

Aallon Group

Seurannan aloitus

4/2019

Uusi haastaja defensiivisellä markkinalla

Aloitamme Aallon Groupin seurannan vähennä-suosituksella ja 8,5 euron tavoitehinnalla. Yhtiö on sijoitusprofiililtaan uusi mielenkiintoinen haastaja Suomen tilitoimistomarkkinalla, sillä yhtiössä yhdistyvät nykyliiketoiminnan defensiivinen ja kannattava kasvu sekä listautumisen myötä mahdollisuus kiihdyttää kasvua yritystoin omaa osakettaan käyttäen. Fragmentoitunut markkina antaa hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luonnille myös yritystoin ja näemme yhtiön menestymismahdollisuudet hyvinä. Kannattavuus ei kuitenkaan skaalautu merkittävästi, minkä takia tuloskasvu jää arviomme mukaan noin 9-10 %:n tasolle lähivuosina. Ensimmäisen kaupankäyntipäivän kurssin nousu (+34 %) myötä osakkeen arvostus (2019e EV/EBITDA 9,6x) nousi mielestämme yli yhtiölle hyväksyttävän tason ylärajan ja nykyliiketoiminnan 12 kk:n tuotto-odotus ei mielestämme ole enää riittävällä tasolla ostojen jatkamiseksi.

Kuudesta perinteikkäästä ja alueellisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostuva konserni

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

Defensiivinen liiketoimintamalli ja matala riskiprofiili

Yhdistyneen Aallon Groupin vuoden 2018 pro forma -liikevaihto oli 15,4 MEUR ja liikevoitto 2,1 MEUR (EBIT-% 13,5 %). Yhtiön pro forma -liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7,8 % vuosina 2014-2018*, mikä ylittää tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (noin 3,6 %) tällä ajanjaksolla. Aallon Groupin historiallisesti tasainen kasvu ja vakaa kannattavuus perustuvat jatkuvaan sopimuslaskutukseen (2018: yli 97 % liikevaihdosta jatkuvaa), pitkiin asiakassuhteisiin sekä yhtiön omaan teknologiakehitykseen, jolla kirjanpitäjien työtä saadaan tehostettua. Kokonaisuudessaan yhtiön liiketoiminta on hyvin defensiivistä ja liiketoiminnan riskiprofiili on Helsingin pörssin matalimmasta päästä. Yhtiön vakaa liiketoimintamalli mahdollistaa myös hyvän osingonmaksun.

Nykyliiketoiminnan vakaata kehitystä vauhditetaan jatkossa yritystoin

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

Nykyliiketoiminnan 12kk tuotto-odotus ei ole mielestämme enää riittävä ostojen jatkamiseksi

Ensimmäisen päivän voimakkaan 34 %:n nousun jälkeen arvostuskertoimet (2019e: EV/EBITDA 9,6x, EV/EBIT 11x) ovat mielestämme koholla ja näemme niissä lievää laskuvaraa. Nykyliiketoiminnan 12 kk:n tuotto-odotus nojaakin mielestämme osinkotuottoon (2019e 2,8 %) ja listautumishinnalla aiemmin ”kaupan päälle” tulleen yritysjärjestely-option painoarvo osakkeen arvoajurina korostuu merkittävästi. Yhtiön pitkän aikavälin kasvutarina ja arvonaluonti-potentiaali nojaavat vahvasti yritysostostrategiaan, mutta myös suurimmat riskit liittyvät yrityskauppojen onnistumiseen.

Analytikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä



(-)

8,5 EUR

(-)

Osakekurssi: 8,87 EUR

Potentiaali: -4,2 %

Avainluvut

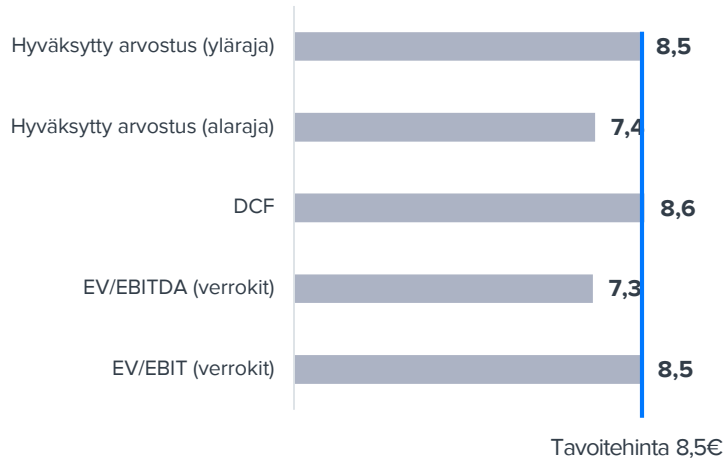
	2018**	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	15,4	16,6	17,8	19,0
kasvu-%	6,7 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %
EBIT oik.	2,1	2,3	2,6	2,8
EBIT-% oik.	13,6 %	13,7 %	14,4 %	14,6 %
Nettotulos	1,7	1,2	2,1	2,2
EPS (oik.)	0,47	0,52	0,58	0,63

P/E (oik.)	14,2	17,1	15,3	14,1
P/B	12,8	4,8	4,1	3,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,8 %	3,3 %	3,5 %
EV/EBIT (oik.)	8,2	11,0	9,4	8,3
EV/EBITDA	6,8	9,6	8,3	7,2
EV/Liikevaihto	1,1	1,5	1,4	1,2

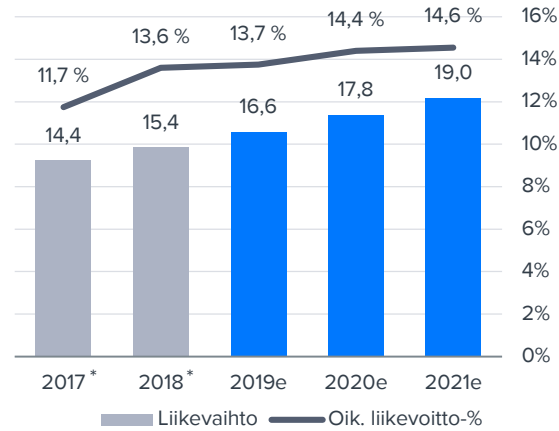
Lähde: Inderes, **Pro forma

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

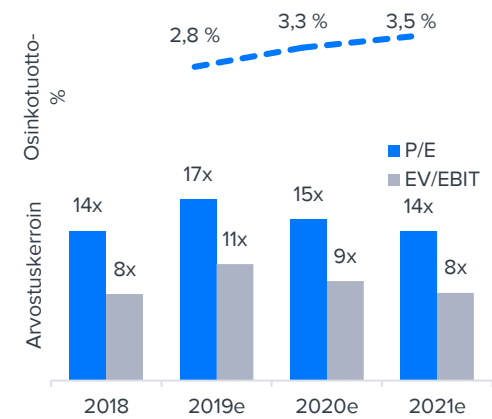
Arvonmäärityksen yhteenveto



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostus

- Arvostuskertoimet yli yhtiölle hyväksymämme tason ja näemme niissä lievää laskuvaraa
- Liiketoiminnan defensiivisyys ja matala riskiprofiili tukevat arvostusta
- Yhtiön pieni koko ja osakkeen todennäköisesti heikko likviditeetti painavat hyväksyttävää arvostustasoa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-13
Toimiala	14-17
Strategia	18-22
Historiallinen kehitys	23-24
Ennusteet ja arvonnääritys	25-31
Taulukot	32-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

Aallon Group lyhyesti

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

2019

Konsernin perustamisvuosi

97,4 %

Jatkuvan laskutuksen osuus liikevaihdosta

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

Pro forma -liikevaihto 2018

+7,8 % 2014-2018*

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

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

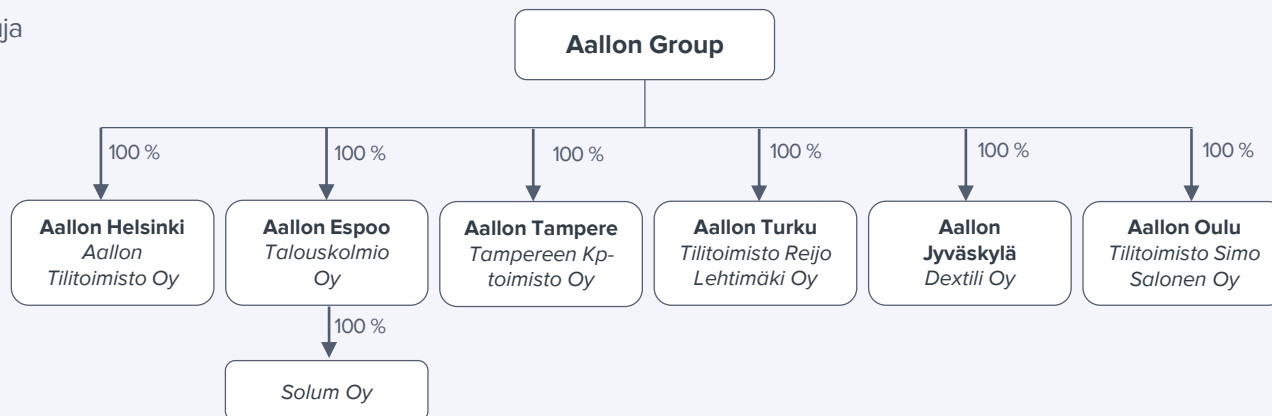
Pro forma -liikevoitto 2018

210

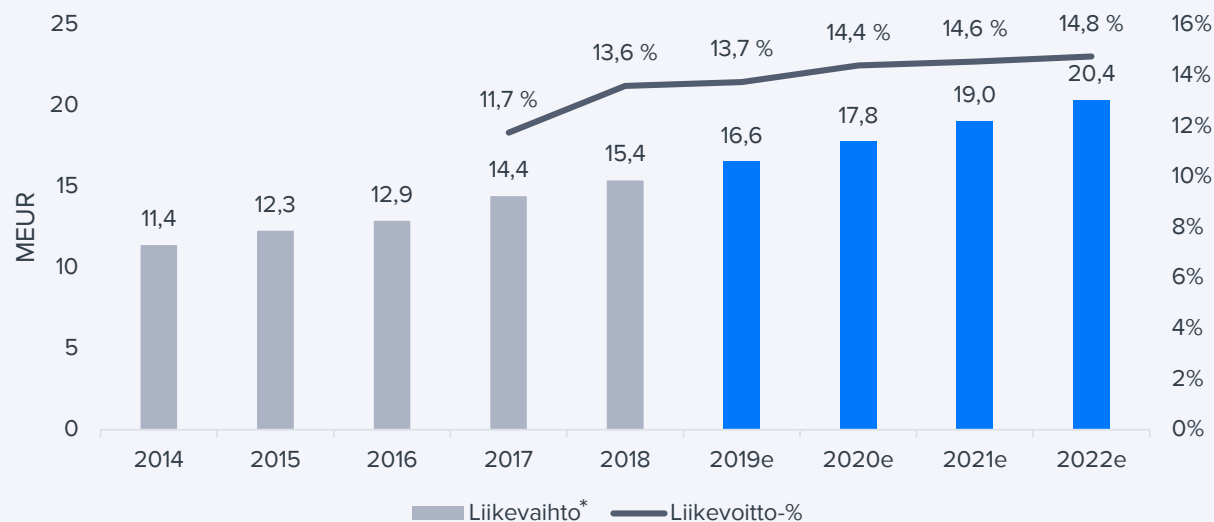
Aallon Group -yhtiöiden henkilöstö yhteensä 2018 lopussa

n. 2700

Asiakkaiden lukumäärä



Liikevaihto ja kannattavuus



Lähde: Aallon Group / Inderes

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Uusi haastaja tilitoimistomarkkinalla

Aallon Group on kuudesta pitkäikäisestä ja paikallisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostettu konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita Suomessa. Tilitoimistoalan konsolidaatiokehityksen edetessä nämä kuusi yrittäjähenkistä tilitoimistoa päättivät yhdistää voimansa sen sijaan, että olisivat päätyneet suurempien kilpailijoiden tai pääomasijoittajien ostettaviksi. Päätös yhdistymisestä tehtiin elokuussa 2018 ja juridisesti yhdistyminen toteutettiin maaliskuussa 2019 osakevaihdolla, jossa yhdistyvät tilitoimistot siirtyivät Aallon Groupin kokonaan omistamiksi tytäryhtiöiksi. Nyt Aallon Group haluaa itse aktiivisesti konsolidoida fragmentoitunutta tilitoimistomarkkinaa, mikä onnistuessaan mahdollistaa merkittävän omistaja-arvon luonnin. Yhtiön toteuttama listautuminen First North -listalle mahdollistaa yhtiön oman osakkeen käytön tulevissa yrityskaupoissa.

Aallon Groupin vuoden 2018 pro forma -liikevaihto oli 15,4 MEUR ja liikevoitto 2,1 MEUR (EBIT-% 13,5 %). Yhtiön pro forma -liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7,8 % vuosina 2014-2018*, mikä ylittää tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (n. 3,6 %) tällä ajanjaksolla. Aallon Groupin historiallisesti tasainen kasvu ja vakaa kannattavuus perustuvat jatkuvaan sopimuslaskutukseen, pitkiin asiakassuhteisiin sekä yhtiön omaan teknologiakehitykseen, jolla kirjanpitäjien työtä saadaan tehostettua. Yhtiön liikevaihdosta viime vuonna 97,4 % oli jatkuvaa sopimuslaskutusta, mikä tekee yhdessä alalle tyypillisesti pitkien asiakassuhteiden ansiosta

liiketoimintamallista hyvin defensiivisen ja ennustettavan. Aallon Groupin yhtiöissä työskenteli vuoden 2018 lopussa yhteensä 210 henkilöä.

Tilitoimistopalveluita lähellä asiakasta

Aallon Group tarjoaa tilitoimistopalveluja ja muita asiantuntijapalveluitaan pääasiallisesti kuukausittain laskutettavana kiinteähintaisena palvelukokonaisuutena. Yhtiön toimintamallina on tuottaa palvelut lähellä asiakasta siten, että asiakkaalla on aina suora yhteys nimettyyn asiantuntijaan ja asiantuntijatiimiin, joka vastaa palveluiden tuottamisesta asiakkaalle. Yhtiöllä on tällä hetkellä toimistot 11 paikkakunnalla ja yhtiön tavoitteena on laajentaa läsnäoloaan Suomen suurimmissa kaupungeissa tulevaisuudessa. Yhtiöllä ei ole erillistä myyjäverkostoa, vaan myyntityö hoidetaan paikallisesti eri toimipisteissä, missä avainhenkilöt hoitavat uusasiakashankintaa.

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

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



Tilitoimistomarkkinan muutos

Ennen ja yleensä edelleen

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

Nyt ja tulevaisuudessa

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

Lähde: Inderes

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Aallon Groupin palvelut

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

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

Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat myös taloushallintopalveluita täydentävät neuvonantopalvelut, joita tyypillisesti myydään tuntiveloitteisena lisäpalveluna. Tällaisia palveluita ovat muun muassa veroneuvonta, lakipalvelut, työsuhdeneuvonta ja yritysjärjestelyihin liittyvä neuvonta. Yhtiö tuottaa myös talouden johtamispalveluita, joihin kuuluu esimerkiksi ulkoistettuna palveluna tarjottavia controller-, talouspäällikkö-, ja HR-asiantuntijapalveluita.

Aallon Groupilta löytyy myös tiettyjä toimialoja koskevaa erityisosaamista, joka mahdollistaa yhtiön palveluiden tuottamisen näiden toimialojen erityispiirteet huomioon ottaen.

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

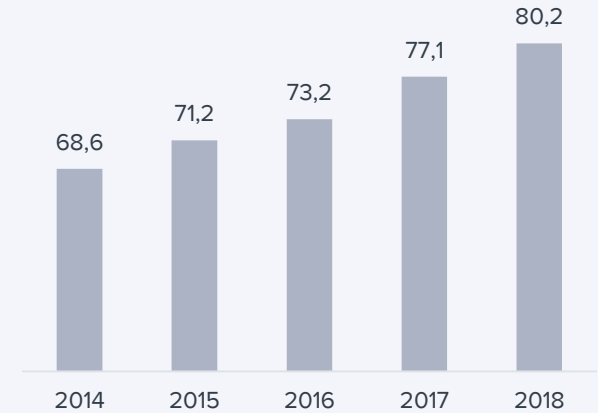
Digitalisaatio luo tehokkuutta prosesseihin

Aallon Group hoitaa kaikki palveluprosessinsa digitaalisesti, ellei asiakkaan kanssa ole muusta sovittu. Digitaalinen taloushallintopalvelu tarkoittaa myyntilaskujen lähettämistä verkkolaskuina, ostolaskujen sähköistä vastaanottoa, tarkastusta ja hyväksyntää. Myös kuittien siirtäminen kirjanpitoon sekä matkalaskujen laadinta, tarkastus ja hyväksyntä tapahtuvat digitaalisesti.

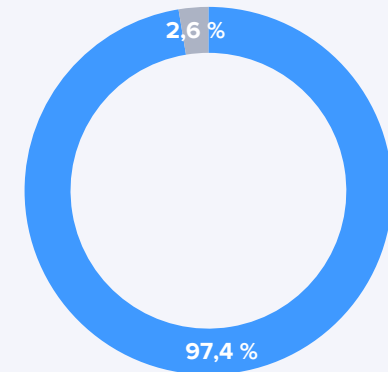
Aallon Groupin liiketoimintamallin keskeisessä osassa on myös yhtiön taustaprosessien kokonaisvaltainen digitalisointi ja tehostaminen. Omassa järjestelmäkehityksessä yhtiö keskittyy asiakasarvoa ja omaa kustannustehokkuutta tuottavien järjestelmien kehittämiseen ja itse kirjanpito ja palkanlaskenta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

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

Liikevaihto/henkilö (TEUR)



Liikevaihdon jatkuvuus



■ Jatkuva laskutus ■ Projektilaskutus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Neuvonantopalveluiden merkitys korostuu tulevaisuudessa

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

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

Listautuminen mahdollistaa strategian toteuttamisen

Aallon Groupin listautumisanti ylimerkittiin moninkertaisesti ja yhtiö sai noin 2300 uutta osakkeenomistajaa. Listautumisannilla yhtiö keräsi noin 5,3 MEUR:n nettovarot.

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

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

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

Palvelut

Neuvonanto- ja talouden johtamispalvelut



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

Taloushallintopalvelut ja erikoistuneet toimialaratkaisut



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

Myyntistrategia ja -kanavat

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



Liiketoimintaidea

Aallon Group on ympäri Suomen toimiva täyden palvelun taloushallinnon kumppani



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

Teknologiastrategia

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

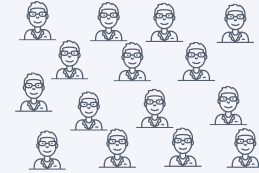
Kilpailu

Suuremmat tilioimistot Suomessa



TALENOM

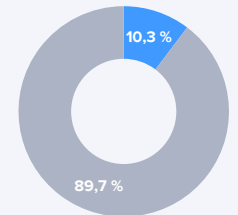
~4200 pientä tilioimistoa



Asiakkaat

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

%-liikevaihdosta (2018)



■ Top10 asiakkaat ■ Muut asiakkaat

Kustannusrakenne (2018)

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



Henkilöstökulut
(62 % liikevaihdosta)

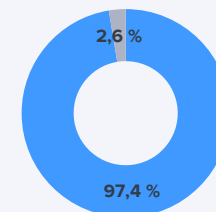


Materiaalit ja palvelut
(5 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(18 %)

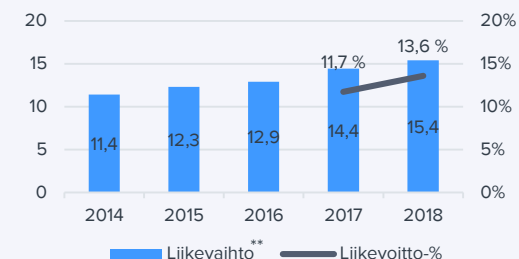
Valtaosa liikevaihdosta tulee arviomme mukaan tilioimistopalveluista.



■ Jatkuva laskutus ■ Projektilaskutus

Tulovirrat

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



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

Aallon Group -konserni



Tytäryhtiöiden tunnuslukuja*

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

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Defensiivinen kasvuyhtiö

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

Aallon Groupin liikevaihdosta yli 97 % on jatkuvaa, mikä heijastelee erittäin defensiivistä ja ennustettavaa liiketoimintaa pitkien asiakassuhteiden ansiosta. Yhtiön liiketoiminta ei sido paljoa pääomaa, minkä ansiosta pääoman tuotto on hyvällä tasolla ja liiketoiminta generoi hyvin kassavirtaa. Yhtiöllä on selkeää potentiaalia parantaa asteittain kannattavuuttaan yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa. Tämä antaa eväät vakaalle organisaation tulokasvulle tuleville vuosille.

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

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

Riskiprofiili

Kokonaisuudessaan matala riskiprofiili

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

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

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

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

Sijoitusprofiili

1.

Hyvä orgaaninen kasvu, mitä vauhditetaan yritysostoin

2.

Hyvä positio defensiivisellä ja vakaasti kasvavalla toimialalla

3.

Vakaa kannattavuus, jota mahdollisuus parantaa asteittain

4.

Alhainen riskiprofiili, liikevaihdosta yli 97 % jatkuvaluonteista

5.

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

Potentiaali



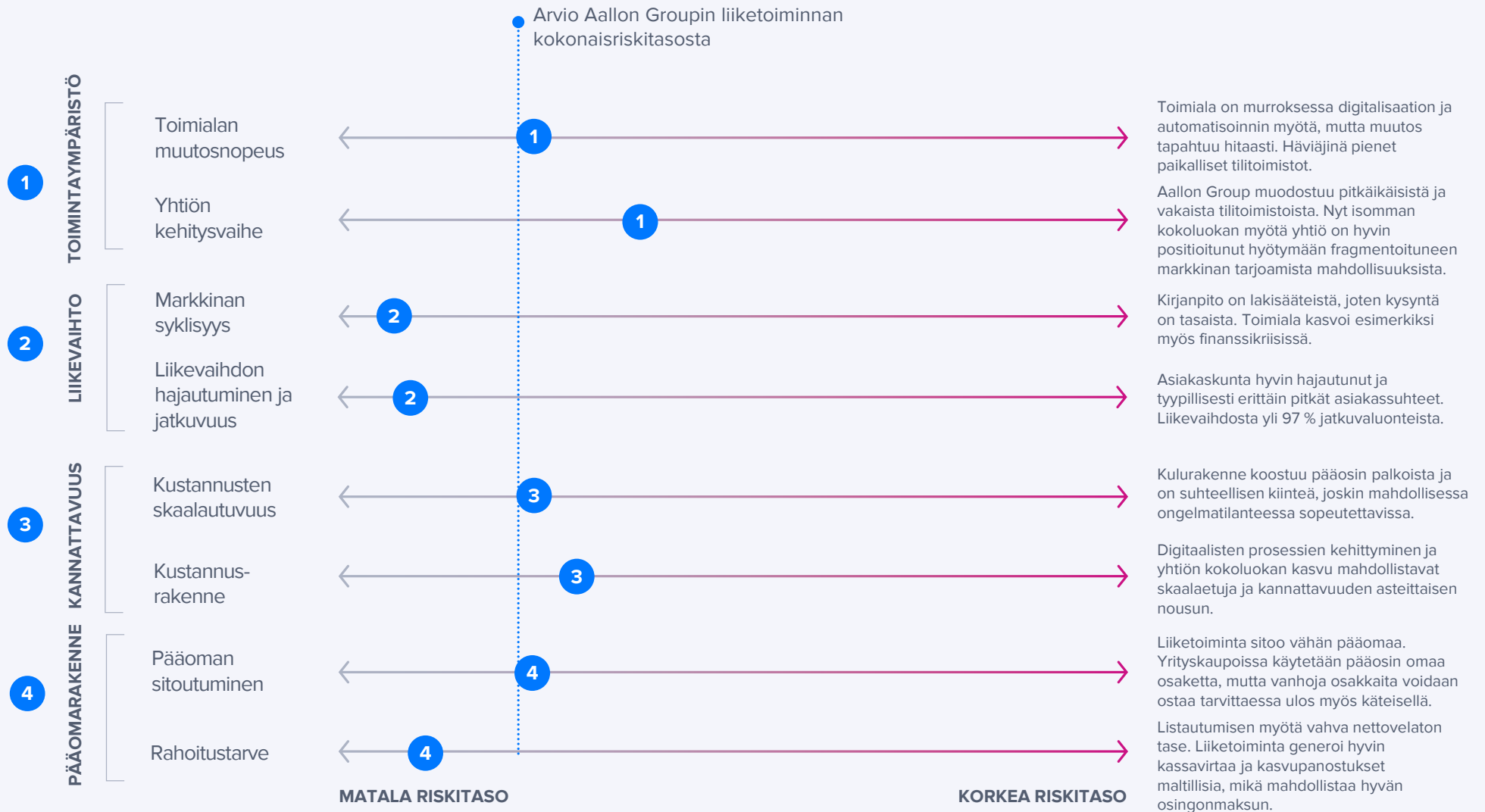
- Hyvän orgaanisen kasvun jatkuminen
- Yrityskauppojen onnistuessa mahdollisuus luoda merkittävästi omistaja-arvoa
- Yrittäjähenkisyyden korostaminen toimii kilpailuetuna kilpailtaessa yritysostokohteista
- Kannattavuus paranee asteittain yhtiön kokoluokan kasvaessa skaalaetujen ja digitaalisten prosessien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

Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/3

Kasvava, mutta erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina on Suomessa pyöreästi miljardin euron kokoinen. Markkina on melko riippumaton makrotalouden sykleistä, mikä tekee siitä hyvin defensiivisen. Yrityksille on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa.

Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, minkä takia asiakaspysyvyys on alalla erittäin korkea. Defensiivisyydestä kertoo hyvin se, ettei toimialan liikevaihto laskenut edes finanssikriisin keskellä vuonna 2009. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositiona toimialalla erittäin arvokkaan.

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

Kasvuajurit ovat muuttumassa

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

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

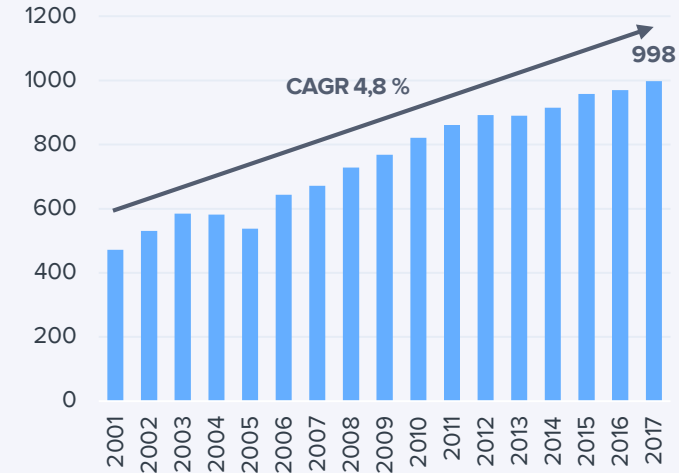
Toinen osa kasvussa on transaktiomäärien kasvu, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä, ja Suomen piristynyt talouskasvu näyttääkin heijastuneen toimialaan, kun taloushallintoliiton tuoreiden lukujen mukaan markkina kasvoi noin 6,5 % vuonna 2018. Suomen talouskasvun odotetaan kuitenkin hidastuvan tulevina vuosina, joten tämä ajuri ei ole ainakaan vahvistumassa.

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

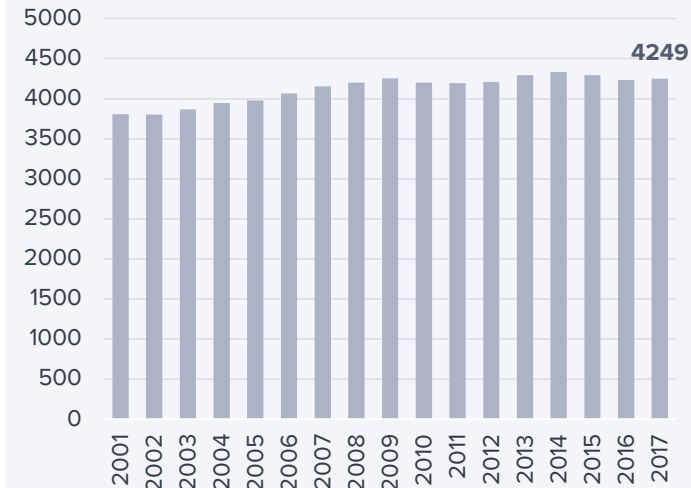
Toimiala on voimakkaassa murroksessa

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

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärän kehitys



Toimiala 2/3

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

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

Voimakkaasti fragmentoitunut markkina

Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut,

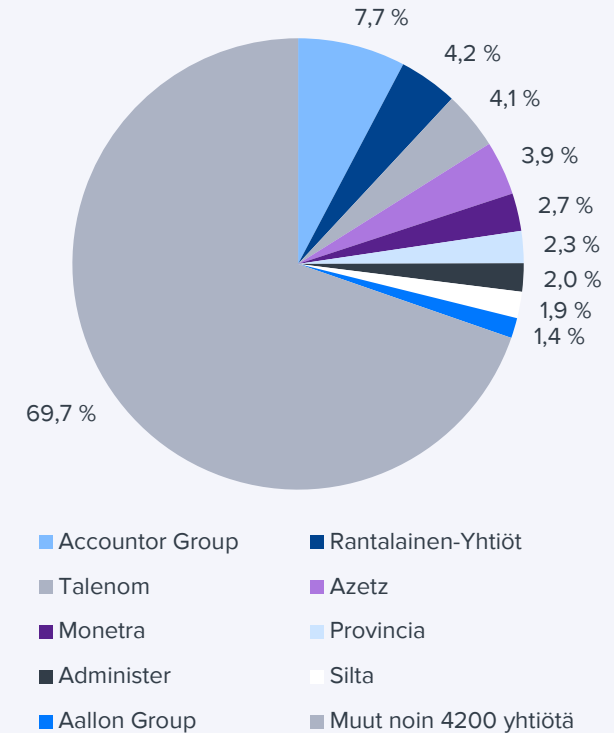
koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2017 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4249 yritystä (2016: 4235). Keskimääräisessä yrityksessä oli vain 2,8 työntekijää eli valtaosin yritykset ovat erittäin pieniä. Arviomme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

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

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

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

Arvio tilitoimistojen markkinaosuudesta 2017 (%)



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätöstiedot, Inderes

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

Toimiala 3/3

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

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

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

Kilpailu toimialalla on (edelleen) varsin rajattua

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

Toimialan suurta toimijamäärää ylläpitääkin arviomme mukaan kilpailun puute tai sen alueellisuus. Suomalainen yritysasiakas on edelleen tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä kasvotusten, mikä tekee kilpailusta alueellista. Kilpailu voi myös olla rajoittautunutta toimialalla yhä vallitsevien konservatiivisten käytäntöjen ja tottumusten takia. Tilitoimistojen pieni koko ja toimialan fragmentoituneisuus kuvastavat myös yhtiöiden kohdemarkkinoiden pienuutta. Toisaalta pienien yhtiöiden mahdollisuudet konsolidoida alaa ovat heikot, eivätkä pienemmät yhtiöt kiinnosta suurempia yhtiöitä samalla tavalla, kuten esimerkiksi keskisuuret ketjut.

Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

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



Tilitoimistoala tiivistettynä

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

Toimiala ja kilpailukenttä

Voittajien yhteisiä tekijöitä:

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

Voittajat



TALENOM

Haastajien yhteisiä tekijöitä:

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

Haastajat



+ muutama muu suurehko tilitoimisto

Häviäjien yhteisiä tekijöitä:

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

Häviäjät

Valtaosa nykyisistä noin 4200 pienestä tilitoimistosta



Muutama selkeä voittaja

Skaalaetuja niillä, joilla on teknologista osaamista ja riittävä kokoluokka

Kasvuhaluiset haastajat, joilla mahdollisuuksia kehittää myös omaa teknologiaa

Pienet ja paikalliset tilitoimistot

Strategia 1/3

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

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

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

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

Teknologiastrategia

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

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

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

Kirjanpito tehdään kaupallisten ohjelmistojen päälle

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

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

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

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

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

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



Strategia 2/3

Yritysostrategia

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

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

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

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

Yrityskauppojen synergiat ja skaalaedut

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

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

kesken, mikä tehostaa toimintaa.

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

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

Yrityskaupoissa merkittävää arvonluontipotentiaalia

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

Strategia 3/3

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

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

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

Onnistuminen rekrytoinneissa keskeistä organoisen kasvun kannalta

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

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

Osingonjakopolitiikka

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

Yritysostrategia ja taloudelliset tavoitteet

Aallon Groupin yritysstrategia tiivistettynä



Inderesin näkemys logiikasta yrityskauppojen omistaja-arvon luonnin taustalla



Taloudelliset tavoitteet

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

Historiallinen kehitys

Tasaista ja kannattavaa kasvua

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

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

Kustannusrakenne

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

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

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

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

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

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

Tase ja rahoitusasema

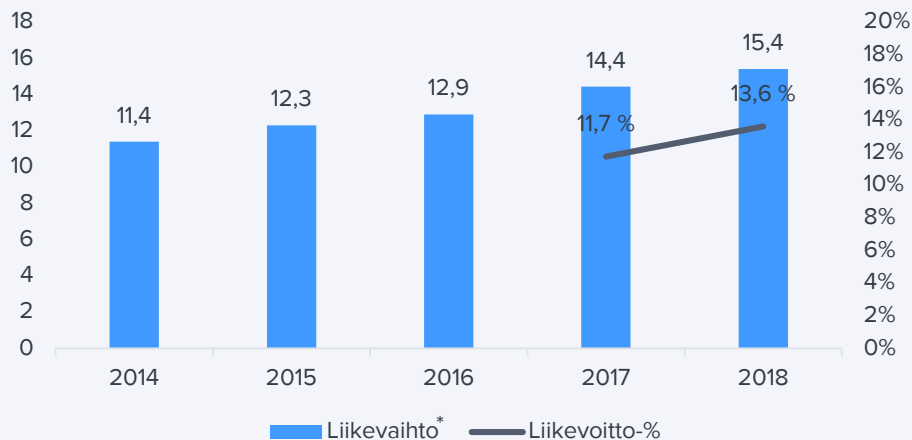
Aallon Groupin taserakenne on erittäin kevyt ja yksinkertainen. Vuoden 2018 lopun pro forma -taseen loppusumma oli 5,3 MEUR. Taseen varoista suurin osa muodostui 1,7 MEUR:n kassasta sekä 2,6 MEUR:n lyhytaikaisista saamisista. Aineellista omaisuutta oli 0,5 MEUR ja aineetonta omaisuutta niin ikään 0,5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

Tasetta tarkastellessa on hyvä huomioida, että yhtiöllä oli 31.12.2018 lyhytaikaista saamista osakkailta noin 179 TEUR, joka on maksettu yhtiölle tilikauden päättymisen jälkeen. Lisäksi taseeseen sisältyy 346 TEUR osingonjakovelkaa ja 300 TEUR omien osakkeiden hankintaan liittyvää velkaa osakkeenomistajalle. Lisäksi Aallon Groupin tytäryritykset ovat tehneet 31.12.2018 päättäneiden tilikausien tilinpäätösten perusteella osingonjakopäätöksiä, joiden mukaisesti tytäryritykset tulevat jakamaan osinkoa noin 1,25 MEUR. Nämä huomioiden listatutumisannissa mukaan tulleiden omistajien näkökulmasta yhtiön kassa koostuu pääosin listautumisannista kerätyistä varoista ja alkuvuoden aikana liiketoiminnan tuottamista kassavarjoista. Olemme seuraavalla sivulla mallintaneet vuoden 2019 lopun ennusteidemme mukaisen taseen. Olemme lähes varmoja, että yhtiö tulee jo tänä vuonna tekemään yritysostoja, jolloin taserakenne tulee muuttumaan.

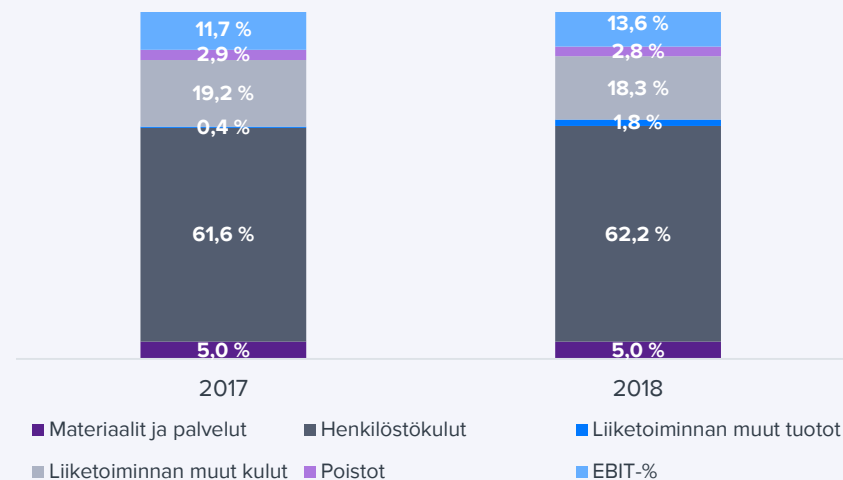
*Kalenterivuosien 2014-2016 osalta Aallon Group -konsernin yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto ja kalenterivuosien 2017-2018 osalta Aallon Group -konsernin pro forma -liikevaihto.

Historiallinen kehitys

Liikevaihto ja kannattavuus



Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)



Pro forma tase 31.12.2018 (MEUR)



Tase 2019e (MEUR)



Ennusteet ja arvonmääritys 1/5

Ennusteiden lähtökohdat

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

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

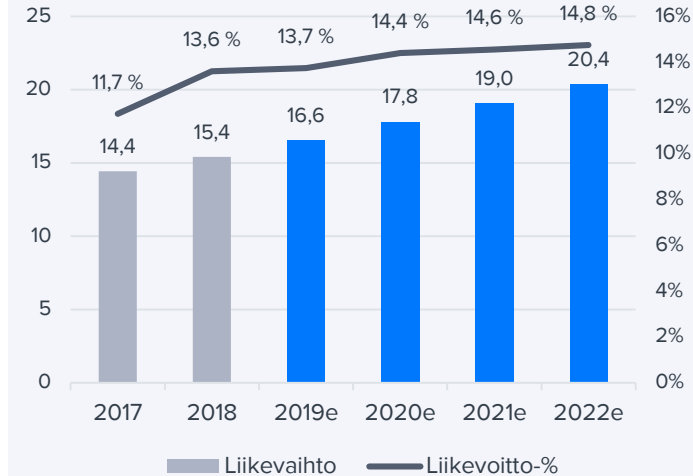
Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä kasvavaa käyttökatemarginaalia. Yhtiön kokoluokan myötä kasvavat skaalaedut ja digitalisaation ansiosta tehostuvat prosessit antavat mielestämme hyvät edellytykset kannattavuuden parantamiselle tulevana vuosina. Olemme ennusteissamme kuitenkin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

Listautumisen myötä olemme lisänneet ennusteisiimme annissa kerätyt noin 5,3 MEUR:n nettovarat sekä listautumisesta aiheutuneet kertaluonteiset noin 0,84 MEUR:n kulut.

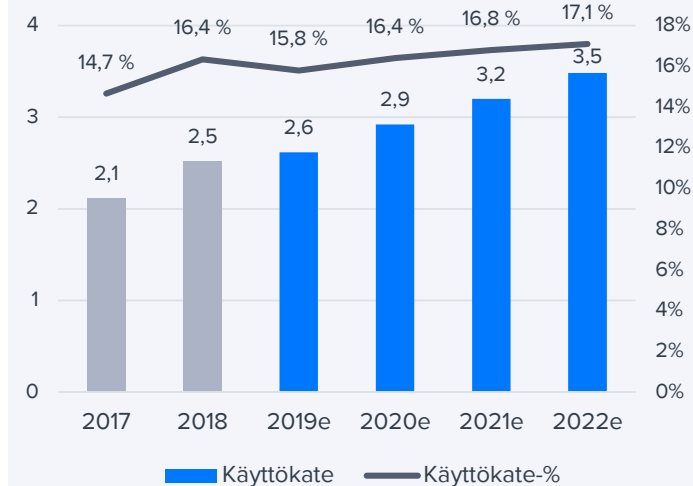
Vuoden 2019 ennusteet

Aallon Group ei ole antanut erillistä numeerista ohjeistusta vuodelle 2019, mutta yhtiö on kertonut panostavansa tänä vuonna konserniorganisaation rakentamiseen, minkä vuoksi odotamme yhtiön käyttökate-%:n hieman heikkenevän vuoden 2018 tasolta. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 7,5 % yhteensä 16,6 MEUR:oon ja käyttökateen olevan 2,6 MEUR (marginaali 15,8 %) vuonna 2019. Odotamme poistotason hieman laskevan vuodesta 2018 ja siten liikevoittomarginaalin pysyvän vakaana 13,7 %:ssa. Listautumiskulut sisältävillä rahoituskuluilla ja 20 %:n veroasteella raportoitu osakekohtainen tulos on 0,33 euroa ja listautumiskuluilla oikaistu EPS 0,52 euroa.

Liikevaihto ja liikevoitto-%*



Käyttökate ja käyttökate-%*



Ennusteet ja arvonmääritys 2/5

Vuosien 2020-2022 ennusteet

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

Yhteenveto - vakaata tulokasvua tulevina vuosina

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

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

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

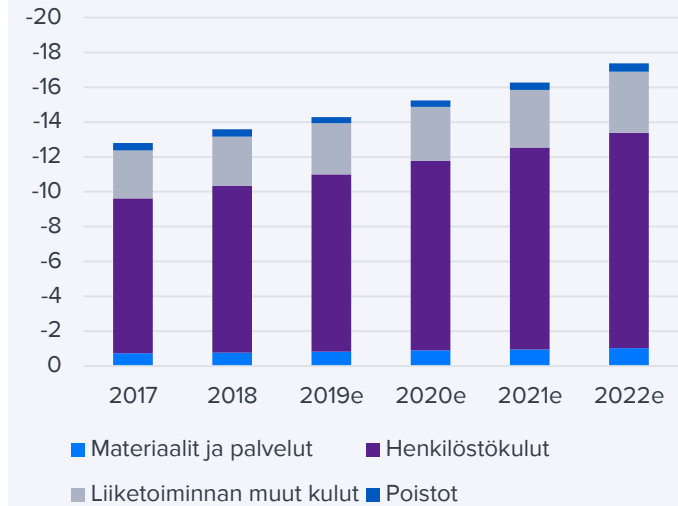
Pitkän aikavälin oletukset DCF-laskelmassa

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

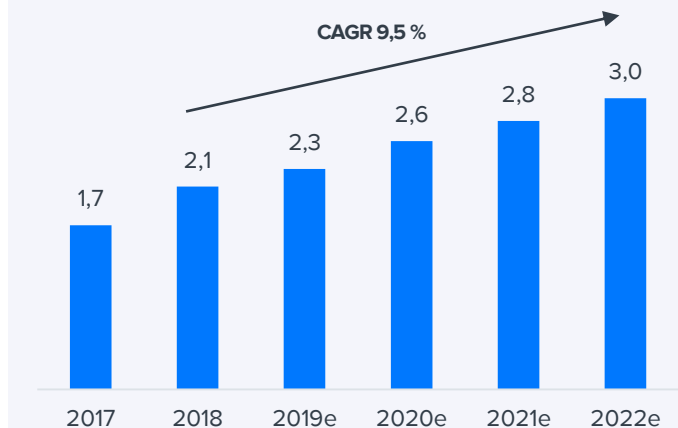
Osinkoennusteet

Aallon Groupin tavoitteena on vähintään 50 %:n osingonjakosuhte. Osinkoennusteemme noudattavat yhtiön voitonjakopolitiikkaa ja ennustamme 50 %:n vuotuista voitonjakoa. Vuoden 2019 osalta olemme laskeneet osingonjakosuhteen listautumiskuluista oikaistulla osakekohtaisella tuloksella, jolloin osingonjakosuhte nousee raportoidusta tuloksesta laskettuna noin 76 %:iin.

Kulurakenne (MEUR)*



Liikevoitto (MEUR)*



Lähde: Inderes *2017-2018 pro forma -lukuja

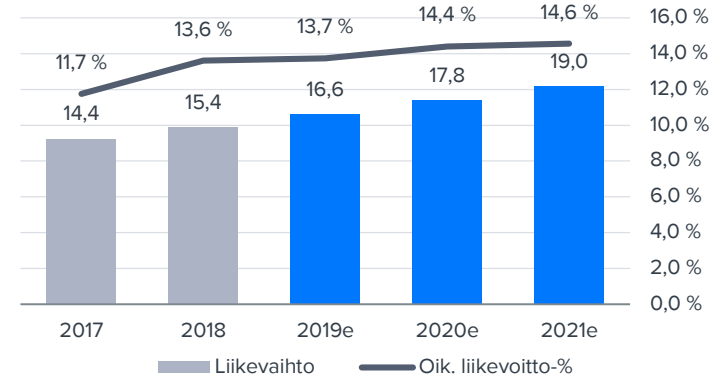
Ennusteet yhteenveto

Tuloslaskelma*	2017	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	14,4	15,4	8,4	8,2	16,6	17,8	19,0	20,4
Käyttökate	2,1	2,5	1,4	1,2	2,6	2,9	3,2	3,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,7	2,1	1,3	1,0	2,3	2,6	2,8	3,0
Liikevoitto	1,7	2,1	1,3	1,0	2,3	2,6	2,8	3,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-0,8	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	1,7	2,1	0,4	1,0	1,5	2,6	2,8	3,0
Verot	-0,3	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,4	1,7	0,3	0,8	1,2	2,1	2,2	2,4
EPS (oikaistu)	0,38	0,47	0,29	0,23	0,52	0,58	0,63	0,68
EPS (raportoitu)	0,38	0,47	0,10	0,23	0,33	0,58	0,63	0,68

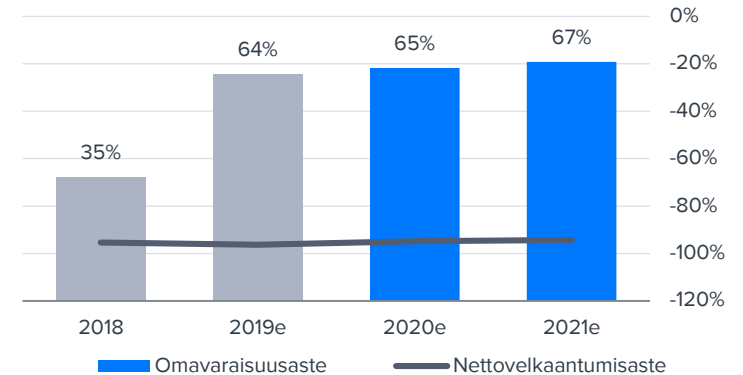
Tunnusluvut**	2017	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	11,9 %	6,7 %			7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		23,6 %			8,6 %	12,6 %	8,2 %	8,4 %
Käyttökate-%	14,6 %	16,4 %	17,0 %	14,6 %	15,8 %	16,4 %	16,8 %	17,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,7 %	13,6 %	15,0 %	12,5 %	13,7 %	14,4 %	14,6 %	14,8 %
Nettotulos-%	9,4 %	10,7 %	4,1 %	10,1 %	7,0 %	11,6 %	11,7 %	11,9 %

Lähde: Inderes

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys*



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvonmääritys 3/5

Arvostuksen perusteet

Arvonmäärityksemme pohjautuu Aallon Groupin nykyliiketoiminnan arvoon ja sen orgaaniseen kasvuun. Nykyliiketoiminnan arvon päälle sijoittaja saa mielestämme selvästi positiivisen yritysjärjestelyoption, jolle on kuitenkin vaikea määrittää tarkkaa arvoa. Yrityskauppojen onnistuessa kohtuullisella valuaatiolla, on Aallon Groupilla mahdollisuus luoda merkittävästi omistaja-arvoa.

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

Inderesin hyväksymä arvostustaso ja sijoitusnäkemys

Arvioimme ennen Aallon Groupin listautumista, että yhtiölle voitaisiin hyväksyä noin 11x-13x P/E-kerroin. Tämä vastasi noin 7,6x-9,1x EV/EBITDA-kerrointa vuoden 2019 käyttökate-ennusteellamme. Listautumisen toteuduttua yhtiön markkina-arvo kasvoi annista kerättyjen rahavarojen verran, mikä nostaa P/E-lukua, kun ennusteet muuten säilyivät ennallaan. EV-

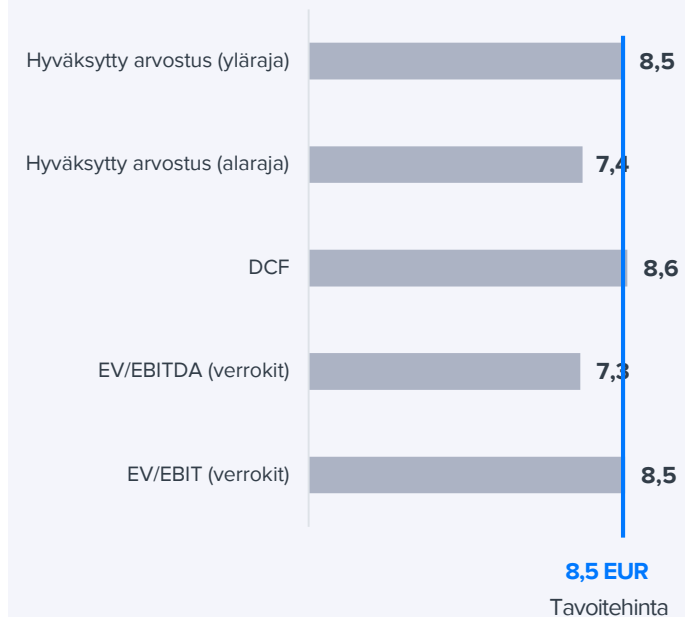
pohjaisiin kertoimiin, jotka ottavat nettokassan huomioon, listautumisella ei ole käytännön vaikutusta. Nojaammekin arvonmäärityksessämme tässä vaiheessa pääosin niihin vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi.

Käyttämällä 7,6x-9,1x EV/EBITDA-kertoimia, saadaan Aallon Groupin velattomaksi arvoksi noin 20-24 MEUR. Lisäämällä tähän vuoden 2019 lopun ennustamamme nettokassa, muodostuu Aallon Groupin osakekannan arvohaarukaksi noin 26-30 MEUR eli 7,4-8,5 euroa osakkeelta. Arvohaarukka on melko kapea ja heijastelee mielestämme yhtiön liiketoiminnan vakaata luonnetta, jolloin arvonmäärityksen ennusteisiin liittyy vähemmän epävarmuutta ja lopputulos on enemmän kiinni yhtiölle hyväksyttävistä arvostuskertoimista.

Ensimmäisen kaupankäyntipäivän voimakkaan 34 %:n kurssinousun myötä sijoittajat näyttävät hyväksyvän yhtiölle aiempia odotuksiamme korkeamman arvostustason ja asetamme tavoitehintamme arvioimamme arvohaarukan ylälaitaan 8,5 euroon. Aloitamme Aallon Groupin seurannan kuitenkin vähennä-suosituksella, sillä voimakkaan kurssinousun myötä nykyliiketoiminnan 12 kk:n tuotto-odotus ei ole mielestämme enää riittävällä tasolla ostoihin, vaan houkuttaa jo kotiuttamaan osan voitoista.

Listautumishinnalla aiemmin ”kaupan päälle” tulleen yritysjärjestelyoption painoarvo osakkeen arvoajurina korostuu kohonneen arvostuksen myötä. Haluamme yhtiöltä kuitenkin näyttöjä yrityskaupoista ennen kuin olemme valmiita antamaan yritysjärjestelykortille painoarvoa tällä hetkellä nykyliiketoiminnan pohjalta tehdyn arvonmäärityksemme lisäksi.

Arvonmäärityksen yhteenveto



Ennusteet ja arvonmääritys 4/5

Arvostuskertoimet

Ensimmäisen kaupankäyntipäivän kurssinousun (+34 %) jälkeen Aallon Groupin arvostuskertoimet eivät näytä enää matalilta ja näemme niissä lievää laskuvaraa suhteessa yhtiölle hyväksymäämme tasoon nähden.

Nykyliiketoiminnan vakaat tuloskasvunäkymät sekä liiketoiminnan matala riskiprofiili kuitenkin tukevat arvostusta.

Vuoden 2018 toteutuneella pro forma -tuloksella ja nykyisellä osakekurssilla laskettuna yhtiön EV/EBITDA on 10x ja EV/EBIT 12x. Toteutuneella tuloksella arvostuskertoimet ovat jo koholla, heijastellen kurssinousun myötä osakkeeseen hinnoiteltuja tuloskasvuodotuksia lähivuosille.

Ennusteillamme yhtiön vuosien 2019-2020 EV/EBITDA-kertoimet ovat 9,6x ja 8,3x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 11x ja 9,4x. Kertoimia ei voida pitää enää edullisina, ja ne ovat hieman yhtiölle tällä hetkellä hyväksymämme tason yläpuolella.

Nykyliiketoiminnan arvonmäärityksessä 12 kuukauden tuotto-odotus nykyisellä arvostuksella nojaa pitkälti osinkoon, sillä mielestämme arvostuskertoimissa on lievää laskuvaraa ja tämä hautaa alleen tuloskasvun myötä mahdollisen kurssinousun alleen.

Lähivuosien osinkotuotto kohtalaisella tasolla

Nykyisellä osakekurssilla lähivuosien osinkotuotot ovat noin 3-3,5:n %:n tasolla ennustamallamme 50 %:n osingonjakosuhteella. 2019 tuloksen osalta osingonjakosuhte on laskettu listautumiskuluista oikaistulla EPS:illä. Osinkotuotto on kohtalaisella tasolla ja

liiketoiminnan vakaasta luonteesta johtuen osingonmaksu on mielestämme tukevalla pohjalla. Pelkkä nykytasolla oleva osinko ei kuitenkaan mielestämme ole riittävä peruste jatkaa Aallon Groupin osakkeen ostoja.

DCF-kassavirtalaskelma

Aallon Groupin liiketoiminnan vakaan luonteen ansiosta kassavirtalaskelma on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä. Olemme käsitelleet DCF-laskelman pohjana olevat ennusteet aiemmin ennustekappaleessa sivulla 26. Mielestämme mallin oletukset ovat kokonaisuudessaan konservatiivisia, mikä antaa turvamarginaalia arvonmääritykseen. Kassavirtalaskelmamme mukainen Aallon Groupin oman pääoman arvo on 30,5 MEUR MEUR eli noin 8,6 euroa per osake.

Oman pääoman tuottovaatimus on DCF-mallissamme 10,0 %, mikä on myös pääoman keskimääräinen painotettu kustannus (WACC), sillä ennusteessamme yhtiöllä ei ole korollista velkaa. Mielestämme tuottovaatimus on yhtiön liiketoimintamallin riskiprofiili huomioiden melko korkea, mutta yhtiön pieni koko ja oletettavasti heikko likviditeetti nostavat likviditeettipreemiota. Olemme tarkistaneet tuottovaatimusta alaspäin (aik. 11,3 %) onnistuneen listautumisen myötä madaltuneen riskiprofiilin vuoksi.

Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 47 %. Yhtiön arvosta siis jo 53 % muodostuu vuosien 2019-2028 ennusteperiodilla, joten yhtiön arvosta hyvin kohtuullinen osa nojaa pitkällä tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista.

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	8,87	8,87	8,87
Osakemäärä, milj. kpl	3,55	3,55	3,55
Markkina-arvo	31	31	31
Yritysarvo (EV)	25	24	23
P/E (oik.)	17,1	15,3	14,1
P/E	27,0	15,3	14,1
P/Kassavirta	4,5	16,7	15,0
P/B	4,8	4,1	3,5
P/S	1,9	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	1,5	1,4	1,2
EV/EBITDA (oik.)	9,6	8,3	7,2
EV/EBIT (oik.)	11,0	9,4	8,3
Osinko/tulos (%)	76,1 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,3 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 5/5

Verrokkianalyysi

Olemme muodostaneet Aallon Groupin verrokkiryhmän yhtiön lähimmästä tilitoimistoverrokista Talenomista sekä muista Helsingin pörssiin listatuista palveluyhtiöistä. Laadukkaana verrokkiryhmän koostaminen Aallon Groupille on haasteellista, sillä täysin vastaavalla liiketoimintamallilla toimivia yhtiöitä ei ole pörssiin listattuna. Tämän vuoksi arvonmäärityksemme ei ensisijaisesti nojaudu verrokkiyhtiöiden kertoiimiin. Verrokkiyhtiöiden kertomista saadaan kuitenkin suuntaa, miten Aallon Groupia voitaisiin pörssissä hinnoitella. Koko verrokkiryhmä löytyy sivun 32 taulukosta.

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

Aallon Groupin lähimmän tilitoimistoverrokki Talenomien P/E-kerroin vuodelle 2019 on noin 24x, mikä on lähellä yhtiölle hyväksymämme

arvostusta (noin 25x). Mielestämme Talenomille on perusteltua hyväksyä huomattavasti korkeammat kertoimet, koska yhtiön tuloskasvu on ollut viime vuosina vahvaa ja seuravan kolmen vuoden ajan odotamme tuloksen kasvavan keskimäärin noin 26 %:n vauhtia Talenomien selkeään kilpailuedun ansiosta. Aallon Groupin orgaanisen tuloskasvun odotamme olevan lähivuosina noin 9-10 %, mutta yhtiöllä on potentiaalia kiihdyttää tuloskasvua tulevaisuudessa onnistuneilla yritysostoilla.

Aallon Groupin verrokkiyhtiöiden kertoiimiin pohjautuvassa arvonmäärityksessä (taulukko oikealla) olemme soveltaneet verrokkiyhtiöiden vuosien 2019-2020 EV/EBIT- ja EV/EBITDA-kertoimia Aallon Groupin vastaaviin tulosenusteisiimme. Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat 12,1x ja 10,1x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9,2x ja 6,7x. Olemme soveltaneet arvonmäärityksessä 10 %:n alennusta verrokkiryhmän kertoiimiin heijastellen Aallon Groupin pienempää kokoluokkaa. Mielestämme tällä hetkellä parhaiten vertailukelpoinen tunnusluku vertailuryhmän ja Aallon Groupin välillä on EV/EBIT, sillä vertailuryhmän poistotasoissa on suuria eroja, mikä heijastuu EV/EBITDA-kertoimeen.

Tuloskertomien osalta olemme laskeneet vuosien 2019-2020 lopputuloksista keskiarvon, josta saadaan Aallon Groupin osakekannan arvohaarukaksi noin 26-30 MEUR eli 7,3-8,5 euroa per osake.

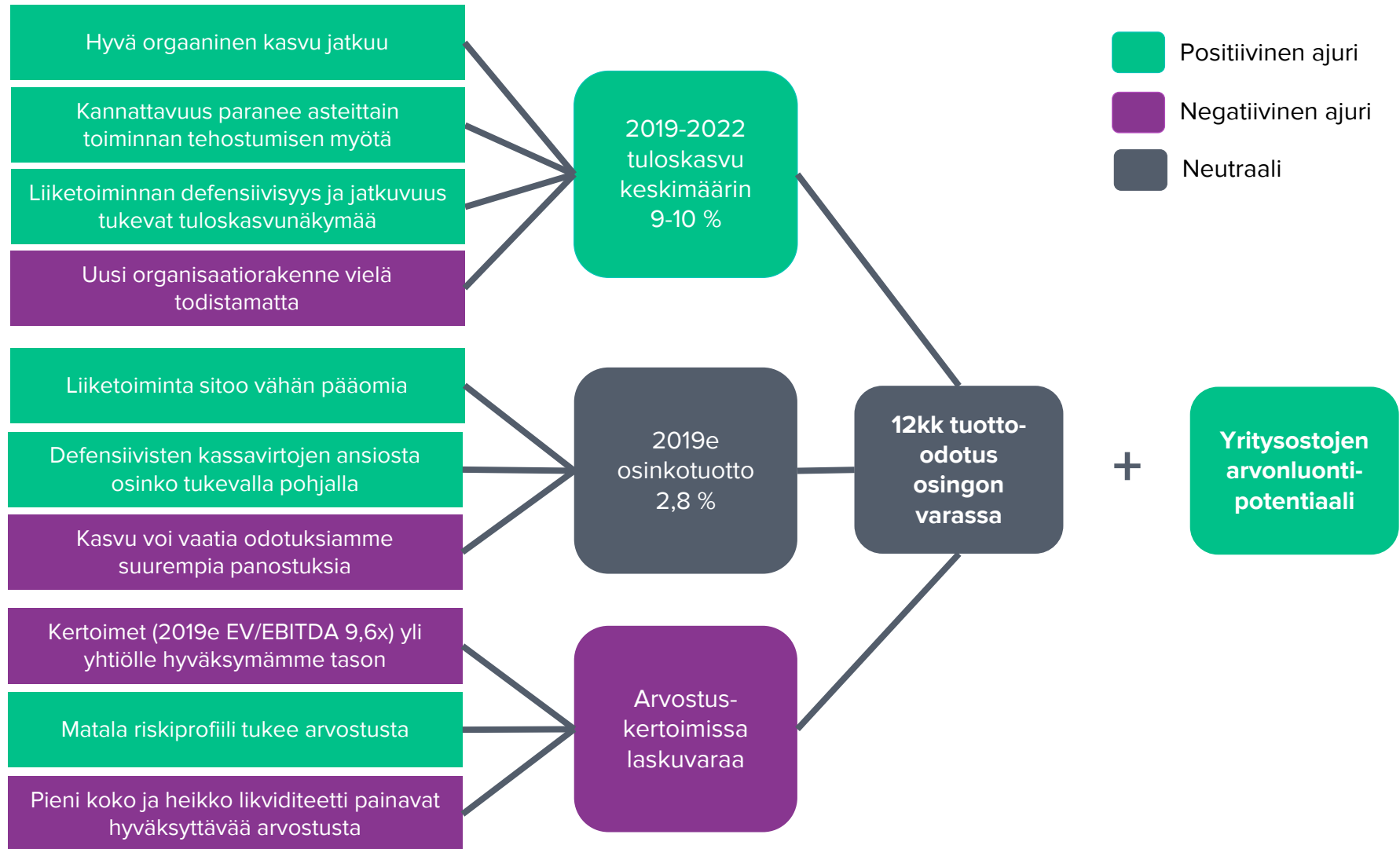
Verrokkien kertoiimiin pohjautuva arvonmääritys

	2019e	2020e	
EBIT	2,3	2,6	
EV/EBIT (verrokkit)*	10,9x	9,1x	
Yritysarvo	24,7	23,2	
+Nettokassa 2019e	6,4	6,4	Keskiarvo
Osakekannan arvo	31,1	29,6	30,3
Per osake (EUR)	8,8	8,3	8,5

	2019e	2020e	
EBITDA	2,6	2,9	
EV/EBITDA (verrokkit)*	8,3x	6,1x	
Yritysarvo	21,7	17,7	
+Nettokassa 2019e	6,4	6,4	Keskiarvo
Osakekannan arvo	28,1	24,0	26,0
Per osake (EUR)	7,9	6,8	7,3

*Verrokkien kertoiimiin sovellettu 10 %:n alennusta

Aallon Groupin osakkeen ajurit



Vertailuryhmä

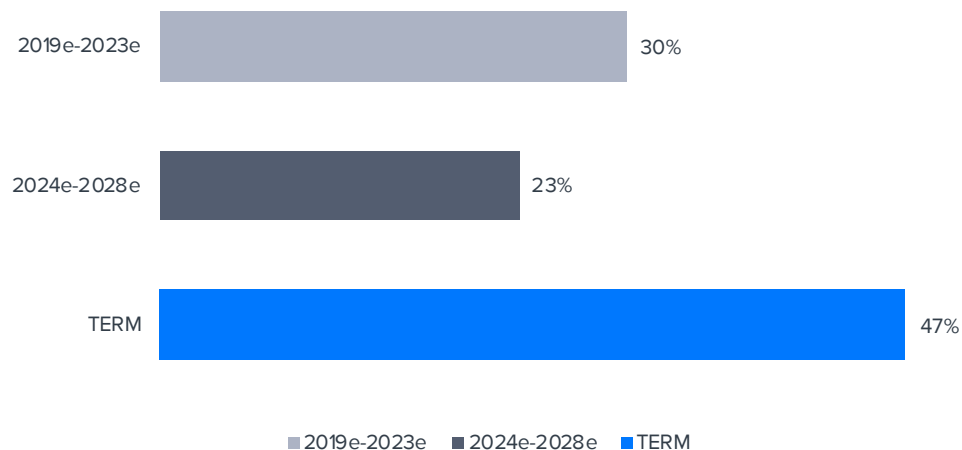
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%	
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Talenom	30,50	211	228	19,8	17,5	12,3	10,6	25,1	20,9	2,4	2,9
Siili Solutions	8,68	61	58	11,7	8,3	7,3	5,8	12,8	10,0	3,9	5,5
Solteq	1,49	29	52	12,9	10,3	5,7	5,7	16,6	12,4	2,0	2,7
Fondia	11,80	46	40	13,4	13,4	13,4	10,0	17,6	15,3	2,7	3,8
Vincit	6,16	74	69	11,4	9,8	9,8	8,6	14,7	12,6	2,9	3,6
Digia	2,62	70	83	9,2	7,5	7,2	6,1	10,5	8,6	3,6	4,8
Avidly	5,96	14	12	12,5	12,5	12,5	6,2	14,5	10,8	2,3	3,7
Gofore	7,48	98	87	10,8	9,1	8,7	7,2	15,0	12,3	3,1	3,7
Aallon Group (Inderes)	8,87	31	25	11,0	9,4	9,6	8,3	17,1	15,3	2,8	3,3
Keskiarvo				12,7	11,1	9,6	7,5	15,8	12,9	2,9	3,8
Mediaani				12,1	10,1	9,2	6,7	14,8	12,3	2,8	3,7
Erotus-% vrt. mediaani				-8 %	-6 %	4 %	23 %	16 %	24 %	0 %	-11 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

DCF-laskelma	2018*	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	2,1	2,3	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	
- Maksetut verot	0,0	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,5	2,1	2,4	2,7	3,0	3,0	3,1	3,2	3,2	3,0	3,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,1	1,7	1,9	2,1	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	
+/- Muut (Annissa kerätyt nettovarot)	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,1	7,0	1,9	2,1	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	30,1
Diskontattu vapaa kassavirta		6,5	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,0	0,9	12,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		30,5	24,0	22,4	20,8	19,2	17,7	16,3	15,0	13,9	12,9	12,0
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat (2018 lopussa)		1,7										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus**		-1,7										
Oman pääoman arvo DCF		30,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain***



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,20 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

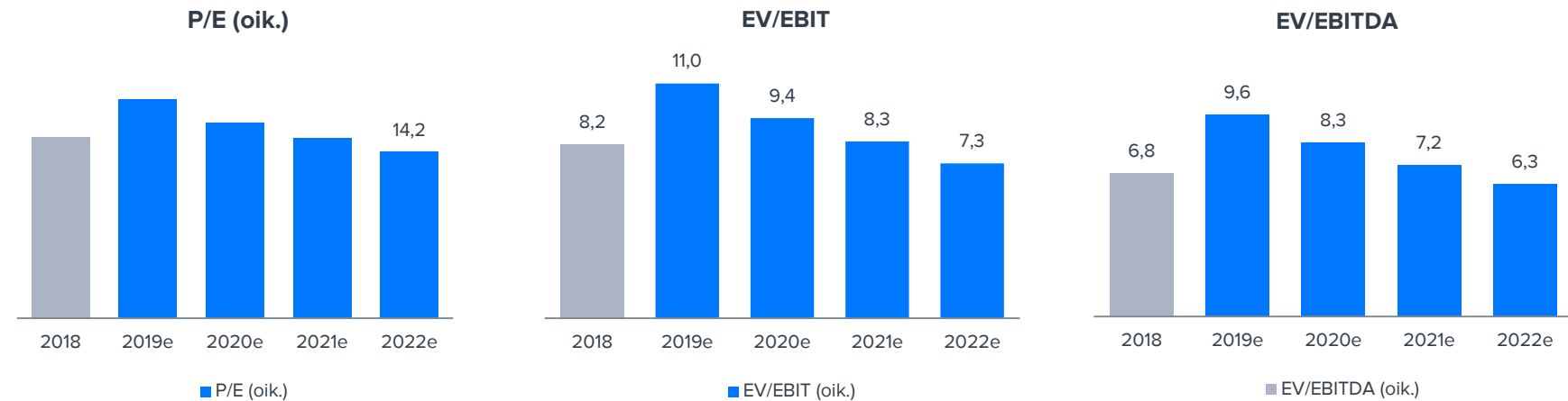
Lähde: Inderes

*Pro forma, ** Huomio kaikki sivulla 23 mainitut 2018 pro forma -taseeseen liittyvät oikaisuerät, *** Graafista oikaistu listautumisannissa kerätyt varat

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,60	8,87	8,87	8,87	8,87
Osakemäärä, milj. kpl	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
Markkina-arvo	23,4	31,5	31,5	31,5	31,5
Yritysarvo (EV)	17,2	25,1	24,1	23,0	21,9
P/E (oik.)	14,2	17,1	15,3	14,1	13,0
P/E	14,2	27,0	15,3	14,1	13,0
P/Kassavirta	11,2	4,5	16,7	15,0	14,0
P/B	12,8	4,8	4,1	3,5	3,1
P/S	1,5	1,9	1,8	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	1,1	1,5	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	6,8	9,6	8,3	7,2	6,3
EV/EBIT (oik.)	8,2	11,0	9,4	8,3	7,3
Osinko/tulos (%)		76,1 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%		2,8 %	3,3 %	3,5 %	3,8 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	1,0	1,1	1,3	1,5
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,3	0,4	0,6
Käyttöomaisuus	0,5	0,5	0,6	0,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	4,3	9,3	10,5	11,9
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,6	2,9	3,2	3,4
Likvidit varat	1,7	6,4	7,4	8,5
Taseen loppusumma	5,3	10,4	11,9	13,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	1,8	6,6	7,8	9,0
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	-0,1	1,1	2,2	3,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,9	5,5	5,5	5,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,5	3,8	4,1	4,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,5	3,8	4,1	4,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	5,3	10,4	11,9	13,4

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavaa arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.4.2019	Vähennä	8,50 €	8,87 €



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**