

Zeeland Family

yhtiöraportti

12/2016

**inde
res.**

Vahvan kasvun aihiot kasassa

Päivitämme Zeeland Familyn suosituksen lisää-tasolle ja tavoitehinnan 3,70 euroon. Viime vuosien yritysostot ja ulkoistuspalvelujen laajentuminen ovat parantaneet yhtiön tuloskasvunäkymiä ja liiketoimintamalli on kasvavien jatkuvien palveluiden myötä entistä vakaammalla pohjalla. Myös yhtiön rahoitusasema ja riskiprofiili ovat parantuneet, joten emme luokittele yhtiötä enää korkeariskiseksi käännetyhtiöksi, vaan pienenä kasvuyhtiönä. Pidämme vahvoihin tuloskasvuodotuksiin nähden osakkeen arvostusta houkuttelevana.

Kokonaisvaltainen markkinointiviestinnän palveluyhtiö

Zeeland Family on yksi Suomen suurimmista markkinointiviestintätoimistoista. Yhtiön liiketoimintaideana ja erottautumistekijänä on kattaa monipuolisesti ja kokonaisvaltaisesti markkinointiviestinnän palvelut, sisältäen mm. mainostuomiston, digitoimiston, mediaomiston, viestintätoimiston, valmistusyrityksen ja markkinoinnin ulkoistuspalvelut. Yhtiöllä on kokoonsa nähden laaja asiakunta, mikä johtuu aktiivisesta myyntiorganisaatiosta ja fokuksesta vähemmän palveltuun keskisuurten yhtiöiden segmenttiin. Toimialalle tyypillisesti Zeeland Familyn liiketoiminta on hyvin projektivetoista, näkyvyys liikevaihdon kehitykseen on suhteellisen lyhyt ja kulurakenne heikosti skaalautuva. Toimiala on myös hyvin suhdanneherkkä, pirstaloitunut ja alalle tulokynnys on matala, joten tulosvaihtelut voivat olla suuria. Riskejä tasaa kuitenkin yhtiön laajasti hajautunut asiakas- ja projektiportfolio, sekä voimakkaassa kasvussa olevat jatkuvat palvelut. Vaikka Zeeland Familyn liiketoimintamalli ja orgaaninen kasvu sitovat periaatteessa vain vähän pääomaa ja yhtiön operatiivinen kassavirta on hyvä, on sijoittajan varauduttava vielä useita vuosia matalaan osinkoon, sillä tytäryhtiön saneerausmenettely nielee merkittävän osan yhtiön vapaasta kassavirrasta.

Toimialan murros ja jatkuvien palveluiden kasvu tulosajureina

Markkinointiviestintämarkkina on ollut jo vuosia voimakkaassa murroksessa, joka kiihtyy edelleen. Perinteisen markkinoinnin (mm. printtimainonta) volyymit ovat laskeneet voimakkaasti, viestintä- ja markkinointikanavat ovat pirstaloituneet ja digitaalinen mediamarkkina sekä markkinoinnin automaatio- ja analytiikkapalvelut kasvavat voimakkaasti. Zeeland Family on laajan asiakaskunnan, markkinoinnin ulkoistuspalveluiden, yritysostojen ja organisaatiomuutosten myötä asemoitunut mielestämme kohtuullisen hyvin vallitseviin trendeihin ja odotamme yhtiöltä vahvaa kasvua. Näemme myös kannattavuudessa myyntimixin parantumisen, toiminnan tehostumisen ja vahvan kasvun myötä nousuvaraa, minkä vuoksi ennustamme lähivuosille voimakasta tuloskasvua.

Positiiviset kasvunäkymät ovat alekorissa

Pidämme osakkeen arvostustasoa houkuttelevana huomioiden vahvat kasvunäkymät ja laskeva riskitaso. Ennusteillamme 2017e EV/EBITDA-kerroin on 5x ja P/E-kerroin 9x. Volyymipohjainen EV/liikevaihto on 0,3x. Tytäryhtiön saneerausvelat heikentävät yhä konsernin tasetta ja niiden takaisinmaksu syö merkittävän osan rahavirroista, minkä takia yhtiön osingonmaksukyky jää heikoksi ja yritysostot joudutaan rahoittamaan pääosin suunnatuin osakeannoin.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Osta

3,70 EUR

Edellinen: 3,80



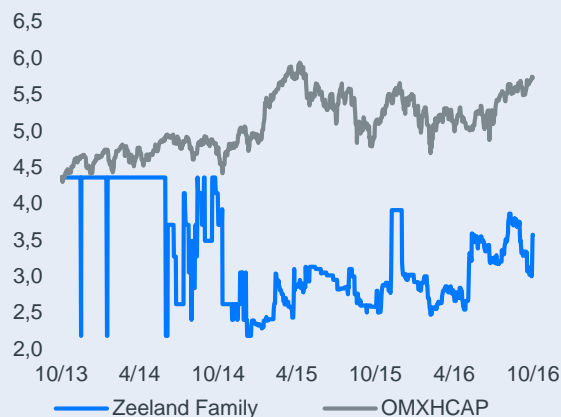
Osakekurssi: 3,25 EUR

Potentiaali: +14 %

Avainluvut

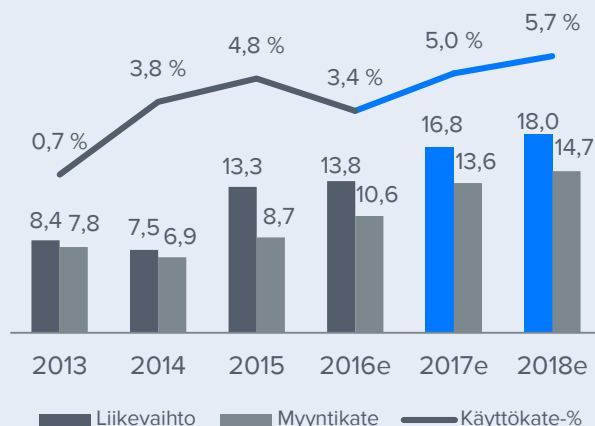
	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	13,3	13,8	16,8
<i>kasvu-%</i>	76 %	5 %	22 %
Myyntikate	8,7	10,6	13,6
<i>kasvu-%</i>	26 %	23 %	28 %
Liikevoitto (oik.)	0,26	0,34	0,55
<i>liikevoitto-%</i>	1,9 %	2,5 %	3,3 %
Tulos ennen veroja	0,13	0,12	0,55
EPS (oik.)	0,20	0,22	0,37
Osinko	0,05	0,06	0,08
EV/Liikevaihto	0,44x	0,40x	0,26x
EV/EBITDA	9,2x	11,8x	5,2x
EV/EBIT (oik.)	22,7x	16,4x	8,0x
P/E (oik.)	15,0x	14,7x	8,7x
P/B	2,5x	2,1x	1,8x
Osinko-%	1,7 %	1,8 %	2,5 %

Kurssikehitys



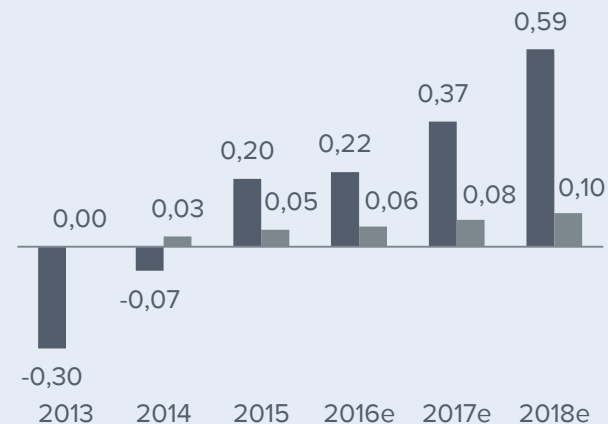
Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja käyttökate-%



Lähde: Inderes. 2013-2014 luvut FAS ja 2015- IFRS

Osakekohtainen tulos (oik.) ja osinko



Lähde: Inderes. 2013-2014 luvut FAS ja 2015- IFRS

P/E (oik.)

8,7x

2017e

EV/EBITDA

5,2x

2017e

EV/S

0,3x

2017e

Osinko-%

1,8

2016e



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu ja ristiinmyyntipotentiali
- Jatkuvien palveluiden nopea laajentuminen
- Osaamista ja kasvua tukevat yritysostot
- Kannattavuuden parantuminen



Riskitekijät

- Toimialan suhdanneherkkyys ja lyhyt näkyvyys
- Kilpailutilanteen ja teknologioiden muutokset
- Sopimusriskit
- Yritysstoriskit
- Saneerausmenettelyn epäonnistuminen



Arvostus

- Tulokasvunäkymiin nähden hinnoiteltu houkuttelevasti tulokertoimilla
- Matala osinkotuotto
- Operatiivinen riskitaso laskussa

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-9
Liiketoimintamalli	s. 10-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 13-15
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 16-20
Taloudellinen kehitys	s. 21-23
Ennusteet	s. 24-25
Arvonmääritys ja suositus	s. 26-29
Taulukot	s. 31-32
Vastuuvapauslauseke	s. 33

Yhtiöesittely

Markkinointiviestinnän palveluyhtiö

Zeeland Family Oyj on yksi Suomen suurimmista markkinointiviestinnän palveluita tarjoavista konserneista. Yhtiö on syntynyt vuonna 1999 turkulaisen mainostoimiston pohjalle. Perustamisen jälkeen yhtiö on laajentunut lukuisten yrityskauppojen kautta laaja-alaiseksi markkinointiviestinnän palvelutarjoajaksi. Nykyisen nimen konserni sai huhtikuussa 2015 yhdistyttyään markkinointitoimisto Familyn kanssa. Yhtiö listautui First Northiin vuonna 2011 ns. käänteisen listautumisen kautta.

Zeeland Familyn palveluksessa oli kesäkuun 2016 lopussa 124 henkilöä. Yhtiöllä on päätoimipisteet Helsingissä ja Turussa, sekä pienet toimistot Jyväskylässä, Joensuussa ja Tampereella.

Kokonaisvaltainen palvelutarjoama

Zeeland Familyn liiketoimintaideana ja erottautumistekijänä on kattaa monipuolisesti ja kokonaisvaltaisesti markkinointiviestinnän palvelut, sisältäen mm. mainostoimiston, mediatoimiston, viestintätoimiston, valmennusyrityksen ja markkinoinnin ulkoistuksen. Yhtiön tarjoamilla palveluilla pyritään mm. lisäämään asiakasyritysten tunnettuutta, vaikuttavuutta, myyntiä ja tehostamaan markkinoinnin resurssien käyttöä.

Yhtiön palvelukokonaisuuteen kuuluvat mm.

1) Advisory-palvelut, 2) Brändi ja yritysille, 3) Digitaalinen markkinointi, 4) Inbound markkinointi, 5) Kansainvälinen markkinointi, 6) Mainonta, 7) Markkinoinnin ulkoistus, 8) Mediatoimisto, 9) Sijoittajaviestintä, 10)

Sisältömarkkinointi ja asiakaslehdet, 11) Sosiaalinen media, 12) Tutkimus ja insight, 13) Valmennus, 14) Viestintätoimisto ja 15) PR-toimisto.

Yhtiön asiakaskunta on hajautunut laajasti (yli 300 asiakasta), ja se koostuu pääasiassa suurista ja keskisuurista yhtiöistä sekä julkisen sektorin organisaatioista. Asiakastoimialojen suhteen yhtiöillä ei ole mitään erityistä fokusaluetta, sillä käytännössä kaikki organisaatiot ostavat/tarvitsevat jossain määrin markkinointiviestintäpalveluita.

Kriisin kautta takaisin tuloskasvu-uralle

Zeeland Familyn operatiivinen kehitys oli vuodesta 2009 vuoteen 2013 saakka erittäin heikkoa, mikä söi taseen oman pääoman ja velkaannutti yhtiötä voimakkaasti. Heikon kehityksen taustalla olivat erityisesti vuonna 2010 tehty epäonnistunut yritysosto ja odotettua kalliimmaksi sekä hitaammaksi osoittautunut irtautuminen vuonna 2011 toteutetun käänteisen listautumisen myötä konserniin liitetystä kuvanvalmistustoiminnasta. Lisäksi konsernin tuloskehitystä heikensi heikko yleinen markkinatilanne ja tehostamistoimien sekä organisaatiomuutosten kustannukset.

Yhtiö onnistui irtautumaan tappiollisista liiketoiminnoista vuonna 2012 ja tervehdyttämään taseen ja tuloksen hakemalla vuonna 2013 suurimman tytäryhtiön (Zeeland Group Oy:n) vuoden 2020 loppuun ulottuvaan saneerausmenettelyyn sekä integroimalla yhtiöt suuremmaksi kokonaisuudeksi.

Vuodesta 2013 alkaen Zeeland Familyn operatiivinen tulos on ollut positiivinen ja muutamaa heikompaa jaksoa lukuun ottamatta nousujohteinen. Konsernin käyttökate oli vuonna 2015 0,6 MEUR, eli 4,8 % liikevaihdosta. Ennustamme kuluvan vuoden kertaeristä oikaistuksi käyttökatteeksi 0,6 MEUR, eli 4,4 % liikevaihdosta.

Yritysosot vauhdittaneet kasvua viime vuodet

Zeeland Familyn vuoden 2015 myyntikate oli 8,9 MEUR (8,7 MEUR IFRS), missä oli kasvua 35 % vuodesta 2014. Vuonna 2016 ennustamme myyntikatteen kasvavan 24 % 10,8 MEUR:oon. Keskeisimpinä ajureina viime vuosien kasvun taustalla ovat olleet yritysostot ja liiketoimintakaupat, jotka ovat tärkeä osa Zeeland Familyn strategiaa. Vuosina 1999-2016 Zeeland Family on toteuttanut kaikkiaan yhteensä 24 yritys- tai liiketoimintakauppaa. Myös yhtiön orgaaninen kasvu on ollut viime vuodet kohtuullisen vahvaa, ollen esimerkiksi vuonna 2015 hieman alle 10 %.

Yritysrakenne

Zeeland Family -konserni koostuu kuudesta juridisesta yksiköstä. Konsernin emoyhtiö on pörssilistattu Zeeland Family Oyj. Emoyhtiöllä ei ole tällä hetkellä varsinaista operatiivista toimintaa, vaan yhtiö tarjoaa hallinnollisia palveluja omistamilleen tytäryhtiölle Zeeland Group Oy:lle, Zeeland Media Group Oy:lle (omistus 90 %), Zeeland United Oy:lle, H1 Web Oy:lle ja Sugar Helsinki Oy:lle.

Zeeland Family lyhyesti

Zeeland Family on yksi Suomen johtavista markkinoitviestintäpalveluihin erikoistuneista konserneista.

1999

PERUSTAMISVUOSI

2011

LISTAUTUMINEN

#10 markkina-osuus

SUOMEN MARKKINOITVIESTINTÄ

* M&M -LEHDEN TUTKIMUSAINEISTO VUOSI 2015

13,3 MEUR (+77 % vs. 2014)

LIKEVAIHTO 2015 (IFRS)

0,6 MEUR (4,8 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE OIK. 2015

124

HENKILÖSTÖ
Q2/2016

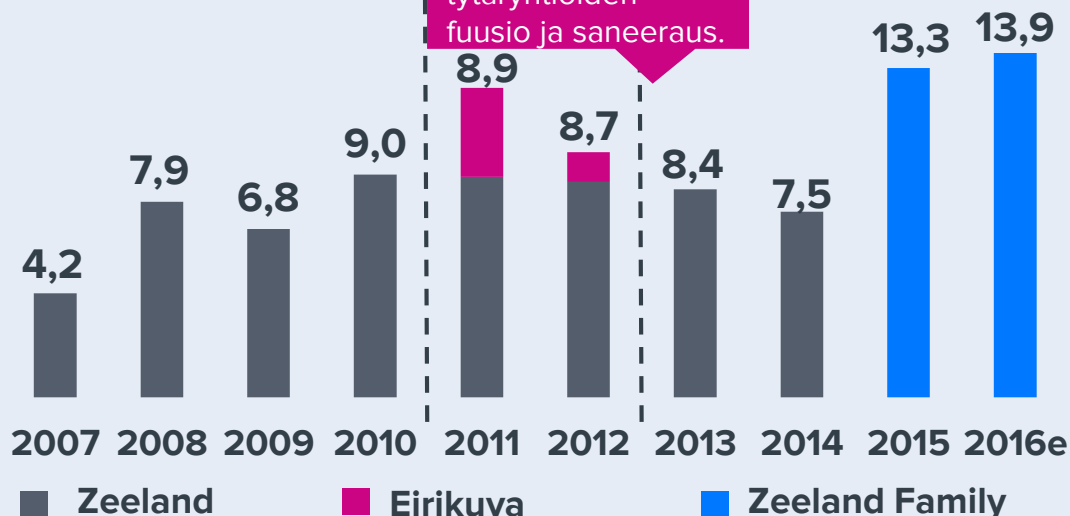
24

YRITYSKAUPPAA
PERUSTAMISESTA

Zeeland nimi käyttöön.
Laajentuminen yritysostoin
(11 kpl).

Liiketoimintojen uudelleen
organisointi ja tervehdytys.
Kasvua tukevia yritysostoja
(5 kpl) ja yhdistyminen The
Family Inc. Advertising
Network Oy:n kanssa.

Listautuminen
Eirikuva-yritysoston
kautta. Irtautuminen
Eirikuvasta,
tytäryhtiöiden
fuusio ja saneeraus.



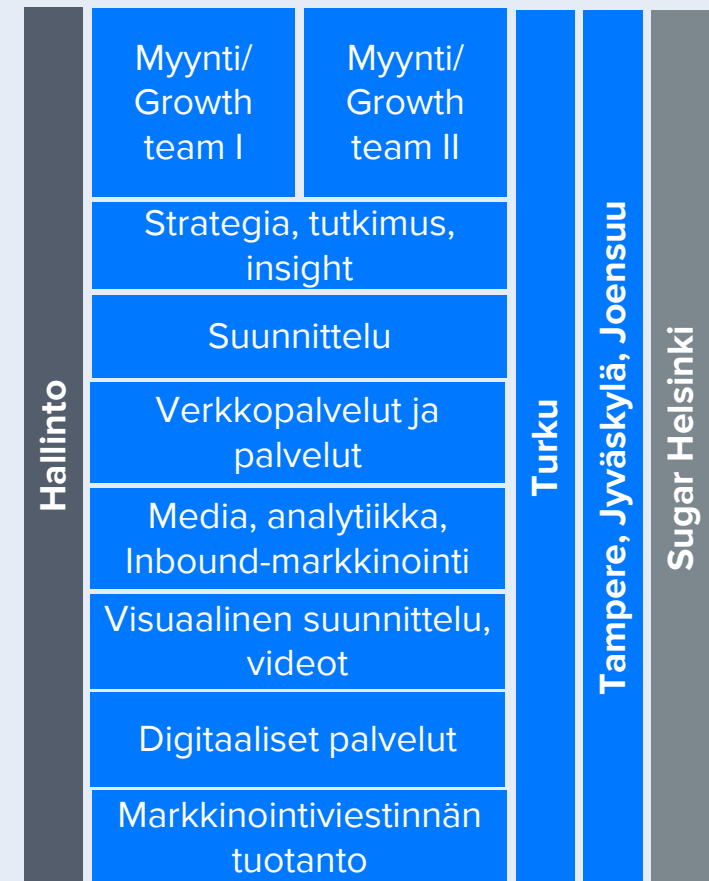
Zeeland Familyn liiketoimintarakenne, 2016

Yhtiö rakenne

Zeeland Family Oyj Konsernin emoyhtiö, listattu osake Konsernin hallintopalvelut ja johto				
Omistus 100 %				90 %
Zeeland Group Oy	Sugar Helsinki Oy	Zeeland United Oy	H1 Web Oy	Zeeland Media Group Oy
Velkasaneeraus vuoteen 2020	Lifestyle PR-toimisto	Markkinointi- viestintäpalvelut, videotuotanto	Verkkopalvelut	Mediatoimisto Inbound- markkinointi
Zeelandin "vanhat" liiketoiminnot				
Arvioitu osuus myyntikatteesta n. 64 %	Arvioitu osuus myyntikatteesta n. 4 %	Arvioitu osuus myyntikatteesta n. 24 %	Arvioitu osuus myyntikatteesta n. 4 %	Arvioitu osuus myyntikatteesta n. 4 %

Lähde: Inderes, Zeeland Family

Organisaatiorakenne



Sijoitusprofiili

Käänneyhtiöstä kasvuyhtiöksi

Zeeland Family profiloituu toimialan murroksen, markkinoinnin ulkoistuspalveluiden kasvu-potentiaalin sekä aktiivisen yritysostostrategian kautta sijoittajan näkökulmasta vahvasti kasvuyhtiöksi. Kasvun takana on ollut historiallisesti pääosin yritysostot, mutta myös yhtiön organainen kasvu on ollut viime vuodet hyvällä tasolla.

Yhtiön historia on ollut vaikea ja yhtiön suurin tytäryhtiö on aiemmista vaikeuksista johtuen edelleen saneerausohjelmassa. Zeeland Family on kuitenkin onnistunut viime vuosina tervehdyttämään lähes kaikki liiketoiminnot kannattavasti kasvaviksi, joten näkemyksemme mukaan yhtiötä ei tarvitse luokitella enää tuloskehityksen tai taseriskien puolesta korkeariskiseksi käänneyhtiöksi, vaan riskit liittyvät enemmän toimialaan ja yhtiön kokoon.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yritysostot ovat keskeinen osa Zeeland Familyn strategiaa. Toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on runsasta. Zeeland Familyllä on lähihistoriasta hyvät näytöt onnistuneista yrityskaupoista, mutta yrityskauppoihin sisältyy henkilövaltaisella toimialalla myös paljon riskejä. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat option, jotka onnistuessaan kiihdyttävät tuloskasvua ja luovat matalien ostokohteiden arvostustasojen kautta omistaja-arvoa.

Osakkeen likviditeetti on heikko

Zeeland Family on liiketoiminnan kokoluokaltaan ja markkina-arvoltaan pieni yhtiö. Pieni koko nostaa sekä yhtiön operatiivista riskitasoa, mutta myös heikentää osakkeen

likviditeettiä. Vaikka yhtiön vapaasti vaihdettavien osakkeiden suhteellinen osuus on melko korkea (n. 60-70 %), on niiden markkina-arvo yhteensä vain alle 5 MEUR.

Potentiaali

Zeeland Familyn osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

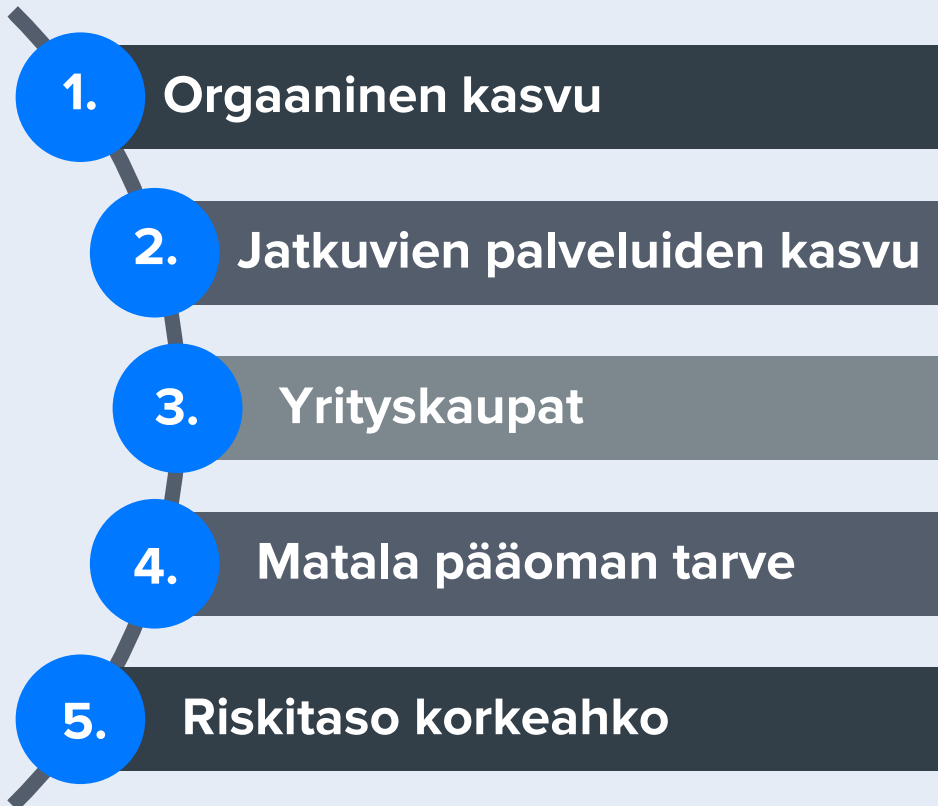
- **Orgaaninen kasvu:** Toimiala on voimakkaassa murroksessa, mikä tarjoaa yhtiölle potentiaalia vahvaan orgaaniseen kasvuun. Lisäksi yhtiöllä on huomattavaa ristiinmyyntipotentiaalia asiakaskunnassaan.
- **Jatkuvat palvelut:** Zeeland Familyn tarjoamien markkinoinnin ulkoistuspalveluiden ja muiden jatkuvien palveluiden liikevaihto on voimakkaassa kasvussa ja niiden kasvupotentiaali on korkea. Lisäksi ne myös laskevat yhtiön operatiivista riskitasoa.
- **Yrityskaupat:** Zeeland Family hakee 20-30 %:n vuosikasvua yritysostoilla. Yritysostoilla yhtiö voi onnistuessaan kiihdyttää kasvua, luoda skaalaetuja ja omistaja-arvoa.
- **Matala pääoman tarve:** Yhtiön liiketoimintamalli sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat yrityskauppoja lukuunottamatta pienet. Yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa on siten hyvä, mikä mahdollistaa saneerausvelkojen takaisinmaksun lisäksi maltillisen osingonjaon.
- **Laskennalliset verosaamiset:** Yhtiöllä on mahdollisuuksia kirjata merkittävästi laskennallisia verosaamisia aikaisempien tappioiden takia, mikä alentaa yhtiön efektiivistä veroastetta.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Suhdanne- ja toimialariskit:** Zeeland Family toimii projektivetoisella ja henkilötyövaltaisella toimialalla, minkä vuoksi kapasiteetin käyttöasteet voivat vaihdella nopeasti ja heikentää tuloskehitystä. Toimiala on lisäksi hyvin pirstaloitunut ja alalletulokynnys on matala, mikä voi muuttaa nopeasti kilpailutilannetta ja heikentää Zeeland Familyn markkina-asemaa.
- **Projekti- ja sopimusriskit:** Merkittävä osa Zeeland Familyn liikevaihdosta perustuu kiinteähintaisiin projekti- ja ulkoistussopimuksiin, joihin liittyy projektien ja sopimusten hallintaan, hinnoitteluun ja laatuun liittyviä riskejä. Historiallisesti Zeeland Family on kuitenkin pystynyt hallitsemaan projekti- ja sopimusriskejä hyvin ja lisäksi yksittäisillä projekteilla on tyypillisesti pieni vaikutus kokonaisuuteen.
- **Yrityskauppojen epäonnistuminen:** Yrityskauppojen strukturointiin, hinnoitteluun, avainhenkilöiden sitouttamiseen ja yhtiöiden integrointiin osaksi konsernia liittyy riskejä.
- **Henkilöriskit:** Zeeland Familyn liiketoiminta, kasvu ja asiakassuhteet ovat hyvin riippuvaisia henkilöstön saatavuudesta ja osaamisesta.
- **Saneerauksen epäonnistuminen:** Konsernin suurin tytäryhtiö on saneerausohjelmassa vuoden 2020 loppuun saakka. Ohjelman epäonnistuminen voisi johtaa yhtiön taloudellisen aseman merkittävään heikentymiseen.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Orgaaninen kasvupotentiaali
- Jatkuvien palveluiden kasvu
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Matala pääoman tarve

Riskit

- Suhdanneherkkä toimiala
- Pääosin lyhyt näkyvyys
- Sopimusriskit
- Yrityskauppariskit
- Henkilöriskit
- Tytäryhtiön saneerausohjelman epäonnistuminen
- Yhtiön pieni koko

Liiketoimintamalli

Pääosa liiketoiminnasta koostuu räätälöidyistä asiantuntijapalveluista

Zeeland Familyn liiketoiminta on perusluonteeltaan räätälöityjen asiantuntija-palveluiden myymistä. Tämän tyyppisten liiketoimintamallien skaalautuvuus on tyypillisesti heikkoa, sillä palvelut räätälöidään ja toteutetaan pitkälti asiakas-, tilaus- ja projektiokohtaisesti. Zeeland Familyn palveluista heikoimmin skaalautuu näkemyksemme mukaan luova suunnittelu ja sisällön tuotanto. Skaalautuvuus/monistettavuus on hiukan parempaa viestintä-, PR- sekä valmennuspalveluissa. Parhaimmillaan Zeeland Familyn liiketoiminnan skaalautuvuus on markkinoinnin ulkoistustoiminnoissa, analytiikkapalveluissa ja markkinoinnin automaatioissa. Arviomme, että noin 3/5-osaa Zeeland Familyn palveluista on vielä tällä hetkellä heikosti skaalautuvia liiketoimintoja.

Projektimyynti vs. jatkuvat palvelut

Markkinointiviestinnän palvelut koostuvat vielä pääsääntöisesti ns. kertakaupasta tai hiukan pidempi kestoisista projektitoimituksista. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että merkittävä osa liikevaihdosta on lyhytaikaista tulovirtaa. Tätä on osiltaan korostanut perinteisen markkinointiviestinnän arvoketjun rikkoontuminen ja pirstaloituminen, joka on johtanut ns. vuositilien vähentymiseen ja panostusten hajaantumiseen medioiden kesken. Tyypillisesti kertakauppojen/ projektitoimitusten liikevaihdon ennustettavuus on heikkoa ja yhtiöillä on korkeintaan muutaman kuukauden näkyvyys liikevaihdon kehittymiseen.

Zeeland Familyn palveluista parasta jatkuvuutta, toistuvuutta ja näkyvyyttä edustavat markkinoinnin ulkoistuspalvelut, joissa palvelusopimusten kesto on pitkä (yli vuoden) ja liikevaihdon ennustettavuus on hyvä 12 kuukauden aikajänteellä. Arviomme mukaan jatkuvien palvelujen osuus Zeeland Familyn liikevaihdosta on kuluvana vuonna noin 15-20 %, niihin kuuluvat ulkoistuspalvelut, PR-liiketoiminnan palvelusopimukset ja inbound-markkinoinnin palvelut ja digitaalisen markkinoinnin palvelut. Ensi vuonna jatkuvien palveluiden osuus tulee kasvamaan arviomme mukaan yli 30 %:iin myyntikatteesta SOK:n kanssa solmitun kaksi- + yksivuotisen, yhteensä yli 6 MEUR:n arvoisen markkinoinnin tuotannon ulkoistussopimuksen myötä.

Tuotanto pitkälti omien resurssien varassa

Zeeland Family tuottaa palvelunsa pitkälti omin henkilöstöresurssien ja myyntikanavan kautta. Tuotantorakenne ja myyntikanavat perustuvat näkemyksemme mukaan yhtiön omiin strategisiin valintoihin sekä toimialan käytäntöihin. Vahvasti omissa käsissä olevan tuotantoresurssien ja myyntikanavan etuna on prosessien yhdenmukaisuuden ja ohjattavuuden kautta saavutettava palvelujen tasalaatuisuus, tehokkuus ja toimitusvarmuus. Toimintamallin varjopuolena on taas suuri herkkyys liikevaihdon ja projektikannan ennakoimattomille vaihteluille, sillä iso osa kulurakenteesta on kiinteää 3-12 kuukauden aikajänteellä. Henkilöstökuluista alihankinnan osuus on arviolta alle 5 %, joten niiden resurssien joustavuus on lyhyellä aikajänteellä matala.

Monipuolinen ja laaja palvelu- ja asiakasjakauma

Zeeland Familyn palvelutarjoama ja asiakasjakauma ovat hyvin monipuoliset ja kattavat, eikä yhdenkään yksittäisen asiakkaan osuus ole ylittänyt viime vuosina yli 5 %:iin liikevaihdosta. (Vuonna 2017 SOK:n osuus liikevaihdosta tulee kuitenkin ylittämään 5 %). Myöskään yhdenkään yksittäisen palvelualueen osuus yhtiön kokonaisliikevaihdosta ei nouse arviomme mukaan yli 30 %:iin. Zeeland Familyn asiakaskunta koostuu yli 300 suuresta ja keskiuudesta yhtiöstä sekä julkisen sektorin organisaatioista.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

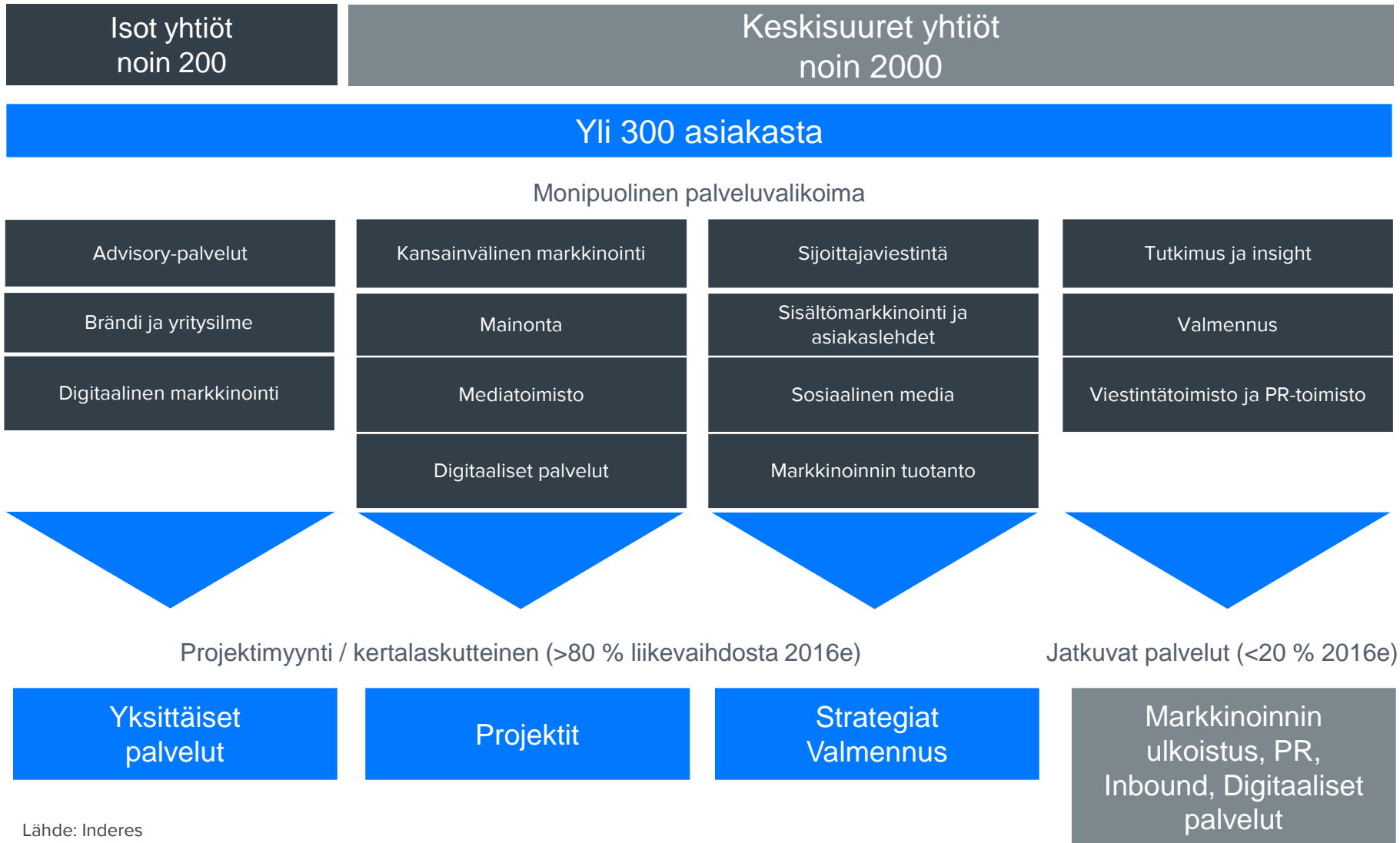
Zeeland Familyn liiketoimintamalli tuottaa normaalisti hyvin kassavirtaa, sillä henkilötyövaltaiselle liiketoiminnalle tyypilliseen tapaan yhtiön osto- ja siirtovelat ovat saamia selvästi suuremmat. Tästä johtuen Zeeland Familyn nettokäyttöpääoma on tyypillisesti selvästi negatiivinen, joten liiketoimintaan ja kasvuun sitoutuu vain vähän pääomaa.

Liiketoimintamallin investointitarpeet ovat myös maltilliset, sillä yhtiön kapasiteetti syntyy valtaosin henkilötyövoimasta ja yhtiön kiinteiden investointien sekä tuotekehitystarpeiden osuus liikevaihdosta on hyvin matala. Pääasiassa investoinnit kohdistuvatkin yritysostoihin.

Rahoituksen rahavirta on kuitenkin se, mikä tulee syömään Zeeland Familyn tuottamaa liiketoiminnan rahavirtaa lähivuotina. Yhtiö lyhentää saneerausvelkaansa aina vuoteen 2020 asti ja tämä syö pois noin puolet liiketoiminnan rahavirrasta.

Liiketoimintamalli

Asiakaskohderyhmät ja potentiaali



Lähde: Inderes

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Zealand Familyn liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia tähtää kasvuun ja markkinapotentiaalin laajentamiseen

Zeeland Familyn nykyisen strategian ytimessä on nähdäksemme neljä kulmakiveä: 1) Yhtiö pyrkii olemaan markkinoiden aktiivisin myyntiorganisaatio, 2) tarjoamaan toimialan monipuolisimman ja kokonaisvaltaisimman palveluvalikoiman ja 3) lisäämään jatkuvien palvelusopimusten liikevaihtoa sekä 4) toteuttamaan kasvua, palvelutarjoamaa ja maantieteellistä laajentumista tukevia yritysostoja. Käytännössä strategialla pyritään vahvistamaan erityisesti orgaanista kasvua myymällä nykyiselle asiakaskunnalle entistä laajempia palvelukokonaisuuksia, kasvattamalla asiakasmäärää sekä laajentamalla markkinoinnin ulkoistuspalveluiden asiakaskuntaa ja peittoa.

Aktiivisin myyntiorganisaatio

Strategian toteutuksen kannalta tärkeä vaihe oli saneerausohjelman käsittelyn yhteydessä toteutettu tytäryhtiöiden fuusio ja organisaatiomallin yksinkertaistaminen, jotka mahdollistivat yhtenäisemmän yritysilmmeen ja toimintatavat. Kesällä 2016 toteutetuilla muutoksilla organisaatorakennetta ja toimintamallia muokattiin lisää yhdenmukaisen palvelutarjoaman ja asiakaskohtaisen myynnin johtamisen mahdollistamiseksi. Samalla yhtiö suuntasi resurssiaan entistä enemmän digitaalisen markkinoinnin palveluihin.

Zeeland Familyn johdon mukaan vielä vain osa yhtiön yli 300 asiakkaasta käyttää useampaa kuin yhtä Zeeland Familyn palveluista. Johdon näkemys mukaan yhtiön palveluvalikoima kattaa laajasti markkinointiviestinnän palvelutarpeet, joten ristiinmyynnin lisääminen on yksi pääprioriteeteista orgaanisen kasvun

saavuttamisessa. Zeeland Family onkin viime vuosien aikana onnistunut lisäämään ristiinmyyntiä.

Pääkohderyhmän keskiuuret yhtiöt

Zeeland Familyn strategiassa yhtiön pääasiallinen asiakaskohderyhmä on keskiuuret organisaatiot, sillä niiden palvelutarpeet ja ostokäyttäytyminen sopivat parhaiten yhteen yhtiön liiketoimintamallin kanssa. Fokusoitumalla keskiuuriin yhtiöihin Zeeland Family pyrkii myös erottautumaan kilpailijoista ja välttämään riippuvuutta hyvin kilpailusta ja varsin kapeasta isojen organisaatioiden asiakasryhmästä. Johdon arvion mukaan Suomessa on noin 200 suurta asiakasyritystä, kun potentiaaaliltaan keskiuuria yhtiöitä on noin 2000.

Zeeland Familyn johdon mukaan keskiuurilla ja pienillä organisaatioilla on usein tarve ja kiinnostus hankkia kaikki tarvitsemansa markkinointiviestinnän palvelut saman katon alta, mutta tarjontaa laaja-alaisille palveluille on vain vähän. Lisäksi tässä asiakassegmentissä hankinnat tehdään tyypillisesti keskitetysti, kun isoissa organisaatioissa ostaminen on useimmiten hajautettua ja projektikohtaista. Keskiuuret yhtiöt ovat myös Zeeland Familyn markkinoinnin ulkoistuspalveluiden pääkohderyhmää. Yhtiön johdon arvion mukaan markkinoinnin ulkoistuspalvelusta saatava kustannus- ja tuottavuushyödyt ovat parhaimmillaan keskiuurissa organisaatioissa.

Markkinoinnin ulkoistuspalveluista jatkuvaa liikevaihtoa ja kasvua

Zeeland Familyn nykyisen strategian ja kasvupotentiaalin kannalta yksi keskeisimpiä

tekijöitä on markkinoinnin ulkoistuspalvelut, joita yhtiö on jo tarjonnut muutaman vuoden ajan. Markkinoinnin ulkoistuspalvelussa Zeeland Family ottaa haltuunsa asiakkaidensa markkinointitoiminnot ja/tai markkinoinnin suunnittelun ja toteutuksen. Joissakin tapauksissa ulkoistukset tehdään liiketoimintakauppoina, jolloin henkilöstöä voi siirtyä asiakasyrityksestä Zeeland Familylle. Ulkoistuspalvelut laajentavat siten Zeeland Familyn markkinapotentiaalia asiakkaiden markkinointihenkilöstön arvonmuodostukseen.

Ulkoistuspalvelujen tavoitteena on asiakkaan markkinointipanostusten optimointi, resurssien käyttöasteen parantaminen sekä Zeeland Familylle ennustettavuuden, kassavirran, resurssien hallinnan ja myyntipotentiaalin parantaminen. Markkinoinnin ulkoistuspalvelut ovat pitkäaikaisia yhteistyösopimuksia, joten ne ovat luonteeltaan jatkuvia palveluita.

Ulkoistuspalveluiden myyntiprosessit ovat tyypillisesti melko pitkiä, sillä asiakas haluaa usein ensin ”testata” Zeeland Familyn palveluja ennen ulkoistukseen siirtymistä. Toinen ulkoistuspalvelujen laajentumista jossain määrin hidastava tekijä on palvelumallin tunnettuus. Yhtiön mukaan markkinoilla ei ole tällä hetkellä muita vastaavan laajuista palvelua tarjoavia yhtiöitä.

Markkinoinnin ulkoistuspalveluiden osuus Zeeland Familyn liikevaihdosta on tällä hetkellä noin 10-15 %. Arviomme mukaan osuus tulee nousemaan ensi vuonna yli 30 %:iin liikevaihdosta, kun yli 2 MEUR:oon vuositasolla yltävä SOK:n kanssa tehty 2+1-vuotinen markkinoinnin tuotannon ulkoistussopimus alkaa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Täydentävät yritysostot tärkeä osa strategiaa

Zeeland Familylle on kertynyt toimintahistoriansa aikana kokemusta kaikkiaan 24:sta yritys-/liiketoimintakaupasta. Yhtiöllä on takanaan useita epäonnistuneita yrityskauppoja, mutta saneerausmenettelyn jälkeen tehdyt pääosin pienehköt yritysostot ovat näkemyksemme mukaan olleet onnistuneita. Arviomme mukaan yritysostojen onnistuminen on nyt aiempaa todennäköisempää, koska yhtiön organisaatio- ja toimintamalli on yhdenmukaistettu ja yritysostojen koko on tyypillisesti suhteellisen pieni kokonaisuuteen nähden, mikä helpottaa niiden integrointia.

Zeeland Family hakee yrityskaupoilla eritoten osaamista (kuten digitaalista markkinointia), maantieteellistä peittoa ja asiakaskantaa täydentäviä kohteita. Lisäksi yrityskaupoilla voidaan saavuttaa jonkin verran skaalaetuja, kun liiketoiminnan muut kulut hajautuvat laajemmin.

Markkinointiviestintäpalveluiden toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on melko runsasta.

Selkeä kriteeristö yritysostoille

Zeeland Family on kartoittanut viime vuosina varsin laajasti toimialan potentiaalisia yritysostokohteita. Zeeland Familyn tähtäimessä on tällä hetkellä erityisesti pienehköt, lähes rekrytoinnin kaltaiset osaamista, palveluvalikoimaa tai maantieteellistä peittoa laajentavat hankinnat. Yhtiö tulee myös jatkamaan digitaalisen markkinoinnin palveluiden laajentamista yritysostoilla.

Strategian mukaisesti yritysjärjestelyitä tullaan

tekemään tulevaisuudessa myös Pohjois-Euroopan alueella. Yritysostojen toteuttaminen Suomen ulkopuolella voi olla kuitenkin selvästi vaikeampaa ja riskisempää, kuin kotimaisten yritysjärjestelyiden toteuttaminen.

Yritysostot rahoitetaan pääasiassa osakkeella

Yritysostot on tehty viime vuosina ja tullaan myös tulevaisuudessa tekemään todennäköisimmin osakevaihdolla ja kauppojen hinnoittelussa pyritään hyvin lyhyisiin, 1-3 vuoden takaisinmaksuaikoihin. Yhtiön tämänhetkinen rahoituskapasiteetti rajoittaa näkemyksemme mukaan merkittävien käteisellä suoritettavien yritysostojen toteuttamista. Zeeland Family on myös käyttänyt joissakin tapauksissa kannusteena myöhemmin tavoitteiden täytyessä käteisellä maksettavaa lisäkauppahintaa. Näiden osuus kokonaiskauppahinnasta on ollut kuitenkin tyypillisesti melko pieni.

Yritysoistoissa merkittävä omistaja-arvon luonti potentiaali

Yritysostot luovat onnistuessaan tehokkaasti omistaja-arvoa, sillä ne kiihdyttävät tuloskasvua ja kasvattavat tyypillisesti välittömästi ostetun yhtiön liiketoiminnan arvoa. Jälkimmäinen seikka johtuu siitä, että sijoittajat hyväksyvät pörssiyhtiölle normaalisti huomattavasti listaamatonta yhtiöitä korkeammat arvostuskertoimet mm. paremman rahoituksen saatavuuden ja osakkeen likviditeetin vuoksi.

Zeeland Familyn oma EV/EBITDA-kerroin on tällä hetkellä noin 6-7x tasolla, joten 2-3x kertoimella ostetun yhtiön arvo nousisi teoriassa jopa kaksinkertaiseksi samalla hetkellä, kun

Zeeland Family ostaa liiketoimintaan oikeuttavat osakkeet.

Taloudelliset tavoitteet

Zeeland Family julkaisi kesällä 2015 uudet taloudelliset tavoitteensa. Yhtiö pyrkii pitkällä tähtäimellä saavuttamaan vahvaa orgaanista ja epäorgaanista kasvua sekä optimoimaan pääomarakennetta.

- Zeeland Family tavoittelee yli 10 prosentin vuosittaista orgaanista kasvua.
- Zeeland Family tavoittelee orgaanisen kasvun lisäksi 20-30 prosentin epäorgaanista kasvua yritysostojen ja yhdistymisen kautta.
- Zeeland Family tavoittelee myös pääomarakenteen tasapainottamista ja vähintään 20 %:n omavaraisuusastetta.

Zeeland Familyn strategia



Toimiala

Suomen markkinointiviestintämarkkina

Zeeland Familyn liiketoiminnan kehityksen kannalta keskeisiä toimialatason ajureita ovat Suomen markkinointiviestinnän ja eritoten markkinointiviestinnän suunnittelun määrän kehitys. Näiden markkinoiden yhteenlaskettu arvo oli Mainonnan neuvottelukunnan tekemän viimeisimmän tutkimuksen mukaan 2,9 mrd. euroa, josta suunnittelun osuus oli 0,38 miljardia euroa. Markkinointiviestinnän määrä on ollut Suomessa vuoden 2007 jälkeen laskutrendillä. Kehityksen taustalla on panostusten siirtyminen printtimediasta digitaalisiin kanaviin, talouden laskusuhdanne ja markkinointipanoksien suuntautuminen tilaston ulkopuolelle jääville sektoreille, kuten markkinointiteknologiaan, -automaatioon ja -analytiikkaan. Avaus Marketing Innovations Oy:n tekemän arvion mukaan, tämän tilastojen ulkopuolelle jäävän panostusten arvo on noin 0,5 mrd. euroa.

Zeeland Familyn kohdemarkkinan arvoon voi periaatteessa laskea mukaan myös yritysten markkinointiviestintähenkilöstön palkkasumman, koska se kuvaa ainakin teoriassa Zeeland Familyn tarjoamien markkinoinnin ulkoistuspalveluiden markkinapotentiaalia. Zeeland Familyn tekemän arvion mukaan tämän markkinan koko on noin 3 miljardia euroa.

Toimialan kasvunäkymät ja syklisyys

Markkinointiviestintä on toimialana melko herkkä talouden yleiselle suhdannevaihtelulle, sillä pääosa alan liikevaihdosta syntyy yritysten ja julkisen hallinnon ostamien investointiluonteisten palveluiden ja tuotteiden tuotannosta. Pitkällä aikavälillä

markkinointiviestintämarkkinan kasvu on seurannut melko tarkkaan yleistä talouskehitystä.

Mainostajien Liitto julkaisi syyskuussa 2016 Mainosbarometri 2017 tutkimuksen. Tutkimuksessa Mainostajien Liitto kysyy jäsenyritysten markkinointiviestinnän suunnitelmia ensi vuodelle. Barometrin mukaan markkinoinnissa on tapahtunut selvä käänne positiiviseen suuntaan.

Suhdanteita kuvaavassa Mainosbarometrissä vastaajista 43 % (2015: 26 %) aikoo lisätä markkinointiviestinnän investointejaan ensi vuonna ja 7 % (2015: 24 %) vähentää niitä. Tutkimuksen mukaan 50 % vastaajista pysyy kuluvan vuoden tasolla. Vähentäjien ja lisääjien välinen saldoluku on pyöristettynä +36, tämä luku oli viimeksi positiivinen vuonna 2011.

Verkko on edelleen kasvun kärjessä mediaviestinnässä (saldo 83) ja erityisesti SOME-markkinointi (saldo 83) sekä mobiilimarkkinoinnin panostukset kasvavat (saldo 72) voimakkaasti. Myös web-analytiikkaan (saldo 59) ja markkinointiautomaatioon (saldo 90) panostetaan voimakkaasti. Panostuksia vähennetään edelleen sanoma- ja aikakauslehdistä (saldo -44- ja -53).

Toimialan trendit

Määrittelystä riippuen, markkinointiviestinnän suunnittelu- ja palvelumarkkinat voidaan jakaa tällä hetkellä karkeasti 60/40 % jaolla uusien digitaalisten markkinoinnin palveluiden ja teknologioiden ja perinteisemmän markkinointiviestinnän suunnittelun välille.

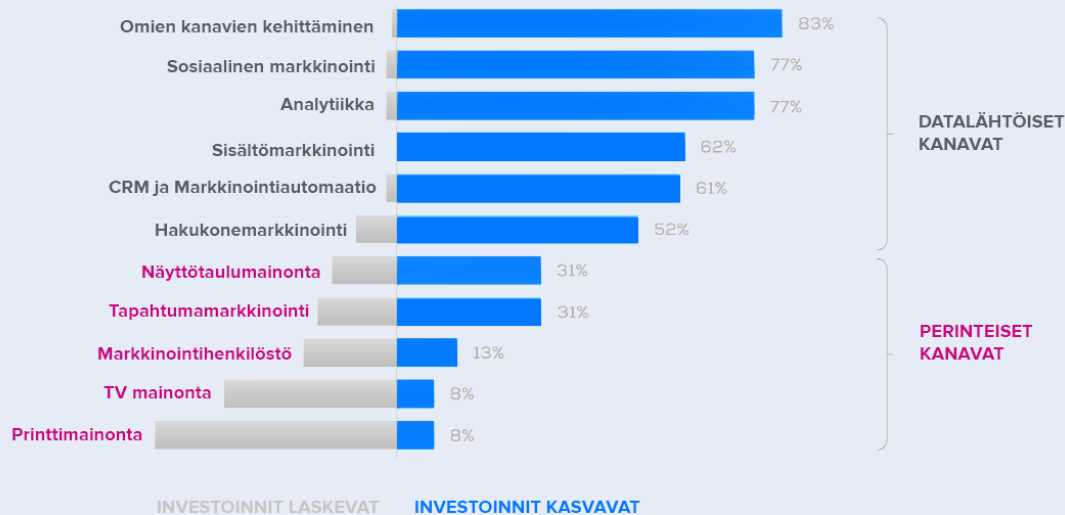
Arviomme mukaan suhdeluku voi muuttua vuoteen 2020 mennessä lähemmäs 80/20 % jakoa.

Markkinan kahtiajaon taustalla on markkinointiviestintämarkkinan pitkään jatkunut murros, jossa perinteisen markkinoinnin (mm. printtimainonta) volyymit ovat laskeneet voimakkaasti, viestintä- ja markkinointikanavat ovat pirstaloituneet ja digitaalinen mediamarkkina sekä markkinoinnin automaatio- ja analytiikkapalvelut kasvavat voimakkaasti. Digitaalisista markkinointiviestinnän palveluista ja teknologioista tulee organisaatioille entistä liiketoimintakriittisempiä. Pääajurina markkinointi-investoinneille toimii tällöin printtimedian suunnittelun ja ostamisen sijaan asiakaskokemuksen ja -ymmärryksen parantaminen, automaatio ja analytiikka. Samalla perinteisen markkinointiviestinnän henkilöstömäärää supistetaan ja panostuksia ohjataan uusien teknologioiden käyttöönottoon.

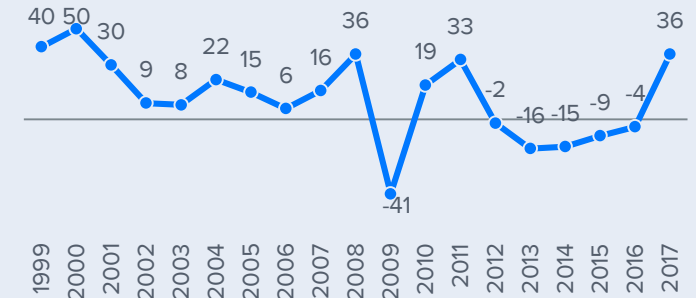
Viime vuosina perinteiset markkinointiviestinnän toimijat ovat supistaneet voimakkaasti toimintojaan, kun samaan aikaan monet pienet digitoimistot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Zeeland Family asemoituu mielestämme viime vuosina tehtyjen yritysostojen, organisaatiomuutosten ja kasvupanostusten kautta kohtuullisen hyvin markkinan kasvaville osaamisalueille, mitä todistaa yhtiön voimakas myyntikatteen kasvu. Toisaalta perinteisen markkinointiviestinnän kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain suurimpien alan toimijoiden vaatimatonta kasvua Suomessa.

Toimialan kasvuajurit

Markkinoinnin murros



Mainosbarometri



Markkinointiviestinnän kasvuajurit



Kilpailukenttä

Toimiala on hyvin pirstaloitunut

Markkinointiviestintäalalla toimii paljon pieniä yhtiöitä ja MTL:n mukaan 100 suurinta yhtiötä kattaa vain noin 50 % toimialan myynnistä. Toimialan suurimman toimijan, Salomaa Yhtiöiden myyntikate on noin 28 MEUR, kun kymmeneksi suurimman yhtiön Zeeland Familyn myyntikate on noin 10 MEUR.

Toimialalle tulokynnys on ollut perinteisesti matala, sillä liiketoiminta ei sido merkittävästi pääomia ja koostuu pitkälti asiantuntija-palveluista. Lisäksi digitalisoitumisen myötä tapahtunut panostusten jakautuminen, arvoketjun muutos ja uudet palvelumallit ovat mahdollistaneet uusien erikoistuneiden yritysten syntymisen toimialalle. Monet suurimmista yhtiöistä ovat sen sijaan osa isoja kansainvälisiä ketjuja ja Zeeland Familyn kaltaisia keskusuuria kotimaisia toimijoita on lukumääräisesti varsin vähän.

Kestävän kilpailuedun saavuttaminen on vaikeaa

Zeeland Familyn toimialalla on erittäin vaikeaa saavuttaa kestäviä kilpailuetuja, sillä liiketoiminnassa on kyse asiantuntijaresurssien myynnistä ja yhtiöt ovat siten hyvin riippuvaisia osaajistaan. Useimmiten yhtiöiden tuotteet, palvelut tai brändi ei erotu merkittävästi kilpailijoista, mikä alentaa kynnystä vaihtaa toimittajaa. Lisäksi yhtiöt jättävillä avainhenkilöillä on usein matala kynnys kilpailla samoista asiakkuuksista uudessa yhtiössä tai uuden kilpailevan yhtiön kautta. Myös palvelumallit ovat useimmiten kopioitavissa.

Toimiala muuttuu kuitenkin hitaasti ja varsinkin suuret toimijat ovat hitaasti liikkeitä.

Näkemyksemme mukaan Zeeland Family kykenee erottautumaan kilpailijoista tällä hetkellä lähinnä kahta kautta: 1) Suomen markkinoille uniikin markkinoinnin ulkoistuspalvelun kautta, jonka mahdollistaa eritoten yhtiön laaja-alainen palvelumalli ja sitä tukevat prosessit, 2) Toinen Zeeland Familyn erottautumistekijä on yhtiön tapa toimia ja myydä palveluita Zeeland Familyn brändillä ja kokonaisuosaamisella, erotuksena alan tyyppilliselle tavalle toimia projektivetoisesti ja suunnittelija/henkilökeskeisesti. Tämä suojaa Zeeland Familyä myös jossain määrin henkilöstön vaihtuvuudelta.

Kilpailukenttä jakautuu laaja-alaisiin konserneihin ja pieniin erikoistujiin

Zeeland Familyn kilpailukenttä voidaan jakaa laaja-alaisiin markkinointiviestintäkonserneihin ja pieniin erikoistuneisiin toimijoihin. Markkinointiviestintäpalvelut vaativat tyyppillisesti hyvin vahvaa paikallisosaaamista, joten kilpailu ulkomaisia toimijoita vastaan on vähäistä. Teknologian roolin korostuminen voi kuitenkin nähdäksemme lisätä ulkomaista kilpailua keskipitkällä aikavälillä.

Isojen markkinointiviestintäkonsernien vahvuuksia Zeeland Familyyn nähden ovat erityisesti vahvat asiakassuhteet ja brändi, laajat erikoisresurssit ja kansainväliset verkostot. Nämä edut korostuvat etenkin toimialan isoimpien asiakkuuksien kohdalla, mutta keskusuurissa ja pienissä asiakkuuksissa ne eivät

muodostu merkittäväksi erottuvaksi tekijäksi.

Toisen kilpailuryhmän muodostavat pienet erikoistuneet toimijat ja paikalliset yhtiöt. Tästä ryhmästä on vaikeaa nimetä yksittäisiä kilpailijoita ja kilpailukenttä on hyvin hajaantunut. Tyyppillisesti pienten toimijoiden vahvuutena Zeeland Familyyn nähden ovat niche-osaaminen ja/tai vahvat paikalliset asiakassuhteet. Zeeland Family erottautuu pienistä yhtiöistä erityisesti laajalla valikoimallaan ja fokuoitumalla keskusuurin asiakkuuksiin.

Kilpailukenttä

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme ohessa suomalaisten markkinointiviestintäyhtiöiden ja -konsernien kasvua ja kannattavuutta viime vuosina. Näistä yhtiöistä mikään yhtiö ei ole listattu, joten tässä analysoitava ryhmä on eri kuin arvonmääritysosiossa käytetty vertailuryhmä.

Vertailuryhmän kasvu on ollut viimeisen kahden vuoden aikana keskimäärin hieman nopeampaa kuin toimialan kasvu. Tämä johtuu arviomme mukaan eritoten yritysostoista ja tilastoinnin ulkopuolelle pitkälti jäävistä digitaalisista palveluista. Toimialan suurimpien yhtiöiden liikevoittomarginaalitaso on liikkunut vuosina 2010-2015 noin -5 % - +30 %:n välillä. Keskimääräinen liiketulos / myyntikate - marginaali oli viime vuonna 9 %.

Parhaimmat tulokset saavuttavat yleensä suuremmat toimijat, jotka palvelevat suuria asiakkaita ja pystyvät siten skaalaamaan toimintaansa.

Seuraavaan sivun taulukossa olemme esittäneet Suomen kymmenen suurimman markkinointiviestintä-konsernien avainlukuja. Salomaa-Yhtiöt on toimialan suurin konserni Suomessa, sen liikevaihto oli viime vuonna noin 175 MEUR ja myyntikate 28 MEUR. Salomaa-Yhtiön myyntikatemarginaali oli viime vuonna 16 %, kun Zeeland Familyn myyntikatemarginaali oli 65 %, eroa selittää alihankinnan ja mediaostojen osuus tuotannosta. Suurimmat konsernit palvelevat enimmäkseen suuria asiakkaita ja käyttävät tuotannossaan enemmän alihankkijoita. Zeeland Family palvelee

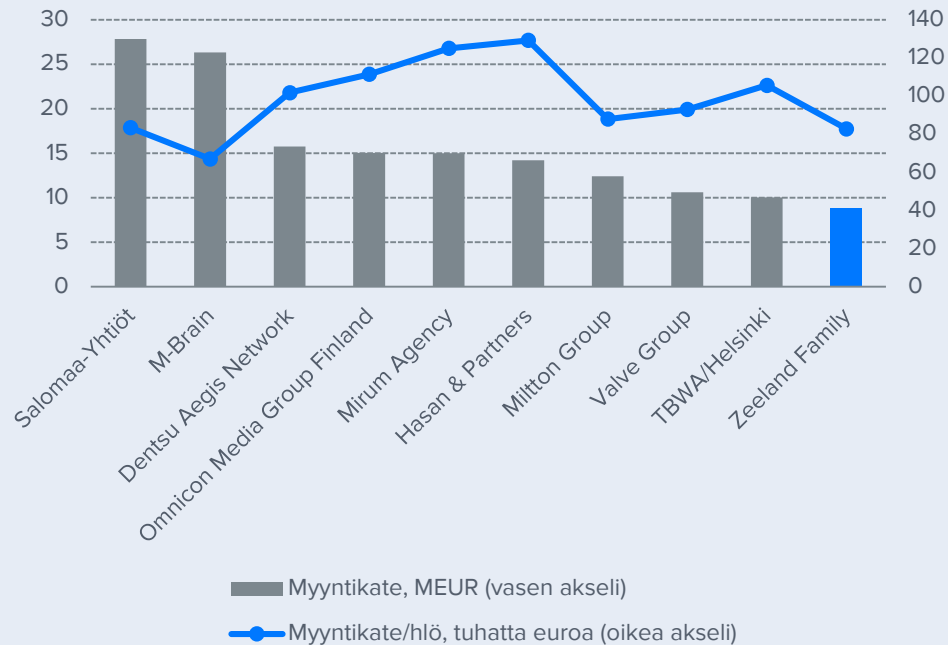
keskisuuria asiakkaita ja tuottaa itse suurimman osan palveluistaan.

Suurimpien konsernien liikevoitto/myyntikate marginaalin mediaani-arvo oli viime vuonna 4 % (2014: 6 %). Zeeland Familyn myyntikate /liiketulos marginaali oli 3 %. Ennustamamme oikaistu liikevoitto/myyntikate marginaali on Zeeland Familylle 2,9 % vuonna 2016.

Suurista konserneista Omnicom Media Group, Dentsu Aegis Network, TBWA\Helsinki ja Mirum kuuluvat ulkomaisiin globaaleihin markkinointiviestintäkonserneihin. Näiden yhtiöiden skaala ja palvelutarjoama ovat eri tasolla verrattuna Zeeland Familyyn, jonka omistajat ja liiketoiminta ovat Suomessa. Family kuuluu kansainväliseen itsenäisten markkinointiviestintätoimistojen AMIN Worldwide - verkostoon. Tämä mahdollistaa Zeeland Familyn asiakkaille AMIN-verkoston palvelut 30 maassa.

Kilpailukenttä

Suurimmat markkinointiviestintäkonsernit, 2015



Zeeland Familyn kilpailutekijät

- + Kokonaisvaltainen palvelutarjoama
- + Laaja asiakaskunta
- + Fokus vähemmän palveluissa keskisuurissa yhtiöissä
- + Uniikki markkinoinnin ulkoistuspalvelu
- Ei vielä kovin tunnettu brändi
- Rajalliset erikoisresurssit
- Kansainvälinen verkosto ei yhtä kattava kuin kilpailijoilla

Taloudellinen tilanne 1/2

Vuodet 2009-2013 - Zeeland Oyj

Zeeland-konsernin tuloskehitys oli vuosina 2009-2012 selvästi tappiollista, mikä söi konsernin omat pääomat ja velkaannutti yhtiötä voimakkaasti. Heikon operatiivisen tuloskehityksen ja velkaantumisen taustalla olivat vuonna 2009 tapahtunut suhdanteesta johtuva merkittävä myynnin lasku, uusien liiketoimintojen käynnistämiskustannukset, konsernilikearvojen poistot, vuonna 2010 hankitun Mainostoimisto Rientolan heikko kannattavuus ja saneerauskulut, sekä vuonna 2011 toteutetun käänteisen listautumisen myötä konserniin liitetyn kuvanvalmistusliiketoiminnan (Eirikuva Digital Image Oyj) merkittävät tappiot.

Vuonna 2013 Zeeland-konserni oli irtautunut tappiollisesti kuvanvalmistusliiketoiminnasta ja konsernin liikevaihto koostui pelkästään markkinointiviestintäliiketoiminnoista. Konsernin operatiivinen kannattavuus alkoi organisaatiomuutosten myötä parantua, vaikka sitä heikensivät edelleen saneerausmenettelyn kulut ja heikko markkinatilanne. Vuoden käyttökate jäi vai niukasti plussalle (0,06 MEUR) ja konsernin oma pääoma oli vuoden 2013 lopussa 2,0 MEUR negatiivinen ja nettovelka 5,7 MEUR. Pääosa velasta oli saneerausmenettelyn alaista velkaa.

Tytäryhtiön saneerausohjelma

Yhtiö onnistui irtautumaan raskaasti tappiollisesta kuvanvalmistusliiketoiminnasta kesäkuussa 2012. Zeeland ei kuitenkaan päässyt sopimukseen velkojensa kanssa pitkäaikaisen rahoituksen järjestämisestä, minkä vuoksi konserni haki vuoden 2013 heinäkuussa

kaikki Zeeland Oyj:n täysin omistamat tytäryhtiöt saneerausmenettelyyn. Samalla Zeeland sulautti hallinto- ja organisaatorakenteen yksinkertaistamiseksi ja tehostamiseksi kaikki saneerausohjelmaan haetut tytäryhtiöt yhdeksi yhtiöksi.

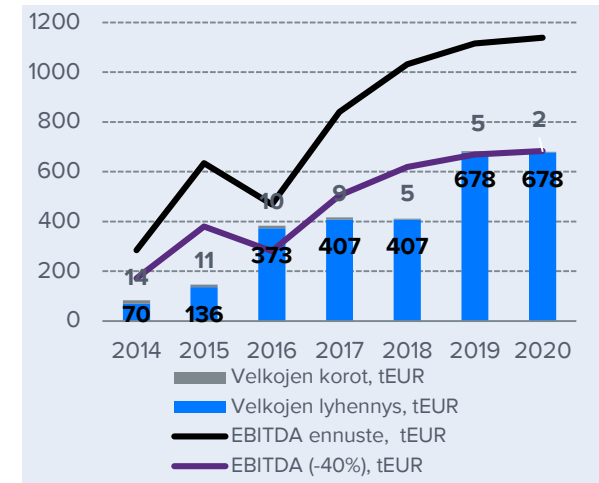
Saneerausohjelmassa Zeeland Group Oy:n vakuudettomia velkoja leikattiin 60 %, eli 5,93 miljoonasta eurosta 2,37 miljoonaan euroon. Vakuudellisten velkojen määrä (0,19 MEUR) säilyi ennallaan ja niille sovittiin maksuohjelma. Vakuudettomille saneerausveloille ei makseta korkoa, mutta vakuudellisten velkojen pääomalle maksettava korko on Euribor 3kk +4 prosenttiyksikköä.

Jos saneerausohjelman vahvistamisen ja päättymisen välisenä aikana Zeeland Group Oy:lle syntyy budjetoidun käyttökateen ylittävää huomattavaa voittoa, maksetaan siitä lisäosuutena 75 % tavallisille velkojille. Yhtiö voi vapautua saneerausohjelmasta ennen sen päättymistä maksamalla vakuudettomille velkojille lisämaksuna 30 % vapautushetkellä maksamatta olevista vakuudettomien velkojen määrästä.

Saneerausohjelma on tarkoitus rahoittaa pääosin yhtiön liiketoiminnasta saatavalla tulorahoituksella. Yhtiö saa ottaa tarvittaessa lainaa liikeomaisuuden hankkimiseksi ja tuloksellisen liiketoiminnan kannalta välttämättömien toimenpiteiden rahoittamiseksi valvojan suostumuksin. Yhtiön varoja ei saneerausohjelman vahvistamisen ja päättymisen välisenä aikana saa jakaa omistajille (Zeeland Family Oyj) lukuun ottamatta

hallinnoinnin ja johtamisen perusteella suoritettavaa ohjelman mukaista korvausta.

Saneerausohjelma tuli lainvoimaiseksi 11.8.2014 ja se päättyy 31.12.2020. Saneerattujen velkojen takaisinmaksu tapahtuu takapainotteisesti vuoden 2020 loppuun mennessä (kts. maksutaulukko). Saneerausvelkaa lyhennetään 4 kertaa vuodessa. Taulukossa kuvataan saneerausohjelman lisäksi konsernin EBITDA ennusteemme. Nykyisillä ennusteillamme konsernilla ei ole minkäänlaista ongelmaa selvittää saneerausvelkojen takaisinmaksusta. Kuvassa näkyy myös EBITDA-ennusteet skenaariossa, jossa meidän pitäisi leikata ennusteita 40 %:lla. Yhtiö selviäisi saneerausohjelmasta myös tässä tapauksessa. Kipuraja menee 50 %:n ennusteileikkauksien kohdalla. Tällaisessakin skenaariossa yhtiöllä olisi vielä muita mahdollisuuksia pääomittaa Zeeland Group Oy.



Taloudellinen tilanne 2/2

Vuosi 2014 - tulos kääntyy positiiviseksi

Zeelandin operatiivinen tulos kääntyi vuonna 2014 positiiviseksi (EBITDA 0,3 MEUR ja EBITDA-% 3,7 %), vaikka yhtiön myyntikate laski ja tulosta rasitti noin 0,1 MEUR:n negatiiviset kertaerät ja saneerausmenettelyistä aiheutuneet kulut. Tulos ennen veroja nousi saneerausohjelman vahvistamisesta johtuvan noin 3 MEUR:n ei-kassavirtavaikutteisen positiivisen erän myötä 2,6 miljoonaan euroon.

Zeeland osti vuonna 2014 videotuotantoyhtiön Kinetic Pixel Oy:n joka kaupanteon aikana työllisti yhden henkilön.

Vuosi 2015 - operatiivinen tulos paranee

Vuonna 2015 yhtiön liikevaihto, myyntikate ja operatiivinen tulos kasvoivat voimakkaasti, sillä yhtiö toteutti onnistuneesti kolme yrityskauppaa ja kasvoi lisäksi organisaationa hieman alle 10 %. Vuonna 2015 yhtiön liikevaihto kasvoi 76 % 13,2 MEUR:oon, myyntikate 79 % 8,66 MEUR:oon ja käyttökate 122 % 0,63 MEUR:oon. Luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia vertailukauden kanssa, sillä vuoden 2015 luvut on laskettu IFRS:n mukaisesti, kun taas luvut ennen vuotta 2015 ovat FAS-lukuja.

Helmikuussa 2015 Zeeland osti enemmistön Media Contacts Finland Oy:stä (nykyinen Zeeland Media Group) jonka liikevaihto vuonna 2014 oli noin 4 MEUR ja myyntikate noin 0,25 MEUR. Media Contacts on erityisesti keskittynyt digitaalisten medioiden ostamiseen ja optimointiin.

Maaliskuussa 2015 Zeeland ilmoitti yhdistyvänsä The Family Inc. Advertising Network Oy:n

kanssa. Yhdistyminen saatiin valmiiksi huhtikuussa ja yhtiö vaihtoi nimensä Zeeland Family Oy:ksi. Familyn liiketoiminta on painottunut asiakasymmärrykseen, markkinoinnin strategisen suunnitteluun ja luovaan suunnitteluun. Familyn liikevaihto oli vuonna 2014 noin 2,7 MEUR, myyntikate noin 2,3 MEUR ja käyttökate noin -0,2 MEUR.

Lokakuussa Zeeland Family ilmoitti ostaneensa Sugar Helsinki Oy:n. Viestintä- ja PR-toimisto työllistää kolme henkilöä ja sen myyntikate oli noin 0,3 MEUR vuonna 2015.

Tase – saneerausvelat rasittavat yhä tasetta

Vuonna 2014 Zeeland Familyn tase vahvistui selvästi saneerausohjelman hyväksymisen ja sen jälkeen toteutetun 0,3 miljoonan euron osakeannin myötä. Nykyisen Zeeland Familyn taloudellinen asema on kuitenkin edelleen suhteellisen heikko ja velkaisuus on korkealla tasolla. Konsernin oma pääoma oli Q2'16 lopussa 2,3 MEUR ja omavaraisuusaste 26,5 %. Veloista pääosa on kuitenkin korotonta saneerausvelkaa. Nettovelkaantumisaste on Q4'16 lopussa arviomme mukaan noin 66 % ja omavaraisuusaste 22 %.

Markkinointiviestintä ei liiketoimintamalliltaan ole erityisen pääomaintensiivistä ja sitoo periaatteessa vähän pääomia. Yrityskaupoista syntyvä liikearvo (noin 4,0 MEUR) pois lukien taseen omaisuuseristä suurin on saatavat, noin 2,2 MEUR. Muiden taseen omaisuuserien koko on pieni. Yhtiön nettokäyttöpääoma on negatiivinen, sillä Zeeland Familyllä on ostovelkojen lisäksi merkittävä siirtovelka. Siirtovelka syntyy erityisesti palkkojen jaksotuksista.

Liikearvon alaskirjausriski matala

Zeeland Familyllä on taseessaan lähinnä vuonna 2011 tehdyn käänteisen listautumisen johdosta kertynyttä liikearvoa ja viime vuosien aikana tehtyjen yrityskauppojen myötä tullutta liikearvoa. Yhtiö poisti aiemmin liikearvojaan, mutta vuoden 2016 alussa yhtiö siirtyi IFRS:ään, joten jatkossa liikearvot testataan vuosittain. Emme näe tällä hetkellä alaskirjausriskiä merkittävänä, sillä yhtiön liiketoiminta on voitollista.

Hyvä operatiivinen rahavirta valuu saneerausvelkojen lyhennyksiin

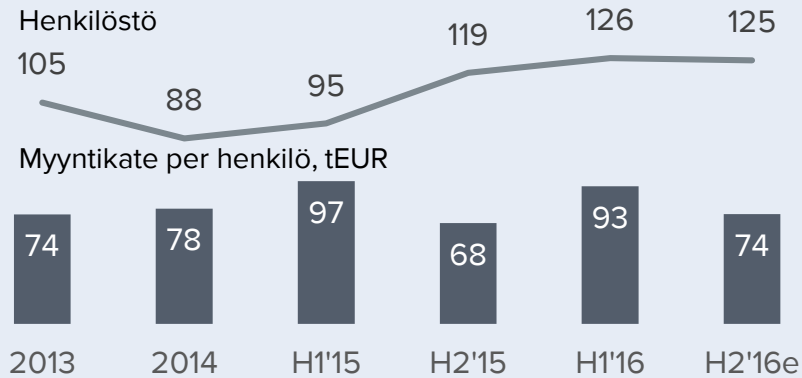
Zeeland Familyn liiketoiminta ei sido paljon pääomaa ja investointitarpeet ovat vähäisiä. Suurimmat investoinnit tehdään yritysostoihin, muut investoinnit ovat pieniä ja tehdään pääosin tietokoneisiin ja ohjelmistoihin. Zeeland Familyn liiketoiminnan rahavirta peilaa yhtiön tekemää käyttökatea ja on suhteellisen hyvällä tasolla (2016e 0,5 MEUR).

Investointien rahavirta on, kuten mainitsimme, matala ja koostuu pääosin yrityskauppojen käteisosuuksista. Pääosa investoinneista rahoitetaan kuitenkin osakeannein, joten ne eivät rasita rahavirtaa.

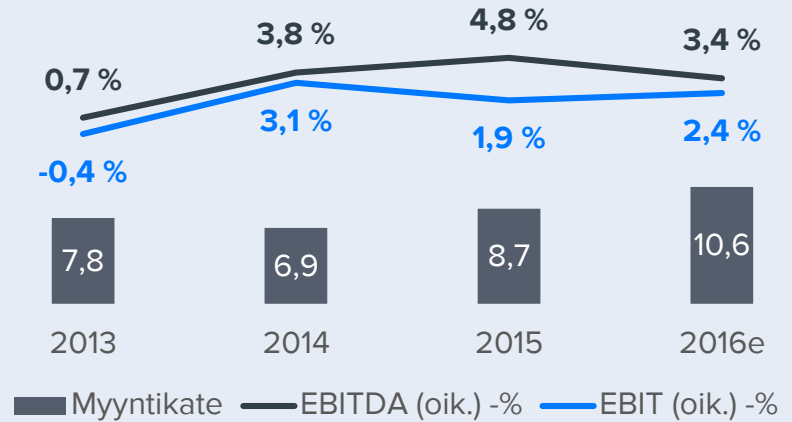
Rahoituksen rahavirta on se, mikä tulee syömään Zeeland Familyn tuottamaa liiketoiminnan rahavirtaa lähivuosina. Yhtiö lyhentää saneerausvelkaansa aina vuoteen 2020 asti (katso saneerausohjelman maksutaulukko edellisellä sivulla) ja tämä syö pois noin puolet liiketoiminnan rahavirrasta.

Taloudellinen tilanne

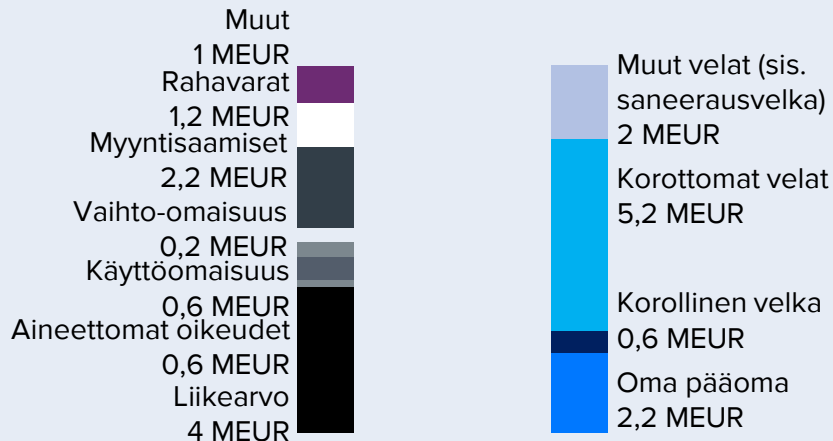
Henkilöstömäärän ja myyntikatteen kehitys



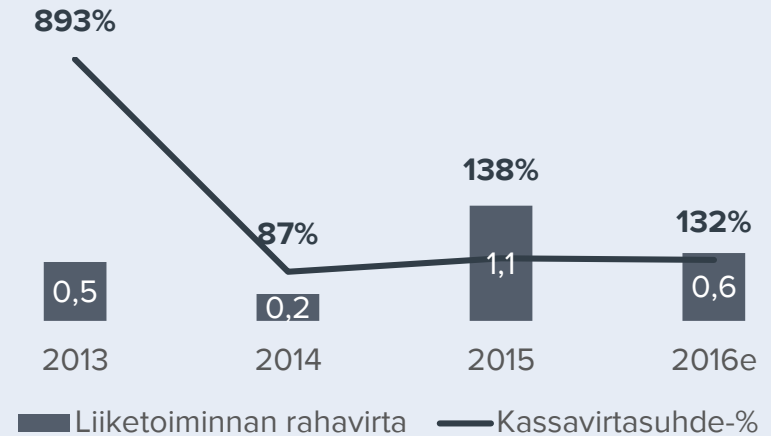
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



Taserakenne, 2016e



Vapaa kassavirta



Kassavirtasuhte on operatiivinen kassavirta jaettuna käyttökatteella

Ennusteet

Ennustemalli

Ennustamme Zeeland Familyn liikevaihdon ja myyntikatteen kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa arvioimamme henkilöstömäärän ja myyntikatteen per henkilö kehityksen perusteella. Lyhyen ja pitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme lisäksi myös myyntikatteen kehitystä ja yhtiön kulurakennetta.

Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme Suomen talouden arvioitua kasvua ja Zeeland Familylle arvioimaamme potentiaalista liikevoittomarginaalia. Ennusteissamme ei huomioida potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia.

Vuosi 2016 - operatiivinen tulos ei kasva

Zeeland Familyn liikevaihto kasvoi Q1-Q3'16 jaksolla 11,4 % ja oli 10,3 MEUR (Q1-Q3'15: 9,2 MEUR). Yhtiön myyntikate kasvoi samalla ajanjaksolla 27,2 % vertailukaudesta 7,9 MEUR:oon (Q1-Q3'15: 6,2 MEUR). Liikevaihdon ja myyntikatteen kasvua ajoivat pääasiassa yrityskaupat. Yhtiö toisti syyskuun lopulla tehdyn liikevoitto-ohjeistusmuutoksen yhteydessä arvion, jonka mukaan liikevaihto (2015: 13,3 MEUR) ja myyntikate (2015: 8,7 MEUR) kasvavat vuonna 2016 vuoteen 2015 verrattuna.

Kannattavuuden osalta yhtiö ohjeisti, että H2'16 liikevoitto paranee vertailukaudesta, mutta koko vuoden 2016 liikevoitto jää edellistä vuotta heikommaksi. Q1-Q3'16:lla raportoitu liikevoitto laski vertailukauden noin 0,4 MEUR:sta 0,2 MEUR:oon (H1'15: 2,7 MEUR), mutta kertaeristä

oikaistu liikevoitto oli noin 0,4 MEUR. Liikevoittoa heikentää vertailukaudesta organisaatiomuutoksista johtuvat 0,2 MEUR:n negatiiviset kertaerät ja Q3:n alussa lähinnä organisaatiomuutoksista johtuen tilapäisesti heikentynyt myynnin kehitys.

Ennustamme Zeeland Familyn vuoden 2016 liikevaihdon kasvavan 4,0 % 13,8 MEUR:oon (2015: 13,3 MEUR) ja myyntikatteen 23 % 10,6 MEUR:oon (2015: 8,7 MEUR). Vuoden 2016 käyttökate-ennusteemme on 0,5 MEUR (2015: 0,6 MEUR), eli 3,4 % liikevaihdosta. Liikevoiton arviomme laskevan 0,1 MEUR:oon (2015: 0,3 MEUR), eli 1,0 %:iin liikevaihdosta.

Vuoden 2016 osakekohtaisen tuloksen arvioimme olevan 0,08 euroa (2015: 0,22 euroa). Osakekohtaista tulosta laskee lähinnä liikevoiton heikentyminen, mutta yritysostojen myötä myös yhtiön osakemäärä on kasvanut. Arvioimme yhtiön korottavan osinkoaan tuloksen heikentymisestä huolimatta 0,06 euroon osakkeelta edellisvuoden 0,05 eurosta, mikä vastaisi noin 80 %:n osingonjakosuhdetta.

Vuosi 2017 - merkittävä ulkoistussopimus kiihdyttää kasvua

Ennustamme Zeeland Familyn yltävän vuonna 2017 22 %:n liikevaihdon ja 28 %:n myyntikatteen kasvulla 16,8 MEUR:n liikevaihtoon ja 13,6 MEUR:n myyntikatteeseen. Vahvaa kasvua selittää pääasiassa SOK:n kanssa solmitun 3-vuotisen ja 6 MEUR:n arvoisen markkinoinnin tuotannon ulkoistussopimuksen alkaminen ja vuoden 2016 lopussa tehtävät digimarkkinointihenkilöstön

rekrytoinnit. Lisäksi osa vuonna 2016 tehdyistä yrityskaupoista heijastuu myös vuoden 2017 liikevaihtoon.

Ennustamme, että kasvu ei heijastu täydellä painolla yhtiön kiinteisiin kuluihin, vaan ne kasvavat hieman myyntikatetta hitaammin. Lisäksi kannattavuutta parantaa se, että emme odota kertaeriä vuoden 2016 tulokseen. Käyttökate-ennusteemme vuodelle 2017 on 0,84 MEUR, eli 5 % liikevaihdosta, ja liikevoittoennuste 0,59 MEUR, eli 3,5 % liikevaihdosta. Osakekohtainen tulos ennusteemme vuodelle 2017 on 0,37 euroa ja osinkoennuste 0,08 euroa.

Vuosi 2018 – kasvu jatkuu

Odotamme Zeeland Familyn pyrkivän markkinatilanteen niin salliessa jatkamaan vahvaa orgaanista kasvua myös vuonna 2018. Kasvun veturina toimii ennusteessamme erityisesti markkinoinnin ulkoistuspalvelut. Ennustamme vuodelle 2018 7 %:n liikevaihdon kasvulla 18 MEUR:n liikevaihtoa ja 1,0 MEUR:n käyttökate. Osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme 0,59 euroon.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Zeeland Familyn pystyvän kasvamaan noin 2,5 % vuodessa, eli talouden keskimääräisen kasvun verran. Liikevoittomarginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin 4 %:n tasolle.

Ennusteet

Tuloskehitys puolivuositasona	2014	H1'15	H2'15	2015	H1'16	H2'16	2016e	H1'17	H2'17	2017e	2018e
	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Liikevaihto	7,5	6,5	6,8	13,3	8,0	5,8	13,8	9,6	7,2	16,8	18,0
Myyntikate	6,9	4,6	2,5	8,7	6,0	2,7	10,6	7,8	5,8	13,6	14,7
Käyttökate	0,29	0,89	-0,26	0,63	0,51	-0,04	0,47	0,74	0,10	0,84	1,03
Poistot ja arvonalennukset	-0,54	-0,18	-0,20	-0,38	-0,17	-0,17	-0,34	-0,15	-0,14	-0,29	-0,17
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,25	0,71	-0,45	0,26	0,55	-0,21	0,34	0,60	-0,04	0,55	0,86
Liikevoitto	-0,25	0,71	-0,45	0,26	0,35	-0,21	0,13	0,60	-0,04	0,55	0,86
Nettorahoituskulut	2,56	-0,04	-0,08	-0,13	-0,02	-0,04	-0,06	-0,02	-0,04	-0,06	-0,05
Tulos ennen veroja	2,31	0,67	-0,54	0,13	0,33	-0,20	0,12	0,58	-0,03	0,55	0,86
Verot	0,31	-0,14	0,27	0,14	-0,06	0,04	-0,02	-0,03	0,00	-0,03	-0,04
Nettotulos	2,62	0,53	-0,26	0,27	0,27	-0,16	0,11	0,55	-0,03	0,52	0,82
EPS (oikaistu)	-0,07	0,40	-0,20	0,20	0,34	-0,12	0,22	0,39	-0,02	0,37	0,59
EPS (raportoitu)	2,74	0,40	-0,20	0,20	0,19	-0,12	0,08	0,39	-0,02	0,37	0,59
Tunnusluvut	2014	H1'15	H2'15	2015	H1'16	H2'16	2016e	H1'17	H2'17	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-10,4 %			76,2 %	23,2 %	-14,4 %	4,0 %	20,2 %	24,7 %	22,1 %	6,9 %
<i>Myyntikatteen kasvu-%</i>	-11,9 %			79,3 %	29,9 %	14,4 %	22,6 %	30,1 %	25,7 %	28,2 %	8,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	741,1 %			-200,8 %	-22,1 %	-52,9 %	32,2 %	8,3 %	-79,4 %	63,4 %	56,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	3,8 %	13,7 %	-3,8 %	4,8 %	6,4 %	-0,7 %	3,4 %	7,7 %	1,4 %	5,0 %	5,7 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	-3,4 %	10,9 %	-6,7 %	1,9 %	6,9 %	-3,7 %	2,5 %	6,2 %	-0,6 %	3,3 %	4,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	34,8 %	8,2 %	-3,9 %	2,0 %	3,3 %	-2,8 %	0,8 %	5,7 %	-0,4 %	3,1 %	4,6 %

Arvonmääritys ja suositus

Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Zeeland Familyn osaketta ensisijaisesti tulos- ja kassavirtapohjaisten arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiöllä ei ole liikearvon ja saatavien ohella merkittäviä omaisuuseriä. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia.

Zeeland Familyn tulos jää vuonna 2016 suunnilleen vertailukauden tasolle, mikä yhdistettynä lievään kurssinousuun nostaa vuoden 2016 kertoimet varsin korkeiksi. Vuoden 2017 ennusteilla osake on kuitenkin edullinen. Vuosien 2016 ja 2017 P/E-kertoimet ovat ennusteillamme tällä hetkellä 43x ja 8x tasoilla ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 12x ja 5x. Volyymipohjainen EV/liikevaihto -kerroin on vuodelle 2017e 0,26x ja tasepohjainen P/B-kerroin 1,8x. Ennustettu osinkotuotto on kuluvalle vuodelle 1,8 %.

Huomioiden Zeeland Familyn ennustetun tuloskasvunopeuden, yritysostojen luoman option ja laskevan operatiivisen riskitason voi osaketta mielestämme hinnoitella noin 10x-tasolla olevilla P/E-kertoimilla. Vastaavasti EV/EBITDA- kertoimet tulisi mielestämme olla 6x tasolla. Volyymipohjainen arvostus on nykyiseen kannattavuuden nähden neutraali, mutta nopea kasvu ja normalisoitu kannattavuus huomioiden, on kertoimessa nousuvaraa.

Arvostuskertoimien herkkyyshanalyysi

Olemme tehneet arvostuskertoimien tueksi herkkyyshanalyysin (kts. seuraava sivu) eri kasvu- ja kannattavuustasoille. Analyysissa vaihdamme vuoden 2017 liikevaihdon kasvu- ja EBIT-% -

ennusteita portaittain. Herkkyyshmalli osoittaa tämän perusteella osakekohtaisen tuloksen. Olemme herkkyyshanalyysissa oletaneet, että Zeeland Familya hinnoitellaan 10x P/E-kertoimella. Tämän perusteella analyysi indikoi osakkeen potentiaalin suhteessa nykyiseen 3,25 euroon.

Herkkyyshanalyysi tukee näkemystämme siitä, että osakkeessa on edelleen nousuvaraa. Odotuksiemme mukaisella liikevaihdon kasvulla (22 %) ja kannattavuudella (3,3 %) herkkyyshmallimme indikoi osakkeeseen 15 %:n nousuvaraa nykykurssiin nähden. Näkemyksemme mukaan Zeeland Familyn tulosherkkyys on kuitenkin korkea ja kovan kasvuhakuisuuden takia epäsymmetrinen, eli liikevaihdon odotuksia korkeampi kasvu ei skaalaudu lyhyellä aikavälillä kovin suureksi kannattavuuden nousuksi, mutta liikevaihdon jääminen odotustemme alle taas laskisi selvästi myös kannattavuutta. Siksi harmaalla korostettu alue on analyysissa epäsymmetrinen. Herkkyyshanalyysin tulkinnassa kannattaa huomioida, että malli ei huomioi osinkotuottoa, joka on noin 2 % vuodessa.

Vertailuryhmäarvostus

Näkemyksemme mukaan Zeeland Familylle ei löydy tällä hetkellä suoria listattuja verrokkiyhtiötä Suomesta tai lähialueilta. Toisaalta verrokkeina käyttämiemme pienten ulkomaisten markkinointiviestintäyhtiöiden liiketoimintamallit ja riskiprofiilit vastaavat melko hyvin Zeeland Familyn liiketoimintaa, joten ne muodostavat päävertailukohdan suhteelliselle arvostukselle.

Zeeland Familyn 2017e arvostustaso jää ennusteillamme EV/EBITDA-kertoimen osalta 10 % ja P/E-kertoimen osalta 33 % alle vertailuryhmän keskimääräisen arvostustason. Zeeland Familyn osake tarjoaa kuitenkin vertailuryhmän mediaaniin (2,6 %) nähden hieman matalampaa osinkotuottoa.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) hieman normaalia suuremman painoarvon, vaikka rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaali-jaksen muuttujiin nähden. DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on 4,0 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa potentiaalia. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaali-jaksolla 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 4 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaali-jaksen painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 27 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 14,2 % ja oman pääoman kustannus on myös terminaali-jaksolle oletetusta velattomuudesta johtuen 14,2 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 5,0 % ja beta 1,3.

Tavoitehintaa ja suositus

Pidämme osakkeen arvostustasoa houkuttelevana huomioiden vahvat kasvunäkymät ja jatkuvien palveluiden kasvun myötä laskeva operatiivinen riskitaso. Annamme Zeeland Familylle lisää-suosituksen ja 3,70 euron tavoitehinnan.

Arvostuskertoimet ja herkkyyshanalyysi

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	3,92	2,35	3,02	3,25	3,25	3,25
Markkina-arvo	3,8	2,2	3,97	4,54	4,54	4,54
Yritysarvo (EV)	9,4	4,7	5,8	5,6	4,4	3,5
P/E (oik.)	neg.	neg.	15,0	14,7	8,7	5,5
P/E	neg.	0,8	15,0	43,3	8,7	5,5
P/Kassavirta	-11,6	-69,9	2,6	-678,1	3,5	4,0
P/B	-1,8	2,5	2,5	2,1	1,8	1,4
P/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	1,1	0,6	0,44	0,40	0,26	0,2
EV/EBITDA	156,8	16,4	9,2	11,8	5,2	3,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	22,7	16,4	8,0	4,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	1,1 %	24,8 %	79,9 %	21,5 %	17,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	1,7 %	1,8 %	2,5 %	3,1 %

Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos (EPS)

		liikevaihdon kasvu-% 2017				
		18 %	20 %	22 %	24 %	26 %
EBIT-%	1,8 %	0,19	0,20	0,20	0,20	0,21
	2,3 %	0,25	0,25	0,26	0,26	0,27
	2,8 %	0,31	0,31	0,32	0,32	0,33
	3,3 %	0,36	0,37	0,37	0,38	0,39
	3,8 %	0,42	0,42	0,43	0,44	0,44
	4,3 %	0,47	0,48	0,49	0,50	0,50
	4,8 %	0,53	0,54	0,54	0,55	0,56

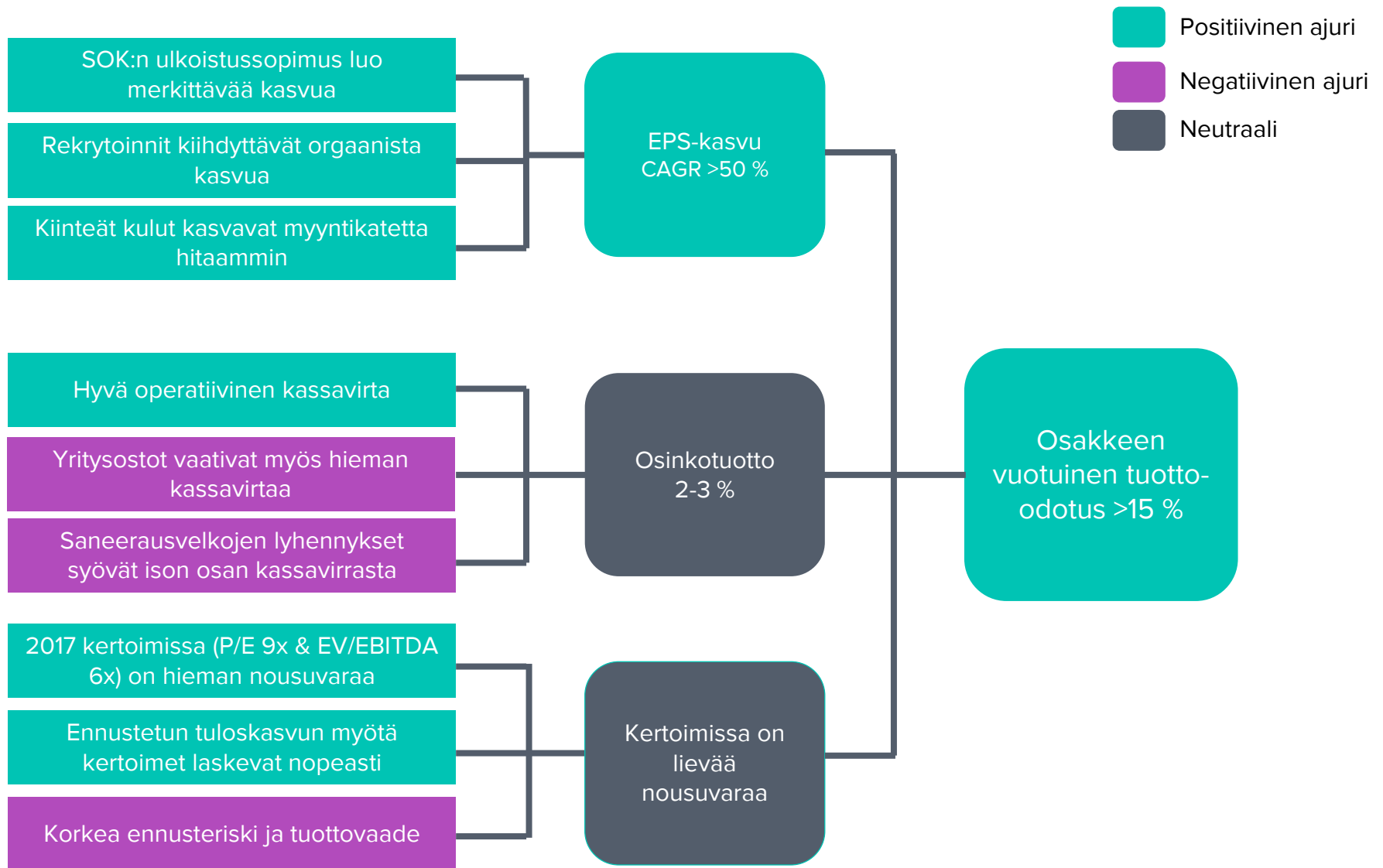
Hinta P/E-kertoimella 10x

		liikevaihdon kasvu-% 2017				
		18 %	20 %	22 %	24 %	26 %
EBIT-%	1,8 %	1,95	1,98	2,02	2,05	2,08
	2,3 %	2,50	2,54	2,59	2,63	2,67
	2,8 %	3,05	3,11	3,16	3,21	3,26
	3,3 %	3,61	3,67	3,73	3,79	3,85
	3,8 %	4,16	4,23	4,30	4,37	4,44
	4,3 %	4,71	4,79	4,87	4,95	5,03
	4,8 %	5,26	5,35	5,44	5,53	5,62

Kurssipotentiaali osakekurssilla 3,25 €

		liikevaihdon kasvu-% 2017				
		18 %	20 %	22 %	24 %	26 %
EBIT-%	1,8 %	-40 %	-39 %	-38 %	-37 %	-36 %
	2,3 %	-23 %	-22 %	-20 %	-19 %	-18 %
	2,8 %	-6 %	-4 %	-3 %	-1 %	0 %
	3,3 %	11 %	13 %	15 %	17 %	19 %
	3,8 %	28 %	30 %	32 %	35 %	37 %
	4,3 %	45 %	47 %	50 %	52 %	55 %
	4,8 %	62 %	65 %	68 %	70 %	73 %

Zeeland Familyn arvoajurit 2017-2018e



Vertailuryhmäarvostus

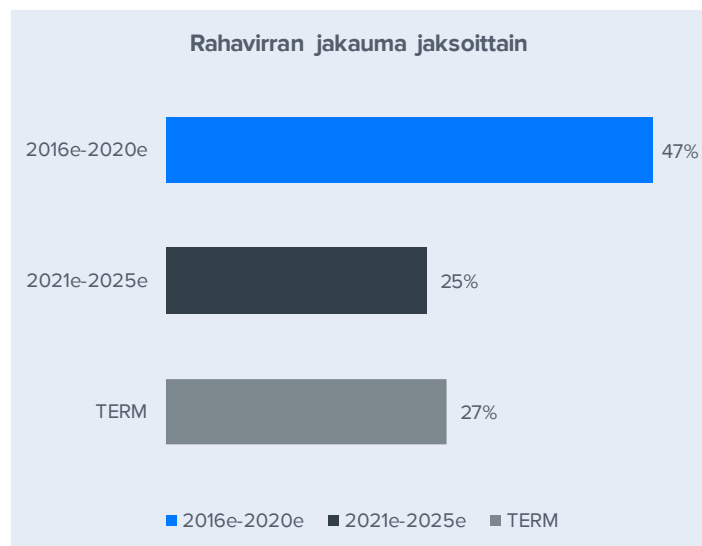
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
SOPRANO	0,39	7,0	8,7	neg	17,3	neg	10,6	0,5	0,5	11,0	18,3	0,0	2,6	1,6
1000MERCIS	43,2	134,6	126,1	12,0	10,7	9,1	7,7	2,2	1,9	19,2	16,9	0,7	0,8	
CRESTON PLC	124,3	87,0	85,3	6,9	6,6	5,9	5,7	0,9	0,8	11,1	10,3	3,5	3,8	0,7
CELLO GROUP PLC	105,5	109,7	115,1	9,3	8,4	8,2	7,4	0,6	0,7	12,6	11,7	3,2	3,4	1,2
HIGH CO	5,9	133,2	78,9	7,9	6,6	7,1	5,9	0,6	0,5	22,0	14,5	1,4	1,9	1,7
MISSION MARKETING GROUP PLC	42,5	42,7	54,7	6,1	5,4	5,0	4,5	0,3	0,3	6,3	5,8	3,5	4,0	
CUSTOM SOLUTIONS	5,3	25,9	7,2			4,9	4,4	0,4	0,3	66,5	19,7	1,9	1,9	
ANTEVENIO	5,5	23,2	20,0			6,1	4,4	0,8	0,7	14,1	11,0			
Zeeland Family (Inderes)	3,25	4,5	5,6	16,4	8,0	11,8	5,2	0,4	0,3	14,7	8,7	1,8	2,5	2,1
Keskiarvo				8,4	9,2	6,6	6,3	0,8	0,7	20,4	13,5	2,0	2,6	1,3
Mediaani				7,9	7,5	6,1	5,8	0,6	0,6	13,3	13,1	1,9	2,6	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				108 %	6 %	94 %	-10 %	-30 %	-58 %	10 %	-33 %	-2 %	-5 %	52 %

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

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	0,3	0,1	0,6	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	
- 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	0,7	0,2	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,3	0,6	1,4	1,3	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,5	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,5	0,0	1,3	1,1	1,1	0,9	1,0	0,8	0,9	0,9	0,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,5	0,0	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	6,4
Diskontattu vapaa kassavirta		0,0	1,1	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	1,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		7,0	7,0	5,9	5,0	4,3	3,7	3,2	2,8	2,4	2,1	1,9
Velaton arvo DCF		7,0										
- Korolliset velat		-2,7										
+ Rahavarat		0,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,1										
Oman pääoman arvo DCF		5,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,97										

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	5,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	14,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	14,2 %

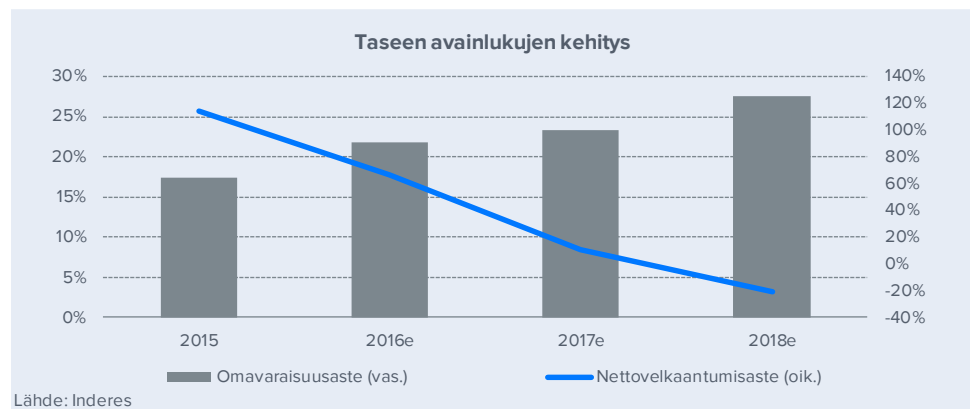


Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	8	8	13	14	17	18
Kulut	-8	-7	-13	-13	-16	-17
EBITDA	0,1	0,3	0,6	0,5	0,8	1,0
Poistot	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2
Liikevoitto	-0,5	-0,3	0,3	0,1	0,6	0,9
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	-0,5	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	0,0	-0,3	0,3	0,3	0,6	0,9
Rahoituserät	2,2	2,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Voitto ennen veroja	-0,7	2,3	0,1	0,1	0,5	0,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,8	2,6	0,3	0,1	0,5	0,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	-0,3	2,6	0,3	0,3	0,5	0,8
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-0,8	2,6	0,3	0,1	0,5	0,8
<i>Osaakohtainen tulos</i>	-0,83	2,87	0,20	0,08	0,37	0,59
Osaakohtainen tulos (oikaistu)	-0,30	-0,07	0,20	0,22	0,37	0,59

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	4,1	3,7	5,1	5,4	5,3
Liikearvo	0,0	0,0	3,6	4,0	4,0
Aineettomat oikeudet	3,8	3,3	0,2	0,2	0,1
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,6	0,6	0,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	2,5	2,4	4,2	4,6	6,0
Varastot	0,1	0,1	0,4	0,4	0,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8
Myyntisaamiset	2,1	2,1	2,1	2,2	2,7
Likvidit varat	0,3	0,3	0,8	1,2	2,0
Taseen loppusumma	6,6	6,2	9,3	10,0	11,2

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	-2,0	0,9	1,6	2,2	2,6
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-8,2	-5,6	-5,5	-1,3	-0,8
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,9	6,2	6,8	3,1	3,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,4	2,3	2,0	1,8	1,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	2,3	2,0	1,8	1,4
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	8,3	3,0	5,7	6,0	7,2
Lainat rahoituslaitoksilta	5,6	0,4	0,7	0,8	0,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,7	2,6	5,0	5,2	6,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,6	6,2	9,3	10,0	11,2



Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laateilla analytyikoilla 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laateen analytyikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.11.2015	Vähennä	2,90 €	2,80 €
29.1.2016	Vähennä	3,20 €	3,00 €
26.2.2016	Lisää	3,20 €	2,55 €
11.5.2016	Lisää	4,00 €	3,10 €
7.9.2016	Lisää	3,70 €	3,48 €
26.9.2016	Lisää	3,30 €	3,07 €
6.10.2016	Lisää	3,80 €	3,13 €
2.11.2016	Osta	3,80 €	3,15 €
15.12.2016	Lisää	3,70 €	3,25 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**