

Odotettua tuloskasvua

Toistamme Zeeland Familyn 7,30 euron tavoitehinnan ja laskemme kaventuneen nousuvaran myötä osakkeen suosituksen lisää-tasolle (aik. osta). Yhtiön eilen julkaisema Q3-tuloskatsaus oli odotuksiemme kaltainen ja yhtiö etenee yhä vahvalla kasvu-uralla. Edelleen maltillisena säilyvä arvostustaso ja jatkuvien toimintojen kasvun myötä madaltuva riskipremio huomioden, näemme arvostuksessa edelleen nousuvaraa.

Odotuksien mukainen Q3-raportti

Zeeland Familyn eilen raportoima Q3-tulos oli operatiivisten lukujen valossa pitkälti odotuksiemme mukainen. Yhtiön myyntikatteen kasvu kiihtyi odotetusti yli 30 %:iin, yhtiön liikevoitto nousi kausiluonteisesti vaisulla Q3:lla odotetusti hieman vertailukaudesta ja osakekohtainen tulos oli ennakoitusti lievästi tappiollinen. Lievästi vahvistuneen tuloskehityksen taustalla oli erityisesti jatkuvien palveluiden kasvu.

Kasvu jatkuu vauhdikkaana

Yhtiö toisti odotetusti tulosohjeistuksen. Yhtiö arvioi edelleen liikevaihdon (2016: 14,0 MEUR) kasvavan vuonna 2017 ja myyntikatteen noin 20 % vuonna 2017 13 MEUR:oon. Liikevoiton yhtiö puolestaan arvioi parantuvan 1,0 MEUR:oon (vuonna 2016 0,3 MEUR). Oma ennustemme vuoden 2017 liikevoitolle on linjassa ohjeistukseen, joten ennusteisiimme ei tullut Q3-raportin myötä merkittäviä muutospaineita. Lisäksi yhtiö kommentoi edelleen odottavansa myyntikatteen kasvun vauhdittuvan ja henkilöstömäärän kasvaneen jaksolla 170 hengen tasolle (Q3'16 noin 130 hlö). Johdon mukaan ulkoistuspalveluiden kysyntänäköymät on hyvät ja lyhyellä aikavälillä yhtiö tavoittelee useita uusia pieniä sopimuksia. Isojen ulkoistussopimusten myyntisyklit ovat edelleen pitkiä ja SOK:n kokoluokan sopimukset näyttävät epätodennäköisiltä.

Ei ennustemuutoksia – ensi vuodelle odotuksissa 20 %:n liikevoiton kasvu

Q3-raportti ei aiheuttanut muuttanut vuosien 2017-2019 operatiivisia tulosenusteitamme. Ennustamme vuoden 2017 liikevaihdoksi 15,6 MEUR ja liikevoitoksi 1,0 MEUR. Vuoden 2017 EPS-ennustemme kuitenkin laski 5 % 0,51 euroon osakkeelta (aik. 0,53 euroa), sillä nettora hoituskulut ylittivät hieman odotuksemme. Zeeland Familylla on käytettävissään huomattava määrä vähennyskelpoisia tappioita, minkä vuoksi yhtiön efektiivinen veroaste on hyvin matala. Kun oikaisemme tulosta matalammalla efektiivisellä veroasteella, nousee vuoden 2017 osakekohtainen tulos noin 0,62 euroon. Vuoden 2017 osinkoennustemme säilyi kuitenkin ennallaan 0,20 eurossa osakkeelta. Vuodelle 2018 odotamme 9 %:n liikevaihdon kasvulla 17,0 MEUR:n liikevaihtoa, 1,24 MEUR:n liikevoittoa, 0,70 euron osakekohtaista tulosta ja 0,30 euron osinkoa.

Arvostus maltillinen

Pidämme Zeeland Familyn arvostustasoa edelleen suhteellisen maltillisena ja näemme osakkeessa yhä nousuvaraa. Perustelemme positiivista näkemystämme kolmea kautta: 1) Odotamme melko varovaisten odotusten perusteella Zeeland Familylle noin 20 %:n liikevoiton kasvua, 2) Zeeland Familylle voi tuloskäänteen vahvistumisen ja jatkuvien palveluiden osuuden merkittävän kasvun kautta historiaan nähden korkeammat arvostuskertoimet, 3) arvostuskertoimet ovat edelleen absoluuttisesti matalat ja antavat merkittävää turvamarginaalia tulosheiluntaa vastaan. Ennusteillamme Zeeland Familyn vuoden 2018 EV/EBITDA-kerroin on noin 7x, raportoitu P/E-kerroin 10x ja verosaatavilla oikaistu P/E noin 9x. Ennustettu osinkotuotto vuodelta 2017 on 3 %.

Analyttikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 7,30 EUR

Edellinen: 5,60



— Zeeland Family

Lähde: Thomson Reuters

Ei ilisen päätös 6,80 EUR

12 kk vaihteluväli 3-7,09 EUR

Potentiaali 7,4 %

Ohjeistus

Zeeland Family arvioi liikevaihdon (2016: 14,0 MEUR) kasvavan vuonna 2017. Myyntikatteen arvioidaan kasvavan vuonna 2017 noin 13 MEUR:oon (2016: 10,7 MEUR). Liikevoiton arvioidaan parantuvan selvästi vuonna 2017 ja olevan noin 1,0 MEUR (2016: 0,3 MEUR).

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	13,3	0,26	1,9 %	0,1	0,20	0,05	0,4	9,2	22,7	15,0	1,7 %
2016	14,0	0,24	1,7 %	0,2	0,11	0,08	0,4	11,2	25,9	12,9	2,4 %
2017e	15,6	1,03	6,6 %	0,9	0,51	0,20	0,7	8,2	9,0	13,4	2,9 %
2018e	17,0	1,24	7,3 %	1,2	0,70	0,30	0,6	6,5	8,2	9,7	4,4 %
2019e	18,1	1,37	7,6 %	1,3	0,78	0,35	0,5	5,6	6,8	8,8	5,1 %
Markkina-arvo, MEUR			9,5	OPO / osake 2017e, EUR			2,05	CAGR EPS, 2016-2019, %			93 %
Nettovelka 2017e, MEUR			1,9	P/B 2017e			3,3	CAGR kasvu, 2016-2019, %			9 %
Yritysarvo (EV), MEUR			11,1	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			66,5 %	ROE 2017e, %			28,4 %
Taseen koko 2017e, MEUR			11,2	Omavaraisuusaste 2017e, %			25,8 %	ROCE 2017e, %			18,8 %

Q3-tulos osui odotuksiimme

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus		Erotus (%)		2017e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes	
Liikevaihto	2,3	3,0	2,7				9 %		15,6
Käyttökate (oikaistu)	-0,1	0,0	0,0				0 %		1,3
Liikevoitto (oikaistu)	-0,2	-0,1	-0,1				36 %		1,0
Tulos ennen veroja	-0,2	-0,2	-0,2				10 %		0,9
EPS		-0,07	-0,09				21 %		0,51
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	28,3 %	17,4 %				10,9 %-yks.		11,3 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	-8,7 %	-3,1 %	-5,2 %				2,1 %-yks.		6,6 %

Lähde: Inderes

Ei ennustemuutoksia

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017e		Muutos %	2018e		Muutos %	2019e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	15,6	15,6	0 %	17,0	17,0	0 %	18,1	18,1	0 %
Käyttökate (oikaistu)	1,3	1,3	0 %	1,6	1,6	0 %	1,7	1,7	0 %
Liikevoitto (oikaistu)	1,0	1,0	0 %	1,2	1,2	0 %	1,4	1,4	0 %
Liikevoitto	0,9	1,0	13 %	1,2	1,2	0 %	1,4	1,4	0 %
Tulos ennen veroja	0,9	0,9	-5 %	1,2	1,2	0 %	1,3	1,3	0 %
EPS (oikaistu)	0,53	0,51	-5 %	0,70	0,70	0 %	0,78	0,78	0 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,30	0,30	0 %	0,35	0,35	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus maltillinen

Parantunut kannattavuus ja näkyvyys tukevat arvostusta

Zeeland Familyn kannattavuustasossa on tapahtunut viimeisen vuoden aikana selvä tasokorotus, kun yhtiö on muokannut organisaatorakennettaan virtaviivaisemmaksi ja keskittynyt entistä vahvemmin skaalautuviin palveluihin. Lisäksi suuret ulkoistussopimukset ovat arviomme mukaan parantaneet käyttöasteita ja lisänneet näkyvyyttä toiminnan kehityksen suhteen. Myös markkinatilanne on selvästi aiempaa suotuisampi ja ulkoistusmarkkinoiden kasvu on vasta alkutekijöissään ja kilpailu vähäistä.

Huomattava alennus viitteelliseen verrokkiryhmään nähden

Näkemyksemme mukaan Zeeland Familylle ei löydy tällä hetkellä suoria listattuja verrokkiyhtiötä Suomesta tai lähialueilta, joskin keväällä pörssiin listautuneen Fondian liiketoimintamalli on kohtuullisen hyvin vertailukelpoinen Zeeland Familyn liiketoimintamallin kanssa. Verrokkiyhtiöiden arvostustasot antavat mielestämme kuitenkin objektiivisen näkökulman Zeeland Familyn arvostukselle.

Verrokkiryhmän mediaani vuoden 2018 EV/EBITDA - kerroin on noin 8x ja P/E-kerroin 14x, mihin nähden Zeeland Familyn osake on 20-35 % aliarvostettu. Fondiaan nähden ero on vielä merkittävästi suurempi. Mielestämme Zeeland Familyn arvostus on verrokkeihin nähden liian matala, vaikka yhtiön koko on selvästi verrokkeja pienempi. Kuitenkin Fondian kertoimet eivät ole mielestämme perusteltuja Zeeland Familylle vielä tässä vaiheessa, sillä Fondian liiketoiminta on arviomme mukaan vähemmän suhdanneherkkää, kuin Zeeland Familyn. Lisäksi Fondian liiketoiminnan kasvu- ja kannattavuuskehitys sekä liiketoiminnan rahavirta ovat olleet historiallisesti selvästi Zeeland Familya vakaampia.

Absoluuttisesti ja kassavirtalaskelmaan nähden osake on houkutteleva

Pidämme Zeeland Familyn arvostustasoa edelleen suhteellisen maltillisena ja näemme osakkeessa yhä nousuvaraa. Perustelemme positiivista näkemystämme kolmea kautta: 1) Odotamme melko varovaisten odotusten perusteella Zeeland Familylle noin 20 %:n liikevoiton kasvua, 2) Zeeland Familylle voi tuloskäanteen vahvistumisen ja jatkuvien palveluiden osuuden merkittävän kasvun kautta historiaan nähden korkeammat arvostuskertoimet, 3) arvostuskertoimet ovat edelleen absoluuttisesti matalat ja antavat merkittävää turvamarginaalia tulosheiluntaa vastaan. Ennusteillamme Zeeland Familyn vuoden 2018 EV/EBITDA-kerroin on noin 7x, raportoitu P/E-kerroin 10x ja verosaatavilla oikaistu P/E noin 9x. Ennustettu osinkotuotto vuodelta 2017 on 3 %.

Annamme arvonmäärityksessä myös rahavirtamallille (DCF) hieman normaalia suuremman painoarvon, vaikka rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaali-jakson muuttujiin nähden. Päivitetyt DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,5 euroa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin hieman vahvemman kasvun jälkeen terminaali-jaksolla 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 6 %:iin liikevaihdosta (nyt 6,6 %). Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 34 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 11,8 % ja oman pääoman kustannus 12,2 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipremio 4,75 %, likviditeettipremio 3,5 % ja beta 1,2. Kassavirtamalli on kuvattu tarkemmin sivulla 6.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
ANTEVENIO	0,41	7,3	6,3	10,5	6,1	7,5	5,1	0,4	0,4	12,3	9,1	2,4	4,8	1,4
1000MERCIS	46,3	146,5	129,2	13,2	10,2	10,5	8,3	2,2	1,8	19,6	15,8	0,8	1,0	2,3
CUSTOM SOLUTIONS	5,9	29,2	14,9			18,7	12,7	0,8	0,9	587,0				1,8
CELLO GROUP	131,0	155,8	162,3	11,5	10,4	9,9	9,1	0,8	0,7	16,0	15,1	2,8	2,9	
FONDIA	11,9	47,1	41,5	17,1	12,2	15,6	11,4	2,2	1,9	22,5	18,9	2,5	3,5	7,5
HIGH CO	4,4	99,1	41,3	6,0	5,3	4,9	4,3	0,5	0,4	11,9	12,4	2,9	2,9	1,2
MISSION MARKETING GROUP PLC	0,5	9,7	9,2	9,8					0,5	26,5	13,3			
SOPRANO OYJ	45,50	43,6	54,4	6,1	5,3	5,1	4,3	0,7	0,7	6,3	5,7	3,8	4,1	
Zeeland Family (Inderes)	6,80	9,5	11,1	9,0	8,2	8,2	6,5	0,7	0,6	13,4	9,7	2,9	4,4	3,3
Keskisarvo				10,6	9,7	9,5	7,9	1,1	0,9	16,4	14,6	2,5	3,2	2,8
Mediaani				10,5	10,2	9,9	8,3	0,8	0,7	16,0	14,2	2,6	3,2	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				-14%	-20%	-17%	-22%	-9%	-14%	-17%	-31%	12%	38%	79%

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys	2015	H1'16	H2'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e
	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Liikevaihto	13,3	8,0	6,0	14,0	4,2	4,2	3,0	4,2	15,6	17,0
Myyntikate	6,9	6,0	4,7	10,6	3,6	3,2	2,6	3,6	13,0	14,2
Käyttökate	0,63	0,5	0,0	0,56	0,73	0,29	0,02	0,31	1,35	1,55
Poistot ja arvonalennukset	-0,38	-0,2	-0,2	-0,3	-0,07	-0,07	-0,09	-0,10	-0,32	-0,32
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,26	0,6	-0,1	0,45	0,66	0,22	-0,07	0,21	1,03	1,24
Liikevoitto	0,26	0,35	-0,10	0,24	0,66	0,22	-0,07	0,21	1,03	1,24
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,00	0,00	0,02	0,02	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,03
Nettorahoituskulut	-0,13	-0,02	-0,03	-0,05	-0,02	-0,10	-0,06	-0,02	-0,20	-0,07
Tulos ennen veroja	0,13	0,33	-0,12	0,21	0,64	0,13	-0,13	0,22	0,86	1,20
Verot	0,14	-0,06	0,00	-0,06	-0,13	-0,01	0,03	-0,04	-0,15	-0,22
Vähemmistöosuudet	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettotulos	0,27	0,27	-0,12	0,15	0,51	0,12	-0,10	0,18	0,71	0,98
EPS (oikaistu)	0,20	0,34	-0,09	0,26	0,37	0,08	-0,08	0,13	0,51	0,70
EPS (raportoitu)	0,28	0,20	-0,09	0,11	0,37	0,09	-0,08	0,13	0,52	0,70

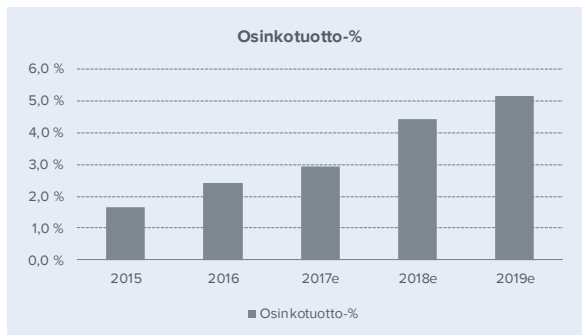
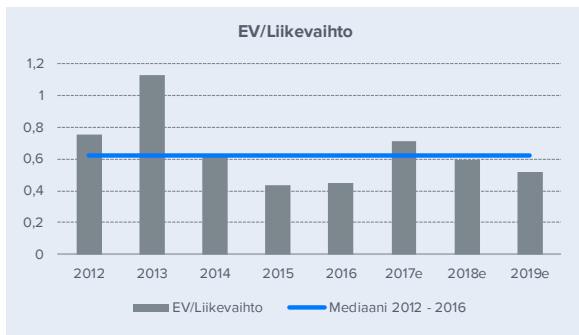
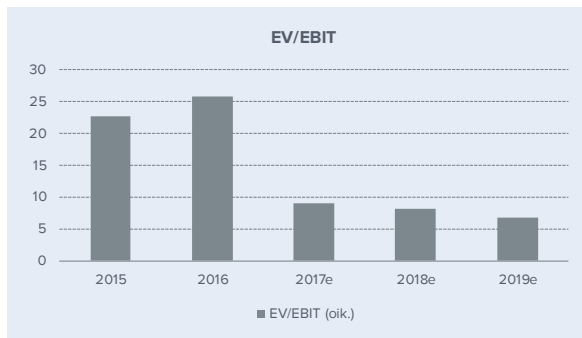
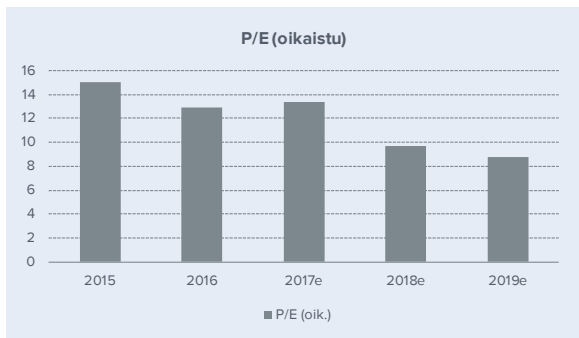
Tunnusluvut	2015	H2'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	76,2 %		5,9 %	2,2 %	9,7 %	30,4 %	11,2 %	11,3 %	9,1 %
<i>Myyntikatteen kasvu-%</i>	-11,9 %		22,8 %	7,3 %	21,1 %	35,3 %	31,8 %	22,7 %	9,1 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-200,8 %		75,0 %	29,7 %	4,5 %	-65,0 %	-304,7 %	129,6 %	20,4 %
<i>Käyttökate-%</i>	4,8 %	0,8 %	4,0 %	17,3 %	6,9 %	0,7 %	7,3 %	8,6 %	9,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	1,9 %	-1,7 %	3,2 %	15,7 %	5,3 %	-2,3 %	5,1 %	6,6 %	7,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,0 %	-2,0 %	1,0 %	12,2 %	2,8 %	-3,5 %	4,4 %	4,6 %	5,7 %

Lähde: Inderes

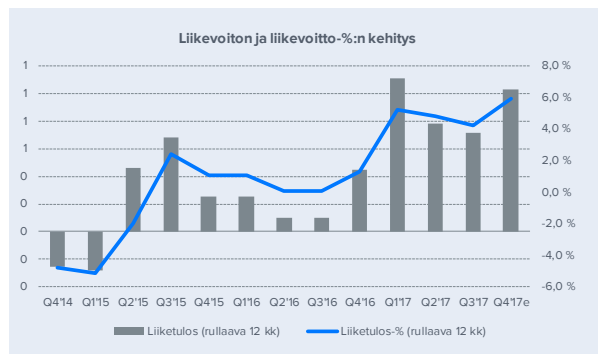
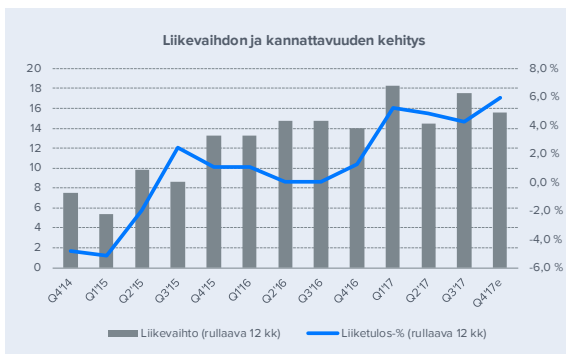
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,18	3,92	2,35	3,02	3,32	6,80	6,80	6,80
Markkina-arvo	2,1	3,8	2,2	4,0	4,6	9,5	9,5	9,5
Yritysarvo (EV)	7,4	9,4	4,7	5,8	6,3	11,1	10,2	9,4
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	15,0	12,9	13,4	9,7	8,8
P/E	neg.	neg.	0,8	15,0	31,0	13,4	9,7	8,8
P/Kassavirta	-1,5	-11,6	-69,9	2,6	-6,9	11,4	5,8	5,5
P/B	-1,5	-1,8	2,5	2,5	2,1	3,3	2,7	2,2
P/S	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	1,1	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	neg.	156,8	16,4	9,2	11,2	8,2	6,5	5,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	18,5	22,7	25,9	9,0	8,2	6,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	1,1 %	24,8 %	74,7 %	39,3 %	42,9 %	45,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,3 %	1,7 %	2,4 %	2,9 %	4,4 %	5,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

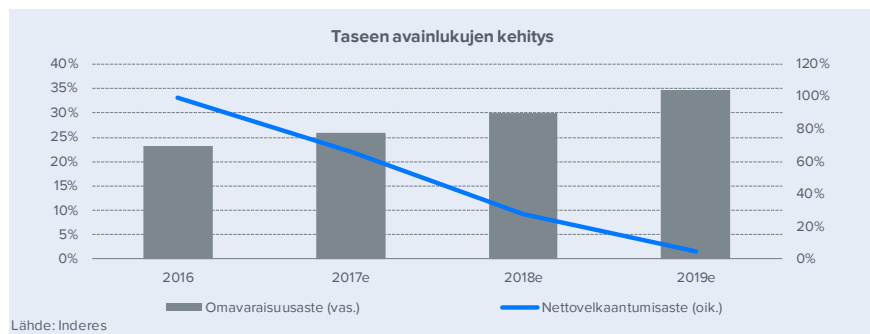


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	3,7	5,1	5,7	6,0	6,0
Liikearvo	0,0	3,6	4,2	4,5	4,5
Aineettomat oikeudet	3,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	0,1	0,6	0,7	0,8	0,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Muut sijoitukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	2,4	4,2	3,5	5,2	6,0
Varastot	0,1	0,4	0,6	0,5	0,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,8	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	2,1	2,1	2,0	2,5	2,7
Likvidit varat	0,3	0,8	0,5	1,7	2,3
Taseen loppusumma	6,2	9,3	9,3	11,2	12,0

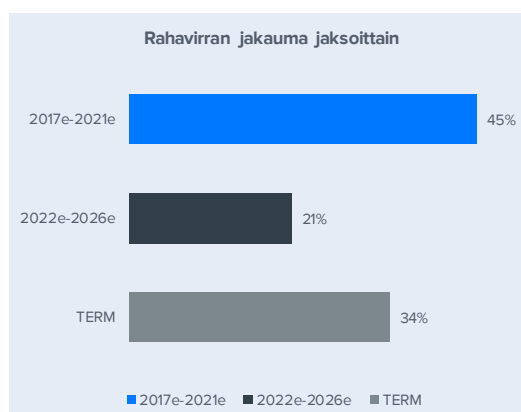
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	0,9	1,6	2,1	2,9	3,6
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarat	-5,6	-5,5	-1,3	-0,7	0,0
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	6,2	6,8	3,1	3,2	3,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,3	2,0	2,0	2,4	2,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,3	2,0	1,9	2,4	2,1
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	3,0	5,7	5,1	5,9	6,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,7	0,7	1,2	1,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,6	5,0	4,4	4,7	5,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,2	9,3	9,3	11,2	12,0



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	0,2	1,0	1,2	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-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	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,3	1,2	1,7	1,8	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,0	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,7	0,6	1,4	1,5	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
+/- Muut	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	0,8	1,6	1,7	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	11,9
Diskontattu vapaa kassavirta	1,1	1,4	1,3	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	4,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	12,3	11,5	10,1	8,7	7,8	6,9	6,2	5,6	5,1	4,6	4,3	
Velaton arvo DCF	12,3											
- Korolliset velat		-2,6										
+ Rahavarat		0,5										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-0,1										
Oman pääoman arvo DCF	10,4											
Oman pääoman arvo DCF per osake	7,46											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,8 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	7,5	13,3	14,0	15,6	17,0
EBITDA	0,3	0,6	0,6	1,3	1,6
EBITDA-marginaali (%)	3,8	4,8	4,0	8,6	9,1
EBIT	-0,3	0,3	0,2	1,0	1,2
Voitto ennen veroja	2,3	0,1	0,2	0,9	1,2
Nettovoitto	2,6	0,3	0,1	0,7	1,0
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	6,2	9,3	9,3	11,2	12,0
Oma pääoma	0,9	1,6	2,1	2,9	3,6
Liikearvo	0,0	3,6	4,2	4,5	4,5
Korolliset velat	2,7	2,7	2,6	3,6	3,3

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	0,3	0,6	0,6	1,3	1,6
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	0,7	-0,3	-0,1	0,1
Operatiivinen kassavirta	0,0	1,3	0,3	1,2	1,7
Vapaa kassavirta	0,0	1,5	-0,7	0,8	1,6

Yhtiökuvaus
Zeeland Family Oyj tarjoaa markkinointiviestinnän palveluita Suomessa. Yhtiön palveluihin kuuluu mm. mediatoimisto, mainonta, markkinoinnin ulkoistus, valmennus, viestintä ja PR, sisältömarkkinointi ja asiakaslehdet. Yhtiöllä on toimistot Helsingissä, Turussa, Jyväskylässä sekä Joensuussa ja sen palveluksessa toimii yli 100 henkilöä. Zeeland Familyn osake on ollut listattuna First North Helsinki -markkinapaikalla vuodesta 2011.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	2,87	0,20	0,11	0,51	0,70
EPS oikaistu	-0,07	0,20	0,26	0,51	0,70
Operat. kassavirta per osake	-0,01	1,02	0,21	0,83	1,21
Tasearvo per osake	0,98	1,22	1,56	2,05	2,55
Osinko per osake	0,03	0,05	0,08	0,20	0,30
Voitonjako, %	1	25	75	39	43
Osinkotuotto, %	1,3	1,7	2,4	2,9	4,4

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	0,9	15,0	31,0	13,4	9,7
P/B	2,5	2,5	2,1	3,3	2,7
P/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6
P/CF	neg.	3,0	15,6	8,2	5,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6
EV/EBITDA	16,4	9,2	11,2	8,2	6,5
EV/EBIT	neg.	22,7	25,9	10,8	8,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Gobelet Oy	12,8 %
Skogberg Ville	8,5 %
Coco invest Oy	5,8 %
Impola Juha	4,8 %
Nikkola Ismo	4,2 %
Björklund Aki	3,0 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

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

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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