

# Aallon Group

Laaja raportti

18.1.2023 08:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Defensiivisen kasvun resepti hallussa

Aallon Group on löytänyt toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja saadaan ostettua maltillisilla arvostuskertoimilla. Viime vuosina yritysostostrategian toimivuudesta omistaja-arvon luonnissa on saatu jo lupaavia näyttöjä, kun yritysostot ovat alkaneet heijastua yhtiön lukuihin myös tuloskasvun muodossa. Näemme osakkeen tuotto-odotuksen olevan hyvällä tasolla strategian jatkaessa nykyisillä urillaan. Toistamme osakkeen 12,0 euron tavoitehinnan, mutta tarkistamme suosituksen lisää-tasolle (aik. osta) viime aikojen kurssinousun myötä.

## Defensiivinen kasvuyhtiö

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy nykyisen tilitoimistoliiketoiminnan defensiivinen ja vakaa luonne, jonka päälle kasvua vauhditetaan systemaattisella yritysostostrategialla. Viime vuosina yhtiö on päässyt kunnolla vauhtiin yritysostojen suhteen ja liikevaihdon keskimääräinen vuosittainen kasvu 2019-2022 on ennusteellamme noin 17,5 %. Yhtiön 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 liiketoiminta tuottaa hyvin kassavirtaa. Lisäksi yhtiön vahva tase antaa selkänöjää kasvustrategian toteuttamiseen. Aallon Group on viime vuosina panostanut merkittävästi konserniorganisaation rakentamiseen sekä yhteisiin tuotantojärjestelmiin, jonka ansiosta perusta yritysostovetoiselle kasvulle on kunnossa. Yhtiöllä on vielä potentiaalia parantaa kannattavuuttaan (2022e: käyttökatte 13 %) asteittain kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa.

## Suomen fragmentoitunut tilitoimistomarkkina tarjoaa vielä paljon yritysjärjestelymahdollisuuksia

Tilitoimistoala Suomessa on edelleen erittäin fragmentoitunut. Tilitoimistoja on noin 4100 (keskikoko 3 henkilöä) ja kahdeksan suurinta toimijaa pitävät hallussaan vain noin kolmasosa 1,2 miljardin euron kokonaismarkkinasta. Kilpailu on ollut yleisesti paikallista ja henkilösuhdevetoista, mutta ala on murroksessa ja skaalaetujen merkitys kasvaa koko ajan. Tärkeimpiä muutosajureita ovat taloushallinnon voimakas sähköistyminen, digitalisaation myötä vahvistuva IT-järjestelmien ja ohjelmistojen merkitys, kirjanpitäjien rutiinitehtävien automatisointi, asiantuntija- ja lisäpalveluiden merkityksen kasvaminen sekä taloushallinnon ulkoistusten lisääntyminen yhä suuremmissa yhtiöissä. Aallon Group muodostettiin vastaamaan tähän käynnissä olevaan murrokseen ja yhtiö on aktiivisesti lähtenyt mukaan toimialan konsolidaatioon. Vuoden 2019 listautumisen jälkeen yhtiö on toteuttanut yhteensä jo 20 yritysjärjestelyä, mutta kooltaan (2022e markkinaosuus n. 2,4 %) Aallon Group asemoituu vielä haastajaksi isoimpia toimijoita vastaan. Näkemyksemme mukaan Aallon Groupin henkilöstölähtöinen ja asiakaskeksäinen tulokulma antaa yhtiölle jatkossakin hyvät edellytykset kasvattaa markkinaosuuttaan sekä orgaanisesti että yritysostoin.

## Arvostus on maltillinen yritysostostrategian arvonluontipotentiaaliin peilattuna

Ennusteellamme Aallon Groupin viimeisimmät yritysostot huomioiva vuoden 2023 oikaistu P/E-kerroin on noin 13x ja vastaava EV/EBIT-kerroin 10x. Nämä ovat mielestämme maltillisia tasoja Aallon Groupin kaltaiselle defensiiviselle kasvuyhtiölle, joka kykenee näkemyksemme mukaan luomaan omistaja-arvoa johdonmukaisella yritysostostrategiallaan. Strategian jatkaessa nykyisillä urillaan näemme osakkeessa nousuvaraa niin tuloskasvun kuin arvostuskertoimien nousun kautta. Tiedostamme, että osakemarkkinan synkänpuoleinen sentimentti voi rajata kertoimien nousuvaraa lyhyellä aikavälillä, mutta hieman pidemmälle katsoen näemme nykyisen arvostustason houkuttelevana.

## Suositus

### Lisää

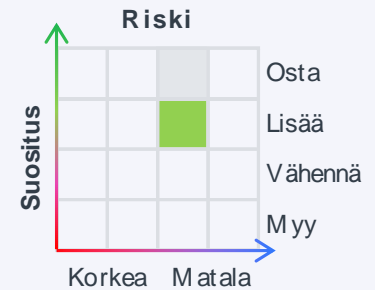
(aik. Osta)

12,00 EUR

(aik. 12,00 EUR)

Osakekurssi:

10,80



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	24,5	29,4	31,7	32,3
<b>kasvu-%</b>	33,8 %	19,7 %	7,8 %	2,0 %
<b>EBIT oik.</b>	2,4	3,5	3,9	4,2
<b>EBIT-% oik.</b>	9,8 %	11,9 %	12,3 %	13,1 %
<b>Nettotulos</b>	0,9	1,3	1,7	1,9
<b>EPS (oik.)</b>	0,48	0,75	0,81	0,87

<b>P/E (oik.)</b>	24,5	14,4	13,4	12,4
<b>P/B</b>	4,0	3,6	3,3	3,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,7 %	1,9 %	1,9 %	2,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	18,0	12,0	10,2	8,8
<b>EV/EBITDA</b>	15,1	11,0	9,2	8,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,8	1,4	1,3	1,2

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

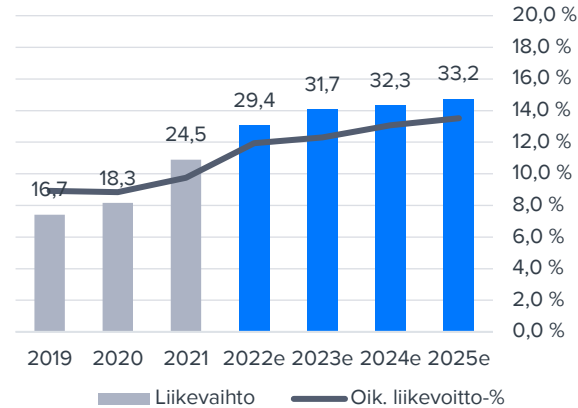
"Yhtiö tavoittelee keskipitkällä tarkastelujaksolla keskimäärin 15-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua ja kasvavaa käyttökatteprosenttia."

## Osakekurssi



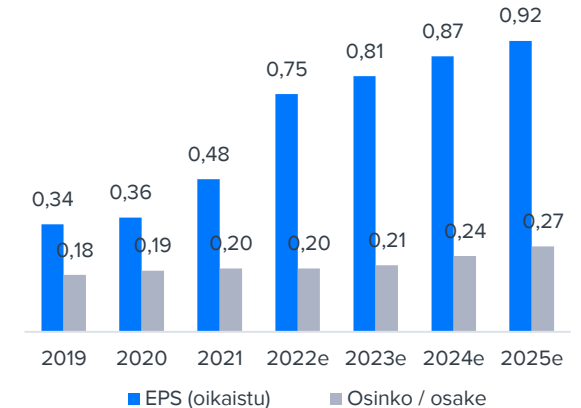
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Yritystostovetoinen kasvu
- Kannattavuus paranee asteittain yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa
- Defensiiviset kassavirrat
- Maltillisella arvostuksella tehdyissä yrityskaupoissa mahdollisuus luoda arvoa "kerroin-arbitraasin" kautta



### Riskitekijät

- Pitkän aikavälin arvontuontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen ja ostokohteiden riittävytyteen
- Yritystostojen integraatioon ja kasvavaan organisaatorakenteeseen liittyvät riskit
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Orgaaninen kasvunäkymä vaisu Suomen talousnäkömään heikentyessä

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	10,8	10,8	10,8
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	3,91	3,91	3,91
<b>Markkina-arvo</b>	42	42	42
<b>Yritysarvo (EV)</b>	42	40	37
<b>P/E (oik.)</b>	14,4	13,4	12,4
<b>P/E</b>	32,4	25,5	22,2
<b>P/Kassavirta</b>	neg.	12,7	12,2
<b>P/B</b>	3,6	3,3	3,1
<b>P/S</b>	1,4	1,3	1,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,3	1,2
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	11,0	9,2	8,1
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,0	10,2	8,8
<b>Osinko/tulos (%)</b>	60,1%	49,7%	49,4%
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,9%	1,9%	2,2%

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-8</b>
Sijoitusprofiili	<b>9-11</b>
Toimiala	<b>12-15</b>
Strategia	<b>16-20</b>
Taloudellinen tilanne	<b>21-22</b>
Ennusteet ja arvonnääritys	<b>23-27</b>
Taulukot	<b>28-33</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>34</b>

# Aallon Group lyhyesti

Aallon Group on alueellisista tilioimistoista muodostettu konserni, joka tarjoaa tilioimistopalveluja Suomessa. Yhtiön tarkoituksena on tarjota suuren tilioimiston osaaminen ja asiantuntemus paikallisella ja kasvullisella palvelulla.

## 2019

Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

## 24,5 MEUR (+33,8 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

## +11,6 % 2015-2021\*

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

## 2,9 MEUR (11,6 % lv:sta)

Käyttökate 2021

## >350

Henkilöstö 2022 lopussa

## >4500

Asiakkaiden lukumäärä

### 2019

- Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen
- Ensimmäiset kaksi pienempää yritysostoa

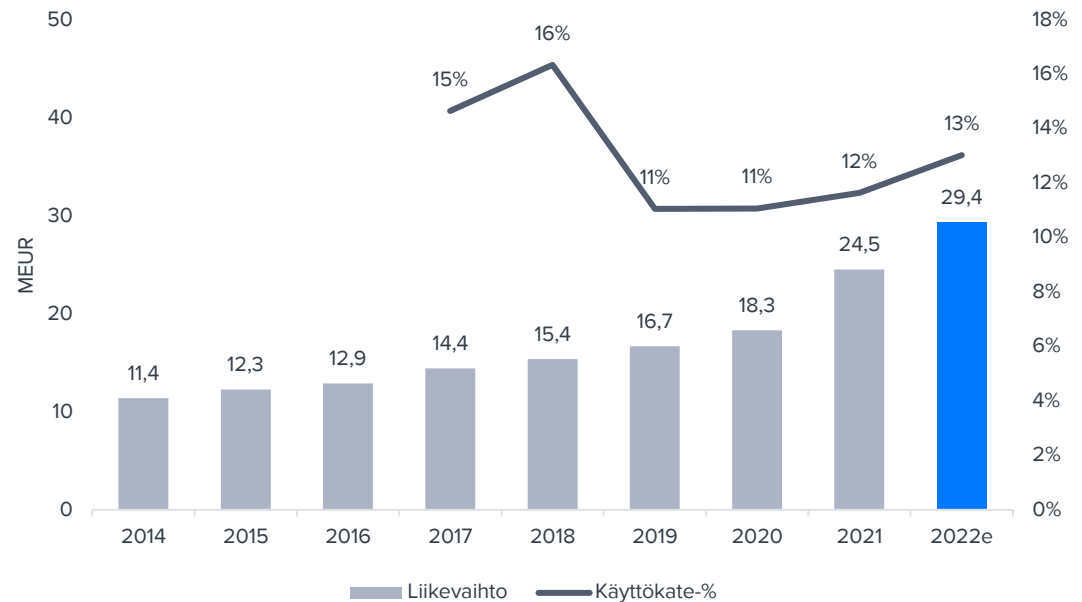
### 2020

- Yritysostotahti säilyi rauhallisena koronapandemian puhjettua
- Kaksi yritysostoa vuonna 2020

### 2021-2022

- Yritysjärjestelyiden vauhti kiihtyy huomattavasti
- Yhteensä 16 maltillisilla arvostuskertoimilla toteutettua yritysjärjestelyä
- Oman ohjelmistokehityksen lisääminen ja Aallon Portin lanseeraus

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 20 yritysjärjestelyä, joista 16 on toteutunut vuosina 2021-2022. Viime vuosina kiihtynyt järjestelyjen tahti nähdäksemme kertoo yritysostostrategian toimivuudesta, kun samaan aikaan järjestelyjä on pystytty myös tekemään maltillisilla arvostuksilla (n. 5x EV/EBITDA).

Ennusteellamme Aallon Groupin vuoden 2022 liikevaihto on noin 29,4 MEUR ja käyttökate 3,8 MEUR (EBITDA-% 13,0 %). Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 11,6 % vuosina 2015-2021, mikä ylittää selvästi tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (n. 4 %) tällä ajanjaksolla. Vuosina 2021-2022 kasvu on kiihtynyt merkittävästi yritysostojen myötä, kun taas orgaaninen kasvu on ollut arviolta maltillisella yksinumeroisella tasolla.

Aallon Groupin liikevaihto on lähes kokonaan jatkuva 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 H1'22 lopussa yhteensä 344 henkilöä.

## Tilitoimistopalveluita lähellä asiakasta

Aallon Group tarjoaa tilitoimistopalveluja ja muita asiantuntijapalveluitaan pääasiallisesti kuukausittain laskutettavana kiinteähintaisena palvelukokonaisuutena. Yhtiön toimintamallina on tuottaa palvelut lähellä asiakasta siten, että asiakkaalla on aina suora yhteys nimettyyn asiantuntijaan ja asiantuntijatiimiin, joka vastaa palveluiden tuottamisesta asiakkaalle. Yhtiöllä on tällä hetkellä toimistot 17: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 yli 4500 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 asiakaskeisyys on heijastunut myös hyvinä tuloksina yhtiön toteuttamissa asiakastytyväisyyskyselyissä.



## Tilitoimistomarkkinan muutos

### Ennen ja yleensä edelleen

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

### Nyt ja tulevaisuudessa

- Suuri osa kirjanpidon rutiinitehtävistä voidaan automatisoida, mutta tämä on vielä harvinaista. Vastavuoroisesti digitalisaatio kuitenkin kasvattaa transaktioliikevaihtoa ja rutiinipalveluiden laajuutta, mikä nostaa asiakaskohtaista 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 (nyt ~4100 tilitoimistoa), suurimpien toimijoiden osuus kasvaa
- Toimiala on ollut ja tulee arviomme mukaan olemaan jatkossakin erittäin defensiivinen

# 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 vuonna 2021

jälleen yli 80 TEUR:n tasolla. Yhtiön ensimmäinen vuosi 2019 meni kasvustrategian perustan rakentamisessa, kun yhtiö vahvisti organisaation lisäksi HR- ja toiminnanohjausjärjestelmiään sekä loi ja käyttöönotti uuden brändin. Vahvistunut kasvuperusta on nyt taas viime vuosina näkynyt tehokkuuden paranemisessa. Arvioimme edelleen yhtiön kannattavuuden paranevan asteittain tulevina vuosina kasvun myötä saavutettavilla skaalaeduilla sekä digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa.

## Neuvonantopalveluiden merkitys korostuu tulevaisuudessa

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

Pk-yrityksissä taloushallinnon hoitaminen jää monesti yrittäjien käsiin, jolloin lisäpalvelut voivat olla erittäin haluttuja. Yrittäjä voi tällöin keskittyä liiketoimintaan taloushallinnon sijasta. Tämä tekee vahvasta markkinapositiosta ja suuresta kokoluokasta toimialalla entistä arvokkaamman, sillä pienet tilitoimistot eivät pysty tarjoamaan vastaavia palveluita. Suurimmissa yhtiöissä, joilla on oma taloushallinto ja osaajat, tärkeintä on yleensä kustannustehokkuus.

## Palvelut

### Neuvonanto- ja talouden johtamispalvelut



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

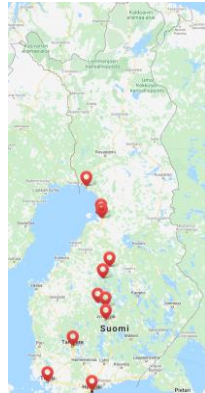
### Taloushallintopalvelut ja erikoistuneet toimialaratkaisut



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

## Myyntistrategia ja -kanavat

- Tiliointiverkoston rakentaminen Suomen suurimmille paikkakunnille yritysostoilla.
- Tällä hetkellä toimipisteet 17 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

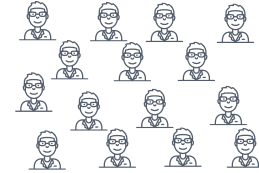
## Kilpailu

Suuremmat tilioimistot Suomessa



TALENOM

~4100 pientä tilioimistoa



## Asiakkaat

- Yli 4500 asiakasta
- Top10 asiakkaat arviomme mukaan alle 10 % liikevaihdosta
- Asiakaskunta hajautunut laajasti eri sektoreille
- Suurin osa pk-yrityksiä
- Asiakassuhteet toimialalla keskimäärin todella pitkiä

## Kustannusrakenne (2021)

Henkilöstö 344 (H1'22)  
Kulut yht. -21,7 m€ (2021)



Henkilöstökulut  
(63 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut  
(9 %)



Liiketoiminnan muut kulut  
(16 %)

## Defensiiviset kassavirrat

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

## Tulovirrat

Liikevaihto 24,5 m€  
Käyttökate 2,9 m€ (2021)





# 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 omistaja-arvon luonnissa on saatu jo lupaavia näyttöjä. Aallon Group on löytänyt toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja saadaan ostettua maltillisilla arvostuskertoimilla. Yritystotot ovat alkaneet heijastua enenevässä määrin yhtiön lukuihin myös 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 hyvän osingonmaksun, joka tosin on osin riippuvainen yritysostostrategian vauhdista. Näemme pääoman allokoinnin yritysostoihin tällä hetkellä huomattavasti osingonmaksua järkevämpänä ratkaisuna.

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, mikä antaa hyvät lähtökohdat myös

vakaalle organisaation tuloskasvulle jatkossa.

Aallon Group on viime vuosina tullut tilitoimistomarkkinan konsolidaatiopeliin uutena haastajana ja yhtiön yrittäjähenkisyyttä korostava tulokulma on selkeästi resonoinut hyvin monien tilitoimistoyrittäjien kohdalla. Aallon Groupilla on nyt jo varsin hyvät näytöt yritysjärjestelyiden toteuttamisesta maltillisella arvostuksella ja näyttöjä strategian tuomasta tuloskasvusta on myös jo saatu. Matalilla 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 on tällä hetkellä melko vähäistä, mutta digitalisaation myötä käynnissä oleva toimialan murros voi tulevina vuosina kiristää kilpailua tai houkuttaa uusia disruptiivisia toimijoita alalle. Fragmentoitunut toimiala voi houkuttaa paikalle myös suurempia ulkomaisia toimijoita. Lähtökohtaisesti pidämme toimialan häviäjinä pieniä paikallisia tilitoimistoja, joilla ei ole riittävää muutoshalukkuutta. Suuremmilla toimijoilla, kuten Aallon Groupilla, on hyvä positio toimialan murroksessa.

**Rekrytoinneissa epäonnistuminen:** Organisaation 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 organisaation 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



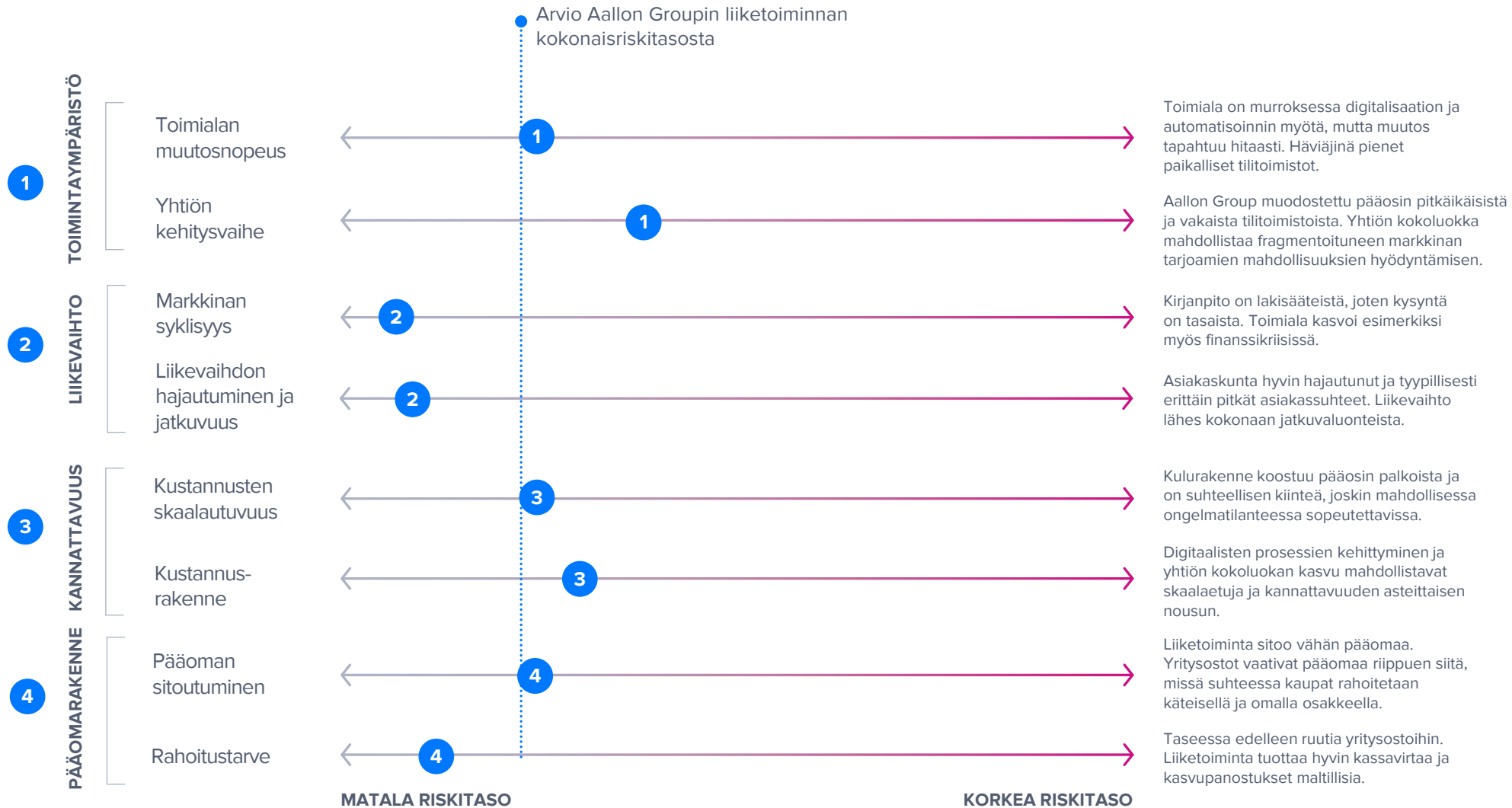
- Yritysostoilla mahdollisuus luoda omistaja-arvoa kiihtyvän tuloskasvun sekä kerroinarbitraasin kautta
- Yrittäjähenkisyyden korostaminen toimii kilpailuetuna yritysostokohteista kilpailtaessa
- Kannattavuus paranee asteittain kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa
- Defensiiviset kassavirrat
- Toimiala kasvanut historiallisesti suhdanteista riippumatta

## Riskit



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

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala 1/3

## Kasvava ja erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,23 miljardia euroa vuonna 2021. 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 melko riippumaton makrotalouden sykleistä, mikä tekee siitä hyvin defensiivisen. Yrityksille on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, minkä takia asiakaspysyvyys alalla on erittäin korkea. Näiden tekijöiden vuoksi vahva markkinapositiona toimialalla on erittäin arvokas. Defensiivisyydestä kertoo hyvin myös se, ettei toimialan liikevaihto laskenut edes vuoden 2009 finanssikriisissä. Koronapandemian yhteydessä vuonna 2020 alan liikevaihto laski noin 3 %, mutta palasi jälleen kasvuun vuonna 2021.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 4,9 % vuodessa jaksolla 2002-2021. Lyhyellä aikavälillä inflaation myötä tehdyt hinnankorotukset voivat jossain määrin vauhdittaa kasvua, mutta vastaavasti heikentyvä talousnäkyvä jarruttaa kehitystä. Pitkällä

aikavälillä odotamme noin 2-4 %:n kasvun jatkuvan.

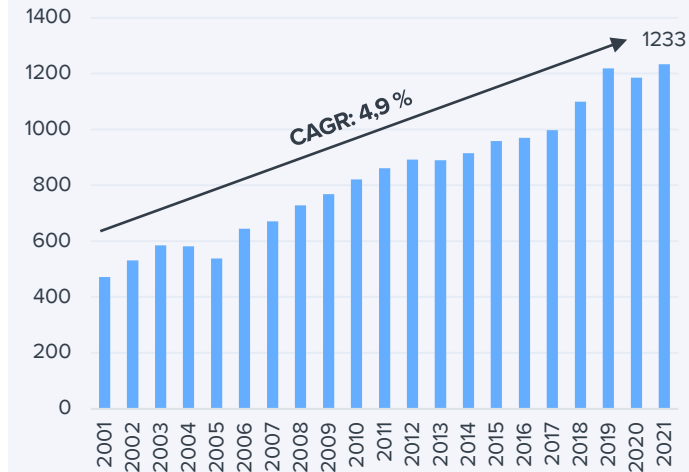
## Kasvuajurit ovat muuttumassa

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. 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 selvästi. Samalla digitalisaatio on lisännyt kirjanpidon rutiinipalveluiden laajuutta, mikä on tukenut transaktioliikevaihdon kasvua.

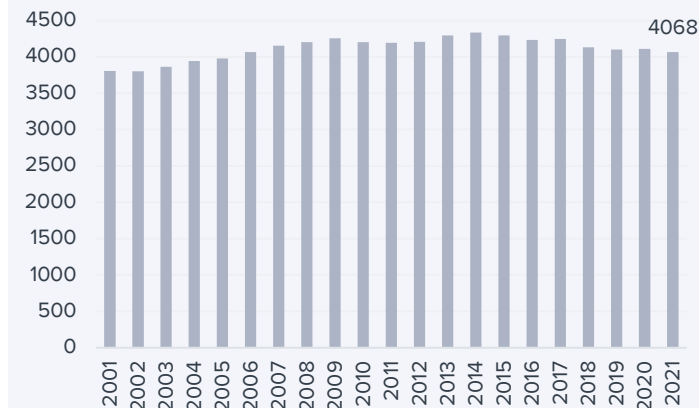
Toinen osa kasvusta tulee transaktiomäärien kasvusta, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä. Koronapandemian seurauksena nähtiin hetkellinen lasku transaktiomäärissä vuonna 2020, joka näkyikin toimialan luvuissa. Markkina palautui tästä kuitenkin nopeasti eikä pidempiaikaisia vaikutuksia ilmennyt.

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



# 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 yleistyy vääjäämättä jatkossakin. 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, millä myös toimialan pieni asiakasvaihtuvuus selittyy.

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 ovat sähköisen palvelun hallitsevia ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksessa. Palveluiden sähköistyminen sekä taloushallinnon ohjelmistojen kehittyminen on ollut nopeaa viime vuosina, mikä on mahdollistanut aikaisten

omaksujen kilpailukyvyyn nousun.

## Voimakkaasti fragmentoitunut markkina

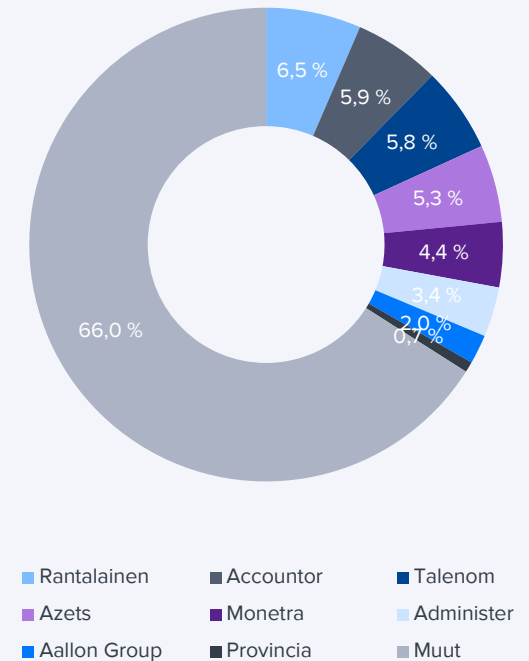
Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2021 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4068 yritystä (2020: 4110). Keskimääräisessä yrityksessä oli vain 3 työntekijää. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan monia pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, sillä näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen. 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. Aallon Group asemoituu liikevaihdon kokoluokaltaan (2022e: 29,4 MEUR) markkinalla merkittäväksi haastajaksi suurempia (50-80 MEUR) toimijoita vastaan.

## Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan alan lahdeksan suurinta toimijaa pitivät vuonna 2021 hallussaan vain noin 34 % markkinasta, joten valtaosa markkinasta on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Kaikilla yrityksillä ei ole resursseja vastata toimialan murroksen tuomiin haasteisiin, minkä takia arviomme toimialan konsolidaation kiihtyvän. Tilitoimistoyrittäjien eläköitymiset ovat myös yksi alan konsolidaatiota ajava tekijä.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista Suomessa 2021 (%)



# Toimiala 3/3

## Skaalaetujen merkitys korostuu

Teknologian kehittyessä näemme merkittävän muutoksen myös skaalan merkityksessä. Toisin kuin historiassa, nykyaikaiset liiketoimintamallit saavat merkittävää tukea skaalasta. Skaalaedut edesauttavat automatisoidun tilitoimiston sekä asiantuntijapalveluiden kannattavuutta. Skaalaedut automaatiossa mahdollistavat erittäin vahvan kannattavuuden ydinliiketoiminnassa ja toisaalta myös kasvavan hintakilpailun, jos automaatio yleistyy merkittävästi ja se määrää joskus ns. rajahinnan. Asiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittuvat henkilöstöresursseihin, mutta voivat silti olla kokonaiskilpailun kannalta merkittäviä. Lisäksi skaalaetuja on arviomme mukaan saavutettavissa myös myynnin ja markkinoinnin osalta.

Toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta kasvamarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Uskomme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän ja markkinan muokkaantuvan voimakkaasti seuraavien kymmenen vuoden aikana. Muutospaineet haastavat toimialan ja asettavat erityisesti pienet tilitoimistot valinnan eteen: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua. Myös voittajat on suhteellisen helppo ennakoida. 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 kasvotusten, mikä tekee kilpailusta alueellista. Kilpailu voi myös olla rajoittunutta toimialalla yhä vallitsevien konservatiivisten käytäntöjen ja tottumusten takia. Tilitoimistojen pieni koko ja toimialan fragmentoituneisuus kuvastavat myös yhtiöiden kohdemarkkinoiden pienuutta. Toisaalta pienien yhtiöiden mahdollisuudet konsolidoida alaa ovat heikot, eivätkä pienemmät yhtiöt pienillä paikkakunnilla ole välttämättä kovin houkuttelevia ostokohteita isommille toimijoille.

## Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

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



## Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä noin 2-4 %:n vuosivauhtia.
- Valtaosa 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

Skaalaetuja niillä, joilla on teknologista osaamista ja riittävä kokoluokka

Kasvuhaluiset haastajat, joilla mahdollisuuksia kehittää myös omaa teknologiaa

Pienet ja paikalliset tilitoimistot

# Strategia 1/3

## Strategia ja taloudelliset tavoitteet

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

Aallon Group tavoittelee tilitoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeampaa orgaanista kasvua, jota vauhditetaan yritysostoin. Yhtiön keskipitkän aikavälin taloudellisena tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu ja kasvava käyttökate-%. Viime vuosina yhtiö on kasvanut tavoitetta nopeammin ja samalla käyttökate on alkanut asteittain parantua (2022e: 13 %) vuoden 2019 tasoon (11 %) nähden.

Yritysostostrategiassa onnistuminen on Aallon Groupin pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta keskeisin tekijä ja yhtiö on viimeisen kahden vuoden aikana aktivoitunut selvästi yritysostorintamalla. Vuonna 2020 yhtiö teki kaksi yrityskauppaa, kun vuosina 2021-2022 järjestelyjä tapahtui yhteensä 16. Yhtiö onkin löytänyt yritysostoissa hyvin toimivan reseptin, jolla kohteita saadaan ostettua maltilliseen hintaan (EV/EBITDA 5x) ja tähän mennessä myös integraatiot ovat sujuneet hyvin.

## 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 asiakasportaali. Vuonna 2022 portaalia on alettu asteittain jalkauttamaan yhtiön asiakaskuntaan. Aallon Portti tarjoaa asiakkaille yhtenäisen digitaalisen palvelun ja pääsyn taloushallinnon tietokantaan aina tositteisiin saakka. Aallon Portti sisältää tyypillisen pk-yrityksen tarpeisiin kehitetyt taloushallinnon työkalut muun muassa ostolaskujen käsittelyyn, laskutukseen sekä talous- ja palkkahallinnon tietojen ja raporttien selailuun. Lähtökohtana on, että asiakas käyttää Aallon Groupin asiakasportaalia, joka on integroitu kolmannen osapuolen taustajärjestelmiin eli kirjanpito- ja palkanlaskentajärjestelmiin. Aallon Portin avulla myös Aallon Groupin kirjanpitäjien tehostuu, kun rutiinitöitä ja työprosesseja pystytään automatisoimaan.

## Kirjanpito tehdään kaupallisten ohjelmistojen päälle

Kirjanpidon ja palkanlaskennan taustajärjestelminä yhtiö käyttää kuhunkin tarkoitukseen parhaiten sopivia kaupallisia valmisohjelmia (esim. Procounor, Netvisor, Fivaldi, Nova, Heeros), joiden päälle pystyy rakentamaan 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 ovat osoitus, että yhtiö on onnistunut saamaan itselleen kilpailuetua keskittymällä omaan kirjanpidon automatisoituihin ”tuotantolinjoihin”. Tämä on mielestämme merkittävä ero yhtiöiden teknologiastrategioissa, 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. Pidemmällä aikavälillä näemme riskinä, että osa digitalisaation mahdollistamista skaalaeduista jää yhtiöltä saavuttamatta verrattuna omiin taustajärjestelmiin panostaneisiin kilpailijoihin.



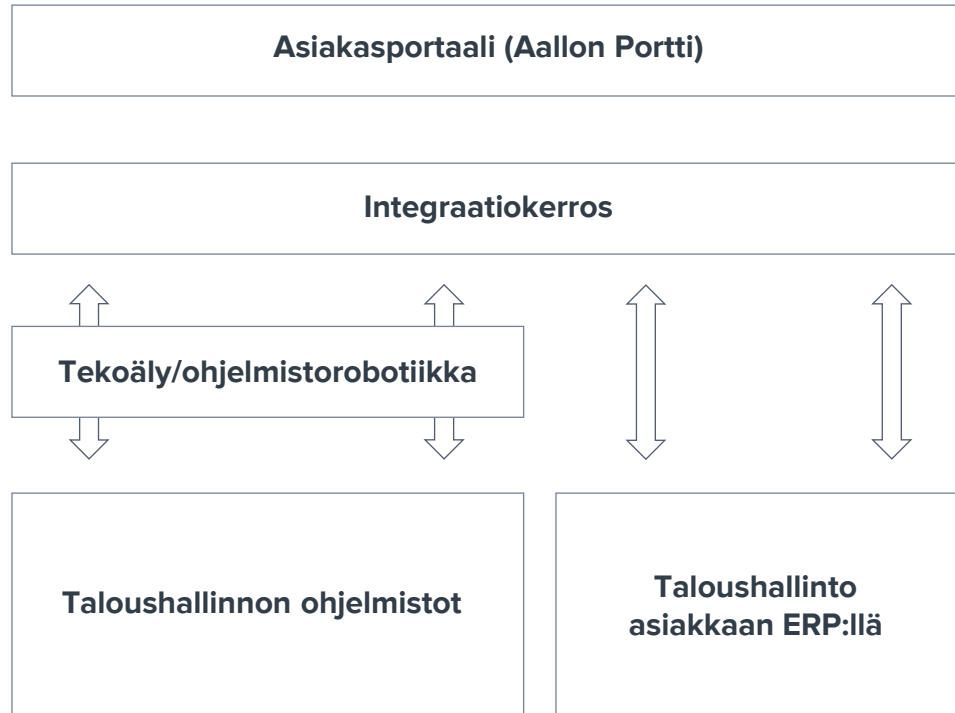
# Teknologiastrategia

## Aallon Groupin oma järjestelmäkehitys

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

## Taustajärjestelmät valmisohjelmistona

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



# Strategia 2/3

## Yritysostrategia

Aallon Group 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 tilitoimiston omistajarakenne voi olla pirstoutunut, eikä kaikilla osakkailta ole välttämättä haluja lähteä enää jatkamaan toimintaa (esim. eläköityminen), jolloin nämä osakkaat 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 useimmiten 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. Tässä vaiheessa markkinalla on kuitenkin käsityksemme mukaan edelleen paljon potentiaalisia ostokohteita, ja siten yhtiöllä pitäisi olla hyvät eväät yltää tavoittelemaansa kasvuvauhtiin tulevina vuosina. Olettaen yhtiön orgaanisen kasvun jatkuvan suunnilleen historiallisella tasolla, riittäisi yhtiön tavoittelemaan 15-20 %:n vuosittaiseen kasvuun lähivuosille noin 3-5 yrityskauppaa vuosittain.

Yritysostoilla Aallon Group laajentaa läsnäoloaan Suomen suurimmissa kaupungeissa, joihin saadaan samalla runkopisteet. Tällöin myös pienempien toimistojen ostaminen ja yhdistäminen näihin isompiin kokonaisuuksiin on mahdollista. Aallon Groupin monissa yritysostoissa onkin toimittu juuri tällä tavoin esimerkiksi Helsingissä, Tampereella, Oulussa ja Turussa. Hiljattain yhtiö laajeni Kotkan alueelle yrityskaupan myötä.

## Yrityskauppojen synergiat ja skaalaedut

Kasvun lisäksi Aallon Group uskoo saavuttavansa yrityskaupoilla synergiahyötyjä ja skaalaetuja etenkin HR- ja markkinointitoiminnoissa sekä teknologiakehityksessä. Yhtiön kokoluokan 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, mikä tehostaa toimintaa. Yritysostojen avulla Aallon Groupilla 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 Aallon Groupin kehittämiä toimintaa tehostavia prosesseja jalkautetaan ostettuihin yhtiöihin. Myös ohjelmistokehityksen kustannukset ja hyödyt jakautuvat jatkuvasti suuremmalle kokonaisuudelle kokoluokan kasvaessa. Lisäksi skaalaetuja voidaan saavuttaa ohjelmistohankinnoista, joissa ostojen kasvava kokoluokka tuo lisää neuvotteluvaraa.

## Yrityskaupoissa selvää arvonluontipotentiaalia

Aallon Groupilla on houkutteleva mahdollisuus 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 yhtiötä hinnoitellaan pörssissä Aallon Groupin omilla selvästi korkeammilla kertoimilla. Luonnollisesti kauppojen onnistumiseen sisältyy myös riskejä. Tähän mennessä suurin osa yritysostoista on tehty maltillisilla noin 5x EV/EBITDA-kertoimilla. Useimmat yritysostot on tehty tähän mennessä käteisen ja osakkeen sekoituksella.

# Strategia 3/3

Tähän mennessä tehdyt kaupat luovat selvästi omistaja-arvoa, jos ostettujen tilitoimistojen hyvä kannattavuus säilyy ja niiden tekemää tulosta arvotetaan pörssissä jatkossa Aallon Groupin kertoimilla. Yritysostrategia on ottanut kunnolla vauhtia vuodesta 2021 alkaen ja tänä vuonna yritysostrategian tuloksia on nähty kunnolla kiihtyvän kasvun lisäksi myös kannattavuuden parantumisessa.

Matalalla arvostustasolla toteutetuissa kaupoissa riski ylihinnan maksamisesta on pienempi, mikä antaa turvamarginaalia kohteiden integrointia ajatellen. Osakevaihdolla toteutettavat kaupat mahdollistavat kasvun myös hyvin nopeasti sopivien kohteiden löytyessä, sillä pääomaa kaupan toteuttamiseen ei juurikaan tarvita. Tähän mennessä käteisvastike on kuitenkin vastannut suurinta osaa Aallon Groupin maksamista kauppahinnoista. Arviomme mukaan tämän taustalla on yhtiön halu hillitä osakekannan diluutiota, mikä on mielestämme järkevää. Lähtökohtaisesti kassavirtapositiivisten palveluyhtiöiden yritysostoissa myös velkavivun käyttö on hyvin perusteltua. Aallon Group solmikin vuonna 2020 5 MEUR:n luottolimiittisopimuksen, joka lisää yhtiön liikkumavaraa yritysostojen suhteen. Tästä oli H1'22 lopussa käytössä 1 MEUR.

Merkittävimmät riskit yrityskaupoissa liittyvät kohdeyhtiöiden integroimiseen osaksi Aallon Groupia. Integraatiosta voi syntyä odotuksia enemmän kuluja tai yrityskaupan yhteydessä voi ilmetä vaihtuvuutta henkilöstössä tai asiakkaisissa. 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 ongelmaksi ainakaan lähivuosina. Yhtiö myös etenee yrityskauppaneuvotteluissa pidemmälle vain kohteiden kanssa, joissa yrityskulttuuri sopii yhteen Aallon Groupin kanssa.

## Osingonjakopolitiikka

Aallon Groupin tavoitteena on jakaa vähintään 50 % osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina omistajille. Voitonjakoa kuitenkin arvioidaan luonnollisesti vuosittain, ettei se vaaranna yhtiön strategiassa asetettuja kasvutavoitteita. Tilitoimistoliiketoiminta luo vakaata kassavirtaa ja sen investointitarve on matala, joten yhtiöllä on hyvät edellytykset toteuttaa osinkopolitiikkaansa. Osingon taso on kuitenkin riippuvainen yhtiön yritysostostrategian aggressiivisuudesta.

## 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-% (2021: 11,6 %)
- Vähintään 50 %:n osingonjakosuhte

## Aallon Groupin yritysostostrategia tiivistettynä

### Yrittäjähenkinen kulttuuri

- Tilitoimistoyrittäjille matalampi kynnyksyys liittyä
- Yrittäjähenkisyys kilpailuetu pääomasijoittajia vastaan kilpailtaessa ostokohteista
- Liittyminen osittain osakevaihdolla, 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

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

# Taloudellinen tilanne

## Yritysostrategia tuottaa tuloksia

Aallon Groupin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 11,6 % vuodessa vuosien 2015-2021 välillä. Vuosina 2015-2020 kasvu oli hieman rauhallisempaa (keskimäärin 8,2 %) ja sitä ajoi pitkälti uudet asiakkuudet sekä hinnankorotukset. Vuonna 2021 kasvu kiihtyi merkittävästi (+34 %), kun yritysstrategia alkoi heijastumaan yhtiön lukuihin toden teolla. Vuonna 2022 yhtiö on jatkanut vahvaa yritysostovetoista kasvuaan ja H1'22:lla liikevaihto kasvoi 25 % (org. kasvu n. 5 %).

Aallon Groupin kannattavuus oli vuosina 2017-2018 hyvällä tasolla (EBITDA-% 14,7-16,4 %), mutta laski vuosina 2019-2020 11,1%:n tasolle. Heikkenemisen taustalla olivat vuonna 2019 muun muassa listautumiseen ja konserniorganisaation rakentamiseen liittyvät kulut. Vuonna 2020 transaktiovolyymien lasku koronapandemian vuoksi sekä lisääntyneet panostukset markkinointiin ja tietojärjestelmiin näkyivät kannattavuudessa. Vuonna 2021 kannattavuudessa nähtiin jo lievää paranemista (EBITDA-% 11,6 %), ja vuonna 2022 kannattavuus on kehittynyt hyvin oikeaan suuntaan (H1'22: 14,7 % vs. H1'21: 13,3 %). Kannattavuuden paranemista ajaa sähköisessä taloushallinnossa olevien asiakkaiden suhteellisen osuuden kasvu ja lisäksi yritysostokohteiden korkeammat kannattavuudet sekä skaalaedut tukevat positiivista kehitystä.

Tiltoimistoliiketoiminnan vakaasta luonteesta johtuen Aallon Groupin ”peruskannattavuus” on arviomme mukaan tukevalla pohjalla ja odotamme kannattavuuden asteittain nousevan tulevina vuosina kohti historiallisia tasoja. Tätä tukevat organisen kasvun sekä yritysostojen

avulla saavutettavat skaalaedut. Näiden ansiosta yhtiöllä voi hyvässä skenaariossa olla edellytyksiä myös historiaa korkeampaan kannattavuuteen pitkällä aikavälillä.

## Kustannusrakenne

Aallon Groupin kulurakenne koostuu palveluyhtiölle tyypillisesti pääasiassa henkilöstökuluista, joten kulurakenne on ainakin lyhyellä aikavälillä melko kiinteä. Henkilöstökulut olivat vuonna 2021 15,5 MEUR eli noin 63 % liikevaihdosta. Yhtiön teknologiakehitykseen liittyvät henkilöstökulut näkyvät pääosin suoraan tuloslaskelmassa, sillä yhtiö on aktivoinut kehitysmenoja taseeseen hyvin maltillisesti (H1'22: 0,5 MEUR). Henkilöstökulut ovat pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan parhaiten skaalautuva kuluerä, kun digitalisaatio tehostaa kirjanpitäjien työprosesseja.

Materiaalit ja palvelut koostuu pääosin ohjelmistokuluista ja muista asiakkailta veloittavista kuluista. Materiaalit ja palvelut olivat vuonna 2021 2,3 MEUR eli noin 9,2 % liikevaihdosta. Odotamme kuluerän kasvavan lähivuosina liikevaihdon kasvun mukana.

Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2021 4,0 MEUR, mikä vastaa 16,2 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muissa kuluissa on mielestämme jonkin verran skaalautumispotentiaalia yhtiön kokoluokan kasvaessa.

Aallon Groupin poistot olivat vuosina 2017-2020 0,4-0,6 MEUR. Historiallisesti pienet poistot heijastelevat matalaa pääoman sitoutumista liiketoimintaan, kun tarve käyttöomaisuudelle on pieni ja teknologiakehitystä ei ole juurikaan aktivoituna taseeseen. Vuodesta 2021 alkaen

poistotaso on noussut selvästi yrityskauppojen konserniliikearvon ja liikearvon poistojen vuoksi. Ennustamme vuoden 2022 poistojen olevan noin 1,9 MEUR, josta liikearvopoistot ovat noin 1,5 MEUR. Nämä rasittavat raportoitua tulosta, mutta eivät ole kassavirtavaikutteisia, ja olemme oikaisseet ne oikaistuja tuloslukuja laskettaessa.

## Tase ja rahoitusasema

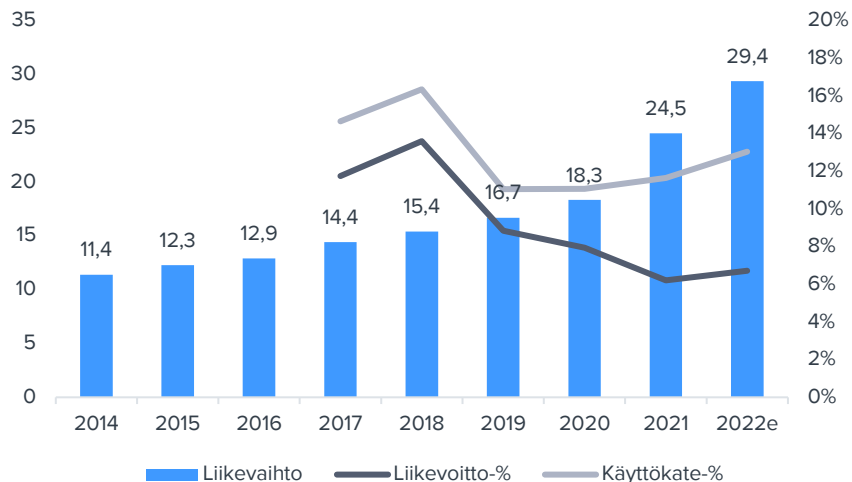
Aallon Groupin taserakenne on erittäin yksinkertainen ja yhtiön rahoitusasema vahvalla pohjalla. H1'22:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 61 % ja tase nettovelaton (gearing -10 %). Vahva tase yhdistettynä tilitoimistoliiketoiminnan vakaaseen kassavirran luontikykyyn mahdollistaa kasvupanostukset, yritysostot sekä osinkojen maksamisen.

Taseen loppusumma oli H1'22 lopussa 19,8 MEUR. Aineetonta omaisuutta oli yhteensä 12,2 MEUR, joka koostui pääosin liikearvosta (6,4 MEUR) ja konserniliikearvosta (5,1 MEUR). Näiden poisto-aika on tyypillisesti 10v. Aineellista omaisuutta oli 0,6 MEUR. Lyhytaikaisia saamia oli 3,7 MEUR ja kassaa 3,2 MEUR. Taseen vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (12 MEUR), lyhytaikaisista korottomista veloista (5,9 MEUR) sekä korollisesta velasta (1,9 MEUR).

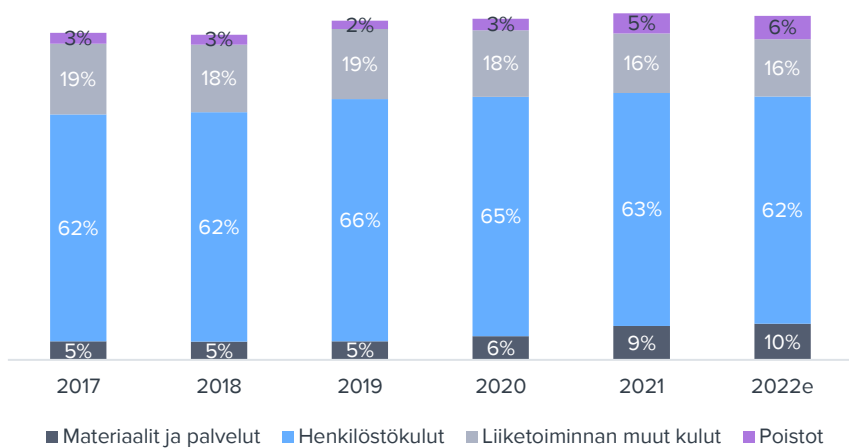
Aallon Groupilla on solmittuna luottolimiitti yritysostojen varalle, josta on käyttämättä 4 MEUR. Limiitti on voimassa 31.5.2024 asti ja nostetut luotot on tarkoitus konvertoida tämän jälkeen 3-5 vuoden velkakirjalainoiksi. Sopimukseen liittyy myös pankkitakauslimiitti vuokravakuuksille, mikä niin ikään turvaa kasvuvaihteluita näiltä osin. Järjestelyyn liittyy tavanomaisia nettovelka/käyttökate-lukuun sekä velkaantumistasanteeseen perustuvia kovenantteja.

# Taloudellinen tilanne

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)

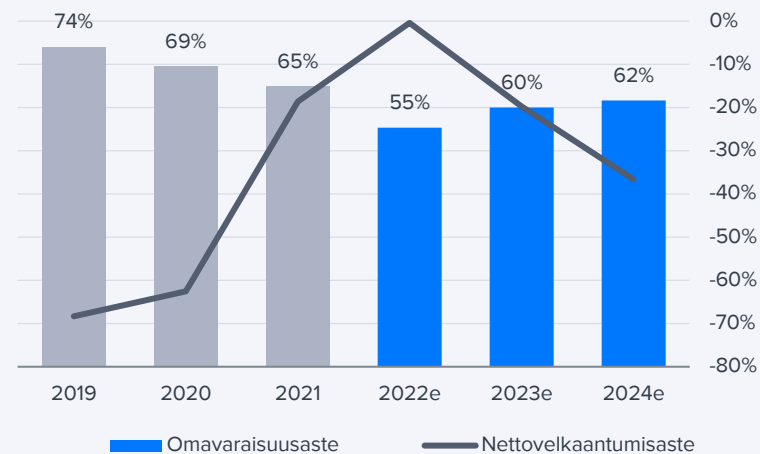


Lähde: Inderes

## Tase H1'22 (MEUR)



## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet ja arvonmääritys 1/4

## Ennusteet

### Ennusteiden lähtökohdat

Aallon Groupin keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu. Kasvutavoite koostuu toimialan keskimääräistä kasvua (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 tasaisella tahdilla, mikä kannattaa pitää mielessä ennusteita tarkasteltaessa.

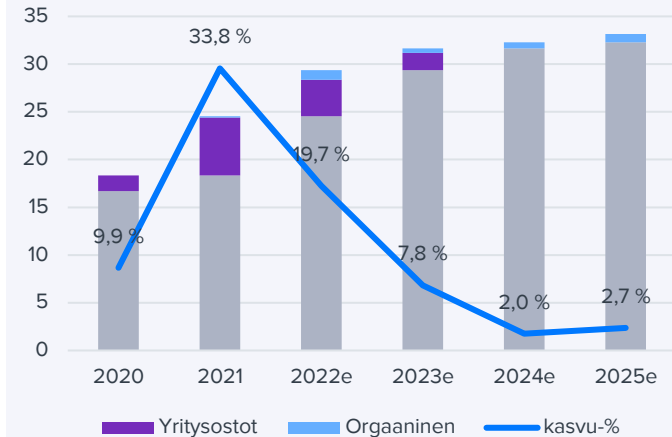
Aallon Groupilla on historiasta näyttöjä hyvästä orgaanisesta kasvusta, mutta tuleville vuosille odotuksemme ovat tällä hetkellä varovaisia heikentyvästä talousnäkymästä johtuen. Uusiasiakashankinnan vaikeutuminen, hiljentyvät transaktiotuotot sekä mahdollisesti kohoava asiakaspoistuma todennäköisesti jossain määrin jarruttavat lähivuosien orgaanista kasvua. Tilitoimistomarkkinan jälkisyklisen luonteen vuoksi taantuman vaikutukset heijastuvat kuitenkin todennäköisesti vasta viiveellä liiketoiminnan kehitykseen, kuten nähtiin myös koronavuorissa. Samalla lähes kokonaan jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli antaa hyvin pohjaa liikevaihtoennusteille. Kaiken kaikkiaan nykyiset orgaaniset kasvuennusteemme eivät vaadi yhtiöltä ihmetekoja hinnankorotusten tai uusiasiakashankinnan suhteen.

Kannattavuuden osalta Aallon Groupin tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökatemarginaali ja vuosina 2021-2022 kannattavuus on kehittynyt oikeaan suuntaan. Yhtiön kokoluokan myötä kasvavat skaalaedut ja digitalisaation ansiosta tehostuvat prosessit antavat mielestämme hyvät edellytykset kannattavuuden parantamiselle jatkossakin. Monien viime aikoina ostettujen tilitoimistojen kannattavuus on ollut Aallon Groupia paremmalla tasolla, minkä pitäisi myös tukea marginaaliparannusta. Nykyisessä inflaatioympäristössä palkankorotuspaineet ovat koholla, mikä aiheuttaa tiettyä painetta marginaaleihin. Uskomme Aallon Groupin pystyvän vastaamaan tähän omaa operatiivista tehokkuutta parantamalla sekä hinnankorotuksilla. Kokonaisuutena emme odota tällä hetkellä erityisen voimakasta kannattavuusparannusta keskipitkällä aikavälillä, joten hyvässä skenaariossa ennusteissa voisi olla vielä jonkin verran nousuvaraa.

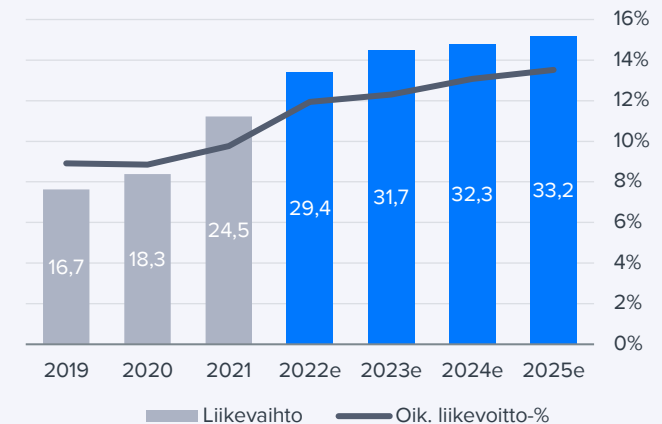
### Vuoden 2022 ennusteet

Aallon Group ei ole antanut erillistä numeerista ohjeistusta tälle vuodelle, mutta tehtyjen yritysostojen ansiosta liikevaihdon pitäisi arviomme mukaan kasvaa keskipitkän aikavälin tavoitetahdin mukaisesti. H1:llä yhtiön liikevaihto kasvoi 25 %, josta noin 5 % oli orgaanista. Piristyneestä orgaanisesta kasvusta merkittävä osa tuli Aallon Groupin olemassa olevien asiakkaiden volyymikasvusta heijastellen koronan jälkeistä elpymistä. Myös uusmyynti veti alkuvuodesta hyvin, vaikka Ukrainan sota on lisännyt epävarmuutta.

### Liikevaihdon kasvun jakama



### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Ennusteet ja arvonnääritys 2/4

Odotamme orgaanisen kasvun rauhoittuvan hieman H2:lla (+3,5 %) alkuvuoteen nähden ja yritysostojen myötä liikevaihdon kasvavan kokonaisuudessaan 14,4 %. Näin ollen koko vuoden ennusteemme odottaa Aallon Groupin liikevaihdon kasvavan 20 % 29,4 MEUR:oon.

Odotamme vuoden 2022 käyttökateen paranevan 13,0 %:iin (2021: 11,6 %) ja hyvästä kehityksestä nähtiin merkkejä jo H1:llä (14,7 % vs. H1'21: 13,3 %). Kannattavuusparannusta ajavat aiemmin läpikäytyt yhtiön omat toimet kuin myös tehtyjen yritysostokohteiden paremmat kannattavuudet.

Rahoituskuluissa (2022e -0,26 MEUR) näkyvät viimeistä kertaa neljälle vuodelle jaksotetut listautumiskulut (yhteensä 0,88 MEUR), jotka oikaisemme oikaistua osakekohtaista tulosta laskettaessa yritysostojen liikearvopoistojen lisäksi. Ennusteellamme vuoden 2022 raportoitu EPS on 0,33 euroa ja oikaistu EPS 0,75 euroa.

## Vuosien 2023-2025 ennusteet

Vuosina 2023-2025 ennustamme tänä vuonna heikentyvän talousympäristön painavan orgaanisen kasvun matalaksi. Vuodelle 2023 ennusteemme on 1,6 %:ssa ja vuosille 2024-2025 2,0-2,7 %:ssa.

Vuodelle 2023 jo tehdyt yritysostot tuovat vielä epäorgaanista kasvua ja ennustamme liikevaihdon kasvavan kokonaisuudessaan 8 %. Käyttökateen ennustamme paranevan maltillisesti 13,6 %:iin, mikä vaatii yritysostojen tulosvaikutuksen realisoitumista sekä pieniä asteittaisia hyötyjä skaalaeduista. Odotamme maltillisen kannattavuusparannuksen jatkuvan myös vuosina 2024-2025, jolloin käyttökate-%

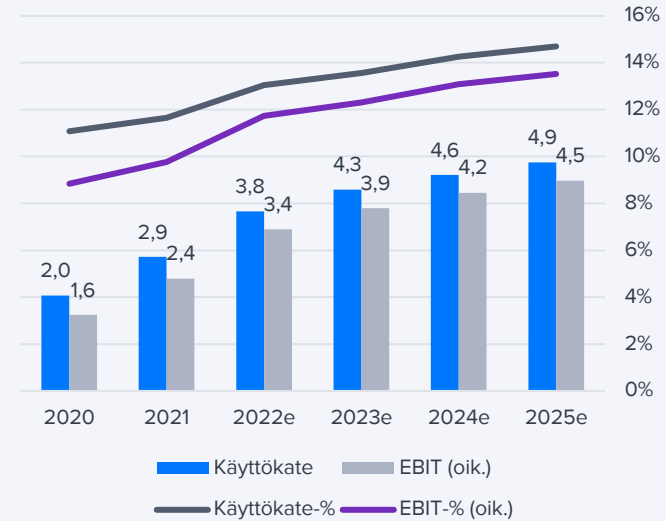
nousee ennusteellamme 14,3-14,7 %:iin. Vuosittaisten poistojen odotamme olevan noin 2,0 MEUR vuosina 2023-2025, josta noin 1,6 MEUR on yritysostojen liikearvopoistoja. Näin ollen oikaistu liikevoittomarginaali on ennusteellamme 12,3-13,5 %:n tasolla tällä jaksolla.

Peilattuna vuoden 2018 käyttökate- ja EBIT-marginaaliin (16,4 %) lähivuosien ennusteemme odottavat Aallon Groupin kannattavuuden jäävän vielä historiallisen huipputaso alle. Tuolloin yhtiö tosin rakenteeltaan hyvin erilainen ja lisäksi listaamaton. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on kuitenkin edellytyksiä ainakin tämän tason kannattavuuteen pitkällä aikavälillä yhtiön strategian edetessä hyvin eteenpäin. Parhaimmillaan näkisimme käyttökateella olevan edellytyksiä nousta noin 20 %:n tasolle.

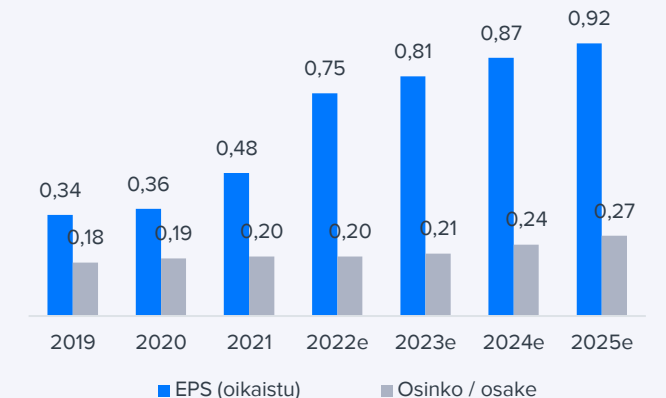
## Osinkoennusteet

Aallon Groupin tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 50 % yhtiön osakekohtaisesta tuloksesta. Laajan raportin yhteydessä hieman alaspäin viilatut osinkoennusteemme ovat pitkälti linjassa yhtiön tavoitteiden kanssa ja ja ennusteessamme osingonjakosuhte on noin 26-29 % oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta ja noin 50 % raportoidusta tuloksesta laskettuna. Vuodelta 2022 odotamme edellisvuoden (2021: 0,20 EUR) tasolla olevaa osinkoa. 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



## EPS ja osinko





# Ennusteet

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	16,7	9,5	8,8	18,3	12,4	12,1	24,5	15,5	13,9	29,4	31,7	32,3	33,2
Käyttökate	1,8	1,2	0,8	2,0	1,7	1,2	2,9	2,3	1,5	3,8	4,3	4,6	4,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,2	-0,3	-0,6	-0,6	-0,8	-1,3	-0,9	-1,0	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,5	1,0	0,6	1,6	1,5	0,9	2,4	2,2	1,3	3,5	3,9	4,2	4,5
Liikevoitto	1,5	1,0	0,5	1,5	1,1	0,4	1,5	1,4	0,6	2,0	2,3	2,6	2,9
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Tulos ennen veroja	1,3	0,9	0,4	1,2	1,0	0,3	1,3	1,2	0,5	1,7	2,2	2,5	2,7
Verot	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,0	0,7	0,3	1,0	0,7	0,20	0,9	1,0	0,35	1,3	1,7	1,9	2,1
EPS (oikaistu)	0,34	0,23	0,13	0,36	0,31	0,18	0,48	0,46	0,29	0,75	0,81	0,87	0,92
EPS (raportoitu)	0,28	0,19	0,08	0,26	0,20	0,05	0,24	0,24	0,09	0,33	0,42	0,49	0,53

Tunnusluvut	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	8,4 %	7,4 %	12,7 %	9,9 %	30,0 %	37,8 %	33,8 %	25,0 %	14,4 %	19,7 %	7,8 %	2,0 %	2,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,5 %	-20,7 %	186,4 %	8,9 %	46,7 %	49,2 %	47,7 %	45,5 %	48,3 %	46,5 %	11,0 %	8,4 %	6,1 %
Käyttökate-%	11,1 %	12,7 %	9,3 %	11,1 %	13,3 %	9,9 %	11,6 %	14,7 %	11,2 %	13,0 %	13,6 %	14,3 %	14,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,9 %	10,6 %	6,9 %	8,8 %	12,0 %	7,5 %	9,8 %	13,9 %	9,7 %	11,9 %	12,3 %	13,1 %	13,5 %
Nettotulos-%	5,9 %	7,2 %	3,1 %	5,2 %	5,9 %	1,6 %	3,8 %	6,1 %	2,5 %	4,4 %	5,2 %	5,9 %	6,3 %

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	29,4	29,4	0 %	31,7	31,7	0 %	32,3	32,3	0 %
Käyttökate	3,8	3,8	0 %	4,3	4,3	0 %	4,6	4,6	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	3,5	0 %	3,9	3,9	0 %	4,2	4,2	0 %
Liikevoitto	2,0	2,0	0 %	2,3	2,3	0 %	2,6	2,6	0 %
Tulos ennen veroja	1,7	1,7	0 %	2,2	2,2	0 %	2,5	2,5	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,75	0,75	0 %	0,81	0,81	0 %	0,87	0,87	0 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,20	-9 %	0,26	0,21	-19 %	0,30	0,24	-20 %

# Ennusteet ja arvonmääritys 3/4

## Arvonmääritys

### Sijoitusnäkemys

Aallon Groupin liiketoiminta on hyvin defensiivistä, vakaata ja ennustettavaa, minkä johdosta yhtiön riskiprofiili on matala. Etenkin nykyisessä talousympäristössä vähäriskiset, laadukkaat ja defensiiviset liiketoiminnat ovat profiililtaan mielenkiintoisia epävarmuuden keskellä. Aallon Groupilla alkaa olla myös taustallaan jo vahvat näytöt yritysostostrategian toimivuudesta ja siten riskit strategian toimivuuden suhteen ovat pienentyneet viime vuosina. Nämä tekijät tukevat näkemyksemme mukaan myös Aallon Groupin 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. Viime vuosien aikana Aallon Group näyttää löytäneen toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskiuuria tilitoimistoja saadaan ostettua maltillisilla arvostuskertoimilla. Nämä järjestelyt ovat myös heijastuneet yhtiön numeroihin kiihtyvän kasvun ja tärkeimpänä tulokasvun muodossa. Tämä on vahvistanut luottamusta strategian toimivuuteen myös jatkossa. Näemme osakkeen tuotto-odotuksen olevan hyvällä tasolla yritysostostrategian jatkaessa nykyisillä urillaan.

### Arvostuskertoimet

Ennusteellamme Aallon Groupin viimeisimmät yritysostot huomioiva vuoden 2023 oikaistu P/E-

kerroin on noin 13x ja vastaava EV/EBIT-kerroin 10x. Nämä ovat mielestämme maltillisia tasoja Aallon Groupin kaltaiselle defensiiviselle kasvuyhtiölle, joka kykenee näkemyksemme mukaan luomaan omistaja-arvoa johdonmukaisella yritysostostrategiallaan. Myös Aallon Groupin tapauksessa käyttökelpoinen ja suhteellisen hyvin kassavirtaa heijasteleva EV/EBITDA-kerroin on tälle vuodelle maltillisella 9x tasolla.

Nykyisellä osakekurssilla vuosien 2022-2023 osinkotuotot ovat noin 2:n %:n tasolla ennustamallamme raportoidusta tuloksesta lasketulla 60-50 %:n osingonjakosuhteella. Osinkotuotto jää lähivuosilta melko matalaksi, mutta tukee osaltaan osakkeen tuotto-odotusta.

Aallon Groupin EV/Liikevaihto-kerroin vuodelle 2023 on 1,3x, mikä on hyvän kasvu- ja kannattavuuspotentiaalin omaavalle palveluyhtiölle mielestämme kohtuullinen taso. Aallon Groupin liikevaihto on myös lähes kokonaan jatkuvaluonteista, mikä tukee yhtiön liikevaihtopohjaista arvostusta suhteessa projektivetoisiin palveluyhtiöihin.

Olettaen, että osaketta hinnoiteltaisiin vuoden 2023 tulosenusteellamme noin 16x-18x oikaistulla P/E-kertoimelle, tarkoittaisi tämä 12,9-14,5 euron osakekurssia tai 20-35 %:n nousupotentiaalia. Keskipitkän aikavälin orgaanisen kasvun osalta epävarmuus on kuitenkin koholla talousnäköymän heikentyessä, mikä nähdäksemme osaltaan rajaa Aallon Groupin arvostuskertoimissa piilevää nousuvaraa lyhyellä aikavälillä.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,8	10,8	10,8
Osakemäärä, milj. kpl	3,91	3,91	3,91
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	42	40	37
P/E (oik.)	14,4	13,4	12,4
P/E	32,4	25,5	22,2
P/Kassavirta	neg.	12,7	12,2
P/B	3,6	3,3	3,1
P/S	1,4	1,3	1,3
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	11,0	9,2	8,1
EV/EBIT (oik.)	12,0	10,2	8,8
Osinko/tulos (%)	60,1%	49,7%	49,4%
Osinkotuotto-%	1,9%	1,9%	2,2%

Lähde: Inderes

# Ennusteet ja arvonmääritys 4/4

Samaan aikaan viimeisen vuoden aikana nähty korkojen nousu ja sitä kautta nousseet tuottovaateet ovat tuoneet pörssin hyväksytyä arvostustasoa alaspäin. Heikentynyt sentimentti painaa tietyiltä osin myös Aallon Groupin hyväksyttävää kertoimia, ja siksi emme näe edellä kaavailtuja kertoimia lyhyellä tähtämällä perusteltuina. Hieman pidemmällä aikavälillä ne ovat mielestämme edelleen realistisia. Kokonaisuudessaan nykyinen arvostustaso on viime aikojen kurssinoususta huolimatta maltillinen ja näemme osakkeen riski/tuotto-suhteen houkuttelevana.

## DCF-kassavirtalaskelma

Aallon Groupin liiketoiminnan vakaan luonteen ansiosta kassavirtalaskelma on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä. Pitkän aikavälin ennusteissa oletamme vuosina 2026-2030 liikevaihdon kasvuvauhdin tasaantuvan 3 %:sta 2,5 %:iin. Vuodesta 2031 eteenpäin odotamme ikuisuuskasvun olevan 2 %. Kannattavuuden osalta olemme pitkän aikavälin ennusteissa melko varovaisia, emmekä odota merkittävää skaalautumista. Ennustamme vuosille 2026-2030 noin 15-16 %:n käyttökatemarginaalia (oik. EBIT-% 14-15 %, raportoitu 9-11 %) ja ikuisuusoletuksemme liikevoittomarginaalille on 12,0 %.

Mielestämme mallin oletukset ovat kokonaisuudessaan melko konservatiivisia, mikä antaa selkänöjää arvonmääritykseen. Kassavirtalaskelmamme mukainen Aallon Groupin oman pääoman arvo on 51,7 MEUR eli noin 13,2 euroa per osake.

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

## Verrokkiryhmä

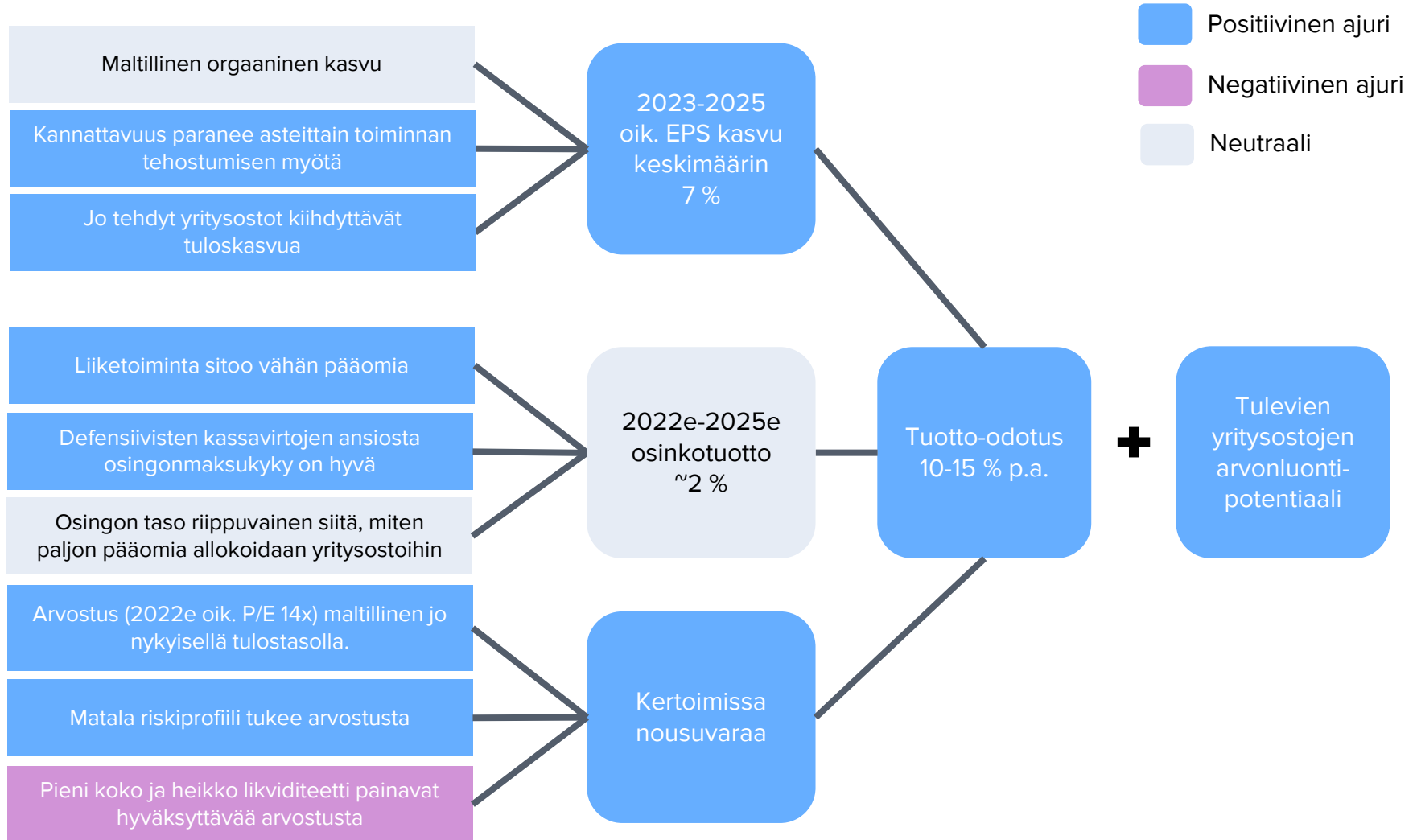
Olemme muodostaneet Aallon Groupin verrokkiryhmän yhtiön lähimmistä tilitoimistoverrokeista Talenomista ja Administerista sekä Helsingin pörssiin listatuista palveluyhtiöistä. Laadukkaan verrokkiryhmän koostaminen Aallon Groupille on haasteellista, sillä täysin vastaavalla liiketoimintamallilla toimivia 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 hieman haastavaa. Verrokkiryhmän muodostamiseen liittyvien haasteiden vuoksi arvonmäärityksemme ei ensisijaisesti nojautu verrokkiyhtiöiden kertoiimiin.

Aallon Groupia hinnoitellaan vuoden 2023 P/E-kertoimella 17 %:n alennuksella verrokkeihin nähden. EV/EBIT-kertoimella arvostus on puolestaan 9 %:n preemiolla verrokkien mediaanitasoon. Vuoden 2023 EV/Liikevaihto-

kertoimella Aallon Groupia hinnoitellaan 38 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Näkemyksemme mukaan preemio mediaanitasoon nähden on hyvin perusteltua lähes kokonaan jatkuvaluonteisesta liiketoimintamallista sekä keskivertoyhtiöön nähden paremmasta kannattavuusprofiilista johtuen.

Aallon Groupin tilitoimistoverrokeista Talenomia hinnoitellaan vuodelle 2023 korkealla 28x EV/EBIT-kertoimella ja Administeria vastaavasti 8x EBIT-kertoimella. Mielestämme Talenomille on perusteltua hyväksyä huomattavasti korkeammat kertoimet, koska yhtiön tuloskasvu on ollut viime vuosina todella vahvaa ja vakuuttavan historian ansiosta luottamus vahvan tuloskasvun jatkumiseen pitkällä aikavälillä on korkealla. Yhtiö profiloituu osaltaan myös teknologiayhtiöksi, jonka vuoksi markkina katsoo yhtiötä hyvin erilaisien lasien läpi kuin tavallisia palveluyhtiötä. Lisäksi Talenom on kokoluokaltaan vielä selvästi Aallon Groupia suurempi toimija, mikä puoltaa yhtiön preemiohinnoittelua. Huomautamme myös, että Talenom ja Aallon Groupin tuloksien (erityisesti käyttökate) ja arvostuskertoimien suoraa vertailua hankaloittavat erilaiset kirjanpitoikäntönnöt (Talenom: IFRS, Aallon Group: FAS). Tulostulkennetta tekevä Administerin vuoden 2023 kertoimet ovat matalia, mutta tällä hetkellä erilaisten kehitysvaiheiden vuoksi tuloskertoimet eivät ole suoraan verrannollisia Aallon Groupin kanssa. Liikevaihtokertoimella Administeria (2022e-2023e: 0,7x-0,4x) hinnoitellaan selvästi Aallon Groupia matalammalla arvostuksella.

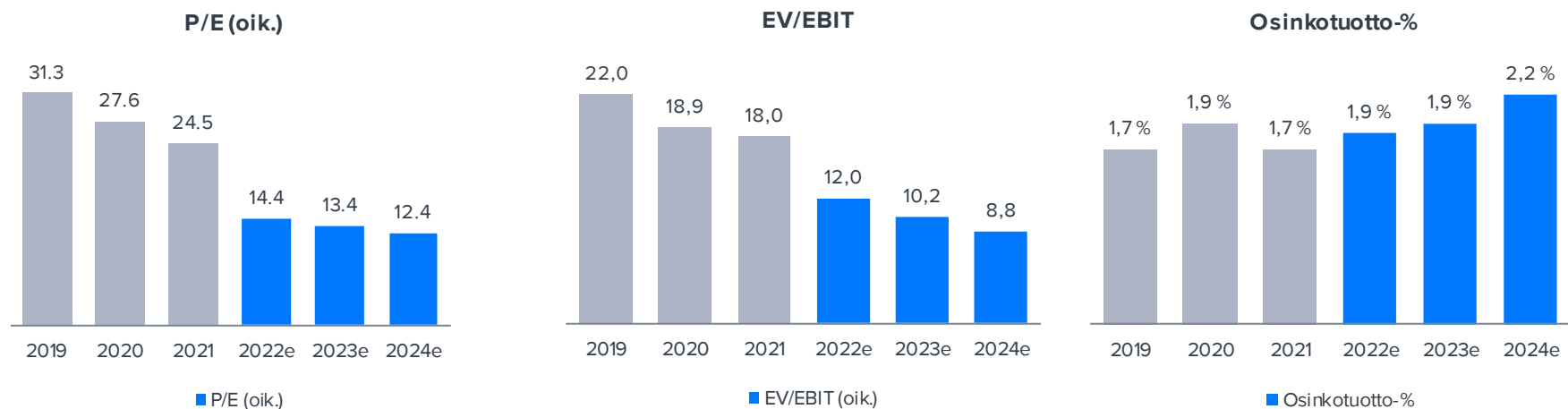
# Aallon Groupin osakkeen ajurit



# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi			10,7	9,96	11,8	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>
Osakemäärä, milj. kpl			3,57	3,63	3,83	<b>3,91</b>	<b>3,91</b>	<b>3,91</b>	<b>3,91</b>
Markkina-arvo			38,6	36,1	45,2	<b>42,2</b>	<b>42,2</b>	<b>42,2</b>	<b>42,2</b>
Yritysarvo (EV)			32,8	30,6	43,1	<b>42,2</b>	<b>39,7</b>	<b>37,2</b>	<b>34,4</b>
P/E (oik.)			31,3	27,6	24,5	<b>14,4</b>	<b>13,4</b>	<b>12,4</b>	<b>11,8</b>
P/E			38,6	37,6	48,7	<b>32,4</b>	<b>25,5</b>	<b>22,2</b>	<b>20,2</b>
P/Kassavirta			9,5	68,0	neg.	<b>neg.</b>	<b>12,7</b>	<b>12,2</b>	<b>11,0</b>
P/B			4,5	4,1	4,0	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>
P/S			2,3	2,0	1,8	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
EV/Liikevaihto			2,0	1,7	1,8	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>
EV/EBITDA (oik.)			17,8	15,0	15,1	<b>11,0</b>	<b>9,2</b>	<b>8,1</b>	<b>7,1</b>
EV/EBIT (oik.)			22,0	18,9	18,0	<b>12,0</b>	<b>10,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,7</b>
Osinko/tulos (%)			<b>66,3 %</b>	<b>73,2 %</b>	<b>82,5 %</b>	<b>60,1 %</b>	<b>49,7 %</b>	<b>49,4 %</b>	<b>50,5 %</b>
Osinkotuotto-%			<b>1,7 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>2,2 %</b>	<b>2,5 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

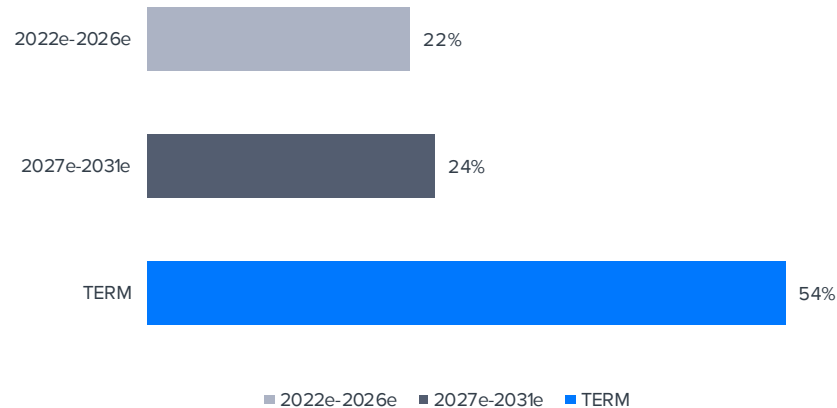
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Talenom	410	468	28,5	28,0	14,1	13,1	4,6	3,8	33,0	32,0	2,0	2,0
Administer	40	33		8,3	11,1	4,2	0,7	0,4		17,5		3,9
Fondia	27	23	11,8	9,3	9,1	7,2	0,9	0,8	17,4	14,5	4,1	4,1
Gofore	369	359	17,0	13,2	15,8	12,1	2,4	1,8	21,6	17,2	1,5	1,7
Vincit	72	63	11,2	6,9	14,6	6,3	0,7	0,6	13,2	10,6	2,3	5,5
Digia	160	182	10,7	8,8	8,7	7,2	1,1	0,9	11,0	10,2	3,3	3,8
Netum Group	44	44	15,5	11,8	14,1	11,3	1,5	1,3	21,2	15,2	3,3	3,8
Siili Solutions	129	125	10,1	8,5	8,0	7,1	1,1	0,9	15,2	12,7	1,6	1,9
Solteq	26	56	31,9	14,5	8,3	5,8	0,8	0,7	30,8	17,7		3,7
Kelly Partners	124	164			11,7	9,3	4,2	3,3	30,5	25,1	2,1	2,3
<b>Aallon Group (Inderes)</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>12,0</b>	<b>10,2</b>	<b>11,0</b>	<b>9,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>14,4</b>	<b>13,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>17,1</b>	<b>12,1</b>	<b>11,6</b>	<b>8,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>21,5</b>	<b>17,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>
<b>Mediaani</b>			<b>13,7</b>	<b>9,3</b>	<b>11,4</b>	<b>7,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>21,2</b>	<b>16,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-12 %</b>	<b>9 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>28 %</b>	<b>36 %</b>	<b>38 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>-48 %</b>

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	33,8 %	19,7 %	7,8 %	2,0 %	2,7 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	6,2 %	6,7 %	7,2 %	8,1 %	8,6 %	9,3 %	9,6 %	10,5 %	11,0 %	11,2 %	12,0 %	12,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,7	0,4	
- Maksetut verot	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	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	0,6	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,7	-4,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>3,6</b>	
+/- Muut	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-4,7	-0,9	3,3	3,5	3,9	4,1	4,1	4,4	4,6	4,7	3,6	56,5
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>27,0</b>	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		50,4	51,2	48,2	45,2	42,2	39,2	36,5	33,8	31,2	28,8	27,0
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>50,4</b>										
- Korolliset velat		-1,0										
+ Rahavarat		3,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,8										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>51,7</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>13,2</b>										

## Rahavirranjakauma jaksittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumistasite 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 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,6 %</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>4,5</b>	<b>10,8</b>	<b>13,5</b>	<b>11,9</b>	<b>10,3</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,7	10,1	13,0	11,4	9,9
Käyttöomaisuus	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>8,3</b>	<b>6,7</b>	<b>7,9</b>	<b>9,3</b>	<b>12,1</b>
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	2,8	3,6	4,4	4,9	5,2
Likvidit varat	5,5	3,1	3,5	4,4	6,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>12,8</b>	<b>17,5</b>	<b>21,5</b>	<b>21,2</b>	<b>22,4</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>8,9</b>	<b>11,3</b>	<b>11,8</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,6	0,8	1,3	2,2	3,3
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	8,2	10,4	10,4	10,4	10,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>	<b>9,6</b>	<b>8,6</b>	<b>8,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,2	3,5	1,9	1,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,8	5,2	6,2	6,7	6,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>12,8</b>	<b>17,5</b>	<b>21,5</b>	<b>21,2</b>	<b>22,4</b>



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	16,7	18,3	24,5	29,4	31,7	EPS (raportoitu)	0,28	0,26	0,24	0,33	0,42
Käyttökate	1,8	2,0	2,9	3,8	4,3	EPS (oikaistu)	0,34	0,36	0,48	0,75	0,81
Liikevoitto	1,5	1,5	1,5	2,0	2,3	Operat. kassavirta / osake	0,20	0,71	0,82	0,89	0,95
Voitto ennen veroja	1,3	1,2	1,3	1,7	2,2	Vapaa kassavirta / osake	1,14	0,15	-1,24	-0,23	0,85
Nettovoitto	1,0	1,0	0,9	1,3	1,7	Omapääoma / osake	2,40	2,44	2,94	3,02	3,25
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,2	-0,9	-1,5	-1,6	Osinko / osake	0,18	0,19	0,20	0,20	0,21
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	11,6	12,8	17,5	21,5	21,2	Liikevaihdon kasvu-%	8 %	10 %	34 %	20 %	8 %
Oma pääoma	8,6	8,9	11,3	11,8	12,7	Käyttökateen kasvu-%	-27 %	10 %	41 %	34 %	12 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-29 %	9 %	48 %	47 %	11 %
Nettovelat	-5,8	-5,5	-2,1	-0,1	-2,5	EPS oik. kasvu-%	-27 %	6 %	33 %	56 %	8 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	11,1 %	11,1 %	11,6 %	13,0 %	13,6 %
Käyttökate	1,8	2,0	2,9	3,8	4,3	Oik. Liikevoitto-%	8,9 %	8,8 %	9,8 %	11,9 %	12,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	0,8	0,6	0,1	0,0	Liikevoitto-%	8,8 %	8,0 %	6,2 %	6,7 %	7,2 %
Operatiivinen kassavirta	0,7	2,6	3,1	3,5	3,7	ROE-%	19,0 %	11,0 %	9,2 %	11,3 %	13,5 %
Investoinnit	-2,2	-2,2	-7,7	-4,6	-0,4	ROI-%	28,6 %	16,8 %	14,4 %	14,3 %	15,2 %
Vapaa kassavirta	4,1	0,5	-4,7	-0,9	3,3	Omavaraisuusaste	74,1 %	69,5 %	64,9 %	55,3 %	60,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-68,3 %	-62,5 %	-18,7 %	-0,4 %	-19,8 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	2,0	1,7	1,8	1,4	1,3						
EV/EBITDA (oik.)	17,8	15,0	15,1	11,0	9,2						
EV/EBIT (oik.)	22,0	18,9	18,0	12,0	10,2						
P/E (oik.)	31,3	27,6	24,5	14,4	13,4						
P/B	4,5	4,1	4,0	3,6	3,3						
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	1,7 %	1,9 %	1,9 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytiikoilla 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 liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen 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 liikeyseen 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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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

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

### Inderes 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.**