

Avidly

Laaja raportti

18.6.2021 6:30



Antti Luuro
+358 50 5714893
antti.luuro@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Orastava markkinointiteknologian kasvutarina

Toistamme Avidlyn vähennä-suosituksen ja 6,5 euron tavoitehinnan. Avidly rakentaa ja operoi yritysten digitaalisen myynnin ja markkinoinnin koneistoja. Myynnin ja markkinoinnin muutos kohti digitaalisia kanavia on jatkunut pitkään ja yhtiö on asemoitunut vahvasti näiden trendien tuella kasvavaan markkinasegmenttiin. Edellisen strategian toteutuksen ongelmien jälkeen Avidlyn kannattavan kasvun tarina on kerännyt uskottavuutta vahvoilla viimeaikaisilla näytöillä. Yhtiön arvostus on laskenut kurssilaskun myötä hiljalleen neutraalimmaksi, mutta jääme vielä sivuun odottamaan lisää merkkejä käänteen etenemisestä.

Avidlyn asiantuntijat rakentavat ja operoivat yritysten digitaalisen myynnin ja markkinoinnin koneistoja

Avidly on moderniin myyntiin ja markkinointiin keskittyvä asiantuntijayhtiö, jonka tarjonta kattaa laajasti modernin markkinointityksikön tarpeet. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen markkinointiteknologian (erityisesti Hubspot) käyttöönottoja ja ylläpitoa, minkä avulla asiakkaille rakennetaan digitaalisia myyntikanavia ja asiakaspolkuja. Avidlyn toiminnasta suurempi osuus on kuitenkin markkinointi- ja viestintäpalveluita, joiden rooli on vastaavasti tuoda asiakasvirtaa rakennettuihin digitaalisiin myyntikanaviin. Yhtiön palvelutarjonta kattaa asiakkaiden markkinoinnin, myynnin ja viestinnän tarpeet laajasti kaupallistamisesta aina kasvun toteuttamiseen, ja se kykenee palvelemaan eri kehitysvaiheen yhtiöitä.

Myynnin ja markkinoinnin muutos kohti digitaalisia kanavia on jatkunut pitkään

Mediamainonnan budjetit ovat siirtyneet jo pidempään perinteisestä mediasta digitaalisiin kanaviin. Taustalla on ajankäytön kasvu digitaalisissa palveluissa, mutta myös ihmisten kasvava halu asioida digitaalisesti. Toimiala on yleisesti altis talouden syklin muutoksille. Toisaalta digitaalinen markkinointi on sulautumassa osaksi myyntiä ja siitä on tullut liiketoimintakriittisempää, eikä markkinointibudjetti ole välttämättä enää selvä leikkauskohde heikommassa talousympäristössä. Avidly on asemoitunut markkinan kasvavaan digitaalisen myynnin ja markkinoinnin segmenttiin, jossa sen tarjonnan laajuus ja kilpailukyky kokonaisuutena erottuu kilpailussa nähdäksemme edukseen.

Edellisen strategiakauden pettymysten jälkeen yhtiöstä on kuoriutunut orastava kasvutarina

Avidlyn viime vuodet ovat olleet sijoittajan kannalta vuoristorataa. Yhtiön edellinen kasvustrategia lähti vuonna 2019 sivuraiteille ja kannattavuus heikkeni rajusti (H2/19 EBIT-% -20 %). Vuoden 2020 alussa yhtiössä vaihtui johto, ja tämän jälkeen uudistuksia on toteutettu hengästyttävällä tahdilla: osakeanti ja lainarahoitus, organisaatiomuutokset, sisäisen raportoinnin ja operatiivisen johtamisen kehittäminen, strategiapäivitys, sijoittajaraportoinnin uudistaminen ja brändin uudistus. Yhtiö käänsi itsensä nopeasti kannattavaksi (Q1/21 oik. EBIT-% 7 %), ja yhtiön tavoittelema kannattavan kasvun strategia on saanut uskottavuuden tueksi ensimmäisiä selviä näyttöjä. Ennustamme Avidlylle keskimäärin 10 %:n liikevaihdon orgaanista vuosikasvua (tavoite: > 10 %) vuosina 2021-2025 ja noin 9 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2025 (Tavoite: EBITA-% >10 %).

Käänteen onnistumiseen nojaava arvostus on varsin neutraali, mutta ei vielä riittävän houkutteleva

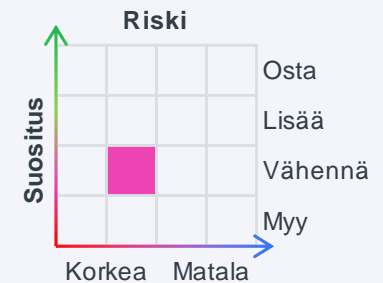
Avidlyn arvonluonti nojaa nähdäksemme odotukseen kannattavasta kasvusta, jota voidaan kiihdyttää strategian mukaisin yritysostoin. Ennusteillamme yhtiön vuoden 2021 EV/Liikevaihto-kerroin on 1,2x, sisältäen selvän odotuksen käänteen onnistumisesta. Yhtiön tulosperustainen arvostus (2022-2023 oik. P/E 17-14x) kääntyisi lähivuosina jo houkuttelevammaksi, mutta mielestämme vahvemmin tähän nojaaminen vaatisi lisää näyttöjä käänteen etenemisestä.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

6,50 EUR
(aik. 6,50 EUR)

Osakekurssi:
6,00



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	25,0	26,9	30,3	33,6
kasvu-%	13 %	8 %	12 %	11 %
Myyntikate	18,6	20,3	23,0	25,6
kasvu-%	8 %	9 %	13 %	12 %
EBIT oik.	0,3	1,0	2,2	2,8
EBIT-% oik.	1,3 %	3,7 %	7,3 %	8,5 %
Nettotulos	-0,3	-0,5	0,2	1,2
EPS (oik.)	-0,01	0,12	0,35	0,44

P/E (oik.)	neg.	48,1	16,9	13,7
P/B	2,1	3,4	3,4	3,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	66,5	34,0	15,1	12,4
EV/Liikevaihto	0,9	1,2	1,1	1,0

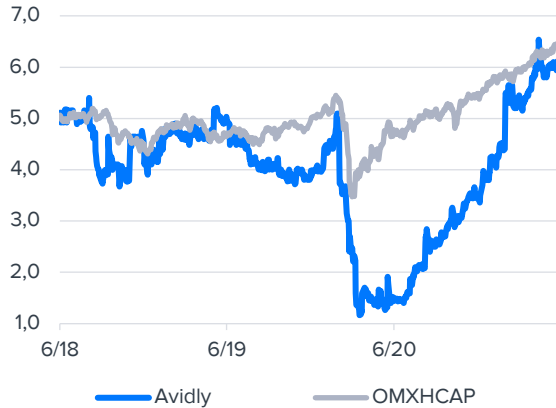
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

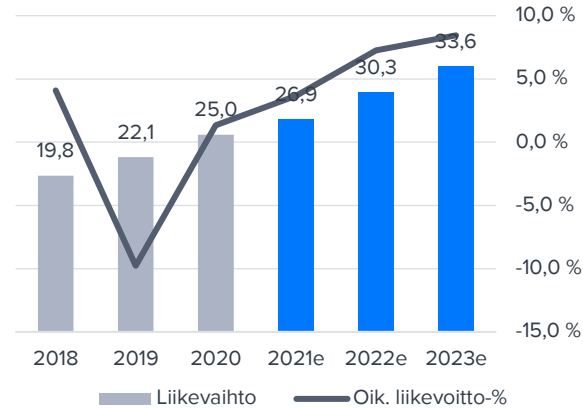
Avidly arvioi, että vuonna 2021 yhtiön liikevaihto kasvaa (liikevaihto 2020: 25,0 miljoonaa euroa) ja oikaistu liiketulos on voitollinen (oikaistu liiketulos 2020: 0,3 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



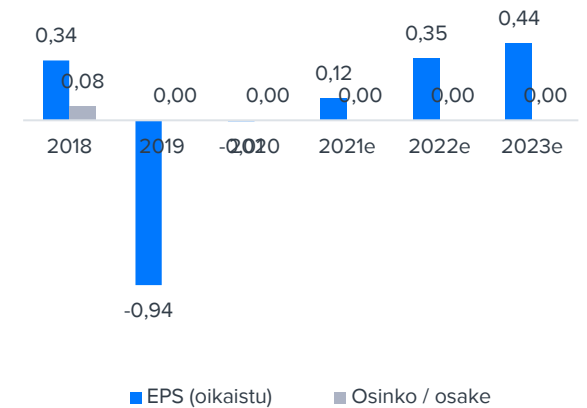
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kohdemarkkinoiden vahvat kasvunäkymät
- Orgaaninen kasvu kilpailukykyisellä tarjonnalla
- Ristiinmyyntipotentiaali nykyisille asiakkaille
- Liiketoiminnan jatkuvuus ja asiakaspito
- Osaamista ja kasvua tukevat uudet yritysostot
- Liiketoiminnan pääomakeveys
- Kannattavuuden parantuminen

Riskitekijät

- Operatiivisen kehityksen ja käänteen etenemisen hidastuminen
- Henkilöstön saatavuus ja vaihtuvuus
- Markkinoinnin toimialan suhdanneherkkyys ja ei-jatkuvien palveluiden lyhyt näkyvyys
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Kilpailutilanteen ja teknologioiden muutokset

Arvostus

- Arvostuksessa on sisällä vahva oletus käänteen onnistumisesta, mikä on perusteltua yhtiön viimeaikaisilla näytöillä
- Tuloskasvunäkymät erityisesti liikevaihdon kasvun myötä tukevat arvostusta
- Strategian toteutus on vasta alussa ja kasvun riskit koholla, mikä madaltaa hyväksyttävää arvostuskertoimia

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Sijoitusprofiili	12-14
Markkinat ja kilpailukenttä	15-18
Strategia	19-21
Taloudellinen tilanne	22
Ennusteet	23-26
Arvonmääritys	27-31
Taulukot	32-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Avidly lyhyesti

Avidly on modernin myynnin ja markkinoinnin palveluyhtiö, joka toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa ja Saksassa. Yhtiön asiantuntijat rakentavat ja operoivat yritysten digitaalisen myynnin ja markkinoinnin koneistoja.

25,0 MEUR (+13 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

-0,2 % (-10,8 %)

EBIT-%, 2020 (2019)

14 % 2015-2020

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

42 %

Jatkuvien palveluiden osuus myyntikatteesta, 2020

77 % / 23 %

Suomen / Kansainvälisen liikevaihdon osuus liikevaihdosta, 2020

Lähde: Inderes, Avidly

2014-2016

- Kasvun kiihdyttäminen ja palveluvalikoiman laajentaminen yritysostoin alkaa
- Yhdistyminen The Family Inc. Advertising Network Oy:n kanssa ja nimenmuutos Zealand Familyksi

2017-2018

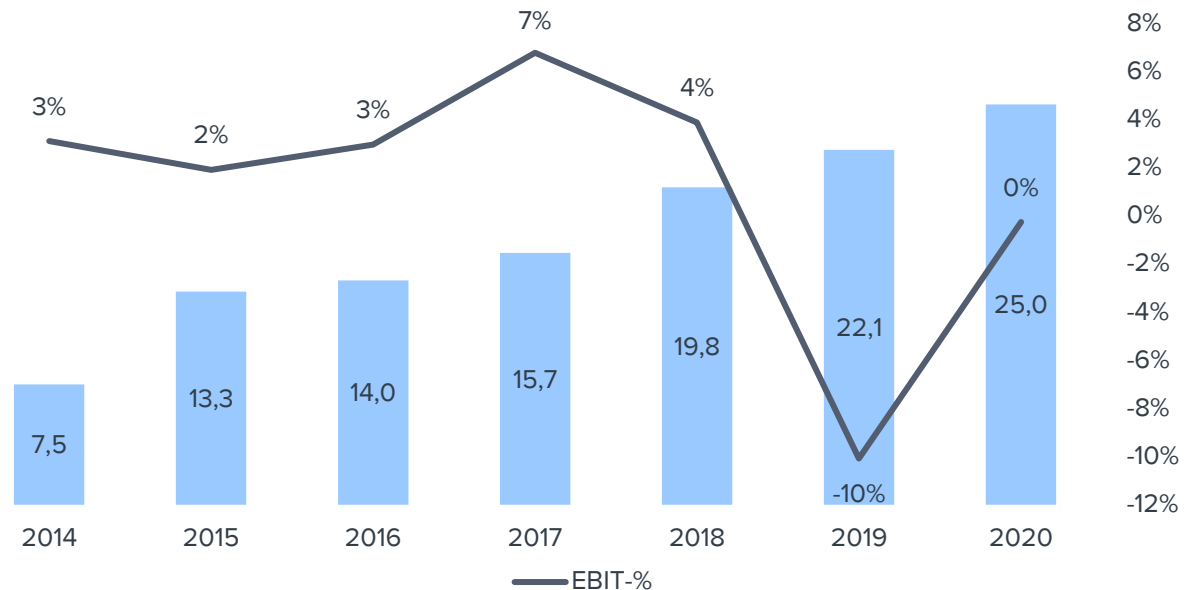
- Jatkuvien ja digitaalisten markkinoinnin palveluiden voimakas kasvu
- Markkinointipalveluita laajennetaan useiden yritysostojen kautta koko Suomen kattavaksi verkostoksi
- Voimakas kasvu Inbound-liiketoiminnassa alkaa Avidly-yritysostolla
- Avidly nimi käyttöön

2019

- Kasvustrategia uudistetaan erittäin kunnianhimoisilla kasvutavoitteilla
- Merkittävät rekrytoinnit kasvua varten
- Kasvu jää alkumetreillä tavoitteista ja merkittävä asiakas (SOK) poistuu
- Kannattavuus heikkenee rajusti

2020-

- Uusi johto aloittaa
- Organisaatiota uudistetaan ja henkilöstöä vähennetään
- Rahoitusasema vakautetaan osakeannilla ja lainalla
- Yhtiön strategia ja brändi päivitetään
- Kannattavuus kääntyy nopeasti positiiviselle uralle



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Avidly on yrityskauppojen sarjasta syntynyt markkinointitekniikan palveluyhtiö

Avidly on yksi Suomen ja Pohjoismaiden johtavista markkinointitekniikayhtiöistä. Yhtiön asiantuntijapalveluissa yhdistyy digitaalisen myynnin ja markkinoinnin teknologinen ja luova osaaminen. Kokonaisuutena Avidly tarjoaa asiakkailleen modernien digitaalisen myynnin ja viestinnän kanavien suunnittelun, rakentamisen ja jatkuvan operoinnin. Toisin sanoen yhtiön asiantuntijat rakentavat ja operoivat sen asiakasyritysten digitaalisen myynnin ja markkinoinnin koneistoja. Avidly palvelee laajaa asiakaskuntaa kattaen niin alkuvaiheen kasvuyritykset kuin suuremmat yhtiöt sekä julkiset toimijat. Asiakasyritysten joukossa on sekä B2B-että B2C-liiketoimintaa tekeviä yhtiöitä. Jälkimmäisten osuus on arviomme mukaan pienempi. Yhtiön asiakkaita ovat mm. Värisilmä, Suomen Autokauppa (Saka), Solar Foods, Fortum, Wärtsilä Energy, GFK (Saksa), Velux (Tanska) ja FSN (Norja).

Avidly onkin syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Yhtiö listautui vuonna 2010 First North -markkinapaikalle ns. käänteisellä listautumisella Eirikuva-yritysjärjestelyllä. Yhtiö toteutti 2010-luvulla lukuisia yritysostoja, joilla se rakensi Suomen laajuisen markkinointipalvelujen verkoston. Vuonna 2018 toteutuneella Avidly-yrityskaupalla yhtiö sai lisäksi tavoittelemansa kattavan pohjoismaisen alustan HubSpot-tekniologiaan pohjautuvalle kasvustrategialleen. Yhtiö otti käyttöön Avidly-nimen yrityskaupan yhteydessä. Silloisen kasvustrategian rahoittamiseksi tehdyllä suunnatulla annilla yhtiön

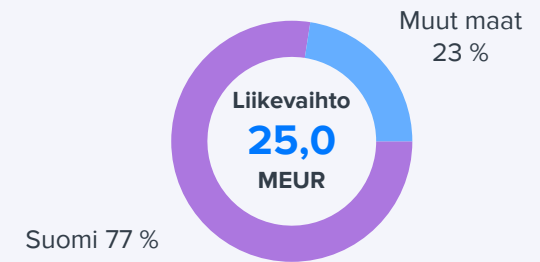
suurimmaksi omistajaksi nousi noin 17 %:n omistusosuudella CapMan Growth Equity Fund, joka on edelleen yhtiön suurin osakkeenomistaja. Avidly on jatkanut teknologisen osaamisensa vahvistamista yritysostoin ja laajentunut Saksaan NetPress-yrityskaupalla vuonna 2019.

Avidlyn liikevaihto on kasvanut keskimäärin 12 %:in vuosivauhtia vuosina 2014-2020. Liikevaihdon kasvun taustalla on ollut viime vuosina lähinnä yritysostot, jotka kasvattivat vuosien 2018-2020 liikevaihtoa vuosittain 16 %, 25 % ja 5 %. Orgaaninen kasvu oli 10 %, -14 % ja 8 %, missä vuoden 2019 laskua selitti hyvin merkittävän asiakkuuden (SOK) menetys.

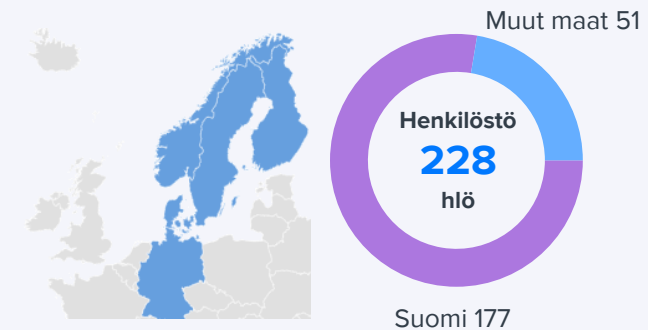
Avidlyn henkilöstö painottuu Suomeen, mutta tuottaa asiakkailleen palveluja myös ristiin maiden välillä. Suomessa Avidly on nykyisin myyntikatteella mitattuna yksi suurimmista markkinointiviestinnän toimistoista ja sillä on toimialan laajin, lähes koko maan kattava 12 toimipisteen verkosto. Avidly oli yksi neljästä finalistista Regin Vuoden Toimisto 2021 –kilpailun* suurten mainostoimistojen (myyntikate >5 MEUR) luokassa. Pohjoismaissa Avidlyllä on lisäksi johtava asema etenkin HubSpot-tekniologiaan vahvimmin pohjautuvissa Inbound-markkinoinnin palveluissa. Avidly on myös kansainvälisesti hyvin merkittävä HubSpotin kumppani ja yhtiö on voittanut HubSpotin globaali kumppani – palkinnon kaksi vuotta peräkkäin (2019-2020).

AVIDLY

Liikevaihdon jakauma, 2020, %



Toimintamaat, 2020, henkilöstön määrä keskimäärin

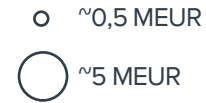


Lähde: Avidly

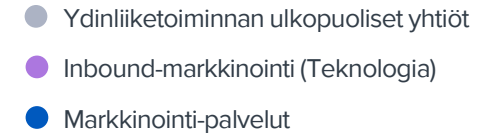
*Kilpailussa asiakkaat arvioivat 53 markkinointi- ja viestintäpalveluita tuottavat toimistoa, joista 35 valittiin finalistieiksi. 2021 suurten toimistojen (Myyntikate > 5 MEUR) kilpailun voitti kolmatta vuotta peräkkäin TBWA Helsinki. Muiden sijoituksia ei ole julkistettu.

Avidly on ollut aktiivinen yritysjärjestelyissä viimeisen vuosikymmenen

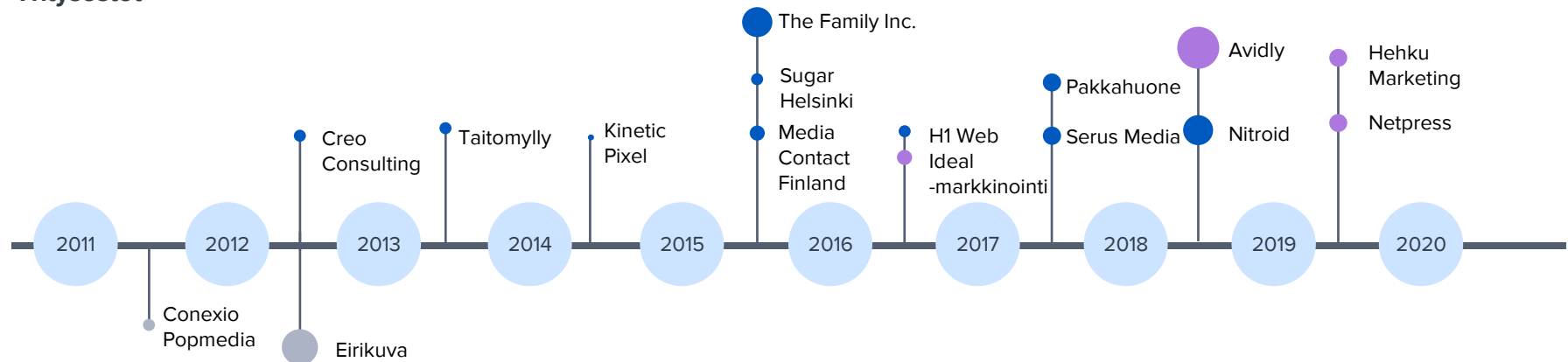
Kohteen liikevaihto



Kohteen tyyppi



Yritysosotot



Yritysmyyynnit

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Avidly asemoituu asiakkaan digitaalisen liiketoiminnan kasvattajaksi

Digitaalisissa myyntikanavissa markkinointia on usein vaikea erottaa myynnistä, sillä markkinointi on keskeinen osa asiakkaan hankintaa ja myynnin loppuunsaattamista. Esimerkiksi verkkokaupassa markkinoinnilla asiakas voidaan hankkia kävijäksi (mainokset, hakukonemainonta), aktivoida ostopolun aikana (ostoskoriin jääneet tuotteet uuteen mainokseen) ja houkutella palaamaan (mainonnan uudelleenkohdistus).

Toisaalta markkinoinnin tuloksia voidaan myös jatkuvasti paremmin mitata tuotettuna myyntinä tai katteena, jolloin markkinointibudjetin merkitys hämärtyy. Yritysten kannattaa periaatteessa jatkuvasti lisätä markkinointipanostuksia, kunhan lisätty markkinointieuro tuottaa aina vähintään euron verran katetta toteutuneena myyntinä. Siten markkinoinnista muodostuu liiketoiminnan moottori, jonka toimivuus on kriittistä yhtiön liiketoiminnan kasvulle ja menestykselle. Toisaalta tässä onnistuminen vaatii sekä markkinoinnin luovan (esim. toimiva brändi ja mainonta) että teknisen osaamisen (esim. digitaaliset myyntikanavat, markkinoinnin analytiikka) yhdistämistä, eikä näitä osaamisia välttämättä löydy

tai saada rekrytoitua yritysten omiin markkinointitiimeihin. Avidly pyrkii tarjonnallaan täyttämään nämä tarpeet.

Avidlyn tarjonta rakentuu asiakkaiden digitaalisen liiketoiminnan kasvattamiseen ja on kokonaisuutena hyvin kattava (ks. seuraava sivu). Yhtiön rooli muovautuu asiakaskohtaisesti, eikä yhtiö ole läheskään kaikissa asiakkaissa mukana koko palvelutarjonnallaan. Yhtiön palveluvalikoima kattaa 1) perinteisemmän luovan mainos- ja viestintätoimiston tarjontaa, mutta myös 2) IT-palveluyhtiön teknologiatarjontaa erityisesti myynnin ja markkinoinnin ohjelmistojen (mm. CRM, verkkokaupat) alueella. Jako tekniseen ja luovaan tarjontaan on kuitenkin melko keinotekoinen, sillä suuri osa yhtiön palveluista yhdistää molempia. Tästä johtuen Avidly yhdisti nämä liiketoiminnot vuonna 2021 alkaneelle strategiakaudekseen.

Avidlyn luova tarjonta sisältää perinteisen mainos- ja viestintätoimiston tarjonnan lisäksi strategiatyötä. Tähän kuuluu asiantuntijapalveluita mm. viestinnän, markkinointistrategian, markkinoinnin, PR:n, brändin, digitaalisen markkinoinnin, median, videotuotannon, graafisen suunnittelun, sisällöntuotannon ja sosiaalisen median alueilla. Tämän tarjonnan rooli on yhtiön liiketoiminnassa

suuri, ja aiemmin erillisinä raportoitujen markkinointipalveluiden osuus oli noin 70 % vuoden 2020 liikevaihdosta.

Teknologiatarjonnallaan Avidly rakentaa ja ylläpitää digitaalisia myyntikanavia ja yhdistää nämä markkinointiin ja analytiikkaan. Digitaalisen myynnin edellytyksenä on kanava (esim. verkkokauppa), jonka kautta myyntiä toteutetaan. Tässä Avidly hyödyntää laajalla skaalalla eri teknologioita (mm. Hubspot ja Wordpress) riippuen asiakkaiden tarpeista ja arvioi myös jatkuvasti uusia vaihtoehtoisia teknologioita. Yleisesti tämän tarjonnan roolina on rakentaa yritysten asiakkaille digitaalinen asiakaspolku ja optimoida sitä paremmaksi.

Avidlyn selvästi vahvin teknologinen tukijalka on tällä hetkellä Hubspot-ekosysteemissä. HubSpotin ohjelmistoalustaan perustuen yhtiö tarjoaa markkinoinnin ja myynnin automaattioratkaisun suunnittelu-, integrointi-, koulutus-, konsultointi-, sisältötuotanto-, ylläpito- ja analytiikkapalveluita. Asiakkaille tehdään tyypillisesti ensin ohjelmiston (esim. CRM, verkkosivut ja julkaisujärjestelmä) käyttöönotto, jonka jälkeen asiakkuus jatkuu yleensä ylläpitoasiakkuutena.

Avidlyn palvelutarjonnan alueet

■ Painotus luovassa osaamisessa

■ Painotus teknisessä osaamisessa

Mainonta

Sisältö & Kokemus

Yhteisö- ja yhteiskuntasuhteet

Verkkokauppa ja myynti

Data ja johtaminen

Avidlyn asiantuntijat rakentavat ja operoivat yhtiön asiakkaiden liiketoiminnalle kriittisiä digitaalisia myynti- ja markkinointikanavia

Yhtiön palvelutarjonta kattaa asiakkaiden tarpeet laajasti kaupallistamisesta aina kasvun toteuttamiseen

Strategia & kaupallistaminen

- Strategia
- Sijoittajasuhteet
- Ennakointi & Insight (Markkinatutkimus)
- Innovaatiot & Kaupallistaminen
- Brändi
- Teknologiavalinnat ja arkkitehtuuri



Määritetään liiketoiminnan suunta ja rakennetaan valmiudet kaupallistamiseen

Kasvun koneiston rakentaminen

- Markkinointi- ja myyntiteknologia
- CRM (Järjestelmä asiakassuhteen hallintaan)
- Verkkosuunnittelu
- Verkkokehitys
- Data & Mittaaminen



Rakennetaan digitaalinen myyntiputki, jonka kautta asiakkaat kulkevat helposti

Koneiston operointi ja kehittäminen

- Markkinointi palveluna (MaaS)
- Tulospohjainen markkinointi
- Asiakaskokemus ja personointi
- Luovat konseptit & Design
- Sisältömarkkinointi
- Viestintä, Tiedotus & Suhdetoiminta
- Media & Kanavat
- Kansainvälistyminen
- Organisaation kehitys
- Koulutus

Hiotaan myyntiputkea paremmaksi ja täytetään se tehokkaasti asiakkailla

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Käänneyhtiöstä vauhdilla kohti kasvuyhtiötä

Avidlyn viime vuodet ovat olleet sijoittajan kannalta vuoristorataa. Yhtiö julkisti vuoden 2019 alussa erittäin kunnianhimoisen kasvustrategian, jolla yhtiö pyrki viisinkertaistamaan liikevaihtonsa vuoteen 2024 mennessä. Kasvun tueksi yhtiö teki yrityskauppoja ja rekrytoi vahvasti vuonna 2019, jolloin keskimääräinen henkilöstö kasvoi 26 % 246:een (2018: 195). Kasvu ei kuitenkaan ottanut toivottua tuulta alle. H2/2019:n aikana yhtiö menetti lisäksi suurimman asiakkuutensa (SOK) ja yhtiön liikevoittomarginaali romahti -20 %:iin. Tätä seurasi koronapandemian alku, ja kovien tappioiden myötä yhtiön rahoitustilanne alkoi jo olla huolestuttava. Tämä historia on yhtiön sijoittajamielikuvassa edelleen painolastina.

Vuoden 2020 alussa tilannetta lähdettiin kuitenkin kääntämään nopeasti, ja yhtiössä on tämän jälkeen tehty yhtiön perustaa korjaavia toimia suurella nopeudella. Avidlyyn tuli uusi johto, jolla oli kansainvälistä kokemusta luovuutta ja teknologiaa yhdistävän palvelumuotoiluyhtiö Ideanin johdosta. Keväällä 2020 toteutettiin mittavat henkilöstöjärjestelyt, joilla kapasiteetti saatiin vastaamaan paremmin kysyntää. Samalla aloitettiin siirtymä kohti itseohjautuvaa toimintamallia, ja yhtiön kulttuurissa lähdettiin vahvistamaan henkilöstön yhteenkuuluvuutta toimistorajoista riippumatta ("One Avidly").

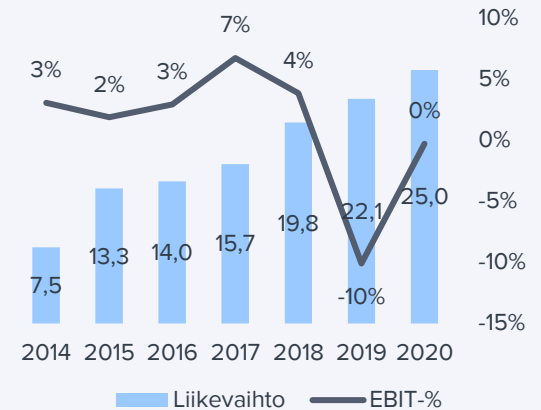
Saman vuoden kesällä yhtiössä toteutettiin merkintäoikeusanti (osakemäärä noin kaksinkertaistui) ja sovittiin lainarahoituksesta, joilla toimilla yhtiön rahoitusasema saatiin vakautettua. Uusi johto teki yhtiöön tässä yhteydessä merkittävät henkilökohtaiset sijoitukset. Vuoden aikana yhtiö panosti

operatiiviseen johtamiseen ja paransi sisäistä raportointiaan. Tällä parannettiin yhtiön kyvykkyyttä kannattavan kasvun hallintaan, mikä on hyvin riippuvaista kapasiteetin kasvun (rekrytointien) ja kysynnän kasvun (uusmyynti ja asiakkuuksien laajennukset) tasapainosta.

Joulukuussa 2020 Avidly julkisti päivitetyn strategiansa, antoi kunnianhimoiset mutta realistiset kasvutavoitteet ja siirtyi puolivuotisaraportoinnista kvartaaliraportointiin. Strategian yhteydessä uudistettiin myös liiketoimintarakennetta yhdistämällä aiemmin erilliset markkinointipalvelut ja Inbound-markkinoinnin yhdeksi holistiseksi tarjonnaksi. Alkuvuodesta 2021 Avidly modernisoi brändinsä ja aktivoitui nähdäksemme selvästi viestinnässä ottaen askeleen kohti ajatusjohtajuutta, eli ottamaan asiantuntijan roolia martech-alan keskusteluissa. Asiakasriskit pienenivät myös aiemmasta, ja suurimmat yksittäiset asiakkaat eivät enää muodosta suurta osaa yhtiön liikevaihdosta.

Laaja toimenpiteiden kirjo vaikutti ripeästi yhtiön lukuihin. Vuoden 2020 kannattavuus kääntyi neutraaliksi ja yhtiön myyntikate säilyi kasvussa, joskin edellisvuoden yrityskauppojen tukemana. Q1'21:n aikana yhtiön operatiivinen kannattavuus (oik. EBIT-%) nousi 6,5 %:iin, mikä oli merkittävä loikka kohti yhtiön päivitettyä 10 %:n tavoitetta. Lisäksi Q1'21-myyntikate kasvoi jo 12,4 % ja yhtiö on vuonna 2021 tiedottanut tasaisesti uusista asiakkuuksista. Kokonaisuutena yhtiö kipusi nopeasti käänneyhtiön lokerosta kohti kannattavan kasvun yhtiötä, vaikka uuden strategian toteutus onkin vasta alussa.

Taloudellinen kehitys, 2014-2020, MEUR ja %



Suurimpien asiakkaiden arvioitu osuus liikevaihdosta 2020, %

Muut asiakkaat
~2/3



Suurimmat 20 asiakasta
~1/3

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Avidlyn liiketoiminta on asiantuntijapalvelua, jossa henkilöstön merkitys korostuu

Avidlyn liiketoiminta nojaa yksinkertaistetusti asiantuntijoiden ajan myymiseen yhtiön asiakkaille. Tämän lisäksi yhtiö toteuttaa asiakkailleen merkittäviä läpilaskutettavia mediaostoja (noin 10-15 % liikevaihdesta), jotka ovat käytännössä nollakatteen liikevaihtoa. Mediaostoista johtuen liikevaihto voi heilua lyhyellä tähtämellä olennaisesti. Sijoittajan kannattaakin mielestämme seurata myyntikatetta yhtiön lyhyen tähtäimen kasvun mittarina.

Avidly on panostanut viime vuodet voimakkaasti jatkuvina palvelusopimuksina syntyvän liikevaihdon kasvuun. Jatkuvien palveluiden osuus Avidlyn myyntikatteesta oli 42 % vuonna 2020. Jatkuva liikevaihto muodostuu erityisesti ulkoistetun markkinointitoiminnan palvelusta (MaaS, marketing as a service) ja muista asiakkaan tarpeisiin valittuja palveluita sisältävistä paketeista. Näiden sopimusjaksot ovat tyypillisesti 3-12 kuukauden mittaisia. Avidly saa lisäksi jonkin verran jatkuvaa tulovirtaa myymiensä järjestelmien (mm. Hubspot) kuukausilaskutuksesta ja asiakkaiden järjestelmien ylläpitoon liittyvistä palveluista.

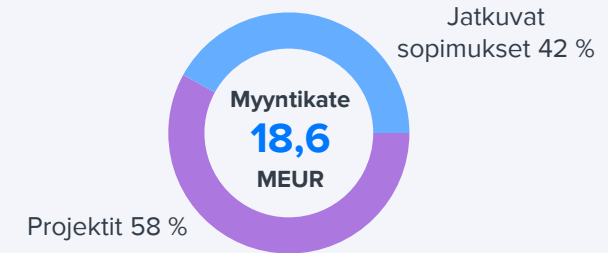
Enemmistö Avidlyn liiketoiminnasta on kuitenkin luonteeltaan projektinomaista, eli asiakkaat tilaavat palveluita tarpeen mukaan. Etenkin ohjelmistojen käyttöönottoprojekteissa yksittäisen projektin koko voi olla yli 500 TEUR, mutta yhtiön liiketoiminnasta merkittävä osa muodostuu useista pienemmistä projekteista. Projektiliiketoiminnassa on silti jatkuvuutta, sillä asiakassuhteet ovat usein pitkiä vaikka asiakkaat hankkivatkin palveluita joustavasti tarpeensa mukaan. Tämä liiketoiminta on

nähdäksemme riippuvainen taloudellisesta ympäristöstä, minkä vuoksi asiakkaat voivat väliaikaisesti vähentää myynnin ja markkinoinnin panostuksia ja hankintojaan Avidlylta. Yhtiön palvelut ovat kuitenkin usein läheisesti sidoksissa asiakkaiden myyntiin ja sen kasvattamiseen, jolloin hankintojen vähennys vaikuttaisi myös asiakkaan liiketoiminnan kehitykseen. Tämä liiketoimintakriittisyys nähdäksemme vähentää yhtiön asiakassuhteiden jatkuvuuteen liittyviä riskejä. Esimerkiksi vuoden 2020 koronapandemian aikana Avidlyn myynti ja kasvu tuli pääasiassa nykyisistä asiakkuuksista.

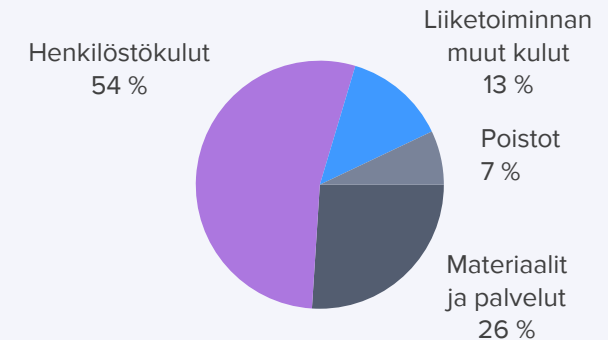
Avidly seuraa konsernin myynnin kehitystä kokonaisuutena, mutta myynnin toteutumista johdetaan toimistotasolla. Uusiasiakasmyynti on eriytetty noin 10 henkilön vastuulle, mutta nykyisille asiakkaille myyntiä tekee yksinkertaistetusti koko henkilöstö. Hubspot myös toisinaan ohjaa omia asiakkaitaan kumppaneilleen kuten Avidlylle. Yhtiön organisaatiomallissa pyritään itseohjautuvuuteen ja matalaan hierarkiaan, mikä on mielestämme asiantuntijaorganisaatiolle ja sen henkilöstön tyytyväisyydelle positiivinen asia.

Asiantuntijapalvelujen luonne heijastuu myös yhtiön kustannusrakenteeseen, jossa henkilöstökulut ja niihin pitkälti sidonnaiset liiketoiminnan muut kulut muodostavat kaksi kolmannesta yhtiön kustannuksista. Henkilöstö puolestaan painottuu vahvasti asiantuntijoihin (noin 85 % henkilöstöstä), jotka tekevät laskutettavaa asiakastyötä. Yhtiö hyödyntää myös jonkin verran kumppaneita, mikä näkyy materiaalit ja palvelut – kuluerässä (26 % kustannuksista). Tähän kuluerään sisältyvät myös aiemmin mainitut läpilaskutettavat mediaostot.

Myyntikatteen jakauma, 2020



Kulujen jakauma, 2020



Arvio henkilöstön jakaumasta keskeisiin toimintoihin, 2020



Sijoitusprofiili

Kannattavan kasvun palveluyhtiö

Avidly profiloituu sijoittajalle kannattavaan kasvuun ja kansainvälistymiseen tähtäävänä yhtiönä. Yhtiöllä on martech-markkinassa vakaa ja kasvava liiketoiminnallinen pohja Suomessa sekä vahvasti kasvava kansainvälinen liiketoiminta, jonka kehitystä Suomen asiantuntijaresurssit tukevat. Yhtiöön sijoittavan tuotto riippuu yhtiön kyvystä kasvattaa liiketoimintaansa kannattavasti rekrytointien ja houkuttelevasti arvostettujen yritysostojen kautta. Yhtiö panostaa osingonjaon sijaan rahavirran kasvuun ja yritysostoihin, joten arvonaluonti tapahtuu lähivuosina pääasiassa tuloskasvun myötä.

Avidlyn strategian toteutus on alkuvaiheessa ja sijoittajatarinan kehittymiseen liittyy vielä ennustettavuutta heikentäviä tekijöitä. Riskitekijöitä ovat hälventäneet uuden johdon myötä yhtiössä nopeasti tapahtuneet muutokset, jotka ovat kasvattaneet luottamustamme yhtiön tarinaan. Kannattavaan kasvuun nojaavan yhtiön osakkeen omistaminen edellyttääkin vahvaa luottamusta yhtiön johtoon.

Potentiaali

Kohdemarkkinoiden vahvat kasvunäkymät.

Avidlyn kohdemarkkinat kasvavat selvien digitalisaation ja myynnin tehokkuuden trendien mukana.

Orgaaninen kasvu kilpailukykyisellä tarjonnalla.

Avidly on HubSpot-ekosysteemin johtava kumppani Pohjoismaissa ja kansainvälisesti. Markkinointiviestinnässä yhtiöllä on laaja palveluvalikoima ja alueellinen peitto.

Ristiinmyyntipotentiaali nykyisille asiakkaille.

Avidlyn asiakkaat käyttävät vain osaa yhtiön palveluista, joten asiakkuuksissa on tilaa laajentamiselle. Palveluita voidaan tuottaa Avidlyn omien toimistorajojen yli, mikä parantaa samalla resurssien käytön tehokkuutta.

Liiketoiminnan jatkuvuus ja asiakaspito.

Merkittävä osa liikevaihdosta on jatkuvaa, mikä parantaa tuottojen ja rahavirtojen ennakoitavuutta ja tehostaa palvelujen tuottamista. Liiketoiminta-kriittinen rooli tuo suojaa suhdannevaihteluilta.

Osaamista ja kasvua tukevat yritysostot. Avidly aikoo tehdä myös yritysostoja, jotka vahvistaisivat sen kilpailuasemaa ja osaamista, sekä mahdollistaisivat uusien markkina-alueiden avaukset. Houkuttelevilla kertoimilla tehdyt ostot loisivat myös suoraan omistaja-arvoa.

Liiketoiminnan pääomakeveys. Liiketoimintamalli sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat yrityskauppoja lukuun ottamatta pienet. Käänteen onnistuessa yhtiö voi rahoittaa yrityskaupat omalla rahavirralla.

Kannattavuuden paraneminen. Avidlyn käänne on vielä kesken, ja tavoitteiden mukainen suhteellisen kannattavuuden vahvistuminen tukee lähivuosien tuloskehitystä.

Keskeiset riskit

Operatiivisen kehityksen ja käänteen

etenemisen mahdollinen hidastuminen. Avidlyn kannattavuus lähti nopeasti paranemaan vuodesta 2020 alkaen, mutta suunta voi vaihtua mikäli kurinalaisesta operatiivisesta tekemisestä lipsutaan.

Henkilöstön saatavuus ja vaihtuvuus.

Kasvustrategian onnistuminen on riippuvainen pätevän henkilöstön löytymisestä tarvittaessa sekä kyvystä sitouttaa parhaat osaajat taloon.

Markkinoinnin toimialan suhdanneherkkyys ja ei-jatkuvien palveluiden lyhyt näkyvyys.

Markkinointipalvelut toimii osittain syklisellä ja projektivetoisella toimialalla, minkä vuoksi henkilöstön laskutusaste voi vaihdella nopeasti ja heikentää tuloskehitystä. Hajautunut asiakaskunta suojaa kuitenkin asiakasriskeiltä. Sijoittajilla on tällä hetkellä suhteellisen heikko näkyvyys yhtiön asiakaskannan kehitykseen, kauppojen ajoitukseen ja tulovirtojen suuruuteen.

Yritysostojen epäonnistuminen. Avidlyn on tehtävä strategiakauden aikana yritysostoja, joiden integrointiin, arvostukseen ja toteutumiseen liittyy riskejä.

Kilpailutilanteen ja teknologioiden muutokset.

Avidly on varsin riippuvainen HubSpotin menestyksestä, ja uudet teknologiat tai päämiehen strategian muutokset voivat disruptoida Avidlyn liiketoimintaa. Avidlyn toimialan kasvunäkymät ovat vahvat ja alalle tulokynnys on matala, mikä kasvattaa kilpailun määrää.

Sijoitusprofiili

1.

Voimakkaasti kasvavat digitaalisen myynnin ja markkinoinnin ohjelmistojen ja palveluiden kohdemarkkinat

2.

Kilpailukykyinen ja kokonaisvaltainen palvelutarjonta

3.

Kassa ja matala velkaisuus mahdollistavat kasvun kiihdyttämisen yritysostoin

4.

Strategian toteuttamiseen ja kannattavan kasvun tavoitteiden realisoitumiseen liittyy vielä epävarmuutta

5.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa kasvustrategian onnistumiseen ja tuloskasvuun

Potentiaali



- Kohdemarkkinoiden vahvat kasvunäkymät
- Orgaaninen kasvu kilpailukykyisellä tarjonnalla
- Ristiinmyyntipotentiali nykyisille asiakkaille
- Liiketoiminnan jatkuvuus ja asiakaspito
- Osaamista ja kasvua tukevat uudet yritysostot
- Liiketoiminnan pääomakeveys
- Kannattavuuden parantuminen

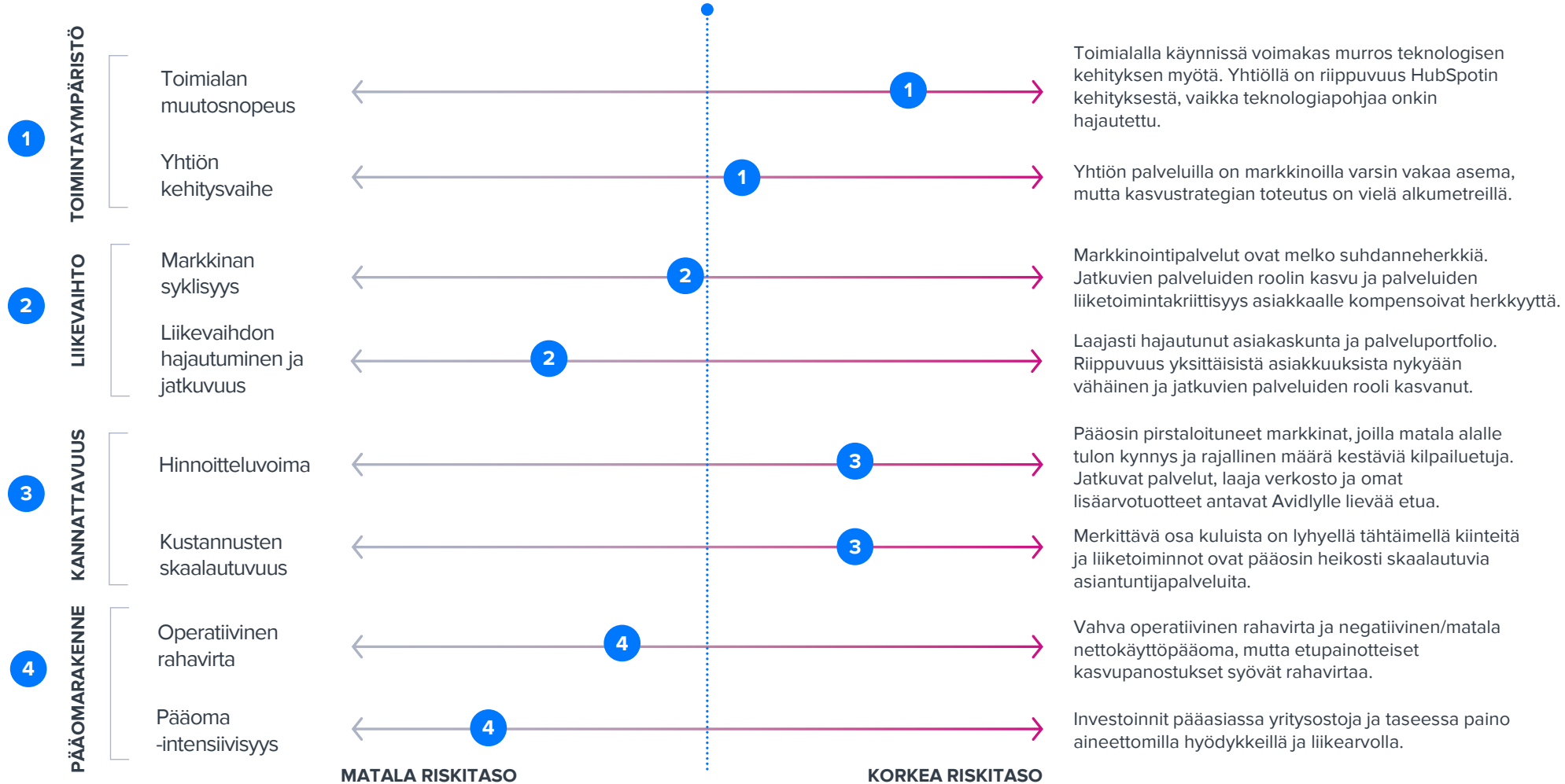
Riskit



- Operatiivisen kehityksen ja käänteen etenemisen hidastuminen
- Henkilöstön saatavuus ja vaihtuvuus
- Markkinoinnin toimialan suhdanneherkkyys ja ei-jatkuvien palveluiden lyhyt näkyvyys
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Kilpailutilanteen ja teknologioiden muutokset

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Avidlyn liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Markkinat ja kilpailukenttä 1/3

Kohdemarkkinat linkittyvät myynnin ja markkinoinnin ohjelmistoihin ja palveluihin

Avidlyn Martech-kohdemarkkinassa yhdistyy nimen mukaisesti markkinointi ja teknologia. Asiakkaiden kiinnostus ja toiveet ovat pitkään siirtyneet kohti digitaalista asiakaskokemusta ja siirtymä nähdäksemme kiihtyi koronapandemian myötä. Samalla markkinointialalla vaadittu osaaminen on laajentunut etenkin viimeisen vuosikymmenen aikana vahvasti teknologiaan ja markkinoijien tulee pystyä toimimaan teknologian rajapinnassa. Tämä johtuu nähdäksemme 1) teknisyystä digitaalisen markkinoinnin tulosten seurannassa sekä 2) tarpeesta digitaalisten asiakaspolkujen (konversioiden) optimointiin, jolla voi olla merkittävä vaikutus markkinoinnin tuloksiin.

Digitaalinen markkinointi vaatii usein aktiivista yhteistyötä markkinoinnin ja IT-osaajien välillä, ja samalla työn tekemistä helpottaa jos asiantuntija hallitsee molempia osaamisalueita. Molempien osaajien tarve martech-markkinalla kasvaa markkinan mukana, mutta osaajien määrän kasvu ei nähdäksemme pysy mukana vauhdissa ja tämä kiristää osaajakilpailua. Näitä osaamisia houkuttelevat toimijat, kuten Avidly, hyötyvät nähdäksemme tästä trendistä kun tarvittavan osaamisen saaminen digitaalisesti markkinoivan yrityksen käyttöön voi vaatia ulkoisen toimijan palvelujen hankkimista.

Digitaalisten myyntikanavien kasvun myötä myös markkinoinnin liiketoimintakriittisyys on kasvanut. Esimerkiksi B2B-myyntityötä voidaan tehostaa markkinoinnilla merkittävästi, kun potentiaalisten asiakkaiden kiinnostuksen herättäminen ja validointi voidaan tehdä markkinoinnilla. Tällöin myyjät pääsevät käyttämään aikaansa näille jo

lähtökohtaisesti ostosta kiinnostuneille potentiaalisille asiakkaille. B2C-myyntissä markkinoinnin linkki liiketoimintaan on vielä askeleen läheisempi, kun mainonnan synnyttämää verkkokauppamyyntiä voidaan arvioida jatkuvasti tarkemmalla tasolla.

Kuvaamamme murroksen myötä Avidlyn kohdemarkkinat (Martech) muodostuvat kahdesta komponentista: digitaalisen markkinoinnin ja myynnin ohjelmistot ja niihin liittyvät palvelut, sekä perinteiset luovat markkinointipalvelut. Vaikka käsittelemme näitä markkinoita erikseen, sijoittajan on hyvä tiedostaa näiden markkinoiden olevan nivoutumassa hyvin läheisesti yhteen modernissa markkinoinnissa.

Kilpailu tulee luovasta ja teknologisesta taustasta

Markkinan aiempi jakautuminen luovaan ja tekniseen osaamiseen näkyy myös kilpailukentässä (ks. seuraava sivu). Useat teknologia- ja liiketoimintayhtiöt (IT-palveluyhtiöt, CRM-kehittäjät) auttavat asiakkaitaan ottamaan Martech-teknologiaa käyttöön ja ovat vahvoja teknisessä toteutuksessa. Toisaalta perinteisemmät luovat mainostoimistot ovat erityisen vahvoja mainontakonseptien luomisessa, ja Avidlyn kilpailijoilla (esim. TBWA) on vahva jalansija tässä segmentissä.

Avidlyn keskeisimmät kilpailijat (Esim. Avaus, Generaxion ja Columbia Road) yhdistävät kuitenkin markkinoinnin ja teknologioiden osaamista, jolloin yksi toimija voi tarjota molemmat osatekijät kattavia palveluita. Avidlyn tarjonta kattaa kuitenkin koko markkinointifunktion ulkoistuksen, emmekä ole tunnistaneeet Suomesta toista yhtä laajan tarjonnan yritystä.

Trendit Martech-markkinalla



Asiakkaiden halu asioida digitaalisesti



Osaajakilpailun kiristyminen



Markkinoinnin liiketoimintakriittisyyden kasvu

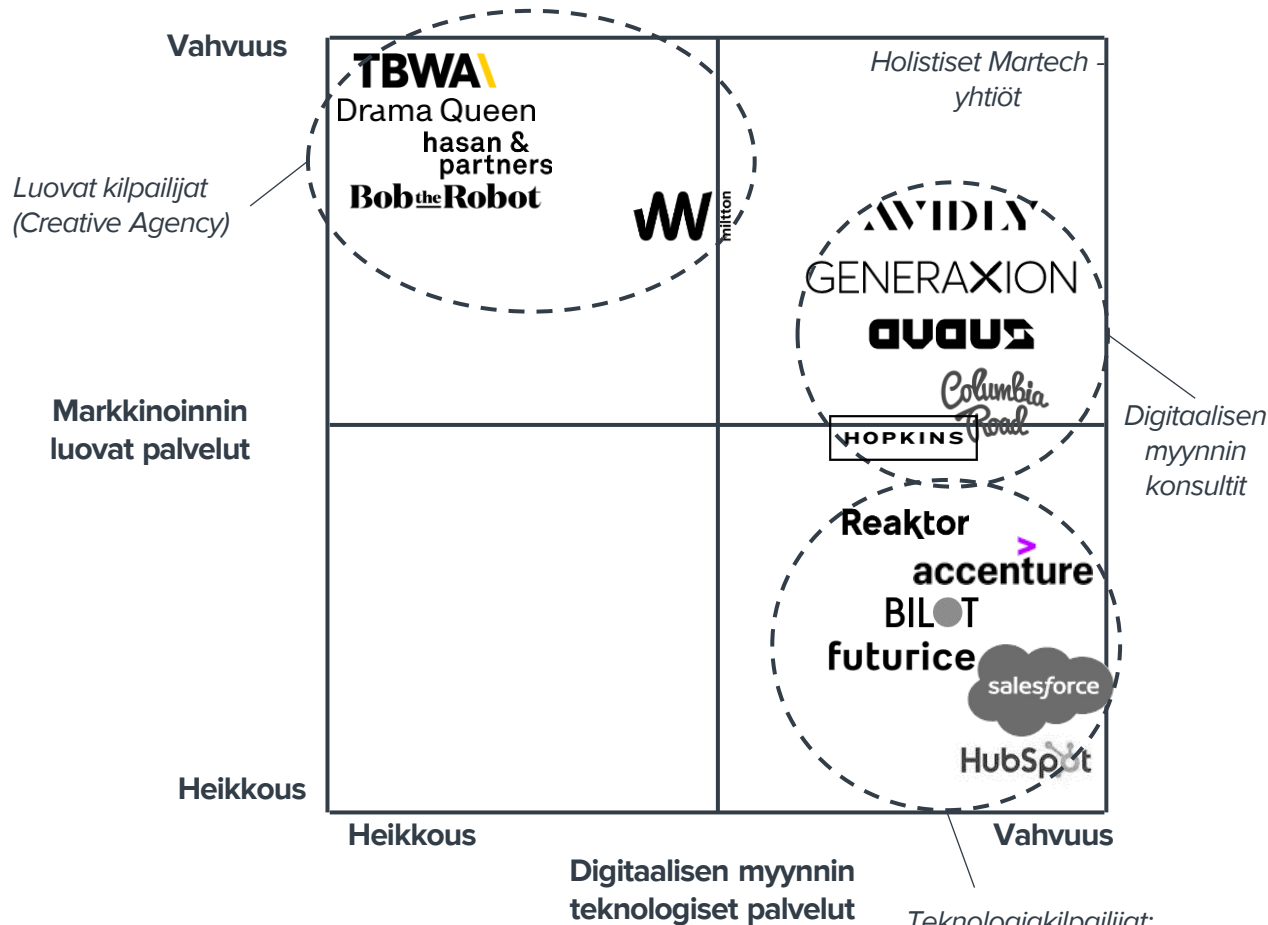


Luovuuden, datan ja analytiikan yhdistäminen

Markkinat ja kilpailukenttä 2/4

Avidlyn kilpailijat tulevat sekä luovasta että teknologisesta taustasta, mutta läheisimmät kilpailijat yhdistävät molempia

Listaus ei ole kattava ja painottuu Suomessa toimiviin kilpailijoihin



Avidlyn kilpailutekijät

- + Kilpailukykyinen tarjonta markkinoinnin teknologisissa sekä luovissa palveluissa
- + Tarjonta kattaa lähes kaikki modernin markkinointifunktion tarpeet: helppo yhden toimittajan ratkaisu asiakkaalle
- + Erittäin vahva asema Hubspot-ekosysteemissä kansainvälisesti ja etenkin Euroopassa
- + Suomen, Pohjois-Euroopan ja Saksan kattava laaja toimistojen verkosto mahdollistaa kansainvälistymiseen liittyvät palvelut
- Heikompi asema Hubspot-ekosysteemin ulkopuolella (esim. Salesforce)
- Teknologiakyvykkyudet eivät vahvoja myynnin ja markkinoinnin ulkopuolella (vs. IT-palveluyhtiöt)
- Luovat agency -kilpailijat ovat pitkän menestyksekkään toiminnan myötä kategoriassaan vielä vahvempia toimijoita

Markkinat ja kilpailukenttä 3/4

Avidlyn teknologiatarjonnalle tärkeä HubSpot-ekosysteemi on hyvässä lennossa

Digitaalisen myynnin ja markkinoinnin ohjelmistot kattavat hyvin laajalti erilaisia ratkaisuja (mm. CRM, verkkokaupat ja CMS), mutta käsittelemme näitä yksinkertaisuuden vuoksi yhtenä kokonaisuutena. Tämä markkina on ollut digitalisaation myötä jo pitkään voimakkaassa kasvussa ja suunta näyttää myös jatkuvan. Kasvua ajaa edelleen ohjelmistojen käyttöönoton tarjoamat hyödyt, kuten markkinoinnin ja asiakashallinnan tehokkuuden kasvu ja asiakaskokemuksen parantuminen, sekä ohjelmistojen edelleen matalalla tasolla oleva käyttöönottoaste Euroopassa.

Markkinoilla on useita toimijoita kuten Marketo (Adobe), Salesforce, Oracle ja HubSpot. Lisäksi markkinoilla on satoja pienempiä toimittajia. Ohjelmistokehittäjät tekevät ohjelmistojensa käyttöönottoja itse, mutta usein myös vahvasti kumppaneihin nojaten kuten HubSpot. Avidly on yksi tällaisista kumppaneista ja siksi markkinaa on relevanttia tarkastella kumppanin näkökulmasta.

HubSpot on yksi maailman johtavista markkinoinnin automaatiojärjestelmiä kehittävästä yhtiöstä, jonka kumppaniekosysteemissä Avidly toimii ohjelmiston jälleenmyyjänä ja palveluntarjoajana käyttöönotoissa ja ylläpidossa. Hubspot on ylläpitänyt vahvaa 41 %:n vuosikasvua vuoden 2014 listautumisestaan viimeisimpään Q1/21-tulosjulkistukseen asti ja näyttää vakiinnuttavan markkinoilla keskeisen globaalien pelurien asemansa (2020 liikevaihto: 883 milj. USD). Tämä näkyy myös odotuksissa yhtiön ekosysteemin kehitykselle. Markkinatutkimusyhtiö IDC on arvioinut Hubspot-ekosysteemin kasvavan lähivuosina 27 % vuodessa ja Euroopassa Avidlyn

kohdemarkkinoilla jopa 36 % vuodessa. IDC arvioi kumppaniekosysteemin olevan vuonna 2024 arvoltaan yli kuusinkertainen Hubspotin liikevaihtoon nähden. Pitkällä (>10 vuotta) tähtäimellä odotamme Hubspot-ekosysteemistä tulevan tulovirran nojaavan etenkin ohjelmistojen ylläpitosopimuksiin ja komissioihin, mutta käyttöönottoprojektien merkitys säilyy odotuksissamme merkittävänä vielä pitkään.

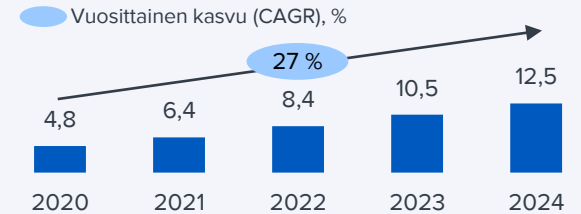
Avidlyn asema Hubspot-ekosysteemissä on vahva ("Vuoden globaali kumppani" -voitto vuosina 2019-2020 yli 5,500 kumppanin joukosta, kumppanuus korkeimmalla Elite-tasolla 27 muun kumppanin kanssa), joten Hubspotin menestyksen jatkuminen on myös sen liiketoiminnalle positiivista. Avidly kuitenkin tutkii ja käyttää asiakasprojekteissa eri teknologioita ja voisi myös tarvittaessa vaihtaa toiseen ekosysteemiin. Tässä tilanteessa yhtiö joutuisi kuitenkin rakentamaan asemansa uuden ohjelmiston ekosysteemissä alusta, eikä yhtiö hyötyisi nykyisen asemansa tuomasta kilpailuedusta muihin kumppaneihin nähden.

Teknologiapalveluissa Avidlyn keskeisimpiä kilpailijoita ovat tärkeysjärjestyksessä nähdäksemme:

- 1) Holistiset martech-tarjoajat ja digitaalisen myynnin konsultit (esim. Generaxion, Avaus)
- 2) Modernit IT-palveluyhtiöt, joilla martech-tarjontaa (esim. Reaktor, Bilot)
- 3) Ohjelmistokehittäjät (esim. Hubspot tai Salesforce, joilla on myös omaa käyttöönottokyvykkyyttä)

Uusia martech-kilpailijoita (1) voi myös muodostua yrityskaupoin esim. IT-palveluyhtiöistä (2).

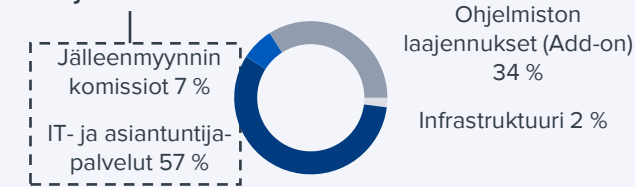
Hubspot-ekosysteemin kasvuennuste 2020-2024, miljardia USD



Lähde: IDC 03/2021

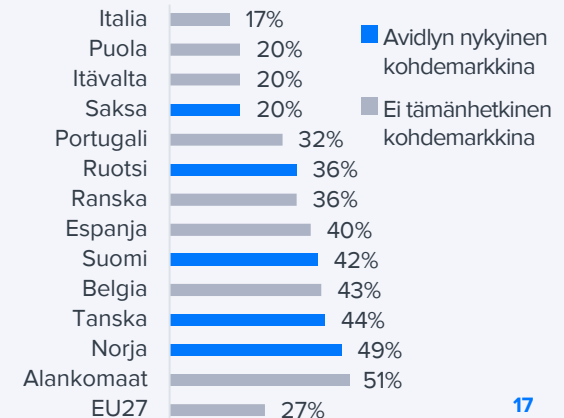
Hubspot-ekosysteemin arvon jakauman ennuste kategorioittain 2021-2024, %

Avidlyn kohdemarkkinaa ekosysteemissä



Lähde: IDC 03/2021, Inderes

Pilvipohjaisten CRM-ohjelmistojen penetraatio EU-maissa, 2020, %



Lähde: Eurostat

Markkinat ja kilpailukenttä 4/4

Markkinointiviestinnän murros kohti digitaalista mainontaa jatkuu vahvana

Suomen markkinointiviestinnän markkina on ollut vuosien ajan voimakkaassa murroksessa, kun tarve perinteiselle, painettuun mediaan keskittyneelle markkinointiviestinnälle on laskenut voimakkaasti. Uusien digitaalisen markkinoinnin palveluiden ja teknologioiden kasvu on ollut vahvaa, ja toimialalle on tullut uusia kilpailijoita kuten IT-palvelutaloja ja pieniä digimarkkinoinnin toimistoja. Murroksen myötä digitaalisen mainonnan osuus on kasvanut merkittävästi, ja Q1/2021 aikana se muodosti Kantarin mukaan ennätyselliset 53 % mediamainonnasta.

Avidly on asemoitunut syklisellä toimialalla varsin vakaaseen segmenttiin

Markkinointiviestintä on toimialana käsityksemme mukaan edelleen suhteellisen herkkä talouden suhdannevaihtelulle, sillä pääosa alan liikevaihdosta syntyy yhä yritysten ja julkisen hallinnon ostamien investointiluonteisten markkinoinnin palveluiden ja tuotteiden ostoista.

Historiallisesti markkinointiviestintämarkkinan kysyntä on seurannut melko tarkkaan yleistä talouskehitystä. Siten Suomen talouskasvun vaimentuminen heikentäisi markkinointiviestinnän palveluiden kysyntää. Arviomme mukaan heikentyvässäkin markkinaympäristössä panostukset digitaalisiin palveluihin tulevat kuitenkin kasvamaan rakenteellisten trendien myötä, mikä laimentaa digitaaliseen markkinointiin painottuneiden toimijoiden suhdanneherkkyyttä. Lisäksi digitaalisen markkinoinnin liiketoimintakriittisyys tukee

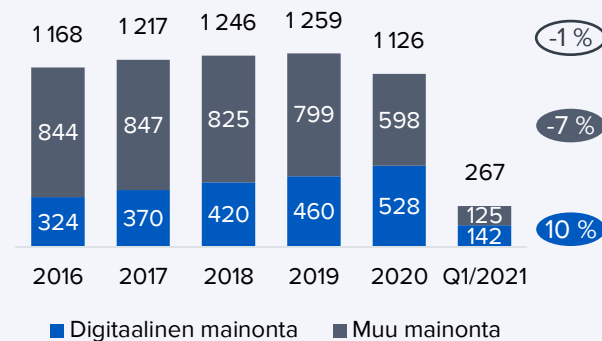
markkinointibudjettien ylläpitoa myös heikommassa talousympäristössä. Esimerkiksi Kantarin tietojen mukaan digitaalinen mainonta oli koronavuonna 2020 ainoa kasvanut mediaryhmä (+ 2 %) muun median laskiessa merkittävästi (9-65 %) edellisvuodesta. Avidly on nähdäksemme asemoitunut markkinassa varsin suhdannekestävästi. Yhtiö keskittyy selvemmin digitaaliseen myyntiin ja markkinointiin, ja sen asiakaskunta on hajautunut asiakkaiden kokoluokan ja toimialojen osalta.

Kilpailukentällä trendit näkyvät siten, että perinteiset markkinointiviestinnän toimijat ovat supistaneet toimintojaan, kun taas pienten digitoimistojen määrä on kasvanut ja suuret toimistot ovat kasvattaneet digitaalisen markkinoinnin asiantuntijoiden määrää. Teknologiyhtiöt ovat myös laajentaneet markkinointiin, ja esimerkiksi Futurice on laajentanut markkinoinnin järjestelmistä myös sen toteutukseen Columbia Road -yhtiöllä. Myös esimerkiksi Reaktor tarjoaa brändiin ja viestintään liittyviä palveluita.

Teknologiavetoiset kilpailijat eivät nähdäksemme kuitenkaan tarjoa markkinointiviestinnän palveluita kovin laajalti, eikä niiden kilpailukyky siten ole vahva digitaalisen markkinoinnin ulkopuolella. Avidlyn kannalta tärkeimmät kilpailijat markkinointiviestinnässä ovat mielestämme perinteisemmät luovat toimistot, joilla on pitkät näytöt luovien konseptien rakentamisesta. Näkemyksemme mukaan näillä toimijoilla on suhteellista etua erityisesti palveluita erikseen ostavissa asiakkuuksissa, jotka tekevät hankintoja useammalta eri toimittajalta.

Mediamainonnan kehitys* Suomessa, 2016-2020, MEUR

○ Vuosittainen kasvu (CAGR), 2016-2020, %



*Digitaalinen osuus televisio- ja lehtimainonnasta siirretty digitaaliseen mainontaan vasta 2018 alkaen. Kantar on vaihtanut mediatyyppien kategorisointeja vuosien mittaan, mikä voi heikentää kategorisoinnin tarkkuutta.

Lähde: Kantar, Inderes

Avidlyn strategia 1/2

Päivitetystä kasvustrategiassa pyritään asiakkaiden liiketoiminnalliseksi kumppaniksi

Avidly päivitti strategiansa vuosille 2021-2025 vuoden 2020 lopussa. Strategian kantavana ajatuksena on tarjota asiakkaille vaikuttavia ratkaisuja, jotka tuovat kasvua. Nähdäksemme tämä kuvaus tarkoittaa pyrkimystä päästä asiakkuuksissa liiketoimintakriittisen kumppanin rooliin, jossa yhtiön palvelut vaikuttavat suoraan tai läheisesti asiakkaan tulovirtoihin. Keskeinen muutos strategiassa on ollut aiemmin segmentteittäin eroteltujen Markkinointipalvelujen ja Inbound-markkinoinnin yhdistäminen yhdeksi Martech-tarjonnaksi. Strategian korkean tason tavoitteina ovat Uskollisimmat asiakkaat, Paras työpaikka, Ajatusjohtajuus¹ ja Kannattava kasvu.

Avidly pyrkii strategiallaan kannattavaan kasvuun ja Euroopan johtavan Martech-palveluntarjoajan aseman saavuttamiseen. Yhtiö näkee kasvunsa mahdollisuudet 1) kohdemarkkinoiden laajenuksessa erityisesti DACH²-alueella, 2) palveluiden ristiinmyynnissä markkinoiden välillä ja 3) kohdemarkkinoiden kasvussa. Erityisesti kohdemarkkinoiden laajennukseen yhtiö on kertonut tutkivansa epäorgaanisia vaihtoehtoja.

Uuden strategian taloudelliset tavoitteet ovat kunnianhimoiset, mutta realistiset

Avidlyn joulukuussa 2020 julkaistut tavoitteet ovat kuvattuna oikealla. Edellisen johdon kaudella alkuvuodesta 2019 tehty strategia oli kasvutavoitteiden osalta aggressiivisempi, ja tavoitteista lipsuttiin pahasti jo ensimmäisenä vuonna. Uuden johdon nykyinen strategia painottaa mielestämme selvemmin hallitumpaa (pienempi kasvutavoite) ja kannattavaa (paranevan

kannattavuuden trendi) kasvua.

Yhtiön kasvutavoitteet ovat edelleen kunnianhimoiset, mutta mielestämme realistiset. Orgaaninen kasvutavoite (+ 10 % kasvua vuodessa) on maltillisempi kuin kohdemarkkinoiden kasvu (Hubspot-ekosysteemin ennuste lähivuosille Euroopassa +36 % vuodessa, digitaalinen mainonta Suomessa historiallisesti + 10 % vuodessa). Avidlyn kilpailukyky on nähdäksemme hyvä, minkä vuoksi sillä on edellytykset kasvaa vähintään markkinan mukana ja myös kasvattamalla markkinaosuutta.

Kasvun aikaisen kannattavuuden hallinnan kannalta Avidlylle on keskeistä hallita myynnin ja henkilöstön tasapainoa, jotta laskutusasteet pysyvät järkevinä. Yhtiössä toteutetut uudistukset liiketoiminnan operatiivisessa johtamisessa ja sisäisessä raportoinnissa ovat nähdäksemme parantaneet tämän tasapainon ylläpitämisen edellytyksiä. Tästä on myös nähty merkkejä kohentuneen kannattavuuden (Q1/21 oik. EBIT-% 6,5 %) muodossa.

Avidlyn kasvulle keskeistä on sen palveluiden kysyntä, osaajien saatavuus sekä operatiivinen kyvykyys hallita näiden komponenttien kasvua. Arviomme mukaan näistä viimeisin ohjaa lähivuosina yhtiön kasvun kulmakerrointa.

Tavoitteiden saavuttamiseen vaaditaan yritysjärjestelyitä

Avidly tarvitsee kasvutavoitteidensa lisäksi noin 5 % vuosittaista epäorgaanista kasvua päästäkseen liikevaihtotavoitteeseensa vuonna 2025. Näemme tämän realistisena tahtina, mikäli yhtiö jatkaa operatiivisen kurinalaisuuden kehittämistä ja ylläpitoa viimeaikaisen trendin mukaisesti.

Strategian tavoitteiden muutos

	AVIDLY Uusi strategia (12/2020)	avidly Vanha strategia (01/2019)
Kasvu	Orgaaninen kasvu +10 % p.a. 2021-2025, kansainvälisesti vahvempaa Liikevaihto* >50 MEUR vuonna 2025	Orgaaninen kasvu +25 % p.a. 2019-2024 Liikevaihto* >100 MEUR vuonna 2024
Kannattavuus	Liikevoitto (EBITA-%) >10 % vuonna 2025, voimistuva trendi 2021 EBITA >0%	Vuotuinen EBIT 2-7 % 2019-2024
Tulonjako	Ei osinkoa , rahat kasvun rahoittamiseen	Osingonjako max 50 % nettotuloksesta

*Liikevaihdon euromääräinen tavoite sisältää epäorgaanista kasvua.

¹ Ajatusjohtajuudella tarkoitetaan yhtiön asiantuntijuuden brändäystä ja markkinointia, millä pyritään vaikuttamaan mielikuvaan yhtiöstä alan edelläkävijänä

² DACH = saksankielinen Eurooppa (Saksa, Itävalta ja Sveitsi)

Lähde: Avidly

Avidlyn strategia 2/2

Näkemyksemme mukaan Avidly on onnistunut viime vuosina yritysostoissa suhteellisen hyvin, mutta kansainvälisissä yritysostoissa (joihin ostot jatkossa suuntautuvat) näytöt ovat vielä rajalliset. NetPress-yritysosto Saksasta vuonna 2019 antoi tästä kyvystä pienen viitteen, sillä yhtiöstä päädyttiin maksamaan kasvusidonnainen lisäkauppahinta vuotta myöhemmin.

Yritysostojen riskitasoa osakkeenomistajien näkökulmasta pienentää se, että yritysostoista maksetut arvostustasot eivät tyypillisesti ole ylittäneet Avidlyn omaa arvostusta, myyjät on osakevaihdoilla sitoutettu Avidlyyn, ja lisäkauppahintojen ehdot ovat olleet haastavia. Markkinoilla on nähdäksemme paljon pieniä toimijoita, joten ostokohteita olisi tarjolla. Toisaalta Avidly voi myös tehdä suurempia yritysjärjestelyitä

oman kokoluokkansa yhtiöiden kanssa. Yritysjärjestelyjen teollisena logiikkana on nähdäksemme maantieteellinen laajeneminen, palvelutarjonnan täydentäminen ja uusien osaajien hankkiminen.

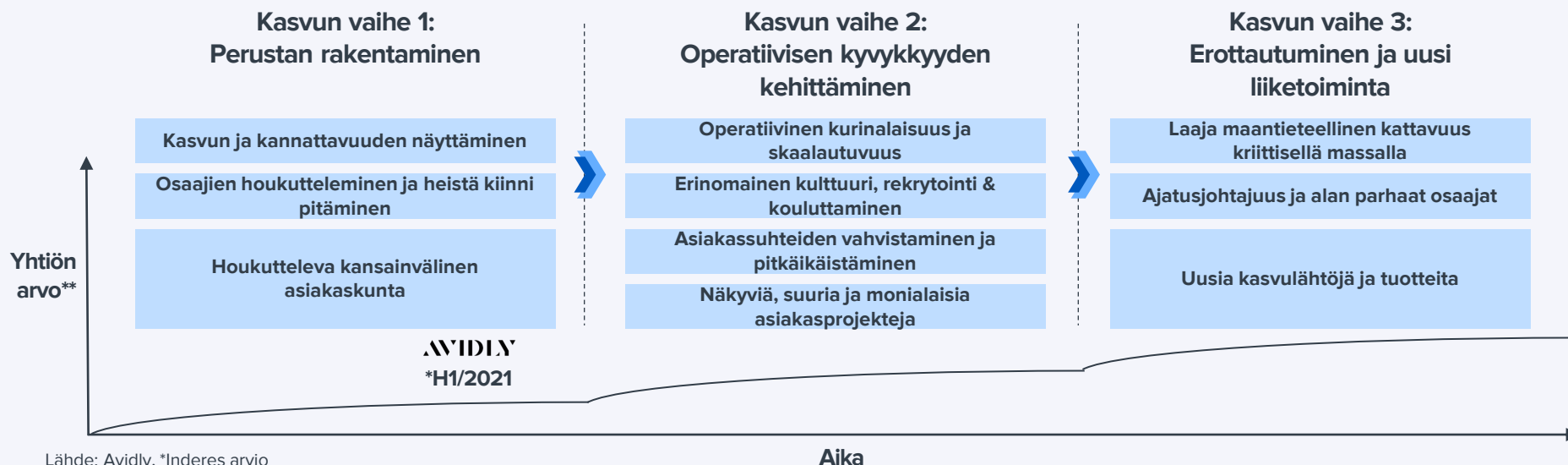
Kasvustrategian toteutus etenee kolmessa aallossa

Avidly toteuttaa kasvustrategiaansa kolmessa vaiheessa: 1) Perustan rakentaminen, 2) Operatiivisen kyvykkyyden kehittäminen, ja 3) Erottautuminen ja uusi liiketoiminta. Avidly oli vuonna 2020 pitkälti perustan rakentamisen vaiheessa ja onnistui mielestämme yllättävänkin nopeasti saavuttamaan vaiheen keskeisiä tavoitteita etenkin kasvun ja kannattavuuden osalta. Yhtiö on mielestämme hiljalleen siirtymässä vahvemmin kohti seuraavaa operatiivisen kehittämisen vaihetta, jossa

yhtiö vahvistaa kilpailukykyään ja kannattavuuttaan. Avidlylle on nähdäksemme tällä hetkellä tärkeää jatkaa operatiivisen kurinalaisuuden kehityksen polulla ja vaalia jo alkaneen käänteen kestävyyttä.

Strategian rahoitus on vakaalla pohjalla

Avidly vakautti rahoitusasemansa toteutettuaan vuoden 2020 kesällä noin 2,5 MEUR:on osakeannin ja sopimalla samalla noin 2,5 MEUR:n lainajärjestelystä. Tämän jälkeen yhtiö on kääntynyt rahavirtaposiitiviseksi. Avidly on kommentoinut strategiassaan hyödyntävänsä olemassa olevaa rahoituspohjaa strategian toteutukseen, emmekä odota yhtiön tarvitsevan uutta rahoitusta. Vuosien 2021-2022 aikana yhtiö hyödyntää rahavarojaan mahdollisten yritysostojen rahoitukseen, mutta tämän jälkeen rahoittaa yritysjärjestelyt vahvistuvan rahavirran turvin.



Lähde: Avidly, *Inderes arvio

**Havainnollistava

Avidlyn strategian yhteenveto

Kohdemarkkina ja Avidlyn asemoituminen

Globaali Hubspot-
ekosysteemimarkkina,
'20 **4,8 mrd.
USD**

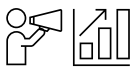
Ekosysteemin kasvu
Euroopassa, '20-'24 **+36 %
CAGR**

Digitaalisen
markkinoinnin kasvun
trendi Suomessa, '16-'20 **+10 %
CAGR**

Kasvua tukevat ajurit



Asiakkaiden halu
asioida digitaalisesti



Markkinoinnin liiketoiminta-
kriittisyyden kasvu



Luovuuden, datan ja
analytiikan yhdistäminen

**Tuloksia ja kasvua tuottava
kokonaisvaltainen
digitaalisen myynnin ja
markkinoinnin kumppani**

AVIDLY

Strategiset painopisteet

1. Asiakkaiden uskollisuuden vahvistaminen
2. Paras työpaikka
3. Ajatusjohtajuus
4. Kannattava kasvu



**Strategian rahoituksen
siirtymä rahavaroista
vahvemmin tulorahoitukseen
vuonna 2023**



>50 MEUR

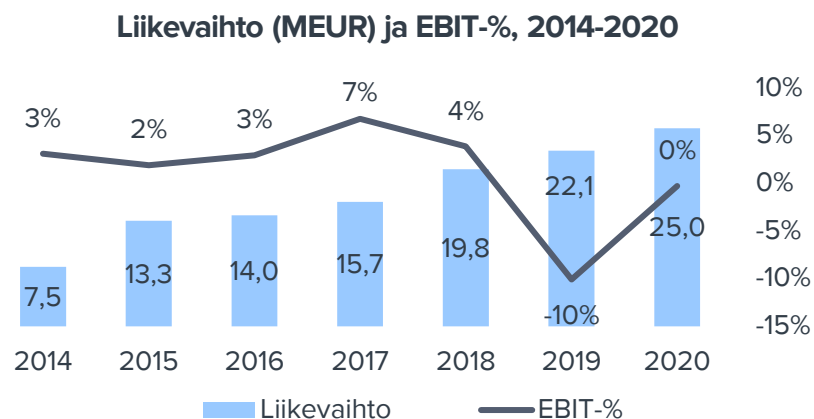
**Liikevaihto vuonna
2025**

>10 %

**EBITA-% vuonna
2025**

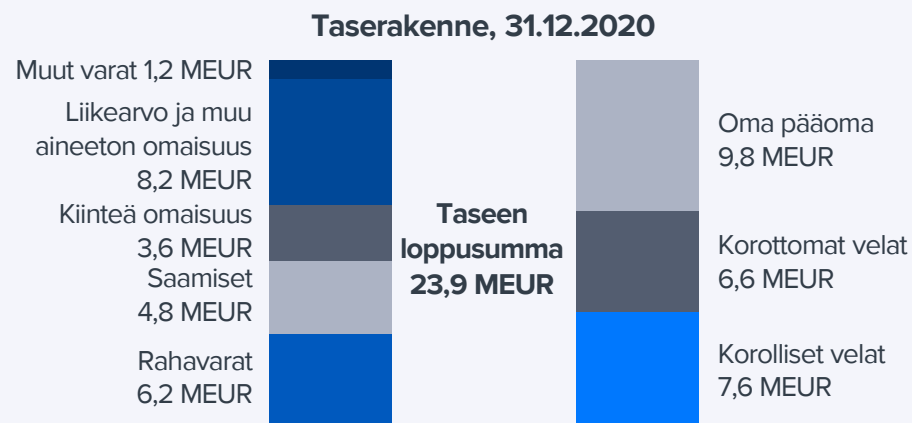
Taloudellinen tilanne

Kannattavuus on ollut kasvun aikana kohtuullisesti hallinnassa vuotta 2019 lukuun ottamatta



- Vuoden 2020 kasvu tuli lähinnä nykyisistä asiakkaista, joten vahvan kasvun jatkuminen vaatisi uusasiakasmyyntiä
- Suuren asiakkaan (SOK) menetys 2019 pudotuksen taustalla, mutta kannattavuuskehitys on ollut tämän jälkeen vahvalla paranevalla trendillä vuonna 2020
- Sijoittajan kannattaa seurata...
 - ... kasvun mittarina lyhyellä tähtäimellä myyntikatetta, sillä läpilaskutuserät (mediaostot) heiluttavat liikevaihtoa
 - ... kannattavuuden mittarina yrityskaupoista oikaistua liikevoittoa (EBITA), sillä yhtiön vuokratulot (2020: 1,4 MEUR ja 80 %:ia poistoista) näkyvät vasta poistoissa (IFRS 16)

Tase on vuoden 2020 rahoitusjärjestelyjen jälkeen varsin vakaa ja valmiudessa yritysostoihin



- Tase mahdollistaa useita pienempiä kassarahoitteisia yrityskauppoja lähivuosina
 - Kassa on rahoitusjärjestelyjen myötä tukeva (6,2 MEUR)
 - Nettovelkaantumisasaste 14 % on varsin matala
- Liikearvoa (7,7 MEUR) ja muuta aineetonta omaisuutta on kohtuullisesti taseen loppusummasta
- Korollisista veloista 3,1 MEUR muodostuu vuokrasopimuksista (IFRS 16 –kirjaus), jotka ovat käyttöomaisuudessa
- Taseen ulkopuolella merkittäviä verosaatavia tappiollisten aiempien vuosien myötä, mikä alentaa lähivuosien veroastetta
- Avidlyn liiketoiminta ei pohjaudu kiinteisiin omaisuuksiin, mikä pienentää taseen varojen merkitystä sijoittajan näkökulmasta

Ennusteet 1/4

Ennustamme Avidlyn liiketoimintaa kokonaisuutena

Joulukuun 2020 strategiauudistuksen yhteydessä Avidly lopetti liiketoimintasegmenttien (Inbound-markkinointi ja Markkinointipalvelut) erillisen raportoinnin ja ryhtyi raportoimaan kansainvälistä liikevaihtoa erikseen. Liiketoimintasegmenttien yhdistäminen oli nähdäksemme järkevää, sillä yhtiön tarjonnassa on kyse kokonaisvaltaisesta digitaalisen myynnin ja markkinoinnin palvelutarjonnasta. Molempien segmenttien liiketoiminta on lisäksi pääasiassa asiantuntijapalvelua, joten myöskään liikevaihdon luonteessa ei ole nähdäksemme merkittäviä eroja.

Mallinamme Avidlyn liikevaihdon kehitystä kokonaisuutena. Käytämme liikevaihdon sijaan myyntikattea kasvun mittarina lyhyellä tähtämellä, sillä läpilaskutettavat mediaostot heiluttavat liikevaihtoa vuositasolla. Avidlyn liiketoiminnan kasvu painottuu kansainväliseen liiketoimintaan ja Suomessa kasvu on odotuksissamme hitaampaa. Siksi mallinamme taustalla myös maantieteellisen liikevaihdon ja myyntikatteen kehitystä, millä pyrimme parantamaan ennustetarkkuutta.

Asiantuntijapalvelun luonne on pohjimmiltaan asiantuntijoiden ajan myyntiä, joten ennustamme liiketoiminnan kehitystä pääasiassa seuraavien parametrien kasvun kautta:

1. Henkilöstön määrä
2. Liikevaihto per työntekijä
3. Myyntikate per työntekijä
4. Henkilöstökustannus per työntekijä

Ennusteissamme oletamme, että Avidlyn tulee tehdä merkittävästi asiantuntijoiden rekrytointeja orgaanisen kasvunsa toteuttamiseksi. Laskutusasteita ja tehokkuutta parantamalla liikevaihtoon voidaan tehdä pieni tasokorjaus, mutta niiden merkitys on tärkeä erityisesti kannattavuuden vahvistumisen kannalta. Tällöin myyntikate per henkilö voi tehdä tasokorjauksen, kun kustannus per henkilö taas pysyisi lähes samana. Avidlyn täytyy kuitenkin rekrytoida henkilöstöä myös etukäteen, jolloin uuden henkilöstön laskutusaste ei pääse heti nousemaan. Siten yhtiön suhteellinen kannattavuus on aluksi matala ja voi nähdäksemme nousta pitkän aikavälin potentiaaliinsa vasta kun kasvun kulmakerroin alkaa madaltua.

Avidlyn kasvustrategiaan kuuluvat myös yritysostot. Yritysostoihin tai niiden tuleviin arvostustasoihin meillä ei ole näkyvyyttä, joten ne eivät sisälly ennusteisiimme ennen toteutumistaan.

Osakepalkkiojärjestely nostaa lähivuosien henkilöstökuluja

Avidlyn johdolla on yhtiön osakekurssiin ja henkilökohtaisiin sijoituksiin sidonnainen osakepalkkiojärjestely, jossa maksimissaan noin 570 tuhatta yhtiön osaketta luovutettaisiin johdolle vastikkeetta järjestelyn päättyessä 31.5.2023. Järjestely toteutuu kokonaisuudessaan 6,5 euron osakekurssilla, mikä vaikuttaisi varsin todennäköiseltä osakekurssin ollessa 6 euron tuntumassa tämän raportin kirjoitushetkellä alkukesästä 2021 ja yhtiön tarinan edetessä hyvin.

Kertyvät palkkiot nostavat väliaikaisesti henkilöstökuluja vuosien 2021-2023 aikana, ja sekä järjestelyssä kertyvät osakkeet että osakekurssi vaikuttavat tuloslaskelmaan kirjattavan kulun määrään. Olemme huomioineet palkkioiden kulut ennusteissamme täysimääräisinä 6,5 euron osakekurssilla ja jaksottaneet noin 3,6 MEUR:on ylimääräiset kulut vuosille 2021-2023. Palkkiot eivät ole rahavirtavaikutteisia, vaan osakkeenomistajalle kulu näkyy osakekohtaisen arvon diluutiona vuonna 2023 osakemäärän kasvaessa.

Osakepalkkiot peittävät näkyvistä yhtiön liiketoiminnan operatiivisen kannattavuuden, joten oikaisemme kulut ennusteissamme. Osakemäärä kasvaa kuitenkin vasta vuonna 2023, joten vuosien 2021 ja 2022 oikaistut arvostuskertoimet näyttävät noin 10 % matalammilta kuin ne olisivat tulevat palkkiot huomioivalla osakemäärällä. Oikaisemme tämän ristiriidan huomioimalla oikaistuista kertoimista vaadittavan alennuksen arvonmäärityksessämme.

Ennusteet 2/4

Lähivuodet vankistetaan käännettä ja kasvua

Avidly arvioi, että vuonna 2021 yhtiön liikevaihto kasvaa (liikevaihto 2020: 25,0 miljoonaa euroa) ja oikaistu liiketulos on voitollinen (oikaistu liiketulos 2020: 0,3 miljoonaa euroa). Ohjeistus on nähdäksemme tarkoituksella varovainen, sillä yhtiön on tärkeää lunastaa ja ylläpitää markkinoiden luottamus vuoden 2019 haasteiden jälkeen. Avidlyn Q1'21-kasvu (liikevaihto +6 % ja myyntikate +12 %) vertailukaudesta (Q1'20) ja operatiivinen kannattavuus (oik. EBIT 7 %) olivat jo selkeästi ohjeistusta pirteämmällä trendillä. Uskommekin yhtiön ylittävän ohjeistuksensa ja mahdollisesti tarkentavan ohjeistustaan myöhemmin vuoden 2021 aikana.

Digitaalisen markkinoinnin ja Hubspot-ekosysteemin kasvu sekä Avidlyn kilpailukykyinen tarjonta luovat nähdäksemme hyvät edellytykset kasvulle vuonna 2021 ja eteenpäin. Vuonna 2021 ennustamme Avidlyn liikevaihdon kasvavan 8 % ja myyntikatteen 9 %, sekä oikaistun liikevoiton nousevan 4 %:iin. Ennusteemme taustalla on henkilöstömäärän lievä kasvu (+ 4 %), sekä pääasiassa operatiivisen kyvykkyyden mukana kasvavien laskutusasteiden nousu. Tämän myötä ennustamme liikevaihdon ja myyntikatteen per henkilö kasvavan (+4 % ja +5 %).

Näkyvyys Avidlyn liikevaihdon kehitykseen on kohtuullisen hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu noin 40 %:sti jatkuviin palvelutuottoihin ja on hajautunut laajan asiakaskunnan kesken. Onnistumiset rekrytoinneissa, uusien asiantuntijoiden sisäänajossa ja markkinoiden haltuunotossa määrittävät kuitenkin pitkälti lähivuosien kasvuvauhdin.

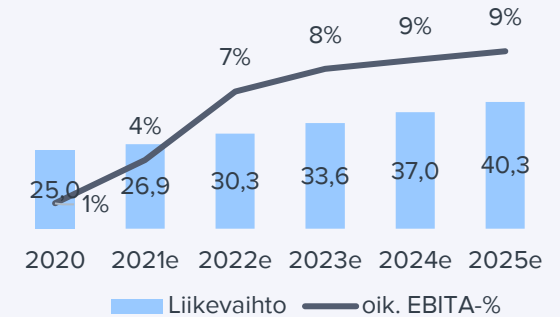
Vuosille 2021-2025 ennustamme Avidlylle keskimäärin 10 %:n liikevaihdon orgaanista vuosikasvua (tavoite: > 10 %) ja noin 9 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2025 (tavoite: oik. EBITA-% >10 %). Odotamme Avidlyn jatkavan panostuksia operatiiviseen johtamiseen, millä yhtiö tekisi tasokorjauksen laskutusasteissa ja resurssien käytön tehokkuudessa. Näiden toimien ja sitä seuraavan tuloskäänteen odotamme osuvan selvimmän vuosille 2021-2022. Tasokorjauksen jälkeen oletamme ennusteissamme, että yhtiön liikevaihto per henkilö ja myyntikate per henkilö kehittyvät keskimäärin hieman yleistä inflaatiota nopeammin.

Pitkällä aikavälillä ennustamme madaltuvaa kasvua

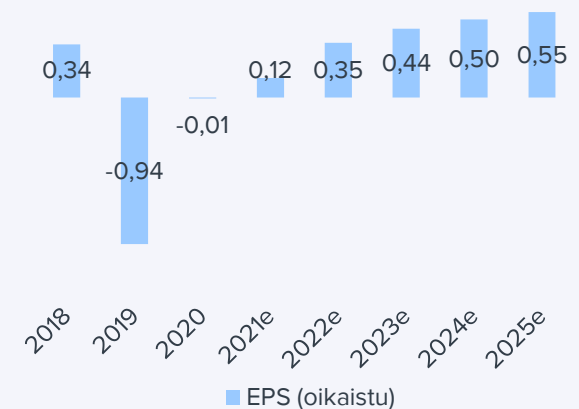
Avidlyn markkinaympäristö näyttää mielestämme hyvältä myös vuoden 2025 jälkeen. Pitkän aikavälin ennustettavuutta heikentää kuitenkin näkyvyys kasvustrategian toteuttamiseen, joka on vasta alkutaipaleella. Kasvava markkina houkuttelee myös kilpailua, jonka odotamme hidastavan yhtiön kasvua ja tuovan painetta hinnoitteluun. Toisaalta osaajakilpailun kiristyminen nähdäksemme nostaa yhtiön kustannustasoa.

Vuosille 2026-2029 ennustamme 6 %:n keskimääräistä liikevaihdon kasvua. Terminaalijaksossa liikevaihdon kasvuennusteemme on 2,5 %. Kasvun hidastuessa odotamme Avidlyn parantavan laskutusasteitaan kun etupainotteisten rekrytointien tarve pienenee, mutta odotamme kiristyvän kilpailun vaikutusten olevan suurempia. Ennustamme liikevoittomarginaalin laskevan asteittain terminaalijakson 8,5 %:iin.

Ennusteet, 2020-2025e, MEUR ja %



Osakekohtainen tulos, 2018-2025e euroa per osake



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/4

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	22,1	13,0	12,0	25,0	14,0	12,9	26,9	30,3	33,6	37,0
Käyttökate	-0,6	0,5	1,2	1,7	0,8	0,7	1,5	2,2	3,2	5,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-0,9	-0,9	-1,8	-0,9	-0,9	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,2	-0,4	0,7	0,3	0,6	0,3	1,0	2,2	2,8	3,3
Liikevoitto	-2,4	-0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,5	1,5	3,3
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	-2,6	-0,5	0,1	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	0,2	1,2	3,1
Verot	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2
Nettotulos	-2,5	-0,5	0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	0,2	1,2	2,9
EPS (oikaistu)	-0,94	-0,17	0,11	-0,01	0,09	0,03	0,12	0,35	0,44	0,50
EPS (raportoitu)	-1,03	-0,17	0,03	-0,09	-0,04	-0,05	-0,10	0,03	0,20	0,50

Tunnusluvut	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	11,9 %	10,0 %	16,0 %	12,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	12,4 %	11,1 %	10,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-366,8 %	73,0 %	-138,3 %	-115,6 %	-258,5 %	-52,8 %	193 %	123 %	29,3 %	16,4 %
Käyttökate-%	-2,7 %	4,1 %	9,9 %	6,9 %	5,6 %	5,7 %	5,7 %	7,2 %	9,4 %	13,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	-9,8 %	-3,1 %	6,2 %	1,3 %	4,6 %	2,7 %	3,7 %	7,3 %	8,5 %	8,9 %
Nettotulos-%	-11,2 %	-3,6 %	1,0 %	-1,4 %	-1,7 %	-2,1 %	-1,9 %	0,5 %	3,6 %	7,8 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

Ennustemuutokset 2021e-2023e

- Lisäsimme johdon osakepalkkiojärjestelmän IFRS-kustannusvaikutuksen ennusteisiimme, mistä johtuen oikaisemattomat kannattavuusennusteemme heikkenivät. Kustannukset eivät ole kassavirtavaikutteisia, joten päivitys on luonteeltaan tekninen.
- Päivitimme tämän myötä osakepalkkiojärjestelmän vaikutukset myös oikaisuihin, jolloin oikaistu liikevoittomme kuvaa edelleen odotuksiamme yhtiön operatiivisen liikevoiton kehityksestä.
- Loivensimme hieman odotuksiamme yhtiön kannattavuuskehityksestä vuosina 2022-2023, millä pyrimme paremmin huomiomaan yhtiön asteittaisen operatiivisen kehityksen ja etupainotteisten kasvupanostusten kannattavuutta heikentävän vaikutuksen.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	26,9	26,9	0 %	30,3	30,3	0 %	33,6	33,6	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,0	1,0	0 %	2,5	2,2	-14 %	3,2	2,8	-11 %
Liikevoitto	0,8	-0,2	-123 %	2,3	0,5	-80 %	3,0	1,5	-51 %
Tulos ennen veroja	0,5	-0,5	-211 %	2,0	0,2	-93 %	2,7	1,2	-56 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,12	0,12	0 %	0,42	0,35	-16 %	0,50	0,44	-12 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Avidlyn arvonluonti pohjautuu kasvuun ja vahvistuvaan kannattavuuteen

Avidlyn kannattavuuskäänte on vuonna 2020 auttoi yhtiötä kipuamaan käänneyhtiön lokerosta kohti kasvuyhtiötä. Vaikka tuloskäänte on edelleen kesken, on yhtiötä mielestämme jo perusteltu tarkastella kasvuyhtiön linssin kautta hieman eteenpäin katsoen.

Lähivuosien tulospohjaiset kertoimet peilattuna verrokkien kertoiimiin ovat nähdäksemme paras lähestymiskulma Avidlyn arvostukselle.

Arvonmääritystämme tukee lisäksi kassavirtamalli ja skenaarit.

Kerroinanalyyysi ja verrokkiarvostus asettavat nykyarvostuksen varsin neutraaliksi

Olemme käyttäneet Avidlyn verrokkiryhmässä pääasiassa pohjoismaisia IT-palveluyhtiöitä, asiantuntijapalveluyhtiöitä sekä markkinoinnin palveluyhtiöitä. Verrokkit ovat pääosin kokoluokaltaan pienehköjä toimijoita, mutta osakkeina Avidlyä likvidimpiä.

Avidlyn vuoden 2021 kannattavuus jää odotuksissamme keskeneräisen käänte myötä heikoksi, joten liikevaihtokertoimet tarjoavat ensimmäisen tukipisteen arvostukselle. Avidlyn osaketta arvostetaan vuosien 2021-2022 ennusteillamme 1,2-1,1x EV/Liikevaihto-kertoimella, mikä sisältää selvän odotuksen käänte onnistumisesta. Pääasiassa kannattavien ja kasvavien verrokkien vastaavat mediaanikertoimet ovat 1,3-1,1x EV/Liikevaihto. Avidlyn noin 4-6 %

alennus on mielestämme hieman turhan kapea, vaikka yhtiö on antanutkin näyttöjä käänte etenemisestä.

Avidlyn oikaistu P/E-kerroin on käänte etenemiseen pohjautuvilla ennusteillamme 17x vuonna 2022 ja 14x vuonna 2023. Kun vuoden 2022 kerroin oikaistaan yhtiön optio-ohjelmasta odottamallamme diluutiolla (noin 10 % kasvava osakekanta vuonna 2023), olisi vertailukelpoinen oikaistu P/E-kerroin hieman korkeampi 19x.

Verrokkiryhmän varsin vakaata kannattavuutta tekeviä ja kasvavia asiantuntijapalveluyhtiöitä hinnoitellaan P/E 17x mediaanikertoimella vuonna 2022, mihin nähden Avidlyn vertailukelpoisessa oikaistussa P/E-kertoimessa (19x) on noin 10 % premio. Tähän peilattuna yhtiön arvostus on lyhyellä tähtäimellä selvästi kireä, sillä yhtiön pienempi kokoluokka puoltaisi alennusta. Tämä ei kuitenkaan vielä huomio yhtiön käänte potentiaalia.

Käänte onnistuessa Avidlyn kertoimien laskua tukisi kannattavuuden (2022e EBIT-% 7 %) vahvistuminen kohti asiantuntijapalvelu-yhtiöiden normalisoituja kannattavuustasoja (EBIT-% >10 %). Ennusteillamme yhtiön oikaistut P/E-kertoimet vuosille 2023-2024 ovat 14-12x, mitkä ovat jo selvästi kohtuullisempia. Tämä vaatii yhtiöltä kuitenkin strategian kurinalaista toteuttamista, millä sen kannattavuus nousisi historiallisia tasoja (EBIT-% 2-7 %) vahvemmaksi. Kokonaisuus huomioiden Avidlyn tulospohjainen arvostus on mielestämme varsin neutraalilla tasolla. Oleellisesti korkeampi

arvostus vaatisi mielestämme lisää merkkejä käänte etenemisestä ja kasvun jatkumisesta, jolloin arvostuksessa voisi nojata pidemmälle käänte taakse.

Avidlyn strategiaan kuuluu myös yritysostojen hyödyntäminen. Emme ole huomioineet yritysostojen ennusteissamme, joten niistä muodostuu sijoittajalle orgaanisen kehityksen ohella positiivinen optio. Huomautamme kuitenkin, että useat Avidlyn verrokeista tekevät myös yrityskauppoja, eikä tällä optiolla mielestämme voida perustella preemiota suhteessa verrokkeihin.

Kassavirtalaskelma (DCF)

Avidlyn arvonmäärityksessämme rahavirtamallin (DCF) rooli on toimia arvonmäärityksen tarkistusasteena. Yhtiö on strategiakautensa alussa ja suunnittelee toteuttavansa yritysostojen, millä voi olla merkittäviä vaikutuksia yhtiön kassavirtaprofiiliin ja kassavirran ajoittumiseen. Kassavirtamalli antaa kuitenkin hyvän indikaation ennustamamme perusskenaarion kassavirroille.

Päivitetyt DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 6,5 euroa. Terminaalioletuksena odotamme liikevoiton olevan 8,5 % ja liikevaihdon kasvun 2,5 %. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 57 %, mikä on asiantuntijapalvelu-yhtiölle varsin korkea taso. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,7 % ja oman pääoman kustannus 11,0 %.

Arvonmääritys 2/2

Skenaariot perustelisivat nykyarvostusta, mutta näkyvyys niiden toteutumiseen on vielä rajallinen

Käytämme arvonmäärityksen tukena skenaarioita, joilla arvioimme Avidlyn arvostusta vuonna 2025. Peilaamme tästä muodostuvaa sijoittajan nykyhetkessä odottamaa vuotuista tuotto-odotusta kannettuihin riskeihin. Näkyvyys Avidlyn pitkän aikavälin kehitykseen on heikko, joten vuosi 2025 on hyvin kaukana oleva tukipiste yhtiön arvonmääritykselle. Skenaariot havainnollistavat mielestämme kuitenkin hyvin yhtiön potentiaalia strategian toteutuksen onnistuessa.

Avidly on uuden johdon alaisuudessa toteuttanut nopean käänteen ja pitänyt kannattavuuden voimistuvalla trendillä, mikä parantaa

luottamustamme yhtiön tulevaisuuteen. Toisaalta strategian toteutus on edelleen vasta alussa, ja sijoittaja kantaa edelleen käänteen ja kasvun jatkumiseen liittyviä riskejä.

Nykyennustemme sisältävät odotuksen strategian toteutuksen vakaasta etenemisestä ja niihin pääsemiseksi yhtiöllä ei ole merkittävää varaa virheaskeliin. Ennustamme liikevaihdon kasvavan vuosina 2020-2025 keskimäärin 10 % vuodessa 40 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin vahvistuvan 10 %:iin. Skenaarion indikoima vuosittainen 10 % tuotto-odotus vastaisi varsin neutraalia arvostusta, mutta se ei mielestämme riittävästi huomioi ennusteriskejä.

Pessimistisessä skenaariossa yhtiön kasvu ei toteudu tavoitellussa mittakaavassa, eikä

operatiivinen kehitys yllä tavoitetasolle. Tässä skenaarioissa oletamme liikevaihdon vuosikasvun olevan 6 % vuosina 2020-2025 ja liikevoittomarginaalin jäävän 6 %:iin vuonna 2025. Tämän skenaarion indikoima vuotuinen tuotto-odotus painuu negatiiviseksi -7 %:iin.

Optimistisessä skenaariossa yhtiön kasvustrategia puree markkinaan selvästi tavoitteita vahvemmin ja operatiivinen kurinalaisuus kehittyi yli yhtiön odotusten. Skenaarioissa oletamme liikevaihdon vuosikasvun olevan 13 % vuosina 2020-2025 ja liikevoittomarginaalin nousevan 12 %:iin vuonna 2025. Skenaarion indikoima vuosittainen tuotto-odotus on houkutteleva 21 %, joskin pidämme sen toteutumisen todennäköisyyttä varsin pienenä.

Arvonmäärityksen skenaariot vuoteen 2025

Vuonna 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Muuttuja liikevaihdon kasvu-%	4 %	8 %	11 %
Muuttuja liikevoitto-%	6 %	10 %	12 %
Muuttuja liikevaihto MEUR	34	40	46
x kerroin liikevaihto	0,7	1,2	1,5
x kerroin liikevoitto	10	12	14
("Rule of 40")	10 %	17 %	23 %
= EV (EV/liikevaihto)	24	48	69
= EV (EV/liikevoitto)	20	46	77
Keskisarvo (EV)	22	47	73
+Nettokassa+osingot	3	6	11
=Markkina-arvo	25	53	84
Osakekurssi 2025	4,3	9,1	14,4
Tuotto	-28 %	52 %	140 %
Vuotuinen tuotto (5v)	-7 %	10 %	21 %

Lähde: Inderes

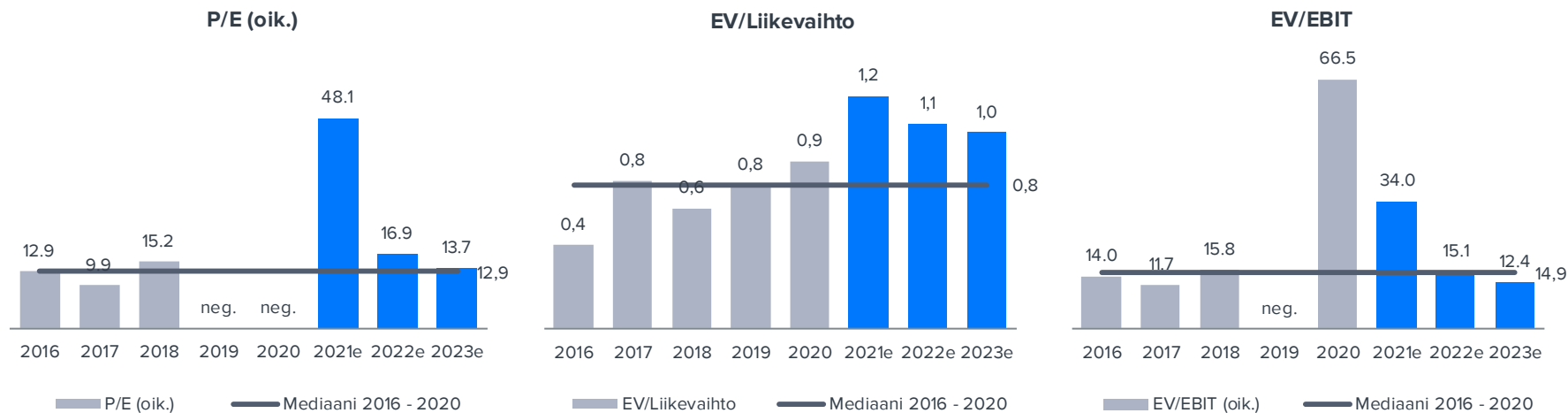
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	5,28	5,28	5,85
Markkina-arvo	32	32	35
Yritysarvo (EV)	34	33	35
P/E (oik.)	48,1	16,9	13,7
P/E	neg.	>100	29,4
P/Kassavirta	neg.	45,8	21,1
P/B	3,4	3,4	3,3
P/S	1,2	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	22,1	15,2	11,2
EV/EBIT (oik.)	34,0	15,1	12,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,32	6,89	5,16	5,02	3,98	6,00	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	1,37	1,37	1,61	2,41	3,99	5,28	5,28	5,85	5,85
Markkina-arvo	4,6	9,5	12	12	21	32	32	35	35
Yritysarvo (EV)	6,3	12	13	17	22	34	33	35	32
P/E (oik.)	12,9	9,9	15,2	neg.	neg.	48,1	16,9	13,7	12,1
P/E	31,0	9,9	23,5	neg.	neg.	neg.	>100	29,4	12,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	41,9	neg.	6,8	neg.	45,8	21,1	10,7
P/B	2,1	3,1	1,4	1,8	2,1	3,4	3,4	3,3	2,6
P/S	0,3	0,6	0,6	0,6	0,8	1,2	1,0	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,8	0,6	0,8	0,9	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,4	12,2	neg.	13,0	22,1	15,2	11,2	6,5
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,7	15,8	neg.	66,5	34,0	15,1	12,4	9,7
Osinko/tulos (%)	74,7 %	22,9 %	50,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,3 %	1,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Aallon Group	11,55	44	38	19,1	12,7	12,7	9,5	1,5	1,4	18,1	14,8	2,2	2,6	3,7
Antevenio SA	5,4	81	85	15,9	10,7	11,8	9,1	0,9	0,8	18,9	13,2	3,2	3,7	6,0
Avensia AB	13,7	51	49	29,1	13,0	13,4	9,5	1,3	1,1	45,8	17,2	2,8	2,9	8,6
Bilot Oyj	7,2	37	28	27,8	13,9	13,9	9,3	1,1	1,1	19,1	16,8			1,8
Bouvet ASA	62,5	654	607	19,2	17,5	15,7	14,3	2,3	2,1	26,2	23,9	3,5	3,7	13,3
Capacent Holdings AB	52,0	14	12	5,3	4,1	4,9	3,7	0,6	0,5	8,3	6,5	7,9	10,0	1,7
Digia	7,6	207	215	14,6	13,6	10,0	9,4	1,4	1,3	17,9	17,1	2,2	2,6	3,0
Enero Group Ltd	2,6	141	118											
Empir Group AB	14,15	8	4		36,6	12,2	3,7	0,2	0,2			3,6	3,5	1,0
Enea AB	213,5	466	494	20,6	15,7	14,0	11,3	5,2	4,5	23,3	18,5			2,6
Fondia	7,7	31	25	12,5	12,5	12,5	8,4	1,2	1,1	23,9	17,8	3,9	4,2	4,9
Gofore	17,6	266	258	20,6	17,2	15,6	13,2	2,5	2,3	26,5	20,2	1,7	2,0	5,8
Innofactor	1,74	66	74	9,2	10,5	6,7	7,4	1,1	1,0	11,2	13,4	2,9	3,2	2,3
Knowit AB	281,00	564	543	15,8	14,6	12,0	11,5	1,5	1,4	21,7	20,0	2,5	2,7	3,5
Netum Group	4,0	48								22,2	17,1	1,1	1,2	3,8
Nixu	8,94	67	68	34,2	22,8	19,6	13,7	1,2	1,1	55,8	28,3	0,2	0,3	4,5
Siili Solutions	16	110	97	13,8	10,2	7,7	6,7	1,0	0,9	13,7	11,3	2,5	2,9	4,2
Solteq	5,84	116	140	15,5	13,3	9,6	8,7	2,0	1,9	19,4	16,0	2,0	2,6	3,9
Avidly (Inderes)*	6,00	32	34	neg.	69,2	22,1	15,2	1,2	1,1	48,1	16,9	0,0	0,0	3,4
Keskiarvo				18,1	14,8	12,0	9,4	1,6	1,4	22,9	16,9	2,8	3,2	4,4
Mediaani				15,9	13,3	12,3	9,4	1,3	1,1	19,4	17,1	2,5	2,8	3,8
Erotus-% vrt. mediaani					420 %	79 %	61 %	-6 %	-4 %	148 %	-1 %	-100 %	-100 %	-11 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita. *Avidlyn P/E kertoimet ovat oikaistuja.

DCF-laskelma

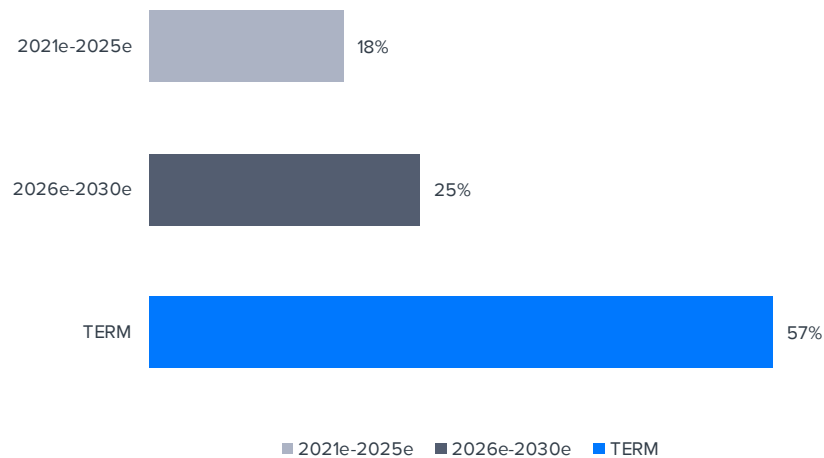
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-0,1	-0,2	0,5	1,5	3,3	3,8	4,1	4,3	4,4	4,3	4,4	
+ Kokonaispoistot	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,4	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,1	1,3	2,3	3,3	5,0	5,3	5,4	5,5	5,4	5,4	5,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,6	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,5	-0,2	0,7	1,7	3,3	3,5	3,6	3,7	3,5	3,5	3,5	
+/- Muut	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,1	-0,2	0,7	1,7	3,3	3,5	3,6	3,7	3,5	3,5	3,5	49,7
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,2	0,6	1,3	2,4	2,3	2,1	2,0	1,8	1,6	1,4	20,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		35,8	36,0	35,4	34,1	31,7	29,4	27,3	25,3	23,5	21,9	20,5
Velaton arvo DCF		35,8										
- Korolliset velat		-7,6										
+ Rahavarat		6,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		34,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	12,6	12,4	12,3	12,2	12,2
Liikearvo	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Aineettomat hyödykkeet	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3
Käyttöomaisuus	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Vaihtuvat vastaavat	5,6	11,5	10,3	10,3	11,9
Vaihto-omaisuus	1,1	0,6	1,3	1,5	1,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Myyntisaamiset	3,6	4,2	4,4	5,0	5,5
Likvidit varat	0,5	6,2	4,1	3,4	4,3
Taseen loppusumma	18,3	23,9	22,5	22,6	24,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	7,0	9,8	9,3	9,4	10,6
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-3,0	-3,2	-3,7	-3,5	-2,4
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	9,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,5	4,5	3,8	3,3	2,8
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,2	4,3	3,5	3,0	2,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	7,7	9,6	9,5	9,9	10,7
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	3,2	2,5	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,8	6,4	7,0	7,9	8,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	18,3	23,9	22,5	22,6	24,1

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	19,8	22,1	25,0	26,9	30,3
Käyttökate	1,0	-0,6	1,7	1,5	2,2
Liikevoitto	0,6	-2,4	-0,1	-0,2	0,5
Voitto ennen veroja	0,3	-2,6	-0,4	-0,5	0,2
Nettovoitto	0,4	-2,5	-0,3	-0,5	0,2
Kertaluontoiset erät	-0,2	-0,2	-0,4	-1,2	-1,7

Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	16,6	18,3	23,9	22,5	22,6
Oma pääoma	8,4	7,0	9,8	9,3	9,4
Liikearvo	6,4	7,7	7,7	7,7	7,7
Nettovelat	1,3	4,7	1,4	1,9	1,6

Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e
Käyttökate	1,0	-0,6	1,7	1,5	2,2
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,7	1,7	0,4	-0,2	0,2
Operatiivinen kassavirta	0,3	1,1	2,1	1,3	2,3
Investoinnit	-3,1	-5,4	-1,6	-1,5	-1,7
Vapaa kassavirta	0,3	-1,3	3,1	-0,2	0,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
CapMan	16,1 %
Jari Tuovinen	7,1 %
Antti Manninen	5,2 %
Ville Skogberg	4,8 %
PalcMills Oy	4,2 %
Jesse Maula	2,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
EPS (raportoitu)	0,22	-1,03	-0,09	-0,10	0,03
EPS (oikaistu)	0,34	-0,94	-0,01	0,12	0,35
Operat. kassavirta / osake	0,18	0,47	0,52	0,25	0,44
Vapaa kassavirta / osake	0,17	-0,53	0,77	-0,04	0,13
Omapääoma / osake	5,19	2,92	2,46	1,76	1,79
Osinko / osake	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	26 %	12 %	13 %	8 %	12 %
Käyttökateen kasvu-%	-21 %	-157 %	-386 %	-12 %	44 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-24 %	-367 %	-116 %	193 %	123 %
EPS oik. kasvu-%	-51 %	-376 %	-99 %	-2205 %	184 %
Käyttökate-%	5,3 %	-2,7 %	6,9 %	5,7 %	7,2 %
Oik. Liikevoitto-%	4,1 %	-9,8 %	1,3 %	3,7 %	7,3 %
Liikevoitto-%	3,1 %	-10,8 %	-0,2 %	-0,7 %	1,6 %
ROE-%	6,2 %	-32,3 %	-4,1 %	-5,3 %	1,6 %
ROI-%	6,1 %	-19,3 %	-0,4 %	-1,1 %	3,2 %
Omavaraisuusaste	50,8 %	39,0 %	42,0 %	42,4 %	43,0 %
Nettovelkaantumisaste	15,0 %	66,6 %	14,3 %	20,9 %	16,8 %

Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV/Liikevaihto	0,6	0,8	0,9	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	12,2	neg.	13,0	22,1	15,2
EV/EBIT (oik.)	15,8	neg.	66,5	34,0	15,1
P/E (oik.)	15,2	neg.	neg.	48,1	16,9
P/B	1,4	1,8	2,1	3,4	3,4
Osinkotuotto-%	1,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

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

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. Inderesin analyytikko Antti Luiron ja hänen lähipiirinsä yhteenlaskettu omistus on yli 50 000 euroa raportin kohdeyhtiössä.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/07/2019	Lisää	6,00 €	5,70 €
25/08/2019	Vähennä	5,40 €	5,16 €
10/10/2019	Vähennä	5,00 €	4,99 €
06/03/2020	Myy	3,80 €	4,21 €
27/03/2020	Vähennä	1,90 €	1,99 €
15/05/2020	Vähennä	1,40 €	1,66 €
24/07/2020	Vähennä	1,80 €	1,87 €
..... <i>Analyytikko vaihtuu</i>			
26/08/2020	Lisää	2,80 €	2,58 €
16/11/2020	Lisää	3,50 €	3,24 €
14/01/2021	Lisää	4,50 €	3,96 €
16/02/2021	Lisää	6,00 €	5,40 €
05/03/2021	Lisää	6,00 €	5,45 €
03/05/2021	Vähennä	6,50 €	6,54 €
18/06/2021	Vähennä	6,50 €	6,00 €

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 Oy

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.**