

Avidly

Yhtiöraportti

27/05/2019

Kunnianhimoisen kasvustrategian alkumetreillä

Toistamme Avidlyn lisää-suosituksen ja nostamme osakkeen tavoitehinnan 7,0 euroon (aik. 6,2 euroa). Avidly on erittäin kunnianhimoisen kasvustrategian alkumetreillä, jonka loppupäässä vuonna 2024 yhtiöstä on todennäköisesti kasvanut merkittävästi nykyistä suurempi ja kansainvälinen palveluyhtiö. Näkyvyys strategian onnistumiseen ja arvontuontikykyyn on vielä rajallinen, mutta näemme tavoitteita selvästi konservatiivisempienkin ennusteidemme valossa osakkeessa houkuttavan tuotto-odotuksen.

Avidly tarjoaa keskiuurille organisaatiolle moderneja markkinoinnin asiantuntijapalveluja

Avidly on yksi Suomen suurimmista markkinoinnin palvelutoimistoista ja Pohjoismaiden johtava HubSpot-tekniologiaan perustuvia markkinoinnin automaatiopalveluita (Inbound) tarjoava yhtiö. Yhtiön palvelut kattavat kokonaisvaltaisesti keskiurten ja suurten yritysten sekä julkisen hallinnon markkinoinnin, mainonnan, viestinnän, ja myynnin asiantuntijapalvelut, toteutuksen ja suunnittelun. Yhtiön liiketoimintamallin erottautumistekijöitä ovat mm. yli 40 % myyntikatteesta tuovat jatkuvat markkinoinnin palvelukonseptit, Suomen laajasti kattava toimipisteverkko, ja vahva asema globaalisti voimakkaassa kasvussa olevan markkinoinnin teknologiayhtiö HubSpotin partneriverkostossa.

Markkinoinnin digitalisaatio ja toimintatapojen murros kasvattavat markkinaa

Markkinoinnin ja myynnin teknologiat, toimintatavat ja toimintaympäristö ovat murroksessa, mitä varten organisaatiot tarvitsevat tällä hetkellä uudenlaista osaamista, ohjelmistoratkaisuja ja työkaluja. Avidlyn vielä toistaiseksi selvästi suurimmalle liiketoiminnolle, Suomeen keskittyneille Markkinointipalveluille markkinatrendit indikoivat suhteellisen vakaita kasvu- ja kannattavuusolosuhteita lähivuosille, kun organisaatiot muokkaavat toimintojaan asteittain modernimmaksi. Sen sijaan voimakkaasti markkinoinnin digitalisoitumisesta, markkinointikanavien pirstaloitumisesta, sekä datan ja analytiikan roolin korostumisesta hyötyvän Inbound-markkinoinnin kasvunäkymät ovat globaalisti vahvat, markkinan vuosikasvun ylittäessä 30 % ja kilpailukentän ollessa vielä pirstaleinen.

Strategiset tavoitteet vaikuttavat liian kunnianhimoisilta, mutta kasvu on joka tapauksessa vahvaa

Avidly tavoittelee vuodelle 2024 yli 25 %:n orgaanisen ja yli 15 %:n epäorgaanisen kasvun kautta yli 100 MEUR:n liikevaihtoa, mikä 5-kertaistaisi yhtiön liikevaihdon. Pidämme kasvutavoitteita vielä liian kunnianhimoisina, sillä niiden toteutuminen vaatii osajapulasta kärsivällä markkinalla suuria rekrytointimääriä ja lukuisia onnistuneita yritysostoja. Yhtiön kasvu on tavoitetason selvästi alittavilla ennusteillammekin kuitenkin kovaa (2019e-2021e kesk. 15 %/vuosi) ja kannattavuuden pysyessä ennusteidemme mukaisesti yhtiön tavoitehaarukan (EBIT-% 2-7) sisällä, on yhtiön tuloskasvuodotus lähivuosille vahvalla tasolla (EBIT-kasvu 2019e-2021e kesk. 32 %/vuosi).

Kasvustrategian potentiaalia hinnoitellaan vasta osittain osakkeeseen

Arviomme mukaan Avidlyn voimakas kasvuhakuisuus heijastuu vasta osin yhtiön arvostukseen ja pääosan yhtiön arvosta selittää suhteellisen vakaat ja kannattavat Markkinointipalvelut. Tämä on oikeutettua siitä näkökulmasta, että strategiakausi on vasta alussa, näkyvyys strategian toimivuuteen on vielä rajallinen, ja yhtiön arvostus on tulos pohjaisesta vuoden 2019 osalta haastava (2019e P/E 17x). Näemme osakkeessa kasvutavoitteiden toteutuessa puolittainkin skenaario- ja kassavirta-analyysien pohjalta kuitenkin niin merkittävää nousupotentiaalia, että se kompensoi toistaiseksi hyvin riskit.

Analytiikot



Petri Aho

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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



7,00 EUR

(aik. 6,20 EUR)

Osakekurssi: 6,40 EUR

Potentiaali: 9,4 %

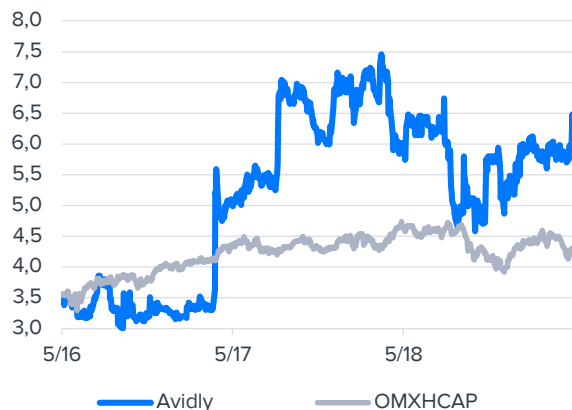
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	19,8	23,5	26,6	29,8
kasvu-%	26 %	19 %	13 %	12 %
EBIT oik.	0,8	1,0	1,2	1,4
EBIT-% oik.	4,1 %	4,1 %	4,5 %	4,8 %
Nettotulos	0,4	0,7	1,2	1,4
EPS (oik.)	0,34	0,37	0,48	0,59

P/E (oik.)	15,2	17,3	13,4	10,9
P/B	1,4	1,6	1,4	1,3
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,6 %	1,9 %	2,2 %
EV/EBIT (oik.)	15,8	16,1	12,1	9,4
EV/EBITDA	12,2	11,1	8,1	6,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,5	0,5

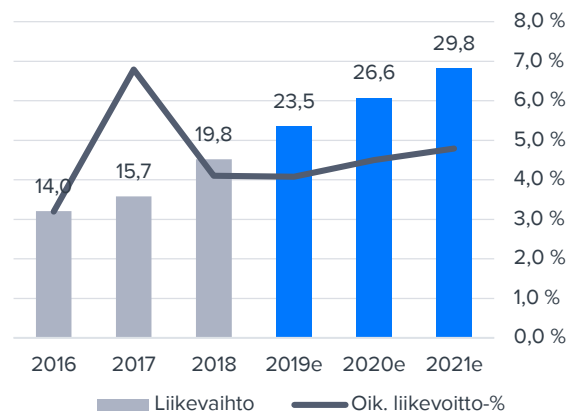
Lähde: Inderes

Osakekurssi



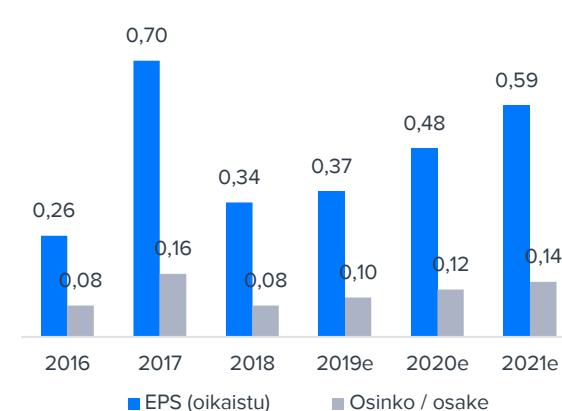
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Voimakkaasti kasvava, ja pitkälti jakamaton Inbound-markkinoinnin markkina
- Vahva jalansija ydinmarkkinoilla
- Jatkuvuus ja asiakaspito
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Rekrytointien laatu, määrä ja nopeus
- Yritystojen epäonnistuminen
- Heikko näkyvyys sopimuksiin ja myynnin kehitykseen
- Teknologiarippuvuus Inbound-liiketoiminnassa
- Kilpailuaseman muutokset
- Suhdanne- ja asiakasriskit

Arvostus

- Tulospohjaiset kertoimet eivät tue lyhyellä tähtämellä arvostusta, mutta laskevat selvästi tulostason normalisoituessa
- Näkyvyys operatiiviseen toimintaan ja kasvustrategian onnistumiseen vielä heikko, mikä madaltaa hyväksyttävää arvostuskertoimia
- Skenaario- ja kassavirta-analyysit indikoivat huomattavaa potentiaalia osakkeeseen kasvustrategian toimiessa
- Yritysjärjestelyt luovat spekulatiivisen option osakkeeseen

MCAP
15
MEUR

EV
15
MEUR
2019e

EV/EBIT
16,1
2019e

P/E (oik.)
17,3
2019e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia	9-11
Toimialakatsaus - Markkinointipalvelut	12
Toimialakatsaus – Inbound-markkinointi	13
Taloudellinen tilanne	14-15
Ennusteet	16-18
Sijoitusprofiili	19-20
Arvonmääritys	21-23
Taulukot	24-28
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	29

Avidly lyhyesti

Avidly on markkinoinnin palveluyhtiö, joka toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Aiemmin yhtiö tunnettiin Suomessa nimellä Zeeland Family. Yhtiön liiketoiminta jakautuu kahteen osaan: Suomeen keskittyneisiin markkinointipalveluihin, sekä Pohjoismaissa toimiviin markkinointiautomaatio- (Inbound)-palveluihin. Yhtiö julkisti vuoden 2019 alussa kunnianhimoisen kasvustrategian vuosille 2019-2024, jonka tavoitteena on kannattavasti kasvaen nostaa yhtiön liikevaihto yli 100 MEUR:oon.

19,8 MEUR (+26 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

4,1 % (6,8 %)

Oikaistu liikevoitto-%, 2018 (2017)

12,4 % 2012-2018

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

42 %

Jatkuvien palveluiden osuus myyntikatteesta, 2018

89 % / 11 %

Markkinointipalveluiden / Inbound-markkinoinnin osuus liikevaihdosta, 2018

2010-2012

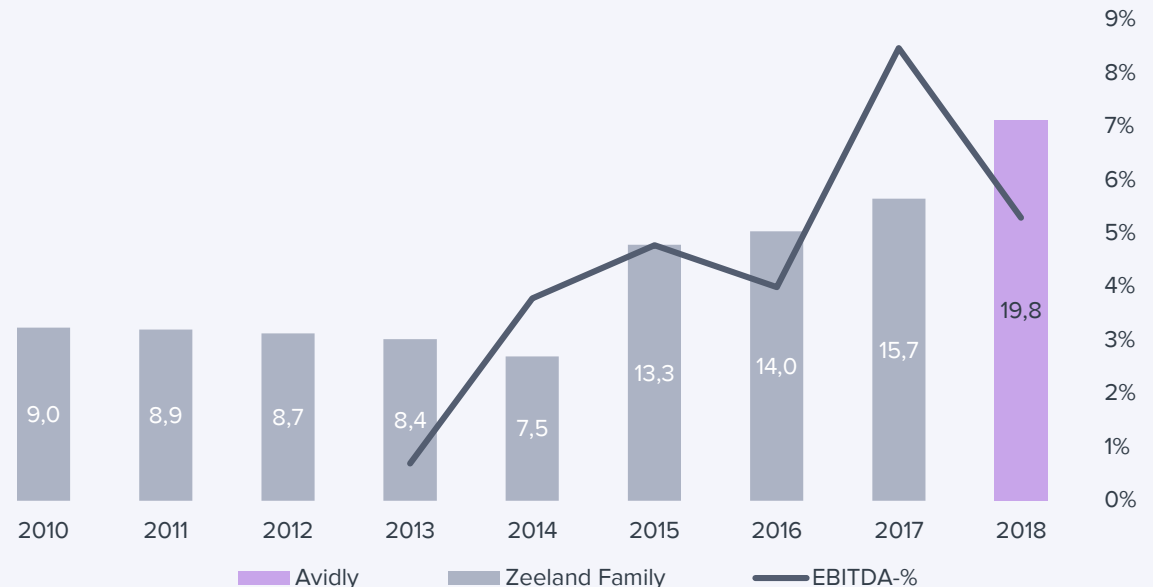
- Zeeland nimi käyttöön
- Käänteinen listautuminen Eirikuva-yritysoston kautta.
- Irtautuminen tappiollisesta Eirikuvasta, tytäryhtiöiden fuusio, saneerausohjelma ja liiketoiminnan tehostamis- ja tervehdyttämishjelma.

2013-2016

- Onnistunut liiketoiminnan tervehdyttäminen ja taloudellisen aseman vakauttaminen
- Kasvun kiihdyttäminen ja palveluvalikoiman laajentaminen yritysostoin alkaa
- Yhdistyminen The Family Inc. Advertising Network Oy:n kanssa ja nimenmuutos Zeeland Familyksi

2017-2018

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



Avidlyn liiketoimintamalli 1/3

Laaja-alainen markkinoinnin palveluyhtiö

Avidly (2018 saakka Zeeland Family) on yksi Suomen johtavista markkinoinnin palvelutoimistoista ja Pohjoismaiden johtava markkinoinnin automaatioyhtiö. Yhtiön palvelut kattavat kokonaisvaltaisesti keskisuurten ja suurten yritysten sekä julkisen hallinnon markkinoinnin, mainonnan, viestinnän, ja myynnin asiantuntijapalvelut, toteutuksen ja suunnittelun.

Avidlyn liikevaihto oli vuonna 2018 19,8 MEUR, missä oli kasvua 26 % vertailukaudesta. Oikaistu liikevoitto oli 0,8 MEUR, eli 4,1 % liikevaihdosta (2017: 6,8 %). Liikevaihdon kasvuun on vaikuttanut viime vuosina merkittävästi yritysostot, joiden osuus vuoden 2018 kasvusta oli +16 %-yksikköä ja vastaavasti orgaanisen kasvun +10 %-yksikköä.

Avidlyn nykyinen liiketoimintarakenne on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Yhtiö listautui vuonna 2010 First North-markkinapaikalle ns. käänteisellä listautumisella. Vuonna 2018 toteutuneella Avidly-yrityskaupalla yhtiö sai tavoittelemansa kattavan pohjoismaisen alustan HubSpot-teknoologiaan pohjautuvalle Inbound-markkinoinnin kasvustrategialleen, jonka tavoitteena yli 5-kertaistaan yhtiön liikevaihto vuoteen 2024 ulottuvalla strategiakaudella. Kasvustrategian rahoittamiseksi tehdyllä suunnatulla annilla yhtiön suurimmaksi omistajaksi nousi noin 17 %:n omistusosuudella CapMan Growth Equity Fund.

Avidly on nykyisin myyntikatteella mitattuna yksi suurimmista markkinointiviestinnän toimistoista Suomessa ja sillä on toimialan laajin, lähes koko maan kattava toimipisteverkosto (11 toimipistettä) HubSpot-teknoologiaan pohjautuvissa Inbound-

markkinoinnin palveluissa yhtiöllä on johtava asema Pohjoismaissa, mutta myös globaalissa mittakaavassa Avidly on noussut lyhyessä ajassa yhdeksi suurimmista HubSpotin kumppaneista. Suomen lisäksi yhtiöllä on Inbound-markkinoinnin liiketoimintaa Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Avidly on panostanut viime vuodet voimakkaasti myös jatkuvina palvelusopimuksina tehtävän liikevaihdon kasvuun. Jatkuvien palveluiden osuus Avidlyn myyntikatteesta (15,3 MEUR) oli vuonna 2018 42 %.

Kaksi liiketoiminta-aluetta

Vuoden 2018 yritysjärjestelyjen ja vuoden 2019 alussa uudistetun strategian myötä yhtiön liiketoiminta jaettiin kahteen osaan: 1) Pääasiassa Suomeen keskittyneeseen **Markkinointipalvelut** -liiketoimintoon ja 2) kansainvälisesti toimivaan **Inbound-markkinointi** -liiketoimintoon.

Markkinointipalveluiden päätulovirtoja ovat markkinoinnin ja viestinnän suunnittelusta ja toteutuksesta, asiantuntijapalveluista, sekä median ja markkinointimateriaalien ostoista syntyvät tuotot. Markkinointipalvelut muodosti vuonna 2018: 89 % Avidlyn liikevaihdosta, 86 % myyntikatteesta ja 100 % operatiivisesta liikevoitosta.

Avidlyn toinen liiketoiminta-alue Inbound-markkinointi tarjoaa puolestaan HubSpot-teknoologiaan pohjautuvia markkinoinnin ja myynnin automaatioon liittyviä konsultointi-, suunnittelu- ja toteutus- ja ylläpitopalveluita. Inbound-markkinointi muodosti vuonna 2018: 11 % Avidlyn liikevaihdosta, 14 % myyntikatteesta ja 0 % operatiivisesta liikevoitosta.

Avidlyn liiketoimintarakenne

Avidly	
Liikevaihto 19,8 MEUR, EBIT (oik.) 0,8 MEUR	
Markkinointipalvelut	Inbound-markkinointi
Lv. 17,6 MEUR EBIT* 0,8 MEUR EBIT-% 4,8 %	Lv. 2,2 MEUR EBIT* 0 MEUR EBIT-% 0 %
<ul style="list-style-type: none">• Markkinoinnin, mainonnan, viestinnän ja myynnin asiantuntijapalvelut• 11 toimipistettä Suomessa• 186 asiantuntijaa	<ul style="list-style-type: none">• HubSpot-teknoologiaan pohjautuvat Inbound-markkinoinnin palvelut• Toimintaa 4 Pohjoismaassa• 53 asiantuntijaa

* Oikaistu liikevoitto

Liikevaihdon jakauma, 2018



Liikevoiton jakauma, 2018



Avidlyn liiketoimintamalli 2/3

Markkinointipalveluiden liiketoimintamalli

Markkinointipalveluiden liiketoimintamalli koostuu pääasiassa asiantuntijapalveluiden myynnistä, joko projektiluonteisina tai kertalaskutteisina palveluina (noin 2/3 myyntikatteesta vuonna 2018) tai jatkuviin palvelusopimuksiin perustuvina palveluina (noin 1/3 myyntikatteesta). Lisäksi karkeasti noin 20-25 % segmentin liikevaihdosta syntyy Avidlyn kautta tehdyistä mediamainonnan, materiaalien ja ulkopuolisten palveluiden ostoista.

Markkinointipalveluissa työskenteli vuoden 2018 lopussa 186 asiantuntijaa 11 eri toimipisteessä Suomessa. Pääosa henkilöstöstä työskentelee Helsingin toimistossa (yli 100 hlö), josta löytyy myös yhtiön laajin kirjo asiantuntijoita. Markkinointipalvelut tarjoaa asiantuntijapalveluita mm. seuraavilta alueilta: viestintä, markkinointistrategia, markkinointi, PR, brändi, digitaalinen markkinointi, media, videotuotanto, graafinen suunnittelu, sisällöntuotanto, WordPress -verkkopalvelut ja sosiaalinen media.

Markkinointipalveluiden ydinasiakaskohderyhmää ovat keski- ja suuret yhtiöt, suuret yritykset ja yritykset (b2b) myyntiin keskittyneet yhtiöt sekä julkisen sektorin organisaatiot. Liiketoiminnolla on tällä hetkellä yli 500 asiakasta, joista merkittäviä ovat mm. Mehiläinen, Värisilmä, ja Yamaha.

Avidlyn Markkinointipalveluiden keskeiset kilpailutekijät ovat: 1) Laaja-alaisesti modernit markkinoinnin ja viestinnän palvelut kattava tarjooma, 2) koko Suomen kattava toimipisteverkosto, 3) ketterän kehityksen toimintamalli, sekä 4) jatkuvat markkinointipalvelut (MaaS). Erityisesti MaaS-sopimukset ovat Avidlyn liiketoimintamallissa keskeisessä roolissa, sillä jatkuvat palvelut tarjoavat yhtiölle vahvaa

kasvupotentiaalia, ennakoitavaa liikevaihtoa ja kassavirtaa, tehokkaampaa resurssien hallintaa, sekä parempaa henkilöstön sitoutuneisuutta.

Inbound-markkinoinnin liiketoimintamalli

Inbound-markkinoinnin liiketoimintamalli pohjautuu yhdysvaltalaisen teknologia-yhtiö HubSpotin ohjelmistoalustaan perustuvan markkinoinnin ja myynnin automaattioratkaisun suunnittelu-, integrointi-, koulutus-, konsultointi-, sisältötuotanto-, ylläpito- ja analytiikkapalveluihin. Segmentin liikevaihto muodostuu 1) projektiluonteisista suunnittelu-, käyttöönotto-, integraatio- ja koulutuspalveluista, 2) jatkuviin sopimuksiin perustuvista HubSpot-tekniikan käyttömaksuista, sekä 3) jatkuvista Inbound-markkinoinnin palvelusopimuksista. Tyypillinen asiakassopimuksen kesto on 12 kuukautta.

Inbound-liiketoiminnassa työskenteli vuoden 2018 lopussa 53 asiantuntijaa (5'19 65 hlö), useassa eri toimipisteessä Suomessa, Tukholmassa, Oslossa ja Århusissa (Tanska).

Inbound-markkinoinnin ydinasiakasryhmää ovat pääosin keski- ja suuret yhtiöt sekä suuryhtiöiden yksittäiset maat/divisioonat, joiden tarpeisiin HubSpot-tekniikka vastaa parhaiten ja joilla on suurin tarve kattaville asiantuntijapalveluille. Inbound-liiketoiminnalla on tällä hetkellä noin 200 asiakasta (HubSpot-portaalia). Yhtiön merkittäviä asiakkaita ovat mm. Ecoline, ISS, Bring, Lindorff.

Avidlyn Inbound-markkinoinnin keskeiset erottautumistekijät ovat: 1) johtava asema HubSpot-ekosysteemissä ja tiivis päämiessuhde, 2) toimialan laajimmat asiantuntijaresurssit, 3) Pohjoismaainen toimipisteverkosto, ja 4) omat lisäarvopalvelut ja työkalut.

Markkinointipalveluiden liiketoimintamalli

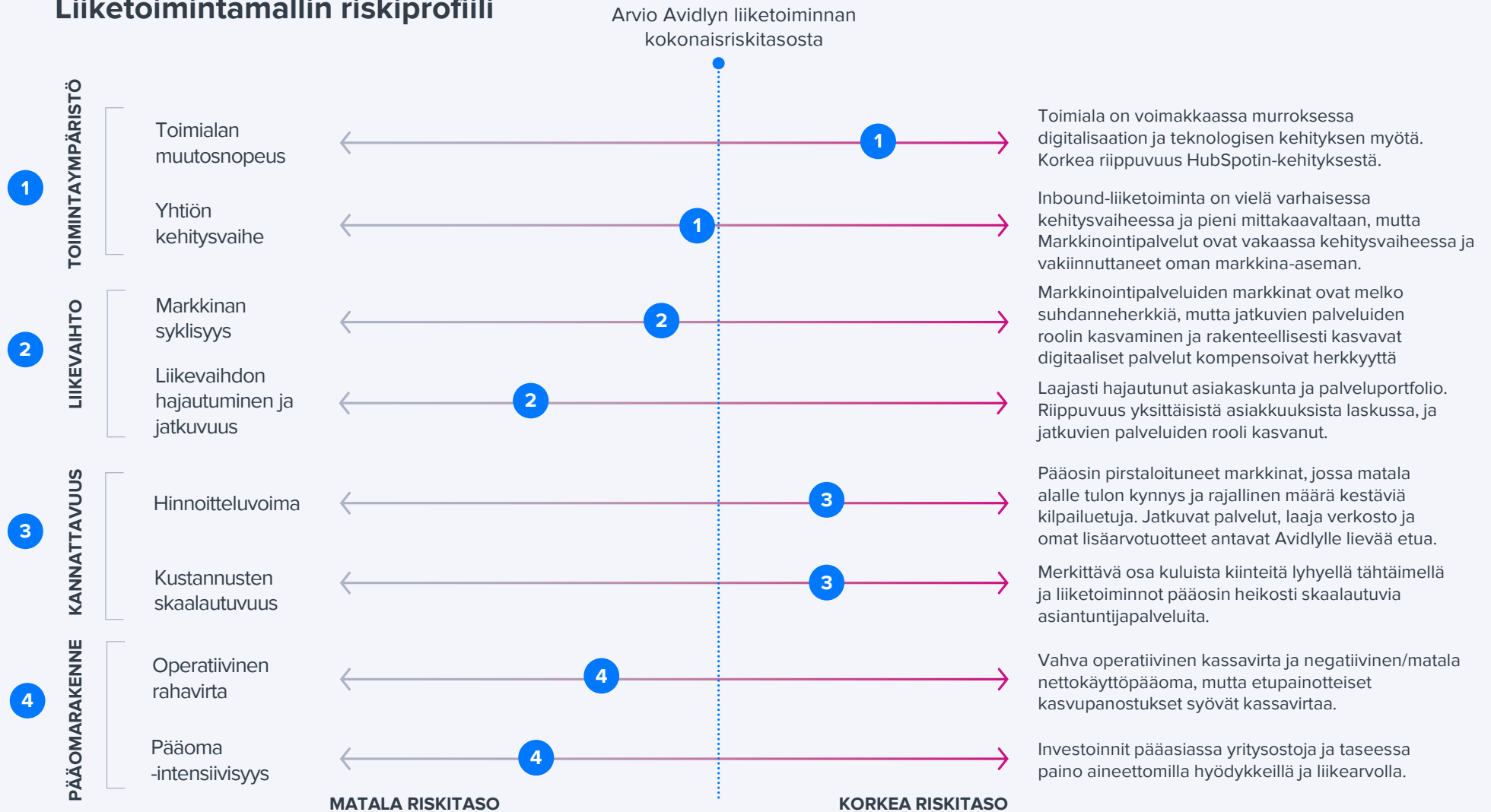
Asiakkaat	Palvelut	Tuotot
Keskisuuret yhtiöt	Viestintä ja PR	Projekti- ja tuntityö
	Markkinointistrategia	
	Markkinointi	
Julkinen sektori	Digitaalinen markkinointi	Jatkuvat palvelut
	Mediatoimisto	
Suuret yhtiöt	Suunnittelu ja sisällöntuotanto	Media- ja materiaaliostot
	WordPress	
	Sosiaalinen media	
Resurssit		
186 asiantuntijaa		
11 toimistoa Suomen alueella		

Inbound-markkinoinnin liiketoimintamalli

Asiakkaat	Palvelut	Tuotot
Keskisuuret yhtiöt	Markkinointistrategia	Projekti- ja tuntityö
	Käyttöönotto	
Suuret yhtiöt	Koulutus	HubSpot käyttömaksut
	Integraatiot	
	Suunnittelu ja sisällöntuotanto	Jatkuvat palvelutuotot
	Konsultointi ja analytiikka	
Resurssit		
65 asiantuntijaa		
Toimistot Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa		

Avidlyn liiketoimintamalli 3/3

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Avidlyn strategia

Kunnianhimoinen kasvustrategia

Avidly julkisti vuoden 2019 alussa merkittävän strategiauudistuksen, jonka keskiössä on tavoite 5-kertaistaa yhtiön liikevaihto ja toteuttaa visio kasvusta globaalisti tunnetuksi modernin markkinoinnin ja myynnin kumppaniksi strategiakauden lopussa vuonna 2024.

Uusi strategia rakentuu kahdelle tukijalalle:

1. Avidly pyrkii kasvattamaan huomattavasti HubSpot-tekniologiaan perustuvia palveluitaan sekä orgaanisesti että yritystoin olemassa olevilla markkinoilla (Suomi, Ruotsi, Norja ja Tanska) ja laajentamalla valituille alueille pääosin Euroopassa.
2. Avidly jatkaa Suomessa orgaanista kasvua täyden palvelun markkinointitoimistona, joka palvelee asiakkaita koko maassa. Yritys keskittyy palvelemaan keskisuuria yrityksiä kokonaisvaltaisilla, jatkuvilla markkinoinnin palveluilla sekä suuryrityksiä yksittäisillä markkinoinnin palvelualueilla.

Strategiset erottautumistekijät

Avidly pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan Markkinointipalveluissa modernin osaamisen ja työkalujen avulla, uniikin laajan palveluverkoston kautta (11 toimipistettä Suomessa), laajan ja kokonaisvaltaisen palveluvalikoiman, sekä asiakkaan strategisiin tavoitteisiin keskittyvän ketterän kehityksen toimintatavan kautta. Näistä erityisesti laaja toimipisteverkosto on Suomen tasolla poikkeuksellinen, mutta myös jatkuviin palveluihin perustuvan toimintamallin kautta Avidly on edellä useimpia kilpailijoitaan.

Inbound-markkinoinnissa Avidlyn kilpailutekijöitä

ovat mm. yhtiön merkittävään markkina-asemaan ja fokuusoitumiseen perustuva vahva side HubSpotin, laaja Inbound-markkinoinnin asiantuntemus, sekä omat toimintamallit ja työkalut. Näkemyksemme mukaan Avidlyn keskeisin kilpailutekijä on se, että yhtiö on globaalisti merkittävä HubSpot-kumppani, sillä se mahdollistaa mm. osallistumisen HubSpotin palveluiden kehittämiseen ja paremman näkyvyyden HubSpot-verkostossa.

Taloudelliset tavoitteet

Avidlyn tammikuussa 2019 julkistetut taloudelliset tavoitteet 2024 ulottuvalle strategiakaudelle ovat:

Kasvu: Yli 25 %:n orgaaninen kasvu vuosittain, jota täydennetään yritystoin siten, että liikevaihdon kokonaiskasvu ylittää 40 %. Euromääräisesti tavoitteena on yli 100 MEUR:n liikevaihto strategiakaudella (2018: n. 20 MEUR).

Kannattavuus: Vuotuinen liikevoitto-% 2-7 % kasvupanostukset huomioiden.

Voitonjako: Osinko enintään 50 % nettotuloksesta, edellyttäen, että osingonjako ei vaikuta kykyyn saavuttaa kasvutavoitteet.

Liiketoiminta-alueittain katsottuna taloudellisten tavoitteiden painopiste on kasvun osalta Inbound-liiketoiminnassa, jonka tavoitteellaan kasvavan vuosittain orgaanisesti yli 35 % ja epäorgaanisesti yli 25 %. Markkinointipalveluiden kasvun tavoitteellaan olevan orgaanisesti noin 5-10 % vuodessa. Kannattavuudessa puolestaan Inbound tavoittelee positiivista liikevoittoa ja Markkinointipalvelut 7-12 %:n liikevoitto-%.

Pidämme uuden strategian taloudellisten tavoitteiden rimaa tässä vaiheessa vielä erittäin

korkeana ja kunnianhimoisena, sillä kasvutavoitteiden toteutuminen vaatii koko strategiakauden ajan lukuisia onnistuneita yritysjärjestelyjä ja kovaa rekrytointitaitia jatkuvasti kiristyvässä osaajamarkkinassa. Kannattavuuden osalta yhtiön tavoitetaso on mielestämme realistisempi, sillä yhtiö on osoittanut historiallisesti kykyä nostaa kannattavuus Markkinointipalveluissa 7 %:n tasolle ja Inbound-markkinoinnissa tavoite ottaa huomioon kasvun etupainotteiset kustannukset.

Strategian rahoitus

Avidly teki vuoden 2018 lopulla ja alkuvuonna 2019 kaksi suunnattua osakeantia uusille ankkurijoittajille (Capman Growth Equity Fund ja PalcMills Oy), joiden myötä yhtiö vahvisti merkittävästi rahoitusasemaansa ja keräsi noin 3,3 MEUR:n varat kasvustrategian toteuttamiseen erityisesti Inbound-liiketoiminnan yritysjärjestelyin. Yhtiö on käyttänyt ja aikoo tarvittaessa käyttää kasvustrategiaan rahoittamiseen myös omaa osaketta ja vieraan pääomanehtoista rahoitusta.

Yritysjärjestelyt

Yritystoinnissa onnistuminen on kriittistä Avidlyn strategian toteutumiselle. Yhtiö on onnistunut viime vuosina näkemyksemme mukaan suhteellisen hyvin yritystoinnissa, mutta kansainvälisten yritystoinnien osalta, jonne yritystoinnissa jatkossa suuntautuvat, ovat yhtiön näytöt vielä rajalliset. Yritystoinnien riskitasoa osakkeenomistajien näkökulmasta pienentää se, että yritystoinnista maksetut arvostustasot eivät tyypillisesti ylitä Avidlyn omaa arvostusta, myyjät on osakevaihdolla sitoutettu Avidlyyn, ja lisäkauppahintojen ehdot ovat olleet haastavat.

Avidlyn strateginen kehitys

2012
-
2016

2016
-
2018

2019-

Liiketoiminnan kehittäminen, yritysostot ja kannattavuuden parannus

- Fokus markkinointiviestinnän palveluissa ja asiakasmäärän kasvussa
- Liiketoiminnan kehitys kasvattamalla digitaalisia markkinoinnin palveluita ja jatkuvia palveluita tuottavia palvelukonsepteja
- Toiminnan merkittävä tehostaminen kannattavuuden parantamiseksi
- Markkinointipalveluiden laajentaminen yritysostoin PK-seudulla
- Rahoitusaseman vahvistaminen

Jatkuvien palveluiden kasvattaminen ja laajentuminen yrityskaupoilla Suomessa

- Fokus jatkuvien markkinointipalveluiden kasvussa ja kannattavuuden parantamisessa
- Useita maantieteellistä peittoa Suomessa laajentavia ”täsmä”yritysostoja markkinointipalveluissa
- Useita merkittäviä jatkuvien markkinointipalveluiden sopimuksia, kuten SOK
- Laajentuminen Inbound-markkinointiliiketoimintaan yritysostoin
- Rahoitusaseman vahvistaminen osakeannein kasvustrategian toteuttamiseksi

Uudistettu strategia tavoittelee voimakasta kasvua

- Strategiauudistus, jonka tavoitteena on voimakas Inbound-vetoinen kasvu ja kansainvälistyminen
- Uudistettu johtoryhmä ja liiketoimintarakenne
- Liiketoiminnot jaettu kahteen osaan: Markkinointipalvelut sekä Inbound-markkinointi
- Hehku Marketing yritysosto Inbound-markkinointiliiketoiminnassa

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Markkinointipalveluiden portfolio kattaa kaikki modernin markkinoinnin osa-alueet ja toimipisteverkosto kasvanut lähes koko Suomen kattavaksi (11 toimipistettä)
- Inbound-markkinoinnin liiketoiminnan laajentaminen aloitettu 3 yritysoston myötä.
- Kannattavuus pidetty selvästi positiivisena (oik. EBIT-% 4-7 %) voimakkaasta kasvusta huolimatta.
- Yhtiön rahoitusasemaa vahvistettu (omavaraisuusaste 51 %), uusien ankkurisijoittajien avulla

Lähtulevaisuus 1-2v

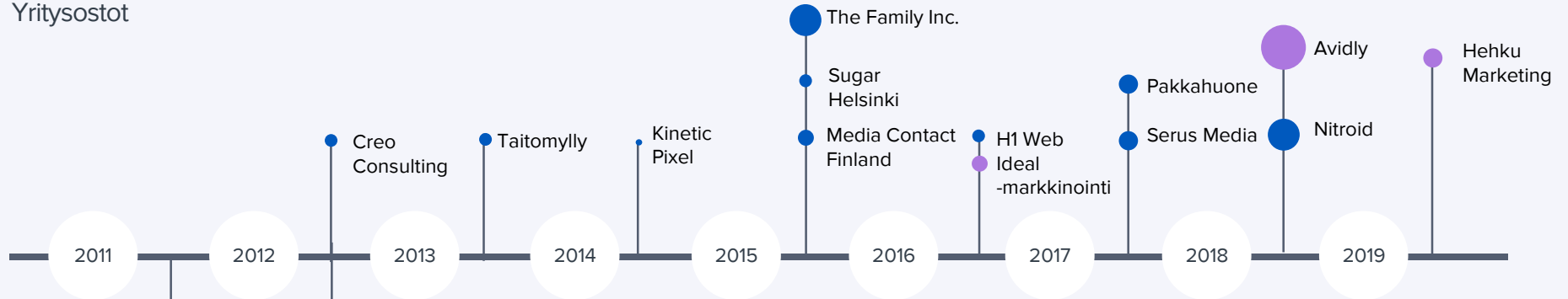
- Yhtiö kiihdyttää rekrytoinnin ja yritysostoin Inbound-liiketoiminnan kasvua
 - Vuonna 2019 tavoitteena palkata >50 uutta digitaalisen markkinoinnin asiantuntijaa
- Markkinointipalveluiden tehokkuutta parannetaan ja kasvua vahvistetaan laajentuneen toimipisteverkon avulla
- Todennäköisesti useita uusia kasvua kiihdyttäviä yritysostoja Inbound-liiketoiminnassa
- Mahdollisesti laajentuminen uusille markkina-alueille Inbound-liiketoiminnoissa

Seuraavat 5 vuotta

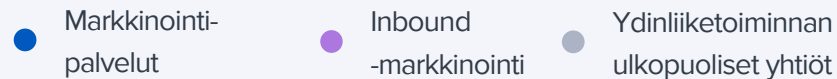
- Tavoitteena 5-kertaistaa liikevaihto vuoteen 2024 yli 100 MEUR:oon
- Vuosittain yli 25 %:n orgaaninen ja yli 40 %:n kokonaiskasvu
- Kasvun pääpainopiste Inbound-markkinoinnissa ja voimakkaassa kansainvälistymisessä
- Markkinointipalveluissa tavoitellaan maltillista ja kannattavaa kasvua
- Potentiaalinen yritysostokohde suuremmille markkinoinnin arvoketjuun laajentumaan pyrkiville yrityksille

Avidlyn yrityskaupat 2011-2019 ja liiketoimintojen M&A-strategia

Yrityssostot



Yritysmyyntit



Lähde: Avidly

Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Markkinointipalvelut

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus palveluvalikoiman täydentämisessä ja Suomen toimipisteverkoston täydentämisessä (esim. Savo, Satakunta)
- Pääasiassa pieniä ”täsmä”yrityssostoja

Inbound-markkinointi

- M&A merkitys kriittinen
- Tavoitteena voimakas epäorgaaninen kasvu (>25 % vuodessa), joka vaatii useita yrityssostoja vuodessa
- Yrityskauppojen fokus asiakaskunnan ja asiantuntijoiden määrän kasvua kiihdyttävissä yrityssostoissa
- Kohteena HubSpot-teknologiaan keskittyneitä yhtiöitä, jotka ovat korkealla HubSpot-partneritasolla
- Uudet maantieteelliset alueet mahdollisia, mutta pääfokus yrityssostoissa alkuun Pohjoismaissa

Lähde: Inderes

Toimialakatsaus - Markkinointipalvelut

Suomen markkinointiviestintämarkkina

Suomen markkinointiviestinnän markkina on ollut vuosien ajan voimakkaassa murroksessa, kun tarve perinteiselle, painettuun mediaan keskittyneelle markkinointiviestinnälle on laskenut voimakkaasti, uusien digitaalisten markkinoinnin palveluiden ja teknologioiden kasvu on ollut vahvaa, ja toimialalle on tullut uusia kilpailijoita mm. IT-palvelutalojen ja pienten digimarkkinoinnin toimistojen muodossa.

Toimialan kasvunäkymät ja sykliisyys

Markkinointiviestintä on toimialana käsitksemme 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. Suomen talouskasvun vaimentuessa lähivuosina odotamme siten myös markkinointiviestinnän palveluiden kasvun hidastuvan. Arviomme mukaan heikentyvässäkin markkinaympäristössä panostukset digitaalisiin palveluihin tulevat kuitenkin kasvamaan rakenteellisten trendien myötä, mikä laimentaa alan suhdanneherkkyyttä.

EK:n suhdannebarometrin (5/2019) mukaan tieto- ja viestintäalan palveluyritykset Suomessa kuvasivat suhdannetilannettaan hyväksi. Myynnin kasvu on jatkunut hyvänä ja odotukset ovat positiiviset seuraavalle puolelle vuodelle. Suidanteiden odotetaan pysyvän likimain ennallaan.

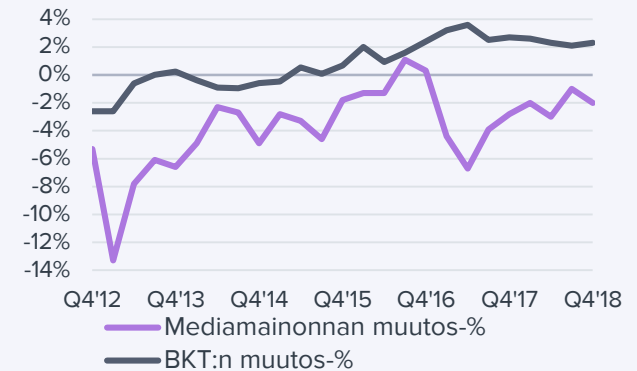
Toimialan trendit

Määrittelystä riippuen, markkinointiviestinnän markkinat voidaan jakaa tällä hetkellä karkeasti 60/40 % jaolla uusien digitaalisten markkinoinnin palveluiden ja teknologioiden ja perinteisemmän markkinointiviestinnän suunnittelun välille. Arviomme mukaan suhdeluku voi muuttua jo lähivuosina lähemmäs 80/20 % jakoa, kun uusien teknologioiden käyttöönotto kiihtyy ja mainonta jatkaa digitalisoitumista.

Markkinan kahtiajaon taustalla on markkinointiviestintämarkkinan pitkään jatkunut murros, jossa yritykset ovat vähentäneet investointeja perinteisen markkinoinnin (mm. printtimainonta) puolella, lisänneet viestintä- ja markkinointikanavien määrää (panokset pirstaloituneet) ja investoineet kasvavissa määrin digitaaliseen markkinointiin sekä markkinoinnin automaatio- ja analytiikkateknologiaan. Digitaalisista markkinointiviestinnän palveluista ja teknologioista on tullut organisaatioille entistä liiketoimintakriittisempiä. Pääajurina markkinointi-investoinneille toimii tällöin printtimedian suunnittelun ja ostamisen sijaan asiakaskokemuksen ja -ymmärryksen parantaminen, myynnin kasvattaminen, prosessien tehostaminen, sekä liiketoimintatiedon analysointikyvykyys. Esim. Gartnerin mukaan yritysten markkinointijohtajat käyttävät jo 1/3 budjetistaan markkinointiteknologioihin.

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.

Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT



Markkinointiviestinnän keskeiset trendit



Toimialakatsaus – Inbound-markkinointi

Markkinointiautomaatiomarkkinoiden kehitys

Markkinointiautomaatiomarkkina (Inbound-markkinointi) on ollut jo pitkään voimakkaassa kasvussa, ja esimerkiksi tällä markkinalla toimiva yhdysvaltainen listayhtiö SharpSpring on arvioinut Inbound-ohjelmistojen markkinan kasvavan yli 30 % vuodessa ja olleen arvoltaan noin 4,3 mrd. dollaria vuonna 2018. Arviomme mukaan Inbound-ohjelmistojen ympärille rakentuvien palveluliiketoiminnan arvo voisi olla noin 4-8x ohjelmistomarkkinaa suurempi (lähde: IDC:n arvio Salesforce:n ja Microsoftin ekosysteemien koosta).

Inbound-markkinan kasvua ajaa osittain samat ajurit kuin mediamarkkinoita, eli 1) teknologinen kehitys, 2) digitaalisen kulutuksen ja käytön kasvu, 3) mediakulutuksen ja asiakaspolkujen pirstaloituminen, sekä 4) sääntelyn ja tietosuojavaatimusten kasvu. Lisäksi Inbound-markkinoinnin kasvua ajaa sen käyttöönoton tarjoamat hyödyt, kuten tehokkuuden kasvu ja asiakaskokemuksen parantuminen, sekä edelleen matalalla tasolla oleva käyttöönottoaste (SharpSpring arvio 35 %) erityisesti keskisuurten ja pienten yhtiöiden osalta.

Inbound-ohjelmistomarkkinan globaalisti suurimmat toimijat ovat: Marketo (Adobe), Salesforce, Oracle, HubSpot, IBM, SAS. Lisäksi markkinoilla on satoja pienempiä toimittajia. Suurimmat ohjelmistotoimittajat (Marketo, Salesforce, Oracle) ovat keskittyneet tyypillisesti suuryritysten segmenttiin, kun taas mm. HubSpot on ollut vahvempi keskisuurissa yhtiöissä. Toimialalla on tapahtunut viime vuosina paljon yrityskauppoja, kun isot ohjelmistotalot (mm. Adobe osti Marketon) ovat konsolidoineet markkinaa ja laajentaneet yritysostojen kautta ratkaisujaan uusilla toiminnallisuuksilla.

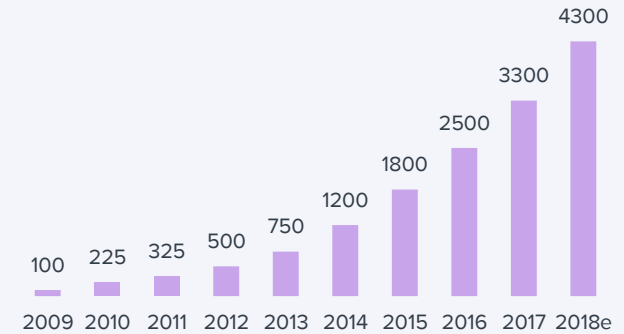
HubSpot

Avidlyn Inbound-markkinoinnin liiketoiminta rakentuu yhdysvaltalaisen HubSpotin kehittämän pilvipohjaisen ohjelmistoratkaisun (platformin) päälle. HubSpot on toimialallaan yksi maailman suurimmista ja nopeimmin kasvavista yhtiöistä, ja sen liikevaihto oli vuonna 515 MUSD. Yhtiön liikevaihto kasvaa tälle hetkellä yli 30 % vuodessa ja sillä on globaalisti yli 60000 asiakasta ja yli 3500 kumppanitoimistoa (mm. Avidly).

HubSpot on kehitetty markkinoinnin, myynnin ja asiakaspalvelun automaatioalustaksi, erityisesti pienille ja keskisuurille yhtiölle. HubSpot on kuitenkin laajentanut toiminnallisuuksia kattamaan myös suuryritysten tarpeet viime vuosina. HubSpotin palvelu sisältää toisiinsa saumattomasti integroidun CRM-järjestelmän, markkinoinnin automaatiojärjestelmän, myynnin hallinta-järjestelmän, sekä asiakaspalvelujärjestelmän. HubSpotin palvelun hinta vaihtelee käyttäjien määrän ja palvelun käyttölaajuuden mukaan aina ilmaisesta CRM:stä ja noin 100 dollaria kuussa maksavasta perustason käyttöoikeudesta yli 4000 dollaria kuussa maksavaan kaikki ohjelmistoratkaisun osat kattavaan enterprise-tason käyttöoikeuteen.

Asiakkaan on periaatteessa mahdollista ottaa käyttöön ja hallita HubSpot-ratkaisua itsenäisesti kevyen käyttöönottokoulutuksen jälkeen, mutta useimmiten suurempiin käyttöönottoihin, muihin IT-järjestelmiin integroitumiseen ja ratkaisun kehittämiseen ja ylläpitoon käytetään apuna HubSpot-partnereita, kuten Avidlyä. Partneriohjelma käsittää 4 tasoa, joista korkein on Diamond-taso (n. 50k MRR). Avidly on kaikissa 4 toimintamaassa Diamond-tason kumppani, kaikkiaan HubSpotilla 53 Diamond-kumppania.

B2B markkinointiautomaatio-ohjelmistojen markkinan kehitys, MUSD



Lähde: SharpSpring Inc.

HubSpot lyhyesti

HubSpot on yksi maailman johtavista markkinoinnin automaatiojärjestelmiä kehittävästä yhtiöistä. Yhtiön ohjelmistoalusta auttaa yrityksiä tehostamaan myyntiä, markkinointia ja asiakaspalvelua. HubSpot on listattu New Yorkin pörssiin ja sen markkina-arvo on noin 7,7 mrd. USD

513 MUSD (+37 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

>60 000 kpl

Asiakkaiden määrä

>100 kpl

Maat, jossa yhtiöllä on asiakkaita

>3500 kol

Kumppaneiden lukumäärä globaalisti

133

Kumppaneiden lukumäärä Pohjoismaissa (lähde: HubSpot sivusto)

53 kpl (Avidly 4)

Korkeimmalla partneritasolla olevien kumppanien määrä (joista Avidlyn maayhtiöt)

Taloudellinen tilanne 1/2

Vahva taloudellinen tilanne

Avidlyn taloudellinen tilanne on tällä hetkellä suhteellisen vahva ja vakaa. Yhtiön kannattavuus on ollut vuositason vaihteluista huolimatta nousujohteinen ja selvästi positiivinen, ja yhtiön kasvu on ollut yritysostojen ja orgaanisen kasvun myötä voimakasta (CAGR 2012-2018 +12 %). Yhtiön taseeseen on kertynyt yritysostojen myötä kohtuullisen paljon aineetonta omaisuutta, mutta näkemyksemme mukaan taseen riskit ovat kokonaisuutena maltilliset.

Yhtiön velkaisuus on laskenut selvästi positiivisen operatiivisen kassavirran ja kasvun rahoittamiseksi tehtyjen noin 3,3 MEUR:n suunnattujen osakeantien myötä matalalle tasolle. Lisäksi yhtiön liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle tyypillisesti vahvan kassavirran, eikä palveluliiketoiminnan orgaaninen kasvu ei sido käytännössä juurikaan pääomia.

Positiivinen tulos, sekä vahva tase ja rahoitusasema mahdollistavat yhtiölle siten voimakkaan kasvun jatkamisen yritysostoin tai orgaanisesti lähivuosina.

Yritysostojen aineeton omaisuus kasvattanut muuten kevyttä tasetta

Avidlyn taseen loppusumma oli Q4'18 lopussa 16,6 MEUR (Q4'17: 11,0 MEUR). Tase on kasvanut voimakkaasti viime vuosina tehtyjen useiden yrityskauppojen myötä. Tase sisältää siksi myös suhteellisen paljon liikearvoa (6,4 MEUR) ja muuta aineetonta omaisuutta (0,7 MEUR). Aineellista omaisuutta, osakkuuksia ja sijoituksia yhtiöllä on yhteensä noin 1,7 MEUR.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan

luonteesta johtuen tyypillisesti matalalla tasolla, sillä osalle liikevaihtoa kertyy ennakkomaksuja ja yhtiön siirto- ja ostovelat ovat tyypillisesti myyntisaamaisia korkeammat. Q4'18 lopussa nettokäyttöpääoma oli noin 1,1 MEUR positiivinen (2017: n. 0,4 MEUR).

Pidämme Avidlyn tasetta hyvin kuranttina, sillä yhtiön liiketoiminta on ollut viime vuodet kokonaisuutena selvästi voitollinen, eikä yritysostoista syntyneeseen liikearvoon ole syntynyt nähdäksemme merkittäviä alaskirjausriskejä. Nykyisellä taserakenteella mahdolliset liikearvon alaskirjausten vaikutukset yhtiön rahoitusasemaan olisivat joka tapauksessa rajalliset.

Yhtiöllä on taseen ulkopuolella käytössään merkittävät verosaatatavat, jotka ovat syntyneet pääosin Zeelandin tappiollisista tuloksista vuosina 2009-2010. Tappiot tulevat pitämään Avidlyn Suomen liiketoimintojen efektiivisen veroasteen hyvin matalana vielä useiden vuosien ajan.

Yhtiön nettokassa antaa liikkumavaraa investointeihin ja kasvun rahoitukseen

Avidlyn oma pääoma oli Q4'18 lopussa 8,4 MEUR ja omavaraisuusaste 51 %. Pitkäaikaista rahoitusvelkaa yhtiöllä oli Q4'18 1,7 MEUR ja lyhytaikaista 2,5 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli Q4'18 lopussa 3,0 MEUR ja nettovelkaa 1,3 MEUR. Nettovelkaantumisaste oli Q4'18 lopussa 15 % (Q4'17: 100 %). Nettovelkaisuutta nostaa hieman parin vuoden 2020 loppuun jatkuva yhden tytäryhtiön keskeneräinen saneerausohjelma ja factoring-ohjelma, mutta positiivinen operatiivisen kassavirran kehitys ja osakeannit ovat kääntäneet velkaisuuden kokonaisuutena voimakkaaseen

laskuun.

Avidlyn nettovelan ja käyttökatteen suhdeluku laski vuoden 2018 lopussa 1,3x tasolle (2017: 2,3x). Arvioimme, että nettovelan/käyttökatteen suhdeluvun kestävä taso on noin 2,5x tasolla, joten yhtiöllä on tarvittaessa kapasiteettia ottaa lisää vieraan pääomanehtoista rahoitusta esimerkiksi yritysostoihin noin 1-2 MEUR. Vuonna 2019 voimaan tulleilla IFRS 16 kirjanpitemuutoksilla on kuitenkin jatkossa lievästi negatiivinen vaikutus taseen vakavaraisuuslukuihin.

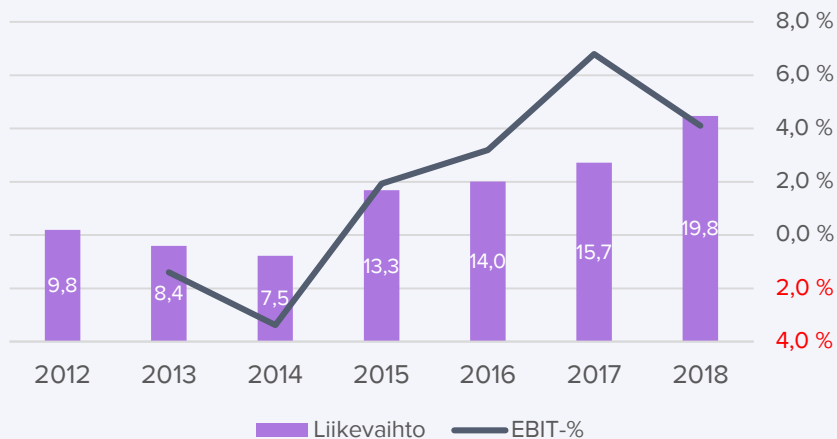
Kassavirta ja osinko

Avidlyn liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina kohtuullisella noin 5 %:n tasolla liikevaihdosta (vrt. oik. EBIT 4-7 %). Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on palveluliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan suhteellisen matala, mutta viime vuosina tehdyt yritysostot ovat syöneet merkittävästi rahavirtaa, vaikka niissä on käytetty useimmiten maksuvälineenä myös suunnattuja anteja.

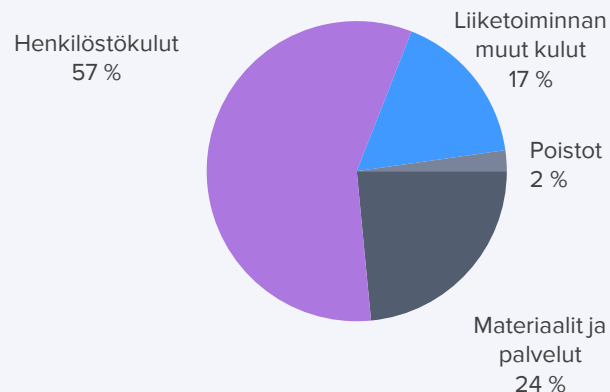
Arvioimme, että Avidlyn operatiiviset kassavirrat tulevat säilymään myös jatkossa selvästi positiivisena, mikä yhdessä vahvan rahoitusaseman ja suunnattujen antien kanssa mahdollistaa kasvustrategian toteuttamisen sekä strategisten tavoitteiden mukaisen osingonjaon (maks. 50 % nettotuloksesta).

Taloudellinen tilanne 2/2

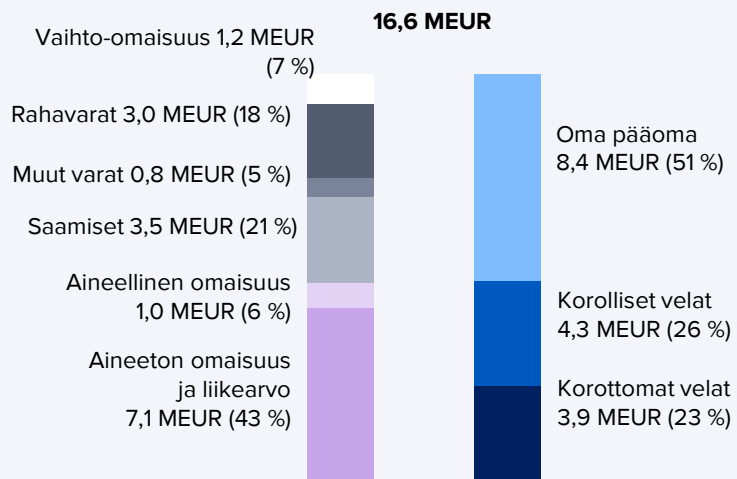
Liikevaihdon ja EBIT-% kehitys, 2012-2018



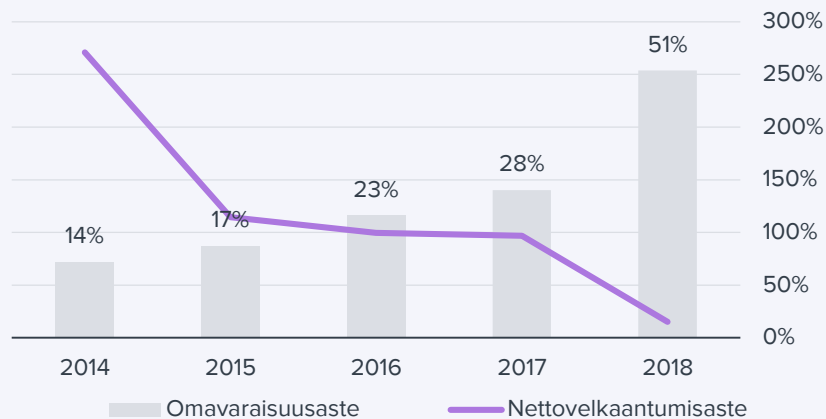
Kulurakenne 2018



Taserakenne, Q4'2018



Omavaraisuus- ja nettovelkaisuusaste (oik.)



Ennusteet 1/3

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme Avidlyn kokonaisliikevaihdon kehitystä kahden segmentin kautta:

- Markkinointipalvelut
- Inbound-markkinointi

Ennustamme segmenttien liikevaihdon kehitystä seuraavien parametrien kautta:

1. Liiketoimintojen keskimääräisen henkilöstön määrän kehityksen kautta, sekä
2. keskimääräisen liikevaihdon ja myyntikatteen per työntekijä avulla.

Oletamme ennustemallissamme, että yhtiö tulee strategian mukaisen orgaanisen liikevaihdon kasvutavoitteen (>25 %/vuodessa) saavuttamiseksi tekemään vuoteen 2024 ulottuvalla strategiakaudella merkittäviä panostuksia henkilöstömäärän kasvuun erityisesti Inbound-liiketoiminnassa. Ennustamme mallissamme, että yhtiö kasvattaa strategiakaudella Inbound-liiketoiminnan henkilöstömäärää keskimäärin 28 % vuodessa ja Markkinointipalveluiden henkilöstöä noin 3 % vuodessa.

Yhtiö tavoittelee strategiakaudelle lisäksi myös voimakasta epäorgaanista kasvua (>15 %/vuosi) pääasiassa Inbound-liiketoiminnassa. Emme ole sisällyttäneet oletuksia yritysostoista ennusteisiin, sillä niiden vaikutusta kasvuun ja yritysostojen arvostusta on mahdotonta mallintaa etukäteen.

Oletamme ennustemallissamme, että yhtiön liikevaihto per henkilö ja myyntikate per henkilö kehittyvät keskimäärin hieman yleistä inflaatiota

nopeammin yli ajan. Keskimäärin liikevaihto on mallissamme noin 100t euroa per henkilö tasolla ja myyntikatemarginaali 81-86 %:n tasolla .

Mallinamme Avidlyn kannattavuuden kehitystä ensisijaisesti konsernitason kuluennusteiden kautta ja toissijaisesti segmenttien liikevoittomarginaalien kautta. Mallissamme Avidlyn henkilöstökulut kasvavat lineaarisesti henkilöstön määrän kehityksen kanssa, lisättynä noin 2,5 %:n vuosittaisella kustannusnousulla. Liiketoiminnan muiden kulujen oletamme kasvavan hieman myyntikatteen kasvua hitaammin ja poistojen olevan noin 2 % liikevaihdosta. Segmenttitasolla oletamme vakaassa kehitysvaiheessa olevan Markkinointipalvelut-liiketoiminnan yltävän noin 5-8 %:n liikevoittomarginaaliin ja Inbound-markkinoinnin noin 0-3 %:n tasolle.

Näkyvyys Avidlyn liikevaihdon kehityksen suhteen 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. Pitkän aikavälin ennustettavuutta heikentää näkyvyys kasvustrategian toteuttamisen ja yritysostojen onnistumisen suhteen, sillä Avidly on vasta alkutaipaleella kasvustrategiaansa. Kannattavuuden suhteen näkyvyyttä heikentää Inbound-liiketoiminnan kestävä kannattavuustason arviointi, sillä lähivuosina segmentin kannattavuutta rasittaa kasvupanostukset.

Keskeiset ennusteparametrit

- Henkilöstön määrän kasvu
- Myynti per henkilö
- Myyntikatemarginaali
- Kulujen kasvu per henkilö

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/3

Vuosi 2019: yritysostovetoista kasvua

Avidly ohjeistaa vuodelle 2019 22-24 MEUR:n liikevaihtoa (2018: 19,8 MEUR) ja parantuvaa liikevoittoa (2018: 0,6 MEUR). Ennustemme on linjassa ohjeistukseen, sillä odotamme Avidlyn liikevaihdon kasvavan vuonna 2019 23,5 MEUR:oon (+19 % v/v) ja liikevoiton kasvavan 18 % 0,9 MEUR:oon (EBIT-% 3,7 %).

Liikevaihdon osalta odotamme hieman laskevaa kehitystä Markkinointipalveluihin SOK:n sopimuksen ja henkilöstön määrän supistumisen myötä, jota viime vuoden alkupuolella tehty Nitroid-yrityskauppa ei riitä arviomme mukaan täysin kompensoimaan. Inbound-markkinoinnin segmentin odotamme jatkavan voimakasta kasvua (+101 %) vuoden 2018 lopulla tehdyn Avidly-yritysoston, alkuvuonna 2019 tehdyn Hehku Marketing -yritysoston, sekä orgaanisen kasvun (rekrytoinnit, uudet asiakkuudet) ajamana.

Ennusteessamme Avidlyn oikaistu liikevoittoa nostaa Markkinointipalveluiden tehokkuuden parantumisen kautta syntyvä lievä tulosparannus (oik. EBIT-% 2019e 5,6 % vs. 2018 4,8 %) ja Inbound-markkinoinnin nollatulos.

Kertaeristä oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan 0,37 euroon (2018: 0,34 euroa) ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen parantuvan 0,31 euron tasolle (2018: 0,22 euroa). Raportoituun tulokseen sisältyy vuonna 2019 arviomme mukaan hieman vähemmän kertaeriä, mikä riittää kompensoimaan osakeantien kasvavan osakemäärän. Osingon ennustamme nousevan 0,02 eurolla 0,10 euroon osakkeelta (2018: 0,08 euroa).

Vuodet 2020-2024: orgaaninen kasvu kiihtyy

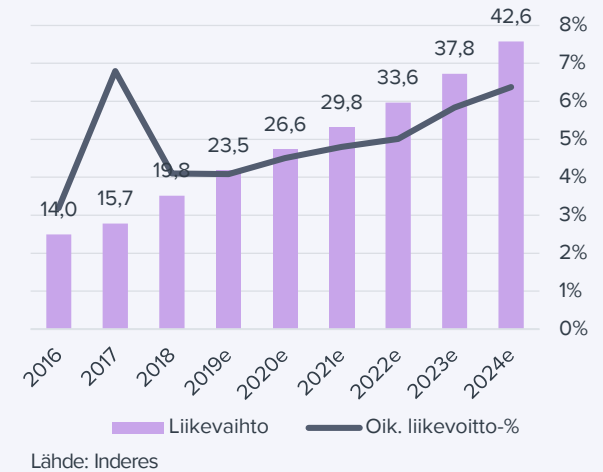
Ennustamme Avidlylle voimakasta liikevaihdon kasvua vuosille 2020-2024 pääasiassa Inbound-markkinoinnin voimakkaan ennustetun orgaanisen kasvun ajamana (CAGR 28 %). Keskimäärin ennustamme Avidlyn liikevaihdon kasvavan jaksolla noin 13 % vuodessa, noin 44 MEUR:oon, mikä on selvästi Avidlyn omaa, yli 25 %:n orgaanista kasvua maltillisempi taso. Odotamme tässä vaiheessa vielä yhtiöltä näyttöjä rekrytointien onnistumisesta ja uusmyynnin kasvusta. Vuosien 2020-2024 ennusteisiimme ei sisälly yritysostoja.

Kannattavuuden osalta olemme ennusteissamme sen sijaan hieman yhtiön ohjeistaman haarukan (EBIT-% 2-7 %) keskiarvon yläpuolella, ja ennustamme liikevoiton olevan keskimäärin 5,3 %. Pääosa jakson liikevoitosta muodostuu ennusteessamme Markkinointipalveluista, jonka liikevoitto-%:n ennakoimme olevan jaksolla noin 6-8 %. Inbound-liiketoiminnassa liikevoitto-% on ennusteessamme suunnilleen 0,5-3 %:n välissä. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi yritysostot, mutta kuten yllä, emme ole huomioineet niitä kannattavuusennusteissamme.

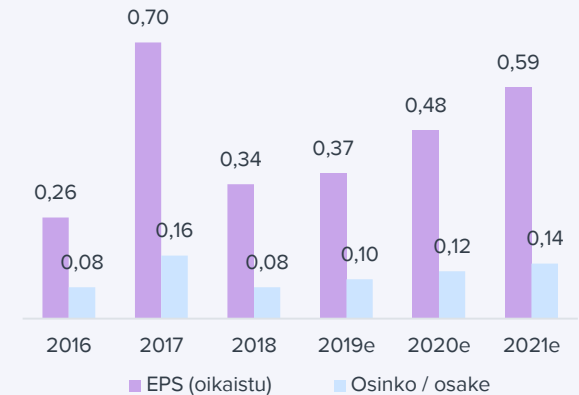
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeisiä tuloskehityksen ajureita ovat erityisesti Inboundin kasvunopeus sekä kannattavuustaso, Markkinointipalveluiden odotamme kehittyvän vakaasti. Oletamme Avidlyn liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin yli 10 % vuodessa, terminaalikasvun ollessa 2 % Liiketoiminnan kypsässä kehitysvaiheessa oletamme liikevoitto-% nousevan 6,5 %, mikä yhdessä liikevaihdon kasvun kanssa nostaa vuosien 2020-2028 tuloskasvun keskimäärin 18 %:iin vuodessa.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2020-2028 = +11 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu = 2 %
Liikevoiton kasvu: CAGR 2020-2028 = +18 %
Liikevoitto-% 2028- = 6,5 %

Ennusteet 3/3

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	8,2	7,4	15,7	9,7	10,1	19,8	12,5	11,0	23,5	26,6	29,8	33,6
Markkinointipalvelut				9,2	8,5	17,6	9,4	7,7	17,1	18,3	19,1	19,9
Inbound-markkinointi				0,5	1,6	2,2	3,1	3,3	6,4	8,3	10,7	13,6
Käyttökate	1,0	0,3	1,3	0,5	0,5	1,0	0,8	0,6	1,4	1,8	2,0	2,2
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,9	0,2	1,1	0,4	0,4	0,8	0,6	0,3	1,0	1,2	1,4	1,7
Liikevoitto	0,9	0,2	1,1	0,4	0,3	0,6	0,5	0,3	0,9	1,2	1,4	1,7
Markkinointipalvelut				0,3	0,5	0,8	0,5	0,3	0,9	1,2	1,4	1,5
Inbound-markkinointi				0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	0,8	0,1	0,8	0,3	0,0	0,3	0,4	0,3	0,6	1,0	1,3	1,5
Verot	-0,1	0,3	0,1	-0,1	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,6	0,3	1,0	0,2	0,2	0,4	0,3	0,4	0,7	1,2	1,4	1,7
EPS (oikaistu)	0,46	0,24	0,70	0,15	0,19	0,34	0,19	0,18	0,37	0,48	0,59	0,70
EPS (raportoitu)	0,46	0,24	0,70	0,12	0,10	0,22	0,13	0,18	0,31	0,48	0,59	0,70

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	3,2 %	22,8 %	11,6 %	17,3 %	36,0 %	26,2 %	29,2 %	8,6 %	18,7 %	13,3 %	12,2 %	12,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	61,2 %	-270,9 %	137,5 %	-55,9 %	138,1 %	-23,8 %	57,6 %	-18,9 %	18,1 %	25,0 %	19,5 %	17,4 %
Käyttökate-%	12,4 %	4,1 %	8,5 %	5,5 %	5,1 %	5,3 %	6,2 %	5,6 %	5,9 %	6,8 %	6,7 %	6,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,8 %	2,4 %	6,8 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,9 %	3,1 %	4,1 %	4,5 %	4,8 %	5,0 %
Nettotulos-%	7,7 %	4,4 %	6,1 %	2,1 %	1,5 %	1,8 %	2,4 %	3,9 %	3,1 %	4,3 %	4,7 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	24,3	23,5	-3 %	27,8	26,6	-4 %	31,3	29,8	-5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	1,0	-9 %	1,3	1,2	-11 %	1,5	1,4	-6 %
Liikevoitto	1,0	0,9	-10 %	1,3	1,2	-11 %	1,5	1,4	-6 %
Tulos ennen veroja	0,7	0,6	-13 %	1,2	1,0	-12 %	1,4	1,3	-9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,41	0,37	-9 %	0,55	0,48	-13 %	0,63	0,59	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,14	0,10	-27 %	0,22	0,12	-46 %	0,25	0,14	-45 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Voimakkaasti kasvava palveluyhtiö

Avidly profiloituu sijoittajalle voimakkaaseen kasvuun ja kansainvälistymiseen tähtäävänä kasvuyhtiönä, jolla on vakaasti kehittyvä ja kannattava markkinointipalveluliiketoiminta Suomessa, sekä markkinoinnin digitalisoitumistrendin myötä voimakkaasti kasvavat HubSpot-tekniologiaan pohjautuvat Inbound-markkinoinnin liiketoiminnot. Yhtiöön sijoittavan tuotto riippuu yhtiön kyvystä kasvattaa Inbound-liiketoimintaa voimakkaasti rekrytointien ja yritysostojen kautta, sekä kyvystä ylläpitää Markkinointipalvelut kannattavan kasvun uralla.

Avidlyn uudistettu, voimakkaan kasvuhakuinen strategia on vielä alkuvaiheessa ja yhtiön sijoittajatarinan kehittymiseen liittyy siksi vielä useita ennustettavuutta heikentäviä tekijöitä. Ensiksi, yhtiön vuosina 2018-2019 tekemien Inbound-markkinoinnin yritysostojen kehityksestä ja kasvusta ei ole vielä saatavissa selkeää kuvaa, sillä ne ovat olleet integroituna Avidlyyn vasta lyhyen aikaa. Yhtiön on kuitenkin rakentanut yrityskauppojen hinnoittelun siten, että riski kauppojen ylihinnittelusta on pieni. Toinen vielä ennustettavuutta heikentävä tekijä on yhtiön kyky hankkia vuosien 2018-2024 voimakkaaseen kasvuvaiheeseen riittävästi resursseja, jolla voimakkaat kasvutavoitteet ja markkinan voimakas kasvu saadaan toteutettua. Tämän osalta yhtiö näyttää päässeen alkuvuoden 2019 aikana hyvään vauhtiin. Kolmanneksi, yhtiön edellytykset löytää strategiaan hyvin sopivia ja kohtuullisesti hinnoiteltuja yritysostokohteita on epävarmaa. Tämän suhteen yhtiöllä on kuitenkin paljon osaamista ja pirstaloituneella Inbound-markkinoinnin markkinalla ei pitäisi syntyä heti pulaa ainakaan pienen kokoluokan

yritysostokohteista. Luottamustamme vahvistaa myös se, että yhtiö on tähän mennessä tehnyt yritysostoja maltillisilla arvostuskertoimilla.

Kunnianhimoiseen kasvustrategiaan nojaavan yhtiön osakkeen omistaminen edellyttää siten vielä vahvaa luottamusta yhtiön johtoon sekä siihen, että Inbound-liiketoiminnasta on luotavissa tulevaisuudessa merkittävä ansaintalähde tai yhtiö muodostuu kasvun kautta kiinnostavaksi yritysostokohteeksi suuremmille toimijoille.

Vahvuudet

Voimakkaasti kasvava, ja pitkälti jakamaton

Inbound-markkinoinnin markkina: Inbound-mainonnan markkina kasvaa erittäin nopeasti ja Avidly on hyvin asemoitunut kasvuun. Markkinointi, myynti ja asiakaspalvelut digitalisoituvat nopeaa vauhtia ja Avidlyn päämies, HubSpot on teknologiana kehityksen kärjessä. Tässä kehityksessä myös palveluilla on merkittävä ja kasvava rooli.

Vahva jalansija ydinmarkkinoilla: Avidly on lyhyessä ajassa noussut HubSpot-pohjaisen Inbound-markkinoinnin johtavaksi toimijaksi Pohjoismaissa ja tärkeäksi partneriksi HubSpotille. Markkinointipalveluissa yhtiöllä on Suomessa laaja palveluvalikoima ja maantieteellinen peitto, mikä mahdollistaa laajan asiakaskunnan ja kasvun.

Jatkuvuus ja asiakaspito: Merkittävä osa Avidlyn liikevaihdosta syntyy jatkuvista palveluista, mikä parantaa tuottojen ja kassavirtojen ennakoitavuutta ja tehostaa palvelujen tuottamista.

Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli: Yhtiön liiketoimintamalli sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat yrityskauppoja

lukuun ottamatta pienet. Yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa on siten hyvä, mikä mahdollistaa pääomatehokkaan kasvun ja maltillisen osingonjaon.

Keskeiset riskit

Rekrytointien laatu, määrä ja nopeus: yhtiön kasvustrategian onnistuminen on riippuvainen pätevän henkilöstön löytymisestä ajallaan sekä kyvystä sitouttaa parhaat osaajat taloon.

Yritysostojen epäonnistuminen: yhtiön on tehtävä strategiakauden aikana useita yritysostoja, joiden integroitiin, arvostukseen ja toteutumiseen liittyy riskejä.

Heikko näkyvyys sopimuksiin ja myynnin

kehitykseen: Sijoittajilla on tällä hetkellä suhteellisen heikko näkyvyys yhtiön asiakaskannan kehitykseen, kauppojen ajoitukseen ja tulovirtojen suuruuteen.

Teknologiariippuvuus: Avidlyn Inbound-liiketoiminta on hyvin riippuvainen HubSpotin menestyksestä. Näin ollen uudet teknologiat tai päämiehen strategian muutokset saattavat disruptoida Avidlyn liiketoimintaa.

Kilpailuaseman muutokset: Avidlyn toimialan alalle tulokynnys on matala, mikä kasvattaa kilpailun määrää. Toimialan kasvu voi myös houkuttaa lisää pääomia markkinoille kilpailemaan parhaista yritysostokohteista.

Suhdanne- ja asiakasriskit: Markkinointipalvelut toimii osittain syklisellä ja projektivetoisella toimialalla, minkä vuoksi henkilöstön laskutusaste voi vaihdella nopeasti ja heikentää tuloskehitystä. Myös suurten markkinoinnin ulkoistussopimusten muutoksiin liittyy vastaava riski.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva jalansija voimakkaasti kasvavilla Inbound-markkinoinnin markkinoilla

2.

Vakaat, kannattavat ja kassavirtaa tuottavat markkinointipalvelut

3.

Strategian toteuttamiseen ja kasvutavoitteiden realisoitumiseen liittyy vielä merkittävää epävarmuutta

4.

Vahva tase ja matala velkaisuus mahdollistavat kasvun kiihdyttämisen yritysostoin

5.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa kasvustrategian onnistumiseen ja markkinointipalveluiden vakaaseen kannattavuuskehitykseen

Potentiaali



- Voimakkaasti kasvava, ja pitkälti jakamaton Inbound-markkinoinnin markkina
- Vahva jalansija ydinmarkkinoilla
- Jatkuvuus ja asiakaspito
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli

Riskit



- Rekrytointien laatu, määrä ja nopeus
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Heikko näkyvyys sopimukseen ja myynnin kehitykseen
- Teknologiarippuvuus
- Kilpailuaseman muutokset
- Suhdanne- ja asiakasriskit

Arvostus 1/3 - yhteenveto

Vahvan kasvun kehitysvaiheessa

Avidly on tällä hetkellä useita vuosia kestäväen voimakkaan kasvuvaiheen alussa. Tämä tekee yhtiön arvonmäärittämisestä haasteellista, sillä merkittävä osa yhtiön arvosta muodostuu pitkälle tulevaisuuteen nojaavista kasvu- ja kannattavuusodotuksista. Toisaalta yhtiön Markkinointipalvelut-liiketoiminnot ovat nykyisellään kannattavia, mikä muodostaa yhtiölle kohtuullisen tulostason jo lähivuosille, ja osakkeen arvostusta voidaan siten peilata osittain myös tulos pohjaiseen arvostukseen.

Näkemyksemme mukaan Avidlyn arvo muodostuu 3 komponentista:

1) Vakaassa kehitysvaiheessa olevasta, maltillisesti kasvavasta ja kannattavasta Markkinointipalvelut-liiketoiminnasta, jonka muodostama noin 1 MEUR:n liiketulos ja verrokkiyhtiöiden keskimääräinen (mediaani), 15 %:n likviditeetti alennuksella painotettu EV/EBIT-kerroin noin 10x antaa Avidlylle noin 10 MEUR:n teoreettisen "lattian" arvostukselle. Tämä havainnollistaa, että yhtiön nykyisestä noin 15 MEUR:n arvostuksesta valtaosa selittyy pelkällä Markkinointipalvelut-liiketoiminnan tuloksentekevyyllä.

2) Inbound-markkinoinnin liiketoiminnan arvo, eli periaatteessa Avidlyn kasvulle ladatut odotukset selittävät tällä hetkellä karkeasti noin 1/3-osaa Avidlyn nykyisestä yritys arvosta (noin 5 MEUR). Osakkeen tuottopotentialin kannalta tämän komponentin arvo on kriittinen, sillä kasvustrategian toteutuessa yhtiön tavoitteiden mukaisesti muodostuu vuonna 2024 Inbound-liiketoiminnoista suurin osa yhtiön

liikevaihdosta ja yritys arvosta.

3) Yritysjärjestelyoptio. Avidlyn kasvustrategian keskeinen komponentti on yhtiön kasvun ja omistaja-arvon kasvattaminen yritysostojen avulla. Yritysostojen onnistunut toteuttaminen muodostaa siten option osakkeeseen. Lisäksi näemme, että kasvutavoitteiden toteutuessa yhtiöstä voisi muodostua houkutteleva yritysostokohde suurille konsulttitaloille. Sijoitusnäkemystä ei tule kuitenkaan mielestämme nojata tässä vaiheessa kummankaan option varaan.

Arvonmäärittäksen yhteenveto

Arviomme mukaan, Avidlyn voimakas kasvuhakuisuus heijastuu vasta osin yhtiön arvostukseen ja pääosan yhtiön arvosta selittää suhteellisen vakaat ja kannattavat Markkinointipalvelut. Maltillinen arvostus on oikeutettua siitä näkökulmasta, että strategia-kausi on vasta alussa, näkyvyys strategian toimivuuteen on vielä rajallinen, ja yhtiön arvostus on tulos pohjaisesti vuoden 2019 osalta haastava (2019e P/E 17x).

Näemme osakkeessa kasvutavoitteiden toteutuessa puolittainkin skenaario- ja kassavirta-analyysien pohjalta kuitenkin niin merkittävää nousupotentiaalia, että se kompensoi tällä hetkellä mielestämme hyvin yllämainitut riskit. Lisäksi osake tarjoaa yritysjärjestelyn muodossa spekulatiivisen option, joka voi realisoituessaan kiihdyttää yhtiön kasvua tai tehdä yhtiöstä houkuttelevan ostokohteen.

Avidlyn arvon muodostuminen

1

Tuloskomponentti

- Markkinointipalvelut-liiketoiminto vakaassa kehitysvaiheessa
- Kannattava liiketoiminto
- Maltillinen kasvu
- Noin 2/3-osaa Avidlyn nyky arvosta

2

Kasvukomponentti

- Inbound-markkinoinnin liiketoiminnassa voimakas kasvuodotus vuosille 2019-2024
- Kehityskaaren ja laajentumisen alkuvaiheessa
- Pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaali epävarma
- Noin 1/3- osaa nyky arvosta, kriittinen komponentti arvonmuodostukselle

3

Yritysjärjestelyoptio

- Epäorgaaninen kasvu tärkeässä roolissa kasvustrategian ja arvonluonnin kannalta
- Avidly mahdollinen yritysostokohde pitkällä aikavälillä
- Spekulatiivinen komponentti

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)

7,00 EUR

(aik. 6,20 EUR)



Osakekurssi: 6,40 EUR

Potentiaali: 9,4 %

Arvostus 2/3 - skenaarioanalyysi

Arvonmääritys eri skenaarioissa

Tarkastelemme Avidlyn arvoa kolmessa skenaariossa perustuen eri ennusteisiin ja arvostuskertoimiin. Perusskenaarion mukainen ennuste vastaa nykyistä ennustettamme. Pessimistinen skenaario kuvastaa puolestaan kasvustrategian epäonnistumista ja positiivinen skenaario kehitystä, jossa yhtiö ylittää organisen kasvun osalta strategiakauden tavoitteisiin. Skenaarioiden indikoimaa tuotto-odotusta tulisi suhteuttaa Avidlyn osakkeen korkeaan tuottovaateeseen (Inderes arvio 12 %), sekä siihen että yhtiö on vasta pitkän strategiakauden alussa ja eri strategiapolkujen toteutumisen todennäköisyyttä on haastavaa määrittää.

Jokaisessa skenaariossa Avidly hinnoitellaan strategijakson lopulla erilaisilla arvostuskertoimilla. Lisäksi sovellamme kaikkien skenaarioiden arvostukseen 15 %:n likviditeettialennusta, yhtiön pienestä koosta ja osakkeen heikosta vaihdettavuudesta johtuen. Pessimistisessä skenaariossa yhtiön hinnoittelukertoimet strategijakson lopulla (2024) ovat vertailuryhmän mediaanin allittavien kertoimien tasolla, perusskenaariossa vertailuryhmän keskimääräisellä tasolla ja optimistisessä skenaariossa vertailuryhmän mediaanin ylittävien kertoimien tasolla. Tarkastelemme tämän jälkeen yhtiön arvoa vuonna 2024 eri skenaariossa sekä sitä, millaista vuotuista tuottoa osake tarjoaisi skenaarioiden realisoituessa aikavälillä 2019-2024.

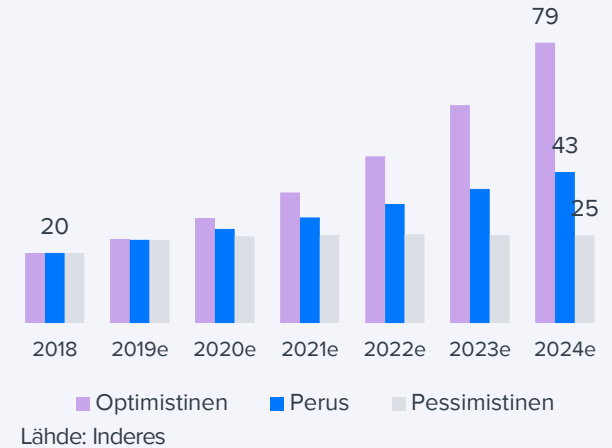
Perusskenaarion mukaisessa ennusteessa (nykyinen ennustemme) Avidlyn liikevaihto nousee vuoden 2024 lopussa noin 43 MEUR:oon ja liikevoitto-% 6,4 %:iin, ja yhtiö arvotetaan

vuonna 2024 arvoltaan 40 MEUR:oon, mikä vastaa 16,7 euron osakekurssia. Tämä tarjoaa osakkeelle nykykurssiin 6,4 euroa nähden noin 17 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen. Tällä tasolla perusskenaarion tuotto-odotus kompensoi riskejä siten varsin hyvin.

Negatiivisen skenaarion mukaisessa ennusteessa Avidlyn liikevaihto jää vuoden 2024 lopussa samalle tasolle kuin vuonna 2019, eli noin 25 MEUR:oon ja liikevoitto-% jää noin 4 %:iin, ja yhtiö arvotetaan 13 MEUR:n arvoiseksi vuonna 2024, eli 5,3 euron osakekurssiin. Tämä vastaa -3 %:n vuotuista tuotto-odotusta heikon skenaarion realisoituessa. Huomautamme, että heikoin skenaario voisi mahdollisesti huomattavasti heikompikin ja osakkeen tuotto tällöin selvästi negatiivisempi. Pessimistisen skenaarion ennusteessa yhtiö esimerkiksi pysyy selvästi voitollisena lähivuodet ja liikevaihto kasvaa.

Positiivisen skenaarion mukaisessa ennusteessa, eli yhtiön omien organisten kasvutavoitteiden (yli 25 %/vuosi) toteutuessa Avidlyn liikevaihto nousee vuoden 2024 lopussa 79 MEUR:oon ja liikevoitto-% noin 7 %:iin, ja yhtiö arvotetaan noin 86 MEUR arvoiseksi vuonna 2024 eli 35,9 EUR osakekurssiin, Tämä vastaa 33 %:n vuotuista tuotto-odotusta osakkeelle. Tämä heijastelee osakkeen vahvaa vipua, mikäli yhtiö onnistuu erinomaisesti strategiassaan. Huomautamme, että positiivinen skenaario ei huomioi yhtiön epäorganisen kasvun (yritysostot) onnistumista lainkaan, sillä emme voi etukäteen ennustaa yritysostojen ajoittumista, kokoluokkaa tai arvostusta. Positiivisen skenaarion toteutuessa yhtiö pystyisi mahdollisesti luomaan myös epäorganisen kasvun kautta lisää omistaja-arvoa.

Skenaarioanalyysi: Liikevaihdon kehityspotut



Arvostuksen skenaarioanalyysi

Vuonna 2024	Pessimistinen	Perus	Optimistinen
Liikevaihto MEUR	25	43	79
Liikevoitto MEUR	0,9	2,7	5,5
x kerroin liikevaihto	0,5	1,0	1,2
x kerroin liikevoitto	7,7	9,9	11,0
= EV (EV/liikevaihto)	12,8	42,7	94,0
= EV (EV/liikevoitto)	6,9	26,8	60,7
Keskiarvo (EV)	9,8	34,8	77,4
+Nettokassa	3,0	5,5	9,0
=Markkina-arvo	12,8	40,2	86,4
Osakekurssi 2024	5,3	16,7	35,9
Tuotto	-3 %	161 %	460 %
Vuotuinen tuotto	-17 %	17 %	33 %

Lähde: Inderes

Arvostus 3/3 - kassavirta- ja verrokkianalyysi

Kassavirtalaskelma (DCF)

Annamme Avidlyn arvonmäärittämisessä rahavirtamallille (DCF) tällä hetkellä vielä normaalia vähemmän painoarvoa, koska yhtiö on siirtymässä voimakkaan, osin yritysostovetoisen kasvun vaiheeseen, millä voi olla merkittäviä vaikutuksia yhtiön kassavirtaprofiiliin ja kassavirran ajoittumiseen. Kassavirtamalli antaa kuitenkin hyvän indikaation ennustamamme perusskenaarion kassavirroille ja tukee siten osaltaan arvonmäärittästä. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 8,0 euroa. Mallimme odottaa voimakasta liikevaihdon kasvua koko ennusteperiodille (CAGR 2008-2028 12 %). EBIT-marginaali nousee mallissamme FY'19e noin 4 %:n tasolta noin 6,5 %:iin pitkällä aikavälillä. Mallissa terminaaliarvon painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullisella noin 47 %:n tasolla. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 12,2 % ja oman pääoman kustannus samoin 12,2 %.

Kerroinanalyysi ja verrokkiarvostus

Tarkastelemme Avidlyn arvostusta pääasiassa EV/Liikevaihto ja EV/EBIT-kertoimien kautta. Tulosohjainen arvostus ei anna osakkeelle lähivuosina todennäköisesti merkittävää tukea, sillä yhtiön voimakas kasvuhakuisuus syö tulostasoa Inbound-liiketoiminnoissa. Ennusteidemme valossa tulosohjaiset kertoimet antavat osakkeelle voimakkaampaa tukea vasta strategiakauden lopulla.

Avidlyä hinnoitellaan nykyisellä osakekurssilla noin 0,7x EV/Liikevaihto ja 16x EV/EBIT-kertoimella vuodelle 2019e ja noin 0,5x sekä 12x kertoimella vuodelle 2020e. Lähivuosien arvostuskertoimien näkökulmasta arvostuksessa

ei ole siten varaa merkittävälle venymiselle, jollei yhtiö kiihdytä kasvunopeutta selvästi ennustamaamme kovemmalle tasolle ja nosta Markkinointi-palveluiden kannattavuutta selvästi odotuksiamme korkeammaksi. Jos kasvunopeus hidastuisi selvästi alle 10 %:n ja liikevoitto-% jäisi nykytasolle, olisi kertoimissa vastaavasti painetta alaspäin.

Ennusteidemme perusskenaarion toteutuessa EV/Liikevaihto -kertoimen voi olettaa karkeasti pysyvän vakaana 2019-2024, sillä skenaarion toteutuessa yhtiön arvo (0,7x liikevaihto) voidaan vuonna 2024 todennäköisesti tukea hyvin myös tulosohjaisiin arvostuskertoimiin. Siten osakkeen lähivuosien tuotto-odotuksen voi arvioida nykyisillä parametreilla olevan karkeasti sama, kuin liikevaihdon kasvunopeuden ennusteemme (keskimäärin noin 15 %).

Olemme käyttäneet Avidlyn vertailuryhmässä pääasiassa pohjoismaisia IT-palveluyhtiöitä, asiantuntijapalveluyhtiöitä sekä markkinoinnin palveluyhtiöitä. Verrokkit ovat pääosin kokoluokaltaan pienehköjä toimijoita, mutta osakkeina Avidlyä likvidimpiä. Tarkastelemme Avidlyä vertailuryhmään nähden 2019-2020 kertoimilla. EV/Liikevaihto -kertoimella osake on 40-50 % verrokkeihin alapuolella. Tämä heijastelee maltillista arvostusta, mutta osittain alennusta voidaan perustella Avidlyn tulosohjaisella, pienellä koolla ja kehitysvaiheella. Tulosohjaisesti EV/EBIT ja P/E -luvulla Avidlyä hinnoitellaan preemiolla (1-40 %) vertailuryhmään. Tästä näkökulmasta osakkeen arvostus on kohtuullisen haastava, ja korostaa sitä, että osake ei saa nykyisessä kehitysvaiheessa vielä merkittävää tukea tulosohjaisista kertoimista.

Avidlyn arvostuskertoimet

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	6,40	6,40	6,40
Osakemäärä, milj. kpl	2,41	2,41	2,41
Markkina-arvo	15	15	15
Yritysarvo (EV)	15	15	13
P/E (oik.)	17,3	13,4	10,9
P/E	21,0	13,4	10,9
P/Kassavirta	12,0	11,4	10,2
P/B	1,6	1,4	1,3
P/S	0,7	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	11,1	8,1	6,8
EV/EBIT (oik.)	16,1	12,1	9,4
Osinko/tulos (%)	33,6 %	25,1 %	23,9 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,9 %	2,2 %

Lähde: Inderes

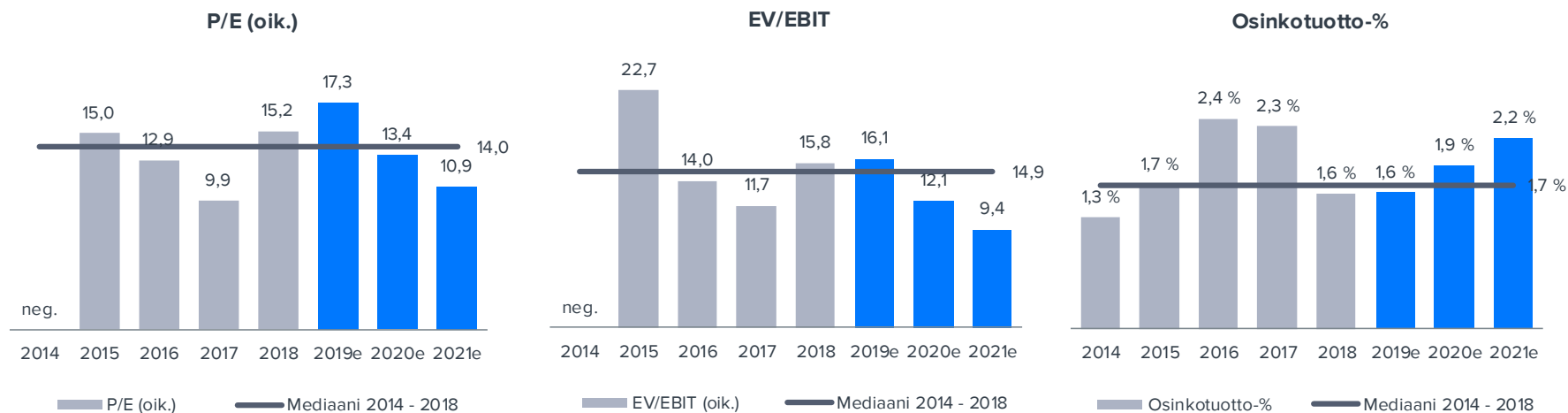
Verrokkiryhmän arvostus	EV/EBIT		EV/S		P/E	
	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Avidly (Inderes)	16,1	12,1	0,7	0,5	17,3	13,4
Verrokkit keskiarvo	16,9	11,3	1,2	1,1	19,9	13,1
Verrokkit mediaani	11,6	10,3	1,2	1,1	15,0	13,3
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>	39 %	18 %	-44 %	-51 %	15 %	1 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,35	3,02	3,32	6,89	5,16	6,40	6,40	6,40	6,40
Osakemäärä, milj. kpl	0,91	1,32	1,37	1,37	1,61	2,35	2,41	2,41	2,41
Markkina-arvo	2,2	4,0	4,6	9,5	12	15	15	15	15
Yritysarvo (EV)	4,7	5,8	6,3	12	13	15	15	13	12
P/E (oik.)	neg.	15,0	12,9	9,9	15,2	17,3	13,4	10,9	9,2
P/E	0,8	15,0	31,0	9,9	23,5	21,0	13,4	10,9	9,2
P/Kassavirta	neg.	2,6	neg.	neg.	41,9	12,0	11,4	10,2	8,9
P/B	2,5	2,5	2,1	3,1	1,4	1,6	1,4	1,3	1,2
P/S	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,4	0,8	0,6	0,7	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	16,4	9,2	11,2	9,4	12,2	11,1	8,1	6,8	5,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	22,7	14,0	11,7	15,8	16,1	12,1	9,4	7,3
Osinko/tulos (%)	1,1%	24,8%	74,7%	22,9%	50,7%	33,6%	25,1%	23,9%	22,9%
Osinkotuotto-%	1,3%	1,7%	2,4%	2,3%	1,6%	1,6%	1,9%	2,2%	2,5%

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Aallon Group	8,40	30	23	10,3	8,8	9,0	7,7	1,4	1,3	16,2	14,5	3,0	3,5	5,4
Antevenio SA	6,9	29	27	9,2	8,0	7,4	6,8	0,9	0,8	12,2	9,2	4,3	4,4	1,2
Be Heard Group	1,0	11	17			3,6	3,0	0,5	0,5	4,0	3,5			0,5
Bouvet ASA	312,0	329	327	14,2	13,2	11,3	10,4	1,5	1,4	18,5	17,2	4,8	5,1	10,0
Capacent Holdings AB	46,0	12	15	6,5	5,4	6,0	5,0	0,5	0,5	8,3	6,8	8,8	14,7	1,1
Digia	3,00	80	93	10,4	8,9	7,2	6,0	0,7	0,7	11,5	9,7	3,2	4,2	1,5
Enero Group Ltd	1,3	70	49	4,8	4,4	4,0	3,8	0,6	0,6	9,9	9,0	3,8	4,2	
Empir Group AB	15,0	7	8	6,8	5,9	4,6	4,2	0,3	0,3	6,1	5,7	5,5	5,7	0,4
Enea AB	143,5	262	342	15,7	14,3	12,6	11,1	3,7	3,4	18,1	15,4			
Fondia	10,90	43	37	12,2	12,2	12,2	9,1	1,6	1,4	22,2	16,3	2,9	4,1	5,6
Gofore	8,10	113	102	12,0	10,7	9,7	8,5	1,4	1,2	15,4	13,3	2,9	3,4	3,8
HiQ International AB	48,5	251	246	11,9	10,9	10,2	9,5	1,4	1,3	15,8	14,6	7,0	7,3	3,5
Innofactor	0,55	20	39	78,0	26,0	8,7	7,1	0,6	0,6	22,2	13,9			0,9
Knowit AB	205	366	386	11,7	10,9	10,3	9,7	1,2	1,1	15,0	13,9	3,1	3,6	3,1
Nixu	11,05	81	79	52,6	26,3	52,6	17,5	1,5	1,3	122,8	39,5	0,1	0,3	4,5
Siili Solutions	8,60	60	58	11,5	8,2	7,2	5,8	0,7	0,7	12,6	9,9	4,0	5,6	
Solteq	1,38	27	54	10,7	10,7	6,7	6,0	0,9	0,9	12,5	10,6	2,2	2,9	1,1
Vincit	5,70	68	63	10,5	9,0	9,0	7,9	1,2	1,1	13,6	11,4	3,2	3,9	3,1
Avidly (Inderes)	6,40	15	15	16,1	12,1	11,1	8,1	0,7	0,5	17,3	13,4	1,6	1,9	1,6
Keskiarvo				16,9	11,3	10,8	7,8	1,2	1,1	19,9	13,1	3,8	4,7	3,4
Mediaani				11,6	10,3	9,0	7,7	1,2	1,1	15,0	13,3	3,2	4,1	3,1
Erutus-% vrt. mediaani				39 %	18 %	24 %	5 %	-44 %	-51 %	15 %	1 %	-51 %	-55 %	-50 %

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

DCF-laskelma

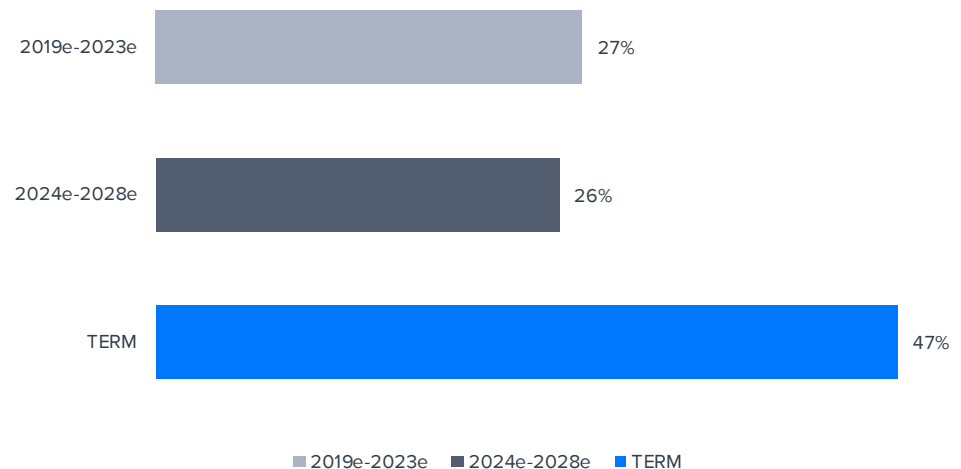
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	0,6	0,9	1,2	1,4	1,7	2,2	2,7	3,1	3,4	3,8	3,9	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	
- Maksetut verot	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	-0,7	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	0,3	1,5	1,9	2,1	2,4	2,4	2,7	3,1	3,4	3,8	3,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-3,1	-0,8	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,0	0,6	1,3	1,5	1,7	1,7	2,1	2,3	2,6	2,9	2,9	
+/- Muut	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,3	1,3	1,3	1,5	1,7	1,7	2,1	2,3	2,6	2,9	2,9	29,4
Diskontattu vapaa kassavirta		1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	9,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		20,7	19,5	18,3	17,2	16,1	15,1	14,0	12,9	11,8	10,7	9,7
Velaton arvo DCF		20,7										
- Korolliset velat		-4,3										
+ Rahavarat		3,0										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-0,2										
Oman pääoman arvo DCF		19,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	6,0	8,9	9,2	9,1	9,1
Liikearvo	4,5	6,4	6,6	6,6	6,6
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,7	0,7	0,5	0,4
Käyttöomaisuus	0,7	1,0	1,2	1,3	1,4
Sijoitukset osakkuusrytysiin	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	5,0	7,7	8,3	9,9	11,6
Vaihto-omaisuus	0,9	1,2	1,4	1,5	1,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	2,3	3,1	3,6	4,1	4,6
Likvidit varat	1,4	3,0	3,0	3,9	5,0
Taseen loppusumma	11,0	16,6	17,5	19,0	20,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	3,1	8,4	9,9	10,9	12,0
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-0,4	-0,3	0,2	1,1	2,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	3,2	8,3	9,4	9,4	9,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,2	2,1	1,3	1,3	1,3
Laskennalliset verovelat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,9	1,7	1,0	1,0	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	4,7	6,1	6,3	6,9	7,5
Lainat rahoituslaitoksilta	1,5	2,5	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,2	3,6	4,3	4,9	5,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	11,0	16,6	17,5	19,0	20,7

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	14,0	15,7	19,8	23,5	26,6	EPS (raportoitu)	0,11	0,70	0,22	0,31	0,48
Käyttökate	0,6	1,3	1,0	1,4	1,8	EPS (oikaistu)	0,26	0,70	0,34	0,37	0,48
Liikevoitto	0,2	1,1	0,6	0,9	1,2	Operat. kassavirta / osake	0,21	-0,30	0,18	0,64	0,78
Voitto ennen veroja	0,2	0,8	0,3	0,6	1,0	Vapaa kassavirta / osake	-0,48	-0,53	0,17	0,55	0,56
Nettovoitto	0,1	1,0	0,4	0,7	1,2	Omapääoma / osake	1,56	2,23	5,19	4,23	4,51
Kertaluontoiset erät	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	Osinko / osake	0,08	0,16	0,08	0,10	0,12

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	9,3	11,0	16,6	17,5	19,0	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	12 %	26 %	19 %	13 %
Oma pääoma	2,1	3,1	8,4	9,9	10,9	Käyttökateen kasvu-%	-12 %	137 %	-21 %	33 %	30 %
Liikearvo	4,2	4,5	6,4	6,6	6,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	75 %	138 %	-24 %	18 %	25 %
Nettovelat	2,1	3,0	1,3	0,0	-0,9	EPS oik. kasvu-%	27 %	173 %	-51 %	8 %	30 %

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	0,6	1,3	1,0	1,4	1,8	Oik. Liikevoitto-%	3,2 %	6,8 %	4,1 %	4,1 %	4,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-1,8	-0,7	0,0	0,0	Liikevoitto-%	1,7 %	6,8 %	3,1 %	3,7 %	4,5 %
Operatiivinen kassavirta	0,3	-0,4	0,3	1,5	1,9	ROE-%	7,9 %	37,0 %	6,2 %	7,8 %	11,1 %
Investoinnit	-1,0	-0,6	-3,1	-0,8	-0,5	ROI-%	5,7 %	17,4 %	6,1 %	6,7 %	8,9 %
Vapaa kassavirta	-0,7	-0,7	0,3	1,3	1,3	Omavaraisuusaste	23,2 %	28,1 %	50,8 %	57,0 %	57,4 %
						Nettovelkaantumisaste	99,5 %	96,8 %	15,0 %	0,4 %	-8,3 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
CAPMAN GROWTH EQUITY FUND	17,3 %	EV/Liikevaihto	0,4	0,8	0,6	0,7	0,5
GOBELET OY	7,6 %	EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,4	12,2	11,1	8,1
SKOGBERG VILLE	5,1 %	EV/EBIT (oik.)	14,0	11,7	15,8	16,1	12,1
PALCMILLS OY	4,6 %	P/E (oik.)	12,9	9,9	15,2	17,3	13,4
IMPOLA JUHA	2,8 %	P/B	2,1	3,1	1,4	1,6	1,4
COCO INVEST OY	2,8 %	Osinkotuotto-%	2,4 %	2,3 %	1,6 %	1,6 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 arvon 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 analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.9.2017	Osta	7,30 €	6,22 €
27.12.2017	Osta	8,00 €	6,18 €
2.3.2018	Osta	8,30 €	6,90 €
25.4.2018	Osta	8,00 €	6,48 €
1.6.2018	Osta	8,00 €	6,00 €
28.6.2018	Osta	8,00 €	6,18 €
23.8.2018	Osta	7,50 €	6,08 €
4.9.2018	Lisää	6,40 €	5,90 €
3.10.2018	Lisää	6,60 €	5,80 €
25.10.2018	Lisää	5,50 €	5,00 €
20.12.2018	Vähennä	5,50 €	5,50 €
31.1.2018	Lisää	6,20 €	5,68 €
27.5.2018	Lisää	7,00 €	6,40 €



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**