

Yrityskauppavetoinen kasvu jatkuu

Toistamme osta-suosituksen ja 8,0 euron tavoitehinnan. Zeeland Family tiedotti eilen merkittävän kokoisesta yritysostosta, jolla yhtiö laajentuu jälleen entistä kattavammin koko Suomen peittäväksi toimijaksi. Näkemysemme mukaan yhtiö on onnistunut viime vuosina tehdyissä yrityskaupoissa hyvin, ja odotamme uudenkin yrityskaupan luovan synergioiden, ristiinmyyntipotentiaalin ja maltillisen arvostuksen kautta selvää omistaja-arvoa muutaman vuoden tähtäimellä. Nostimme yrityskaupan myötä selvästi ennusteitamme ja pidämme osakkeen arvostustasoa tuloskasvupotentiaaliin hyvin houkuttelevana. Lyhyellä aikavälillä osakkeeseen luo kuitenkin epävarmuutta suunnitteilla oleva Avidly-yrityskauppa ja siihen liittyvät rahoitusjärjestelyt ja kulut.

Uusin yritysosto täydentää maantieteellistä peittoa

Zeeland Family tiedotti eilen solmineensa sopimuksen markkinointiviestintäyhtiö Nitroidin ostamisesta osakevaihdolla. Nitroidin liikevaihto oli vuonna 2017 2,7 MEUR ja liike-tulos 0,1 MEUR. Yhtiö työllistää noin 32 henkilöä pääasiassa Kaakkois-Suomen alueella (Kotka, Kouvola, Lappeenranta, Mikkeli ja Turku). Nitroidin liiketoiminta koostuu pääasiassa projektiluonteisesta brändi-identiteetin konsultointi- sekä strategisen markkinoinnin ja viestinnän palveluista. Yritystoston velaton kauppahinta (EV) on alustavasti 0,65 MEUR ja se kuitattiin Nitroidin omistajille suunnatulla noin 95 tuhannen osakkeen osakeannilla (noin 7 % osakekannasta ennen antia). Kaupan vuoden 2017 liikevaihdosta laskettu EV/Liikevaihto -kerroin on 0,24x tasolla ja vastaavasti EV/EBIT -kerroin noin 6,5x tasolla. Zeeland Family tavoittelee pääasiassa alihankintakustannuksia pienentämällä kaupasta vuositasona noin 0,3 MEUR:n kustannussynergioita, mitkä huomioiden kaupan EV/EBIT-kerroin asettuisi alle 2x tasolle. Kaupan arvioidaan parantavan Zeeland Familyn osakekohtaista tulosta vuonna 2019, mutta sillä ei ole vaikutusta kuluvan vuoden tulosoikeuteen.

Zeeland Familyllä on hyvä track-record yrityskaupoista viime vuosilta

Nitroid yritysosto on jatkumoa viime vuonna tehdyille yritysostoille, joiden tavoitteena on laajentua Suomen suurimpiin kaupunkeihin ja ulottaa Zeeland Familyn kattava palveluvalikoima (esim. markkinoinnin ulkoistus, markkinointiautomaatio) ja toimintamalli entistä laajemmalle asiakasjoukolle. Yhtiö on onnistunut viime vuosien yritysostoissa hyvin, mikä yhdessä matalan arvostustason ja kaupan rakenteen luoman sitouttamisvaikutuksen kanssa laskee yrityskaupan riskin matalaksi. Ennustamme kaupan nostavan Zeeland Familyn vuoden 2019 liikevaihtoa +16 % (+3,0 MEUR), käyttökatetta +18 % (+0,3 MEUR) ja osakekohtaista tulosta +8 % (0,08 euroa). Olemme ennusteissamme toistaiseksi hieman yhtiötä varovaisempia kustannussynergioiden suhteen. Zeeland Family suunnittelee edelleen myös merkittävää yritys- ja rahoitusjärjestelyä, jonka toteutuessa (kesäkuun loppuun mennessä) yhtiöstä tulisi voimakkaaseen kasvuun pyrkivä Pohjoismaiden johtava HubSpot-markkinointiautomaattioratkaisuiden toimittaja. Olemme käyneet yritysjärjestelyä tarkemmin läpi aiemmassa päivitysraportissamme, joka on luettavissa [täältä](#).

Arvostustaso näyttää yrityskaupan jälkeen entistäkin houkuttelevammalta

Nitroid-yrityskauppa vahvistaa näkemystämme Zeeland Familyn kasvupotentiaalista. Ennusteillamme vuosien 2018-2019 keskimääräinen oikaistu EV/EBITDA-kerroin on noin 7x, eli noin 30 % alle pienten IT-palveluyhtiöiden arvostustason. Vaikka Q1:n heikko tuloskehitys sekä yritys- ja rahoitusjärjestelyjen luoma epävarmuus heikentää osakkeen potentiaalia lyhyellä aikavälillä, on maltillisen arvostustason, vahvan tuloskasvun sekä Avidly-yritysjärjestelyn tarjoama yhdistelmä hyvin houkutteleva.

Analyttikko

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



Suositus

Osta



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa 8,00 EUR

Edellinen: 8,00



— Zeeland Family

Lähde: Thomson Reuters

Ei-lisän päätös 6,00 EUR

12 kk vaihteluväli 4,95-7,96 EUR

Potentiaali 33,3 %

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: Ennallaan

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	19,2	0,59	3,1 %	0,6	0,55	0,20	0,5	8,5	11,8	6,8	3,3 %
2019e	21,7	1,59	7,3 %	1,6	1,10	0,30	0,4	4,2	5,2	5,5	5,0 %
2020e	22,6	1,73	7,7 %	1,7	1,18	0,40	0,3	2,7	3,1	5,1	6,7 %
Markkina-arvo, MEUR			8,8	OPO / osake 2018e, EUR			2,92	CAGR EPS, 2017-2020, %			19 %
Nettovelka 2018e, MEUR			1,7	P/B 2018e			2,1	CAGR kasvu, 2017-2020, %			13 %
Yritysarvo (EV), MEUR			9,4	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			39,0 %	ROE 2018e, %			21,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR			12,7	Omavaraisuusaste 2018e, %			34,0 %	ROCE 2018e, %			9,1 %

Nostimme yrityskaupan myötä vuosien 2018-2019 ennusteita

Yrityskauppa laajentaa Zeeland Familyn peittoa ja asiakaskuntaa

Zeeland Family tiedotti eilen, että yhtiö on solminut sopimuksen markkinointiviestintäyhtiö Nitroidin ostamisesta. Nitroidin liikevaihto oli vuonna 2017 2,7 MEUR (2016: 2,3 MEUR) ja liiketulos 0,1 MEUR. Yhtiö työllistää noin 32 henkilöä pääasiassa Kaakkois-Suomen alueella (Kotka, Kouvola, Lappeenranta, Mikkeli ja Turku). Nitroidin liiketoiminta koostuu pääasiassa projektiluonteisesta brändi-identiteetin konsultointi- sekä strategisen markkinoinnin ja viestinnän palveluista. Yritystoston velaton kauppahinta (EV) on alustavasti 0,65 MEUR ja se kuitattiin Nitroidin omistajille suunnatulla noin 95 tuhannen osakkeen osakeannilla (noin 7 % Zeeland Familyn osakekannasta ennen antia). Kaupan vuoden 2017 liikevaihdosta laskettu EV/Liikevaihto -kerroin on 0,24x tasolla ja vastaavasti EV/EBIT -kerroin noin 6,5x tasolla. Zeeland Family tavoittelee pääasiassa alihankintakustannuksia pienentämällä kaupasta vuositasolla noin 0,3 MEUR:n kustannussynergioita, mitkä huomioiden kaupan EV/EBIT-kerroin asettuisi alle 2x tasolle. Kaupan arvioidaan parantavan Zeeland Familyn osakekohtaista tulosta vuonna 2019, mutta sillä ei ole vaikutusta kuluvaan vuoden tulosohjeistukseen (Avidly-yritysjärjestelyyn liittyvillä kustannuksilla oikaistu liikevoitto on selvästi positiivinen).

Zeeland Familyn tekemä yritysosto on jatkumoa viime vuonna tehdyille Oulun ja Jyväskylän yritysostojille, joiden tavoitteena on laajentua Suomen suurimpiin kaupunkeihin ja ulottaa Zeeland Familyn kattava palveluvalikoima (esim. markkinoinnin ulkoistus, markkinointiautomaatio) ja toimintamalli entistä laajemmalle

asiakasjoukolle. Arviomme mukaan yhtiö on onnistunut viime vuosien yritysostoissa hyvin, mikä yhdessä matalan arvostustason ja kaupan rakenteen luoman sitouttamisvaikutuksen kanssa laskee yrityskaupan riskin matalaksi. Ennustamme kaupan nostavan Zeeland Familyn vuoden 2019 liikevaihtoa +16 % (+3,0 MEUR), käyttökatetta +18 % (+0,3 MEUR) ja osakekohtaista tulosta +7 % (0,07 euroa). Olemme ennusteissamme toistaiseksi hieman yhtiötä varovaisempia kustannussynergioiden suhteen.

Zeeland Family suunnittelee edelleen myös merkittävää yritys- ja rahoitusjärjestelyä, jonka toteutuessa (kesäkuun loppuun mennessä) yhtiöstä tulisi voimakkaaseen kasvuun pyrkivä Pohjoismaiden johtava HubSpot-markkinointiautomaatioratkaisuiden toimittaja. Järjestelyssä Zeeland Family ostaa osakevaihdolla 100 % Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa toimivasta noin 4-5 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2018 tekevästä Avidlystä. Lisäksi Zeeland Family suunnittelee alustavasti Avidly-yritysjärjestelyn jälkeisen epäorgaanisen kasvun rahoittamiseksi noin 10 MEUR:n osakeantia ja rinnakkaislistautumista. Annilla haetaan kasvun rahoittamisen lisäksi laajempaa omistajapohjaa, eikä sen toteutuminen vaikuta suunniteltuun yritysjärjestelyyn. Olemme käyneet yritysjärjestelyä tarkemmin läpi aiemmassa päivitysraportissamme, joka on luettavissa [täältä](#). Avidly-yrityskauppa ei sisälly vielä toistaiseksi tulosennusteisiimme muilta kuin yrityskaupasta arviomamme noin 0,4 MEUR:n kulujen kautta.

Ennustemuutokset	2018	2018	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Inderes	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	17,6	19,2	9 %	18,7	21,7	16 %	19,3	22,6	17 %
Käyttökate (oikaistu)	1,3	1,4	6 %	1,7	1,9	18 %	1,8	2,1	18 %
Liikevoitto	0,6	0,6	-6 %	1,4	1,6	13 %	1,5	1,7	15 %
Tulos ennen veroja	0,6	0,6	-7 %	1,4	1,6	14 %	1,5	1,7	15 %
EPS (oikaistu)	0,90	0,89	-1 %	1,03	1,10	7 %	1,10	1,18	7 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,30	0,30	0 %	0,40	0,40	0 %
Lähde: Inderes									

Arvostustaso hyvin houkutteleva

Odotamme ensi vuoden tulokasvun laskevan arvostuskertoimet hyvin houkutteleviksi

Nyt tehty yrityskauppa vahvistaa näkemystämme Zeeland Familyn tarjoamasta kasvupotentiaalista. Ennusteillamme vuosien 2018-2019 keskimääräinen oikaistu EV/EBITDA-kerroin on noin 7x, eli noin 30 % alle pienten IT-palveluyhtiöiden arvostustason. Vaikka Q1:n heikko tuloskehitys sekä yritys- ja rahoitusjärjestelyjen luoma epävarmuus heikentää Zeeland Familyn osakkeen potentiaalia lyhyellä aikavälillä, on yhtiön hyvin maltillisen arvostustason, vahvan odotetun tulokasvun sekä Avidly-yritysjärjestelyn tarjoama yhdistelmä hyvin houkutteleva.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		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	121,5	144,9	143,1	9,6	9,0	8,4	7,8	0,8	0,8	14,0	13,2	3,0	3,2	
HIGH CO	4,7	104,5	61,6	5,3	4,2	4,3	3,4	0,4	0,4	12,8	11,7	3,0	3,0	1,2
MISSION MARKETING	48,0	46,1	55,2	4,9	4,1	4,2	3,5	0,6	0,5	5,2	4,7	3,9	4,2	
ANTEVENIO	7,7	32,3	30,0	8,3	7,1	6,9	5,9	0,8	0,7	11,6	10,5	4,1	4,3	1,3
ENERO	1,0	55,6	32,5	10,2	7,2	7,2	5,5	0,9	0,7	13,3	10,0	3,2	4,2	
FONDIA	11,80	46,4	39,2	16,6	12,3	11,5	9,6	1,8	1,5	18,4	16,2	3,6	4,1	5,8
INNOFACTOR	0,82	29,6	42,6	25,0	14,7	11,7	6,9	0,6	0,6	36,8	15,7			1,1
SOLTEQ	1,54	29,7	53,0	13,1	10,7	7,9	6,8	0,9	0,8	17,1	12,8	1,3	2,6	1,3
SIILI	11,40	79,8	71,7	12,1	10,4	10,7	9,0	1,1	0,9	15,5	13,5	3,8	5,1	3,5
DIGIA	2,60	69,7	74,5	10,2	8,8	8,5	7,4	0,6	0,6	13,3	11,6	3,7	4,6	1,5
VINCIT	7,20	80,6	81,8	11,4	8,9	9,6	7,7	1,6	1,3	14,1	12,2	2,2	2,5	4,7
Zeeland Family (Inderes)	6,00	8,8	9,4	11,8	5,2	8,5	4,2	0,5	0,4	11,0	5,5	3,3	5,0	2,1
Keskiarvo				11,4	8,6	8,2	6,6	0,9	0,8	15,4	11,8	3,1	3,9	2,4
Mediaani				10,4	8,9	8,1	6,9	0,8	0,7	13,7	12,0	3,2	4,2	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				14 %	-42 %	4 %	-39 %	-41 %	-48 %	-20 %	-54 %	4 %	19 %	47 %

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

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	4,9	3,9	5,7	19,2	21,7
Myyntikate	10,6	3,5	3,3	2,6	3,5	12,9	3,5	3,6	3,1	4,3	14,5	16,9
Käyttökate	0,56	0,73	0,29	0,02	0,29	1,33	0,49	-0,10	0,00	0,53	0,90	1,95
Poistot ja arvonalennukset	-0,32	-0,07	-0,07	-0,09	-0,04	-0,3	-0,08	-0,07	-0,08	-0,08	-0,31	-0,35
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,45	0,66	0,22	-0,07	0,25	1,06	0,40	0,23	0,02	0,45	1,09	1,59
Liikevoitto	0,24	0,66	0,22	-0,07	0,25	1,06	0,40	-0,17	-0,08	0,45	0,59	1,59
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	-0,12
Tulos ennen veroja	0,21	0,64	0,13	-0,13	0,20	0,85	0,37	-0,20	-0,11	0,52	0,57	1,57
Verot	-0,06	-0,13	-0,01	0,03	0,23	0,11	-0,06	0,04	0,02	0,23	0,23	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	-0,17	-0,09	0,74	0,80	1,61
EPS (oikaistu)	0,26	0,37	0,09	-0,08	0,31	0,70	0,23	0,16	0,00	0,51	0,89	1,10
EPS (raportoitu)	0,15	0,39	0,09	-0,08	0,33	0,73	0,23	-0,12	-0,07	0,54	0,58	1,18

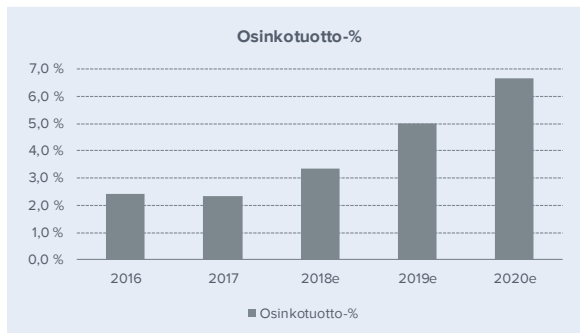
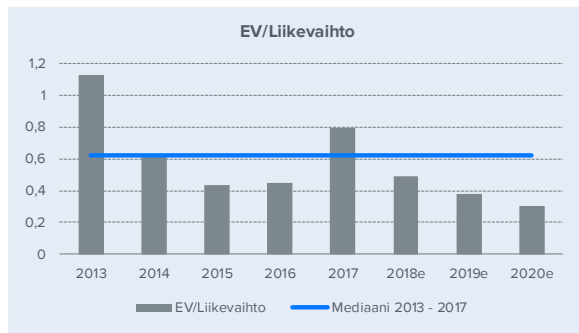
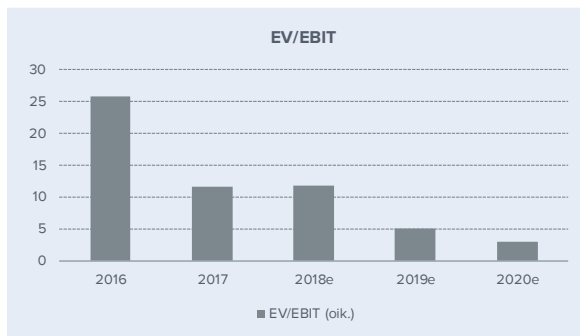
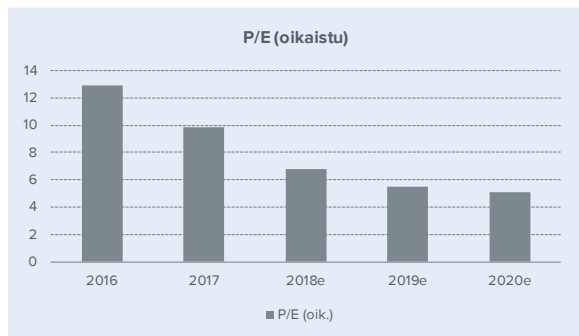
Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	5,9 %					5,9 %	-2,5 %	14,8 %	30,4 %	12,5 %	22,4 %	13,4 %
Myyntikateen kasvu-%	22,8 %					21,1 %	1,2 %	7,5 %	20,1 %	22,9 %	12,5 %	16,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	75,0 %					137,5 %	29,7 %	6,0 %	-121,6 %	81,1 %	2,3 %	46,3 %
Käyttökate-%	4,0 %	17,3 %	6,9 %	0,7 %	6,8 %	8,5 %	10,3 %	-2,1 %	-0,1 %	9,2 %	4,7 %	9,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,2 %	15,7 %	5,3 %	-2,3 %	5,9 %	6,8 %	8,5 %	4,7 %	0,4 %	7,8 %	5,7 %	7,3 %
Nettotulos-%	1,0 %	12,2 %	2,8 %	-3,5 %	10,3 %	6,1 %	6,7 %	-3,4 %	-2,4 %	13,1 %	4,2 %	7,4 %

Lähde: Inderes

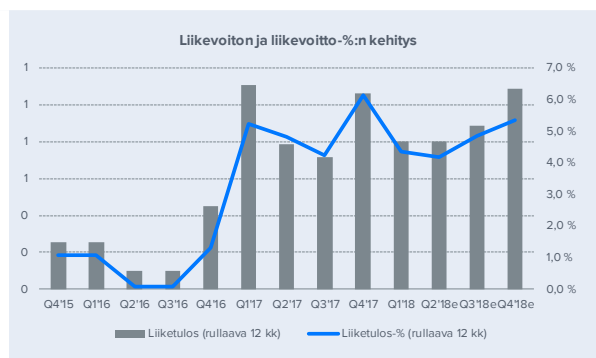
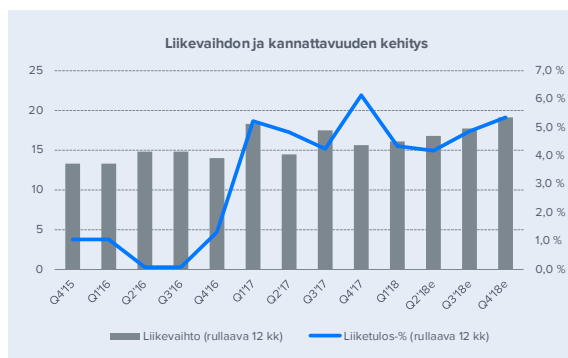
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	3,92	2,35	3,02	3,32	6,89	6,00	6,00	6,00
Markkina-arvo	3,8	2,2	4,0	4,6	9,5	8,8	8,8	8,8
Yritysarvo (EV)	9,4	4,7	5,8	6,3	12,4	9,4	8,2	6,8
P/E (oik.)	neg.	neg.	15,0	12,9	9,9	6,8	5,5	5,1
P/E	neg.	0,8	15,0	31,0	9,9	11,0	5,5	5,1
P/Kassavirta	-11,6	-69,9	2,6	-6,9	-13,0	11,4	6,0	4,8
P/B	-1,8	2,5	2,5	2,1	3,1	2,1	1,6	1,3
P/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,1	0,6	0,4	0,4	0,8	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	12,8	16,4	9,2	11,2	9,4	8,5	4,2	2,7
EV/EBIT (oik.)	66,7	28,1	7,6	25,9	11,7	11,8	5,2	3,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	1,1 %	24,8 %	74,7 %	22,9 %	36,6 %	27,3 %	33,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	1,7 %	2,4 %	2,3 %	3,3 %	5,0 %	6,7 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

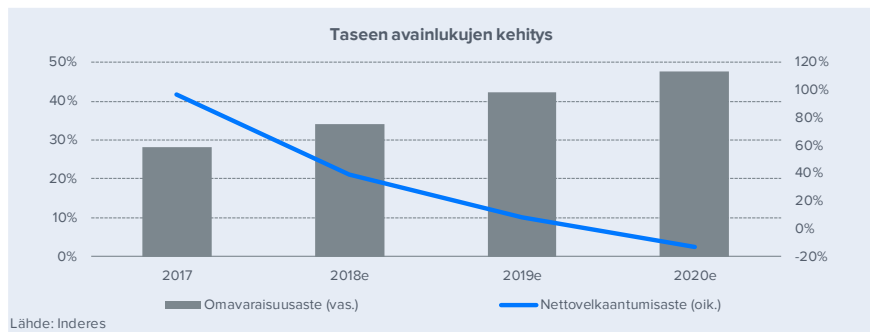


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	5,1	5,7	6,0	6,6	6,5
Liikearvo	3,6	4,2	4,5	4,8	4,8
Aineettomat oikeudet	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Käyttöomaisuus	0,6	0,7	0,7	0,9	0,8
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	6,1	6,9
Varastot	0,4	0,6	0,9	1,0	1,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	2,1	2,0	2,3	3,1	3,2
Likvidit varat	0,8	0,5	1,4	1,8	2,3
Taseen loppusumma	9,3	9,3	11,0	12,7	13,4

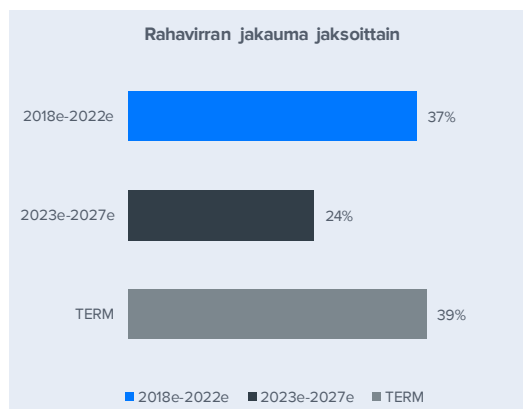
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	1,6	2,1	3,1	4,3	5,6
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-5,5	-1,3	-0,4	0,2	1,5
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	6,8	3,1	3,2	3,8	3,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	7,4	6,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	0,7	1,5	2,4	1,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,0	4,4	3,2	5,0	5,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	9,3	9,3	11,0	12,7	13,4



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	1,1	0,6	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,3	0,4	0,3	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	-0,4	-0,4	-0,4	
- 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	1,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-0,4	1,9	1,8	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	
+ 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	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,8	0,8	1,5	1,8	1,9	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	0,8	1,5	1,8	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	16,6
Diskontattu vapaa kassavirta	0,7	1,2	1,4	1,3	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,5	5,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	15,0	14,3	13,1	11,7	10,4	9,4	8,5	7,7	7,0	6,3	5,8	
Velaton arvo DCF	15,0											
- Korolliset velat		-4,4										
+ Rahavarat		1,4										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-0,2										
Oman pääoman arvo DCF	12,9											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,82											

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	19,2	21,7
EBITDA	0,6	0,6	1,3	0,9	1,9
EBITDA-marginaali (%)	4,8	4,0	8,5	4,7	9,0
EBIT	0,3	0,2	1,1	0,6	1,6
Voitto ennen veroja	0,1	0,2	0,8	0,6	1,6
Nettovoitto	0,3	0,1	1,0	0,8	1,6
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,2	0,0	-0,5	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	9,3	9,3	11,0	12,7	13,4
Oma pääoma	1,6	2,1	3,1	4,3	5,6
Liikearvo	3,6	4,2	4,5	4,8	4,8
Korolliset velat	2,7	2,6	4,4	3,4	2,8

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	0,6	0,6	1,3	0,9	1,9
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	-0,3	-1,8	1,0	-0,2
Operatiivinen kassavirta	1,3	0,3	-0,4	1,9	1,8
Vapaa kassavirta	1,5	-0,7	-0,7	0,8	1,5

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,20	0,11	0,70	0,55	1,10
EPS oikaistu	0,20	0,26	0,70	0,89	1,10
Operat. kassavirta per osake	1,02	0,21	-0,30	1,28	1,19
Tasearvo per osake	1,22	1,56	2,23	2,92	3,82
Osinko per osake	0,05	0,08	0,16	0,20	0,30
Voitonjako, %	25	75	23	37	27
Osinkotuotto, %	1,7	2,4	2,3	3,3	5,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	15,0	31,0	9,9	11,0	5,5
P/B	2,5	2,1	3,1	2,1	1,6
P/Liikevaihto	0,3	0,3	0,6	0,5	0,4
P/CF	3,0	15,6	neg.	4,7	5,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,8	0,5	0,4
EV/EBITDA	9,2	11,2	9,4	10,4	4,2
EV/EBIT	22,7	25,9	11,7	16,0	5,2

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.9.2016	Lisää	3,70 €	3,48 €
26.9.2016	Lisää	3,30 €	3,07 €
6.10.2016	Lisää	3,80 €	3,13 €
2.11.2016	Osta	3,80 €	3,15 €
15.12.2016	Lisää	3,70 €	3,25 €
20.2.2017	Lisää	3,80 €	3,35 €
15.3.2017	Lisää	3,80 €	3,32 €
20.4.2017	Lisää	5,60 €	5,22 €
1.9.2017	Osta	7,30 €	6,22 €
27.12.2017	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 €

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 nousuvaraan 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 ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia 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/>