

Zeeland Family

Yhtiöraportti

12/2017

**inde
res.**

Kannattavan kasvun uralla

Nostamme Zeeland Familyn suosituksen osta-tasolle (aik. lisää) ja tavoitehinnan 8,00 euroon (aik. 7,30 euroa). Onnistuneet yrityskaupat, organisaatiomuutokset ja jatkuvien palveluiden voimakas kasvu ovat mahdollistaneet yhtiölle kannattavan kasvun ja myös liiketoimintamallin riskitaso on laskenut selvästi merkittävään kokoluokkaan kasvaneiden jatkuvien palveluiden myötä. Pidämme vahvaan tulokasvunäkymään ja asiantuntijapalveluyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään nähden osakkeen arvostusta hyvin houkuttelevana.

Kokonaisvaltainen markkinoinnin palveluyhtiö

Zeeland Family on yksi Suomen suurimmista markkinointiviestintätoimistoista. Yhtiön liiketoimintaideana ja erottautumistekijänä on kattaa monipuolisesti ja kokonaisvaltaisesti markkinointiviestinnän palvelut, sisältäen mm. mainostoimiston, digitoimiston, mediatoimiston, viestintätoimiston, valmennuksen ja markkinoinnin ulkoistuspalvelut. Yhtiöllä on kokoonsa nähden laaja asiakunta, mikä johtuu laajasta palvelutarjoamasta ja maantieteellisestä kattavuudesta, sekä fokusoitumisesta vähemmän palveltuun keskisuurten yhtiöiden segmenttiin.

Merkittävään rooliin kasvaneet jatkuvat palvelut tasaavat suhdannealttiin toimialan riskejä

Markkinointi on perinteisesti ollut hyvin suhdanneherkkä ja pirstaloitunut toimiala, jossa alalle tulokynnys on matala ja kysynnänvaihtelut suuria. Zeeland Familyn liiketoiminnasta noin 60 % koostuu nykyisin perinteisestä projektiluonteisesta asiantuntijapalveluiden myynnistä, jossa näkyvyys tuottojen kehitykseen on suhteellisen lyhyt ja liiketoiminta heikosti skaalautuvaa. Yhtiön liiketoiminnan riskitasoa laskee kuitenkin yhtiön laajasti hajautunut asiakas- ja projektiportfolio, sekä erityisesti merkittävään kokoluokkaan (noin 40 % myyntikatteesta) viime vuosina kasvaneet jatkuvat palvelut, jotka tarjoavat hyvin ennustettavaa, toistuvaa ja vahvemmin skaalautuvaa liiketoimintaa.

Toimialan murros ja jatkuvien palveluiden laajentuminen kannattavan kasvun ajureina

Markkinointiala on ollut jo vuosia voimakkaassa murroksessa. Perinteisen markkinoinnin (mm. printtimainonta) kysyntä on voimakkaassa laskussa, viestintä- ja markkinointikanavat ovat pirstaloituneet, ja digitaalinen ja sosiaalinen mediamarkkina sekä markkinoinnin automaatio- ja analytiikkapalvelut kasvavat voimakkaasti. Myös markkinoinnin tuotannon ja suunnittelun ulkoistaminen on vahvasti nouseva trendi, joka on avannut merkittävän kasvupotentiaalin erityisesti Zeeland Familylle. Näkemyksemme mukaan Zeeland Family on laajan palvelutarjooman ja verkoston, sekä uniikin markkinoinnin ulkoistuspalvelukonseptin myötä asemoitunut hyvin vallitseviin markkinatrendeihin. Ennustamme yhtiölle lähivuosina keskimäärin yli 20 %:n tulokasvua.

Arvostus houkutteleva tulokasvunäkymiin ja verrokkeihin nähden

Pidämme Zeeland Familyn arvostustasoa hyvin houkuttelevana huomioiden vahvat tulokasvunäkymät, jatkuvien palveluiden laajentumisen myötä laskeva operatiivinen riskitaso ja verrokkiryhmän arvostus. Ennusteillamme yhtiön 2018e EV/EBITDA- ja P/E-kertoimet ovat hyvin maltillisilla 6x ja 9x tasoilla, mitkä ovat noin 26 % ja 36 % alle vertailuryhmän keskimääräisen tason. Tavoitehinnallamme vastaavat kertoimet ovat 7x ja 12x. Yhtiön rahoitus- ja taseasema on myös vahvistuneen tuloksen myötä vakaalla pohjalla, mikä mahdollistaa velkojen lyhennykset, kasvavan osinkovirran ja pienet yritysostot.

Analyytikko

Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Osta

Edellinen: Lisää



8,00 EUR

Edellinen: 6,30 EUR

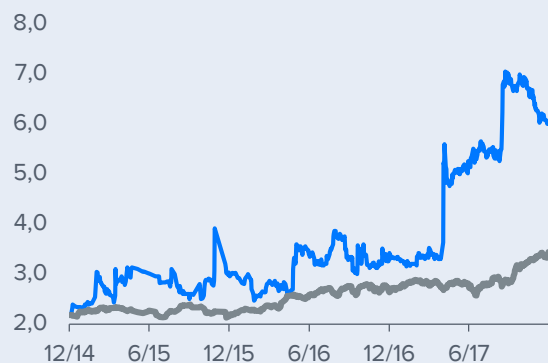
Osakekurssi: 6,18 EUR

Potentiaali: +29,4 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	14,0	15,6	17,3
<i>kasvu-%</i>	6 %	11 %	11 %
Myyntikate	10,6	13,0	14,5
<i>kasvu-%</i>	23 %	23 %	12 %
Liikevoitto (oik.)	0,45	1,03	1,23
<i>liikevoitto-%</i>	3,2 %	6,6 %	7,1 %
Tulos ennen veroja	0,21	0,86	1,19
EPS (oik.)	0,26	0,51	0,69
Osinko	0,08	0,20	0,30
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,5
EV/EBITDA	11,2	7,3	5,8
EV/EBIT (oik.)	25,9	8,0	7,4
P/E (oik.)	12,9	12,0	9,0
P/B	2,1	3,0	2,4
Osinko-%	2,4 %	3,2 %	4,9 %

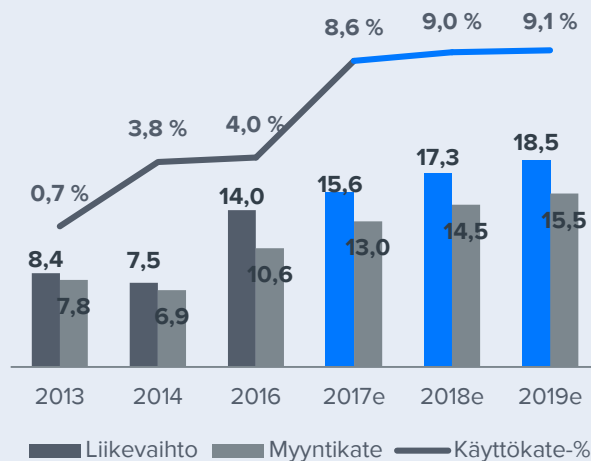
Kurssikehitys



— Zeeland Family — Omxhcap

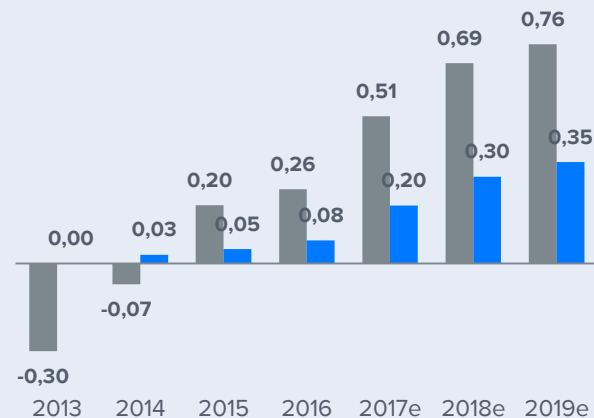
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja käyttökate-%



Lähde: Inderes. 2013-2014 luvut FAS ja 2015- IFRS

Osakekohtainen tulos (oik.) ja osinko



Lähde: Inderes. 2013-2014 luvut FAS ja 2015- IFRS



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu ja ristiinmyyntipotentiaali
- Jatkuvien palveluiden kasvu
- Osaamista ja kasvua tukevat yritysostot
- Kannattavuuden parantuminen



Riskitekijät

- Toimialan suhdanneherkkyys ja ei-jatkuvien palveluiden lyhyt näkyvyys
- Kilpailutilanteen ja teknologioiden muutokset
- Henkilöstön saatavuus
- Yrityssoriskit



Arvostus

- Tulokasvunäkymiin nähden hinnoiteltu houkuttelevasti tulokertoimilla
- Kohtuullinen osinkotuotto
- Operatiivinen riskitaso madaltunut, mikä nostaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- Matala efektiivinen veroaste

P/E

9,0x

2018e

EV/EBITDA

5,8x

2018e

EV/S

0,5x

2018e

Osinko-%

3,2

2017e

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Liiketoimintamalli	s. 9-13
Sijoitusprofiili	s. 14-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 16-19
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 20-24
Taloudellinen kehitys	s. 25-28
Ennusteet	s. 29-30
Arvonmääritys ja suositus	s. 31-32
Taulukot	s. 33-38
Vastuuvapauslauseke	s. 39

Zeeland Family lyhyesti

Zeeland Family on yksi Suomen johtavista markkinointipalveluihin erikoistuneista konserneista.

1999

PERUSTAMISVUOSI

2011

LISTAUTUMINEN

~40 % (2016 ~20 %)

Jatkuvien palveluiden osuus myyntikatteesta 2017e

14,0 MEUR (+6 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016 (IFRS)

0,6 MEUR (4,0 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE OIK. 2016

170

HENKILÖSTÖ
Q3/2017

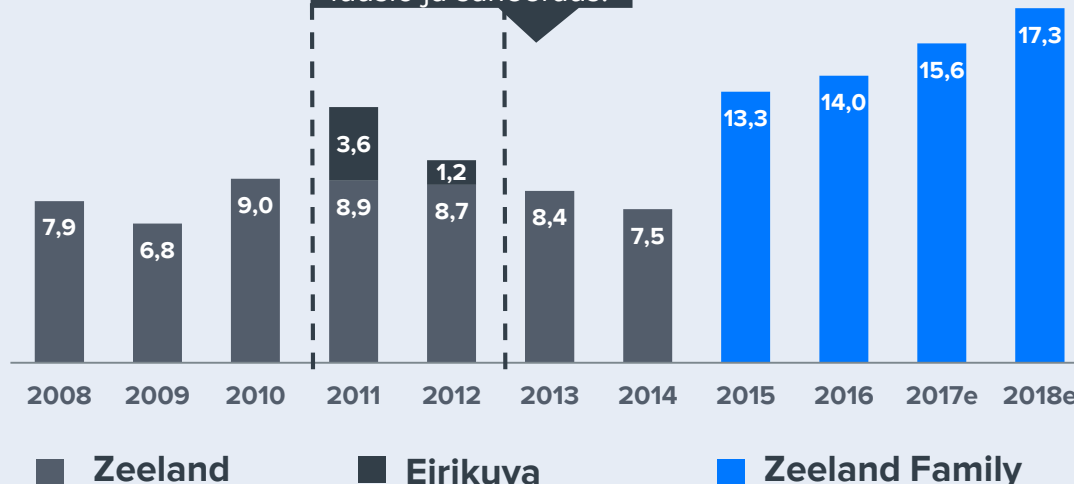
26

YRITYSKAUPPAA
PERUSTAMISESTA

Zeeland nimi käyttöön.
Laajentuminen yritysostoin (11 kpl).

Listautuminen Eirikuva-yritysoston kautta. Irtautuminen Eirikuvasta, tytäryhtiöiden fuusio ja saneeraus.

Liiketoimintojen uudelleen organisointi ja tervehdytys. Kasvua tukevia yritysostoja (7 kpl) ja yhdistyminen The Family Inc. Advertising Network Oy:n kanssa.



Yhtiöesittely

Markkinoinnin palveluyhtiö

Zeeland Family Oyj on yksi Suomen suurimmista markkinoinnin palveluita tarjoavista konserneista. Yhtiö on syntynyt vuonna 1999 turkulaisen mainostoimiston pohjalta. Perustamisen jälkeen yhtiö on laajentunut lukuisten yrityskauppojen kautta laaja-alaiseksi markkinointiviestinnän palvelutarjoajaksi. Nykyisen nimen konserni sai huhtikuussa 2015 yhdistyttyään markkinointitoimisto Familyn kanssa. Yhtiö listautui First Northiin vuonna 2011 ns. käänteisen listautumisen kautta.

Zeeland Familyn palveluksessa oli Q3'2017 lopussa noin 170 henkilöä. Yhtiöllä on päätoimipisteet Helsingissä ja Turussa, sekä pienet toimistot Oulussa, Jyväskylässä, Joensuussa ja Tampereella.

Kokonaisvaltainen palvelutarjoama ja uniikit markkinoinnin ulkoistuspalvelut

Zeeland Familyn liiketoimintaideana ja erottautumistekijänä on kattaa monipuolisesti ja kokonaisvaltaisesti markkinointiviestinnän palvelut, sisältäen mm. mainostoimiston, mediatoimiston, viestintätoimiston, valmennusyrityksen ja markkinoinnin ulkoistuksen. Yhtiön tarjoamilla palveluilla pyritään mm. lisäämään asiakasyritysten tunnettuutta, vaikuttavuutta, myyntiä ja tehostamaan markkinoinnin resurssien käyttöä.

Yhtiön palvelukokonaisuuteen kuuluvat mm.

1) Advisory-palvelut, 2) Brändi ja yritysilme, 3) Digitaalinen markkinointi, 4) Inbound markkinointi, 5) Kansainvälinen markkinointi, 6) Mainonta, 7) Markkinoinnin ulkoistus, 8) Mediatoimisto, 9) Sijoittajaviestintä, 10)

Sisältömarkkinointi ja asiakaslehdet, 11) Sosiaalinen media, 12) Tutkimus ja insight, 13) Valmennus, 14) Viestintätoimisto ja 15) PR-toimisto.

Yhtiön asiakaskunta on hajautunut laajasti (yli 300 asiakasta), ja se koostuu pääasiassa suurista ja keskisuurista yhtiöistä sekä julkisen sektorin organisaatioista. Asiakastoimialojen suhteen yhtiöillä ei ole mitään erityistä fokusaluetta, sillä käytännössä kaikki organisaatiot ostavat/tarvitsevat jossain määrin markkinointiviestintäpalveluita.

Vaikeuksien kautta vahvalle tulokasvu-uralle

Zeeland Familyn operatiivinen kehitys oli vuodesta 2009 vuoteen 2013 saakka erittäin heikkoa, mikä söi taseen oman pääoman ja velkaannutti yhtiötä voimakkaasti. Heikon kehityksen taustalla olivat erityisesti vuonna 2010 tehty epäonnistunut yritysosto ja odotettua kalliimmaksi sekä hitaammaksi osoittautunut irtautuminen vuonna 2011 toteutetun käänteisen listautumisen myötä konserniin liitetystä kuvanvalmistustoiminnasta. Lisäksi konsernin tuloskehitystä heikensi heikko yleinen markkinatilanne ja tehostamistoimien sekä organisaatiomuutosten kustannukset.

Yhtiö onnistui irtautumaan tappiollisista liiketoiminnoista vuonna 2012 ja tervehdyttämään taseen ja tuloksen hakemalla vuonna 2013 suurimman tytäryhtiön (Zeeland Group Oy:n) vuoden 2020 loppuun ulottuvaan saneerausmenettelyyn sekä integroimalla yhtiöt suuremmaksi kokonaisuudeksi.

Vuodesta 2013 alkaen Zeeland Familyn operatiivinen tulos on ollut positiivinen ja muutamaa heikompaakin jaksoa lukuun ottamatta vahvan nousujohteinen. Konsernin käyttökate oli

vuonna 2016 0,6 MEUR, eli noin 4 % liikevaihdosta. Ennustamme vuoden 2017 käyttökatteeksi 1,3 MEUR, eli 8,4 % liikevaihdosta.

Yritysostot ja ulkoistussopimukset vauhdittaneet kasvua viime vuosina

Zeeland Familyn vuoden 2016 myyntikate oli 10,6 MEUR (8,7 MEUR IFRS), missä oli kasvua 23 % vuodesta 2015. Vuonna 2017 ennustamme myyntikatteen kasvavan 23 % 13 MEUR:oon. Keskeisimpinä ajureina viime vuosien kasvun taustalla ovat olleet yritysostot ja liiketoimintakaupat, jotka ovat tärkeä osa Zeeland Familyn strategiaa. Vuosina 1999-2017 Zeeland Family on toteuttanut kaikkiaan yhteensä 26 yritys- tai liiketoimintakauppaa. Myös yhtiön orgaaninen kasvu on ollut viime vuodet vahvaa. Arvioimme kuluvan vuoden orgaanisen kasvun yltävän myyntikatteesta mitattuna yli 20 %:iin, mistä pääosa muodostuu SOK:n kanssa tehdystä kolmivuotisesta markkinoinnin tuotannon ulkoistussopimuksesta.

Yritysrakenne

Zeeland Family -konserni koostuu kahdeksasta juridisesta yksiköstä. Konsernin emoyhtiö on pörssilistattu Zeeland Family Oyj. Emoyhtiöllä ei ole tällä hetkellä varsinaista operatiivista toimintaa, vaan yhtiö tarjoaa hallinnollisia palveluja omistamilleen tytäryhtiölle Zeeland Group Oy:lle, Zeeland Media Group Oy:lle (omistus 90 %), Zeeland United Oy:lle, H1 Web Oy:lle, Sugar Helsinki Oy:lle, Pakkahuone Oy:lle ja Serus Media Oy:lle.

Zeeland Familyn yhtiörakenne 2017

Zeeland Family Oyj Konsernin emoyhtiö, listattu osake Konsernin hallintopalvelut ja johto						
Omistus 100 %				90 %	26 %	64 %
Zeeland Group Oy	Sugar Helsinki Oy	Zeeland United Oy	H1 Web Oy	Zeeland Media Group Oy	Neocard Oy	Bee Consulting Oy
Velkasaneeraus vuoteen 2020 Zeelandin “vanhat” liiketoiminnot Arvioitu osuus myyntikatteesta < 50 %	Lifestyle PR-toimisto Arvioitu osuus myyntikatteesta n. 2 %	Markkinointi-viestintäpalvelut, videotuotanto Arvioitu osuus myyntikatteesta n. 35 %	Verkkopalvelut Arvioitu osuus myyntikatteesta n. 3 %	Mediatoimisto Inbound-markkinointi Arvioitu osuus myyntikatteesta n. 10 %		Ei liiketoimintaa
Pakkahuone Oy Laajentuminen Ouluun, 2017						

Kumppanit



Pohjoismaiden ensimmäinen HubSpot timanttitaso partneri



Itsenäisten mainostoimistojen ketju, johon kuuluu yli 90 toimistoa Amerikoissa, Euroopassa, Afrikassa, Aasiassa ja Australiassa.

Osaamisalueet



PR ja viestintä



Digitaalinen markkinointi



Strategia, tutkimus, insight



Suunnittelu



Digitaaliset palvelut



Media, analytiikka ja Inbound-markkinointi



Visuaalinen suunnittelu, videot



Markkinointi-viestinnän tuotanto

Liiketoimintaidea

Johtava markkinoinnin palvelutoimisto Suomessa

Markkinoinnin ulkoistuspalvelut



Viestintä, PR ja brändi

Digitaalinen markkinointi, Some ja verkkosivustoratkaisut

The
ZEELAND FAMILY

Markkinoinnin strategiat, suunnittelu ja sisältötuotanto



Markkinoinnin automaatio, ohjelmallinen ostaminen, mediatoimisto



Toimitusmallit

Konsultointi ja projektit



Markkinoinnin ulkoistuspalvelut

Jatkuva palvelut ja tuki



Kilpailu



Markkinointiviestintäkonsernit



Pienet erikoistuneet toimijat ja paikalliset yhtiöt

Go-to-market

Laajasti Suomen kattava palvelu-/myyntiverkosto:

Helsinki, Turku, Oulu, Jyväskylä, Tampere, Joensuu

Kansainvälinen verkosto AMIN Worldwide yhteistyön kautta.

Asiakkaat



Suuret yritykset



Keskisuuret yritykset



Julkisen sektorin organisaatiot

Kustannus-rakenne

>170 hlö (2017e)



Asiantuntijat (60 % kustannuksista)



Alihankinnat ja ostot (16 %)



Liiketoiminnan muut kulut (15 %)



Poistot (2 %)

-14,6 m€ (2017e)

Tulovirrat

Projekti- ja jatkuva liiketoiminta (2017e arvio)

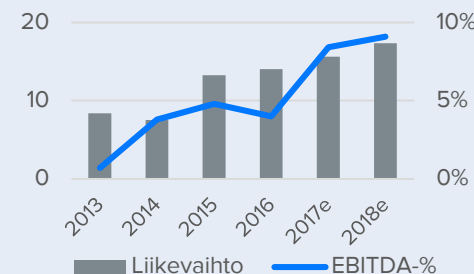


~60 %



~40 %

Liikevaihto 15,6 m€
EBITDA 1,35 m€ (2017e)



Liiketoimintamalli 1/3

60 % projekti- ja 40 % toistuvaa liikevaihtoa

Zeeland Familyn liiketoiminta on vielä perusluonteeltaan räätälöityjen, ei-toistuvien ja projektiluonteisten asiantuntijapalveluiden myymistä. Projektiluonteiset palvelut muodostavat nykyisin noin 60 % Zeeland Familyn myyntikatteesta. Yhtiö on pyrkinyt liiketoiminnassaan kasvattamaan voimakkaasti jatkuvien palveluiden osuutta liikevaihdostaan, mikä tuo liikevaihtoon parempaa näkyvyyttä ja ennustettavuutta. Jatkuvien palveluiden osuus yhtiön myyntikatteesta kasvaa merkittävien ulkoistussopimusten myötä tänä vuonna jo noin 40 %:iin liikevaihdosta (2016: noin 20 %).

Tuotanto pitkälti omien resurssien varassa

Zeeland Family tuottaa palvelunsa pitkälti omin henkilöstöresurssein ja myyntikanavan kautta. Tuotantorakenne ja myyntikanavat perustuvat näkemyksemme mukaan yhtiön omiin strategisiin valintoihin sekä toimialan käytäntöihin. Vahvasti omissa käsissä olevan tuotantoresurssien ja myyntikanavan etuna on prosessien yhdenmukaisuuden ja ohjattavuuden kautta saavutettava palvelujen tasalaatuisuus, tehokkuus ja toimitusvarmuus. Toimintamallin varjopuolena on taas suuri herkkyys liikevaihdon ja projektikannan ennakoimattomille vaihteluille, sillä iso osa kulurakenteesta on kiinteää 3-12 kuukauden aikajänteellä. Henkilöstökuluista alihankinnan osuus on arviolta alle 5 %, joten niiden resurssien joustavuus on lyhyellä aikajänteellä matala.

Monipuolinen palvelu- ja asiakasjakauma

Zeeland Familyn palvelutarjoama ja asiakasjakauma ovat hyvin monipuoliset ja kattavat, eikä yhdenkään yksittäisen asiakkaan osuus ole ollut historiallisesti yli 5 % liikevaihdosta. Vuonna 2017 SOK:n

ulkoistussopimuksen (2 MEUR/v) osuus liikevaihdosta tulee kuitenkin olemaan yli 10 %. Myöskään yhdenkään yksittäisen palvelualueen osuus yhtiön kokonaisliikevaihdosta ei nouse arviomme mukaan yli 30 %:iin. Zeeland Familyn asiakaskunta koostuu yli 300 suuresta ja keskisuuresta yhtiöstä sekä julkisen sektorin organisaatioista.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

Zeeland Familyn liiketoimintamalli tuottaa normaalisti hyvin kassavirtaa, sillä henkilötöyvaltaiselle liiketoiminnalle tyypilliseen tapaan yhtiön osto- ja siirtovelat ovat saamia selvästi suuremmat. Tästä johtuen Zeeland Familyn nettokäyttöpääoma on tyypillisesti selvästi negatiivinen, joten liiketoimintaan ja kasvuun sitoutuu vain vähän pääomaa.

Liiketoimintamallin investointitarpeet ovat myös maltilliset, sillä yhtiön kapasiteetti syntyy valtaosin henkilötöyvoimasta ja yhtiön kiinteiden investointien sekä tuotekehitystarpeiden osuus liikevaihdosta on hyvin matala. Pääasiassa investoinnit kohdistuvatkin yritysostoihin.

Rahoituksen rahavirta on kuitenkin se, mikä tulee syömään Zeeland Familyn tuottamaa liiketoiminnan rahavirtaa lähivuosina. Yhtiö lyhentää saneerausvelkaansa aina vuoteen 2020 asti ja tämä syö osan liiketoiminnan rahavirrasta.

Projektiluonteinen liikevaihto

Markkinointiviestinnän palvelut koostuvat vielä pääsääntöisesti ns. kertakaupasta tai hiukan pidempikestoisista projektitoimituksista. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että merkittävä osa liikevaihdosta on lyhytaikaista tulovirtaa. Tätä on osiltaan korostanut perinteisen markkinointiviestinnän arvoketjun

rikkoon tuminen ja pirstaloituminen, joka on johtanut ns. vuosittaisen vähentymiseen ja panostusten hajaantumiseen medioiden kesken. Tyypillisesti kertakauppojen/ projektitoimitusten liikevaihdon ennustettavuus on heikkoa ja yhtiöillä on korkeintaan muutaman kuukauden näkyvyys liikevaihdon kehittymiseen.

Ei-toistuvien, projektiluonteisten liiketoimintamallien skaalautuvuus on tyypillisesti heikkoa, sillä palvelut räätälöidään ja toteutetaan pitkälti asiakas-, tilaus- ja projektikohtaisesti. Zeeland Familyn palveluista heikoimmin skaalautuu näkemyksemme mukaan luova suunnittelu ja sisällön tuotanto. Skaalautuvuus on hiukan parempaa viestintä-, PR- sekä valmennuspalveluissa.

Jatkuvat palvelut

Yhtiön tällä hetkellä tarjoamat jatkuvat palvelut voidaan jakaa kolmeen kategoriaan: 1) Markkinoinnin ulkoistuspalvelut, 2) Some, PR ja digitaalinen markkinointi jatkuvana palveluna ja 3) digitaalisten palveluiden ylläpito.

Zeeland Familyn jatkuvista palveluista parasta toistuvuutta ja näkyvyyttä edustavat markkinoinnin ulkoistuspalvelut. Markkinoinnin ulkoistuspalvelussa Zeeland Family ottaa haltuunsa asiakkaidensa markkinointitoiminnot ja/tai markkinoinnin suunnittelun ja toteutuksen. Joissakin tapauksissa ulkoistukset tehdään liiketoimintakauppoina, jolloin henkilöstöä voi siirtyä asiakasyrityksestä Zeeland Familylle. Ulkoistuspalvelut laajentavat siten Zeeland Familyn markkinapotentiaalia asiakkaiden markkinointihenkilöstön arvonmuodostukseen. Markkinoinnin ulkoistussopimuksilla on merkittävä vaikutus Zeeland Familyn liikevaihtoon ja myyntikatteeseen, sillä tämänhetkisten sopimusten arvot ovat vuositasolla 0,1-2,0 MEUR.

Liiketoimintamalli 2/3

Lisäksi markkinoinnin ulkoistussopimuksen päälle pystytään yleensä myymään asiakkaan tarpeiden mukaan projektimyyntiä 5-10 % ulkoistussopimuksen arvosta. Yhtiöllä on käsityksemme mukaan tällä hetkellä noin 10 asiakasta ulkoistuspalveluiden piirissä ja neuvotteluja uusista sopimuksista käydään jatkuvasti. Kokonaisulkoistuksissa sopimukset tehdään tyypillisesti vähintään kaksivuotisiksi, kun taas osittaisissa ulkoistuksissa sopimukset ovat toistaiseksi voimassaolevia 3-6 kuukauden irtisanomisajalla.

Toisena jatkuvien palveluiden kategoriana Zeeland Family tarjoaa mediatoimisto-palveluitaan (Some, PR ja digitaalinen markkinointi) jatkuvina palveluina ja yhtiöllä on jo yli 50 asiakasta palvelun piirissä. Näiden sopimusten arvo vaihtelee käsityksemme mukaan vuositalolla 1000-10000 euron välillä ja niillä on jo kohtalainen merkitys yhtiön liikevaihtoon.

Digitaalisten palveluiden ylläpidosta saatava liikevaihto on yksittäisen asiakkaan kohdalla vuositasolla tyypillisesti muutamien tuhansien eurojen luokkaa. Zeeland Familyllä on käsityksemme mukaan tällaisia asiakkuuksia noin 70-100 kappaletta tällä hetkellä, joten näiden palveluiden osuus liikevaihdosta on suhteellisen pientä.

Jatkuvien palveluiden hyödyt

Ulkoistuspalvelun avulla asiakkaan markkinoinnista tulee tehokkaampaa, kun toimittajien määrä vähenee ja turha hukka, mitä usean toimittajan mallissa väijäämättä pääsee syntymään, jää pois. Markkinoinnista tulee lisäksi

johdettavampaa ja läpinäkyvämpää, kun sitä aletaan koordinoimaan selkeiden työkalujen ja prosessien avulla. Lisäksi markkinoinnin kustannukset ovat ennakoitavampia ja läpinäkyvimpiä, kun Zeeland Family toimii asiakkaan kanssa määritellyn budjetin puitteissa. Myös markkinoinnin laatu paranee yli ajan, sillä ymmärrys asiakkaan liiketoiminnasta ja markkinointitarpeista syvenee asiakassuhteen jatkuessa pidempään verrattuna yksittäiseen projektiin.

Jatkuvat palvelusopimukset ovat myös Zeeland Familyn näkökulmasta houkuttelevia. Pitkät ja kokoluokaltaan suuret ulkoistussopimukset tarjoavat yhtiölle kasvupotentiaalia, jatkuvaa liikevaihtoa ja ennustettavaa kassavirtaa. Asiakkaan markkinointiin ja liiketoimintaan päästään syventymään huomattavasti yksittäistä projektia syvemmin, mikä lisää myös henkilöstön tyytyväisyyttä, kun suhde asiakkaaseen syvenee. Lisäksi toimintatavat ja prosessit yleensä tehostuvat ajan myötä parantaen kustannustehokkuutta mahdollistaen osittaisen kustannusten skaalautumisen liiketoiminnan kokoluokan kasvun myötä.

Jatkuvien palveluiden haasteet

Markkinoinnin ulkoistuspalveluiden haasteena on ollut pitkät myyntisyklit, sillä konsepti on vielä asiakasyrityksille tuntematon ja sen tarve on haastavaa ymmärtää, vaikka se on yhtiön mukaan herättänyt kiinnostusta. Suuret asiakasreferenssit (esim. SOK) auttavat kuitenkin myyntityötä jatkossa.

Uuden ulkoistamissopimuksen alkaessa sopimuksen kannattavuus voi alkuvaiheessa olla

heikolla tasolla, sillä uuden asiakkaan liiketoiminnan ja markkinointitarpeiden sisäistäminen vie aikaa ja normaalia enemmän työvoimaa, kun samalla asiakkaan päivittäinen markkinointityö tulee aloittaa heti. Sopimuksen kannattavuus kuitenkin kasvaa ajan myötä, kun toiminta tehostuu oppimisen ja jatkuvan parantamisen kautta.

Isoissa ulkoistamissopimuksissa Zeeland Familyn neuvotteluvoima suuria asiakkaita vastaan on rajallinen, sillä asiakkailla on lukuisia vaihtoehtoja markkinointipalveluiden toimittajiksi. Täten yhtiön voi olla vaikeaa neuvotella esimerkiksi hinnankorotuksista sopimuskausien päättyessä, ellei asiakkaalle saada tarjottua edellistä sopimusta laajempia palveluita. On todennäköistä, että asiakkaat pyrkivät neuvottelemaan sopimuksen hintatasoa alaspäin sopimuskauden päättyessä. Tämä tarkoittaa, että Zeeland Familyn tulee pystyä jatkuvaan tehostamiseen tai palvelun laajentamiseen, jotta se voi tarjota asiakkaalle ulkoistamisesta saadut hyödyt ja tekemään samalla kannattavaa liiketoimintaa jatkuvilla palveluilla.

Suurten ulkoistussopimusten menetykset vaikuttaisivat myös tässä vaiheessa suhteellisen merkittävästi Zeeland Familyn liikevaihtoon sopimusten vähäisen lukumäärän vuoksi. Esimerkiksi SOK:n kanssa tehdyn 6 MEUR:n 2+1 vuotisen sopimuksen yhden vuoden optiosta päätetään ensi vuoden aikana ja tämän menettäminen tarkoittaisi 2 MEUR:n pudotusta vuosittaiseen liikevaihtoon. Odotamme, että optio käytetään ja sopimus jatkuu vielä vuoden 2019.

Liiketoimintamalli 3/3

Tämän jälkeen SOK-sopimuksen suhteen on kolme skenaariota: 1) sopimus jatkuu alhaisemmalla hinnalla (palvelutaso säilyy samalla tasolla), 2) sopimuksen hinta ja laajuus neuvotellaan uudelleen tai 3) sopimus päättyy.

Näkyvyys sopimuksen jatkoon on vielä heikolla tasolla, mutta Zeelandilla on hyvät edellytykset sopeuttaa kustannustasoaan etukäteen, jos sopimusta ei päätetä jatkaa, mikä pienentää sopimuksen päättymiseen liittyvää kannattavuus-riskiä.

Zeeland Familyn voi vastata tämänhetkisiin haasteisiin kasvattamalla ulkoistussopimusten asiakaskantaansa, jolloin yksittäisen sopimuksen suhteellinen merkitys pienenee. Lisäksi yhtiö voi paikata jatkuvien sopimusten uusiutuessa mahdollisesti heikentyvää katetta lisäprojektimyynnillä ja oman toimintansa jatkuvalla tehostamisella.

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Zealand Familyn liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Markkinoinnin ulkoistuspalveluiden ajurit

Sijoittaja

- Kassavirrat jatkuvia ja ennustettavia
- Kasvupotentiaali markkinoinnin ulkoistussopimusasiakkaiden lisääntyessä
- Kasvun onnistuessa mahdollisuus osittaiseen skaalautuvuuteen ja korkeampaan kannattavuuteen
- Isojen sopimusten uudistukset voivat aiheuttaa epäjatkuvuuskohtia liikevaihtoon ja kannattavuuteen

Asiakas

- Tehokkuus paranee, kun toimittajien määrä laskee
- Markkinoinnin johdettavuus ja läpinäkyvyys kasvaa
- Selkeät työkalut ja prosessit markkinointiin
- Kustannusten läpinäkyvyys, ennakoitavuus ja budjetoitavuus paranee
- Markkinoinnista liiketoiminnan ajuri
- Markkinoinnin kokonaislaatu paranee
- Vaatii merkittävää toimintamallin muutosta, mikä voi olla organisaatiolle iso kynnys



Palvelutoimittaja

- Pitkät jatkuvat sopimukset tuovat liikevaihtoon jatkuvuutta ja ennustettavuutta
- Mahdollisuus lisäprojektimyyntiin jatkuvan sopimuksen päälle
- Syvemmät ja pidemmät asiakassuhteet
- Henkilöstö- ja asiakastytytyväisyys kasvaa
- Kustannustehokkaampi operatiivinen malli
- Isojen sopimusten uudistaminen voi laskea sopimuskannan arvoa ja heikentää liikevaihdon kehitystä ja kannattavuutta lyhyellä aikavälillä

Sijoitusprofiili

Kasvuyhtiö

Zeeland Family profiloituu toimialan murroksen, markkinoinnin ulkoistuspalveluiden kasvu-potentiaalin sekä aktiivisen yritysostostrategian kautta sijoittajan näkökulmasta vahvasti kasvuyhtiöksi. Kasvun takana on ollut historiallisesti pääosin yritysostot, mutta myös yhtiön orgaaninen kasvu on ollut viime vuodet vahvalla tasolla.

Yhtiön historia on ollut vaikea ja yhtiön suurin tytäryhtiö on aiemmista vaikeuksista johtuen edelleen saneerausohjelmassa. Zeeland Family on kuitenkin onnistunut viime vuosina tervehdyttämään lähes kaikki liiketoiminnot kannattavasti kasvaviksi, joten emme luokittele yhtiötä tuloskehityksen tai rahoitusriskien puolesta käänneyhtiöksi, vaan riskit liittyvät enemmän toimialaan ja yhtiön kykyyn luoda kasvua.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yritysostot ovat keskeinen osa Zeeland Familyn strategiaa. Toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on runsasta. Zeeland Familyllä on lähihistoriasta hyvät näytöt onnistuneista yrityskaupoista, mutta yrityskauppoihin sisältyy henkilövaltaisella toimialalla myös paljon riskejä. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat option, jotka onnistuessaan kiihdyttävät tuloskasvua ja luovat matalien ostokohteiden arvostustasojen kautta omistaja-arvoa.

Osakkeen likviditeetti on matala

Zeeland Family on liiketoiminnan kokoluokaltaan ja markkina-arvoltaan pieni

yhtiö. Pieni koko nostaa sekä yhtiön operatiivista riskitasoa, mutta myös heikentää osakkeen likviditeettiä. Vaikka yhtiön vapaasti vaihdettavien osakkeiden suhteellinen osuus on melko korkea (n. 60-70 %), on niiden markkina-arvo yhteensä vain noin 5-6 MEUR.

Potentiaali

Zeeland Familyn osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Orgaaninen kasvu:** Markkinointitoimiala on voimakkaassa murroksessa, mikä tarjoaa yhtiölle potentiaalia vahvaan orgaaniseen kasvuun. Lisäksi yhtiöllä on huomattavaa ristiinmyyntipotentiaalia asiakaskunnassaan.
- **Jatkuvat palvelut:** Zeeland Familyn tarjoamien markkinoinnin ulkoistus-palveluiden ja muiden jatkuvien palveluiden liikevaihto on voimakkaassa kasvussa ja niiden kasvupotentiaali on korkea. Lisäksi ne myös laskevat yhtiön operatiivista riskitasoa tarjoamalla ennustettavuutta liikevaihtoon.
- **Yrityskaupat:** Zeeland Family hakee 20-30 %:n vuosikasvua yritysostoilla. Yritysostoilla yhtiö voi onnistuessaan kiihdyttää kasvua, luoda skaalaetuja ja omistaja-arvoa.
- **Matala pääoman tarve:** Yhtiön liiketoimintamalli sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat yrityskauppoja lukuunottamatta pienet. Yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa on siten hyvä, mikä mahdollistaa velkojen takaisinmaksun lisäksi, pienet yritysostot ja osingonjaon.
- **Laskennalliset verosaamiset:** Yhtiöllä on

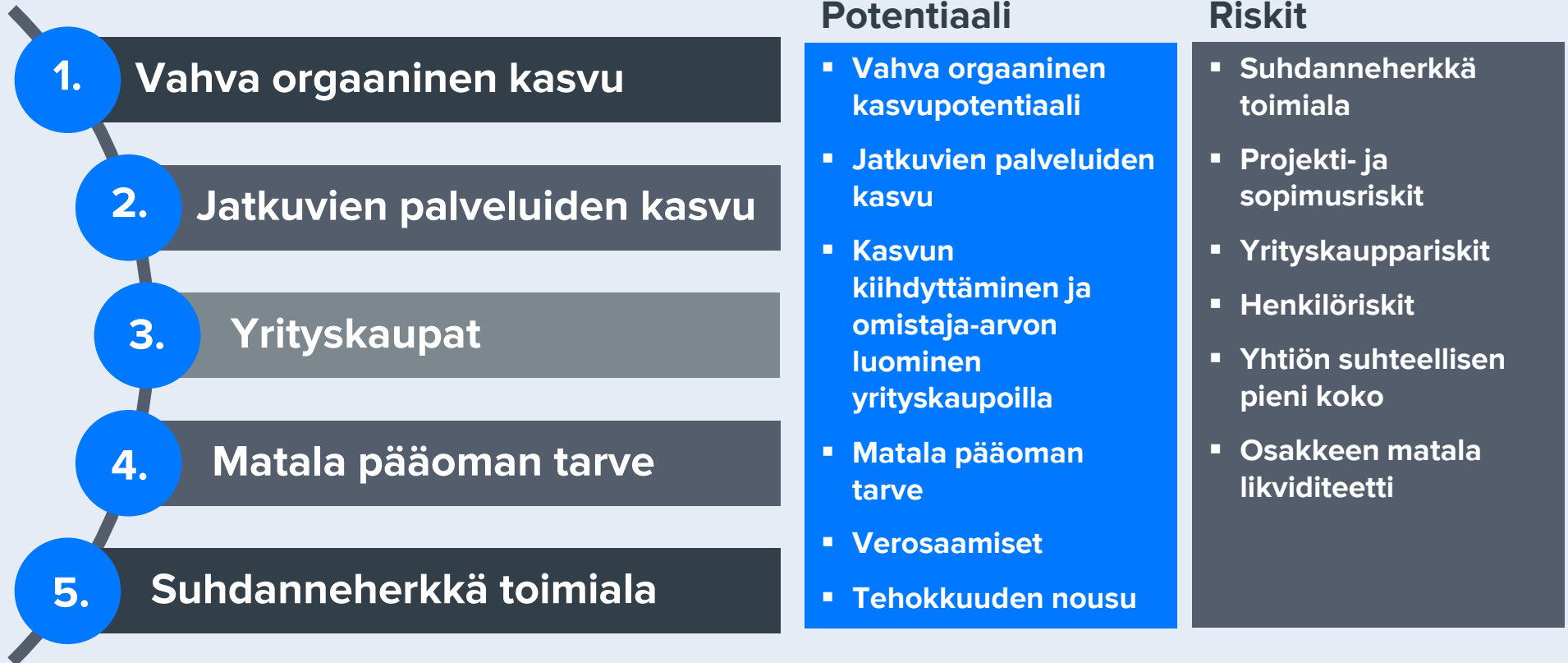
mahdollisuuksia kirjata merkittävästi laskennallisia verosaamisia aikaisempien tappioiden takia, mikä alentaa yhtiön efektiivistä veroastetta vuosiksi eteenpäin.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Suhdanne- ja toimialariskit:** Zeeland Family toimii projektivetoisella ja henkilötyö-valtaisella toimialalla, minkä vuoksi kapasiteetin käyttöasteet voivat vaihdella nopeasti ja heikentää tuloskehitystä. Toimiala on lisäksi hyvin pirstaloitunut ja alalletulokynnys on matala, mikä voi muuttaa nopeasti kilpailutilannetta ja heikentää Zeeland Familyn markkina-asemaa.
- **Projekti- ja sopimusriskit:** Merkittävä osa Zeeland Familyn liikevaihdosta perustuu kiinteähintaisiin projekti- ja ulkoistussopimuksiin, joihin liittyy projektien ja sopimusten hallintaan, hinnoitteluun ja laatuun liittyviä riskejä. Historiallisesti Zeeland Family on kuitenkin pystynyt hallitsemaan projekti- ja sopimusriskejä hyvin ja lisäksi yksittäisillä asiakkuuksilla on S-ryhmän asiakkuutta lukuunottamatta tyypillisesti pieni vaikutus kokonaisuuteen.
- **Yrityskauppojen epäonnistuminen:** Yrityskauppojen strukturointiin, hinnoitteluun, avainhenkilöiden sitouttamiseen ja yhtiöiden integrointiin osaksi konsernia liittyy riskejä.
- **Henkilöriskit:** Zeeland Familyn liiketoiminta, kasvu ja asiakassuhteet ovat riippuvaisia henkilöstön saatavuudesta ja osaamisesta.

Sijoitusprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategiassa painottuu kasvu, jatkuvuus ja tehokkaampi toimintatapa

Zeeland Familyn strategiassa on nähdäksemme neljä keskeistä kulmakiveä:

- Toimialan monipuolisin ja kattavin palvelu mahdollistaa laajan asiakaskohderyhmän
- Jatkuvien palveluiden osuuden kasvu parantaa näkyvyyttä ja skaalautuvuutta
- Osaamista, palveluvalikoimaa, asiakaskuntaa ja maantieteellistä peittoa täydentävät yritysostot kiihdyttävät kasvua
- Liiketoimintamallin kehitys ja organisaation madaltaminen mahdollistaa paremman tehokkuuden ja kannattavuuden

Lisäksi yhtiö kartoittaa mahdollisuuksia laajentaa toimintaa kansainvälisesti.

Laaja-alaiset ja kattavat palvelut kasvattavat markkinapotentiaalia

Zeeland Familylla on yksi Suomen laajimmista markkinointiviestintäpalveluiden palvelutarjoomasta ja toimialan kattavin maantieteellinen palveluverkosto. Myös henkilökunnan määrällä mitattuna Zeeland Family on yksi toimialansa suurimmista yhtiöistä Suomessa. Laaja-alaisuus mahdollistaa yhtiölle muita toimijoita laajemman asiakaskohderyhmän sekä asiakkaiden koon että maantieteellisen sijainnin perusteella.

Zeeland Familyn strategiassa yhtiön pääasiallinen asiakaskohderyhmä on keski- ja suuret organisaatiot, sillä niiden palvelutarpeet ja ostokäyttäytyminen sopivat parhaiten yhteen yhtiön laaja-alaisen liiketoimintamallin kanssa. Fokusoitumalla keski- ja suuriin yhtiöihin Zeeland Family pyrkii myös

erottautumaan kilpailijoista ja välttämään riippuvuutta hyvin kilpaillusta ja varsin kapeasta isojen organisaatioiden asiakasryhmästä. Johdon arvion mukaan Suomessa on noin 200 suurta asiakasyritystä, kun potentiaaaliltaan keski- ja suuriin yhtiöitä on noin 2000.

Zeeland Familyn johdon mukaan keski- ja suuriin yhtiöillä on usein tarve ja kiinnostus hankkia kaikki tarvitsemansa markkinointiviestinnän palvelut saman katon alta, mutta tarjontaa laaja-alaisille palveluille on vain vähän. Lisäksi tässä asiakassegmentissä hankinnat tehdään tyypillisesti keskitetysti, kun isoissa organisaatioissa ostaminen on useimmiten hajautettua ja projektikohtaista. Keski- ja suuret yhtiöt ovat myös Zeeland Familyn markkinoinnin ulkoistuspalveluiden pääkohderyhmää. Yhtiön johdon arvion mukaan markkinoinnin ulkoistuspalvelusta saatava kustannus- ja tuottavuushyödyt ovat parhaimmillaan keski- ja suuriin yhtiöissä organisaatioissa.

Jatkuvien palveluiden osuus kasvaa

Zeeland Familyn strategian ja kasvupotentiaalin kannalta yksi keskeisimpiä tekijöitä on jatkuvien palveluiden osuuden kasvu. Tässä keski- ja suuriin yhtiöissä ovat erityisesti kokonaisvaltaiset markkinoinnin ulkoistuspalvelut, joita yhtiö on jo tarjonnut usean vuoden ajan. Jatkuvien palveluiden osuus nousee arviomme mukaan tänä vuonna noin 40 %:iin myyntikatteesta ja yhtiö pyrkii strategiassaan jatkuvasti saamaan lisää asiakkaita jatkuvien palveluiden piiriin.

Ulkoiistuspalvelujen tavoitteena on asiakkaan markkinointipanostusten optimointi, resurssien käyttöasteen parantaminen sekä Zeeland Familylle ennustettavuuden, kassavirran, resurssien hallinnan ja projektimyyntin potentiaalin parantaminen. Markkinoinnin ulkoistuspalvelut ovat Zeeland Familyn kasvun

kannalta tärkeitä, sillä sopimusten kokoluokat ovat yhtiön nykyiseen mittaluokkaan nähden suuria ja lisäksi jatkuvan palvelun asiakkaille pystytään usein myymään lisäpalveluita projektimyyntinä.

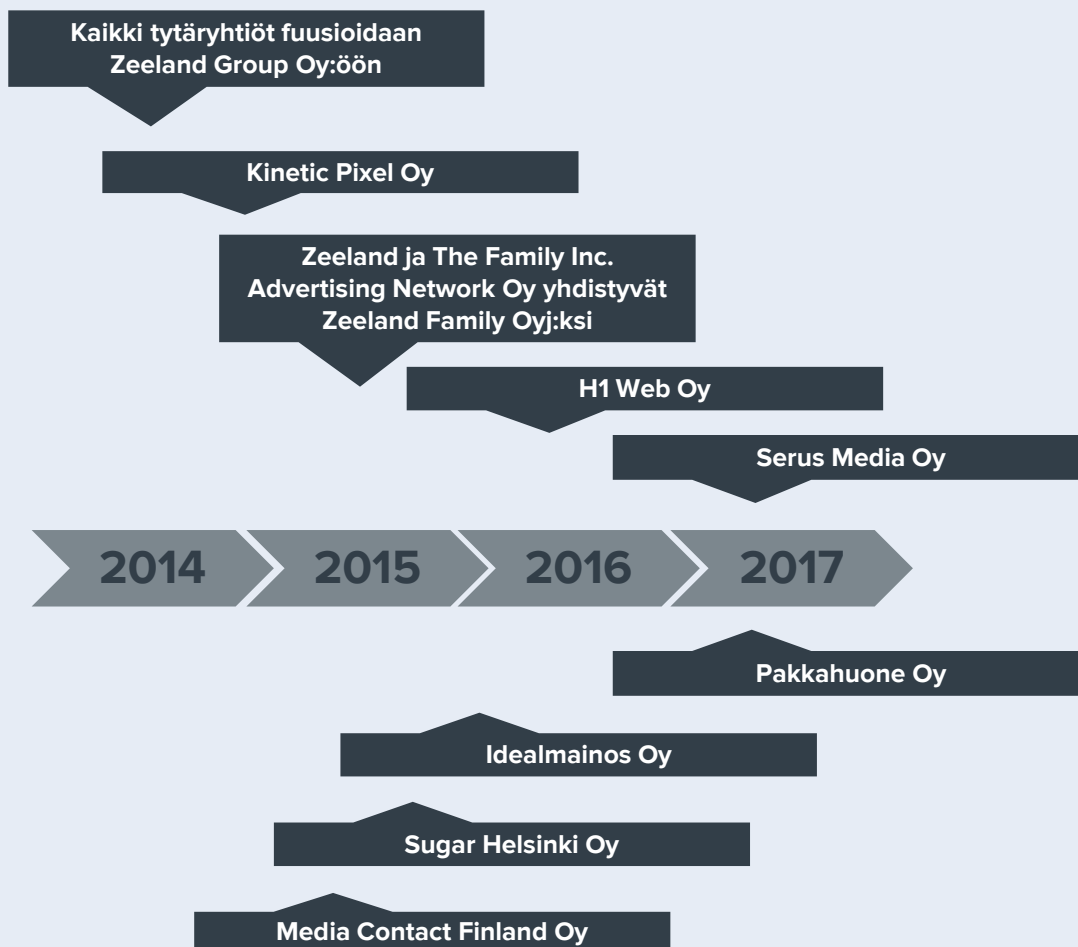
Ulkoiistuspalveluiden myyntiprosessit ovat tyypillisesti melko pitkiä, sillä ne voivat vaikuttaa sopimuksen laajuudesta riippuen merkittävästi asiakkaan tapaan toimia. Toinen ulkoistuspalvelujen laajentumista jossain määrin hidastava tekijä on edelleen palvelumallin tunnettuus. Yhtiön mukaan markkinoilla ei ole tällä hetkellä muita vastaavan laajuista palvelua tarjoavia yhtiöitä ja Zeeland Familyn haasteena on saada asiakas ymmärtämään palvelunsa hyödyt ennen kuin varsinaisiin neuvotteluihin ulkoistuksesta voidaan ryhtyä.

Täydentävät yritysostot tärkeä osa strategiaa

Zeeland Familylle on kertynyt toimintahistoriansa aikana kokemusta kaikkiaan 26:sta yritys-/liiketoimintakaupasta. Viime vuosina tehdyt yrityskaupat ovat näkemyksemme mukaan olleet onnistuneita. Arviomme mukaan yritysostojen onnistuminen on nyt aiempaa todennäköisempää, koska yhtiön organisaatio- ja toimintamalli on yhdenmukaistettu ja yritysostojen koko on tyypillisesti suhteellisen pieni kokonaisuuteen nähden, mikä helpottaa niiden integrointia.

Zeeland Family hakee yrityskaupoilla eritoten osaamista (esim. digitaaliseen markkinointiin) ja palveluvalikoimaa. Aiemmin kaupoilla haettiin myös maantieteellistä peittoa ja asiakaskantaa täydentäviä kohteita, mutta näiltä osin yhtiön tavoitteet alkavat Suomessa olla täytetty. Lisäksi yrityskaupoilla voidaan saavuttaa jonkin verran skaalaetuja, kun liiketoiminnan muut kulut hajautuvat laajemmin.

Viime vuosien yritysjärjestelyt



Zeeland Familyn yritysostokriteeristöä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Markkinointiviestintäpalveluiden toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on melko runsasta.

Zeeland Family on kartoittanut viime vuosina varsin laajasti toimialan potentiaalisia yritysostokohteita. Zeeland Familyn tähtäimessä on tällä hetkellä erityisesti pienehköt, lähes rekrytoinnin kaltaiset osaamista tai palveluvalikoimaa laajentavat hankinnat. Yhtiö tulee arviomme mukaan myös jatkamaan digitaalisen markkinoinnin palveluiden laajentamista yritysostoilla.

Yritysostot on tehty viime vuosina pääasiassa osakevaihdolla aiemmin heikon rahoitustilanteen vuoksi, mutta yhtiö suosii nykyään käteisen käyttöä kaupoissa. Ostokohteesta riippuen oman osakkeen käyttö on kuitenkin myös mahdollista. Kauppojen hinnoittelussa pyritään tyypillisesti hyvin lyhyisiin, 1-3 vuoden takaisinmaksuaikoihin.

Yritysostot luovat onnistuessaan tehokkaasti omistaja-arvoa, sillä ne kiihdyttävät tuloskasvua ja kasvattavat tyypillisesti välittömästi ostetun yhtiön liiketoiminnan arvoa. Jälkimmäinen seikka johtuu siitä, että sijoittajat hyväksyvät pörssi-yhtiölle normaalisti huomattavasti listaamatonta yhtiöitä korkeammat arvostuskertoimet esimerkiksi paremman rahoituksen saatavuuden ja osakkeen likviditeetin vuoksi.

Zeeland Familyn oma EV/EBITDA-kerroin on tällä hetkellä noin 6-7x tasolla, joten 2-3x kertoimella ostetun yhtiön arvo nousisi teoriassa jopa kolminkertaiseksi samalla hetkellä, kun Zeeland Family ostaa liiketoimintaan oikeuttavat osakkeet.

Toimintamallin kehitys

Zeeland Family on tehnyt viimeisen kahden vuoden aikana paljon toimintamallin kehitystoimia, joilla yhtiö hakee parempaa joustavuutta ja korkeampaa tehokkuutta. Toimintamallin kehitystoimet, kuten organisaatorakenteen madaltaminen ja toimintojen uudelleenorganisointi ovat näkemyksemme mukaan parantaneet merkittävästi yhtiön tehokkuutta, mutta myyntikate per henkilö suhdeluvulla mitattuna tehokkuus on edelleen suhteellisen matala mm. listattuihin IT-palveluyhtiöihin verrattuna.

Zeeland Family on esimerkiksi kehittänyt viimeisen vuoden ajan uutta toimintatapaa (nk. Magic Flow), jonka tavoitteena on tuoda IT-palveluyhtiöissä käytetyt ketterät toimintamallit yhtiön liiketoimintaan sekä jatkuvan kehittämisen mallit asiakastyöhön.

Kansainvälistyminen

Zeeland Familyllä on yhtenä tavoitteena laajentaa digitaalisen markkinoinnin palveluitaan tulevaisuudessa myös ulkomaille. Yhtiö toimii markkinoinnin automaatiojärjestelmää tarjoavan Hubspotin myyntipartnerina ja on tällä hetkellä maailmanlaajuisesti yli 4000 partnerin verkostossa top15-partnerien joukossa. Yksi mahdollinen polku kansainvälistymiseen voisi olla laajentuminen Hubspot-myyntiä ulkomaille ja tarjoamalla samalla digitaalisen markkinoinnin asiantuntijapalveluita asiakkaille.

Laajentuminen kansainvälisille markkinoille voidaan toteuttaa myös yritysostojen kautta. Yritysostojen toteuttaminen Suomen ulkopuolella voi olla kuitenkin selvästi vaikeampaa ja riskisempää, kuin kotimaisten

yritysjärjestelyiden toteuttaminen ja suhtaudumme tähän vaihtoehtoon varauksella.

Taloudelliset tavoitteet

Zeeland Familyn kesällä 2015 julkaisemat taloudelliset tavoitteet ovat pysyneet ennallaan. Yhtiö pyrkii pitkällä tähtäimellä saavuttamaan vahvaa orgaanista ja epäorgaanista kasvua sekä optimoimaan pääomarakennetta.

- Zeeland Family tavoittelee yli 10 prosentin vuosittaista orgaanista kasvua.
- Zeeland Family tavoittelee orgaanisen kasvun lisäksi 20-30 prosentin epäorgaanista kasvua yritysostojen ja yhdistymisen kautta.
- Zeeland Family tavoittelee myös pääomarakenteen tasapainottamista ja vähintään 20 %:n omavaraisuusastetta.

Zeeland Familyn strategia



Toimiala

Suomen markkinointiviestintämarkkina

Zeeland Familyn liiketoiminnan kehityksen kannalta keskeisiä toimialatason ajureita ovat Suomen markkinointiviestinnän ja eritoten markkinointiviestinnän suunnittelun määrän kehitys. Näiden markkinoiden yhteenlaskettu arvo oli Mainonnan neuvottelukunnan tekemän viimeisimmän tutkimuksen mukaan 2,9 mrd. euroa, josta suunnittelun osuus oli 0,38 miljardia euroa. Markkinointiviestinnän määrä on ollut Suomessa vuoden 2007 jälkeen laskutrendillä. Kehityksen taustalla on panostusten siirtyminen printtimediasta digitaalisiin kanaviin, talouden laskusuhdanne ja markkinointipanosien suuntautuminen tilaston ulkopuolelle jääville sektoreille, kuten markkinointiteknologiaan, -automaatioon ja -analytiikkaan. Avaus Marketing Innovations Oy:n tekemän arvion mukaan, tämän tilastojen ulkopuolelle jäävän panostusten arvo on noin 0,5 mrd. euroa.

Zeeland Familyn kohdemarkkinan arvoon voi periaatteessa laskea mukaan myös yritysten markkinointiviestintähenkilöstön palkkasumman, koska se kuvaa ainakin teoriassa Zeeland Familyn tarjoamien markkinoinnin ulkoistuspalveluiden markkinapotentiaalia. Zeeland Familyn tekemän arvion mukaan tämän markkinan koko on noin 3 miljardia euroa.

Toimialan kasvunäkymät ja sykliisyys

Markkinointiviestintä on toimialana melko herkkä talouden yleiselle suhdannevaihtelulle, sillä pääosa alan liikevaihdosta syntyy yritysten ja julkisen hallinnon ostamien investointiluonteisten palveluiden ja tuotteiden

tuotannosta. Pitkällä aikavälillä markkinointiviestintämarkkinan kasvu on seurannut melko tarkkaan yleistä talouskehitystä.

Mainostajien Liitto julkaisi lokakuussa 2017 Mainosbarometri 2018 tutkimuksen. Tutkimuksessa Mainostajien Liitto kysyy jäsenyritysten markkinointiviestinnän suunnitelmia ensi vuodelle. Barometrin mukaan markkinoinnissa on tapahtunut selvä käänne positiiviseen suuntaan.

Suhdanteita kuvaavassa Mainosbarometrissä vastaajista 55 % (2016: 17 %) aikoo lisätä markkinointiviestinnän investointejaan ensi vuonna ja 2 % (2016: 13 %) vähentää niitä. Tutkimuksen mukaan 43 % vastaajista pysyy kuluvan vuoden tasolla. Vähentäjien ja lisääjien välinen saldoluku on pyöristettynä +53 (2016: +4). Verkko on edelleen kasvun kärjessä mediaviestinnässä (saldo 84) ja erityisesti some-markkinointi (saldo 75) sekä mobiilimarkkinoinnin panostukset kasvavat (saldo 65) voimakkaasti. Myös web-analytiikkaan (saldo 84) ja markkinointiautomaatioon (saldo 80) panostetaan voimakkaasti. Panostuksia vähennetään edelleen sanoma- ja aikakauslehdistä (saldo -46 ja -17).

Toimialan trendit

Määrittelystä riippuen, markkinointiviestinnän suunnittelu- ja palvelumarkkinat voidaan jakaa tällä hetkellä karkeasti 60/40 % jaolla uusien digitaalisten markkinoinnin palveluiden ja teknologioiden ja perinteisemmän markkinointiviestinnän suunnittelun välille.

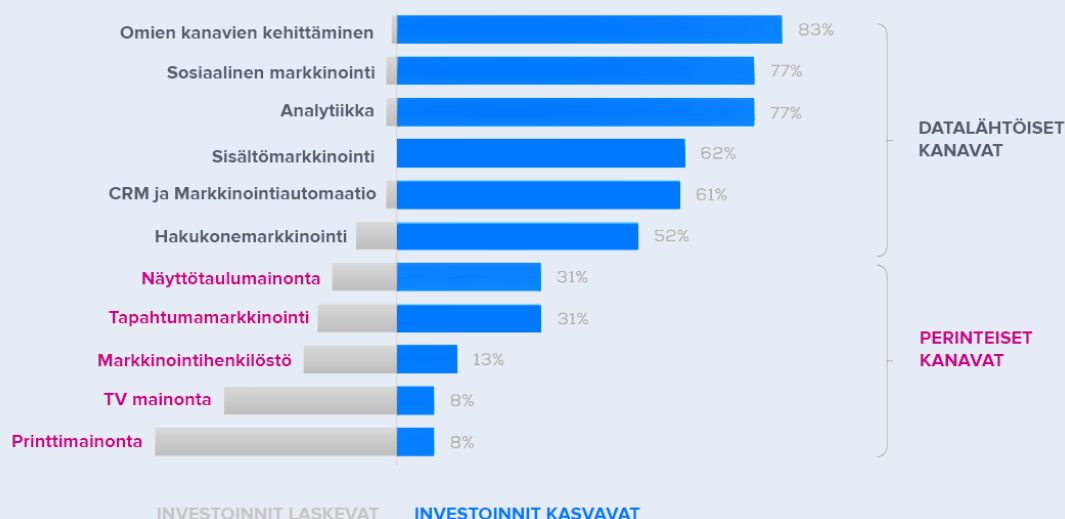
Arviomme mukaan suhdeluku voi muuttua vuoteen 2020 mennessä lähemmäs 80/20 % jakoa.

Markkinan kahtiajaon taustalla on markkinointiviestintämarkkinan pitkään jatkunut murros, jossa perinteisen markkinoinnin (mm. printtimainonta) volyymit ovat laskeneet voimakkaasti, viestintä- ja markkinointikanavat ovat pirstaloituneet ja digitaalinen mediamarkkina sekä markkinoinnin automaatio- ja analytiikkapalvelut kasvavat voimakkaasti. Digitaalisista markkinointiviestinnän palveluista ja teknologioista tulee organisaatioille entistä liiketoimintakriittisempiä. Pääajurina markkinointi-investoinneille toimii tällöin printtimedian suunnittelun ja ostamisen sijaan asiakaskokemuksen ja -ymmärryksen parantaminen, automaatio ja analytiikka. Samalla perinteisen markkinointiviestinnän henkilöstömäärää supistetaan ja panostuksia ohjataan uusien teknologioiden käyttöönottoon.

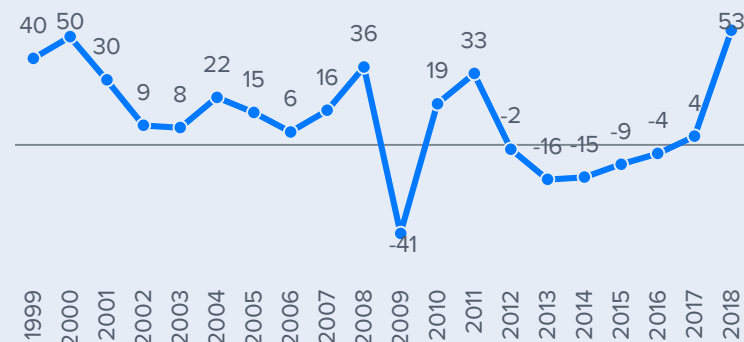
Viime vuosina perinteiset markkinointiviestinnän toimijat ovat supistaneet voimakkaasti toimintojaan, kun samaan aikaan monet pienet digitoimistot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Zeeland Family asemoituu mielestämme viime vuosina tehtyjen yritysstojen, organisaatiomuutosten ja kasvupanostusten kautta kohtuullisen hyvin markkinan kasvaville osaamisalueille, mitä todistaa yhtiön voimakas myyntikatteen kasvu. Toisaalta perinteisen markkinointiviestinnän kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain suurimpien alan toimijoiden vaatimatonta kasvua Suomessa.

Toimialan kasvuajurit

Markkinoinnin murros



Mainosbarometri



Markkinointiviestinnän kasvuajurit



Kilpailukenttä

Toimiala on hyvin pirstaloitunut

Markkinointiviestintäalalla toimii paljon pieniä yhtiöitä ja MTL:n mukaan 100 suurinta yhtiötä kattaa vain noin 50 % toimialan myynnistä. Pirstaleisuudesta kertoo myös se, että Zeeland Family on noin 13 MEUR:n myyntikatteellaan yksi toimialan suurimmista toimijoista.

Toimialalle tulokynnys on ollut perinteisesti matala, sillä liiketoiminta ei sido merkittävästi pääomia ja koostuu pitkälti asiantuntija-palveluista. Lisäksi digitalisoinnin myötä tapahtunut markkinoinnin panostusten uudelleen jakautuminen ja pirstaloituminen, arvoketjun muutos ja uudet palvelumallit ovat mahdollistaneet uusien erikoistuneiden yritysten syntyminen toimialalle. Monet alan suurimmista yhtiöistä ovat isoja kansainvälisiä ketjuja ja Zeeland Familyn kaltaisia keskisuuria kotimaisia toimijoita on lukumääräisesti varsin vähän.

Kestävän kilpailuedun saavuttaminen on vaikeaa

Zeeland Familyn toimialalla on tyypillisesti erittäin vaikeaa saavuttaa kestäviä kilpailuetuja, sillä liiketoiminnassa on kyse asiantuntijaresurssien myynnistä, toimiala muuttuu nopeasti ja yhtiöt ovat siten hyvin riippuvaisia osaajistaan. Perinteisesti markkinointiviestintäyhtiöiden yhtiöiden tuotteet, palvelut tai brändit eivät ole erottuneet merkittävästi kilpailijoista, mikä on yhdessä projektiluonteisen ostokäyttäytymisen kanssa alentanut kynnystä vaihtaa toimittajaa. Lisäksi yhtiöt jättävillä avainhenkilöillä on usein matala kynnys kilpailla samoista asiakkuuksista uudessa yhtiössä tai uuden kilpailevan yhtiön kautta. Myös palvelumallit ovat olleet perinteisesti helposti kopioitavissa. Toimiala muuttuu kuitenkin hitaasti ja varsinkin suuret toimijat ovat

hidasliikkeisiä.

Näkemyksemme mukaan Zeeland Family erottautuu kilpailijoista tällä hetkellä lähinnä kahta kautta: 1) Suomen markkinoille uniikin markkinoinnin ulkoistuspalvelun kautta, jonka mahdollistaa eritoten yhtiön laaja-alainen palvelumalli ja sitä tukevat prosessit, 2) Toinen Zeeland Familyn erottautumistekijä on yhtiön tapa toimia ja myydä palveluita Zeeland Familyn brändillä ja kokonaisosaamisella, erotuksena alan tyypilliselle tavalle toimia projektivetoisesti ja suunnittelija/henkilökeskeisesti. Tämä suojaa Zeeland Familyä myös jossain määrin henkilöstön vaihtuvuudelta. Ulkoistussopimuksissa ja muissa jatkuviissa palveluissa Zeeland Familyn ja asiakkaan välille syntyy puolestaan pitkäaikainen, hyvin tiivis yhteistyösuhde ja ymmärrys, minkä vuoksi asiakkaan kynnys vaihtaa toimittajaa kasvaa.

Kilpailukenttä jakautuu laaja-alaisiin konserneihin ja pieniin erikoistujiin

Zeeland Familyn kilpailukenttä voidaan jakaa laaja-alaisiin markkinointiviestintäkonserneihin ja pieniin erikoistuneisiin toimijoihin. Markkinointiviestintäpalvelut vaativat tyypillisesti hyvin vahvaa paikallisosaaamista, joten suora kilpailu ulkomaisia toimijoita vastaan on vähäistä. Teknologian roolin korostuminen voi kuitenkin nähdäksemme lisätä ulkomaista kilpailua keskipitkällä aikavälillä, kun esimerkiksi Facebook ja Google tuovat asiakkailleen ratkaisuja, joiden avulla voi automatisoida markkinointia.

Isojen markkinointiviestintäkonsernien vahvuuksia Zeeland Familyyn nähden ovat erityisesti vahvat asiakassuhteet, brändi, laajat erikoisresurssit ja kansainväliset verkostot. Nämä edut korostuvat etenkin toimialan

isoimpien asiakkuuksien kohdalla, mutta keskisuurissa ja pienissä asiakkuuksissa ne eivät muodostu merkittäväksi erottuvaksi tekijäksi.

Toisen kilpailuryhmän muodostavat pienet erikoistuneet toimijat ja paikalliset yhtiöt. Tästä ryhmästä on vaikeaa nimetä yksittäisiä kilpailijoita ja kilpailukenttä on hyvin hajaantunut. Tyypillisesti pienten toimijoiden vahvuutena Zeeland Familyyn nähden ovat niche-osaaminen ja/tai vahvat paikalliset asiakassuhteet. Esimerkiksi monet IT-palvelutalot tarjoavat markkinoinnin automaatioon liittyviä palveluita. Zeeland Family erottautuu pienistä yhtiöistä erityisesti laajalla valikoimallaan, fokuksittomalla keskisuurin asiakkuuksiin ja tarjoamalla palveluitaan ympäri Suomen ulottuvan toimipisteverkostonsa kautta.

Markkinoinnin kokonaisvaltaisissa ulkoistuspalveluissa Zeeland Familyllä ei ole toistaiseksi suoraa kilpailijaa, mutta monet yhtiöt, kuten esimerkiksi Grano tarjoavat osittain Zeeland Familyn kanssa kilpailevia markkinoinnin sisällön tuotannon tai tuotannon ulkoistusratkaisuita. Kynnys luoda kilpaileva tuote Zeeland Familyn markkinoinnin ulkoistuspalveluille on nähdäksemme melko korkea, sillä se vaatii laaja-alaista osaamista markkinointiviestinnän prosesseista, laaja-alaisia resursseja ja riskinkantokykyä.

Kilpailukenttä

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme ohessa suomalaisten markkinointiviestintäyhtiöiden ja -konsernien kasvua ja kannattavuutta viime vuosina. Näistä yhtiöistä mikään yhtiö ei ole listattu, joten tässä analysoitava ryhmä on eri kuin arvonmääritysosiossa käytetty vertailuryhmä.

Vertailuryhmän kasvu on ollut viimeisen kahden vuoden aikana keskimäärin hieman nopeampaa kuin toimialan kasvu. Tämä johtuu arviomme mukaan eritoten yritysostoista ja tilastoinnin ulkopuolelle pitkälti jäävistä digitaalisista palveluista. Toimialan suurimpien yhtiöiden liikevoittomarginaalitaso on liikkunut vuosina 2010-2016 noin -5 % - +30 %:n välillä. Keskimääräinen liike-tulos/myyntikate -marginaali oli viime vuonna 8 %.

Parhaimmat tulokset saavuttavat yleensä suuremmat toimijat, jotka palvelevat suuria asiakkaita ja pystyvät siten skaalaamaan toimintaansa.

Seuraavaan sivun taulukossa olemme esittäneet Suomen kahdentoista suurimman markkinointiviestintä-konsernin avainlukuja. M-Brain on toimialan suurin konserni Suomessa myyntikatteella mitattuna. Sen liikevaihto oli viime vuonna noin 37 MEUR ja myyntikate 30 MEUR. Toiseksi suurin oli Salomaa-Yhtiöt, jonka liikevaihto oli 176 MEUR ja myyntikate 29 MEUR. M-Brain-konsernin myyntikatemarginaali oli viime vuonna 85 %, Salomaa-Yhtiön 17 %, kun Zeeland Familyn myyntikatemarginaali oli 76 %. Eroa selittää alihankinnan ja mediaostojen osuus tuotannosta. Liikevaihdolla mitattuna suurimmat

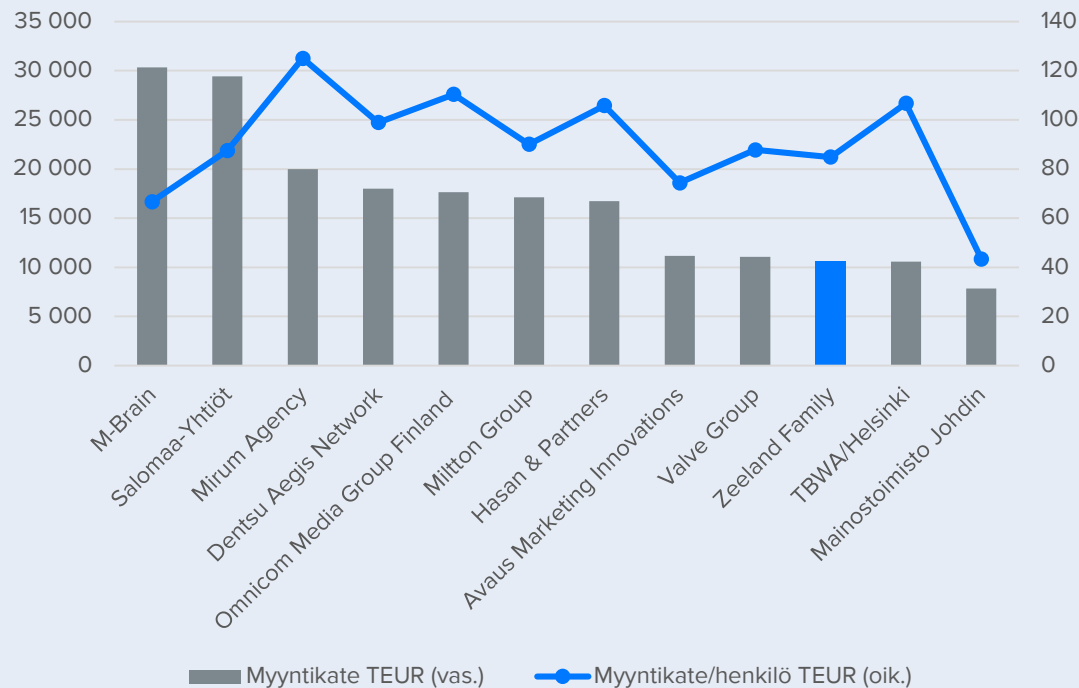
konsernit palvelevat enimmäkseen suuria asiakkaita ja käyttävät tuotannossaan enemmän alihankkijoita. Zeeland Family palvelee keski suuria asiakkaita ja tuottaa itse suurimman osan palveluistaan.

Suurimpien konsernien liikevoitto/myyntikate marginaalin mediaani-arvo oli viime vuonna 6 % (2015: 5 %). Zeeland Familyn liikevoitto/myyntikate -marginaali oli 2,4 %. Ennustamamme liikevoitto/myyntikate -marginaali on Zeeland Familylle 7,6 % vuonna 2017.

Suurista konserneista Omnicom Media Group, Dentsu Aegis Network, TBWA\Helsinki ja Mirum Agency kuuluvat ulkomaisiin globaaleihin markkinointiviestintäkonserneihin. Näiden yhtiöiden skaala ja palvelutarjoama ovat eri tasolla verrattuna Zeeland Familyyn, jonka omistajat ja liiketoiminta ovat Suomessa. Zeeland Family kuuluu kansainväliseen itsenäisten markkinointiviestintätoimistojen AMIN Worldwide -verkostoon. Tämä mahdollistaa Zeeland Familyn asiakkaille AMIN-verkoston palvelut 30 maassa.

Kilpailukenttä

Suurimmat markkinointiviestintäkonsernit, 2016



Zeeland Familyn kilpailutekijät

- + Kokonaisvaltainen palvelutarjooma ja kattava verkosto
 - + Laaja asiakaskunta ja -potentiaali
 - + Fokus vähemmän palveluissa keskisuurissa yhtiöissä
 - + Uniikki markkinoinnin ulkoistuspalvelu
-
- Suuriin kansainvälisiin kilpailijoihin nähden rajalliset erikoisosaaja ja kehitysresurssit
 - Kansainväliset ja globaalisti toimivat asiakkaat eivät tyypillisesti käytä Zeeland Familyn palveluita

Lähde: Markkinointi & Mainonta -lehti, Inderes

Historiallinen kehitys ja tase 1/2

Kriisiyhtiöstä kannattavaksi kasvuyhtiöksi

Zeelandin historiallisen kehityksen voi jakaa karkeasti kolmeen jaksoon: 1) Vuosiin 2009-2012, jolloin yhtiön tuloskehitys oli erittäin heikkoa ja taloudellinen asema huono, 2) vuosiin 2013-2014, jolloin yhtiö toteutti onnistuneesti liiketoiminnan tervehdyttämisen ja vakautti taloudellisen aseman, sekä 3) vuosiin 2015-2017, jolloin yhtiön liiketoiminta kääntyi jälleen kannattavalle kasvu-uralle.

Vuodet 2009-2012: Yhtiö ajautuu taloudellisiin vaikeuksiin

Zeeland-konsernin tuloskehitys oli vuosina 2009-2012 selvästi tappiollista, mikä söi konsernin omat pääomat ja velkaannutti yhtiötä voimakkaasti. Heikon operatiivisen tuloskehityksen ja voimakkaan velkaantumisen taustalla olivat vuonna 2009 tapahtunut suhdanteesta johtunut merkittävä myynnin lasku, uusien liiketoimintojen korkeat käynnistämiskustannukset, konserniliikearvojen poistot, vuonna 2010 tehdyn yritysoston heikko kannattavuus ja saneerausculut, sekä vuonna 2011 toteutetun käänteisen listautumisen myötä konserniin liitetyn kuvanvalmistusliiketoiminnan (Eirikuva Digital Image Oyj) merkittävät tappiot.

Yhtiö onnistui irtautumaan raskaasti tappiollisesta kuvanvalmistusliiketoiminnasta kesäkuussa 2012, mutta ei kuitenkaan päässyt sopimukseen velkojensa kanssa pitkäaikaisen rahoituksen järjestämisestä, minkä vuoksi konserni haki vuoden 2013 heinäkuussa kaikki Zeeland Oyj:n täysin omistamat tytäryhtiöt saneerausmenettelyyn. Samalla Zeeland sulautti hallinto- ja organisaatorakenteen yksinkertaistamiseksi ja tehostamiseksi kaikki saneerausohjelmaan haetut tytäryhtiöt yhdeksi yhtiöksi.

Saneerausohjelma tuli lainvoimaiseksi 11.8.2014 ja se päättyi 31.12.2020. Saneerattujen velkojen takaisinmaksu tapahtuu takapainotteisesti vuoden 2020 loppuun mennessä.

Nykyisillä tulosennusteillamme ja huomattavasti vahvistuneen taloudellisen aseman vuoksi emme näe suurta riskiä sille, että Zeeland Family ei selväisi saneerausvelkojen takaisinmaksusta. Arviomme mukaan Zeeland Familyn operatiivisen tuloksen pitäisi laskea yli 50 % lähivuosille ennustamaltamme tasolta, jotta yhtiön operatiivinen kassavirta ei riittäisi vuosien 2019-2020 aikana maksuun tulevien yhteensä noin 1,4 MEUR:n velkojen lyhennyksien maksuun. Tällaisessakin skenaariossa yhtiöllä olisi vielä muita mahdollisuuksia pääomittaa Zeeland Group Oy:tä, joten emme pidä saneerausohjelman epäonnistumista yhtiön kannalta kovin merkittävänä riskinä.

Vuodet 2013-2014: Yhtiö toteuttaa onnistuneen tervehdyttämishojelman

Vuonna 2013 Zeeland-konserni oli irtautunut tappiollisesti kuvanvalmistusliiketoiminnasta ja konsernin liikevaihto koostui pelkästään markkinointiviestintäliiketoiminnoista. Konsernin operatiivinen kannattavuus alkoi organisaatio-muutosten ja tehostusohjelmien myötä parantua, vaikka sitä heikensivät edelleen saneerausmenettelyn kulut ja heikko markkinatilanne. Vuoden 2013 käyttökate jäi niukasti plussalle (0,06 MEUR), mutta konsernin oma pääoma oli vuoden 2013 lopussa 2,0 MEUR negatiivinen ja nettovelka 5,7 MEUR. Pääosa velasta oli saneerausmenettelyn alaista velkaa.

Zeelandin operatiivinen tulos kääntyi vuonna 2014 jo selvästi positiiviseksi (EBITDA 0,3 MEUR ja EBITDA-% 3,7 %), vaikka yhtiön myyntikate laski edelleen ja tulosta rasitti noin 0,1 MEUR:n

negatiiviset kertaerät ja saneerausmenettelystä aiheutuneet kulut. Tulos ennen veroja nousi saneerausohjelman vahvistamisesta johtuvan noin 3 MEUR:n ei-kassavirtavaikutteisen positiivisen erän myötä 2,6 MEUR:oon, mikä vahvisti yhtiön taloudellista asemaa.

Vuodet 2015-2017e: Liikevaihto ja kannattavuus kääntyvät vahvaan kasvuun

Vuonna 2015 yhtiön liikevaihto, myyntikate ja operatiivinen tulos kasvoivat voimakkaasti, sillä Zeeland toteutti onnistuneesti kolme yrityskauppaa ja kasvoi lisäksi orgaanisesti hieman alle 10 %. Vuonna 2015 yhtiön liikevaihto kasvoi 76 % 13,2 MEUR:oon, myyntikate 79 % 8,66 MEUR:oon ja käyttökate 122 % 0,63 MEUR:oon (EBITDA-% 4,8 %).

Yhtiön kasvu jatkui vuonna 2016 vahvana, liikevaihdon kasvaessa 6 % 14 MEUR:oon ja myyntikatteen 23 % 10,6 MEUR:oon. Myyntikatteen kasvua kiihdyttivät useat yritysostot ja orgaaninen kasvu. Vuoden 2016 käyttökate jäi kuitenkin vertailukauden tasolle 0,6 MEUR:oon (EBITDA-% 4,0 %), koska yhtiön kannattavuutta rasitti keväällä tehtyjen organisaation tehostustoimien -0,2 MEUR:n kertaluonteiset kustannukset ja odotuksia heikompi kysyntä Q3:lla.

Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2017 liikevaihdon kasvua ja myyntikatteen kasvua 13 MEUR:oon (> +20 % v/v). Vahvaa kasvua ajaa erityisesti SOK:n kanssa solmittu merkittävä (2,0 MEUR/vuosi) markkinoinnin tuotannon ulkoistussopimus, yritysostot ja digitaalisten markkinoinnin palveluiden vahva kasvu. Ennustamme vuoden 2017 käyttökateen nousevan 1,35 MEUR:oon (EBITDA-% 8,6 %). Zeeland Family on ohjeistanut liikevoiton parantuvan selvästi vuonna 2017 ja olevan noin 1,0 MEUR (2016: 0,3 MEUR).

Historiallinen kehitys ja tase 2/2

Taserakenne tyypillinen palveluyhtiölle

Markkinointiviestintä ei liiketoimintamalliltaan ole erityisen pääomaintensiivistä ja myös kasvu sitoo periaatteessa vain vähän pääomia. Lukuisista yrityskaupoista syntynyt liikearvo (2017e 4,5 MEUR) pois lukien Zeeland Familyn taseen omaisuuseristä suurin on saatavat, noin 2,2 MEUR. Muiden taseen omaisuuserien koko on suhteellisen pieni. Yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti negatiivinen, sillä Zeeland Familyllä on ostovelkojen lisäksi merkittävä siirtovelka. Siirtovelka syntyy henkilötyövaltaisella alalla tyypillisesti erityisesti palkkojen jaksotuksista.

Zeeland Familyn rahoitusasema on nykyisellään melko hyvä, ja koroton saneerausvelka huomioidenkin yhtiön velkaisuusaste laskee kuluvan vuoden lopussa arviomme mukaan alle 60 %:iin (2016 arvio: 100 %). Konsernin omavaraisuusaste on parantunut huomattavasti viime vuosina ja arvioimme sen nousevan yli 25 %:iin vuoden 2017 lopussa (2016: 23 %). Hyvä osoitus konsernin rahoitusaseman parantumisesta on se, että yhtiö solmi kesällä 2017 yhteensä 1 MEUR:n seniorilainasta kahden suomalaisen vakuutusyhtiön kanssa sekä 0,35 MEUR:n käyttöpääomalimiitistä yhtiön nykyisen pankin kanssa.

Liikearvon alaskirjausriski matala

Zeeland Familyllä on taseessaan lähinnä vuonna 2011 tehdyn käänteisen listautumisen johdosta kertynyttä liikearvoa ja viime vuosien aikana tehtyjen yrityskauppojen myötä tullutta liikearvoa. Yhtiö poisti aiemmin liikearvojaan,

mutta vuoden 2016 alussa yhtiö siirtyi IFRS:ään, joten jatkossa liikearvot testataan vuosittain. Emme näe tällä hetkellä alaskirjausriskiä merkittävänä, sillä yhtiön liiketoiminta on kokonaisuutena kasvussa ja kannattavaa.

Operatiivinen rahavirta mahdollistaa velkojen lyhentämisen, yritysostot ja osingon

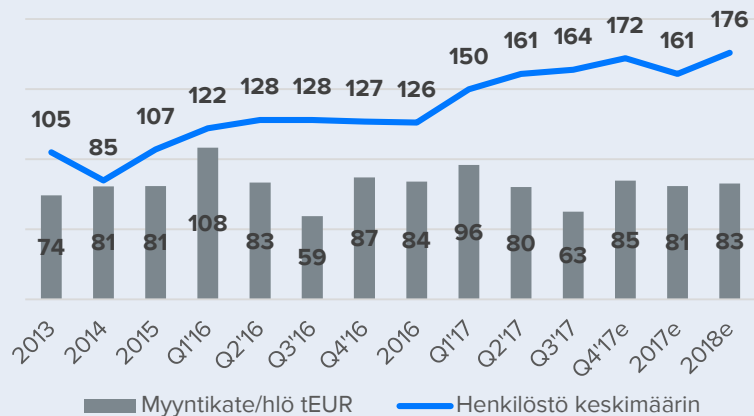
Zeeland Familyn liiketoiminta ei sido paljon pääomaa ja investointitarpeet ovat vähäisiä. Suurimmat investoinnit tehdään yritysostoihin, muut investoinnit ovat pieniä ja tehdään pääosin tietokoneisiin ja ohjelmistoihin. Zeeland Familyn liiketoiminnan rahavirta peilaa tyypillisesti melko hyvin yhtiön tekemää käyttökate, ja käyttökate on vuonna 2017 ennustemme mukaan hyvällä, noin 1,3 MEUR:n tasolla (2016 0,2 MEUR).

Investointien rahavirta on, kuten mainitsimme, matala ja koostuu pääosin yrityskauppojen käteisosuuksista. Osa investoinneista rahoitetaan kuitenkin osakeannein, joten ne eivät rasita täydellä painollaan rahavirtaa.

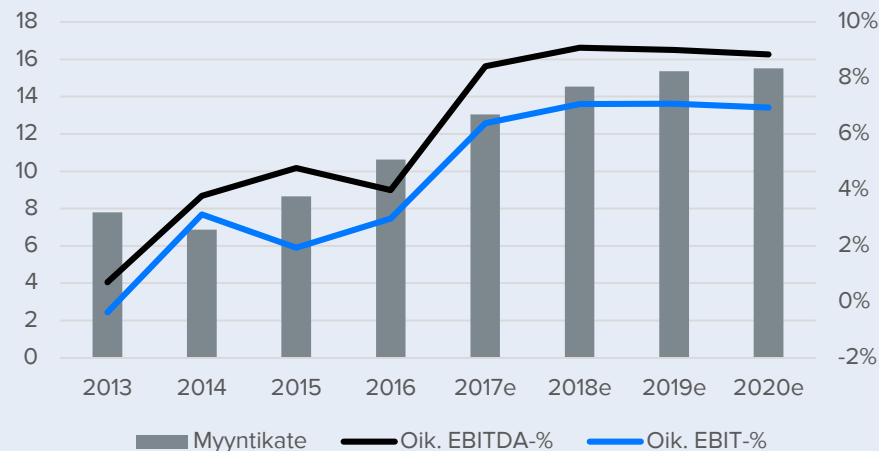
Rahoituksen rahavirta on se, mikä tulee syömään Zeeland Familyn tuottamaa liiketoiminnan rahavirtaa lähivuosina. Yhtiö lyhentää saneerausvelkaansa aina vuoteen 2020 asti ja tämä syö varsinkin vuosina 2019-2020 vielä merkittävän osan liiketoiminnan rahavirrasta.

Taloudellinen tilanne 1/2

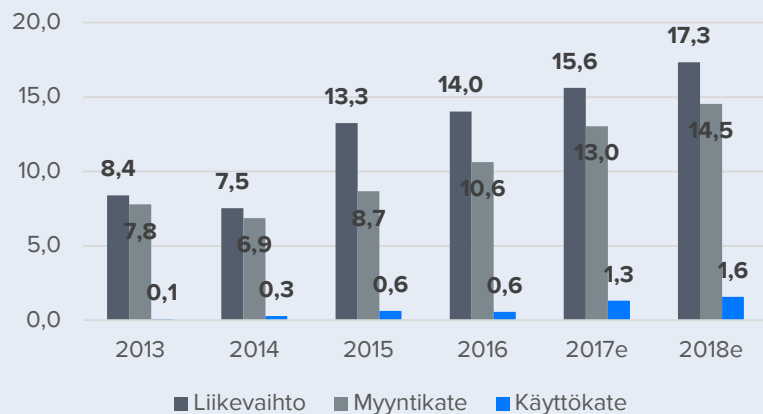
Henkilöstömäärän ja myyntikatteen kehitys



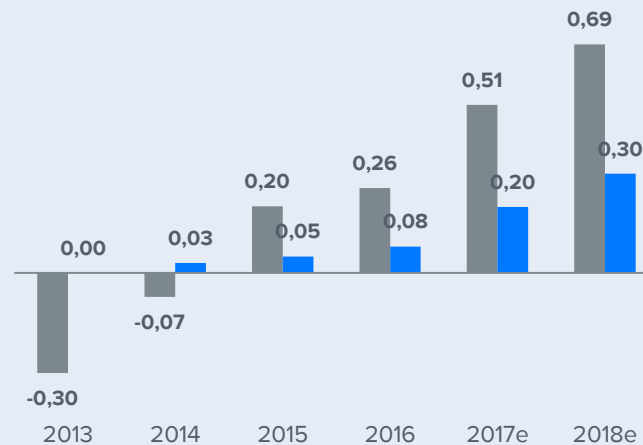
Myyntikatteen ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihto, myyntikate ja käyttökate

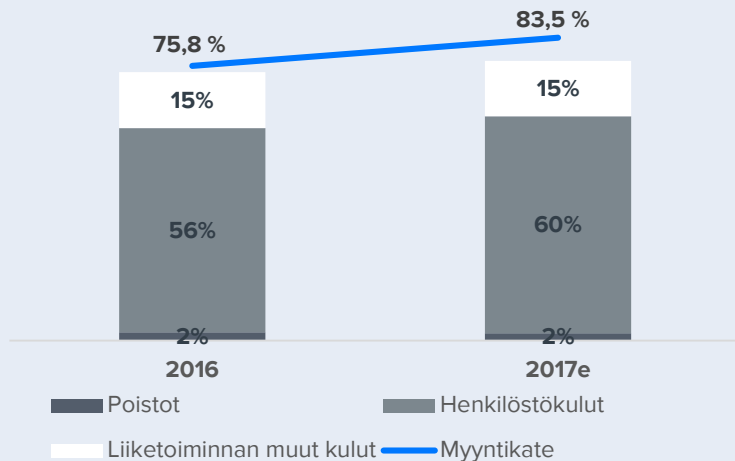


EPS ja osinko

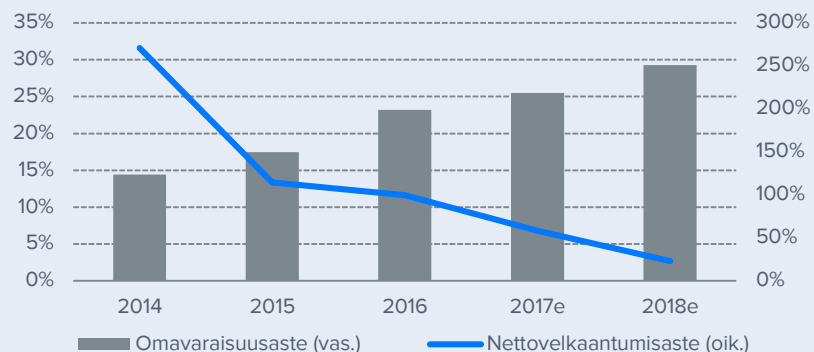


Taloudellinen tilanne 2/2

Kustannusrakenne



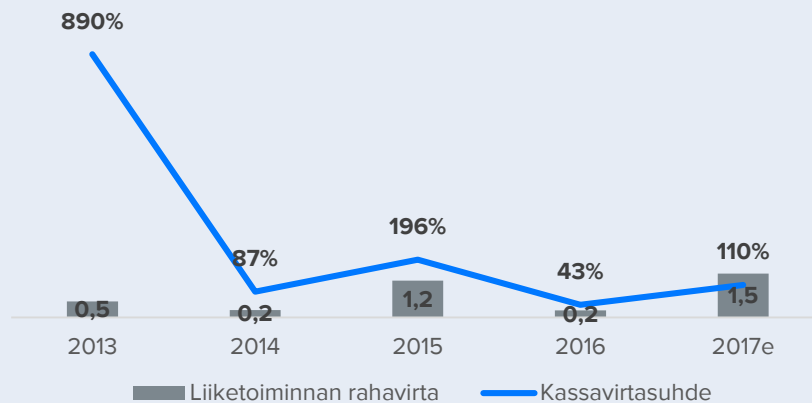
Taseen avainlukujen kehitys



Taserakenne MEUR, 2017e



Liiketoiminnan rahavirta ja kassavirtasuhde



Kassavirtasuhde on operatiivinen kassavirta jaettuna käyttökatteella

Ennusteet

Ennustemalli

Ennustamme Zeeland Familyn liikevaihdon ja myyntikatteen kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa arvioimamme henkilöstömäärän ja myyntikatteen per henkilön kehityksen perusteella. Lyhyen ja pitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme lisäksi myös myyntikatteen kehitystä ja yhtiön kulurakennetta.

Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme Suomen talouden arvioitua kasvua ja Zeeland Familylle arvioimaamme potentiaalista liikevoittomarginaalia. Ennusteissamme ei huomioida potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia.

Vuosi 2017: Vahvaa ja kannattavaa kasvua

Odotamme Zeelandilta vahvaa myyntikatteen ja tuloksen kasvua vuonna 2017, sillä 1) vuonna 2016 tehdyt organisaatiomuutokset ovat parantaneet yhtiön kustannustehokkuutta, 2) panostukset perinteisiä markkinointiviestintään palveluita nopeammin kasvaviin digitaalisiin markkinointipalveluihin synnyttävät orgaanista kasvua ja parantavat myyntimixiä, 3) yhtiön kannalta hyvin merkittävä SOK:n kanssa solmittu markkinoinnin tuotannon ulkoistussopimus ja toinen pienempi ulkoistussopimus synnyttävät kannattavaa kasvua, ja 4) yhtiö on tehnyt pieniä yritysostoja.

Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2017 liikevaihdon kasvua, myyntikatteen kasvavan noin 20 % noin 13 MEUR:oon ja liikevoiton kasvavan noin 1,0 MEUR:oon (2016: 0,3 MEUR). Ennusteemme ovat linjassa Zeeland Familyn ohjeistuksen kanssa.

Zeeland Familyn liikevaihto kasvoi Q1-Q3'17 jaksolla 11,3 % ja oli 11,4 MEUR (Q1-Q3'16: 10,3 MEUR). Yhtiön myyntikate kasvoi samalla ajanjaksolla 19 % vertailukaudesta 9,4 MEUR:oon (Q1-Q3'17: 7,9 MEUR).

Ennustamme Zeeland Familyn vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan 11,3 % 15,6 MEUR:oon (2016: 14,0 MEUR) ja myyntikatteen 23 % 13 MEUR:oon (2016: 10,6 MEUR). Vuoden 2017 käyttökate-ennusteemme on 1,35 MEUR (2016: 0,56 MEUR), eli 8,6 % liikevaihdesta. Liikevoiton arvioimme kasvavan ohjeistuksen mukaisesti 1,0 MEUR:oon (2016: 0,24 MEUR), eli 6,6 %:iin liikevaihdesta.

Vuoden 2017 osakekohtaisen tuloksen arvioimme olevan 0,51 euroa (2016: 0,11 euroa). Arvioimme yhtiön korottavan osinkoaan tuloksen parantumisesta johtuen 0,20 euroon osakkeelta edellisvuoden 0,08 eurosta, mikä vastaisi noin 40 %:n osingonjakosuhdetta.

Vuosi 2018: Yrityskaupat ja orgaaninen kasvu ajavat tuloskasvua

Ennustamme Zeeland Familyn yltävän vuonna 2018 11 %:n liikevaihdon ja myyntikatteen kasvulla 17,3 MEUR:n liikevaihtoon ja 14,5 MEUR:n myyntikatteeseen. Vahvaa kasvua ajaa ennusteissamme suunnilleen tasajoin vuoden 2017 aikana tehdyt yritysostot, orgaaninen kasvu ja ennakoimamme muutaman uuden, keskikokoisen ulkoistussopimuksen alkaminen.

Ennustamme, että pääosin orgaaninen kasvu ei heijastu täydellä painolla yhtiön kiinteisiin kuluihin, vaan ne kasvavat hieman myyntikatetta hitaammin. Käyttökate-ennusteemme vuodelle 2018 on 1,6 MEUR, eli 9 % liikevaihdesta, ja liikevoittoennuste 1,2 MEUR, eli 7,1 %

liikevaihdesta. Osakekohtainen tulos ennusteemme vuodelle 2018 on 0,69 euroa ja osinkoennuste 0,30 euroa.

Zeeland Familyn tuloskehityksessä on selvää kausiluonteisuutta ja yhtiö tekee suurimman osan tuloksestaan ensimmäisen vuosipuoliskon aikana, ensimmäisen kvartaalin ollessa yhtiölle tärkein. Q3 on yhtiölle hiljaisin, jolloin liikevoitto on historiallisesti jäänyt tappiolle tai lähelle nollaa. Jatkuvien palveluiden osuuden kasvu tulee ainakin osittain tasaamaan Zeelandin tuloksen kausivaihtelua tulevaisuudessa.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Zeeland Familyn pyrkivän markkinatilanteen niin sallien jatkamaan vahvaa orgaanista kasvua myös vuonna 2019. Kasvun veturina toimii ennusteissamme erityisesti digitaalisen markkinoinnin ja markkinoinnin ulkoistuspalvelut. Ennustamme vuodelle 2019 7 %:n liikevaihdon kasvulla 18,5 MEUR:n liikevaihtoa ja 1,7 MEUR:n käyttökate. Osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme 0,76 euroon.

Vuosi 2020 tulee olemaan mielenkiintoinen kohta Zeelandin kasvu- ja tuloskehitykselle, sillä SOK:n kanssa solmittu suuri 2+1 vuotinen ulkoistussopimus on uusittava viimeistään vuoden 2019 lopussa. Mallinamme tällä hetkellä, että SOK:n ulkoistussopimus uusitaan, mutta sen kokonaisarvo laskee hiukan ja Zeelandin kokonaiskasvu kasvu alkaa tasaantumaan vuoden 2020 aikana 2-3 %:n vuosikasvu-uralle ja samalla kannattavuus laskee hiljalleen liikevoitto-%:lla mitattuna 6 %:n tasolle pitkällä aikavälillä.

Ennusteet

Tuloskehitys	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e
	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Liikevaihto	13,3	14,0	4,2	4,2	3,0	4,2	15,6	4,9	4,7	3,1	4,6	17,3	18,5
Myyntikate	6,9	10,6	3,6	3,2	2,6	3,6	13,0	3,6	3,2	2,6	3,6	14,5	15,5
Käyttökate	0,63	0,56	0,73	0,29	0,02	0,31	1,35	0,75	0,45	0,11	0,26	1,57	1,69
Poistot ja arvonalennukset	-0,38	-0,3	-0,07	-0,07	-0,09	-0,10	-0,32	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	-0,34	-0,35
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,26	0,45	0,66	0,22	-0,07	0,21	1,03	0,66	0,36	0,03	0,17	1,23	1,34
Liikevoitto	0,26	0,24	0,66	0,22	-0,07	0,21	1,03	0,66	0,36	0,03	0,17	1,23	1,34
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,00
Nettorahoituskulut	-0,13	-0,05	-0,02	-0,10	-0,06	-0,02	-0,20	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,07	-0,07
Tulos ennen veroja	0,13	0,21	0,64	0,13	-0,13	0,22	0,86	0,65	0,35	0,02	0,16	1,19	1,30
Verot	0,14	-0,06	-0,13	-0,01	0,03	-0,04	-0,15	-0,13	-0,07	0,00	-0,03	-0,23	-0,24
Vähemmistöosuudet	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettotulos	0,27	0,15	0,51	0,12	-0,10	0,18	0,71	0,52	0,28	0,02	0,13	0,95	1,06
EPS (oikaistu)	0,20	0,26	0,37	0,09	-0,08	0,13	0,51	0,38	0,20	0,01	0,09	0,69	0,76
EPS (raportoitu)	0,28	0,11	0,37	0,09	-0,08	0,13	0,51	0,38	0,20	0,01	0,09	0,69	0,76

Tunnusluvut	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	76,2 %	5,9 %	2,2 %	9,7 %	30,4 %	11,2 %	11,3 %	16,1 %	11,1 %	3,5 %	11,0 %	11,0 %	6,7 %
<i>Myyntikatteen kasvu-%</i>	79,3 %	22,8 %	7,3 %	21,1 %	35,3 %	31,8 %	22,7 %	13,9 %	17,6 %	8,6 %	5,7 %	11,5 %	6,7 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	200,8 %	75,0 %	29,7 %	4,5 %	-	-	129,6 %	0,0 %	61,6 %	251,8 %	-18,9 %	19,1 %	9,5 %
<i>Käyttökate-%</i>	4,8 %	4,0 %	17,3 %	6,9 %	0,7 %	7,3 %	8,6 %	15,3 %	9,5 %	3,6 %	5,5 %	9,0 %	9,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	1,9 %	3,2 %	15,7 %	5,3 %	-2,3 %	5,1 %	6,6 %	13,5 %	7,7 %	0,9 %	3,7 %	7,1 %	7,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,0 %	1,0 %	12,2 %	2,8 %	-3,5 %	4,4 %	4,6 %	10,7 %	6,0 %	0,5 %	2,8 %	5,5 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus

Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Zeeland Familyn osaketta ensisijaisesti tulos- ja kassavirtapohjaisten arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiöllä ei ole liikearvon ja saatavien ohella merkittäviä omaisuuseriä. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia.

Zeeland Familyn tulokset kehitys tulee olemaan erittäin vahvaa vuonna 2017 ja 12 kk:n yli 80 %:n kurssinoususta huolimatta, osakkeen tuloskertoimet ovat kuluvalle vuodelle maltilliset. Jos ennustamamme tuloskasvu vuodelle 2018 toteutuu, on osakkeen arvostustaso entistä houkuttelevampi. Vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat ennusteillamme tällä hetkellä 12x ja 9x tasoilla ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 7x ja 6x. Volyymipohjainen EV/liikevaihto -kerroin on vuodelle 2017 0,6x. Ennustettu osinkotuotto on kuluvalta vuodelta 3,2 %.

Huomioiden Zeeland Familyn ennustetun tuloskasvunopeuden, yritysostojen ja ulkoistussopimusten luoman option sekä laskevan operatiivisen riskitason voi osaketta mielestämme hinnoitella noin 11-13x-tasolla olevilla P/E-kertoimilla. Vastaavasti hyväksyttävät EV/EBITDA- kertoimet ovat noin 7-8x tasolla. Arvostustasoa määrittäessä ja vertailtaessa on hyvä huomioida, että Zeeland Familyllä on käytettävissään merkittävä määrä verotuksessa vähennyskelpoisia tappioita, minkä vuoksi yhtiön efektiivinen veroaste on hyvin matala pitkälle tulevaisuuteen. Veroasamisilla oikaistuna Zeeland Familylle voidaan siten normaalisti hyväksyä 10-20 % korkeammat tuloskertoimet.

Arvostuskertoimien herkkyyksianalyysi

Olemme tehneet arvostuskertoimien tueksi herkkyyksianalyysin (kts. seuraava sivu) eri

liikevaihto ja kannattavuustasolle. Analyysissa vaihdamme vuoden 2018 liikevaihdon kasvunopeuden ja EBIT-% -ennusteita portaittain. Herkkyyksmalli osoittaa tämän perusteella osakekohtaisen tuloksen. Olemme herkkyyksianalyysissa olettaneet, että Zeeland Familya hinnoitellaan 11x tai 13x P/E-kertoimella. Tämän perusteella analyysi indikoi osakkeen potentiaalin suhteessa nykyiseen 6,18 euroon.

Herkkyyksianalyysi tukee näkemystämme siitä, että osakkeessa on edelleen huomattavaa nousuvaraa. Odotuksiemme mukaisella liikevaihdon kasvulla (11 %) ja kannattavuudella (7,1 %), herkkyyksmallimme indikoi osakkeeseen P/E-kertoimella 11x 23 %:n ja P/E-kertoimella 13x 45 %:n nousuvaraa nykykurssiin nähden. Näkemyksemme mukaan Zeeland Familyn tulosherkkyys on kuitenkin jatkuvien palveluiden osuuden huomattavasta kasvusta huolimatta edelleen suhteellisen korkea ja kovan kasvuhakuisuuden takia kannattavuudessa voi olla vaihtelua. Siksi harmaalla korostettu alue on mielestämme todennäköinen vaihteluväli tulokselle. Herkkyyksianalyysin tuloksinassa kannattaa huomioida, että malli ei huomioi osinkotuottoa, joka on noin 3 % vuodessa.

Vertailuryhmäarvostus

Näkemyksemme mukaan Zeeland Familylle ei löydy tällä hetkellä suoria listattuja verrokkiyhtiötä Suomesta tai lähialueilta. Toisaalta verrokkeina käyttämiemme pienten ulkomaisten markkinointiviestintäyhtiöiden ja suomalaisten IT- ja palveluyhtiöiden liiketoimintamallit ja riskiprofiilit vastaavat kohtuullisen hyvin Zeeland Familyn liiketoimintaa, joten ne muodostavat päävertailukohtien suhteelliselle arvostukselle.

Zeeland Familyn 2018e arvostustaso jää

ennusteillamme EV/EBITDA-kertoimen osalta noin 26 % ja P/E-kertoimen osalta noin 36 % alle vertailuryhmän keskimääräisen arvostustason, mikä indikoi huomattavaa nousupotentiaalia osakkeeseen.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonnäärityksessä rahavirtamallille (DCF) hieman normaalia suuremman painoarvon, vaikka rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttuihin nähden. DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on 8,29 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa potentiaalia. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 6 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 36 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 11,4 % ja oman pääoman kustannus on terminaalijaksolle oletetusta matalasta velattomuudesta johtuen 11,7 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 3,0 % ja beta 1,2.

Tavoitehintaa ja suositus

Pidämme osakkeen arvostustasoa houkuttelevana huomioiden vahvat tuloskasvunäkymät, verrokkeihin nähden edullinen arvostus, ja jatkuvien palveluiden kasvun myötä laskeva operatiivinen riskitaso. Annamme Zeeland Familylle osta-suosituksen ja 8,0 euron tavoitehinnan, mikä tarkoittaa noin 29 %:n nousuvaraa nykykurssiin (6,18 euroa).

Herkkyysanalyysi

Osakekohtainen tulos (EPS)

		Liikevaihton kasvu-% 2018				
EBIT-%		6,0 %	8,5 %	11,0 %	13,5 %	16,0 %
	5,6 %	0,51	0,53	0,54	0,55	0,56
	6,1 %	0,56	0,58	0,59	0,60	0,62
	6,6 %	0,61	0,63	0,64	0,66	0,67
	7,1 %	0,66	0,67	0,69	0,71	0,72
	7,6 %	0,71	0,72	0,74	0,76	0,78
	8,1 %	0,76	0,77	0,79	0,81	0,83
	8,6 %	0,80	0,82	0,84	0,86	0,88

Hinta P/E-kertoimella 11x

		Liikevaihton kasvu-% 2018				
EBIT-%		6,0 %	8,5 %	11,0 %	13,5 %	16,0 %
	5,6 %	5,7	5,8	5,9	6,1	6,2
	6,1 %	6,2	6,3	6,5	6,6	6,8
	6,6 %	6,7	6,9	7,0	7,2	7,4
	7,1 %	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0
	7,6 %	7,8	8,0	8,2	8,3	8,5
	8,1 %	8,3	8,5	8,7	8,9	9,1
	8,6 %	8,8	9,1	9,3	9,5	9,7

Kurssipotentiaali osakekurssilla 6,18 €

		Liikevaihton kasvu-% 2018				
EBIT-%		6,0 %	8,5 %	11,0 %	13,5 %	16,0 %
	5,6 %	-8 %	-6 %	-4 %	-2 %	1 %
	6,1 %	0 %	3 %	5 %	7 %	10 %
	6,6 %	9 %	11 %	14 %	17 %	19 %
	7,1 %	17 %	20 %	23 %	26 %	29 %
	7,6 %	26 %	29 %	32 %	35 %	38 %
	8,1 %	34 %	38 %	41 %	44 %	48 %
	8,6 %	43 %	46 %	50 %	53 %	57 %

Hinta P/E-kertoimella 13x

		Liikevaihton kasvu-% 2018				
EBIT-%		6,0 %	8,5 %	11,0 %	13,5 %	16,0 %
	5,6 %	6,7	6,8	7,0	7,2	7,3
	6,1 %	7,3	7,5	7,7	7,8	8,0
	6,6 %	7,9	8,1	8,3	8,5	8,7
	7,1 %	8,6	8,8	9,0	9,2	9,4
	7,6 %	9,2	9,4	9,6	9,9	10,1
	8,1 %	9,8	10,1	10,3	10,5	10,8
	8,6 %	10,4	10,7	11,0	11,2	11,5

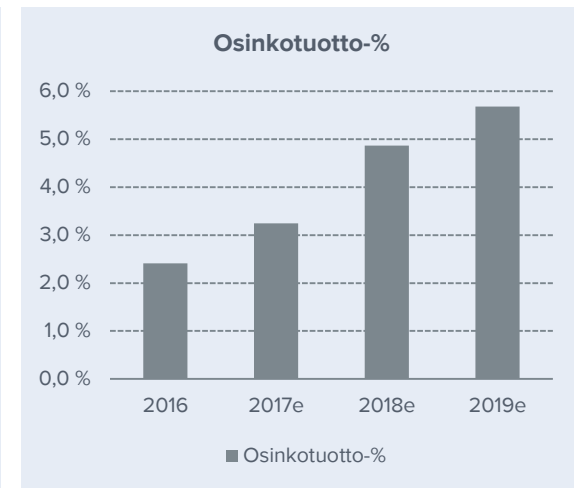
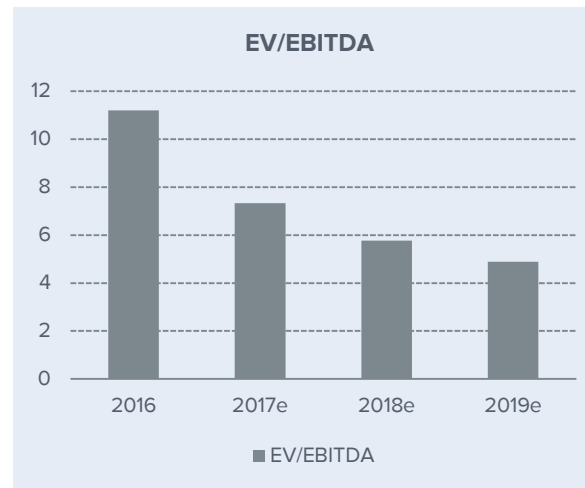
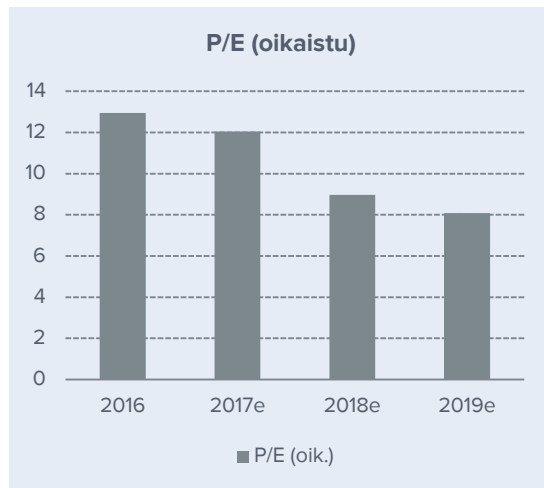
Kurssipotentiaali osakekurssilla 6,18 €

		Liikevaihton kasvu-% 2018				
EBIT-%		6,0 %	8,5 %	11,0 %	13,5 %	16,0 %
	5,6 %	8 %	11 %	13 %	16 %	19 %
	6,1 %	18 %	21 %	24 %	27 %	30 %
	6,6 %	28 %	32 %	35 %	38 %	41 %
	7,1 %	39 %	42 %	45 %	49 %	52 %
	7,6 %	49 %	52 %	56 %	60 %	63 %
	8,1 %	59 %	63 %	67 %	70 %	74 %
	8,6 %	69 %	73 %	77 %	81 %	85 %

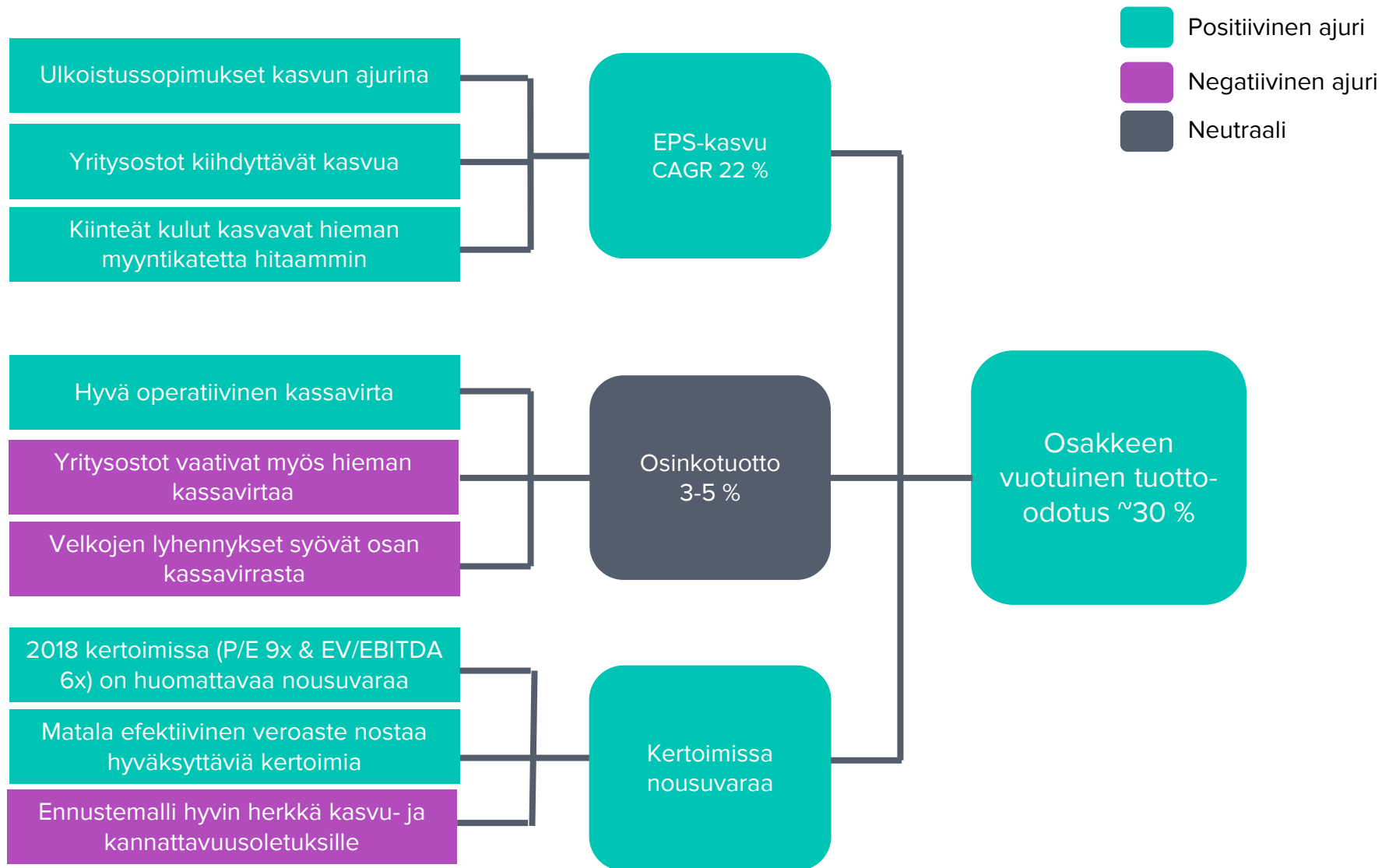
Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,35	3,02	3,32	6,18	6,18	6,18
Markkina-arvo	2,2	4,0	4,6	8,6	8,6	8,6
Yritysarvo (EV)	4,7	5,8	6,3	9,9	9,1	8,3
P/E (oik.)	neg.	15,0	12,9	12,1	9,0	8,1
P/E	0,8	15,0	31,0	12,1	9,0	8,1
P/Kassavirta	-69,9	2,6	-6,9	8,0	5,4	5,2
P/B	2,5	2,5	2,1	3,0	2,4	2,1
P/S	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	16,4	9,2	11,2	7,4	5,8	4,9
EV/EBIT (oik.)	18,5	22,7	25,9	8,0	7,4	6,2
Osinko/tulos (%)	1,1 %	24,8 %	74,7 %	39,1 %	43,7 %	46,0 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,7 %	2,4 %	3,2 %	4,9 %	5,7 %

Lähde: Inderes



Zeeland Familyn arvoajurit 2017-2019e



Vertailuryhmäarvostus

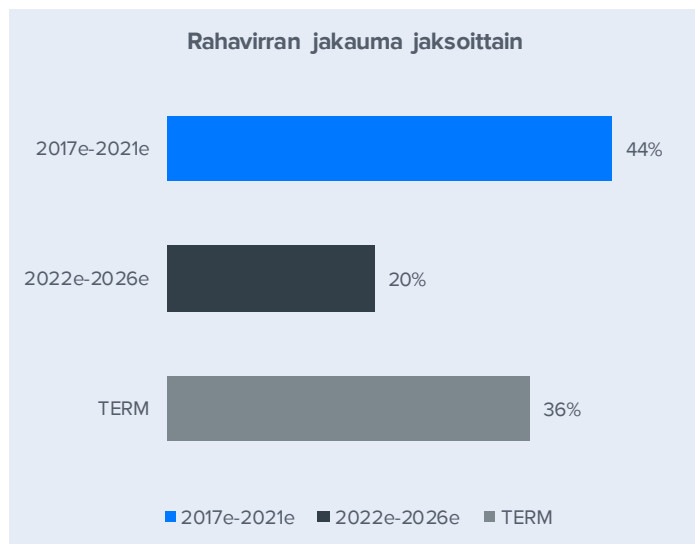
	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
1000mercis SA	0,41	7,3	6,3	10,5	6,1	7,5	5,1	0,4	0,4	12,3	9,1	2,4	4,8	1,4
Cello Group Plc	134,0	158,1	165,5		10,7	10,1		0,8	0,8	16,7	15,8	2,7	2,8	
High Co SA	4,9	110,0	53,4	6,1	5,3		4,6		0,5	13,2	13,9	2,6	2,5	1,4
Mission Marketing Group Plc	41,5	39,4	50,4	5,7	4,9	4,7	4,0	0,7	0,6	5,9	5,2	4,1	4,4	
Antevenio SA	8,0	33,8	30,9	10,0	7,7	8,1	6,4		0,7	14,7	12,0	3,1	1,3	1,6
Be Heard Group Plc	2,8	31,0	29,7			11,9	8,2		1,0	12,6	10,0			2,4
Enero Group Ltd	1,0	55,3	36,9		8,6		5,7		0,6		16,3	5,0	1,9	0,8
Fondia	11,75	45,9	40,3	16,6	11,9	15,2	11,1	2,0	1,8	22,0	18,5	2,6	3,6	7,2
Innofactor	0,93	33,7	47,9	155,0	14,6	15,3	7,6	0,7	0,6	18,0	8,1			1,3
Solteq	1,53	28,6	52,9	18,6	11,1	13,0	8,0	0,8	0,7	30,7	14,4		4,4	1,4
Siili Solutions	11,15	78,2	72,2	12,8	9,7	11,5	8,9	1,2	1,0	17,0	13,5	3,6	4,4	3,7
Digia	2,23	59,9	63,1	38,0	12,0	17,1	8,7	0,8	0,7	228,0	14,3	2,0	2,4	1,4
Vincit	7,00	78,5	79,2	19,8		11,3	8,4	1,9	1,4	25,0	14,3	1,7	2,3	6,1
Zeeland Family (Inderes)	6,18	8,6	9,9	8,0	7,4	7,4	5,8	0,6	0,5	12,1	9,0	3,2	4,9	3,0
Keskiarvo				29,3	9,3	11,4	7,2	1,0	0,8	34,7	12,7	3,0	3,2	2,6
Mediaani				14,7	9,7	11,5	7,8	0,8	0,7	16,8	13,9	2,6	2,8	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				-45 %	-24 %	-36 %	-26 %	-22 %	-28 %	-28 %	-36 %	23 %	74 %	110 %

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

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	0,2	1,0	1,2	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
- 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	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,3	1,5	1,8	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
+ 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	-1,0	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,7	0,8	1,4	1,5	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
+/- Muut	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	1,1	1,6	1,7	1,4	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	12,9
Diskontattu vapaa kassavirta		1,3	1,4	1,3	1,0	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	4,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		13,4	12,3	10,9	9,6	8,6	7,7	7,0	6,3	5,8	5,3	4,9
Velaton arvo DCF		13,4										
- Korolliset velat		-2,6										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,1										
Oman pääoman arvo DCF		11,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,29										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,4 %

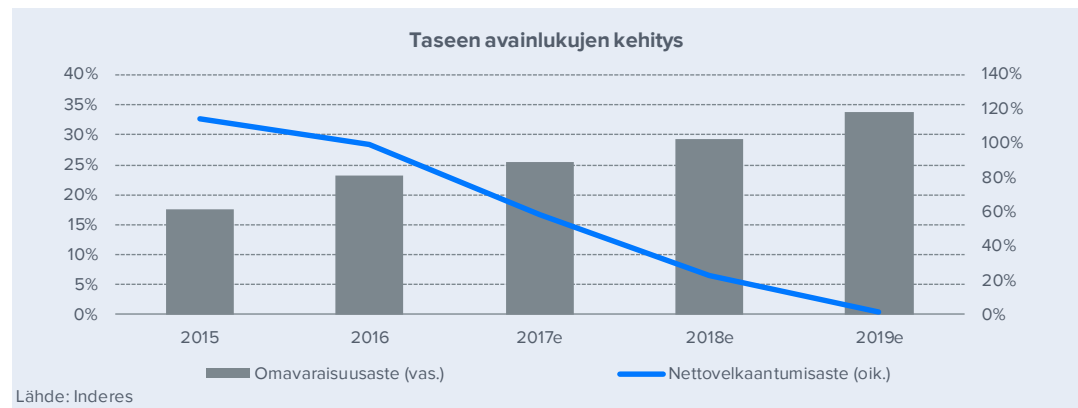


Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	7,5	13,3	14,0	15,6	17,3	18,5
Kulut	-7,2	-12,6	-13,5	-14,3	-15,8	-16,8
EBITDA	0,3	0,6	0,6	1,3	1,6	1,7
Poistot	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto	-0,3	0,3	0,2	1,0	1,2	1,3
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	-0,3	0,3	0,4	1,0	1,2	1,3
Rahoituserät	2,6	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	2,3	0,1	0,2	0,9	1,2	1,3
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,6	0,3	0,1	0,7	1,0	1,1
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	2,6	0,3	0,4	0,7	1,0	1,1
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	2,6	0,3	0,1	0,7	1,0	1,1
<i>Osaakohtainen tulos</i>	2,87	0,20	0,11	0,51	0,69	0,76
Osaakohtainen tulos (oikaistu)	-0,07	0,20	0,26	0,51	0,69	0,76

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	3,7	5,1	5,7	6,1	6,1
Liikearvo	0,0	3,6	4,2	4,5	4,5
Aineettomat oikeudet	3,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	0,1	0,6	0,7	0,9	0,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Muut sijoitukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	2,4	4,2	3,5	5,3	6,1
Varastot	0,1	0,4	0,6	0,5	0,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,8	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	2,1	2,1	2,0	2,3	2,6
Likvidit varat	0,3	0,8	0,5	2,0	2,5
Taseen loppusumma	6,2	9,3	9,3	11,4	12,2

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	0,9	1,6	2,1	2,9	3,6
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-5,6	-5,5	-1,3	-0,7	0,0
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	6,2	6,8	3,1	3,2	3,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,3	2,0	2,0	2,4	2,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,3	2,0	1,9	2,4	2,1
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	3,0	5,7	5,1	6,0	6,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,7	0,7	1,2	1,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,6	5,0	4,4	4,8	5,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,2	9,3	9,3	11,4	12,2



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 esittäjien 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 esittäjien 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 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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) ja lisäarvomalli (EVA), 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 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 yhtiöissä. 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.1.2016	Vähennä	3,20 €	3,00 €
26.2.2016	Lisää	3,20 €	2,55 €
11.5.2016	Lisää	4,00 €	3,10 €
7.9.2016	Lisää	3,70 €	3,48 €
26.9.2016	Lisää	3,30 €	3,07 €
6.10.2016	Lisää	3,80 €	3,13 €
2.11.2016	Osta	3,80 €	3,15 €
15.12.2016	Lisää	3,70 €	3,25 €
20.2.2017	Lisää	3,80 €	3,35 €
15.3.2017	Lisää	3,80 €	3,32 €
20.4.2017	Lisää	5,60 €	5,22 €
1.9.2017	Osta	7,30 €	6,22 €
27.10.2017	Lisää	7,30 €	6,80 €
27.12.2017	Osta	8,00 €	6,18 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**