

Yritysjärjestelystä houkutteleva kasvoptio

Laskemme negatiivisista ennustemuutoksista johtuen Zeeland Familyn tavoitehinnan 8,0 euroon (aik. 8,3 euroa), mutta toistamme osta-suosituksen osakkeen maltillisen arvostuksen ja yritysjärjestelyn luoman houkuttelevan kasvoption myötä. Zeeland Familyn Q1-tulos oli pettymys, kun yhtiön kasvu heikkeni ja tulos laski vertailukaudesta. Päähuomion otti kuitenkin aiesopimus merkittävästä yritys-, omistus- ja rahoitusjärjestelystä, jonka toteutuessa Zeeland Familystä tulee Pohjoismaiden johtava markkinointiautomaatiopalveluita tarjoava yhtiö. Näkemyksemme mukaan järjestely kiihdyttää toteutuessaan merkittävästi Zeeland Familyn kasvua ja avaa yhtiölle uusia markkinoita sekä konsolidaatiopotentiaalia. Näemme järjestelyn sen rakenteen ja ostettavan liiketoiminnan jatkuvuuden kautta osakkeenomistajille matalariskisenä.

Q1-tuloskehitys pettymys

Zeeland Familyn Q1'18-tulos oli operatiivisten lukujen valossa odotuksiamme heikompi. Myyntikatteen kasvu hidastui odottamaamme jyrkemmin noin +1 %:iin (ennuste +7 %) ja yhtiön käyttökate laski 26 % vertailukaudesta, kun ennustimme vakaata käyttökateä (n. 0,7 MEUR). Odotuksia heikomman operatiivisen tuloskehityksen taustalla oli arviomme mukaan merkittävästi kasvanut henkilöstön vaihtuvuus, joka heikensi kasvua ja nosti henkilöstökuluja. Lisäksi yhtiö kertoi raportilla, että uusien tilausten ja sopimusten konkretisoituminen on ollut suunniteltua hitaampaa. Arvioimme myös, että käynnissä olleet yrityskauppaneuvottelut ovat saattaneet sitoa johdon resursseja, ja siten heikentää osaltaan tuloskehitystä. Laskimme heikon Q1:n myötä vuoden 2018 operatiivisia tulosennusteita noin 15 % ja vuoden 2019 ennusteita noin 3 %, mutta odotamme yhtiöltä edelleen vahvaa operatiivisen tuloksen kasvua lähivuosille. Raportoidun tuloksen osalta ennusteemme laskivat enemmän, sillä odotamme yrityskaupan aiheuttavan noin 0,4 MEUR kertakulut vuoden 2018 tulokseen.

Yhtiö suunnittelee merkittävää yritys- ja rahoitusjärjestelyä

Zeeland Family suunnittelee merkittävää yritys- ja rahoitusjärjestelyä, jonka toteutuessa yhtiöstä tulisi voimakkaaseen kasvuun pyrkivä Pohjoismaiden johtava HubSpot-markkinointiautomaatiotratkaisuiden toimittaja ja yhtiön osake listattaisiin myös Tukholman First Northiin. Järjestelyssä Zeeland Family ostaa osakevaihdolla 100 % Skandinaviassa toimivasta noin 4-5 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2018 tekevästä Avidlystä. Peruskauppahintana Avidlyn omistajille suunnataan 330t osakkeen anti (noin 2,2 MEUR), mikä vastaa karkeasti Zeeland Familyn P/S-kerrointa 0,5x. Mahdollisena lisäkauppahintana maksetaan lisäksi uusilla osakkeilla 1,25x Avidlyn jatkuvien palveluiden liikevaihdon kasvusta ajanjaksolla 1.5.2018–30.4.2019. Lisäksi yhtiö suunnittelee yritysjärjestelyn jälkeisen epäorgaanisen kasvun rahoittamiseksi noin 10 MEUR:n osakeantia ja rinnakkaislistautumista. Annilla haetaan kasvun rahoittamisen lisäksi laajempaa omistajapohjaa, eikä sen toteutuminen vaikuta yritysjärjestelyyn.

Tarjolla houkutteleva kasvoptio ja edullisesti arvostettu Suomen liiketoiminta

Pidämme yritysjärjestelyä sen kasvupotentiaalin, maltillisen hinnoittelun, yrityskaupan riskejä madaltavan kaupan rakenteen sekä ostettavan liiketoiminnan skaalautuvan ja jatkuviin tuottoihin perustuvan liiketoimintamallin vuoksi houkuttelevana optiona Zeeland Familyn osakkeenomistajille. Q1:n heikon tuloskehityksen luomasta epävarmuudesta ja laskeneista tulosennusteista huolimatta näemme myös Zeeland Familyn nykyisten liiketoimintojen tulokseen perustuvan arvostustason yhä houkuttelevana. Ennusteillamme 2018-2019 keskimääräinen oikaistu EV/EBITDA-kerroin on noin 7x, eli noin 20 % alle pienten IT-palveluyhtiöiden arvostustason.

Analyttikko

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



Suositus

Osta



Edellinen: Osta

Tavoitehinta **8,0 EUR**

Edellinen: 8,30



— Zeeland Family

Lähde: Thomson Reuters

Eiillisen päätös **6,50 EUR**

12 kk vaihteluväli **4,7-7,96 EUR**

Potentiaali **27,7 %**

Ohjeistus

Zeeland Family arvioi, että Avidly-järjestelyn toteutuessa sen liikevaihto ja myyntikate kasvavat vuonna 2018 ja että järjestelyyn liittyvillä kustannuksilla oikaistu liikevoitto on selvästi positiivinen.

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	(MEUR)	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	14,0	0,24	1,7 %	0,2	0,11	0,08	0,4	11,2	25,9	12,9	2,4 %
2017	15,7	1,06	6,8 %	0,8	0,70	0,16	0,8	9,4	11,7	9,9	2,3 %
2018e	17,6	0,63	3,6 %	0,6	0,61	0,20	0,6	8,8	11,9	7,2	3,1 %
2019e	18,7	1,41	7,5 %	1,4	1,03	0,30	0,5	5,3	6,2	6,3	4,6 %
2020e	19,3	1,51	7,8 %	1,5	1,10	0,40	0,4	3,5	4,0	5,9	6,2 %
Markkina-arvo, MEUR		8,9		OPO / osake 2018e, EUR		2,67		CAGR EPS, 2017-2020, %			16 %
Nettovelka 2018e, MEUR		2,0		P/B 2018e		2,4		CAGR kasvu, 2017-2020, %			7 %
Yritysarvo (EV), MEUR		9,9		Nettovelkaisuusaste 2018e, %		55,7 %		ROE 2018e, %			24,8 %
Taseen koko 2018e, MEUR		11,4		Omavaraisuusaste 2018e, %		32,5 %		ROCE 2018e, %			9,8 %

Q1:n kasvu ja tuloskehitys pettymyksiä

Liikevaihto odotuksia vahvemmassa kasvussa, mutta myyntikatteen kehitys vaisua

Zeeland Familyn liikevaihto kasvoi Q1:llä noin 12 % vertailukaudesta 4,7 MEUR:oon, ja ylitti hieman noin 8 %:n kasvunusteemme. Liiketoiminnan operatiivista kehitystä paremmin kuvaava myyntikate kasvoi kuitenkin vain noin 1 %:n 3,5 MEUR:oon ja alitti selvästi noin 11 %:n kasvua ennakoineen nusteemme (3,9 MEUR). Myyntikatteen kasvua hidasti yhtiön mukaan uusien tilausten ja ulkoistussopimusten odotettua hitaampi realisoituminen. Lisäksi arvioimme, että myyntikatteen kasvua on heikentänyt henkilöstön kasvanut vaihtuvuus ja johdon huomion kiinnittyminen yritysjärjestelyn suunnitteluun.

Kannattavuus heikkeni selvästi vertailukaudesta

Heikon myyntikatteen kehityksen ja henkilöstön vaihtuvuuden myötä kasvaneiden kiinteiden kulujen myötä Q1:n käyttökate ja liikevoitto heikkenivät yllättäen vertailukaudesta. Q1-käyttökate oli noin 0,5 MEUR, mikä jäi selvästi 0,7 MEUR:n tasolla ollutta ja vakaata kannattavuuskehitystä ennakoitua ennustettamme alemmaksi.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä ei ollut ennusteisiimme nähden merkittäviä poikkeamia. Q1:n osakekohtainen tulos oli 0,23 euroa, mikä alitti 35 %:lla 0,35 euron nusteemme.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'17	Q1'18	Q1'18e	Q1'18e	Konsensus		Erotus (%) Tot. vs. Inderes	2018 Inderes
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin		
Liikevaihto	4,2	4,7	4,5				3 %	17,6
Käyttökate (oikaistu)	0,7	0,5	0,7				-31 %	1,3
Liikevoitto (oikaistu)	0,7	0,4	0,6				-37 %	1,0
Tulos ennen veroja	0,6	0,4	0,6				-37 %	0,6
EPS	0,37	0,23	0,35				-35 %	0,90
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	11,9 %	7,8 %				4,1 %-yks.	10,3 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	15,7 %	8,6 %	14,0 %				-5,5 %-yks.	5,8 %

Lähde: Inderes

Laskimme selvästi tulosennusteita vuodelle 2018

Yritysjärjestely muutti ohjeistusta

Zeeland Family muutti suunnitellun yritysjärjestelyn aiheuttamien kustannusten vuoksi tulosohjeistusta vuodelle 2018. Zeeland Family arvioi nyt, että Avidly-järjestelyn toteutuessa sen liikevaihto ja myyntikate kasvavat vuonna 2018 ja että järjestelyyn liittyvillä kustannuksilla oikaistu liikevoitto on selvästi positiivinen. Aikaisemmin yhtiö oli arvioinut, että yhtiön liikevaihto, myyntikate ja liikevoitto kasvavat vertailukaudesta.

Operatiiviset ennusteet laskivat, yritysjärjestelykulut laskevat raportoituja tulosennusteita

Laskimme heikon Q1:n myötä vuoden 2018 operatiivisia tulosennusteita noin 15 % ja vuoden 2019 ennusteita noin 3 %, mutta odotamme yhtiöltä edelleen vahvaa operatiivisen tuloksen kasvua lähivuosille. Raportoidun tuloksen osalta nusteemme laskivat enemmän, sillä odotamme yrityskaupan aiheuttavan noin 0,4 MEUR kertakulut vuoden 2018 tulokseen.

Emme vielä toistaiseksi huomioi Avidly-yrityskaupan vaikutuksia Zeeland Familyn operatiivisiin nusteisiin, mutta olemme sisällyttäneet raportoitujen lukujen nusteisiimme arvioituja kuluja yrityskauppaan ja osakeantiin liittyen.

Ennustamme nyt Zeeland Familyn vuoden 2018 liikevaihdoksi 17,6 MEUR (aik. 17,3 MEUR), oikaistuksi käyttökateeksi 1,3 MEUR (aik. 1,6 MEUR) ja oikaistuksi liikevoitoksi 1,0 MEUR (aik. 1,3 MEUR). Odotamme raportoidun liikevoiton nyt laskevan vertailukaudesta 0,6 MEUR:oon, mihin sisältyy noin 0,4 MEUR:n kertakulut yritys- ja rahoitusjärjestelyihin liittyen. Vuoden 2018 oikaistu EPS-nuste laski 8 % 0,90 euroon ja osinkoennuste 33 % 0,20 euroon (aik. 0,30 euroa).

Päivitetty vuoden 2019 liikevaihtoennuste nousi 2 % 18,7 MEUR:oon (aik. 18,3 MEUR), mutta laskimme tulosennusteita 3-4 % laskeneen myyntikate-nusteen myötä. Laskimme myös vuoden 2019 osalta selvästi osinkoennustetta 0,30 euroon osakkeelta (aik. 0,35 euroa).

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018	2018	Muutos %	2019e	2019e	Muutos %	2020e	2020e	Muutos %
	Vanha	Inderes		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	17,3	17,6	2 %	18,3	18,7	2 %	19,0	19,3	2 %
Käyttökate (oikaistu)	1,6	1,3	-15 %	1,7	1,7	-3 %	1,8	1,8	0 %
Liikevoitto	1,3	0,6	-52 %	1,5	1,4	-3 %	1,5	1,5	0 %
Tulos ennen veroja	1,2	0,6	-51 %	1,4	1,4	-4 %	1,5	1,5	0 %
EPS (oikaistu)	0,98	0,90	-8 %	1,08	1,03	-4 %	1,10	1,10	0 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,20	-33 %	0,35	0,30	-14 %	0,40	0,40	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaso maltillinen

Maltillinen arvostustaso tulosennusteiden laskusta huolimatta

Pidämme Zeeland Familyn arvostustasoa edelleen maltillisena suhteessa yhtiön tulostasoon, positiiviseen kasvunäkymään, ja suomalaisiin pieniin palveluyhtiöihin nähden, ja näemme alkuvuoden epävarmuudesta huolimatta osakkeessa yhä merkittävää nousuvaraa. Lisäksi pidämme yritysjärjestelyä sen kasvupotentiaalin, maltillisen hinnoittelun, yrityskaupan riskejä madaltavan kaupan rakenteen sekä ostettavan liiketoiminnan skaalautuvan ja jatkuviin tuottoihin perustuvan liiketoimintamallin vuoksi houkuttelevana optiona Zeeland Familyn osakkeenomistajille.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
1000MERCIS	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	120,0	143,0	141,5	9,3	9,1	7,9	7,6	1,1	0,8	14,0	13,1	3,1	3,4	1,5
HIGH CO	4,8	108,0	51,7	5,0	4,1	4,2	3,4	0,5	0,4	13,0	12,0	2,9	2,9	1,2
MISSION MARKETING	49,0	47,1	56,1	5,0	4,1	4,2	3,5	0,6	0,5	5,6	5,1	3,7	3,9	
ANTEVENIO	7,4	31,2	28,9	7,8	6,7	6,6	5,6	0,8	0,7	11,2	10,2	4,2	4,4	1,3
BE HEARD GROUP	2,1	24,9	25,6					0,8	0,8					1,0
MAKHEIA GROUP	2,2	18,9	23,9	47,6	23,1	34,0	19,3			73,0	27,4			1,4
ENERO	1,0	52,7	30,6	10,2	7,2	7,2	5,5	0,9	0,7	13,2	9,9	3,2	4,2	
FONDIA	12,65	49,0	43,5			21,0		3,8	1,6	19,2	17,1	3,4	3,9	6,1
INNOFACTOR	0,86	31,4	44,8	25,8	15,1	9,1	7,0	0,6	0,6	14,8	16,8			1,2
SOLTEQ	1,50	28,9	52,3		12,0			8,0	0,9	0,8	18,8	13,6	1,3	2,7
SIILI	11,10	78,3	70,3	12,1	10,4	10,7	9,0	1,1	0,9	15,2	13,3	4,4	5,7	3,4
DIGIA	2,33	61,6	66,5	10,2	8,8	8,5	7,4	0,6	0,6	13,3	11,6	3,7	4,6	1,3
VINCIT	7,20	80,5	81,8			9,3	7,8	1,6	1,3	14,1	12,2	2,2	2,5	4,7
Zeeland Family (Inderes)	6,50	8,9	9,9	11,9	6,2	8,8	5,3	0,6	0,5	7,2	6,3	3,1	4,6	2,4
Keskiarvo				14,4	9,7	10,9	7,4	1,1	0,8	18,3	13,2	3,1	3,9	2,2
Mediaani				10,2	8,8	8,2	7,2	0,8	0,7	14,0	12,2	3,2	3,9	1,3
Erotus-% vrt. mediaani				16 %	-29 %	7 %	-27 %	-32 %	-38 %	-48 %	-48 %	-5 %	17 %	80 %

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

Suunnitellun yritys- ja rahoitusjärjestelyn pääkohdat

Zeeland Family solmi aiesopimuksen pohjoismaisen markkinoinnin palveluyhtiön muodostamiseksi

Zeeland Family tiedotti Q1-tuloksen yhteydessä aiesopimuksesta, jonka perusteella yhtiö ostaa tiettyjen ennakkoehtojen toteutuessa ja due diligence -tarkastusten suorittamisen jälkeen 30.6.2018 mennessä osakevaihdolla 100 %:n osakekannan ruotsalaisesta HubSpot-tekniologiaan pohjautuvia markkinointiautomaatiopalveluita tarjoavasta WeAreGrowit Ab:sta (Avidly).

Avidlyllä on kokonaan omistettuja toiminnalliset tytäryhtiöt Ruotsissa (Doidea Consulting AB), Norjassa (Inbound Norway AS) ja Tanskassa (Katalysator Kommunikation ApS). Kaupan kohteena olevan kokonaisuuden liikevaihto oli vuonna 2017 1,9 MEUR ja vuonna 2016 1,3 MEUR. Vuodelle 2018 ennustetaan 4-5 MEUR:n liikevaihtoa, josta yli 50 % muodostuu ennusteen mukaan jatkuvista palveluista. Avidlyn palveluksessa oli huhtikuussa 2018 45 henkilöä.

Avidlyn liiketoimintamallina on 1) toimittaa projektitoimituksina HubSpot-pohjaisia markkinointiautomaatiotratkaisuja pienille ja keskisuurille yrityksille, 2) konsultoida asiakkaita automaatiotratkaisujen käytössä ja markkinoinnin strategiassa, 3)

Päivitettyillä ennusteillamme Zeeland Familyn vuoden 2018 oikaistu EV/EBITDA-kerroin on noin 8,8x ja vuoden 2019 kerroin 5,3x, mitkä ovat keskimäärin noin 20 % verokkiryhmän keskiarvoa alempana. Zeeland Familyn matalan efektiivisen veroasteen huomioivalla oikaistulla P/E-kertoimella 7x arvostus on lähes 50 % verrokkeja alempi.

Pidämme noin 10-15 %:n arvostuseroa keskisuuriin IT-palveluyhtiöihin nähden hyväksyttävänä Zeeland Familyn pienen koon, osakkeen heikon vaihdettavuuden ja keskittyneen asiakaskunnan vuoksi.

sisällöntuotanto sekä 4) markkinointiautomaatiotratkaisujen tuottaminen jatkuvina palveluina.

Transaktion rakenne on matalariskinen Zeeland Familyn osakkeenomistajille

Avidlyn osakkeenomistajien kanssa tehtävä transaktio perustuu puhtaasti osakevaihtoon ja se jakautuu peruskauppahinnan ja mahdollisen lisäkauppahinnan perusteella kahteen osaan.

Ensimmäisessä vaiheessa, 30.6.2018 mennessä Zeeland Family ostaa osakevaihdolla 100 %:n omistusosuuden Avidlyn liiketoiminnan tytäryhtiöineen omistavasta WeAreGrowit Ab:sta. Peruskauppahintana Zeeland Family suuntaa Avidlyn omistajille 0,33 miljoonan osakkeen annin (6,5 euron osakekurssilla noin 2,1 MEUR), joka vastaa noin 19 %:n omistusosuutta Zeeland Familystä suunnatun osakeannin jälkeen. Osakkeiden vaihtosuhte perustuu yhtiöiden liiketoimintavolyymien (liikevaihdon) suhteeseen maaliskuussa 2018, mikä vastaa arvostuskertoimeksi muunnettuna suunnitellun Zeeland Familyn P/S-kerrointa 0,5x.

Toisessa vaiheessa, arvioilta toukokuussa 2019 Zeeland Family maksaa Avidlyn omistajille lisäkauppahintana 1,25 kertaa Avidlyn

liiketoiminnan annualisoidun jatkuvien palveluiden liikevaihdon kasvun ajanjaksolla 1.5.2018-30.4.2019. Lisäkauppahinta maksettaisiin ehtojen täytyessä uusilla osakkeilla Zeeland Familyn huhtikuun 2019 First North -markkinapaikalla muodostuvalla osakkeen osakevaihdolla painotetulla keskikurssilla. Yhtiön alustavaan arvioon perustuen, mikäli Avidlyn jatkuvien palveluiden kasvu lisäkauppahinnan tarkastelujaksolla olisi noin 3-5 miljoonaa euroa, vuonna 2019 osakkeilla maksettava lisäkauppahinta olisi siten noin 4-6 miljoonaa euroa.

Pidämme transaktion rakennetta matalariskisenä Zeeland Familyn osakkeenomistajien kannalta ja näkemyksemme mukaan myös transaktion arvostus on maltillinen. Arviomme mukaan transaktion riskisyyttä alentaa Zeeland Familyn osakkeenomistajien näkökulmasta se, että sekä peruskauppahinta että lisäkauppahinta maksetaan kokonaan osakkeilla, mikä sitouttaa myyjä yhtiöön. Merkittävästi peruskauppahintaa korkeampi lisäkauppahinta puolestaan asettaa myyjille voimakkaan insentiivin toteuttaa mahdollisimman korkeat jatkuvien palveluiden liikevaihdon kasvutavoitteet. Zeeland Familyn osakkeenomistajien kannalta riskiä lisäkauppahinnan osalta laskee sen perustuminen jatkuvaan (ja kannattavaan) liikevaihtokomponenttiin.

Näkemyksemme mukaan peruskauppahinnan noin P/S 0,5x tasolla oleva arvostus on maltillinen, kun huomioidaan, että merkittävä osa ostettavan liiketoiminnan liikevaihdosta on jatkuva ja yhtiön liiketoiminnan odotetaan kasvavan erittäin voimakkaasti ja kannattavasti lähivuosina. Myös lisäkauppahinnan P/S 1,25x on mielestämme perusteltu, sillä se perustuu 100 %:sti jatkuvaan, kohtuullisen hyvin skaalautuvaan liikevaihtoon. Kerrointa voi verrata esimerkiksi Fondian (50 % jatkuvia palveluita) EV/S-kertoimeen, joka on ennusteillamme vuodelle 2019 1,6x.

Mahdollisina riskeinä yritysjärjestelyssä näemme sen, että ostettava yhtiö on vielä hyvin varhaisessa kehitysvaiheessa, minkä vuoksi se voi olla riippuvainen yksittäisten henkilöiden työpanoksesta ja esimerkiksi yhtiön sopimuskantaan voi sisältyä ennakoimattomia riskejä. Yhtiön kasvutavoitteet voivat myös osoittautua ylimitoitetuksi, jos se ei pysty hankkimaan markkinoilta riittävästi osaajia.

Uusi Zeeland Family ja strateginen yhteensopivuus

Yhdistymisen kautta muodostuva kokonaisuus olisi Zeeland Familyn mukaan markkinajohtaja HubSpot-pohjaisen markkinointiautomaation tarjoamisessa Pohjoismaissa ja yksi maailman merkittävimmistä HubSpot -kumppaneista. HubSpot on yksi johtavista ja nopeimmin kasvavista markkinoinnin automaatio-ohjelmistoista, jolla on tällä hetkellä globaalisti yli 4 000 kumppania toteuttamassa markkinointiratkaisuja ja yli 41 500 asiakasta maailmanlaajuisesti. Zeeland Family on yksi maailman 36:sta korkeimman tason HubSpot Diamond -kumppaneista. Kaksi kolmesta Avidlyn tytäryhtiöistä on myös korkeimman tason HubSpot Diamond -kumppaneita.

Osakevaihdon toteutuessa syntyvä yhdistynyt yhtiö työllistäisi noin 210 henkilöä ja kokonaisuuden vuoden 2018 ennustettu

pro forma liikevaihto olisi noin 22-24 MEUR. Uuden yhtiön tavoitteena olisi, että jatkuvat palvelut olisivat yli 50 % liikevaihdosta. Lisäksi yhtiö tavoittelisi voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua sekä 5-10 % liikevoittotasoa integraation jälkeen. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena olisi tulla globaaliiksi markkinajohtajaksi valittujen markkinointiviestintäteknologioiden luovana hyödyntäjänä.

Pidämme kaikkiaan Avidlyn ja Zeeland Familyn yhteensopivuutta hyvänä ja näemme kaupalle useita perusteita:

- 1) Zeeland Familyn kasvupotentiaali ja markkina-asema vahvistuu kaupan kautta merkittävästi, sillä se mahdollistaa yhtiölle nopean väylän kansainvälisille markkinoille, laajemmat resurssit, ristiinmyyntipotentiaalia, sekä mahdollisuuden Suomessa kehitettyjen kokonaisvaltaisten markkinoinnin palveluiden asteittaiseen laajentamiseen muihin Pohjoismaihin.
- 2) Uudesta yhtiöstä muodostuu merkittävä kumppani voimakkaassa kasvussa olevalle HubSpot-ekosysteemille, mikä avaa mahdollisuuksia syvempään päämiessuhteeseen HubSpotin kanssa ja laajentumismahdollisuuksia uusille markkina-alueille ja asiakkaisiin.
- 3) Uusi yhtiörakenne nostaa merkittävästi Zeeland Familyn jatkuvien liiketoimintojen painoarvoa sekä vähentää riippuvuutta muutamasta suuresta asiakkuudesta (esim. SOK).

Rinnakkaislistautuminen Tukholman ja osakeanti

Osana kokonaisjärjestelyä Zeeland Family suunnittelee toteuttavansa syksyllä 2018 rinnakkaislistauksen Tukholman pörssin First North -markkinapaikalle sekä tähän liittyvän arviolta noin 10 miljoonan euron osakeannin toteuttamista. Osakeannissa kerättävät varat käytettäisiin Zeeland Familyn mukaan digitaalisen markkinoinnin liiketoiminnan kansainväliseen laajentamiseen yritysostoin. Päätökset mahdollisesta osakeannin järjestämisestä sekä rinnakkaislistauksesta tehdään erikseen myöhemmin.

Näkemyksemme mukaan onnistunut (merkittävä määrä uusia osakkeenomistajia) ja järkevällä hinnalla (ei merkittävästi alle yhtiön käyvän arvon) tehty rinnakkaislistautuminen voisi parantaa Zeeland Familyn heikohkoa likviditeettiä ja sitä kautta luoda lisää omistaja-arvoa nykyisillekin osakkeenomistajille. Osakeannin kokoluokka on Zeeland Familyn nykyiseen markkina-arvoon suhteutettuna erittäin merkittävä, minkä vuoksi olisi erittäin tärkeää, että annilla kerättävien varojen käytöstä ja Avidlyn-kaupan onnistumisesta saataisiin ensin konkreettisia suuntaviivoja. On kuitenkin tärkeä huomata, että Avidly-kaupan rahoittamiseen ja toteuttamiseen ei tarvita osakeantia, joten Avidlyn kautta saavutettavan houkuttelevan kasvuoption toteutuminen ei ole annista riippuvainen.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

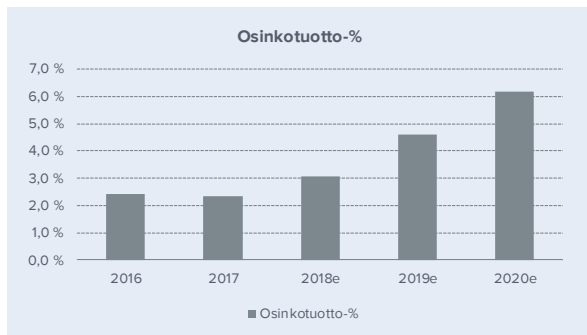
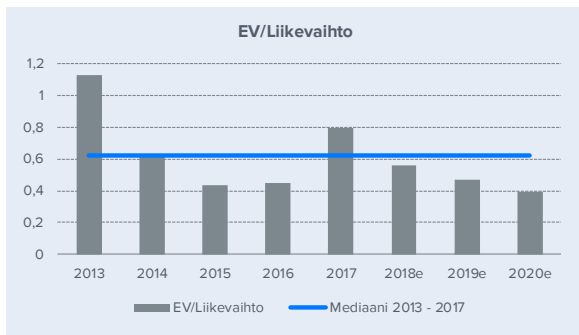
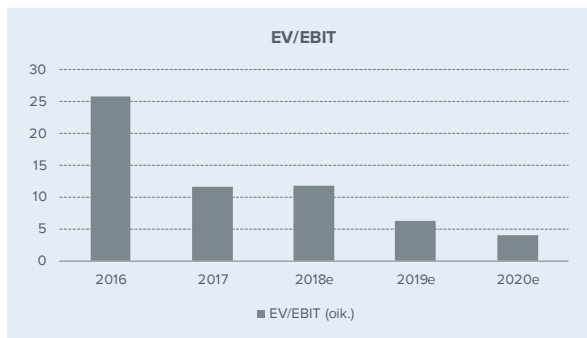
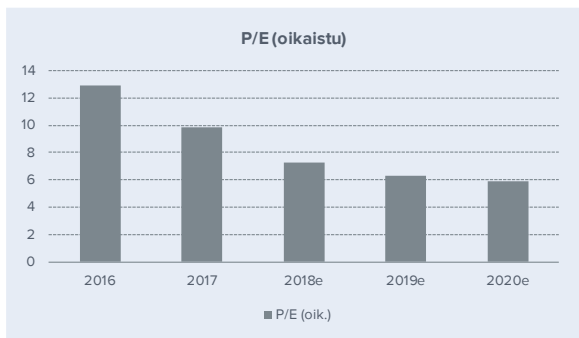
Tuloskehitys	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e
	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Liikevaihto	14,0	4,2	4,2	3,0	4,2	15,7	4,7	4,7	3,3	4,9	17,6	18,7
Myyntikate	10,6	3,5	3,3	2,6	3,5	12,9	3,5	3,5	2,7	3,7	13,4	14,5
Käyttökate	0,56	0,73	0,29	0,02	0,29	1,33	0,49	0,08	-0,02	0,38	0,92	1,65
Poistot ja arvonalennukset	-0,32	-0,07	-0,07	-0,09	-0,04	-0,3	-0,08	-0,07	-0,07	-0,07	-0,29	-0,25
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,45	0,66	0,22	-0,07	0,25	1,06	0,40	0,31	0,01	0,31	1,03	1,41
Liikevoitto	0,24	0,66	0,22	-0,07	0,25	1,06	0,40	0,01	-0,09	0,31	0,63	1,41
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10	0,10
Nettorahoituskulut	-0,05	-0,02	-0,10	-0,06	-0,04	-0,22	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,12	-0,13
Tulos ennen veroja	0,21	0,64	0,13	-0,13	0,20	0,85	0,37	-0,02	-0,12	0,38	0,61	1,38
Verot	-0,06	-0,13	-0,01	0,03	0,23	0,11	-0,06	0,00	0,02	0,25	0,22	0,04
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
Nettotulos	0,15	0,51	0,12	-0,10	0,43	0,96	0,32	-0,02	-0,09	0,63	0,83	1,42
EPS (oikaistu)	0,26	0,37	0,09	-0,08	0,31	0,70	0,23	0,20	0,00	0,46	0,90	1,03
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	75,0 %					137,5 %	29,7 %	6,0 %	-118,9 %	25,1 %	-3,3 %	36,6 %
<i>Käyttökate-%</i>	4,0 %	17,3 %	6,9 %	0,7 %	6,8 %	8,5 %	10,3 %	1,6 %	-0,5 %	7,7 %	5,2 %	8,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,2 %	15,7 %	5,3 %	-2,3 %	5,9 %	6,8 %	8,5 %	6,6 %	0,4 %	6,2 %	5,8 %	7,5 %
<i>Nettotulos-%</i>	1,0 %	12,2 %	2,8 %	-3,5 %	10,3 %	6,1 %	6,7 %	-0,4 %	-2,9 %	12,8 %	4,7 %	7,6 %

Lähde: Inderes

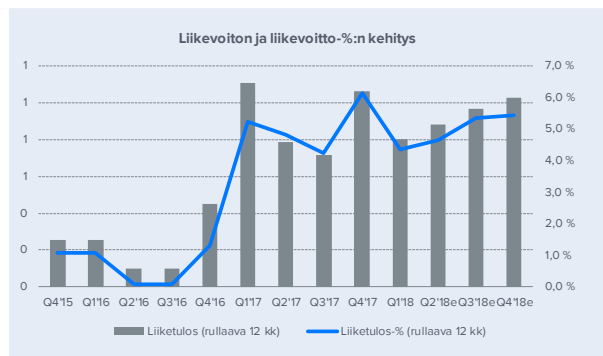
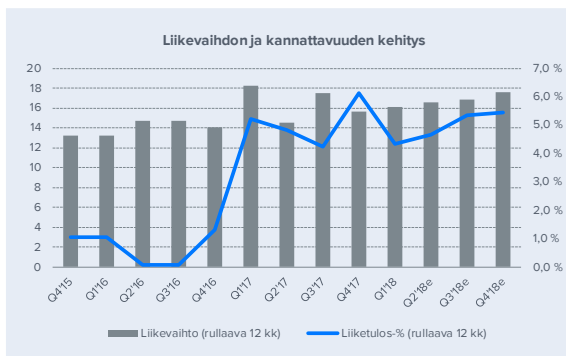
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	3,92	2,35	3,02	3,32	6,89	6,50	6,50	6,50
Markkina-arvo	3,8	2,2	4,0	4,6	9,5	8,9	8,9	8,9
Yritysarvo (EV)	9,4	4,7	5,8	6,3	12,4	9,9	8,7	7,6
P/E (oik.)	neg.	neg.	15,0	12,9	9,9	7,2	6,3	5,9
P/E	neg.	0,8	15,0	31,0	9,9	10,7	6,3	5,9
P/Kassavirta	-11,6	-69,9	2,6	-6,9	-13,0	8,4	6,3	5,9
P/B	-1,8	2,5	2,5	2,1	3,1	2,4	1,9	1,5
P/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,1	0,6	0,4	0,4	0,8	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	12,8	16,4	9,2	11,2	9,4	8,8	5,3	3,5
EV/EBIT (oik.)	66,7	28,1	7,6	25,9	11,7	11,9	6,2	4,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	1,1 %	24,8 %	74,7 %	22,9 %	33,0 %	29,1 %	36,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	1,7 %	2,4 %	2,3 %	3,1 %	4,6 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

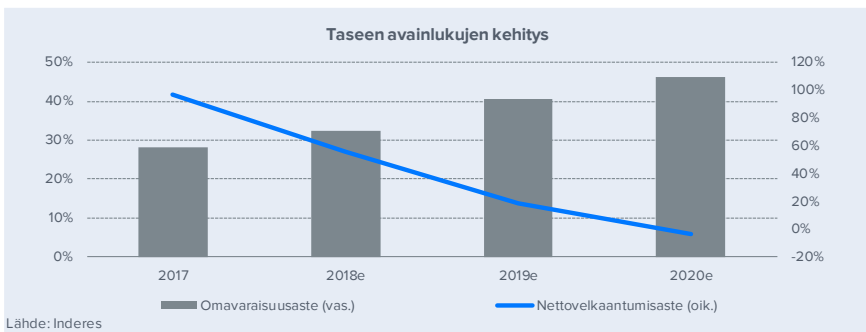


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	5,1	5,7	6,0	6,0	6,0
Liikearvo	3,6	4,2	4,5	4,5	4,5
Aineettomat oikeudet	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Käyttöomaisuus	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,2	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	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	4,2	3,5	5,0	5,4	5,9
Varastot	0,4	0,6	0,9	0,9	0,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	2,1	2,0	2,3	2,6	2,7
Likvidit varat	0,8	0,5	1,4	1,6	1,9
Taseen loppusumma	9,3	9,3	11,0	11,4	11,9

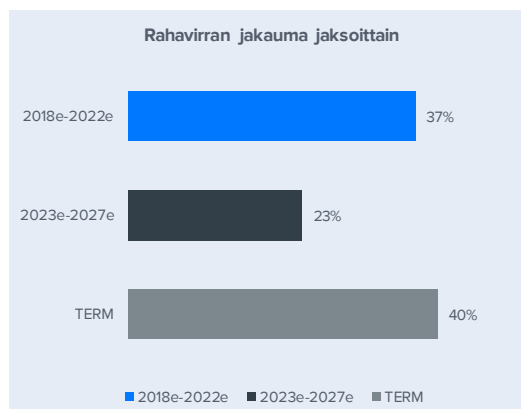
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	1,6	2,1	3,1	3,7	4,8
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarat	-5,5	-1,3	-0,4	0,2	1,3
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	6,8	3,1	3,2	3,2	3,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,0	2,0	3,2	1,0	1,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,0	1,9	2,9	1,0	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	5,7	5,1	4,7	6,7	6,1
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	0,7	1,5	2,7	1,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,0	4,4	3,2	4,0	4,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	9,3	9,3	11,0	11,4	11,9



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	1,1	0,6	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
- 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	-1,8	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-0,4	1,6	1,7	1,8	1,8	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,8	1,1	1,4	1,5	1,6	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	1,1	1,4	1,5	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5	1,4	16,3
Diskontattu vapaa kassavirta	1,0	1,2	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	5,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	14,0	13,0	11,9	10,7	9,7	8,8	8,0	7,3	6,7	6,1	5,6	
Velaton arvo DCF	14,0											
- Korolliset velat		-4,4										
+ Rahavarat		1,4										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-0,2										
Oman pääoman arvo DCF	11,9											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,69											

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	3,25 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,6 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	13,3	14,0	15,7	17,6	18,7
EBITDA	0,6	0,6	1,3	0,9	1,7
EBITDA-marginaali (%)	4,8	4,0	8,5	5,2	8,8
EBIT	0,3	0,2	1,1	0,6	1,4
Voitto ennen veroja	0,1	0,2	0,8	0,6	1,4
Nettovoitto	0,3	0,1	1,0	0,8	1,4
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,2	0,0	-0,4	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	9,3	9,3	11,0	11,4	11,9
Oma pääoma	1,6	2,1	3,1	3,7	4,8
Liikearvo	3,6	4,2	4,5	4,5	4,5
Korolliset velat	2,7	2,6	4,4	3,7	2,8

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	0,6	0,6	1,3	0,9	1,7
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	-0,3	-1,8	0,7	0,0
Operatiivinen kassavirta	1,3	0,3	-0,4	1,6	1,7
Vapaa kassavirta	1,5	-0,7	-0,7	1,1	1,4

Yhtiökuvaus
Zeeland Family Oyj tarjoaa markkinointiviestinnän palveluita Suomessa. Yhtiön palveluihin kuuluu mm. mediatoimisto, mainonta, markkinoinnin ulkoistus, valmennus, viestintä ja PR, sisältömarkkinointi ja asiakaslehdet. Yhtiöllä on toimistot Helsingissä, Turussa, Jyväskylässä sekä Joensuussa ja sen palveluksessa toimii yli 100 henkilöä. Zeeland Familyn osake on ollut listattuna First North Helsinki -markkinapaikalla vuodesta 2011.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,20	0,11	0,70	0,61	1,03
EPS oikaistu	0,20	0,26	0,70	0,90	1,03
Operat. kassavirta per osake	1,02	0,21	-0,30	1,13	1,24
Tasearvo per osake	1,22	1,56	2,23	2,67	3,50
Osinko per osake	0,05	0,08	0,16	0,20	0,30
Voitonjako, %	25	75	23	33	29
Osinkotuotto, %	1,7	2,4	2,3	3,1	4,6

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	15,0	31,0	9,9	10,7	6,3
P/B	2,5	2,1	3,1	2,4	1,9
P/Liikevaihto	0,3	0,3	0,6	0,5	0,5
P/CF	3,0	15,6	neg.	5,8	5,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,8	0,6	0,5
EV/EBITDA	9,2	11,2	9,4	10,7	5,3
EV/EBIT	22,7	25,9	11,7	15,7	6,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Gobelet Oy	12,8 %
Skogberg Ville	8,5 %
Coco invest Oy	5,8 %
Impola Juha	4,8 %
Nikkola Ismo	4,2 %
Björklund Aki	3,0 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
19.2.2017	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 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 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 ylittävää omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin 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/>