

Avidly

Yhtiöraportti

29.8.2021 21:15



Antti Luiri

+358 50 571 4893

antti.luiri@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvukoneistosta löytyi lisää tehoja

Avidlyn toisen neljänneksen kasvu oli väkivahvaa (+30 %), mutta myös hallittua kannattavuuden jatkaessa vahvistuvalla trendillä. Yhtiö onkin viimeisen vuoden aikana näyttänyt kykynsä hallittuun kasvuun. Markkinan elpyminen koronakuopasta on tukenut lyhyen tähtäimen kasvua, mutta näemme Avidlyn asemoituneen hyvin myös markkinan pitkän aikavälin kasvun kannalta. Eteenpäin katsoen ja tulospohjaisesti luottaen yhtiön arvostus näyttää suhteellisen neutraalilta (2023e oik. P/E 14x), mutta ei kuitenkaan riittävän houkuttelevalta palataksemme yhtiön lupaavasti etenevän kasvutarinan kyytiin. Nostamme Avidlyn tavoitehinnan 7,0 euroon (aik. 6,5 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksen.

Toisen neljänneksen kasvu oli selvästi odotuksiamme vahvempaa

Avidlyn Q2-liikevaihto kasvoi 30 % 8,1 MEUR:oon (Q2'20: 6,2 MEUR) ja myyntikate vastaavasti 31 % 5,8 MEUR:oon (Q2'20 4,4 MEUR). Koronakuopasta elpyminen oli odotettua, mutta kasvun voimakkuus oli meille yllätys. Kasvu oli kansainvälisesti vahvaa ja yhtiö onnistui jälleen voittamaan uusia asiakkuuksia. Kasvu oli myös hallittua, minkä myötä Q2-kannattavuus vahvistui ja oli oikaistun liikevoiton tasolla 4 % liikevaihdosta (Q2'20: -3 %). Avidly antoi mielestämme nyt vahvat näytöt kyvystä hallittuun kannattavaan kasvuun, mikä vahvisti jälleen luottamustamme yhtiön kasvutarinaan.

Markkinan kasvulle on hyvät ajurit lyhyen tähtäimen elpymisen jälkeenkin

Koronakuopasta elpyminen tuo markkinalle lyhyellä tähtämellä ylimääräistä 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.

Nostimme hieman kasvuennusteitamme ja luotamme yhtiön pääsevän tavoitteisiinsa

Avidlyn liikevaihdon ohjeistus loppuvuodelle nousi selvästi aiemmasta ja huomioimme tämän ennusteissamme. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 17 % 29,1 MEUR:oon (Ohjeistus: 28-30 MEUR) ja oikaistun liikevoiton vahvistuvan 4 %:iin liikevaihdosta. Vuosille 2021-2025 ennustamme keskimäärin 11 %:n liikevaihdon orgaanista vuosikasvua (tavoite: > 10 %) ja 9 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia vuonna 2025 (tavoite: EBITA-% >10 %).

Arvostuksessa on aavistus liikaa etukenoa

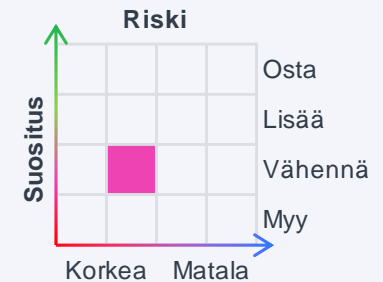
Avidlyn arvonluonti nojaa nähdäksemme odotukseen kannattavasta kasvusta, jota voidaan kiihdyttää strategian mukaisin yritysostoin. Osakkeen arvostus on tulospohjaisesti lyhyellä tähtämellä kireä (2022e oik. P/E 17x). Kasvu ja vahvistuvan kannattavuuden myötä arvostus näyttää jo hieman eteenpäin katsottuna kohtuullisemmalta (2023e oik. P/E 14x), mutta ei vielä riittävän houkuttelevalta palataksemme yhtiön lupaavasti etenevän kasvutarinan kyytiin.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

7,00 EUR
(aik. 6,50 EUR)

Osakekurssi:
6,66



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	25,0	29,0	32,1	35,4
kasvu-%	13 %	16 %	11 %	10 %
Myyntikate	18,6	21,4	23,7	26,3
kasvu-%	8 %	15 %	11 %	11 %
EBIT oik.	0,3	1,7	2,4	3,0
EBIT-% oik.	1,3 %	5,7 %	7,4 %	8,5 %
Nettotulos	-0,3	0,2	0,3	1,3
EPS (oik.)	-0,01	0,23	0,39	0,46

P/E (oik.)	neg.	29,5	17,2	14,4
P/B	2,1	3,5	3,4	3,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	66,5	21,8	15,1	12,7
EV/Liikevaihto	0,9	1,3	1,1	1,1

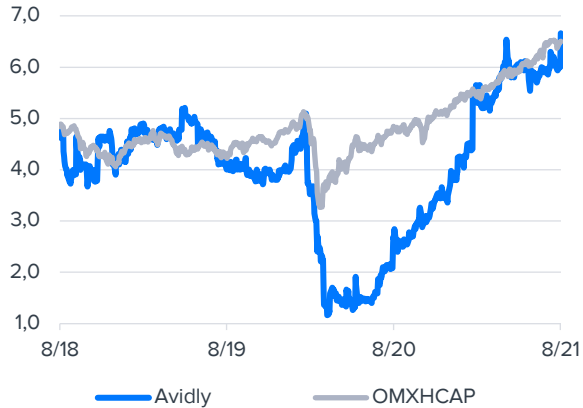
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Noussut)

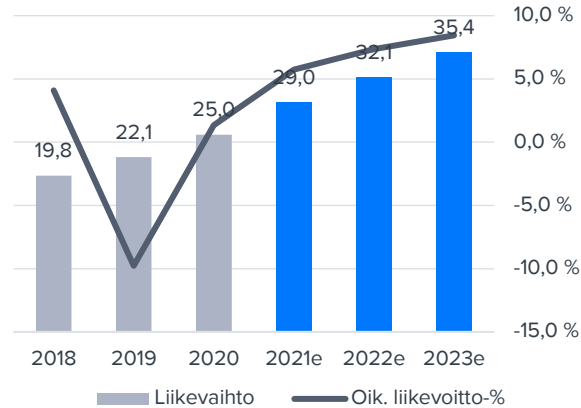
Avidly arvioi, että vuonna 2021 yhtiön liikevaihto on 28-30 miljoonaa euroa (liikevaihto 2020: 25,0 miljoonaa euroa) ja oikaistu liiketulos on voitollinen (oikaistu liiketulos 2020: 0,3 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



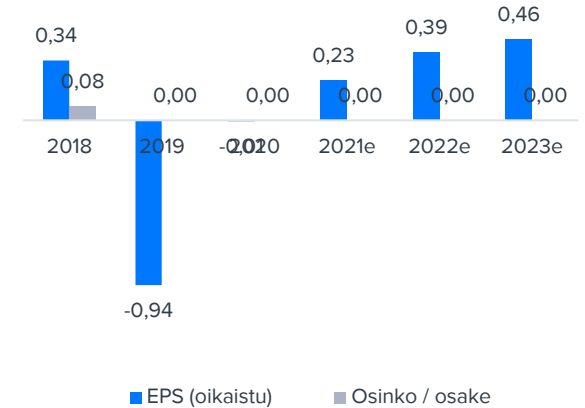
Lähde: Thomson Reuters

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	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	5,28	5,28	5,85
Markkina-arvo	35	35	39
Yritysarvo (EV)	36	36	38
P/E (oik.)	29,5	17,2	14,4
P/E	>100	>100	29,0
P/Kassavirta	71,0	41,4	21,5
P/B	3,5	3,4	3,3
P/S	1,2	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,1
EV/EBITDA (oik.)	16,9	15,2	11,5
EV/EBIT (oik.)	21,8	15,1	12,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Q2 tarjoili vahvoja näyttöjä yhtiön kyvystä hallittuun kasvuun

Q2-myynti veti selvästi odotuksiamme paremmin

Avidlyn Q2-liikevaihto kasvoi 30 % 8,1 MEUR:oon (Q2'20: 6,2 MEUR) ja myyntikate vastaavasti 31 % 5,8 MEUR:oon (Q2'20 4,4 MEUR). Avidlyn liikevaihdossa on vaihtelua läpilaskutettavien mediaostojen määrästä riippuen, joten myyntikate tarjoaa mielestämme paremman indikaation kasvun suunnasta lyhyen tähtäimen lukuja tarkastellessa.

Kasvua tuli erityisesti markkinointiteknologiaan liittyvistä palveluista. Asiakkaittain kasvusta vastasivat tutusti enimmäkseen nykyiset asiakkaat, mutta uudet asiakkaat muodostivat nyt jo neljänneksen Q2-kasvusta. Yhtiö jatkoikin jo alkuvuodesta nähtyä piristynyttä tahtia uusien asiakkuuksien voittamisessa. Lisäksi jatkuvien palveluiden osuus myyntikatteesta kasvoi 49 %:iin (Q2'20: 46 %), mikä parantaa hieman yhtiön tulovirtojen ennustettavuutta. Lisäksi kasvu oli vahvinta kansainvälisesti, mistä merkinä oli

kansainvälisen liikevaihdon 22,8 %:iin (Q2'20: 22,0 %) kasvanut osuus koko liikevaihdosta.

Q2-kannattavuus oli hieman odotettua parempi

Avidlyn oikaistu liikevoitto jatkoi paranevalla trendillä ja koheni 0,3 MEUR:oon tai 4 %:iin liikevaihdosta (Q2'20: -0,2 MEUR tai -5 % liikevaihdosta). Liiketulos ilman oikaisuja nousi -0,1 MEUR:oon (Q2'20 -0,2 MEUR). Oikaisut johtuivat pitkälti jälleen osakepalkkiojärjestelmän vaikutuksista, jotka vaikuttavat sijoittajan näkökulmasta yhtiön tulokseen, mutta kertovat yhtiön operatiivisen tekemisen olevan hyvällä tolalla.

Yhtiön operatiivinen johtaminen on nähdäksemme parantunut merkittävästi, mikä on luonut edellytykset kannattavalle kasvulle. Yhtiö kommentoikin raportissa liiketoimintansa ennustettavuuden parantuneen, minkä myötä kasvu on voitu toteuttaa aiempaa

kurinalaisemmin. Kannattavuusparannukseen on nähdäksemme siten vaikuttanut erityisesti vertailukaudesta vahvistuneet laskutusasteet ja myyntihinnat.

Liikevaihdon ohjeistus nousi kasvun mukana

Kokonaisuutena Q2-luvut olivat erinomaiset, ja Avidly antoi katsauksen myötä vahvat näytöt sen profiilin kääntymisestä käänneyrityöstä kannattavan kasvun yhtiöksi.

Yhtiön aiempi ohjeistus oli mielestämme varovainen, ja Q2:n osalta odotimme liiketoiminnan elpyvän koronakuopasta. Kasvun voimakkuus tuli kuitenkin yllätyksenä. Avidly nosti ohjeistustaan ja arvio nyt vuoden 2021 liikevaihdon olevan 28-30 MEUR (aik. "vuonna 2021 liikevaihto kasvaa kasvaa (Liikevaihto 2020 25,0 MEUR)") ja oikaistun liiketuloksen olevan voitollinen.

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus	Erotus (%)	2021e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	6,2	8,1	6,8				19 %	29,0
Myyntikate	4,4	5,8	5,2				12 %	21,4
Liikevoitto (oik.)	-0,2	0,3	0,2				117 %	1,7
Liikevoitto	-0,2	-0,1	-0,1				50 %	0,5
Liikevaihdon kasvu-%		30,1%	9,8 %				20,3 %-yks.	16,3 %
Liikevoitto-% (oik.)	-2,8 %	4,3 %	2,3 %				1,9 %-yks.	5,7 %

Lähde: Inderes

Katso Q2-haastattelu tästä:



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset 2021e-2023e

- Nostimme lähivuosien kasvuennusteita 5-8 % heijastellen vahvaa Q2-kasvua ja vuoden 2021 noussutta ohjeistusta
- Nostimme kannattavuuden ennusteitamme kasvuennusteiden mukana, mutta pidimme odotuksemme suhteellisen kannattavuuden vahvistumisesta pitkälti ennallaan
- Näemme Avidyllä entistä paremmat edellytykset päästä lähivuosina strategiansa mukaiseen orgaanisen kasvun tavoitteeseen vuosina 2021-2025 (tavoite: keskimäärin > 10 % vuositasolla)

Operatiiviset tulosajurit 2021-2023e:

- Näemme operatiivisen kurinalaisuuden vahvistumisen keskeisenä tulosajurina lähivuosille
- Tämän myötä vahvistuvat laskutusasteet ja myyntihinnat ajavat lähivuosina odottamaamme kannattavuuden vahvistumista
- Liikevaihdon kasvu on toinen keskeinen tulosajuri, joskin kannattavuuden asteittaisella vahvistumisella on lähivuosina merkittävämpi rooli

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	26,9	29,0	8 %	30,3	32,1	6 %	33,6	35,4	5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,0	1,7	69 %	2,2	2,4	8 %	2,8	3,0	5 %
Liikevoitto	-0,2	0,5	-370 %	0,5	0,6	35 %	1,5	1,6	10 %
Tulos ennen veroja	-0,5	0,2	-139 %	0,2	0,3	111 %	1,2	1,3	13 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,12	0,23	81 %	0,35	0,39	9 %	0,44	0,46	6 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostuksessa on aavistus liikaa etukenoa

Avidlyn arvonluonti nojaa nähdäksemme odotukseen kannattavasta kasvusta, jota voidaan kiihdyttää strategian mukaisin yritysostoin. Yhtiön liiketoiminta on yleisesti projektiluontoista, mutta myyntikatteesta merkittävä osuus (Q2'21: 49 %) on luonteeltaan jatkuvaa.

Kuluvan vuoden kannattavuus jää odotuksissamme keskeneräisen käänteen myötä heikoksi, joten liikevaihtokertoimet tarjoavat ensimmäisen tukipisteen arvostukselle. Avidlyn osaketta arvostetaan vuoden 2021 ennusteillamme 1,3x EV/Liikevaihto-kertoimella, mikä sisältää jo hyvin vahvan odotuksen käänteen onnistumisesta.

Jatkuvat merkit käänteen etenemisestä mahdollistavat arvostuksen tarkastelun normaalimman tulostason mukaisilla kertoimilla. Ennusteillamme Avidlyn oikaistu P/E-kerroin vuonna 2022 on 17x. Kun vuoden 2022 kerroin oikaistaan yhtiön optio-ohjelmasta odottamallamme diluutiolla (noin 10 % kasvava osakekanta vuonna 2023), olisi vertailukelpoinen oikaistu P/E-kerroin hieman korkeampi 19x. Tällöin yhtiötä hinnoitellaan noin 13 %:n preemiolla verrokkiryhmään nähden, vaikka yhtiön pienempi kokoluokka puoltaisi alennusta.

Avidlyn kannattavuus (2022e oik. EBIT-% 7,4 %) on

ennusteissamme vuonna 2022 kuitenkin vielä toimialan normalisoidun tason (EBITA-% >10 %) alapuolella. Vuoden 2023 ennusteillamme (oik. EBIT-% 8,5 %) oikaistu P/E laskee jo paljon neutraalimmaksi (14x). Tulokasvunäkymä on tästä eteenpäin nykyennusteillamme heikompi, sillä nykyisillä kannattavuusnäytöillä emme vielä ole valmiita ennustamaan yhtiölle tältä tasolta merkittävää kannattavuusparannusta. Tämä vaatisi erittäin kurinalaista strategian toteuttamista, millä yhtiön kannattavuus nousisi selvästi sen historiallisia tasoja (EBIT-% 2-7 %) vahvemmaksi tai liikevaihdon kasvu kohoaisi lähivuosina yhtiön tavoitteita korkeammalle. Siten arvostuksessa on mielestämme tällä hetkellä aavistus liikaa etukenoa.

Päivitetyt DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,2 euroa. Terminaaliolietuksena 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 orgaanisen kehityksen ohelle positiivinen optio. Huomautamme kuitenkin, että useat Avidlyn verrokeista tekevät myös yrityskauppoja, eikä tämä optio itsessään puolla arvostuksessa preemiota suhteessa verrokkeihin.

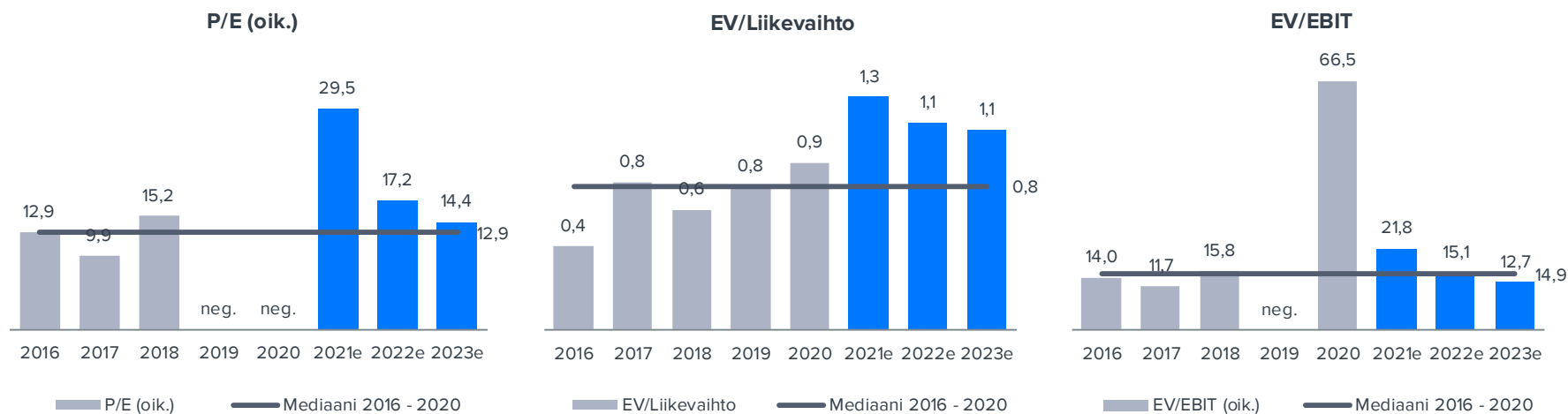
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	5,28	5,28	5,85
Markkina-arvo	35	35	39
Yritysarvo (EV)	36	36	38
P/E (oik.)	29,5	17,2	14,4
P/E	>100	>100	29,0
P/Kassavirta	71,0	41,4	21,5
P/B	3,5	3,4	3,3
P/S	1,2	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,1
EV/EBITDA (oik.)	16,9	15,2	11,5
EV/EBIT (oik.)	21,8	15,1	12,7
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	6,66	6,66	6,66	6,66
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	35	35	39	39
Yritysarvo (EV)	6,3	12	13	17	22	36	36	38	35
P/E (oik.)	12,9	9,9	15,2	neg.	neg.	29,5	17,2	14,4	12,8
P/E	31,0	9,9	23,5	neg.	neg.	>100	>100	29,0	12,8
P/Kassavirta	neg.	neg.	41,9	neg.	6,8	71,0	41,4	21,5	11,3
P/B	2,1	3,1	1,4	1,8	2,1	3,5	3,4	3,3	2,7
P/S	0,3	0,6	0,6	0,6	0,8	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,8	0,6	0,8	0,9	1,3	1,1	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,4	12,2	neg.	13,0	16,9	15,2	11,5	6,8
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,7	15,8	neg.	66,5	21,8	15,1	12,7	10,1
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	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Aallon Group	11,65	45	43	21,3	14,2	14,2	10,7	1,8	1,6	20,8	16,2	2,1	2,6	3,9
Antevenio SA	4,9	73	78	14,4	9,7	10,7	8,3	0,8	0,7	16,9	11,8	3,6	4,1	5,4
Avensia AB	14,5	52	51	28,7	13,3	13,6	9,8	1,4	1,1	37,8	17,7	2,7	2,8	8,4
Bilot Oyj	7,3	39	30	30,0	15,0	15,0	10,0	1,1	1,1	20,2	17,5	1,0	1,3	1,9
Bouvet ASA	60,2	591	576	18,8	17,6	15,4	14,1	2,2	2,0	25,1	23,3	3,8	4,1	13,8
Capacent Holdings AB	64,6	17	16	8,6	4,9	7,8	4,6	0,7	0,7	12,6	7,2	5,0	9,1	2,1
Digia	7,5	201	218	17,1	15,0	11,2	10,2	1,4	1,4	19,3	17,0	2,3	2,6	3,1
Empir Group AB	23,50	13	11			35,8	17,9	0,7	0,7			2,2	2,1	1,8
Enea AB	225,5	475	491	23,1	15,6	14,3	11,8	4,9	4,1	27,1	19,4			2,8
Fondia	7,4	30	24	24,4	12,2	24,4	8,1	1,2	1,1	25,8	16,6	4,0	4,3	5,1
Gofore	21,1	317	299	24,9	20,6	18,7	15,8	3,0	2,6	29,8	27,5	1,4	1,7	6,3
Innofactor	1,66	62	70	8,7	10,0	6,1	7,3	1,0	1,0	10,7	12,3	3,6	4,2	2,3
Knowit AB	331,00	709	653	17,9	14,7	13,5	11,6	1,6	1,4	23,9	21,8	2,2	2,3	4,1
Netum Group	4,3	51								27,5	20,0	1,8	2,0	3,9
Nixu	7,50	56	58		28,9	28,9	14,5	1,1	0,9		24,6	0,2		4,1
Siili Solutions	14	100	103	13,7	10,8	8,2	7,1	1,1	1,0	14,4	11,5	2,8	3,2	4,2
Solteq	6,06	117	141	14,1	12,2	9,4	8,3	2,0	1,8	18,8	15,0	2,0	2,8	3,9
Vincit	9,40	116	111	18,6	12,4	12,4	10,1	1,8	1,6	20,0	13,4	2,1	2,3	4,6
Avidly (Inderes)*	6,66	35	36	75,7	55,3	16,9	15,2	1,3	1,1	29,5	17,2	0,0	0,0	3,5
Keskiarvo				18,1	13,7	14,7	10,3	1,6	1,4	21,4	16,9	2,6	3,3	4,4
Mediaani				18,2	13,3	13,6	10,1	1,4	1,2	20,2	16,8	2,2	2,8	3,9
Erotus-% vrt. mediaani				315 %	317 %	25 %	51 %	-10 %	-10 %	46 %	3 %	-100 %	-100 %	-9 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita. *Avidlyn P/E 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	13,8	29,0	32,1	35,4	38,9
Käyttökate	-0,6	0,5	1,2	1,7	0,7	1,4	2,2	2,4	3,3	5,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-0,9	-0,9	-1,8	-0,8	-0,9	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,2	-0,3	0,7	0,3	0,8	0,9	1,7	2,4	3,0	3,5
Liikevoitto	-2,4	-0,4	0,3	-0,1	-0,1	0,6	0,5	0,6	1,6	3,5
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	-2,6	-0,5	0,1	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,3	3,2
Verot	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2
Nettotulos	-2,5	-0,5	0,1	-0,3	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,3	3,1
EPS (oikaistu)	-0,94	-0,16	0,10	-0,01	0,10	0,13	0,23	0,39	0,46	0,52
EPS (raportoitu)	-1,03	-0,17	0,03	-0,09	-0,04	0,08	0,04	0,06	0,23	0,52

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 %	15,0 %	16,3 %	10,7 %	10,2 %	9,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-366,8 %	48,5 %	-135,4 %	-115,6 %	-335,8 %	25,0 %	395 %	42 %	26,5 %	15,8 %
Käyttökate-%	-2,7 %	4,1 %	9,9 %	6,9 %	4,7 %	10,4 %	7,4 %	7,3 %	9,3 %	13,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-9,8 %	-2,7 %	5,7 %	1,3 %	5,4 %	6,2 %	5,7 %	7,4 %	8,5 %	8,9 %
Nettotulos-%	-11,2 %	-3,6 %	1,0 %	-1,4 %	-1,5 %	3,0 %	0,6 %	1,0 %	3,8 %	7,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	12,6	12,4	12,3	12,3	12,2
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	11,5	11,6	13,4
Vaihto-omaisuus	1,1	0,6	1,4	1,5	1,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Myyntisaamiset	3,6	4,2	4,8	5,3	5,8
Likvidit varat	0,5	6,2	4,8	4,3	5,4
Taseen loppusumma	18,3	23,9	23,8	23,9	25,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	7,0	9,8	10,0	10,3	11,6
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-3,0	-3,2	-3,0	-2,7	-1,3
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	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	11,2
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	3,2	2,5	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,8	6,4	7,6	8,4	9,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	18,3	23,9	23,8	23,9	25,6

DCF-laskelma

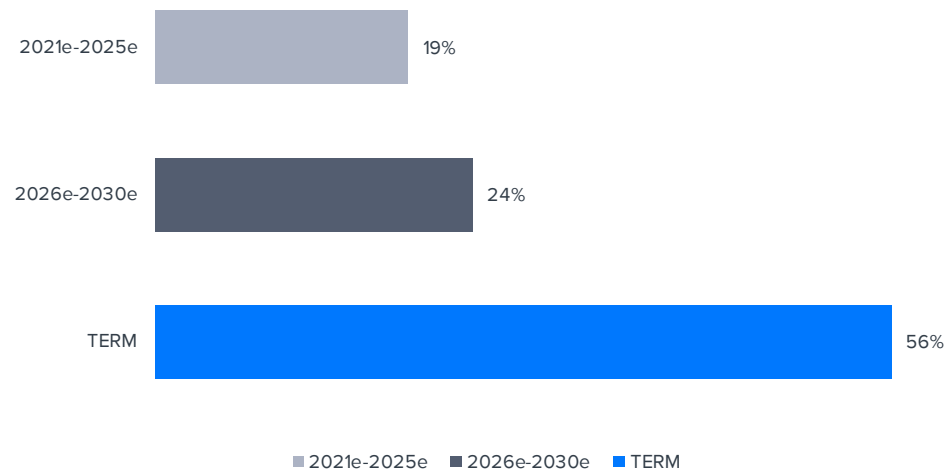
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-0,1	0,5	0,6	1,6	3,5	3,8	4,3	4,5	4,6	4,5	4,6	
+ Kokonaispoistot	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	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 muutokset	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	2,0	2,5	3,5	5,1	5,3	5,5	5,7	5,6	5,6	5,7	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-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	0,5	0,8	1,8	3,4	3,5	3,7	3,9	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	0,5	0,8	1,8	3,4	3,5	3,7	3,9	3,7	3,6	3,7	52,3
Diskontattu vapaa kassavirta		0,5	0,7	1,5	2,5	2,4	2,3	2,1	1,9	1,7	1,5	22,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		39,2	38,7	37,9	36,5	34,0	31,6	29,3	27,2	25,3	23,6	22,1
Velaton arvo DCF		39,2										
- Korolliset velat		-7,6										
+ Rahavarat		6,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		37,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,2										

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-premio	4,75 %
Likvideettipremio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	19,8	22,1	25,0	29,0	32,1	EPS (raportoitu)	0,22	-1,03	-0,09	0,04	0,06
Käyttökate	1,0	-0,6	1,7	2,2	2,4	EPS (oikaistu)	0,34	-0,94	-0,01	0,23	0,39
Liikevoitto	0,6	-2,4	-0,1	0,5	0,6	Operat. kassavirta / osake	0,18	0,47	0,52	0,39	0,47
Voitto ennen veroja	0,3	-2,6	-0,4	0,2	0,3	Vapaa kassavirta / osake	0,17	-0,53	0,77	0,09	0,16
Nettovoitto	0,4	-2,5	-0,3	0,2	0,3	Omapääoma / osake	5,19	2,92	2,46	1,89	1,95
Kertaluontoiset erät	-0,2	-0,2	-0,4	-1,2	-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	23,8	23,9	Liikevaihdon kasvu-%	26 %	12 %	13 %	16 %	11 %
Oma pääoma	8,4	7,0	9,8	10,0	10,3	Käyttökateen kasvu-%	-21 %	-157 %	-386 %	25 %	9 %
Liikearvo	6,4	7,7	7,7	7,7	7,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-24 %	-367 %	-116 %	395 %	42 %
Nettovelat	1,3	4,7	1,4	1,2	0,7	EPS oik. kasvu-%	-51 %	-376 %	-99 %	-3918 %	71 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	5,3 %	-2,7 %	6,9 %	7,4 %	7,3 %
Käyttökate	1,0	-0,6	1,7	2,2	2,4	Oik. Liikevoitto-%	4,1 %	-9,8 %	1,3 %	5,7 %	7,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,7	1,7	0,4	-0,1	0,1	Liikevoitto-%	3,1 %	-10,8 %	-0,2 %	1,7 %	2,0 %
Operatiivinen kassavirta	0,3	1,1	2,1	2,0	2,5	ROE-%	6,2 %	-32,3 %	-4,1 %	1,9 %	3,1 %
Investoinnit	-3,1	-5,4	-1,6	-1,5	-1,7	ROI-%	6,1 %	-19,3 %	-0,4 %	2,9 %	4,1 %
Vapaa kassavirta	0,3	-1,3	3,1	0,5	0,8	Omavaraisuusaste	50,8 %	39,0 %	42,0 %	43,1 %	44,2 %
						Nettovelkaantumisaste	15,0 %	66,6 %	14,3 %	11,8 %	6,4 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,6	0,8	0,9	1,3	1,1						
EV/EBITDA (oik.)	12,2	neg.	13,0	16,9	15,2						
EV/EBIT (oik.)	15,8	neg.	66,5	21,8	15,1						
P/E (oik.)	15,2	neg.	neg.	29,5	17,2						
P/B	1,4	1,8	2,1	3,5	3,4						
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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 yhtiössä. 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. Inderesin analyytikko Antti Luiron ja hänen lähipiirinsä yhteenlaskettu omistus on yli 50 000 euroa raportin kohdeyhtiössä.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/07/2019	Lisää	6,00 €	5,70 €
25/08/2019	Vähennä	5,40 €	5,16 €
10/10/2019	Vähennä	5,00 €	4,99 €
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>Analyytikko 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 €

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.**