

Aallon Group

Laaja raportti

30.11.2021 17:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Defensiivinen kasvuyhtiö kohtuullisella arvostuksella

Toistamme Aallon Groupin lisää-suosituksen ja 13,0 euron tavoitehinnan. Viimeisen noin 1,5 vuoden aikana Aallon Group näyttää löytäneen toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja saadaan ostettua maltillisilla arvostuskertoimilla. Tänä vuonna nämä järjestelyt ovat alkaneet myös heijastua yhtiön numeroihin kiihtyvän kasvun muodossa. Näemme osakkeen tuotto-odotuksen olevan hyvällä tasolla yritysostostrategian jatkaessa nykyisillä urillaan ja orgaanisen kasvun asteittain piristytessä ensi vuoden aikana.

Defensiivinen kasvuyhtiö

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy nykyisen tilitoimistoliiketoiminnan defensiivinen ja vakaa kasvu (2014-2020: CAGR 8,2 %), jonka päälle sijoittaja saa mielestämme positiivisen yritysjärjestelyoption. Yhtiön liikevaihdosta valtaosa on jatkuvaa, mikä heijastelee vakaata ja ennustettavaa liiketoimintaa pitkien asiakassuhteiden ansiosta. Liiketoiminta ei sido paljoa pääomaa, minkä ansiosta pääoman tuotto on hyvällä tasolla ja liiketoiminta tuottaa hyvin kassavirtaa. Lisäksi yhtiön vahva tase antaa selkänöjää kasvustrategian toteuttamiseen. Aallon Group on viime vuosina panostanut merkittävästi konserniorganisaation rakentamiseen sekä yhteisiin tuotantojärjestelmiin, jonka ansiosta perusta tulevalle kasvulle on kunnossa. Jatkossa yhtiöllä on selkeää potentiaalia parantaa kannattavuuttaan (käyttökate 2020-2021e: 11,1-11,9 %) asteittain kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa.

Tilitoimistoala on murroksessa, mitä Aallon Group hyödyntää kasvamalla yritysostoin

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 11 yritysjärjestelyä, mutta kooltaan (2021e markkinaosuus n. 2,0 %) Aallon Group asemoituu vielä haastajaksi isoimpia toimijoita vastaan. Näkemyksemme mukaan Aallon Groupin henkilöstölähtöinen ja asiakaskeskeinen tulokulma antaa yhtiölle jatkossakin hyvät edellytykset kasvattaa markkinaosuuttaan sekä orgaanisesti että yritysostoin.

Arvostus on maltillinen yritysostostrategian edetessä

Olemme tarkistaneet Aallon Groupin kannattavuusennusteita astetta varovaisemmaksi lähivuosien osalta. Nykyisillä ennusteillamme Aallon Groupin vuosien 2021-2022 oikaistut P/E-kertoimet ovat 22x-17x ja vastaavat nettokassan huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 17x-13x. Vuoden 2021 kertoimet ovat koholla, mutta ne eivät vielä täysimääräisesti heijastele viimeisimpiä yritysostoja. Siten arvostusta on katsottava ensi vuoteen, mihin peilattuna kertoimet näyttävät kohtuullisilta. Nämä pitävät kuitenkin sisällään oletuksen jo tehtyjen yritysostojen tulokasvun realisoitumisesta, johon liittyy edelleen tiettyä epävarmuutta. Aallon Groupin H1'21-luvut kuitenkin osoittivat yritysostostrategian tuottavan tuloksia ja siten ennustamamme tulokasvun pitäisi olla hyvinkin saavutettavissa.

Suositus

Lisää

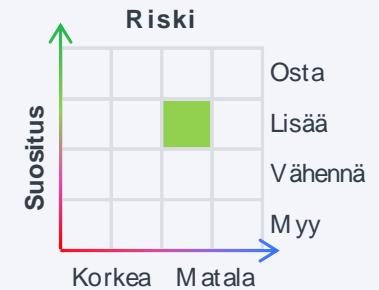
(aik. Lisää)

13,00 EUR

(aik. 13,00 EUR)

Osakekurssi:

11,55



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	18,3	24,4	27,0	28,3
kasvu-%	9,9 %	32,8 %	10,7 %	5,0 %
EBIT oik.	1,6	2,5	3,2	3,6
EBIT-% oik.	8,8 %	10,3 %	11,9 %	12,7 %
Nettotulos	1,0	1,1	1,7	2,0
EPS (oik.)	0,36	0,53	0,68	0,71
P/E (oik.)	27,6	21,9	16,9	16,3
P/B	4,1	3,9	3,6	3,4
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %
EV/EBIT (oik.)	18,9	16,7	12,6	10,7
EV/EBITDA	15,0	14,5	11,0	9,5
EV/Liikevaihto	1,7	1,7	1,5	1,4

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

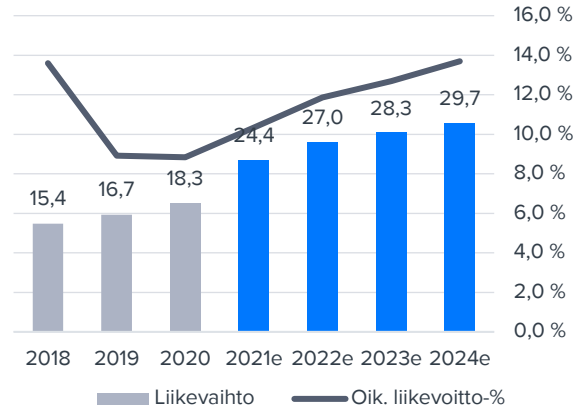
"Yhtiö tavoittelee keskipitkällä tarkastelujaksolla keskimäärin 15-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua ja kasvavaa käyttökateprosenttia."

Osakekurssi



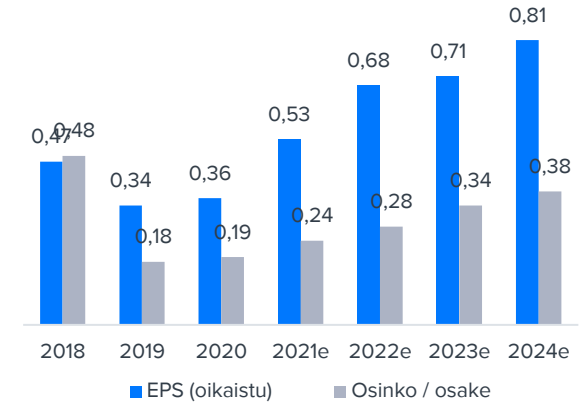
Lähde: Thomson Reuters

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
- Matalalla arvostuksella tehdyissä yrityskaupoissa mahdollisuus luoda arvoa "kerroinarbitraasin" kautta



Riskitekijät

- Pitkän aikavälin arvontuontipotentiaali nojaa vahvasti yritystostostrategiassa onnistumiseen
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Aallon Group on luotu yhdistämällä tilitoimistoja ja uuden organisaatorakenteen toimivuuteen liittyä vielä tiettyjä riskejä

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	3,83	3,83	3,83
Markkina-arvo	44	44	44
Yritysarvo (EV)	42	40	39
P/E (oik.)	21,9	16,9	16,3
P/E	39,0	26,2	22,1
P/Kassavirta	neg.	15,8	14,5
P/B	3,9	3,6	3,4
P/S	1,8	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	14,5	11,0	9,5
EV/EBIT (oik.)	16,7	12,6	10,7
Osinko/tulos (%)	81,0 %	63,6 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,4 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Sijoitusprofiili	9-11
Toimiala	12-15
Strategia	16-20
Taloudellinen tilanne	21-22
Ennusteet ja arvonnääritys	23-28
Taulukot	29-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Aallon Group lyhyesti

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

2019

Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

18,3 MEUR (+9,9 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

+8,2 % 2015-2020*

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

2,0 MEUR (11,1 % lv:sta)

Käyttökate 2020

320

Henkilöstö H1'21 lopussa

>4500

Asiakkaiden lukumäärä

2019

- Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

Ensimmäiset yritysostot:

- 9/2019 eControllers
- 11/2019 Avion

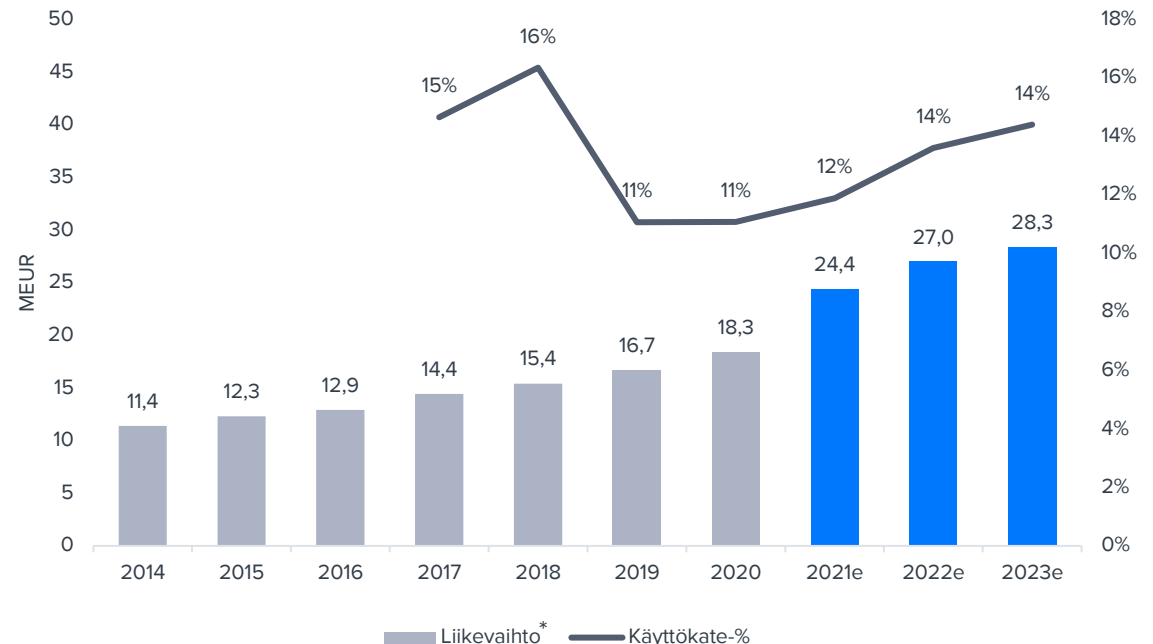
2020

- Vuoden yritysostot:
- 6/2020 Tili-Koivu
 - 9/2020 Akipo

2021

- Yritysjärjestelyjen vauhti kiihtyy:
- 1/2021 Kymppikirjanpito
 - 1/2021 TalousNosturi
 - 3/2021 J.A. Castrén
 - 4/2021 Rätinki-Yhtiöt
 - 5/2021 Aboma Control
 - 11/2021 Hulkkonen Consulting
 - 11/2021 Forssi

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

Haastaja hajanaisella tilitoimistomarkkinalla

Aallon Group on alun perin kuudesta pitkäikäisestä ja paikallisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostettu konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita Suomessa. Tilitoimistoalan konsolidaatiokehityksen edetessä nämä kuusi yrittäjähenkistä tilitoimistoa päättivät yhdistää voimansa sen sijaan, että olisivat päätyneet suurempien kilpailijoiden tai pääomasijoittajien ostettaviksi. Päätös yhdistymisestä tehtiin elokuussa 2018 ja juridisesti yhdistyminen toteutettiin maaliskuussa 2019 osakevaihdolla, jossa yhdistyvät tilitoimistot siirtyivät Aallon Groupin kokonaan omistamiksi tytäryhtiöiksi. Yhtiö listautui First North -listalle huhtikuussa 2019.

Aallon Group haluaa itse konsolidoida fragmentoitunutta tilitoimistomarkkinaa ja on listautumisen jälkeen lähtenyt aktiivisesti toteuttamaan yritysostostrategiaansa. Ensimmäiset kaksi pientä yritysostoa yhtiö teki vuoden 2019 loppupuolella ja vuonna 2020 yhtiö teki myös kaksi kauppaa. Vuonna 2021 tahti on kiihtynyt ja yhtiö on toteuttanut 7 järjestelyä.

Aallon Groupin vuoden 2020 liikevaihto oli 18,3 MEUR ja käyttökate 2,0 MEUR (EBITDA-% 11,1 %). Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 8,2 % vuosina 2015-2020, mikä ylittää tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (n. 6 %) tällä ajanjaksolla. Vuonna 2021 kasvu kiihtyy selvästi jo tehtyjen yritysostojen ansiosta.

Aallon Groupin liikevaihto on lähes kokonaan jatkuvaa sopimuslaskutusta, mikä tekee yhdessä

alalle tyypillisesti pitkien asiakassuhteiden ansiosta liiketoimintamallista hyvin defensiivisen ja ennustettavan. Tämä mahdollistaa myös hyvän kannattavuuden samalla kun kirjanpitäjien työtä pystytään tehostamaan digitalisaatioon ja automaatioon panostamalla. Aallon Groupissa työskenteli H1'21 lopussa yhteensä 320 henkilöä.

Tilitoimistopalveluita lähellä asiakasta

Aallon Group tarjoaa tilitoimistopalveluja ja muita asiantuntijapalveluitaan pääasiallisesti kuukausittain laskutettavana kiinteähintaisena palvelukokonaisuutena. Yhtiön toimintamallina on tuottaa palvelut lähellä asiakasta siten, että asiakkaalla on aina suora yhteys nimettyyn asiantuntijaan ja asiantuntijatiimiin, joka vastaa palveluiden tuottamisesta asiakkaalle. Yhtiöllä on tällä hetkellä toimistot 11: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 asiakastytytyväisyyskyselyissä.



Tilitoimistomarkkinan muutos

Ennen ja yleensä edelleen

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

Nyt ja tulevaisuudessa

- Suuri osa kirjanpidon rutiinitehtävistä voidaan automatisoida, mutta tämä on vielä harvinaista. 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 3-4 % lähivuosina)
- Toimialan tulevaisuuden kasvu riippuu siitä, miten tilitoimistot onnistuvat palveluiden laajentamisessa
- Vaikka toimijoiden määrä pysynee korkealla (nyt ~4100 tilitoimistoa), suurimpien toimijoiden osuus kasvaa
- Toimiala on ollut ja tulee arviomme mukaan olemaan jatkossakin erittäin defensiivinen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Aallon Groupin palvelut

Aallon Groupin tarjoamiin taloushallintopalveluihin kuuluvat kirjanpito, myyntilaskujen käsittely, ostolaskujen käsittely, laskujen maksatus, sisäinen laskenta sekä vero- ja arvonlisäveroasioiden hoito. Käytännössä yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat kaikki toimialalle tyypilliset palvelut. Liikevaihdosta valtaosa tulee 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 laajentava 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). Kehitys on kuitenkin tasaantunut viime vuosina. Yhtiö ei enää raportoi lukua, mutta laskelmiemme mukaan luku on ollut vuosina 2019 ja 2020 70-75 TEUR:n välissä. Yhtiön

ensimmäinen vuosi 2019 meni kasvustrategian perustan rakentamisessa, kun yhtiö vahvisti organisaation lisäksi HR- ja toiminnanohjausjärjestelmiään sekä loi ja käyttöönotti uuden brändin. Nyt perusta hyvän orgaanisen kasvun jatkamiselle on entistä vankempi ja arvioimme yhtiön kannattavuuden paranevan asteittain tulevina vuosina kasvun myötä saavutettavilla skaalaeduilla sekä digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa.

Neuvonantopalveluiden merkitys korostuu tulevaisuudessa

Aallon Groupin liiketoimintamalli ja riittävä kokoluokka mahdollistavat taloushallinnon lisäarvopalveluiden tarjoamisen, joita pk-yritykset tarvitsevat oman liiketoimintansa tueksi. Kirjanpitäjien aikaa voidaan suunnata jatkuvasti enemmän konsultatiiviseen työhön, kun digitalisaation myötä rutiinitehtäviä pystytään automatisoimaan. Tämä luo merkittäviä lisäansaintamahdollisuuksia sekä kirjanpitäjille (työtyytyväisyys) että Aallon Groupille. Näkemyksemme mukaan lisäpalveluiden merkitys korostuu merkittävästi tulevaisuudessa, koska lakisääteinen kirjanpito tullaan automatisoimaan yhä voimakkaammin.

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

Palvelut

Neuvonanto- ja talouden johtamispalvelut



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

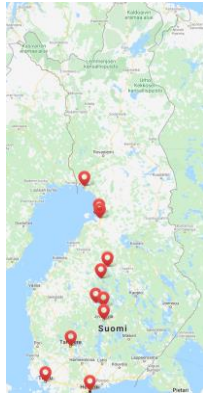
Taloushallintopalvelut ja erikoistuneet toimialaratkaisut



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

Myyntistrategia ja -kanavat

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



Liiketoimintaidea

Suuren tilioimiston osaaminen ja asiantuntemus paikallisella ja kasvullisella palvelulla



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

Teknologiastrategia

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

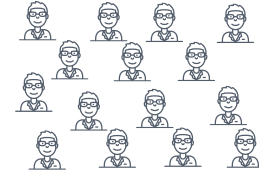
Kilpailu

Suuremmat tilioimistot Suomessa



TALENOM

~4100 pientä tilioimistoa



Asiakkaat

- 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 (2020)

Henkilöstö 320 (H1'21)
Kulut yht. -16,4 m€



Henkilöstökulut
(65 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(6,5 %)



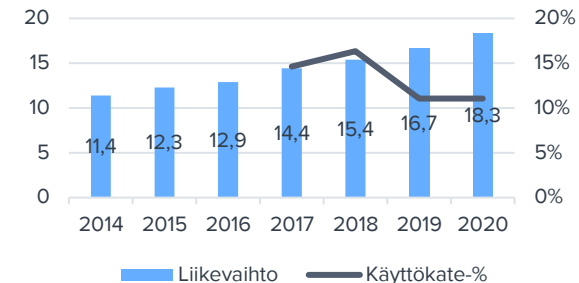
Liiketoiminnan muut kulut
(18 %)

Defensiiviset kassavirrat

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

Tulovirrat

Liikevaihto 18,3 m€
Käyttökate 2,0 m€ (2020)



Sijoitusprofiili

Defensiivinen kasvuyhtiö

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy vakaa ja defensiivinen tilitoimistoliiketoiminta, jonka päälle sijoittaja saa mielestämme positiivisen yritysjärjestelyoption. Viimeisen vuoden aikana yritysostostrategian toimivuudesta on saatu myös jo näyttöjä. Aallon Group näyttää löytäneen toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja saadaan ostettua maltillisilla arvostuskertoimilla. Tänä vuonna nämä järjestelyt ovat alkaneet myös heijastua yhtiön numeroihin kiihtyvän kasvun 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.

Aallon Group on viime vuosina panostanut merkittävästi konserniorganisaation rakentamiseen sekä yhteisiin tuotantojärjestelmiin, jonka ansiosta perusta tulevalle kasvulle on kunnossa. Jatkossa yhtiöllä on selkeää potentiaalia parantaa kannattavuuttaan asteittain kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa. Tämä antaa eväät myös vakaalle orgaaniselle tuloskasvulle.

Aallon Group on viime vuosina tullut tilitoimistomarkkinan konsolidaatiopeliin uutena

haastajana ja yhtiön yrittäjähenkisyyttä korostava tulokulma antaa kilpailuetua ostokohteista kilpailtaessa. Onnistuneilla yritysostoilla yhtiöllä on mahdollisuus kiihdyttää tuloskasvuun ja luoda merkittävästi omistaja-arvoa. Aallon Groupilla alkaa olemaan jo hyvät näytöt yritysjärjestelyiden toteuttamisesta maltillisella arvostuksella ja ensimmäiset näytöt niiden tulosvaikutuksen realisoitumisesta on myös jo saatu. Matalilla arvostuskertoimilla toteutettavissa järjestelyissä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat näkemyksemme mukaan hyvät, kun ostettuja tilitoimistoja aletaan hinnoitella Aallon Groupin selvästi 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 arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen. Yrityskauppojen integrointiin liittyy aina riskejä ja henkilöstövetoisten liiketoimintojen kaupoissa riskinä on myös henkilöstön vaihtuvuuteen liittyvät ongelmat. Markkinalla on myös useita muita toimijoita kilpailemassa ostokohteista, mikä voi johtaa kiristymiin arvostustasoihin ja vaikeuttaa arvonluontia.

Kasvava organisaatorakenne: Aallon Group on luotu yhdistämällä tilitoimistoja ja yhtiön kokoluokka on kasvanut viime vuosien yritysostojen myötä merkittävästi. Yhtiön toimintahistoria nykyisellä rakenteella on vielä suhteellisen lyhyt ja nopeaan kasvuun liittyy aina omat riskinsä. Tähän mennessä yritysostojen integraatiot ovat kuitenkin sujuneet hyvin ja organisaatiopaletti vaikuttaisi muutenkin olevan hyvin kasassa.

Kilpailutilanteen kiristyminen: Käsitksemme mukaan kilpailu tilitoimistomarkkinalla on tällä hetkellä melko vähäistä, mutta digitalisaation myötä käynnissä oleva toimialan murros voi tulevina vuosina kiristää kilpailua tai houkuttaa uusia disruptiivisia toimijoita alalle. Fragmentoitunut toimiala voi houkuttaa paikalle myös suurempia ulkomaisia toimijoita. Lähtökohtaisesti pidämme toimialan häviäjänä pieniä paikallisia tilitoimistoja, joilla ei ole riittävää muutoshalukkuutta. Suuremmilla toimijoilla, kuten Aallon Groupilla, on hyvä positio toimialan murroksessa.

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

Sijoitusprofiili

1.

Hyvä positio defensiivisellä ja vakaasti kasvavalla toimialalla

2.

Yritysostostrategia alkaa tuottaa tuloksia ja kiihdyttää kasvua

3.

Vakaa kannattavuus, jota mahdollisuus parantaa asteittain

4.

Alhainen riskiprofiili, liikevaihto lähes kokonaan jatkuvaluonteista

5.

Tilitoimistoliiketoiminta luo hyvää kassavirtaa, jota allokoida yritysostoihin sekä osingonmaksuun

Potentiaali



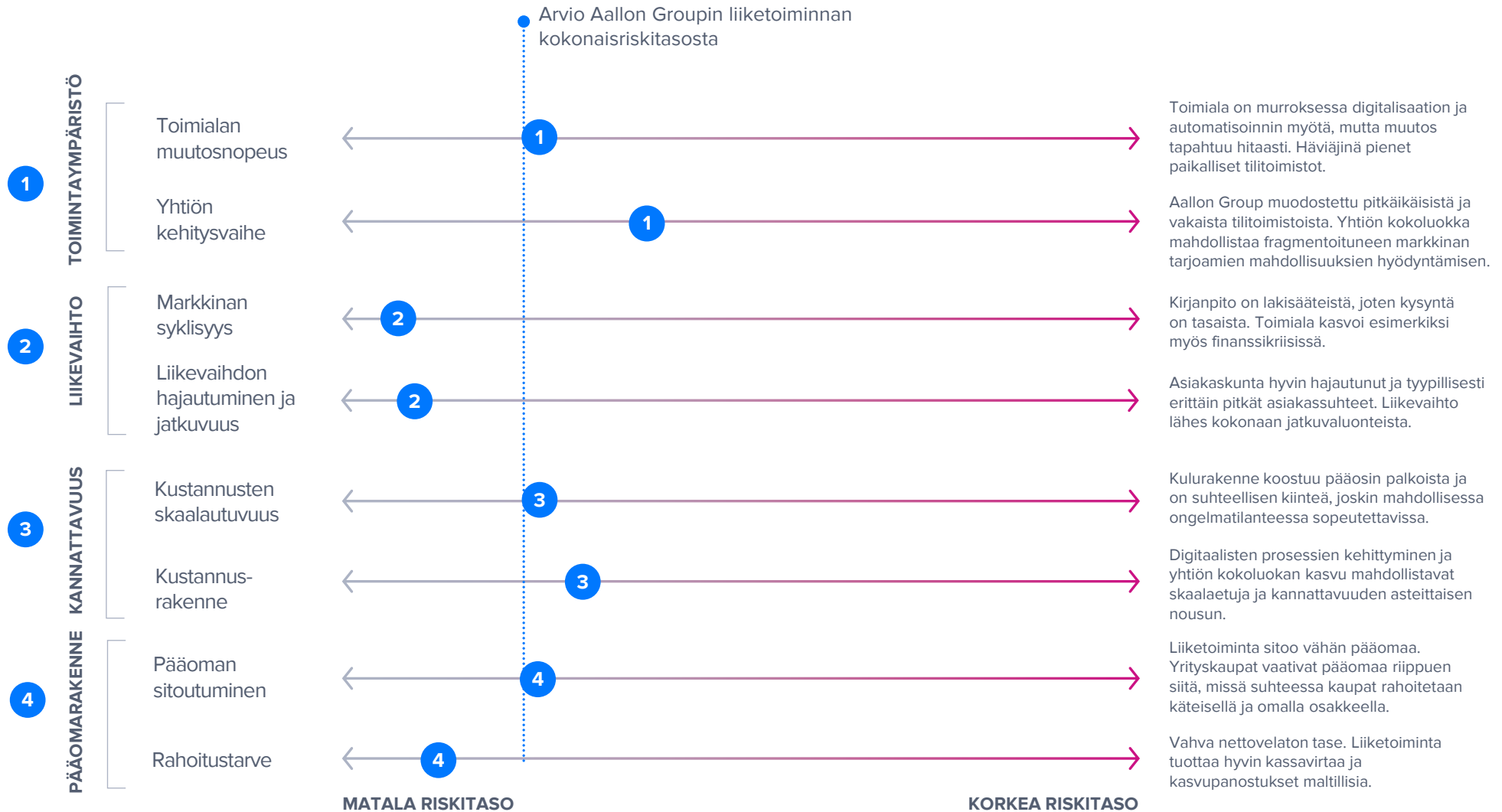
- Yritysostoilla mahdollisuus luoda omistaja-arvoa kiihtyvän tuloskasvun sekä kerroinarbitraasin kautta
- Yrittäjähenkisyyden korostaminen toimii kilpailuetuna yritysostokohteista kilpailtaessa
- Kannattavuus paranee kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa
- Defensiiviset kassavirrat
- Orgaaninen kasvunäkymä piristymässä koronan jäljiltä

Riskit



- Pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen
- Yritysostojen integraatioon ja kasvavaan organisaatorakenteeseen liittyvät riskit
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/3

Kasvava ja erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,23 miljardia euroa vuonna 2020. 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 jo lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, mikä takaa 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. Koronakriisin vaikutukset toimialaan ovat jääneet myös suhteellisen pieniksi, vaikka uusasiakashankinnan vaikeutuminen on hidastanut orgaanista kasvua.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 5,2 % vuodessa 2002-2020 välisenä aikana. Vuosina 2012-2017 kasvu hidastui keskiarvosta, mutta 2018-2019 kasvu kiihtyi yli 10 %:iin. Pidämme tätä poikkeuksena ja vuonna 2020 koronapandemia taittoikin markkinan kehityksen

vakaaksi. Odotamme noin 3-4 %:n kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä.

Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset, jotka ovat arviomme mukaan olleet noin puolet markkinan kasvusta. Kirjanpidon sähköistyminen ja digitalisaatio ovat kuitenkin kiristäneet kilpailua, mikä takaa 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.

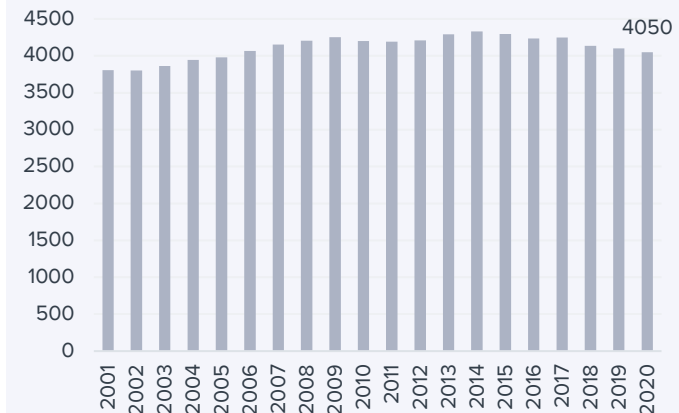
Toinen osa kasvusta tulee transaktiomäärien kasvusta, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä. Vuonna 2020 pahimpien koronasulkujen aikaan nähtiin hetkellinen pudotus transaktiomäärissä, mutta tästä on lähdetty elpymään melko nopeasti.

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

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärän kehitys



Toimiala 2/3

Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tiltoimistoala 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 digitalisaation ajamana. Sähköistyminen tulee muuttamaan tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän arvoaan, mutta konsultin työtehtävät kasvattavat merkitystään. Tämä vapauttaa resursseja lisäarvopalvelujen tuottamiseen. On kuitenkin hyvä muistaa, että asiantuntevaa ja henkilökohtaista palvelua ei voi korvata automaatiolla. Asiakas/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 reviirinsä. Monelle näistä toimijoista teknologinen kehitys on merkittävä haaste ja yritykseltä voi puuttua vaadittavat resurssit edistää kilpailua tai haastaa muita tilitoimistoja. Toisaalta toimialan suurimmat ovat sähköisen palvelun hallitsevia ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksessa. Palveluiden sähköistyminen sekä taloushallinnon ohjelmistojen kehittyminen on ollut nopeaa viime vuosina, mikä on mahdollistanut aikaisten

omaksujien kilpailukyvyyn nousun.

Voimakkaasti fragmentoitunut markkina

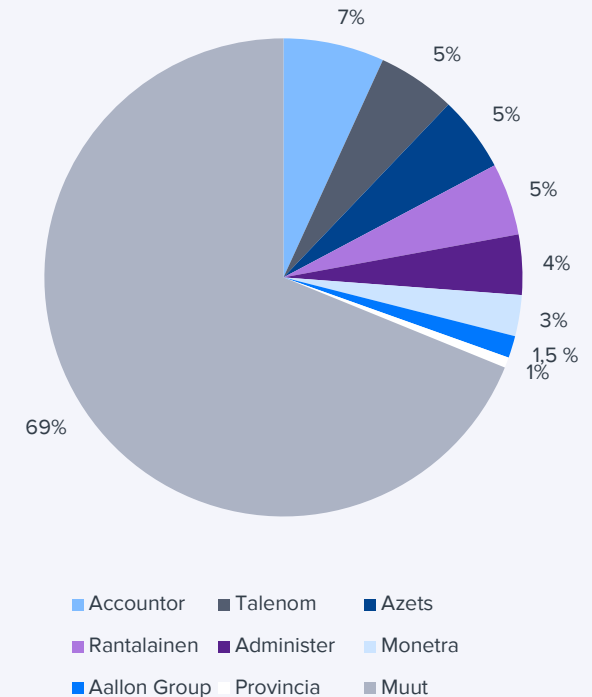
Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2020 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4050 yritystä (2019: 4103). Keskimääräisessä yrityksessä oli vain 2,9 työntekijää eli valtaosin yritykset ovat erittäin pieniä. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan monia pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, sillä näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen. Vaikka toimijoiden määrä ei välttämättä merkittävästi laske, arviomme yhä suuremman osuuden markkinasta keskittävän suurille toimijoille.

Alan merkittävimpiä toimijoita ovat Accountor, Talenom, Rantalainen, Administer, Azets, Aallon Group sekä julkiseen sektoriin keskittyneet Monetra ja Provincia. Edellä mainitut yhtiöt ovat myös Aallon Groupin keskeisimpiä kilpailijoita Monetraa ja Provinciaa lukuun ottamatta. Aallon Group asemoituu liikevaihdon kokoluokaltaan (2020: 18,3 MEUR) markkinalla haastajaksi suurempia (50-80 MEUR) toimijoita vastaan.

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan alan kahdeksan suurinta toimijaa pitivät vuonna 2020 hallussaan vain noin 31 % 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 2020 (%)



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätöstiedot ja kotisivut, Inderes

Toimiala 3/3

Lyhyellä tähtäimellä Accountorin päätös lopettaa kirjanpito-ohjelmisto Tikonin elinkaari kesäkuun 2022 loppuun voi kiihdyttää yhdistymisiä, kun kaikilla pienillä toimistoilla ei välttämättä ole resursseja tai halua siirtää uusiin ohjelmistoihin.

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 selkeitä skaalaetuja on arviomme mukaan saavutettavissa myös myynnin ja markkinoinnin osalta.

Toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Uskomme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän ja toimialan muokkaantuvan voimakkaasti seuraavien kymmenen vuoden aikana. Muutospaineet haastavat toimialan ja asettavat erityisesti pienet tilitoimistot valinnan eteen: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua. Myös voittajat on suhteellisen helppo ennakoita.

Arviomme mukaan murroksen voittajia ovat ainakin ohjelmistokehitykseen vahvasti panostaneet Talenom ja Accountor. Lisäksi varteenotettavia haastajia ovat muut suuremmat

tilitoimistot kuten Aallon Group, Rantalainen, Administer ja Azets, joilla kaikilla on myös omaa ohjelmistokehitystä.

Kilpailu toimialalla on edelleen varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla kilpailu asiakkaista on ollut 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.



Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan lähivuosina noin 3-4 %:n vuosivauhtia.
- Valtaosa liikevaihdosta on jatkuvaa / toistuvaa.
- Yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, sillä kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille.
- Kilpailu on rauhallista ja alueellista ja panostukset 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 markkinaposition toimialalla on erittäin arvokas.
- Konsultointipalveluiden rooli tulee näkemyksemme mukaan nousemaan tulevina vuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan.
- Yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen tilitoimistoille tarjoaa toimialalle potentiaalisen kasvujurin
- Arviomme mukaan toimialan arvo tulee keskittymään suurille yhtiöille, vaikka toimialan yhtiömäärä voi pysyä korkeana.

Toimiala ja kilpailukenttä 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-%.

Yritysostostrategiassa onnistuminen on Aallon Groupin pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta keskeisin tekijä ja yhtiö on viimeisen noin 1,5 vuoden aikana aktivoitunut selvästi yritysostorintamalla. Vuonna 2020 yhtiö teki kaksi yrityskauppaa ja vuonna 2021 yhtiö on toteuttanut jo seitsemän kauppaa. Yhtiö näyttää löytäneen yritysostoissa toimivan reseptin, jolla kohteita saadaan ostettua maltilliseen hintaan ja tähän mennessä myös integraatiot ovat sujuneet hyvin.

Koronatilanne on hidastanut Aallon Groupin orgaanisen kasvun nollan tuntumaan, mutta perusta kasvun kiihdyttämiselle on kunnossa nyt kun tilanne on helpottamassa. Yhtiö vahvisti jo vuonna 2019 organisaationsa lisäksi HR- ja toiminnanohjausjärjestelmiään ja toteutti brändiuudistuksen.

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

Kirjanpito tehdään kaupallisten ohjelmistojen päälle

Kirjapidon ja palkanlaskennan taustajärjestelminä yhtiö käyttää kuhunkin tarkoitukseen parhaiten sopivia kaupallisia valmisohjelmia (esim. Procountor, 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 Talenomien 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 teknologiastrategia on kuitenkin huomattavasti pääomakevyempi sekä vähäriskisempi verrattuna siihen, että yhtiö lähtisi nyt investoimaan voimakkaasti yhtenäiseen omaan taustajärjestelmään.

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

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.

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. Tähän mennessä tehtyjen kauppojen avulla Aallon Groupin kasvuvauhti ylittää tänä vuonna selvästi tavoitevauhdin. Yhtiön koon kasvaessa myös ostokohteiden koon tai määrän tulee kasvaa, jotta prosentuaaliseen

kasvutavoitteeseen päästään jatkossakin. Olettaen yhtiön organisen kasvun jatkuvan suunnilleen historiallisella tasolla, riittäisi yhtiön tavoittelemaan 15-20 %:n vuosittaiseen kasvuun lähivuosille noin 2-3 yrityskauppaa vuosittain. Käsityksemme mukaan markkinalla on edelleen paljon potentiaalisia ostokohteita, ja uskomme yhtiön yltävän tavoitetahtiin lähivuosina.

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.

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 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 keskitetympin. Uusiasiakashankinnassa 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 merkittävää arvonluontipotentiaalia

Aallon Groupilla on houkutteleva mahdollisuus kasvaa ja luoda arvoa yritysostoilla ja yhtiöllä alkaa olla jo alustavia näyttöjä 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. Hieman isommassa Rätinki-Yhtiöt-järjestelyssä arvostus (7,5x EV/EBITDA) oli jonkin verran korkeampi. 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 tänä vuonna ja H1'21:llä nähtiin ensimmäisiä kunnan askelia strategian toimivuudesta.

Matalalla arvostustasolla toteutetuissa kaupoissa riski ylihinnan maksamisesta on pienempi, mikä antaa turvamarginaalia kohteiden integrointia ajatellen. Osakevaihdolla toteutettavat kaupat mahdollistavat kasvun myös hyvin nopeasti sopivien kohteiden löytyessä, sillä pääomaa kaupan toteuttamiseen ei juurikaan tarvita. Mielestämme lähtökohtaisesti kassavirtaposiitivien palveluyhtiöiden yritysostoissa myös velkavivun käyttö on perusteltua. Aallon Group solmikin vuonna 2020 5 MEUR:n luottolimiittisopimuksen, joka lisää yhtiön liikkumavaraa yritysostojen suhteen. Tästä oli H1'21 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.

Näemme myös mahdollisen ”vapaamatkustamisen” riskinä tilanteessa, missä pieni tilitoimisto liittyy osaksi Aallon Groupia. Tämän pienen toimiston yrittäjän omistusosuus kokonaisuudesta jää pieneksi, jolloin kannustimet oman toiminnan kehittämiseen voivat jäädä pieneksi: valtaosa konsernin

tuloksesta muodostuu muiden panoksesta ja yrittäjä pääsee kuitenkin nauttimaan tästä omistamiensa Aallon Groupin osakkeiden kautta. Aallon Groupilla on vahvat kontaktiverkostot tilitoimistoalalla, emmekä usko vapaamatkustamisen muodostuvan ongelmaksi ainakaan lähivuosina. 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-% (2020: 11,1 %)
- Vähintään 50 %:n osingonjakosuhte

Yrityskauppojen arvonluontilogiikka

Omia arvostuskertoimia alempi arvostus

Maksu omalla osakkeelle ja pieni käteisvastike

- Pienempi riski ylihinnan maksamisesta
- Pienten tilitoimistojen yrityskaupoissa arvostuskertoimet tyypillisesti matalia
- Aallon Groupin kaupat toteutettu pääosin maltillisella arvostuksella (noin 5x EV/EBITDA)
- Kevyempi pääomantarve
- Pörssilistauksen hyödyntäminen
- 5 MEUR:n luottolimiitti antaa lisää liikkumavaraa

Yritysostrategia

Aallon Groupin yritysostrategia tiivistettynä



Aallon Groupin yrityskaupat

Ajankohta	Kohde	Paikkakunta	Liikevaihto (MEUR)	Kannattavuus	EV (MEUR)	EV/S	EV/EBIT	EV/EBITDA
9/2019	eControllers	Helsinki	0,50	EBIT 31 %	0,49	1,0	3,1	
11/2019	Avion Oy	Helsinki	0,50	EBIT 38 %	0,64	1,3	3,4	
6/2020	Tili-Koivu Oy	Turku	1,92	EBITDA 20 %	2,00	1,0		5,2
9/2020	Akipo Oy	Turku	0,19	neg.	0,08	0,4		
1/2021	Kymppikirjanpito Oy	Tampere	1,47	EBITDA 14 %	1,10	0,7		5,2
1/2021	TalousNosturi Oy	Helsinki	1,00	EBITDA 15 %	0,80	0,8		5,3
3/2021	J.A. Castrén Oy	Oulu	0,26	EBITDA 19 %	0,24	0,9		4,8
4/2021	Rätinki-Yhtiöt Oy	Oulu	2,30	EBITDA 17 %	3,01	1,3		7,5
5/2021	Aboma Control Oy	Helsinki	0,93	EBITDA 24 %	1,05	1,1		4,8
11/2021	Hulkkonen Consulting	Jyväskylä	0,46	EBITDA 23 %	0,48	1,0		4,6
11/2021	Forssi Oy	Kemi	0,10	-	-			

Taloudellinen tilanne

Yritysostrategia alkanut heijastua kunnolla numeroihin vuoden 2021 aikana

Aallon Groupin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 8,2 % vuodessa vuosien 2015-2020 välillä. Historiassa orgaanisen kasvun ajureina ovat toimineet sekä uudet asiakkuudet että hinnankorotukset. Vuonna 2020 liikevaihto kasvoi 10 % 18,3 MEUR:oon pääosin yritysostojen vetämänä, sillä koronatilanne painoi orgaanisen kasvu nollan tuntumaan. Aallon Groupin yritysostostrategia on alkanut heijastua yhtiön numeroihin toden teolla tänä vuonna ja H1'21:llä liikevaihto kasvoi 30 %.

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. H1'21:lla käyttökate oli 13,3 % (H1'20: 12,7 %) ja arvioimme ostettujen yritysten paremman kannattavuuden tukeneen jo lievästi Aallon Groupin konsernitason lukuja.

Tilitoimistoliiketoiminnan vakaasta luonteesta johtuen Aallon Groupin ”peruskannattavuus” on arvioimme mukaan tukevalla pohjalla ja odotamme kannattavuuden asteittain nousevan tulevina vuosina kohti historiallisia tasoja. Tätä tukevat orgaanisen kasvun sekä yritysostojen avulla saavutettavat skaalaedut. Näiden ansiosta yhtiöllä on edellytyksiä myös historiallisia tasoja korkeampaan kannattavuuteen pitkällä

aikavälillä.

Kustannusrakenne

Aallon Groupin kulurakenne koostuu palveluyhtiölle tyypillisesti pääasiassa henkilöstökuluista, joten kulurakenne on ainakin lyhyellä aikavälillä melko kiinteä. Henkilöstökulut olivat vuonna 2020 11,9 MEUR eli noin 65 % liikevaihdosta. Yhtiön teknologiakehitykseen liittyvät henkilöstökulut näkyvät pääosin suoraan tuloslaskelmassa, sillä yhtiö on aktivoitunut kehitysmenoja taseeseen hyvin maltillisesti (2020: 0,2 MEUR). Henkilöstökulut ovat pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan parhaiten skaalautuva kuluerä, kun digitalisaatio tehostaa kirjanpitäjien työprosesseja.

Materiaalit ja palvelut -erä koostuu pääosin ohjelmistokuluista ja muista asiakkailta veloittavista kuluista. Materiaalit ja palvelut olivat vuonna 2020 1,2 MEUR eli noin 6,5 % liikevaihdosta. Odotamme kuluerän kasvavan lähivuosina liikevaihdon kasvun mukana.

Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2020 3,3 MEUR, mikä vastaa 18 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muissa kuluissa on mielestämme jonkin verran skaalautumispotentiaalia yhtiön kokoluokan kasvaessa.

Aallon Groupin poistot ovat olleet noin 0,4-0,6 MEUR vuosina 2017-2020. Historiallisesti pienet poistot heijastelevat matalaa pääoman sitoutumista liiketoimintaan, kun tarve käyttöomaisuudelle on pieni ja teknologiakehitystä ei ole juurikaan aktivoituna taseeseen. Vuodesta 2021 alkaen poistotaso (2021e: 1,2 MEUR) nousee yrityskauppojen

konserniliikearvon ja liikearvon poistojen vuoksi. Nämä rasittavat raportoitua tulosta, mutta eivät ole kassavirtavaikutteisia, ja olemme oikaisseet ne oikaistuja tuloslukuja laskettaessa.

Tase ja rahoitusasema

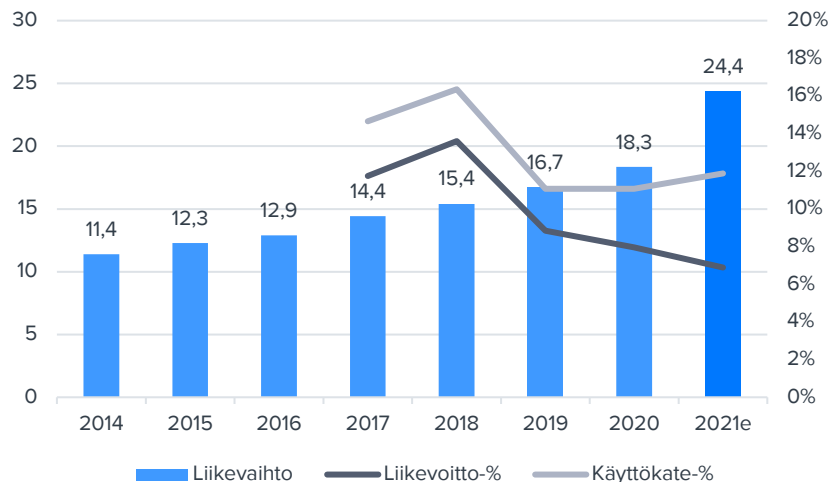
Aallon Groupin taserakenne on erittäin yksinkertainen ja yhtiön rahoitusasema vahvalla pohjalla. H1'21:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 64 % ja tase nettovelaton (gearing -17 %). Vahva tase yhdistettynä tilitoimistoliiketoiminnan vakaaseen kassavirran luontikykyyn mahdollistaa kasvupanostukset, yritysostot sekä osinkojen maksamisen.

Taseen loppusumma oli H1'21 lopussa 17,2 MEUR. Aineetonta omaisuutta oli yhteensä 9,9 MEUR, joka koostui pääosin liikearvosta (4,2 MEUR) ja konserniliikearvosta (5,1 MEUR). Aineellista omaisuutta oli 0,6 MEUR. Lyhytaikaisia saamia taseessa oli 3,7 MEUR ja kassaa 2,9 MEUR. Konserniliikearvo poistetaan 10v tasapoistoina taseesta. Taseen vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (11,0 MEUR), lyhytaikaisista korottomista veloista (5,2 MEUR) sekä korollisesta velasta (1,0 MEUR).

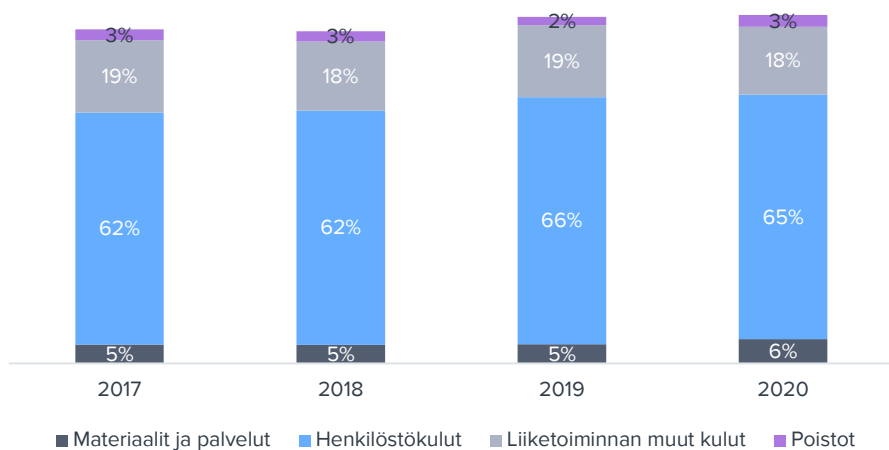
Aallon Groupilla on 7/2020 solmittu 5 MEUR:n luottoliimiitti yritysostojen varalle. Limiitti on solmittu kahdeksi vuodeksi, ja laina-ajan päätyttyä luotot on tarkoitus konvertoida 3-5 vuoden velkakirjalainoiksi. Sopimukseen liittyy myös pankkitakauslimiitti vuokravakuuksille, mikä niin ikään turvaa kasvuvalmiuksia näiltä osin. Järjestelyyn liittyy tavanomaisia nettovelka/käyttökate-lukuun sekä velkaantumistaseeeseen perustuvia kovenantteja.

Taloudellinen tilanne

Liikevaihto ja kannattavuus



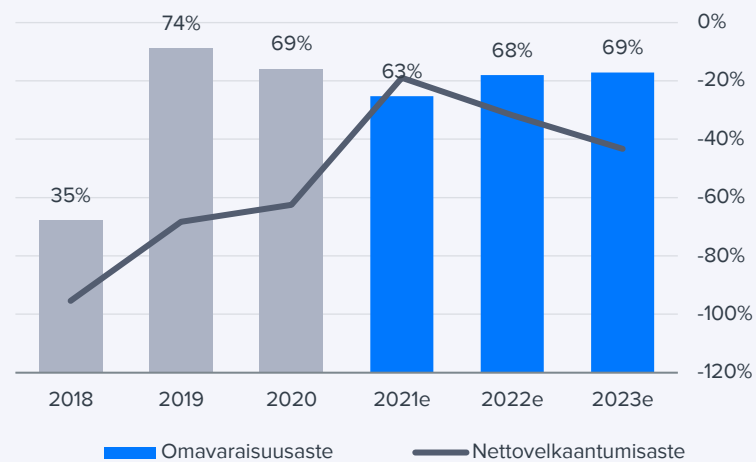
Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)



Tase H1'21 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvonmääritys 1/4

Ennusteet

Ennusteiden lähtökohdat

Aallon Groupin keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu. Kasvutavoite koostuu toimialan keskimääräistä kasvua (arvioimme mukaan noin 3-4 %) nopeammasta orgaanisesta kasvusta sekä yritysostojen tuomasta epäorgaanisesta kasvusta. Ennusteemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun ja jo tehtyihin yrityskauppoihin, sillä tulevien yritysostojen mallintaminen on mahdotonta ilman näkyvyyttä kauppojen kokoluokkaan ja ehtoihin. Yritysostoja kuitenkin nähdään todennäköisesti jatkossakin tasaisella tahdilla, mikä kannattaa pitää mielessä ennusteita tarkasteltaessa.

Aallon Groupilla on historiasta näyttöjä hyvästä orgaanisesta kasvusta ja arvioimme yhtiön pääsevän jälleen kunnolla kiinni orgaaniseen kasvuun ensi vuodesta alkaen, kun koronatilanne ei enää olennaisesti hankaloita uusasiakashankintaa. Lähes kokonaan jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liikevaihto antaa myös hyvin tukea tulevien vuosien kasvuennusteille. Oletamme uusasiakashankinnan toimivan pääasiassa orgaanisen kasvun ajurina ja vuosittaisten hinnankorotusten olevan arvioimamme palkkainflaation (2 %) tasolla. Käyttämällä Aallon Groupin nykyistä keskimääräistä vuosittaista asiakaskohtaista laskutusta (arvioimme mukaan n. 5500-6000 €), tarkoittaisi lähivuosien orgaanisen kasvun ennusteisiimme yltäminen karkeasti noin 150 uutta asiakasta vuosittain. Tämä on mielestämme hyvinkin realistinen taso.

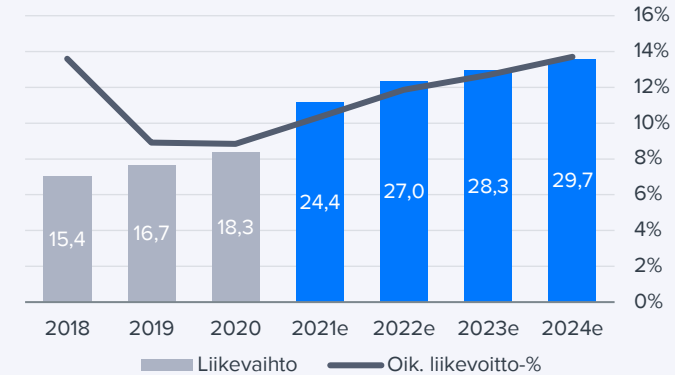
Kannattavuuden osalta Aallon Groupin tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökatemarginaali (2019 ja 2020: 11,1 %). Yhtiön kokoluokan myötä kasvavat skaalaedut ja digitalisaation ansiosta tehostuvat prosessit antavat mielestämme hyvät edellytykset kannattavuuden parantamiselle. Monien viime aikoina ostettujen tilitoimistojen kannattavuus on ollut Aallon Groupia paremmalla tasolla, minkä pitäisi myös tukea marginaaliparannusta jatkossa. Parannuksen voimakkuuteen liittyy silti edelleen tiettyä epävarmuutta ja olemme tarkistaneet kannattavuusennusteitamme astetta varovaisemmaksi tämä raportin yhteydessä.

Vuoden 2021 ennusteet

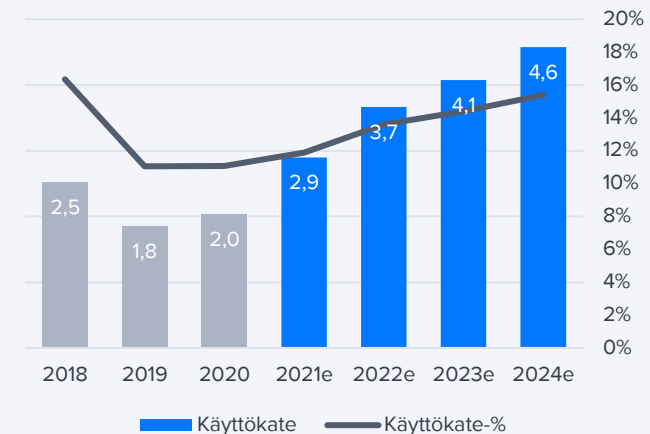
Aallon Group ei ole antanut erillistä numeerista ohjeistusta tälle vuodelle, mutta jo tehtyjen yritysostojen ansiosta liikevaihdon keskipitkän aikavälin tavoitevauhti ylitetään heittämällä. Koronapandemia ei ole aiheuttanut merkittäviä negatiivisia vaikutuksia yhtiön liiketoimintaan tai konkurssiaaltoa asiakaskunnassa. H1-tuloksen yhteydessä yhtiö kommentoi talouden piristyneen näkymän alkaneen jo hienoisesti näkyä uusmyynnin helpottumisena. Siten odotamme H2:lla jo lievää orgaanisen kasvun (2 %) piristymistä, mutta koko vuoden kasvun olevan käytännössä kokonaan epäorgaanista. Ennusteemme odottaa Aallon Groupin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 33 % 24,4 MEUR:oon.

Odotamme yhtiön käyttökateen paranevan tänä vuonna lievästi 11,9 %:iin (2020: 11,1 %) pääasiassa jo tehtyjen yritysostojen ansiosta. Kehityksestä parempaan nähtiin jo alustavia merkkejä H1'21:lla (13,3 % vs. H1'20: 12,7 %).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Käyttökate ja käyttökate-%



Ennusteet ja arvonmääritys 2/4

Rahoituskuluissa (2021e -0,2 MEUR) näkyvät neljälle vuodelle jaksotetut listautumiskulut (yhteensä 0,88 MEUR), jotka oikaismme oikaistua osakekohtaista tulosta laskettaessa yrityskauppojen liikearvopoistojen lisäksi. Ennusteellamme raportoitu EPS on tänä vuonna 0,30 euroa ja oikaistu EPS 0,53 euroa.

Vuosien 2022-2024 ennusteet

Vuosina 2022-2024 ennustamme orgaanisen kasvun palaavan kasvu-uralle koronasta johtuneen hidastumisen jälkeen ja ennustamme näille vuosille 5 %:n vuosittaista orgaanista kasvua.

Vuodelle 2022 jo tehdyt yritysostot tuovat vielä epäorgaanista kasvua ja ennustamme liikevaihdon kasvavan kokonaisuudessaan 11 %. Käyttökateen ennustamme paranevan 13,6 %:iin, mikä vaatii yritysostojen tulosvaikutuksen realisoitumista sekä jo asteittaisia hyötyjä skaalaeduista. Odotamme asteittaisen kannattavuusparannuksen jatkuvan myös vuosina 2023-2024 ja käyttökatemarginaalin nousevan 14,4-15,4 %:iin. Vuosittaisten poistojen odotamme olevan noin 1,4 MEUR vuosina 2022-2024 ja näin ollen oikaistu liikevoittomarginaali on ennusteellamme 12-14 %:n tasolla tällä jaksolla.

Peilattuna vuoden 2018 käyttökatemarginaaliin (16,4 %) lähivuosien ennusteemme odottavat Aallon Groupin kannattavuuden jäävän vielä historiallisen tason alle. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on myös edellytyksiä tätä parempaan kannattavuuteen pitkällä aikavälillä yhtiön strategian edetessä oikean suuntaisen askelin. Aallon Groupin liiketoimintamallin kannattavuuspotentiaali on arviomme mukaan

pidemmällä aikavälillä ainakin noin 20 %:n käyttökatemarginaalin tuntumassa.

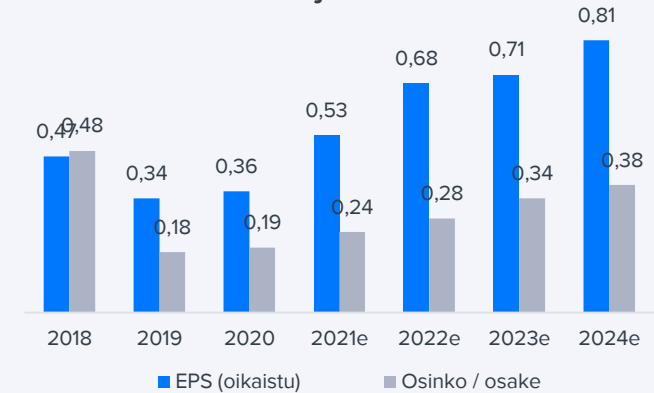
Yhteenveto - odotuksissa vahvaa tuloskasvua

Kokonaisuudessaan odotamme Aallon Groupin tuloskasvun olevan tulevina vuosina hyvällä tasolla, jossa ajureina toimivat jo tehdyt yritysostot, hyvä orgaaninen kasvu sekä kannattavuuden parantuminen takaisin kohti historiallisia tasoja. Ennustamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan keskimäärin 15 % vuosina 2022-2024, kun lähtötasona käytetään vuoden 2021 ennustettua tulosta. Marginaaliparannus ennusteessamme tulee pääasiassa henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen kautta, joiden suhteellisen osuuden liikevaihdosta odotamme laskevan asteittain tulevina vuosina.

Osinkoennusteet

Aallon Groupin tavoitteena on vähintään 50 %:n osingonjakosuhte. Osinkoennusteemme ovat pitkälti linjassa yhtiön tavoitteiden kanssa ja ennusteessamme osingonjakosuhte on noin 40-48 % oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta laskettuna. Arviomme mukaan lähivuosien osingon taso on paljon kiinni myös siitä, kuinka paljon yhtiö allokoii pääomiaan yritysostoihin.

EPS ja osinko



Ennusteet

Tuloslaskelma	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	15,4	8,9	7,8	16,7	9,5	8,8	18,3	12,4	12,0	24,4	27,0	28,3	29,7
Käyttökate	2,5	1,4	0,4	1,8	1,2	0,8	2,0	1,7	1,3	2,9	3,7	4,1	4,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-1,2	-1,4	-1,4	-1,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,1	1,3	0,2	1,5	1,0	0,6	1,6	1,5	1,0	2,5	3,2	3,6	4,1
Liikevoitto	2,1	1,3	0,2	1,5	1,0	0,5	1,5	1,1	0,6	1,7	2,3	2,7	3,2
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	2,1	1,2	0,1	1,3	0,9	0,4	1,2	1,0	0,5	1,5	2,1	2,5	3,0
Verot	-0,5	-0,3	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,7	0,9	0,1	1,0	0,7	0,28	1,0	0,7	0,4	1,1	1,7	2,0	2,4
EPS (oikaistu)	0,47	0,25	0,09	0,34	0,23	0,13	0,36	0,31	0,22	0,53	0,68	0,71	0,81
EPS (raportoitu)	0,47	0,25	0,03	0,28	0,19	0,08	0,26	0,20	0,10	0,30	0,44	0,52	0,63

Tunnusluvut	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	6,7 %	10,9 %	5,6 %	8,4 %	7,4 %	12,7 %	9,9 %	30,0 %	35,9 %	32,8 %	10,7 %	5,0 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,5 %	-5,8 %	-71,3 %	-29,0 %	-20,7 %	186,4 %	8,9 %	46,7 %	70,0 %	55,5 %	26,9 %	12,3 %	13,3 %
Käyttökate-%	16,4 %	16,0 %	5,4 %	11,1 %	12,7 %	9,3 %	11,1 %	13,3 %	10,5 %	11,9 %	13,6 %	14,4 %	15,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,6 %	14,4 %	2,7 %	8,9 %	10,6 %	6,9 %	8,8 %	12,0 %	8,7 %	10,3 %	11,9 %	12,7 %	13,7 %
Nettotulos-%	10,7 %	9,9 %	1,3 %	5,9 %	7,2 %	3,1 %	5,2 %	5,9 %	3,4 %	4,7 %	6,3 %	7,1 %	8,1 %

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	24,4	24,4	0 %	27,0	27,0	0 %	28,3	28,3	0 %
Käyttökate	3,0	2,9	-5 %	3,9	3,7	-7 %	4,3	4,1	-6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,7	2,5	-5 %	3,5	3,2	-8 %	3,9	3,6	-7 %
Liikevoitto	1,8	1,7	-8 %	2,6	2,3	-10 %	3,0	2,7	-9 %
Tulos ennen veroja	1,6	1,5	-9 %	2,4	2,1	-11 %	2,8	2,5	-9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,56	0,53	-5 %	0,74	0,68	-8 %	0,76	0,71	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,25	0,24	-4 %	0,30	0,28	-7 %	0,35	0,34	-3 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 3/4

Arvonmääritys

Sijoitusnäkemys

Aallon Groupin liiketoiminta on hyvin defensiivistä, vakaata ja ennustettavaa, minkä johdosta yhtiön riskiprofiili on matala. Etenkin nykyisessä sijoitusympäristössä vähäriskisten, laadukkaiden ja defensiivisten liiketoimintojen hinnoittelussa arvostustasot ovat venyneet paikoin todella korkeiksi. Yhtiöllä alkaa olla myös kasvavissa määrin näyttöjä yritysostostrategian toimivuudesta ja siten riskit strategian suhteen ovat pienentyneet. Nämä tekijät tukevat näkemyksemme mukaan myös Aallon Groupin arvostusta. Vastaavasti yhtiön pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti painavat osaltaan hyväksyttävää arvostusta.

Aallon Groupin tilitoimistoliiketoiminnan vakaan kasvun ja jo tehtyjen yrityskauppojen ansiosta lähivuosien tuloskasvunäkymä on vahva (2022-2024 oik. EPS CAGR 15 %), mikä antaa tukea arvostukselle. Esimerkiksi käyttämällä maltillista 1,0-1,25x PEG-lukua, voitaisiin osakkeelle hyväksyä noin 15x-19x tasolla oleva eteenpäin katsova P/E-kerroin. Mielestämme nykyisessä sijoitusympäristössä arvostuksen olisi perusteltua olla haarukan yläpäässä.

Aallon Groupin osakkeen omistaminen vaatii luottamusta yhtiön johtoon ja sen kykyyn toteuttaa yritysostostrategiaa menestyksekkäästi. Mielestämme lähivuosina onnistumistodennäköisyydet matalalla arvostuksella tehdyissä kaupoissa ovat hyvät, ja tähän mennessä kaikki yritysostot on tehty maltillisin arvostuksin. Uskomme yhtiöllä olevan

jo putkessa lisää vastaavantyyppisiä järjestelyjä. Yritysostostrategian edetessä osakkeen tuotto-odotus on mielestämme hyvällä tasolla riskeihin nähden.

Arvostuskertoimet

Aallon Groupin vuosien 2021-2022 oikaistut P/E-kertoimet ovat 22x-17x ja vastaavat nettokassan huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 17x-13x. Vuoden 2021 kertoimet eivät ole erityisen matalia, mutta ne eivät vielä täysimääräisesti heijastele viimeisimpiä yritysostoja. Siten arvostusta on katsottava ensi vuoteen, mihin peilattuna kertoimet näyttävät kohtuullisilta. Nämä pitävät kuitenkin sisällään oletuksen jo tehtyjen yritysostojen tuloskasvun realisoitumisesta, johon liittyy edelleen tiettyä epävarmuutta. Aallon Groupin H1'21-luvut kuitenkin osoittivat yritysostostrategian tuottavan tuloksia ja siten ennustamamme tuloskasvu pitäisi olla hyvinkin saavutettavissa.

Nykyisellä osakekurssilla vuosien 2021-2022 osinkotuotot ovat noin 2,1-2,4:n %:n tasolla ennustamallamme raportoidusta tuloksesta lasketulla 81-64 %:n osingonjakosuhteella. Osinkotuotto jää lähivuosilta melko matalaksi, mutta tukee osaltaan osakkeen tuotto-odotusta.

Aallon Groupin EV/Liikevaihto-kerroin vuodelle 2022 on 1,5x, mikä ei ole hyvän kasvu- ja kannattavuuspotentiaalin omaavalle palveluyhtiölle erityisen korkea taso. Aallon Groupin liikevaihto on myös lähes kokonaan jatkuvaluonteista, mikä tukee yhtiön liikevaihtopohjaista arvostusta suhteessa projektivetoisiin palveluyhtiöihin.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	3,83	3,83	3,83
Markkina-arvo	44	44	44
Yritysarvo (EV)	42	40	39
P/E (oik.)	21,9	16,9	16,3
P/E	39,0	26,2	22,1
P/Kassavirta	neg.	15,8	14,5
P/B	3,9	3,6	3,4
P/S	1,8	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	14,5	11,0	9,5
EV/EBIT (oik.)	16,7	12,6	10,7
Osinko/tulos (%)	81,0 %	63,6 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,4 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 4/4

DCF-kassavirtalaskelma

Aallon Groupin liiketoiminnan vakaan luonteen ansiosta kassavirtalaskelma on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä. Pitkän aikavälin ennusteissa oletamme vuosina 2025-2029 liikevaihdon kasvuvauhdin tasaantuvan 5 %:sta 3 %:iin vuoteen 2029 mennessä. Vuodesta 2030 eteenpäin odotamme ikuisuuskasvun olevan 2 %. Kannattavuuden osalta olemme pitkän aikavälin ennusteissa varovaisia, emmekä odota merkittävää skaalautumista. Ennustamme vuosille 2025-2029 keskimäärin noin 17 %:n käyttökatemarginaalia (EBIT-% 11,8-12,8 %) ja ikuisuusoletuksemme liikevoittomarginaalille on 12,5 %.

Mielestämme mallin oletukset ovat kokonaisuudessaan melko konservatiivisia, mikä antaa turvamarginaalia arvonmääritykseen. Kassavirtalaskelmamme mukainen Aallon Groupin oman pääoman arvo on 52,3 MEUR MEUR eli noin 13,6 euroa per osake.

Olemme tämän raportin yhteydessä tarkistaneet pääoman kustannusta huomioimaan paremmin sitä, että Aallon Group tavoittelee myös velkavivun käyttämistä yritysostoissa. Tämän vuoksi mallissa käyttämämme tuottovaade (WACC) laski 8,2 %:iin (aik. 8,7 %). Oman pääoman tuottovaatimus on 8,8 %:ssa. Mielestämme tuottovaatimus voisi nykyisessä markkinaympäristössä olla tätäkin matalampi, jos huomioitaisiin pelkästään Aallon Groupin liiketoimintamallin matala riskiprofiili. Yhtiön pieni koko ja heikko likviditeetti kuitenkin nostavat tuottovaadetta.

Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 62 %, mikä kertoo melko suuren osuuden yhtiön arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista.

Verrokkiryhmä

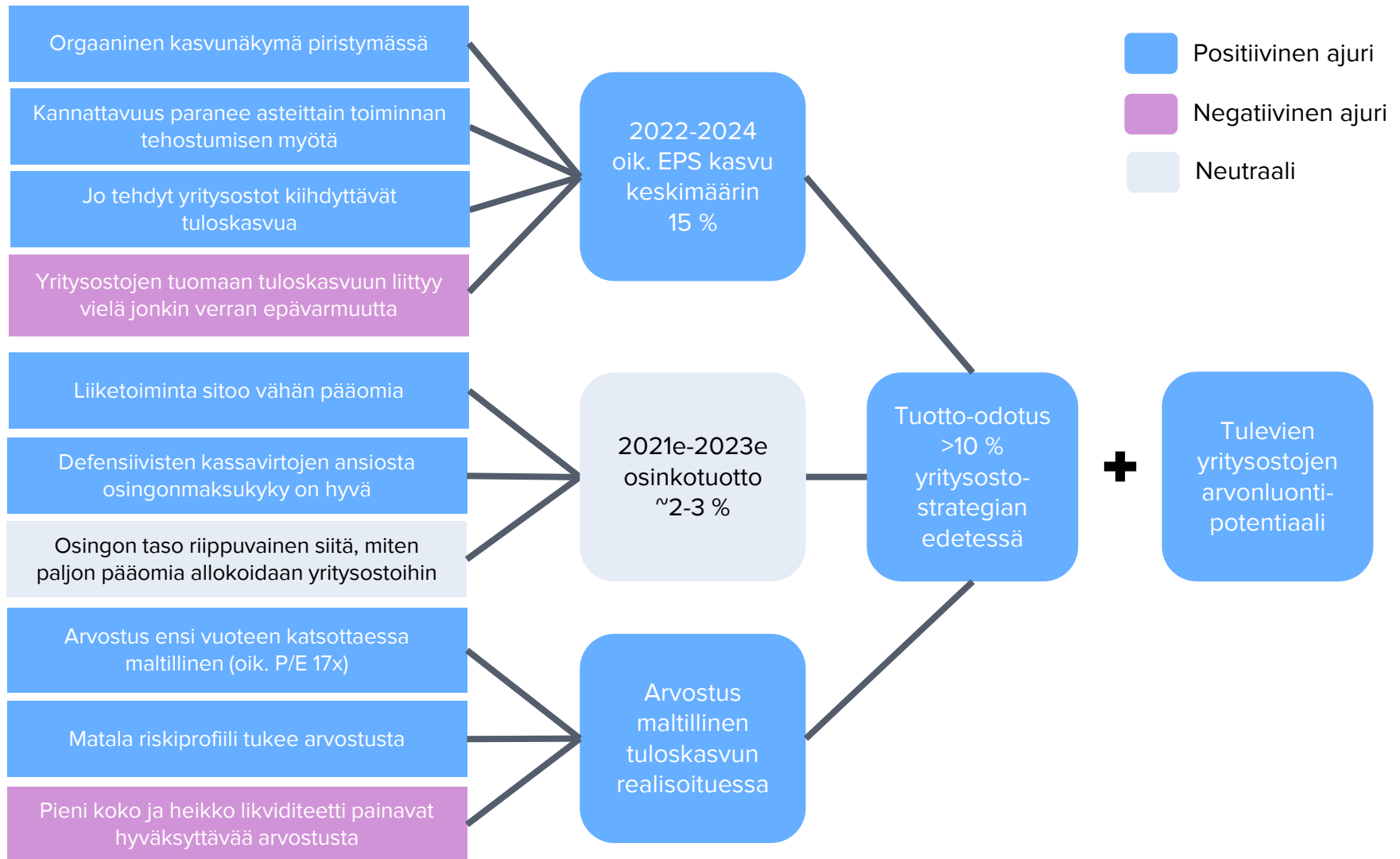
Olemme muodostaneet Aallon Groupin verrokkiryhmän yhtiön lähimmästä tilitoimistoverrokki Talenomista sekä Helsingin pörssiin listatuista palveluyhtiöistä. Laadukkaan verrokkiryhmän koostaminen Aallon Groupille on haasteellista, sillä täysin vastaavalla liiketoimintamallilla toimivia yhtiöitä ei ole pörssiin listattuna. Tämän vuoksi arvonmäärityksemme ei ensisijaisesti nojaudu verrokkiryhtiöiden kertoiimiin.

Aallon Groupia hinnoitellaan vuosien 2021-2022 P/E-kertoimilla 21-9 %:n preemiolla verrokkeihin nähden. EV/EBIT-kertoimilla yhtiötä hinnoitellaan 2 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmän mediaanitasoon. Vuoteen 2022 katsovalla EV/Liikevaihto-kertoimella Aallon Groupia hinnoitellaan 17 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään.

Aallon Groupin lähimmän tilitoimistoverrokki Talenomien P/E-kertoimet vuosille 2021-2022 ovat noin 47x-39x, joihin nähden Aallon Groupia hinnoitellaan yli 50 %:n alennuksella. EV/EBIT-kertoimilla Aallon Groupin alennus suhteessa Talenomiin on lähes 60 %. Mielestämme Talenomille on perusteltua hyväksyä huomattavasti korkeammat kertoimet, koska yhtiön tuloskasvu on ollut viime vuosina todella vahvaa ja vakuuttavan historian ansiosta

luottamus vahvan tuloskasvun jatkumiseen on korkealla. 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, että Talenomien ja Aallon Groupin tuloksien (erityisesti käyttökate) ja arvostuskertoimien suoraa vertailua hankaloittavat erilaiset kirjanpitoikäytännöt (Talenom: IFRS, Aallon Group: FAS).

Aallon Groupin osakkeen ajurit



Vertailuryhmä

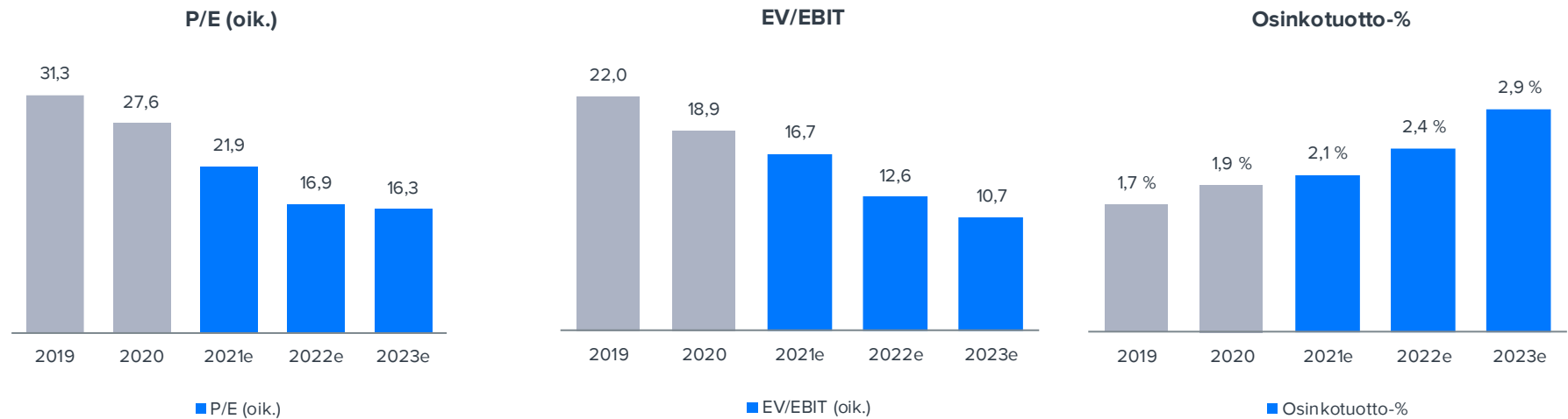
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Talenom	12,4	545	584	38,3	31,5	21,4	17,8	7,1	6,1	47,4	38,6	1,4	1,5
Siili Solutions	14,5	102	105	14,9	11,0	8,7	7,2	1,1	1,0	14,6	11,5	2,7	3,1
Solteq	4,2	80	105	12,3	10,0	7,8	6,8	1,5	1,4	14,8	11,9	2,9	4,0
Fondia	6,7	27	22	11,2	7,5	22,4	7,5	1,1	1,0	56,0	18,7	4,2	4,8
Vincit	8,1	99	95	19,0	13,6	13,6	10,6	1,5	1,4	19,2	15,8	2,5	2,7
Digia	6,6	176	193	14,0	12,7	9,4	8,7	1,3	1,2	16,7	15,1	2,6	3,0
Gofore	23,9	360	343	28,6	22,9	20,8	17,8	3,3	2,9	33,0	29,1	1,2	1,4
Bilot	6,3	36	26	26,2	13,1	13,1	8,7	0,9	0,8	17,0	14,7	1,3	1,6
Aallon Group (Inderes)	11,6	44	42	16,7	12,6	14,5	11,0	1,7	1,5	21,9	16,9	2,1	2,4
Keskiarvo				20,6	15,3	14,6	10,6	2,2	2,0	27,3	19,4	2,3	2,8
Mediaani				17,0	12,9	13,3	8,7	1,4	1,3	18,1	15,5	2,5	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				-2 %	-2 %	9 %	27 %	26 %	17 %	21 %	9 %	-18 %	-15 %

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,7	9,96	11,6	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	3,57	3,63	3,83	3,83	3,83	3,83
Markkina-arvo	38,6	36,1	44,3	44,3	44,3	44,3
Yritysarvo (EV)	32,8	30,6	42,1	40,4	38,6	36,6
P/E (oik.)	31,3	27,6	21,9	16,9	16,3	14,2
P/E	38,6	37,6	39,0	26,2	22,1	18,5
P/Kassavirta	9,5	68,0	neg.	15,8	14,5	12,9
P/B	4,5	4,1	3,9	3,6	3,4	3,1
P/S	2,3	2,0	1,8	1,6	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	2,0	1,7	1,7	1,5	1,4	1,2
EV/EBITDA (oik.)	17,8	15,0	14,5	11,0	9,5	8,0
EV/EBIT (oik.)	22,0	18,9	16,7	12,6	10,7	9,0
Osinko/tulos (%)	66,3 %	73,2 %	81,0 %	63,6 %	65,0 %	60,7 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %	3,3 %

Lähde: Inderes



DCF-kassavirtalaskelma

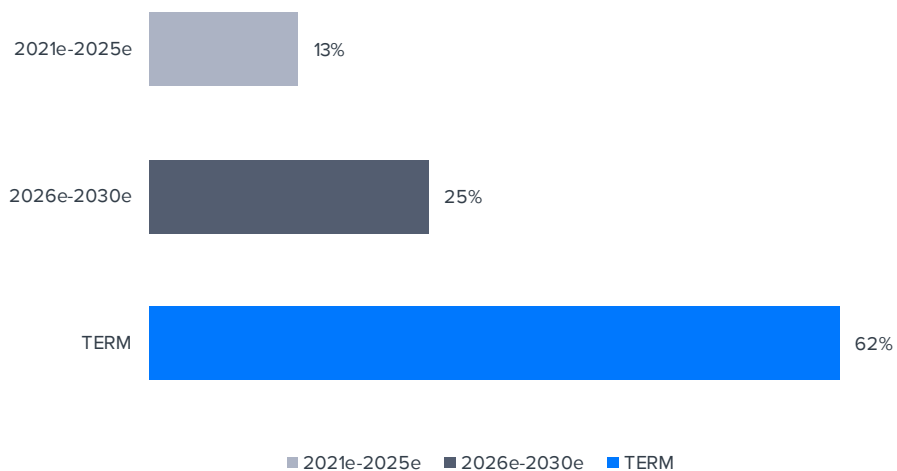
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	1,5	1,7	2,3	2,7	3,2	3,7	4,0	4,3	4,4	4,4	4,5	
+ Kokonaispoistot	0,6	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,2	
- Maksetut verot	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	0,8	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	2,6	2,7	3,3	3,6	4,0	4,4	4,7	4,8	5,0	5,2	4,8	
+ 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	-2,2	-7,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-1,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,5	-4,7	2,8	3,0	3,4	3,8	4,1	4,1	4,3	4,4	3,6	
+/- Muut	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,5	-4,4	2,8	3,0	3,4	3,8	4,1	4,1	4,3	4,4	3,6	59,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,4	2,6	2,6	2,7	2,8	2,7	2,6	2,5	2,3	1,8	29,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		47,4	51,8	49,2	46,6	43,9	41,1	38,4	35,9	33,4	31,1	29,3
Velaton arvo DCF		47,4										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		5,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,7										
Oman pääoman arvo DCF		52,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,6										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumistaso D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	2,9	4,5	10,7	9,9	9,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8
Aineettomat hyödykkeet	1,7	3,7	9,3	8,5	7,7
Käyttöomaisuus	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	8,8	8,3	7,6	8,2	10,2
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	2,9	2,8	3,9	4,3	4,5
Likvidit varat	5,8	5,5	3,7	3,9	5,7
Taseen loppusumma	11,6	12,8	18,3	18,1	19,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	8,6	8,9	11,5	12,3	13,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,3	0,6	1,0	1,8	2,7
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	8,2	10,4	10,4	10,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	3,1	3,8	6,6	5,7	5,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	3,8	5,1	5,7	5,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	11,6	12,8	18,3	18,1	19,3

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	16,7	18,3	24,4	27,0	EPS (raportoitu)	0,28	0,26	0,30	0,44
Käyttökate	1,8	2,0	2,9	3,7	EPS (oikaistu)	0,34	0,36	0,53	0,68
Liikevoitto	1,5	1,5	1,7	2,3	Operat. kassavirta / osake	0,20	0,71	0,71	0,87
Voitto ennen veroja	1,3	1,2	1,5	2,1	Vapaa kassavirta / osake	1,14	0,15	-1,14	0,73
Nettovoitto	1,0	1,0	1,1	1,7	Omapääoma / osake	2,40	2,44	3,00	3,20
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,2	-0,8	-0,9	Osinko / osake	0,18	0,19	0,24	0,28
Tase	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	11,6	12,8	18,3	18,1	Liikevaihdon kasvu-%	8 %	10 %	33 %	11 %
Oma pääoma	8,6	8,9	11,5	12,3	Käyttökateen kasvu-%	-27 %	10 %	43 %	26 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,8	0,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	-29 %	9 %	55 %	27 %
Nettovelat	-5,8	-5,5	-2,2	-3,9	EPS oik. kasvu-%	-27 %	6 %	46 %	29 %
Kassavirta	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	11,1 %	11,1 %	11,9 %	13,6 %
Käyttökate	1,8	2,0	2,9	3,7	Oik. Liikevoitto-%	8,9 %	8,8 %	10,3 %	11,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	0,8	0,2	0,1	Liikevoitto-%	8,8 %	8,0 %	6,9 %	8,6 %
Operatiivinen kassavirta	0,7	2,6	2,7	3,3	ROE-%	19,0 %	11,0 %	11,2 %	14,2 %
Investoinnit	-2,2	-2,2	-7,4	-0,5	ROI-%	28,6 %	16,8 %	15,5 %	18,3 %
Vapaa kassavirta	4,1	0,5	-4,4	2,8	Omavaraisuusaste	74,1 %	69,5 %	63,2 %	68,0 %
					Nettovelkaantumisaste	-68,3 %	-62,5 %	-19,0 %	-31,8 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021e	2022e					
EV/Liikevaihto	2,0	1,7	1,7	1,5					
EV/EBITDA (oik.)	17,8	15,0	14,5	11,0					
EV/EBIT (oik.)	22,0	18,9	16,7	12,6					
P/E (oik.)	31,3	27,6	21,9	16,9					
P/B	4,5	4,1	3,9	3,6					
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	2,1 %	2,4 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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 liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.4.2019	Vähennä	8,50 €	8,87 €
23.8.2019	Vähennä	9,00 €	9,50 €
30.9.2019	Vähennä	9,00 €	9,34 €
12.12.2019	Vähennä	9,90 €	10,45 €
14.2.2020	Lisää	11,00 €	10,45 €
28.4.2020	Lisää	10,00 €	9,14 €
2.6.2020	Lisää	11,00 €	10,10 €
23.7.2020	Vähennä	11,00 €	11,20 €
18.8.2020	Vähennä	11,00 €	10,75 €
6.10.2020	Lisää	11,00 €	9,76 €
7.1.2021	Lisää	11,50 €	10,45 €
11.1.2021	Lisää	12,00 €	11,40 €
18.2.2021	Lisää	12,00 €	11,10 €
6.4.2021	Lisää	12,50 €	11,30 €
5.5.2021	Lisää	13,00 €	11,60 €
17.8.2021	Lisää	13,00 €	11,60 €
30.11.2021	Lisää	13,00 €	11,55 €

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**