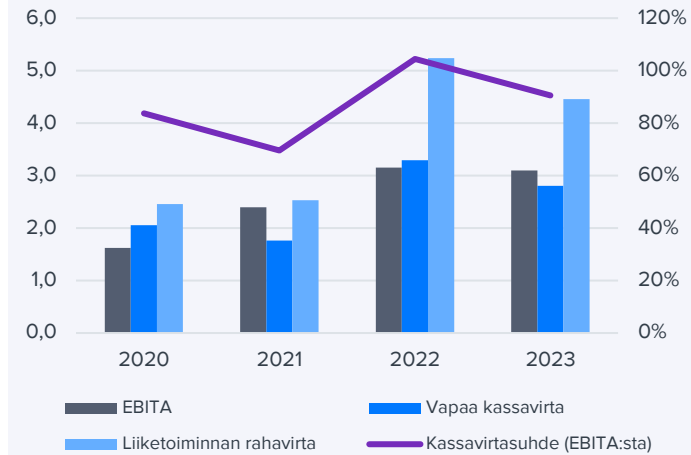
pääasiassa täällä muiden kulujen sijaan. Lisäksi yrityskauppoihin liittyvät poistot asiakassopimuksista kohottavat poistotasoa, joka muilta osin on hyvin matala.

Tase ja rahoitusasema

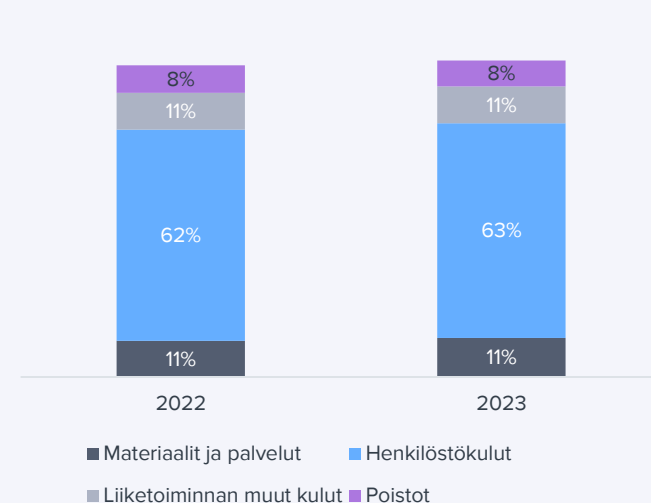
Aallon Groupin taserakenne on yksinkertainen ja yhtiön rahoitusasema vahvalla pohjalla. 2023 lopussa omavaraisuusaste oli 52 % ja tase näennäisesti lievästi nettovelan puolella (gearing 8 %). Tässä tulee kuitenkin huomioida vuokrasopimusvelat, mistä oikaistuna tase on selvästi nettokassan puolella (noin 2,7 MEUR). Vahva tase yhdistettynä tilitoimistoliiketoiminnan vakaaseen kassavirran luontikykyyn mahdollistaa kasvupanostukset, yritysostot sekä osinkojen maksamisen. Aallon Groupin vapaa kassavirta on viime vuosina heijastellut pitkälti yhtiön raportoimaa EBITA-liikevoittoa.

Taseen loppusumma oli 2023 lopussa 27,7 MEUR. Liikearvo muodosti 10,1 MEUR taseesta ja muut aineettomat hyödykkeet olivat 5,1 MEUR. Aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä (vuokrasopimukset) taseessa oli 4,6 MEUR. Lyhytaikaisia saamisia oli 3,6 MEUR ja kassaa 4,1 MEUR. Taseen vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (14,5 MEUR), korottomista veloista (6,6 MEUR), vuokrasopimusveloista (3,9 MEUR), laskennallisista verovelosta (1,4 MEUR) sekä korollisesta velasta (1,4 MEUR).

Kassavirran kehitys (MEUR)*



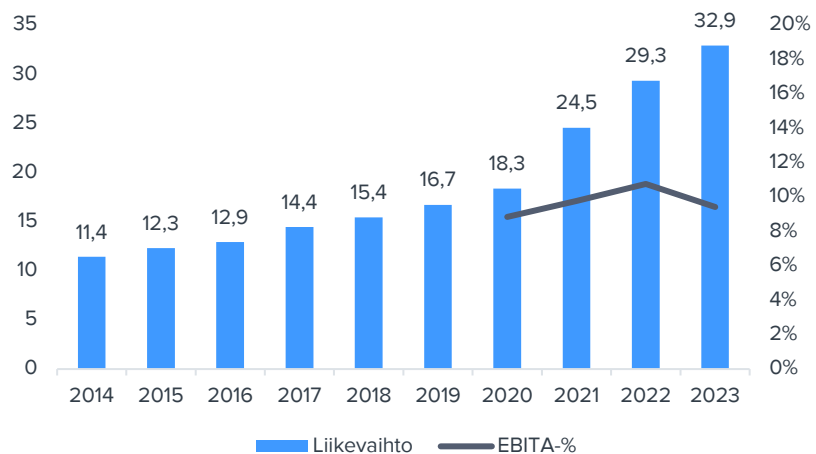
Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)**



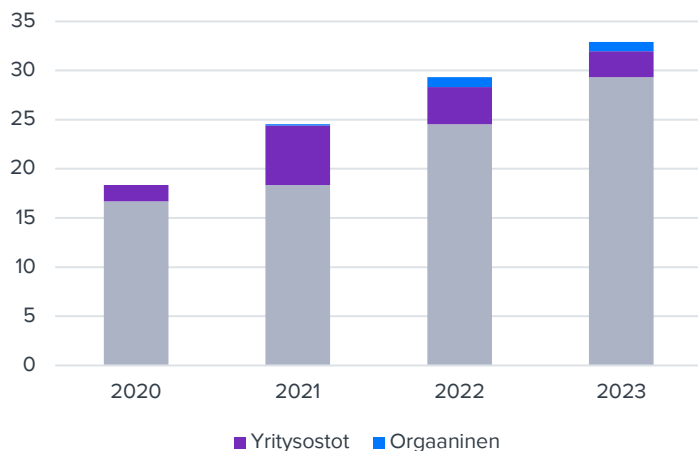
Lähde: Inderes, *Liiketoiminnan rahavirta ei vertailukelpoinen, kun 2022 alkaen luvut IFRS:n mukaisia **Aiempien vuosien kulurakenne ei vertailukelpoinen IFRS-siirtymän vuoksi

Taloudellinen tilanne

Liikevaihto ja kannattavuus



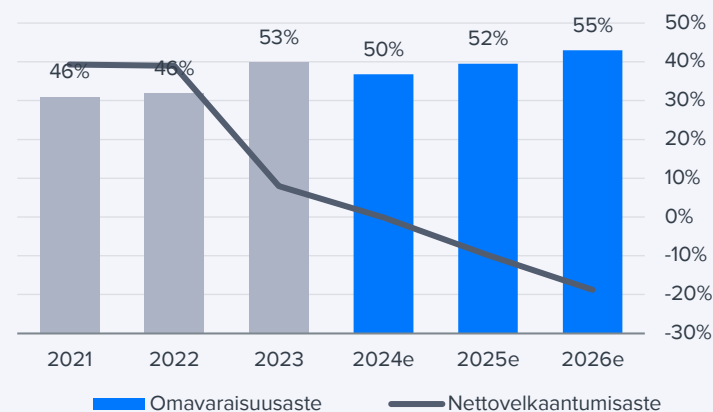
Liikevaihdon kasvun jakama



Tase 2023 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

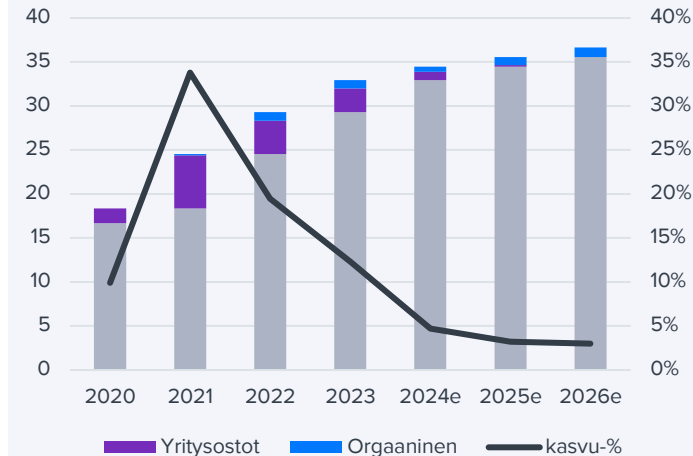
Emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme tämän raportin yhteydessä. Aallon Groupin keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu. Kasvutavoite koostuu toimialan keskimääräistä kasvua (arviomme mukaan noin 2-4 %) nopeammasta orgaanisesta kasvusta sekä yritysostojen tuomasta epäorgaanisesta kasvusta. Ennusteemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun ja jo tehtyihin yrityskauppoihin, sillä tulevien yritysostojen mallintaminen on mahdotonta ilman näkyvyyttä kauppohenkilökunnan ja ehtoihin. Yritysostoja kuitenkin nähdään todennäköisesti jatkossakin säännöllisen epäsäännöllisesti, mikä kannattaa pitää mielessä ennusteita tarkasteltaessa.

Aallon Groupilla on historiasta näyttöjä hyvästä orgaanisesta kasvusta, mutta lyhyellä tähtämällä odotuksemme ovat varovaisia heikosta talousympäristöstä johtuen. Erityisesti hiljentyvät transaktiotuotot sekä mahdollisesti kohoava asiakaspoistuma jossain määrin jarruttavat orgaanista kasvua. Tilitoimistomarkkinan jälkisyklisen luonteen vuoksi heikentyvän talouden vaikutukset heijastuvat myös vasta viiveellä liiketoiminnan kehitykseen, kuten nähtiin myös koronakriisissä. Samalla lähes kokonaan jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli antaa hyvin pohjaa liikevaihtoennusteille. Kaiken kaikkiaan nykyiset orgaaniset kasvuennusteemme eivät mielestämme vaadi yhtiöltä ihmetekoja hinnankorotusten tai uusasiakashankinnan suhteen.

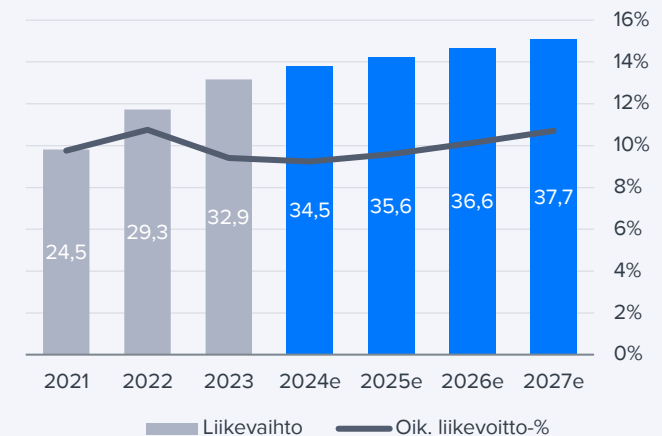
Kannattavuuden osalta Aallon Groupin tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökatemarginaali ja vuosina 2021-2022 kannattavuus kehittyi oikeaan suuntaan. Vuonna 2023 kustannusinflaatio kuitenkin heikensi kannattavuutta, emmekä odota tänä vuonna tilanteeseen parannusta ilman orgaanisen kasvun selvää kiihdyttämistä. Yhtiön kokoluokan myötä kasvavat skaalaeduct ja digitalisaation ansiosta tehostuvat prosessit antavat mielestämme kuitenkin hyvät edellytykset kannattavuuden parantamiselle pitkällä aikavälillä. Usein ostettujen tilitoimistojen kannattavuus on myös ollut Aallon Groupia paremmalla tasolla, minkä pitäisi myös tukea asteittaista marginaaliparannusta.

Viime vuosien inflaatioympäristössä palkankorotuspaineet ovat kuitenkin koholla, mikä aiheutti viime vuonna painetta marginaaleihin muun yleisen kulutason nousun myötä. Uskomme Aallon Groupin pystyvän vastaamaan kustannusinflaatioon pitkällä aikavälillä omaa operatiivista tehokkuutta parantamalla sekä hinnankorotuksilla. Kokonaisuutena emme odota tällä hetkellä erityisen voimakasta kannattavuusparannusta keskipitkällä aikavälillä, joten hyvässä skenaariossa ennusteissa voisi olla vielä nousuvaraa. Kannattavuuden heikentyminen H2'23:lla tuli kuitenkin negatiivisena yllätyksenä, ja mielestämme kannattavuusoletuksissa on syytä käyttää varovaisuutta, kunnes liiketoiminnan skaalautumisesta saadaan konkreettisia todisteita.

Liikevaihdon kasvun jakama



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/2

Vuoden 2024 ennusteet

Aallon Group ei ole antanut erillistä numeerista ohjeistusta tälle vuodelle, vaan aiempien vuosien tavoin viittaa pyrkivänsä edistämään taloudellisten tavoitteidensa mukaista kehitystä. Yhtiön kommentit H2-raportin yhteydessä viittasivat siihen, ettei yhtiön odotuksissa ole nopeaa talouden elpymistä tänä vuonna. Siten orgaanisen kasvun osalta odotukset on syytä pitää hyvin maltillisina.

Ennustamme Aallon Groupin vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan 4,7 % 34,5 MEUR:oon, mistä orgaanista kasvua on 1,7 %-yksikköä. Odotamme hinnankorotusten ja uusasiakashankinnan tukevan maltillista kasvua, kun taas heikossa talousympäristössä laskevat transaktiotuotot jarruttavat kehitystä.

Tänä vuonna kannattavuusparannus on tiukassa vaimeassa orgaanisen kasvun ympäristössä, sillä lähtökohtaisesti yhtiö tekee hinnankorotuksia kompensoidakseen palkkojen nousua. EBITA-marginaalin ennustamme pysyttelevän tänä vuonna vakaana 9,2 %-ssa (2023: 9,4 %). Keskipitkällä aikavälillä yhtiön kokoluokan myötä kasvavat skaalaedut ja digitalisaation ansiosta tehostuvat prosessit antavat mielestämme hyvät edellytykset asteittaiselle kannattavuuden parantamiselle.

Aallon Groupin rahoituskulut (2024e -0,2 MEUR) liittyvät pääasiassa IFRS16:n mukaisesti vuokrasopimuksista aiheutuviin kuluihin. Nämä ja verot vähentämällä päädyimme 0,65 euron oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen, josta on oikaistu yrityskauppojen asiakassuhteisiin liittyvät

poistot (2024e -0,6 MEUR). Näillä ei ole kassavirtavaikutusta.

Vuosien 2025-2027 ennusteet

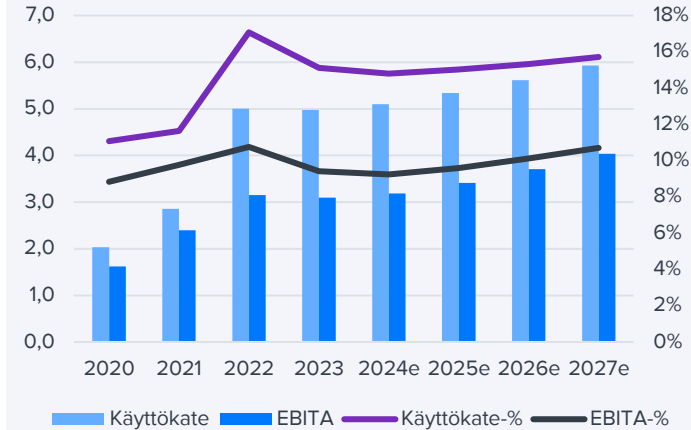
Vuodelle 2025 ennustamme 2,6 %:n kasvua ja viimeisimmän Kasvun kaverit –yritysjärjestelyn häntä nostaa kokonaiskasvun 3,2 %:iin. Vuosille 2026-2027 ennustamme 3,0 %:n kasvua. EBITA-marginaalin ennustamme asteittain paranevan 9,6 %:sta 10,7 %:iin vuoteen 2027 mennessä.

Käyttökate-asteella kannattavuus nousee noin 15 %:sta 16 %:iin, mikä on vielä selvästi alle vuonna 2022 saavutetun 17,9 %:n vertailukelpoisen marginaalin. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi kuitenkin olla edellytyksiä ainakin tämän tason kannattavuuteen pitkällä aikavälillä yhtiön strategian edetessä hyvin eteenpäin. Parhaimmillaan näkisimme käyttökatteella olevan edellytyksiä nousta jopa yli 20 %:n tasolle.

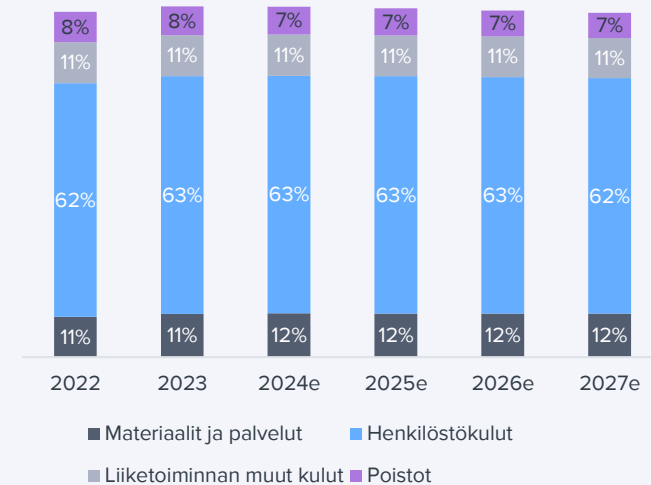
Osinkoennusteet

Aallon Groupin tavoitteena on jakaa tasaista ja kasvavaa osinkoa. Tilikaudelta 2023 yhtiö maksoi 0,22 euron osakekohtaisen osingon ja odotamme osinkoon vuosittaista sentin korotusta keskipitkällä aikavälillä. Arviomme mukaan lähivuosien osingon taso on paljon kiinni siitä, kuinka paljon yhtiö allokoii pääomiaan yritysostoihin. Näkemyksemme mukaan järkevintä olisi pyrkiä allokoimaan pääomia mahdollisimman paljon yritysostostrategian toteuttamiseen.

Kannattavuuden kehitys*



Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	24,5	29,3	17,6	15,4	32,9	18,4	16,0	34,5	35,6	36,6	37,7
Käyttökate	2,9	5,0	3,3	1,7	5,0	3,3	1,8	5,1	5,3	5,6	5,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-2,4	-1,2	-1,3	-2,5	-1,3	-1,3	-2,5	-2,6	-2,5	-2,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	3,2	2,4	0,7	3,1	2,3	0,8	3,2	3,4	3,7	4,0
Liikevoitto	1,5	2,6	2,1	0,4	2,5	2,0	0,5	2,6	2,8	3,1	3,4
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	1,3	2,5	1,9	0,3	2,2	1,9	0,4	2,4	2,6	2,9	3,2
Verot	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,9	2,0	1,5	0,25	1,8	1,6	0,35	1,9	2,0	2,3	2,5
EPS (oikaistu)	0,48	0,66	0,47	0,14	0,61	0,48	0,17	0,65	0,68	0,74	0,81
EPS (raportoitu)	0,24	0,53	0,39	0,06	0,45	0,40	0,09	0,49	0,52	0,58	0,65

Tunnusluvut	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	33,8 %	19,5 %	13,1 %	11,3 %	12,3 %	4,9 %	4,5 %	4,7 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,5 %	31,7 %	14,9 %	-34,6 %	-1,7 %	-2,6 %	21,1 %	2,7 %	7,1 %	8,7 %	8,9 %
Käyttökate-%	11,6 %	17,1 %	18,8 %	10,9 %	15,1 %	17,9 %	11,2 %	14,8 %	15,0 %	15,3 %	15,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,8 %	10,8 %	13,7 %	4,5 %	9,4 %	12,7 %	5,2 %	9,2 %	9,6 %	10,1 %	10,7 %
Nettotulos-%	3,8 %	6,9 %	8,7 %	1,6 %	5,4 %	8,4 %	2,2 %	5,5 %	5,7 %	6,2 %	6,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	22,7	20,0	20,0	19,5	19,1
Liikearvo	9,8	10,1	10,6	10,6	10,6
Aineettomat hyödykkeet	5,6	5,1	4,5	4,0	3,6
Käyttöomaisuus	7,2	4,6	4,7	4,7	4,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	6,4	7,7	11,2	12,6	13,9
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,6	3,6	3,9	4,1	4,2
Likvidit varat	2,9	4,1	7,3	8,5	9,7
Taseen loppusumma	29,2	27,7	31,1	32,1	33,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	13,5	14,5	15,6	16,7	18,0
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,6	3,5	4,6	5,7	7,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	10,8	10,9	10,9	10,9	10,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,4	5,0	7,2	6,8	6,2
Laskennalliset verovelat	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	6,1	3,6	5,8	5,4	4,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	8,3	8,3	8,4	8,6	8,8
Korolliset velat	2,0	1,7	1,5	1,5	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,3	6,6	6,9	7,1	7,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	29,2	27,7	31,1	32,1	33,1

Arvonmääritys 1/2

Sijoitusnäkemys

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

Aallon Groupin osakkeen omistaminen vaatii luottamusta yhtiön johtoon ja sen kykyyn toteuttaa yritysostostrategiaa menestyksekkäästi. Näytöt viime vuosilta ovat tämän suhteen lupaavia, ja yhtiö on löytänyt toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja saadaan ostettua maltillisilla arvostuskertoimilla. Nämä järjestelyt ovat myös heijastuneet yhtiön numeroihin tulospainon muodossa. Viime vuoden aikana hidastunut järjestelytahti ja kustannusinflaation myötä heikentynyt kannattavuus toivat kuitenkin särön lyhyen aikavälin tulospainon H2-raportissa. Arvioimme tämän painavan yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa, kunnes näyttöjä paranevasta suorittamisesta aletaan jälleen saada. Osakkeen maltillinen arvostus yhdistettynä yritysostostrategian arvonluontipotentiaaliin tekee tuotto/riski-suhteesta tällä hetkellä silti kiinnostavan.

Arvostuskertoimet näyttävät maltillisilta

Ennusteillamme Aallon Groupin vuoden 2024

oikaistu P/E-kerroin on 13x ja EV/EBIT 10x. IFRS16-veloista oikaistu EV/EBITA-kerroin on puolestaan 9x. Nämä ovat mielestämme maltillisia tasoja Aallon Groupin kaltaiselle defensiiviselle kasvuyhtiölle, jolla on hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa johdonmukaisella yritysostostrategialla. Vuoden 2023 vapaaseen kassavirtaan suhteutettuna kassavirtakerroin on noin 11,5x, mikä vastaa 8,7 %:n kassavirtatuottoa. Taso näyttää maltilliselta, sillä keskipitkällä aikavälillä Aallon Groupilla on selkeää potentiaalia kasvattaa osakekohtaista vapaata kassavirtaansa.

Nykyisellä osakekursilla lähivuosien osinkotuotot ovat kohtuullisella noin 3 %:n tasolla ennustamallamme 40-47 %:n osingonjakosuhteella. Tämä osaltaan tukee osakkeen tuotto-odotusta.

Aallon Groupin EV/Liikevaihto-kerroin vuodelle 2024 on 0,9x mikä on hyvän kasvu- ja kannattavuuspotentiaalin omaavalle palveluyhtiölle mielestämme maltillinen taso. Yhtiön liikevaihto on myös lähes kokonaan jatkuvaluonteista, mikä tukee liikevaihtopohjaista arvostusta suhteessa projektivetoisiin palveluyhtiöihin.

Käypä arvo

Mielestämme Aallon Groupia voitaisiin hinnoitella normaalissa markkinaympäristössä noin 15x-17x oikaistulla P/E-kertoimella. Yhtiön jatkuvaluonteinen liiketoiminta sekä vahva kassavirta tukevat mielestämme pörssin keskimääräistä tasoa korkeampia kertoimia. Vuosien 2024-2025 ennusteisiin soveltaen tämä tarkoittaisi noin 10,0-11,5 euron käypää arvoa.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,20	8,20	8,20
Osakemäärä, milj. kpl	3,92	3,92	3,92
Markkina-arvo	32	32	32
Yritysarvo (EV)	32	30	29
P/E (oik.)	12,7	12,1	11,1
P/E	16,9	15,8	14,1
P/B	2,1	1,9	1,8
P/S	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	6,3	5,7	5,1
EV/EBIT (oik.)	10,1	8,9	7,7
Osinko/tulos (%)	47,3 %	46,2 %	42,9 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,9 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/2

Mielestämme nykyisessä talous- ja korkoympäristössä sekä H2:n tulospettymyksen jäljiltä hyväksyttävä kerroin on lyhyellä aikavälillä lähempänä haarukan alalaitaa tai jopa jonkin verran sen alapuolella. Näemme kuitenkin strategian edetessä ja markkinatilanteen piristytessä osakkeen alkavan jälleen heijastella käypää arvoaan.

DCF-kassavitalaskelma

Aallon Groupin liiketoiminnan vakaan luonteen ansiosta kassavitalaskelma on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä. Kassavitalaskelmamme mukainen Aallon Groupin oman pääoman arvo on 44 MEUR eli noin 11,3 euroa per osake.

Pitkän aikavälin ennusteissa oletamme vuosina 2028-2032 liikevaihdon kasvuvauhdin tasaantuvan 3 %:sta 2 %:iin. Vuodesta 2033 eteenpäin odotamme ikuisuuskasvun olevan 2 %. Kannattavuuden osalta emme odota merkittävä skaalautumista pitkällä aikavälillä. EBITA-marginaali on ennusteessamme noin 11 %:n tasolla. Ikuisuusoletuksemme liikevoittomarginaalille on 10,5 %.

Pääoman kustannuksen (WACC) olemme asettaneet mallissa 8,6 %:iin ja oman pääoman tuottovaade on 9,2 %:ssa. Mielestämme nämä tasot ovat hyvin perusteltuja nykyisessä korkoympäristössä Aallon Groupin matala riskiprofiili huomioiden. Keskipitkällä aikavälillä tuottovaateessa voisi olla myös lievää laskuvaraa yhtiön kokoluokan kasvaessa. Tällä hetkellä yhtiön pieni koko ja heikko likviditeetti nähdäksemme vielä nostavat tuottovaadetta.

Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmissamme 55 %, mikä on melko kohtuullinen taso. Kaiken kaikkiaan DCF-mallin indikoima arvo tukee näkemystämme Aallon Groupin nykyisestä käyvästä arvosta.

Verrokkiryhmä

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

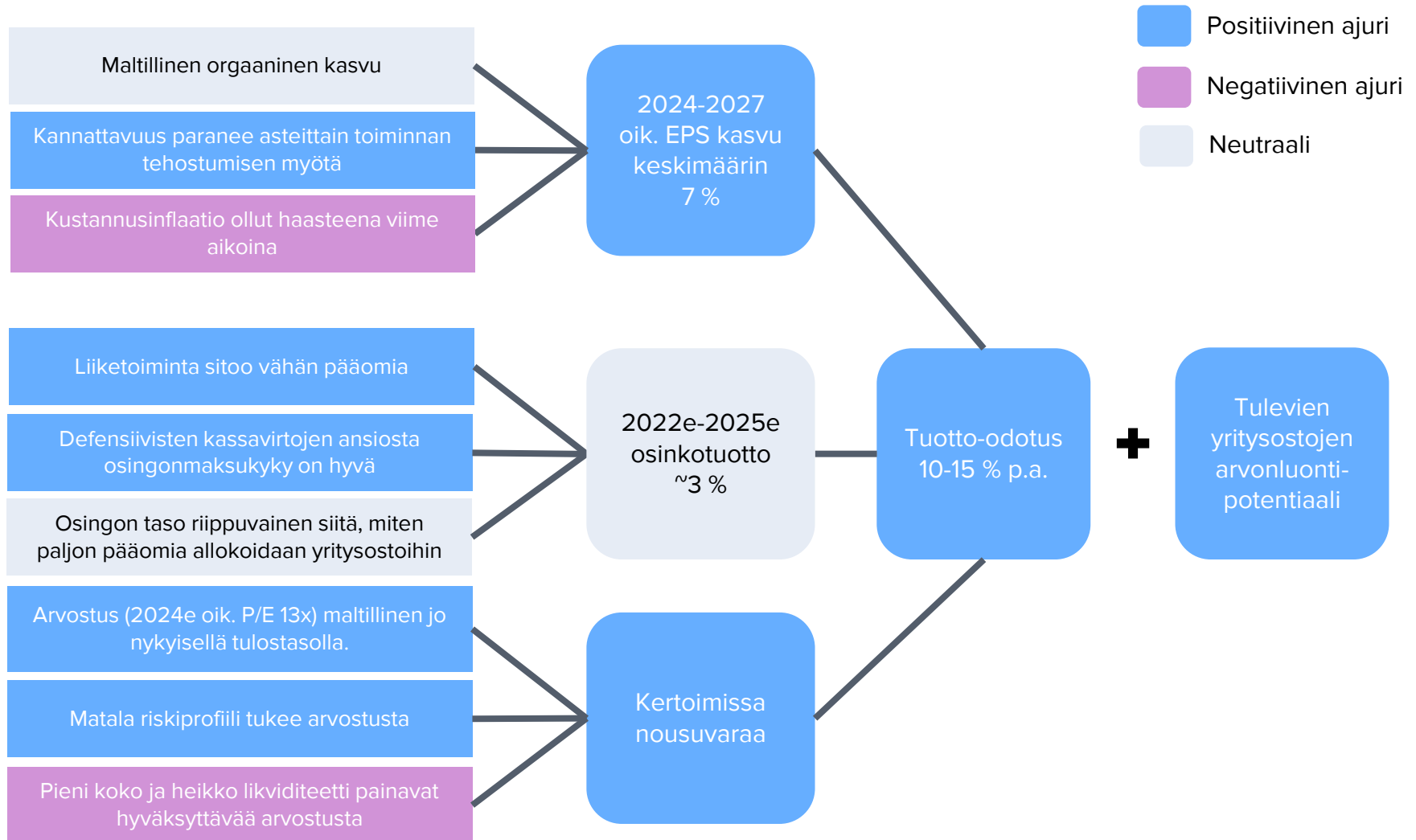
Aallon Groupia hinnoitellaan vuoden 2024 P/E-kertoimella 6 % ja EV/EBIT-kertoimella 14 % alle verrokkiryhmän mediaanin. Vuoden 2024 EV/Liikevaihto-kertoimella Aallon Groupia hinnoitellaan 12 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Näkemyksemme mukaan premio mediaanitasoon nähden on perusteltua lähes kokonaan jatkuvaluonteisesta liiketoimintamallista sekä keskivertyyhtiöön nähden hieman paremmasta kannattavuusprofiilista johtuen.

Aallon Groupin tilitoimistoverrokeista Talenomia

hinnoitellaan vuodelle 2024 melko korkealla 23x EV/EBIT-kertoimella. Talenomin tapauksessa yhtiön voimakkaat kansainvälistymispanostukset painavat tällä hetkellä yhtiön tulosta, mikä osaltaan kohottaa kertoimia. Yhtiö profiloituu osaltaan myös teknologia-yhtiöksi, jonka vuoksi markkina katsoo yhtiötä hieman erilaisten lasien läpi kuin tavallisia palveluyhtiötä. Lisäksi Talenom on kokoluokaltaan vielä selvästi Aallon Groupia suurempi toimija, mikä puoltaa yhtiön preemiohinnoittelua.

Tulosikäennettä tekevä Administerin vuoden 2024 kertoimet ovat melko neutraaleja (EV/EBIT 12x), mutta tällä hetkellä erilaisten kehitysvaiheiden vuoksi kertoimet eivät ole suoraan verrannollisia Aallon Groupin kanssa. Liikevaihtokertoimella Administeria (0,6x) hinnoitellaan selvästi Aallon Groupia matalammalla arvostuksella heijastellen yhtiön viime vuosina kohtaamia kannattavuushaasteita.

Aallon Groupin osakkeen ajurit

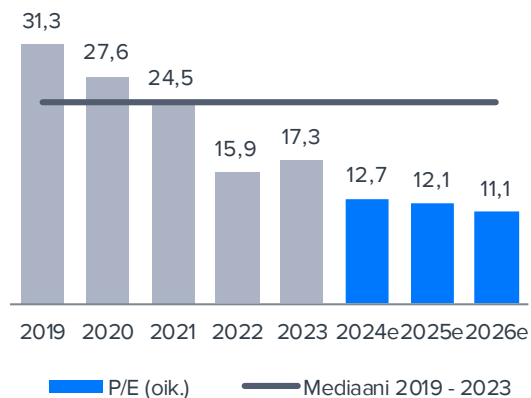


Arvostustaulukko

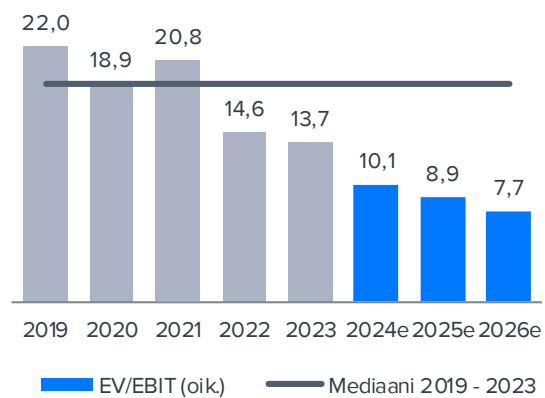
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,7	9,96	11,8	10,5	10,6	8,20	8,20	8,20	8,20
Osakemäärä, milj. kpl	3,57	3,63	3,83	3,87	3,91	3,92	3,92	3,92	3,92
Markkina-arvo	38,6	36,1	45,2	40,8	41,3	32,1	32,1	32,1	32,1
Yritysarvo (EV)	32,8	30,6	49,7	46,1	42,5	32,1	30,5	28,7	26,8
P/E (oik.)	31,3	27,6	24,5	15,9	17,3	12,7	12,1	11,1	10,1
P/E	38,6	37,6	48,7	19,9	23,2	16,9	15,8	14,1	12,6
P/B	4,5	4,1	4,0	3,0	2,8	2,1	1,9	1,8	1,6
P/S	2,3	2,0	1,8	1,4	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	2,0	1,7	2,0	1,6	1,3	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	17,8	15,0	17,4	9,2	8,5	6,3	5,7	5,1	4,5
EV/EBIT (oik.)	22,0	18,9	20,8	14,6	13,7	10,1	8,9	7,7	6,6
Osinko/tulos (%)	66,3 %	73,2 %	82,5 %	40,3 %	48,5 %	47,3 %	46,2 %	42,9 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	1,7 %	2,0 %	2,1 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %	3,2 %

Lähde: Inderes

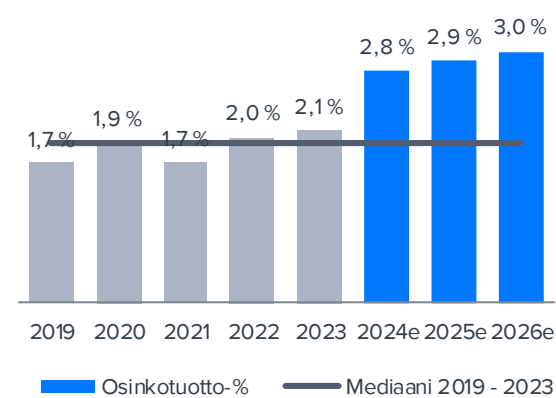
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

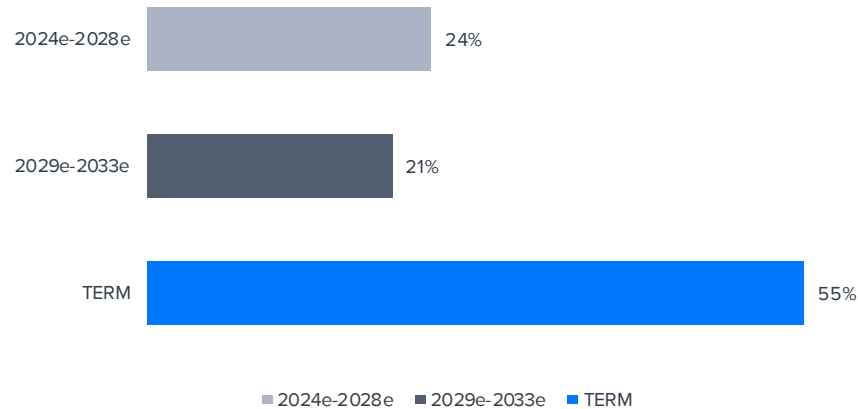
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e
Talenom	247	330	23,3	16,4	9,0	7,6	2,5	2,3	32,6	20,2	3,7	3,9
Administer	36	47	12,2	7,2	8,1	5,3	0,6	0,6	15,8	8,8	1,9	3,4
Fondia	27	23	9,5	7,3	7,4	6,0	0,8	0,7	13,7	11,1	5,0	5,8
Solwers	37	57	11,7	10,3	6,8	6,1	0,7	0,7	12,9	11,8	2,0	2,2
Sitowise	99	176	12,9	8,1	7,2	5,3	0,9	0,8	13,4	7,7	2,2	3,9
Gofore	372	347	12,8	10,7	11,1	9,4	1,8	1,5	17,1	14,6	2,1	2,4
Digia	141	155	8,3	7,0	6,8	5,8	0,8	0,7	10,4	8,9	3,6	4,0
Netum Group	34	39	8,9	8,3	8,5	7,9	0,8	0,8	11,9	9,9	5,3	6,0
Siili Solutions	75	75	8,3	7,0	5,8	5,1	0,6	0,6	11,8	10,0	3,2	3,8
Kelly Partners Group	192	248			12,3	10,6	4,1	3,6	37,1	30,7	1,6	2,0
Aallon Group (Inderes)	32	32	10,1	8,9	6,3	5,7	0,9	0,9	12,7	12,1	2,8	2,9
Keskiarvo			12,0	9,1	8,3	6,9	1,4	1,2	17,7	13,4	3,1	3,7
Mediaani			11,7	8,1	7,7	6,0	0,8	0,8	13,6	10,6	2,7	3,8
Erotus-% vrt. mediaani			-14 %	10 %	-19 %	-6 %	12 %	14 %	-6 %	14 %	4 %	-24 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,3 %	4,7 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,6 %	7,4 %	7,8 %	8,4 %	9,1 %	9,4 %	9,6 %	9,7 %	9,8 %	10,0 %	10,5 %	10,5 %
Liikevoitto	2,5	2,6	2,8	3,1	3,4	3,7	3,8	4,0	4,1	4,3	4,6	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,1	
- Maksetut verot	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,8	4,7	4,8	5,0	5,2	5,4	5,6	5,7	5,8	5,9	5,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,3	-2,5	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,1	2,2	2,7	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,1	2,2	2,7	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	56,9
Diskontattu vapaa kassavirta	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	25,6	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	46,3	44,3	41,9	39,7	37,4	35,2	33,1	31,0	29,1	27,3	25,6	
Velaton arvo DCF	46,3											
- Korolliset velat	-5,3											
+ Rahavarat	4,1											
-Vähemmistöosuus	0,0											
-Osinko/pääomapalautus	-0,9											
Oman pääoman arvo DCF	44,3											
Oman pääoman arvo DCF per osake	11,3											

Rahavirranjakauma jaksoittain



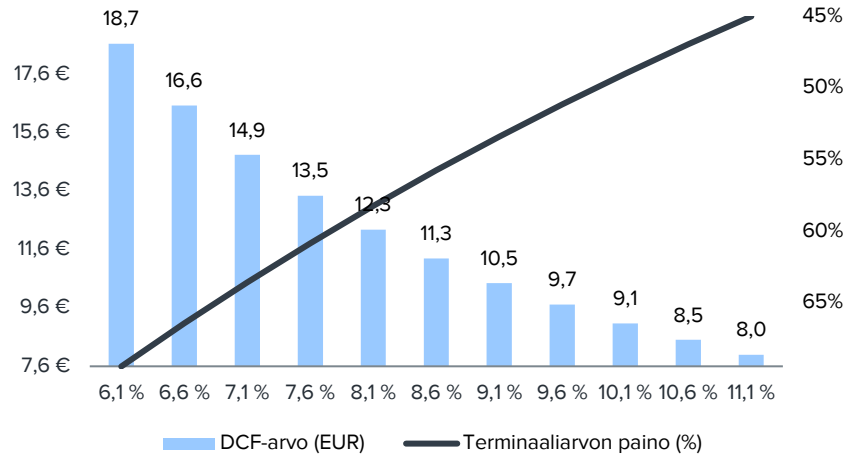
Pääoman kustannus (WACC)

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

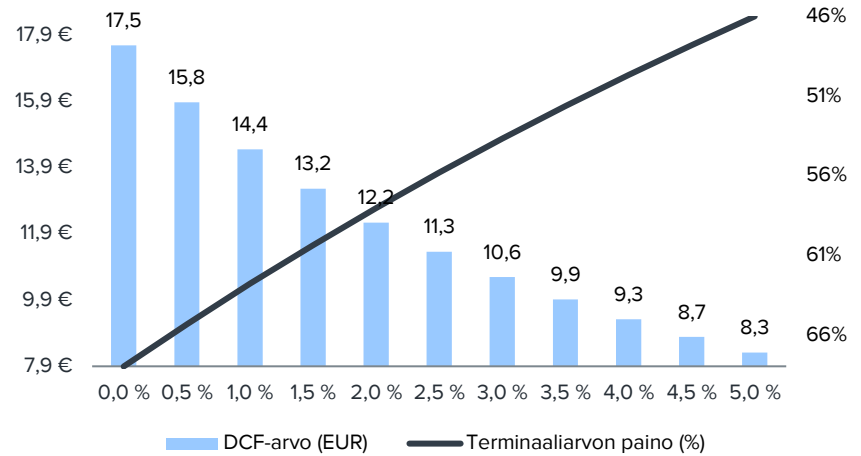
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

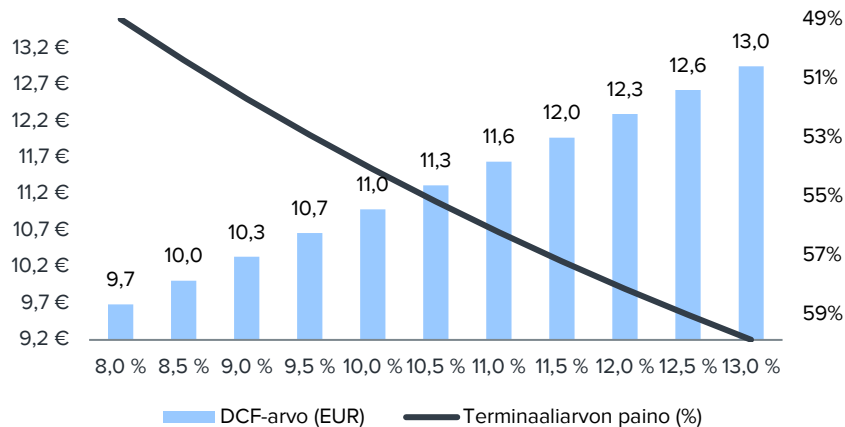
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



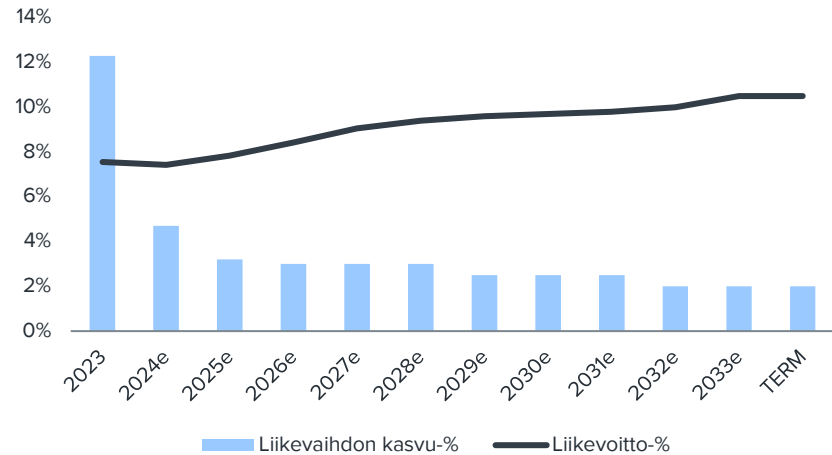
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	24,5	29,3	32,9	34,5	35,6	EPS (raportoitu)	0,24	0,53	0,45	0,49	0,52
Käyttökate	2,9	5,0	5,0	5,1	5,3	EPS (oikaistu)	0,48	0,66	0,61	0,65	0,68
Liikevoitto	1,5	2,6	2,5	2,6	2,8	Operat. kassavirta / osake	1,09	1,51	1,24	1,19	1,21
Voitto ennen veroja	1,3	2,5	2,2	2,4	2,6	Vapaa kassavirta / osake	-2,99	-0,17	1,30	0,56	0,68
Nettovoitto	0,9	2,0	1,8	1,9	2,0	Omapääoma / osake	2,98	3,48	3,71	3,97	4,26
Kertaluontoiset erät	-0,9	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	Osinko / osake	0,20	0,21	0,22	0,23	0,24
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	25,0	29,2	27,7	31,1	32,1	Liikevaihdon kasvu-%	34 %	19 %	12 %	5 %	3 %
Oma pääoma	11,4	13,5	14,5	15,6	16,7	Käyttökateen kasvu-%	41 %	75 %	-1 %	3 %	5 %
Liikearvo	7,0	9,8	10,1	10,6	10,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	48 %	32 %	-2 %	3 %	7 %
Nettovelat	4,5	5,3	1,2	0,0	-1,6	EPS oik. kasvu-%	33 %	37 %	-7 %	6 %	5 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	11,6 %	17,1 %	15,1 %	14,8 %	15,0 %
Käyttökate	2,9	5,0	5,0	5,1	5,3	Oik. Liikevoitto-%	9,8 %	10,8 %	9,4 %	9,2 %	9,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	0,8	0,2	0,1	0,0	Liikevoitto-%	6,2 %	9,0 %	7,6 %	7,4 %	7,8 %
Operatiivinen kassavirta	4,2	5,8	4,8	4,7	4,8	ROE-%	9,2 %	16,4 %	12,7 %	12,7 %	12,6 %
Investoinnit	-15,4	-6,5	0,3	-2,5	-2,1	ROI-%	10,9 %	13,0 %	12,0 %	12,1 %	12,1 %
Vapaa kassavirta	-11,5	-0,7	5,1	2,2	2,7	Omavaraisuusaste	45,8 %	46,4 %	52,5 %	50,1 %	52,2 %
						Nettovelkaantumisaste	39,3 %	39,0 %	8,0 %	-0,2 %	-9,9 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,0	1,6	1,3	0,9	0,9						
EV/EBITDA (oik.)	17,4	9,2	8,5	6,3	5,7						
EV/EBIT (oik.)	20,8	14,6	13,7	10,1	8,9						
P/E (oik.)	24,5	15,9	17,3	12,7	12,1						
P/B	4,0	3,0	2,8	2,1	1,9						
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,0 %	2,1 %	2,8 %	2,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.4.2019	Vähennä	8,50 €	8,87 €
23.8.2019	Vähennä	9,00 €	9,50 €
30.9.2019	Vähennä	9,00 €	9,34 €
12.12.2019	Vähennä	9,90 €	10,45 €
14.2.2020	Lisää	11,00 €	10,45 €
28.4.2020	Lisää	10,00 €	9,14 €
2.6.2020	Lisää	11,00 €	10,10 €
23.7.2020	Vähennä	11,00 €	11,20 €
18.8.2020	Vähennä	11,00 €	10,75 €
6.10.2020	Lisää	11,00 €	9,76 €
7.1.2021	Lisää	11,50 €	10,45 €
11.1.2021	Lisää	12,00 €	11,40 €
18.2.2021	Lisää	12,00 €	11,10 €
6.4.2021	Lisää	12,50 €	11,30 €
5.5.2021	Lisää	13,00 €	11,60 €
17.8.2021	Lisää	13,00 €	11,60 €
30.11.2021	Lisää	13,00 €	11,55 €
4.1.2022	Lisää	13,50 €	11,85 €
18.2.2022	Lisää	12,50 €	10,65 €
2.3.2022	Lisää	12,00 €	9,90 €
16.8.2022	Lisää	12,00 €	10,40 €
2.11.2022	Osta	11,50 €	9,20 €
2.12.2022	Osta	12,00 €	10,00 €
18.1.2023	Lisää	12,00 €	10,80 €
17.2.2023	Lisää	12,00 €	10,85 €
16.6.2023	Lisää	12,00 €	10,20 €
3.7.2023	Lisää	12,00 €	10,40 €
16.8.2023	Osta	12,50 €	10,20 €
16.2.2024	Lisää	10,00 €	9,20 €
5.3.2024	Lisää	10,00 €	8,58 €
24.4.2024	Lisää	10,00 €	8,20 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**