

Avidly

Yhtiöraportti

1.11.2021 8:30



Antti Luiri

+358 50 571 4893

antti.luiri@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Hyvä eteneminen ei tule enää yllätyksenä

Avidly jatkoi odotetun hyvää ja hallittua kasvuaan Q3:n aikana suotuisan markkinan tukemana. Rakenteellisesti kasvavan markkinan ja operatiivisen kurinalaisuuden jatkuvan vahvistumisen myötä yhtiön lähivuosien tuloskasvulle on mielestämme selvät ajurit. Tämä huomioiden yhtiötä voidaan katsoa luottavamemmin hieman eteenpäin, jolloin arvostus on mielestämme edelleen houkuttelevalla tasolla (2023e oik. EV/EBIT 10x) myös tulevat tuloskasvunäkymät huomioiden. Toistamme Avidlyn 7,0 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksen.

Q3 jatkoi tuttua kasvun ja hallitun kannattavuuden polkua

Avidlyn Q3-myynti kasvoi liikevaihdon tasolla 26 % ja myyntikatteen tasolla 13 %, kumpikin yli raporttia edeltäneiden H2-ennusteidemme (15 % ja 8 %). Yhtiön omien palvelujen myyntiä kuvaavan myyntikatteen kasvu oli vahvinta Suomen ulkopuolisilla markkinoilla, joiden osuus myyntikatteesta nousi 30 %:iin (Q3'20 27 %). Kannattavuus heikentyi hieman vertailukaudesta ja oli oikaistun liikevoiton tasolla 4 % liikevaihdesta (Q3'20 7 %). Laskun takana oli vertailukautena hyödynnetyt henkilöstökustannusten joustot, kun taas yhtiön laskutusasteet ovat nähdäksemme olleet jatkuvasti vahvistumaan päin.

Martech-markkinan kasvulle on hyvät ajurit lyhyen tähtäimen elpymisen jälkeenkin

Koronakuopasta elpyminen tuo markkinalle lyhyellä tähtäimellä edelleen myötätuulta, mutta markkinan kasvulle on mielestämme selvät pitkän aikavälin trendit. Mediamainonnan budjetit ovat siirtyneet jo pidempään perinteisestä mediasta digitaalisiin kanaviin. Taustalla on ajankäytön kasvu digitaalisissa palveluissa, mutta myös ihmisten kasvava halu asioida digitaalisesti. Yleisesti toimiala on altis talouden sykiin muutoksille. Toisaalta digitaalinen markkinointi on sulautumassa osaksi myyntiä ja siitä on tullut liiketoimintakriittisempää, eikä markkinointibudjetti ole välttämättä enää selvä leikkauskohde heikommassa talousympäristössä. Avidly on asemoitunut markkinan kasvavaan digitaalisen myynnin ja markkinoinnin segmenttiin, jossa sen tarjonnan laajuus ja kilpailukyky kokonaisuutena erottuu kilpailussa nähdäksemme edukseen. Tämän myötä yhtiöllä on hyvät edellytykset kasvaa myös jatkossa.

Teimme vain pieniä ennustetarkistuksia

Ennustamme Avidlyn liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 17 % 29,3 MEUR:oon (Ohjeistus: 28-30 MEUR) ja oikaistun liikevoiton vahvistuvan 5 %:iin liikevaihdesta. Vuosille 2021-2025 ennustamme edelleen keskimäärin 11 %:n liikevaihdon orgaanista vuosikasvua (tavoite: > 10 %) ja 9 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia vuonna 2025 (tavoite: EBITA-% >10 %). Kannattavuuden ennusteemme ovat vielä varovaiset johtuen historiallisesti heikommista tasoista (EBIT-% noin 2-7 %), mutta näemme niissä tulevaisuudessa nousuvaraa vahvempien näyttöjen kertyessä. Ennusteemme vuoden 2025 liikevaihdoksi on 42 MEUR (tavoite: >50 MEUR). Avidly arvioi lisäksi jatkuvasti mahdollisia yrityskauppoja, joita yhtiö aikoo strategiansa mukaisesti lähivuosina toteuttaa kasvun kiihdyttämiseksi.

Vakaaseen etenemiseen luottaen arvostus on edelleen houkuttelevalla tasolla

Avidlyn arvonluonti nojaa nähdäksemme odotukseen kannattavasta kasvusta, jota voidaan kiihdyttää strategian mukaisin yritysostoin. Osakkeen arvostus on lyhyellä tähtäimellä hieman koholla (2022e oik. EV/EBIT 12x) huomioiden osakepalkkioista odottamamme noin 10 % osakemäärän kasvu vuonna 2023. Odottamamme vahvan tuloskasvun myötä arvostus näyttää eteenpäin katsottuna kuitenkin hyvin houkuttelevalta (2023e oik. EV/EBIT 10x) huomioiden kannattavuuden (2023e oik. EBIT-% 8,4 %) olevan edelleen nousemassa kohti sektorille tyypillisiä tasoja (EBITA >10 %).

Suositus

Osta

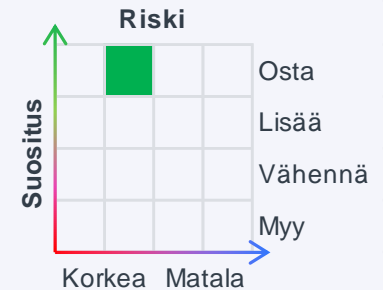
(aik. Osta)

7,00 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi:

5,46



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	25,0	29,3	32,4	35,7
kasvu-%	13 %	17 %	11 %	10 %
Myyntikate	18,6	21,6	24,1	26,6
kasvu-%	8 %	16 %	11 %	11 %
EBIT oik.	0,3	1,6	2,4	3,0
EBIT-% oik.	1,3 %	5,4 %	7,5 %	8,4 %
Nettotulos	-0,3	-0,1	0,4	1,5
EPS (oik.)	-0,01	0,21	0,40	0,46

P/E (oik.)	neg.	26,0	13,8	11,8
P/B	2,1	3,0	2,9	2,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	66,5	19,1	12,3	10,5
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,9	0,9

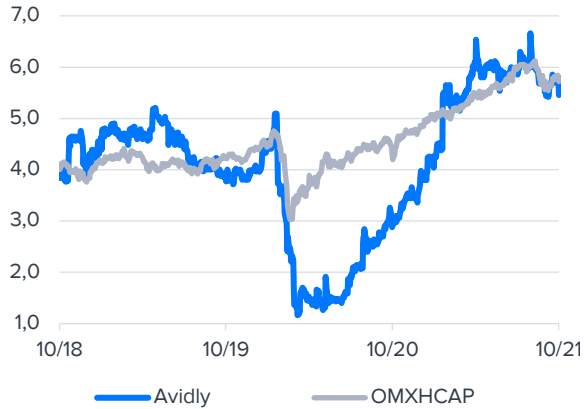
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

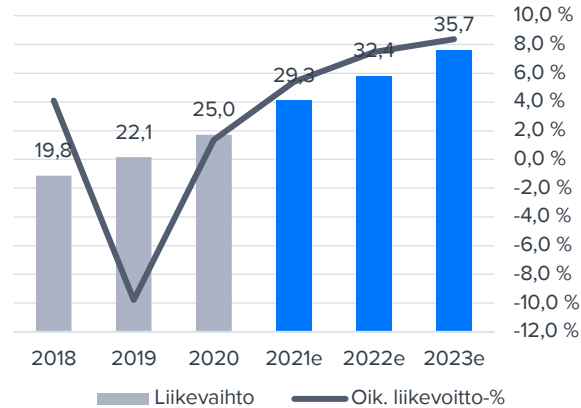
Avidly arvioi, että vuonna 2021 yhtiön liikevaihto on 28-30 miljoonaa euroa (liikevaihto 2020: 25,0 miljoonaa euroa) ja oikaistu liiketulos on voitollinen (oikaistu liiketulos 2020: 0,3 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



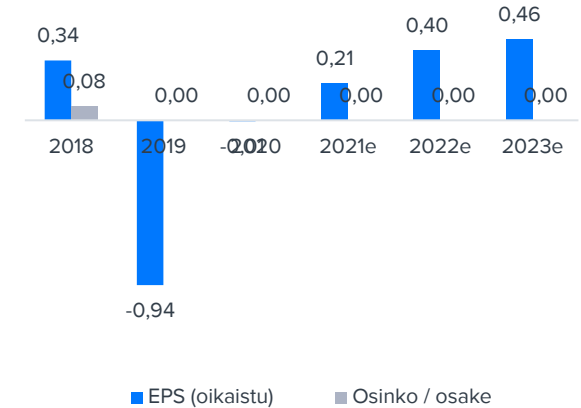
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,46	5,46	5,46
Osakemäärä, milj. kpl	5,28	5,28	5,85
Markkina-arvo	29	29	32
Yritysarvo (EV)	30	30	31
P/E (oik.)	26,0	13,8	11,8
P/E	neg.	82,1	21,9
P/Kassavirta	>100	32,6	16,4
P/B	3,0	2,9	2,8
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA (oik.)	17,3	12,5	9,1
EV/EBIT (oik.)	19,1	12,3	10,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Q3 jatkoi tuttua kasvun ja hallitun kannattavuuden polkua

Kasvu sujui mukavasti markkinan myötätuulessa

Avidlyn Q3-liikevaihto kasvoi 26 % 6,4 MEUR:oon ja myyntikate 13 % 4,5 MEUR:oon. H2'21-tason ennusteemme kasvulle olivat liikevaihdon osalta 15 % ja myyntikatteen osalta 8 %, joten toteutunut kasvu oli odotuksiamme vahvempaa. Q3-ennusteemme pohjautuivat todellisia vertailulukuja korkeammalla olleeseen arvioomme vertailukauden (Q3'20) myynnistä, joten ennusteisiin linjassa olevat toteutuneet luvut olivat jonkin verran yli odotustemme. Q3 on Avidlyn liiketoiminnassa kausiluontoisesti muita neljänneksiä heikompi.

Yhtiön omien palvelujen myyntiä kuvaavan myyntikatteen kasvu oli vahvinta Suomen ulkopuolisilla markkinoilla, joiden osuus myyntikatteesta nousi 30 %:iin (Q3'20 27 %). Suomessa kysyntä painottui laajemmin yhtiön

martech-palveluihin ja kansainvälisesti digitaalisiin myynnin ja markkinoinnin automaation palveluihin. Avidlyn liikevaihto vaihtelee läpilaskutettavien mediaostojen määrästä johtuen, joten myyntikate tarjoaa mielestämme paremman indikaation kasvun vauhdista.

Kannattavuus laski kustannusjoustojen vahvistamasta vertailukaudesta

Kannattavuus heikentyi hieman vertailukaudesta ja oli oikaistun liikevoiton tasolla 4 % liikevaihdosta (Q3'20 7 %). Raportoitu liikevoitto oli vastaavasti 2 % liikevaihdosta ja laski niinkään vertailukaudesta (Q3'20 6 %). Laskun takana oli vertailukautena hyödynnetyt henkilöstökustannusten joustot. Raportoitua liikevoittoa heikentää lisäksi etenkin vertailukautena matalaksi jäänyt johdon osakepalkkiojärjestelmän kustannusten

kirjanpitovaikutus, sekä pienissä määrin yritysostojen liikearvopoistot.

Avidlyn kannattavuuden vahvistumisen yleisenä ajurina on yhtiön kasvava operatiivinen kurinalaisuus, minkä myötä laskutusasteet ovat vahvistuvalla trendillä. Toisaalta kasvuun panostaminen hidastaa kannattavuuden vahvistumista lyhyellä tähtäimellä.

Suotuisa markkina tukee loppuvuoden kasvua

Avidly säilytti ohjeistuksensa ennallaan. Yhtiö arvioi, että vuonna 2021 yhtiön liikevaihto on 28-30 miljoonaa euroa (Inderes: 29 MEUR) ja oikaistu liiketulos on voitollinen (Inderes: 5,7 %). Avidlyn mukaan sen markkina näyttää kehittyvän lyhyellä tähtäimellä pirteästi, minkä lisäksi sen oma myynnillinen kehitys tukee markkinan kasvusta hyötymistä.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus		Erotus (%)	2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	5,1	6,4	6,4				0 %	29,0
Myyntikate	4,0	4,5	4,8				-4 %	21,4
Liikevoitto (oik.)	0,4	0,2	0,2				21 %	1,7
Liikevoitto	0,3	0,1	-0,2					0,0
Liikevaihdon kasvu-%		25,9 %	25,5 %				0,3 %-yks.	17,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	7,5 %	3,9 %	3,2 %				0,7 %-yks.	5,7 %

Lähde: Inderes

Katso Q3-haastattelu tästä linkistä:



Teimme pieniä ennusteiden tarkennuksia

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	29,0	29,3	1%	32,1	32,4	1%	35,4	35,7	1%
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,7	1,6	-5 %	2,4	2,4	2 %	3,0	3,0	0 %
Liikevoitto	0,0	0,1		0,6	0,7	15 %	1,9	1,7	-7 %
Tulos ennen veroja	-0,3	-0,1		0,3	0,4	35 %	1,6	1,5	-9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,23	0,21	-7 %	0,39	0,40	3 %	0,46	0,46	0 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvostus

Vakaaseen etenemiseen luottaen arvostus on edelleen houkuttelevalla tasolla

Avidlyn arvonluonti nojaa nähdäksemme odotukseen kannattavasta kasvusta, jota voidaan kiihdyttää strategian mukaisin yritysostoin. Yhtiön liiketoiminta on yleisesti projektiluontoista, mutta myyntikatteesta merkittävä osuus (Q3'21: 48 %) on luonteeltaan jatkuvaa.

Kuluvan vuoden kannattavuus jää odotuksissamme keskeneräisen käänteen myötä heikoksi. Vuodelle 2022 ennustamamme oikaistu EV/EBIT –kerroin on 12x, mikä on 15 % alle verrokkiryhmän mediaanin. Johdon osakepalkkio-ohjelma kasvattaa yhtiön osakemäärää noin 10 % vuonna 2023, joten kerroin antaa hieman todellisuutta paremman kuvan arvostustasosta.

Nykyjohdon alaisuudessa tasaiesti jatkunut hallittu ja kannattava kasvu mahdollistaa arvostuksen tarkastelun hieman kauemmas eteenpäin katsovilla kertoimilla. Ennusteillamme Avidlyn oikaistu EV/EBIT-kerroin vuonna 2023 huomioi kasvaneen osakemäärän ja on hyvää tuloskasvua tekevälle yhtiölle hyvin houkutteleva 10x. Avidlyn kannattavuus (2023e oik. EBIT-% 8,4 %) on ennusteissamme tällöin vielä toimialalle tyypillisen tason (EBITA-% >10 %) alapuolella, joten yhtiölle jää vielä varaa liikevaihdon kasvua vahvemmalle tuloskasvulle suhteellista

kannattavuutta vahvistamalla.

Avidlyn kannattavuus on ollut historiallisesti matalampi (EBIT-% 2-7 %), joten yhtiöllä on vielä näytettävää kyvystään vahvistaa kannattavuuttaan tavoitteidensa mukaiselle tasolle (2025: EBITA >10 %). Yhtiön tähänastisilla kannattavuusnäytöillä emme vielä ole valmiita ennustamaan sille sen tavoitteiden mukaista kannattavuutta (2025e oik. EBIT-% 9,4 %).

Mikäli yhtiö kuitenkin onnistuu jatkamaan erittäin kurinalaista strategiansa toteutusta usean vuoden ajan, pidämme mahdollisena ennusteitamme ja yhtiön tavoitteita vahvempaa kannattavuutta. Tämä on sijoittajalle positiivinen optio, eikä näkemyksemme nykyarvostuksen houkuttelevuudesta nojaa tämän option toteutumiseen. Nykyennusteillamme DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,1 euroa, selvästi yli nykyisen osakekurssin. Terminaaliolotuksena odotamme liikevoiton olevan 8,5 % ja liikevaihdon kasvun 2,5 %.

Avidlyn strategiaan kuuluu myös yritysostojen hyödyntäminen. Emme ole huomioineet yritysostoja ennusteissamme, joten niistä muodostuu sijoittajalle niinikään positiivinen optio. Huomautamme kuitenkin, että useat Avidlyn verrokeista tekevät myös yrityskauppoja, eikä tämä optio itsessään puolla arvostuksessa preemiota suhteessa verrokkeihin.

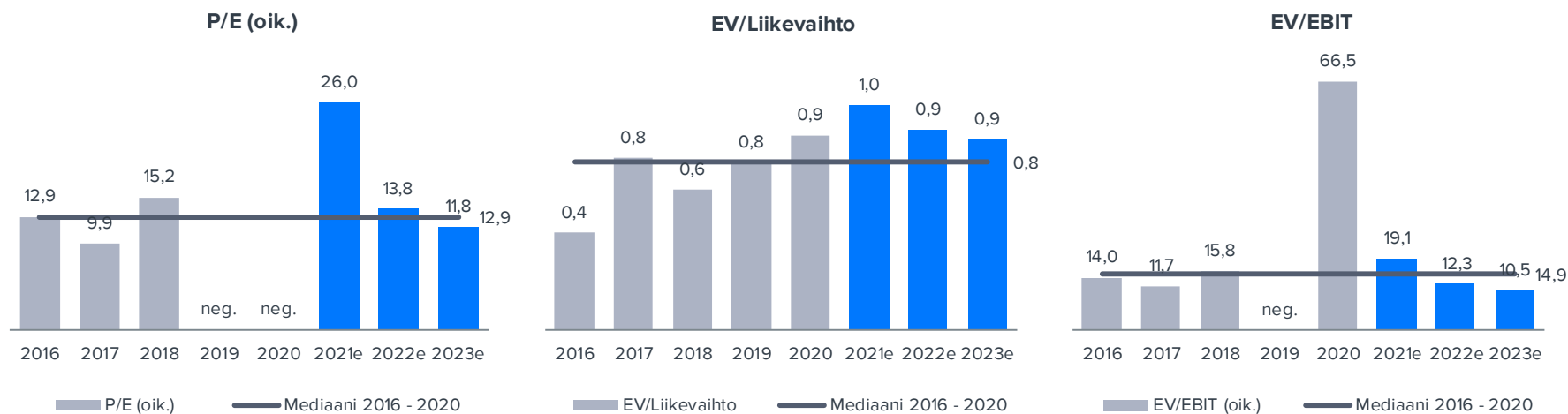
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,46	5,46	5,46
Osakemäärä, milj. kpl	5,28	5,28	5,85
Markkina-arvo	29	29	32
Yritysarvo (EV)	30	30	31
P/E (oik.)	26,0	13,8	11,8
P/E	neg.	82,1	21,9
P/Kassavirta	>100	32,6	16,4
P/B	3,0	2,9	2,8
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA (oik.)	17,3	12,5	9,1
EV/EBIT (oik.)	19,1	12,3	10,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,32	6,89	5,16	5,02	3,98	5,46	5,46	5,46	5,46
Osakemäärä, milj. kpl	1,4	1,4	1,6	2,4	4,0	5,3	5,3	5,8	5,8
Markkina-arvo	4,6	9,5	12	12	21	29	29	32	32
Yritysarvo (EV)	6,3	12	13	17	22	30	30	31	28
P/E (oik.)	12,9	9,9	15,2	neg.	neg.	26,0	13,8	11,8	11,3
P/E	31,0	9,9	23,5	neg.	neg.	neg.	82,1	21,9	12,0
P/Kassavirta	neg.	neg.	41,9	neg.	6,8	>100	32,6	16,4	10,5
P/B	2,1	3,1	1,4	1,8	2,1	3,0	2,9	2,8	2,3
P/S	0,3	0,6	0,6	0,6	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	0,4	0,8	0,6	0,8	0,9	1,0	0,9	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,4	12,2	neg.	13,0	17,3	12,5	9,1	5,8
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,7	15,8	neg.	66,5	19,1	12,3	10,5	8,4
Osinko/tulos (%)	74,7 %	22,9 %	50,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,3 %	1,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Aallon Group	12,00	47	45	22,3	14,9	14,9	11,2	1,9	1,7	21,7	16,9	2,1	2,5	4,0
Antevenio SA	4,8	71	80	16,3	10,8	12,1	9,0	0,8	0,7	19,3	12,7	3,6	4,1	2,0
Avensia AB	17,2	64	63	28,4	14,9	15,2	11,2	1,6	1,3	45,1	21,2	2,2	2,9	10,1
Bilot Oyj	7,0	35	26	25,6	12,8	12,8	8,5	0,9	0,8	18,9	16,3	1,1	1,4	1,6
Bouvet ASA	67,6	713	703	21,6	19,7	17,7	16,1	2,6	2,3	28,9	26,3	3,1	3,6	15,7
Capacent Holdings AB	45,0	12	11	11,0	22,0	8,5	18,4	0,6	1,2	17,0	38,8	3,7	1,5	1,4
Digia	6,9	182	199	15,6	13,7	10,1	9,2	1,3	1,2	20,2	16,1	2,5	2,9	2,8
Enero Group Ltd	4,0	225	203	7,6	5,5	7,1	5,2	2,0	1,6	16,0	12,5	4,8	4,9	2,5
Empir Group AB	23,00	12	10				16,8	0,7	0,6			2,2	2,1	1,7
Enea AB	236,5	497	519	21,7	15,6	13,9	10,9	5,2	4,3	24,4	20,2			2,8
Fondia	6,7	26	22	22,2	11,1	11,1	7,4	1,1	1,0	23,2	16,8	4,5	4,8	4,5
Gofore	21,6	322	307	27,9	20,5	19,2	16,2	3,0	2,6	33,9	27,7	1,4	1,6	6,4
Innofactor	1,46	55	63	8,4	9,7	5,7	7,0	0,9	0,9	12,8	11,3	4,1	4,7	2,1
Knowit AB	345,00	759	783	20,0	15,3	13,3	10,5	1,6	1,3	27,1	24,5	2,0	2,1	2,5
Netum Group	4,6	53								29,8	19,3	1,7	1,9	4,1
Nixu	6,66	50	53	105,3	21,1	21,1	11,7	1,0	0,9	1360,0	25,2		0,5	3,7
Siili Solutions	15	106	109	15,6	11,5	9,1	7,5	1,1	1,0	15,3	12,1	2,6	3,0	4,5
Solteq	4,55	88	113	11,3	9,8	7,5	6,6	1,6	1,4	14,3	11,4	2,6	3,6	2,9
Vincit	8,60	105	102	20,3	14,5	12,7	10,2	1,6	1,5	21,5	14,6	2,3	2,6	4,4
Avidly (Inderes)*	5,46	29	30	19,1	12,3	17,3	12,5	1,0	0,9	26,0	13,8	0,0	0,0	3,0
Keskiarvo		180	189	23,6	14,3	12,5	10,8	1,6	1,5	97,2	19,1	2,7	2,8	4,2
Mediaani		71	91	20,3	14,5	12,7	10,4	1,4	1,3	21,6	16,8	2,5	2,7	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				-6 %	-15 %	36 %	21 %	-28 %	-28 %	21 %	-18 %	-100 %	-100 %	1 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	22,1	13,0	12,0	25,0	15,2	14,0	29,3	32,4	35,7	39,0
Käyttökate	-0,6	0,5	1,2	1,7	0,7	1,0	1,8	2,4	3,4	4,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-0,9	-0,9	-1,8	-0,8	-0,8	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,2	-0,3	0,7	0,3	0,8	0,8	1,6	2,4	3,0	3,4
Liikevoitto	-2,4	-0,4	0,3	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,7	1,7	3,2
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	-2,6	-0,5	0,1	-0,4	-0,2	0,1	-0,1	0,4	1,5	3,0
Verot	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Nettotulos	-2,5	-0,5	0,1	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	0,4	1,5	2,7
EPS (oikaistu)	-0,94	-0,16	0,10	-0,01	0,10	0,11	0,21	0,40	0,46	0,48
EPS (raportoitu)	-1,03	-0,17	0,03	-0,09	-0,04	0,02	-0,03	0,07	0,25	0,46

Tunnusluvut	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	11,9 %	10,0 %	16,0 %	12,8 %	17,5 %	16,8 %	17,2 %	10,7 %	10,2 %	9,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-366,8 %	48,5 %	-135,4 %	-115,6 %	-335,8 %	12,7 %	371 %	53 %	23,2 %	13,4 %
Käyttökate-%	-2,7 %	4,1 %	9,9 %	6,9 %	4,7 %	7,4 %	6,0 %	7,4 %	9,6 %	12,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	-9,8 %	-2,7 %	5,7 %	1,3 %	5,4 %	5,5 %	5,4 %	7,5 %	8,4 %	8,7 %
Nettotulos-%	-11,2 %	-3,6 %	1,0 %	-1,4 %	-1,5 %	0,7 %	-0,5 %	1,1 %	4,1 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	12,6	12,4	12,4	12,3	12,3
Liikearvo	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Aineettomat hyödykkeet	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3
Käyttöomaisuus	3,2	3,3	3,4	3,4	3,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Vaihtuvat vastaavat	5,6	11,5	11,2	11,4	13,2
Vaihto-omaisuus	1,1	0,6	1,4	1,6	1,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Myyntisaamiset	3,6	4,2	4,8	5,3	5,9
Likvidit varat	0,5	6,2	4,5	4,0	5,2
Taseen loppusumma	18,3	23,9	23,5	23,7	25,5

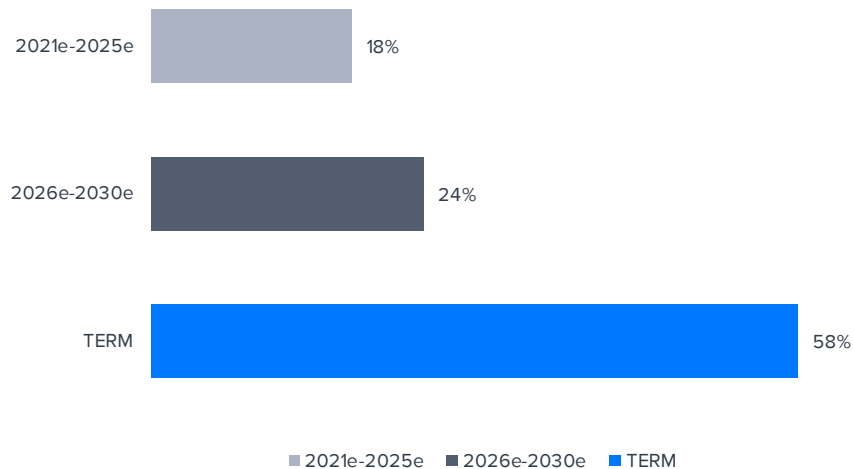
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	7,0	9,8	9,7	10,0	11,5
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-3,0	-3,2	-3,3	-3,0	-1,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	9,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,5	4,5	3,8	3,3	2,8
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,2	4,3	3,5	3,0	2,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	7,7	9,6	10,1	10,4	11,3
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	3,2	2,5	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,8	6,4	7,6	8,4	9,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	18,3	23,9	23,5	23,7	25,5

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-0,1	0,1	0,7	1,7	3,2	3,8	4,2	4,6	4,6	4,5	4,6	
+ Kokonaispoistot	1,8	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,4	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,1	1,7	2,5	3,6	4,7	4,9	5,2	5,6	5,6	5,5	5,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,6	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,5	0,1	0,9	1,9	3,1	3,1	3,4	3,8	3,7	3,6	3,7	
+/- Muut	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,1	0,1	0,9	1,9	3,1	3,1	3,4	3,8	3,7	3,6	3,7	52,2
Diskontattu vapaa kassavirta		0,1	0,8	1,6	2,3	2,1	2,1	2,1	1,9	1,7	1,6	22,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		38,7	38,6	37,8	36,2	33,9	31,8	29,7	27,5	25,6	23,9	22,4
Velaton arvo DCF		38,7										
- Korolliset velat		-7,6										
+ Rahavarat		6,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		37,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,1										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	19,8	22,1	25,0	29,3	32,4	EPS (raportoitu)	0,22	-1,03	-0,09	-0,03	0,07
Käyttökate	1,0	-0,6	1,7	1,8	2,4	EPS (oikaistu)	0,34	-0,94	-0,01	0,21	0,40
Liikevoitto	0,6	-2,4	-0,1	0,1	0,7	Operat. kassavirta / osake	0,18	0,47	0,52	0,32	0,48
Voitto ennen veroja	0,3	-2,6	-0,4	-0,1	0,4	Vapaa kassavirta / osake	0,17	-0,53	0,77	0,03	0,17
Nettovoitto	0,4	-2,5	-0,3	-0,1	0,4	Omapääoma / osake	5,19	2,92	2,46	1,83	1,89
Kertaluontoiset erät	-0,2	-0,2	-0,4	-1,5	-1,7	Osinko / osake	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	16,6	18,3	23,9	23,5	23,7	Liikevaihdon kasvu-%	26 %	12 %	13 %	17 %	11 %
Oma pääoma	8,4	7,0	9,8	9,7	10,0	Käyttökateen kasvu-%	-21 %	-157 %	-386 %	2 %	36 %
Liikearvo	6,4	7,7	7,7	7,7	7,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-24 %	-367 %	-116 %	371 %	53 %
Nettovelat	1,3	4,7	1,4	1,5	1,0	EPS oik. kasvu-%	-51 %	-376 %	-99 %	-3643 %	89 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	5,3 %	-2,7 %	6,9 %	6,0 %	7,4 %
Käyttökate	1,0	-0,6	1,7	1,8	2,4	Oik. Liikevoitto-%	4,1 %	-9,8 %	1,3 %	5,4 %	7,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,7	1,7	0,4	-0,1	0,1	Liikevoitto-%	3,1 %	-10,8 %	-0,2 %	0,4 %	2,1 %
Operatiivinen kassavirta	0,3	1,1	2,1	1,7	2,5	ROE-%	6,2 %	-32,3 %	-4,1 %	-1,4 %	3,6 %
Investoinnit	-3,1	-5,4	-1,6	-1,5	-1,7	ROI-%	6,1 %	-19,3 %	-0,4 %	0,8 %	4,4 %
Vapaa kassavirta	0,3	-1,3	3,1	0,1	0,9	Omavaraisuusaste	50,8 %	39,0 %	42,0 %	42,2 %	43,4 %
						Nettovelkaantumisaste	15,0 %	66,6 %	14,3 %	16,0 %	9,9 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,6	0,8	0,9	1,0	0,9						
EV/EBITDA (oik.)	12,2	neg.	13,0	17,3	12,5						
EV/EBIT (oik.)	15,8	neg.	66,5	19,1	12,3						
P/E (oik.)	15,2	neg.	neg.	26,0	13,8						
P/B	1,4	1,8	2,1	3,0	2,9						
Osinkotuotto-%	1,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai 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 sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
06/03/2020	Myy	3,80 €	4,21 €
27/03/2020	Vähennä	1,90 €	1,99 €
15/05/2020	Vähennä	1,40 €	1,66 €
24/07/2020	Vähennä	1,80 €	1,87 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
26/08/2020	Lisää	2,80 €	2,58 €
16/11/2020	Lisää	3,50 €	3,24 €
14/01/2021	Lisää	4,50 €	3,96 €
16/02/2021	Lisää	6,00 €	5,40 €
05/03/2021	Lisää	6,00 €	5,45 €
03/05/2021	Vähennä	6,50 €	6,54 €
18/06/2021	Vähennä	6,50 €	6,00 €
29/08/2021	Vähennä	7,00 €	6,66 €
19/09/2021	Osta	7,00 €	5,70 €
01/11/2021	Osta	7,00 €	5,46 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**