

Avidly

Yhtiöpäivitys

9/7/2019

- Toistamme Avidlyn lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehinnan 6,0 euroon (aik. 7,0 euroa).
- Kannattavuushaasteet heikentävät lyhyellä aikavälillä osakkeen houkuttelevuutta
- Pääajurina Avidlyn osakkeelle toimii kuitenkin edelleen kasvustrategian onnistuminen
- Osakkeella ei ole lyhyellä aikavälillä selkeitä tukitasoja, mutta kasvustrategian luoma potentiaali on houkutteleva

Jatkuvat kannattavuushaasteet heikentävät osakkeen houkuttelevuutta

Toistamme Avidlyn lisää-suosituksen, mutta laskemme ennustemuutosten myötä tavoitehinnan 6,0 euroon (aik. 7,0 euroa). Avidly antoi kesäkuun lopulla yllättävän tulosvaroituksen, jonka mukaan yhtiön liikevoitto laskee kuluvana vuonna. Kannattavuushaasteet heikentävät lyhyellä aikavälillä osakkeen houkuttelevuutta, kun tulos pohjaisen arvostuksen antama tuki osakkeelle katoaa. Pääajurina Avidlyn osakkeelle toimii kuitenkin edelleen kasvustrategian onnistuminen, jonka loppupäässä vuonna 2024 yhtiöstä on todennäköisesti kasvanut merkittävästi nykyistä suurempi ja kansainvälinen palveluyhtiö. Näkyvyys strategian onnistumiseen ja arvonluontikykyyn on vielä rajallinen, mutta näemme edelleen yhtiön tavoitteita selvästi konservatiivisempien ennusteidemme valossa osakkeessa positiivisen tuotto-odotuksen. Avidlystä toukokuussa julkaisemamme laaja analyysiraportti on luettavissa [täältä](#).

Markkinoinnin palveluiden vaisu tuloskehitys laukaisi tulosvaroituksen

Avidly antoi kesäkuun lopulla yllättäen negatiivisen tulosvaroituksen, missä yhtiö laski ohjeistustaan vuoden 2019 liikevoiton osalta. Avidly arvioi vuoden 2019 liikevoiton jäävän (aik. paranee) vuoden 2018 tasosta (0,6 MEUR), mutta olevan silti voitollinen. Liikevaihdon osalta ohjeistus (22-24 MEUR) pidettiin ennallaan. Avidlyn mukaan tulosvaroituksen taustalla ovat Inbound-liiketoiminnan kasvupanostukset sekä Markkinoinnin palvelut -liiketoiminnan alkuvuonna kohtaamat haasteet, jotka johtuvat odotettua hitaammasta SOK-sopimuksen pienentymistä korvaavan liiketoiminnan hankinnasta sekä vaikeuksista keväällä 2018 tehdyn Nitroid-yrityskaupan integroinnissa. Yhtiön mukaan näistä seikoista johtuen Markkinoinnin palveluiden liikevoitto jää H1:llä nollan tuntumaan (aik. Inderes enn. 0,5 MEUR) ja Inbound-liiketoiminnan negatiiviseksi (aik. Inderes enn. 0 MEUR).

Avidlyn tulostaso näyttää nyt jäävän kasvustrategian alkuvuosina vaatimattomaksi

Laskimme tulosvaroituksen myötä vuosien 2019-2021 liikevoittoennusteita 40-60 % ja odotamme yhtiön yltävän lähivuosina nyt noin 2-3 %:n liikevoittomarginaaliin aiemman 4-5 %:n sijaan. Liikevaihdon kasvuennusteisiin ei tullut merkittäviä muutoksia ja ennustamme vuosien 2019-2020 keskimääräiseksi kasvuksi nyt noin 14 % (aik. n. 15 %).

Kunnianhimoisen strategian eteneminen ratkaiseva arvonmuodostuksen kannalta

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

Osakkeella ei ole lyhyellä aikavälillä selkeitä tukitasoja, mutta kasvustrategian luoma potentiaali on houkutteleva

Arviomme mukaan Avidlyn osake tarjoaa kasvustrategian osittaisenkin onnistumisen kautta edelleen hyvän tuotto-odotuksen (kesk. >15 %/vuosi), vaikka kannattavuushaasteiden jatkuminen nosti jälleen osakkeen riskiprofiilia ja vei lyhyellä aikavälillä tulos pohjaisen arvostuksen antaman tuen (P/E 2019e-2020e 24-48x). Korkeamman arvostustason perustelemiseksi yhtiön on kuitenkin palautettava kannattavuus nousu-uralle, sekä annettava vahvoja näyttöjä kasvupanostusten toimivuudesta.

Analytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



6,0 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi: 5,70 EUR

Potentiaali: 5,3 %

Ohjeistus

(Laskenut)

Avidly arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2019 on 22-24 MEUR (2018: 20 MEUR) ja liiketulos on voitollinen vuonna 2019 (2018: 0,6 MEUR).

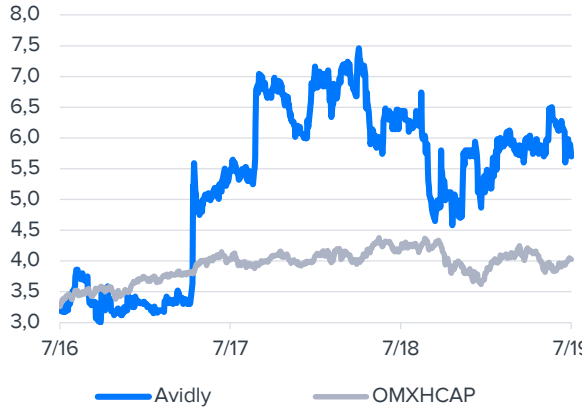
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	19,8	22,8	26,0	29,2
kasvu-%	26 %	15 %	14 %	12 %
EBIT oik.	0,8	0,4	0,7	0,9
EBIT-% oik.	4,1 %	1,8 %	2,5 %	3,0 %
Nettotulos	0,4	0,1	0,6	0,8
EPS (oik.)	0,34	0,12	0,23	0,33

P/E (oik.)	15,2	48,0	24,4	17,5
P/B	1,4	1,5	1,4	1,3
Osinkotuotto-%	1,6 %	0,4 %	1,8 %	2,1 %
EV/EBIT (oik.)	15,8	35,5	20,8	15,4
EV/EBITDA	12,2	17,2	11,0	9,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	0,5

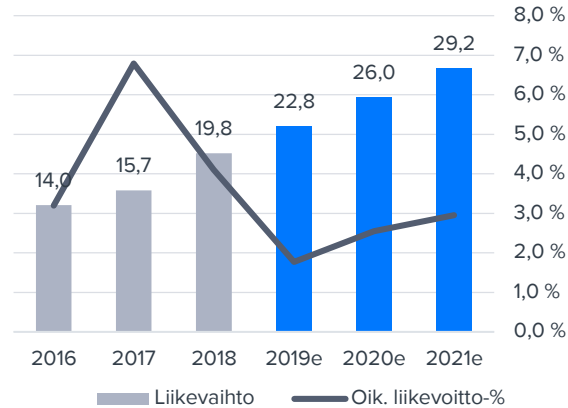
Lähde: Inderes

Osakekurssi



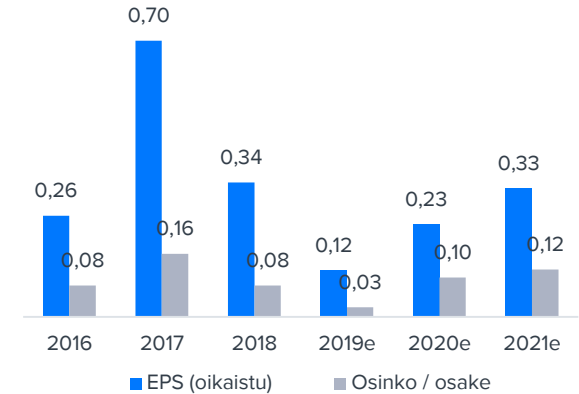
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostus

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

Ennusteet

Vuosi 2019: yritysostovetoista kasvua

Avidly ohjeistaa vuodelle 2019 nyt 22-24 MEUR:n liikevaihtoa (2018: 19,8 MEUR) ja laskevaa, mutta positiivista liikevoittoa (2018: 0,6 MEUR). Ennustamme nyt Avidlyn liikevaihdon kasvavan vuonna 2019 15 % 22,8 MEUR:oon (aik. 23,5 MEUR) ja liikevoiton laskevan 18 % 0,3 MEUR:oon (aik. 0,9 MEUR). Liikevoittomarginaaliksi ennustamme nyt 1,8 % (aik. EBIT-% 3,7 %).

Liikevaihdon osalta odotamme nyt selvästi laskevaa kehitystä Markkinointipalveluihin SOK:n sopimuksen ja henkilöstön määrän supistumisen myötä, jota viime vuoden alkupuolella tehty Nitroid-yrityskauppa ei riitä arviomme mukaan täysin kompensoimaan. Inbound-markkinoinnin segmentin odotamme jatkavan voimakasta kasvua (+195 %) vuoden 2018 lopulla tehdyn Avidly-yritysoston, alkuvuonna 2019 tehdyn Hehku Marketing -yritysoston, sekä orgaanisen kasvun (rekrytoinnit, uudet asiakkuudet) ajamana.

Avidlyn oikaistua liikevoitto laskee Markkinointipalveluiden heikko tehokkuus sekä liikevaihdon lasku, joka painaa ennusteessamme segmentin liikevoiton 2,5 %:iin (aik. 5,0 %) ja Inbound-markkinoinnin lievästi negatiivinen tulos.

Kertaeristä oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme nyt laskevan 0,12 euroon (2018: 0,34 euroa) ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen 0,05 euron tasolle (2018: 0,22 euroa). Raportoituun tulokseen sisältyy vuonna 2019 arviomme mukaan noin -0,1 MEUR kertaeriä,. Osingon ennustamme laskevan 0,03 euroon osakkeelta (2018: 0,08 euroa).

Vuodet 2020-2024: orgaaninen kasvu kiihtyy

Ennustamme Avidlylle voimakasta liikevaihdon

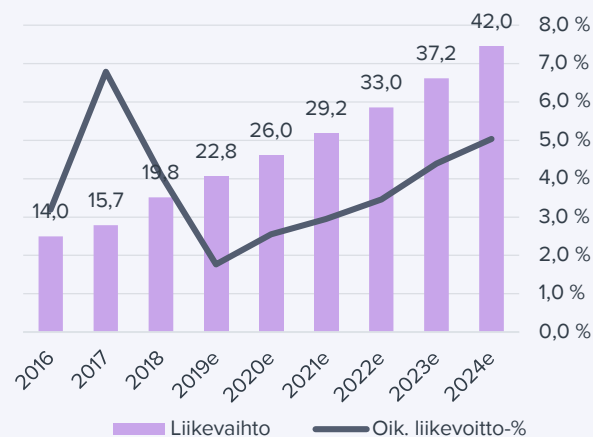
kasvua vuosille 2020-2024 pääasiassa Inbound-markkinoinnin voimakkaan ennustetun orgaanisen kasvun ajamana (CAGR 28 %). Keskimäärin ennustamme Avidlyn liikevaihdon kasvavan jaksolla noin 13 % vuodessa, noin 42 MEUR:oon, mikä on selvästi Avidlyn omaa, yli 25 %:n orgaanista kasvatavoitetta maltillisempi taso. Odotamme tässä vaiheessa vielä yhtiöltä näyttöjä rekrytointien onnistumisesta ja uusmyynnin kasvusta. Vuosien 2020-2024 ennusteisimme ei sisälly yritysostoja.

Kannattavuuden osalta olemme ennusteissamme nyt yhtiön ohjeistaman haarukan (EBIT-% 2-7 %) alalaidalla (aik. keskiarvon yläpuolella), ja ennustamme liikevoiton olevan keskimäärin 3,4 %. Pääosa jakson liikevoitosta muodostuu ennusteessamme Markkinointipalveluista, jonka liikevoitto-%:n ennakoimme olevan jaksolla noin 3-6 %. Inbound-liiketoiminnassa liikevoitto-% on ennusteessamme suunnilleen -2 %:n ja +1 %:n välissä. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi yritysostot, mutta kuten yllä, emme ole huomioineet niitä kannattavuusennusteissamme.

Pitkän aikavälin ennusteet

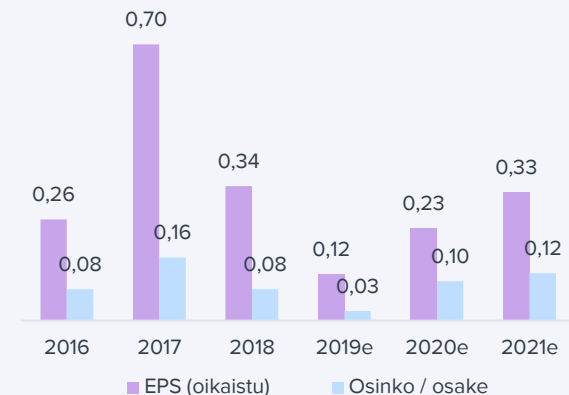
Pitkällä aikavälillä keskeisiä tuloskehityksen ajureita ovat erityisesti Inboundin kasvunopeus sekä kannattavuustaso, Markkinointipalveluiden odotamme kehittyvän vakaasti. Oletamme Avidlyn liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 10 % vuodessa, terminaalikasvun ollessa 2 % Liiketoiminnan kypsässä kehitysvaiheessa oletamme liikevoitto-% nousevan 6,5 %, mikä yhdessä liikevaihdon kasvun kanssa nostaa vuosien 2020-2028 tuloskasvun keskimäärin 32 %:iin vuodessa.

Liikevaihto ja kannattavuus



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2020-2028 = +10 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu = 2 %
Liikevoiton kasvu: CAGR 2020-2028 = +32 %
Liikevoitto-% 2028- = 6,5 %

Ennusteet ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	8,2	7,4	15,7	9,7	10,1	19,8	11,9	10,9	22,8	26,0	29,2	33,0
Markkinointipalvelut				9,2	8,5	17,6	8,9	7,6	16,4	17,7	18,5	19,3
Inbound-markkinointi				0,5	1,6	2,2	3,1	3,3	6,4	8,3	10,7	13,6
Käyttökate	1,0	0,3	1,3	0,5	0,5	1,0	0,3	0,6	0,8	1,3	1,4	1,7
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,9	0,2	1,1	0,4	0,4	0,8	0,1	0,3	0,4	0,7	0,9	1,1
Liikevoitto	0,9	0,2	1,1	0,4	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,7	0,9	1,1
Markkinointipalvelut				0,3	0,5	0,8	0,1	0,3	0,4	0,6	0,8	1,1
Inbound-markkinointi				0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	0,8	0,1	0,8	0,3	0,0	0,3	-0,2	0,2	0,1	0,5	0,7	1,0
Verot	-0,1	0,3	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,6	0,3	1,0	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,3	0,1	0,6	0,8	1,1
EPS (oikaistu)	0,46	0,24	0,70	0,15	0,19	0,34	0,01	0,11	0,12	0,23	0,33	0,45
EPS (raportoitu)	0,46	0,24	0,70	0,12	0,10	0,22	-0,05	0,11	0,05	0,23	0,33	0,45

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	3,2 %	22,8 %	11,6 %	17,3 %	36,0 %	26,2 %	23,4 %	7,5 %	15,3 %	13,9 %	12,4 %	13,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	61,2 %	-270,9 %	137,5 %	-55,9 %	138,1 %	-23,8 %	-76,2 %	-26,1 %	-50,3 %	64,0 %	30,4 %	32,4 %
Käyttökate-%	12,4 %	4,1 %	8,5 %	5,5 %	5,1 %	5,3 %	2,1 %	5,3 %	3,7 %	4,8 %	4,8 %	5,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,8 %	2,4 %	6,8 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	0,8 %	2,9 %	1,8 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
Nettotulos-%	7,7 %	4,4 %	6,1 %	2,1 %	1,5 %	1,8 %	-1,1 %	2,3 %	0,6 %	2,2 %	2,7 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	23,5	22,8	-3 %	26,6	26,0	-2 %	29,8	29,2	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,0	0,4	-58 %	1,2	0,7	-45 %	1,4	0,9	-40 %
Liikevoitto	0,9	0,3	-65 %	1,2	0,7	-45 %	1,4	0,9	-40 %
Tulos ennen veroja	0,6	0,1	-88 %	1,0	0,5	-51 %	1,3	0,7	-44 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,37	0,12	-68 %	0,48	0,23	-51 %	0,59	0,33	-44 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,03	-75 %	0,12	0,10	-17 %	0,14	0,12	-14 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Vahvan kasvun kehitysvaiheessa

Avidly on tällä hetkellä useita vuosia kestävä voimakkaan kasvuvaiheen alussa. Tämä tekee yhtiön arvonmäärittämisestä haasteellista, sillä merkittävä osa yhtiön arvosta muodostuu pitkälle tulevaisuuteen nojaavista kasvu- ja kannattavuusodotuksista. Yhtiön Markkinointipalvelut-liiketoiminnot ovat nykyisellään kannattavia, mutta niiden tulostaso on tällä hetkellä liian vaatimaton, jotta osakkeen arvostusta voitaisiin peilata kunnolla tulos pohjaiseen arvostukseen.

Näkemyksemme mukaan Avidlyn arvo muodostuu 3 komponentista:

1) Vakaassa kehitysvaiheessa olevasta, maltillisesti kasvavasta ja kannattavasta Markkinointipalvelut-liiketoiminnasta, jonka muodostama noin 0,6 MEUR:n liiketulos ja verrokkiyhtiöiden keskimääräinen (mediaani), 15 %:n likviditeetti alennuksella painotettu EV/EBIT-kerroin noin 11x antaa Avidlylle noin 6 MEUR:n teoreettisen "lattian" arvostukselle. Tämä havainnollistaa, että yhtiön nykyisestä noin 14 MEUR:n arvostuksesta karkeasti hieman alle puolet selittyy Markkinointipalvelut-liiketoiminnan tuloksenteokokyvällä.

2) Inbound-markkinoinnin liiketoiminnan arvo, eli periaatteessa Avidlyn kasvulle ladatut odotukset selittävät tällä hetkellä yli 50 % Avidlyn nykyisestä yritys arvosta. Osakkeen tuottopotentiaalin kannalta tämän komponentin arvo on kriittinen, sillä kasvustrategian toteutuessa yhtiön tavoitteiden mukaisesti muodostuu vuonna 2024 Inbound-liiketoiminnoista suurin osa yhtiön

liikevaihdosta ja yritys arvosta.

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

Arvonmäärittäksen yhteenveto

Arviomme mukaan, Avidlyn voimakas kasvuhakuisuus heijastuu osakkeen nykykursilla vasta osin yhtiön arvostukseen ja merkittävän osan yhtiön arvosta selittää edelleen lievästi positiivista tulosta tekevät Markkinointipalvelut. Maltillinen kasvun arvottaminen on oikeutettua siitä näkökulmasta, että strategiakaus on vasta alussa, näkyvyys strategian toimivuuteen on vielä rajallinen, ja yhtiön arvostus ei saa toistaiseksi tukea tulos pohjaisista kerroimista (2019e P/E 48x).

Näemme Avidlyn osakkeessa kasvutavoitteiden toteutuessa puolittainkin skenaario- ja kassavirta-analyysien (kts. Sivut 7-8) pohjalta kuitenkin edelleen niin merkittävää nousupotentiaalia, että se kompensoi tällä hetkellä mielestämme edelleen osakkeen lyhyen aikavälin riskit. Lisäksi osake tarjoaa yritysjärjestelyn muodossa spekulatiivisen option, joka voi realisoituessaan kiihdyttää yhtiön kasvua tai tehdä yhtiöstä houkuttelevan ostokohteen.

Avidlyn arvon muodostuminen

1

Tuloskomponentti

- Markkinointipalvelut-liiketoiminto melko vakaassa kehitysvaiheessa
- Kannattava liiketoiminto
- Vaisu kasvu
- Alle 50 % Avidlyn nyky arvosta

2

Kasvukomponentti

- Inbound-markkinoinnin liiketoiminnassa voimakas kasvuodotus vuosille 2019-2024
- Kehityskaaren ja laajentumisen alkuvaiheessa
- Pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaali epävarma
- Yli 50 % osaa nyky arvosta, kriittinen komponentti arvonmuodostukselle

3

Yritysjärjestelyoptio

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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)

6,00 EUR

(aik. 7,0 EUR)



Osakekurssi: 5,70 EUR

Potentiaali: 5,3 %

Arvostus - skenaarioanalyysi

Arvonmääritys eri skenaarioissa

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

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

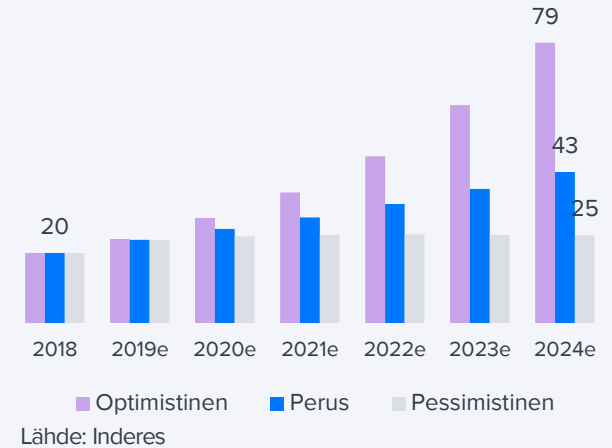
Perusskenaarion mukaisessa ennusteessa Avidlyn liikevaihto nousee vuoden 2024 lopussa noin 43 MEUR:oon ja liikevoitto-% 6,4 %:iin, ja yhtiö arvotetaan vuonna 2024 arvoltaan 40

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

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

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

Skenaarioanalyysi: Liikevaihdon kehityspotut



Arvostuksen skenaarioanalyysi

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

Lähde: Inderes

Arvostus - kassavirta- ja verrokkianalyysi

Kassavirtalaskelma (DCF)

Annamme Avidlyn arvonmäärittämisessä rahavirtamallille (DCF) tällä hetkellä vielä normaalia vähemmän painoarvoa, koska yhtiö on siirtymässä voimakkaan, osin yritysostovetoisen kasvun vaiheeseen, millä voi olla merkittäviä vaikutuksia yhtiön kassavirtaprofiiliin ja kassavirran ajoittumiseen. Kassavirtamalli antaa kuitenkin hyvän indikaation ennustamamme perusskenaarion kassavirroille ja tukee siten osaltaan arvonmäärittästä. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,0 euroa (aik. 8,0 euroa). Mallimme odottaa voimakasta liikevaihdon kasvua koko ennusteperiodille (CAGR 2008-2028 11 %). EBIT-marginaali on mallissamme FY'19e noin 2 %:n tasolla ja noin 6,5 %:iin pitkällä aikavälillä. Mallissa terminaaliarvon painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 53 %:n tasolla. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 12,2 % ja oman pääoman kustannus samoin 12,2 %.

Kerroinanalyysi ja verrokkiarvostus

Tarkastelemme Avidlyn arvostusta pääasiassa EV/Liikevaihto ja EV/EBIT-kertoimien kautta. Tulos pohjainen arvostus ei anna osakkeelle lähivuosina merkittävää tukea, sillä yhtiön voimakas kasvuhakuisuus syö tulosarvoa Inbound-liiketoiminnoissa ja Markkinointipalveluiden kannattavuus jää myös väisäksi. Ennusteidemme valossa tulos pohjaiset kertoimet antavat osakkeelle voimakkaampaa tukea vasta strategiakauden lopulla.

Avidlyä hinnoitellaan nykyisellä osakekurssilla noin 0,6x EV/Liikevaihto ja 36x EV/EBIT-kertoimella vuodelle 2019e ja noin 0,5x sekä 21x kertoimella vuodelle 2020e. Lähivuosien

tulos pohjaisen arvostuskertoimen näkökulmasta arvostuksessa ei ole nousupotentiaalia, ellei yhtiö saa nostettua Markkinointipalveluiden kannattavuutta selvästi odotuksiamme korkeammaksi.

Ennusteidemme perusskenaarion toteutuessa EV/Liikevaihto -kertoimen voi olettaa karkeasti pysyvän vakaana 2019-2024, sillä skenaarion toteutuessa yhtiön arvo (0,6x liikevaihto) voidaan vuonna 2024 todennäköisesti tukea hyvin myös tulos pohjaisiin arvostuskertoimiin. Siten osakkeen lähivuosien tuotto-odotuksen voi arvioida nykyisillä parametreilla olevan karkeasti sama, kuin liikevaihdon kasvunopeuden ennusteemme (keskimäärin noin 14 %).

Olemme käyttäneet Avidlyn vertailuryhmässä pääasiassa pohjoismaisia IT-palveluyhtiöitä, asiantuntijapalveluyhtiöitä sekä markkinoinnin palveluyhtiöitä. Verrokkit ovat pääosin kokoluokaltaan pienemmät toimijoita, mutta osakkeina Avidlyä likvidimpiä. Tarkastelemme Avidlyä vertailuryhmään nähden 2019-2020 kertoimilla. EV/Liikevaihto -kertoimella osake on 30-40 % verrokkeihin alapuolella. Tämä heijastelee maltillista arvostusta, mutta osittain alennusta voidaan perustella Avidlyn tuloskunnolla, pienellä koolla ja kehitysvaiheella. Tulos pohjaisesti EV/EBIT ja P/E -luvulla Avidlyä voimakkaalla preemiolla vertailuryhmään. Tästä näkökulmasta osakkeen arvostus on haastava, ja korostaa sitä, että osake ei saa nykyisessä kehitysvaiheessa vielä merkittävää tukea tulos pohjaisista kertoimista.

Avidlyn arvostuskertoimet

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	5,70	5,70	5,70
Osakemäärä, milj. kpl	2,35	2,41	2,41
Markkina-arvo	14	14	14
Yritysarvo (EV)	14	14	13
P/E (oik.)	48,0	24,4	17,5
P/E	>100	24,4	17,5
P/Kassavirta	20,3	18,3	15,4
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	17,2	11,0	9,4
EV/EBIT (oik.)	35,5	20,8	15,4
Osinko/tulos (%)	46,7 %	42,8 %	36,9 %
Osinkotuotto-%	0,4 %	1,8 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

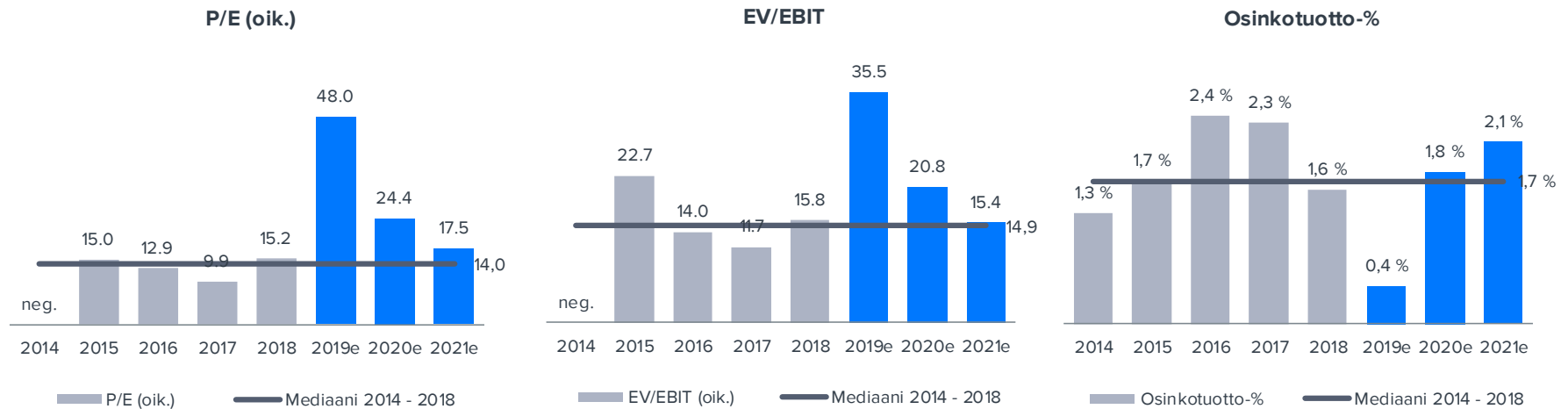
Verrokkiryhmän arvostus	EV/EBIT		EV/S		P/E	
	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Avidly (Inderes)	35,5	20,8	0,6	0,5	48,0	24,4
Verrokkit keskiarvo	17,8	11,1	1,1	1,1	19,4	12,7
Verrokkit mediaani	12,2	10,8	0,9	0,9	14,9	12,7
Erutus-% vrt. mediaani	191 %	93 %	-32 %	-40 %	223 %	93 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,35	3,02	3,32	6,89	5,16	5,70	5,70	5,70	5,70
Osakemäärä, milj. kpl	0,91	1,32	1,37	1,37	1,61	2,35	2,41	2,41	2,41
Markkina-arvo	2,2	4,0	4,6	9,5	12	14	14	14	14
Yritysarvo (EV)	4,7	5,8	6,3	12	13	14	14	13	13
P/E (oik.)	neg.	15,0	12,9	9,9	15,2	48,0	24,4	17,5	12,6
P/E	0,8	15,0	31,0	9,9	23,5	>100	24,4	17,5	12,6
P/Kassavirta	neg.	2,6	neg.	neg.	41,9	20,3	18,3	15,4	12,1
P/B	2,5	2,5	2,1	3,1	1,4	1,5	1,4	1,3	1,2
P/S	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,4	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	16,4	9,2	11,2	9,4	12,2	17,2	11,0	9,4	7,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	22,7	14,0	11,7	15,8	35,5	20,8	15,4	11,1
Osinko/tulos (%)	1,1%	24,8 %	74,7 %	22,9 %	50,7 %	46,7 %	42,8 %	36,9 %	35,3 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,7 %	2,4 %	2,3 %	1,6 %	0,4 %	1,8 %	2,1 %	2,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

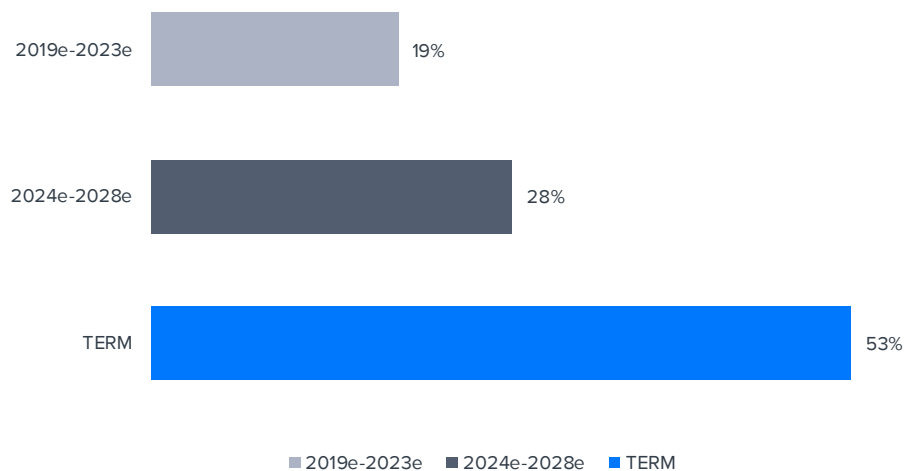
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Aallon Group	8,15	29								15,7	14,1	3,1	3,6	5,2
Antevenio SA	6,8	29	26	9,0	7,5	7,2	6,6	0,9	0,8	11,9	9,0	4,4	4,5	1,2
Be Heard Group	1,0	14	19			4,3	3,6	0,6	0,6	4,2	3,6			0,5
Bouvet ASA	299,0	315	310	13,4	12,4	10,6	9,8	1,4	1,3	17,4	16,2	5,0	5,3	9,4
Capacent Holdings AB	49,2	13	16	6,9	5,7	6,4	5,3	0,6	0,5	8,9	7,4	8,1	13,6	1,2
Digia	3,37	90	103	11,4	9,8	7,9	6,6	0,8	0,8	12,9	10,8	2,8	3,7	1,7
Enero Group Ltd	1,5	81	59	5,9	5,4	4,9	4,6	0,8	0,7	11,3	9,6	3,3	3,7	
Empir Group AB	15,1	7	8	6,8	5,9	4,7	4,2	0,3	0,3	6,1	5,7	5,4	5,7	0,4
Enea AB	134,5	261	336	15,3	14,0	12,3	10,9	3,6	3,3	17,5	14,9			
Fondia	9,88	39	32	16,2	10,8	10,8	8,1	1,4	1,2	21,3	15,1	4,0	4,4	5,2
Gofore	9,10	125	113	13,3	11,9	10,8	9,5	1,6	1,4	17,0	14,6	2,6	3,1	4,2
HiQ International AB	52,4	278	266	12,6	11,8	10,6	10,1	1,5	1,4	16,5	15,8	6,5	6,8	3,8
Innofactor	0,63	24	43	42,6	28,4	8,5	7,7	0,7	0,7	18,1	15,8			1,1
Knowit AB	214	394	406	12,4	11,4	10,9	10,1	1,2	1,2	15,9	14,5	3,0	3,5	3,3
Nixu	11,60	88	85	85,1	28,4	42,5	17,0	1,5	1,3	113,3	29,4	0,1	0,3	5,0
Siili Solutions	8,86	61	58	11,7	8,3	7,3	5,8	0,7	0,7	12,8	10,0	3,9	5,5	
Solteq	1,41	27	54	12,0	10,8	6,8	6,4	0,9	0,9	14,1	11,3	2,1	2,8	1,2
Vincit	4,76	57	51	10,2	8,5	8,5	6,4	1,0	0,9	13,5	10,2	3,8	4,7	2,7
Avidly (Inderes)	5,70	14	14	35,5	20,8	17,2	11,0	0,6	0,5	48,0	24,4	0,4	1,8	1,5
Keskiarvo				17,8	11,9	10,3	7,8	1,1	1,1	19,4	12,7	3,9	4,7	3,1
Mediaani				12,2	10,8	8,5	6,6	0,9	0,9	14,9	12,7	3,8	4,4	2,7
Erotus-% vrt. mediaani				191%	93%	102%	66%	-32%	-40%	223%	93%	-89%	-60%	-45%

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

DCF-laskelma

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

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	6,0	8,9	9,2	9,1	9,1
Liikearvo	4,5	6,4	6,6	6,6	6,6
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,7	0,7	0,5	0,4
Käyttöomaisuus	0,7	1,0	1,1	1,2	1,3
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	5,0	7,7	7,7	8,8	10,0
Vaihto-omaisuus	0,9	1,2	1,3	1,5	1,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	2,3	3,1	3,5	4,0	4,5
Likvidit varat	1,4	3,0	2,4	2,9	3,4
Taseen loppusumma	11,0	16,6	16,8	17,9	19,0

Lähde: Inderes

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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	14,0	15,7	19,8	22,8	26,0	EPS (raportoitu)	0,11	0,70	0,22	0,05	0,23
Käyttökate	0,6	1,3	1,0	0,8	1,3	EPS (oikaistu)	0,26	0,70	0,34	0,12	0,23
Liikevoitto	0,2	1,1	0,6	0,3	0,7	Operat. kassavirta / osake	0,21	-0,30	0,18	0,37	0,53
Voitto ennen veroja	0,2	0,8	0,3	0,1	0,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,48	-0,53	0,17	0,29	0,31
Nettovoitto	0,1	1,0	0,4	0,1	0,6	Omapääoma / osake	1,56	2,23	5,19	3,98	4,09
Kertaluontoiset erät	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	Osinko / osake	0,08	0,16	0,08	0,03	0,10
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	9,3	11,0	16,6	16,8	17,9	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	12 %	26 %	15 %	14 %
Oma pääoma	2,1	3,1	8,4	9,4	9,9	Käyttökateen kasvu-%	-12 %	137 %	-21 %	-20 %	51 %
Liikearvo	4,2	4,5	6,4	6,6	6,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	75 %	138 %	-24 %	-50 %	64 %
Nettovelat	2,1	3,0	1,3	0,6	0,1	EPS oik. kasvu-%	27 %	173 %	-51 %	-65 %	97 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	4,0 %	8,5 %	5,3 %	3,7 %	4,8 %
Käyttökate	0,6	1,3	1,0	0,8	1,3	Oik. Liikevoitto-%	3,2 %	6,8 %	4,1 %	1,8 %	2,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-1,8	-0,7	0,0	0,0	Liikevoitto-%	1,7 %	6,8 %	3,1 %	1,3 %	2,5 %
Operatiivinen kassavirta	0,3	-0,4	0,3	0,9	1,3	ROE-%	7,9 %	37,0 %	6,2 %	1,5 %	5,9 %
Investoinnit	-1,0	-0,6	-3,1	-0,8	-0,5	ROI-%	5,7 %	17,4 %	6,1 %	2,4 %	5,2 %
Vapaa kassavirta	-0,7	-0,7	0,3	0,7	0,8	Omavaraisuusaste	23,2 %	28,1 %	50,8 %	55,9 %	55,3 %
						Nettovelkaantumisaste	99,5 %	96,8 %	15,0 %	6,2 %	0,5 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
CAPMAN GROWTH EQUITY FUND			17,3 %			EV/Liikevaihto	0,4	0,8	0,6	0,6	0,5
GOBELET OY			7,6 %			EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,4	12,2	17,2	11,0
SKOGBERG VILLE			5,1 %			EV/EBIT (oik.)	14,0	11,7	15,8	35,5	20,8
PALCMILLS OY			4,6 %			P/E (oik.)	12,9	9,9	15,2	48,0	24,4
IMPOLA JUHA			2,8 %			P/B	2,1	3,1	1,4	1,5	1,4
COCO INVEST OY			2,8 %			Osinkotuotto-%	2,4 %	2,3 %	1,6 %	0,4 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevastä. 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.2017	Osta	7,30 €	6,22 €
27.12.2017	Osta	8,00 €	6,18 €
2.3.2018	Osta	8,30 €	6,90 €
25.4.2018	Osta	8,00 €	6,48 €
1.6.2018	Osta	8,00 €	6,00 €
28.6.2018	Osta	8,00 €	6,18 €
23.8.2018	Osta	7,50 €	6,08 €
4.9.2018	Lisää	6,40 €	5,90 €
3.10.2018	Lisää	6,60 €	5,80 €
25.10.2018	Lisää	5,50 €	5,00 €
20.12.2018	Vähennä	5,50 €	5,50 €
31.1.2019	Lisää	6,20 €	5,68 €
27.5.2019	Lisää	7,00 €	6,40 €
9.7.2019	Lisää	6,00 €	5,70 €



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**