

VMP

Seurannan aloitus

12/2018

inde
res.

Yritystovetoista kasvua

Aloitamme henkilöstöpalveluyritys VMP:n seurannan vähennä-suosituksella ja tavoitehinnalla 3,80 euroa. VMP on kasvanut ripeästi viime vuosina markkinoiden voimakkaan orgaanisen kasvun tukemana ja myös yritysostojen kautta. Osakkeen arvostus on painunut maltilliseksi, mikä heijastelee tuloskasvuun ja markkinoiden kehitykseen liittyvää lyhyen tähtäimen epävarmuutta. Kuluva vuoden ohjeistuksen saavuttamiseen liittyvä epävarmuus pitää meidät varovaisina lyhyellä tähtämellä, vaikkakin näemme arvostuksessa nousuvaraa ensi vuoteen katsottaessa.

Laaja tarjonta henkilöstöpalveluja ja vahva markkinapeitto

VMP on laajan palveluvalikoiman henkilöstöpalveluyhtiö, joka tarjoaa henkilöstövuokraus-, rekrytointin ja organisaation kehittämisen sekä itsensä työllistämisen palveluita. Yhtiö toimii henkilöstövuokrauksessa sekä omien toimipisteiden kautta, että franchise-mallilla. Yhtiön päämarkkina on Suomen henkilöstöpalvelumarkkina, minkä lisäksi yhtiöllä on pienimuotoista toimintaa Ruotsissa ja rekrytointipiste Romaniassa. VMP:n maantieteellinen peitto Suomessa on laaja ja yhtiön asiakaskunta on hyvin hajautunut. Tämä laskee yhtiön riskiprofiilia ja tasaa suhdanteen vaikutuksia toimialalla, joka on altis suhdannevaihteluille.

VMP:n lähivuosisien kasvupotentiaali nojaa epäorgaaniseen kasvuun

VMP:n relevantin markkinan kasvua ajaa lyhyellä tähtämellä etenkin BKT:n kehitys ja pitkällä aikavälillä rakenteelliset muutokset. Talouden kehitys heijastuu vivulla henkilöstöpalveluiden markkinaan, joka on kasvanut 2010-luvulla noin 11 % vuositasolla (CAGR-%). Markkina on myös erittäin fragmentoitunut, minkä ansiosta VMP:llä on hyvä epäorgaaninen kasvumahdollisuus. Yritystovetoinen kasvu on myös keskiössä yhtiön strategiassa, jonka keskeinen tavoite on markkinoiden kasvua nopeampi kasvu. Pidämme yritysostovetoista kasvua tässä markkinan elinkaaren vaiheessa selvien omistaja-arvoa luovien edellytyksien vuoksi oikeana strategiana. Historiallisesti yhtiö on toteuttanut yrityskauppoja matalilla arvostuskertoimilla, mikä yhdessä vahvan järjestelyosaamisen kanssa kasvattaa luottamustamme lähivuosisien suhteen. Yhtiöllä on myös taseensa puolesta liikkumavaraa potentiaalisia järjestelyitä silmällä pitäen. Arviomme mukaan kasvun painopiste siirtyy lähivuosisina epäorgaaniseen kasvuun markkinakasvun laskiessa selvästi viime vuosina nähdyiltä 10-15 %:n tasolta. Emme kuitenkaan mallinna yritysostoja, joten ennusteissamme (2018e-2020e) liikevaihdon ja käyttökäteen kasvu nojaa jo toteutettujen yritysostojen tuomaan kasvuun.

Arvostuksessa on nousuvaraa, jos ensi vuoden tuloskasvuodotukset realisoituvat

VMP:n ennusteidemme mukaiset EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2018 ja 2019 ovat 7x ja 6x, kun taas volyympihajaiset EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 0,5x. Liikearvon poistoilla oikaistu vuoden 2019 P/E-kerroin taas on 7x. Kertoimet ovat mielestämme lyhyellä tähtämellä neutraalit, kun huomioidaan kuluva vuoden tulostasoon liittyvä epävarmuus. Sen sijaan näemme ensi vuoden kertoimissa selvää nousuvaraa, jos odottamamme tulosparannus realisoituu. Suhteellinen arvostus tukee näkemystämme siitä, että lyhyellä tähtämellä arvostus on neutraali, mutta vuoden 2019 kertoimissa on nousuvaraa.

Analyttikko

Petri Gostowski
+358 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: -



3,80 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 3,64 EUR

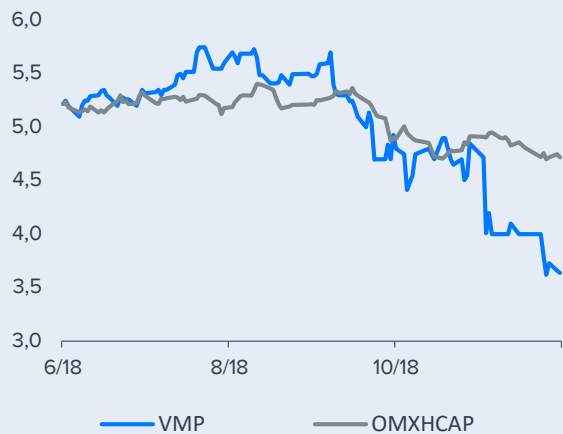
Potentiaali: 4,4 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	110	125	133
kasvu-%	21,7 %	13,7 %	6,7 %
Oik. EBITDA	9,3	10,2	10,7
Oik. EBITDA-%	8,5 %	7,8 %	8,0 %
Tulos ennen veroja	5,7	-2,8	2,1
Oik. EPS oik. (EUR)	0,42	0,10	0,50
Osinko (EUR)	-	0,10	0,15
P/E (oik.)		36	7,3
P/B		1,1	1,1
EV/S		0,5	0,5
EV/EBITDA		6,6	5,7
EV/EBIT		9,2	6,1
Osinkotuotto-%		2,7 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Kurssikehitys

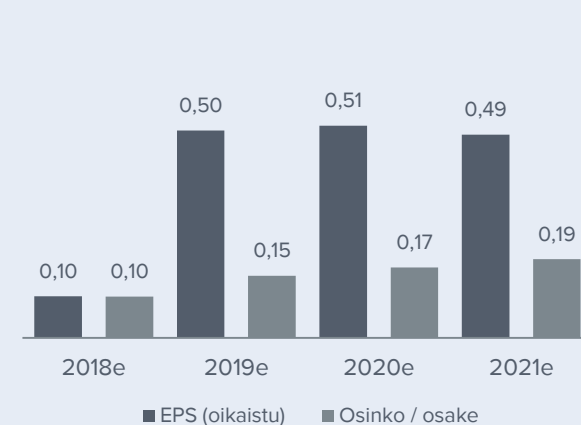


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto (MEUR) ja käyttökate-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinan pitkän aikavälin kasvu ja yhtiön laaja palvelutarjonta
- Yritysoistoilla mahdollista luoda omistaja-arvoa
- Toiminnan tehokkuuden paraneminen kasvun myötä



Riskitekijät

- Suhdanneherkkyys
- Epäonnistuminen yritysostokohteiden integroinnissa
- Kilpailun kiristyminen ja sen heijastuminen katteisiin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä



Arvostus

- Absoluuttiset kertoimet linjassa hyväksymiimme tasoihin lyhyellä tähtäimellä
- Suhteellinen arvostus indikoi osakkeen olevan neutraalisti hinnoiteltu
- Arvostuskertoimissa nousuvaraa, jos ensi vuoden tuloskasvu realisoituu

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-11
Liiketoimintamalli	s. 12-16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 17-21
Markkinat	s. 22-26
Kilpailukenttä	s. 27-29
Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne	s. 30-32
Ennusteet	s. 33-36
Arvonmääritys	s. 37-40
Taulukot	s. 41-43
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 44

VMP lyhyesti

VMP on henkilöstöpalveluyritys, joka tarjoaa laajan valikoiman henkilöstövuokrauksen, rekrytoinnin ja organisaation kehittämisen sekä itsensätyöllistämisen palveluita.

1988 PERUSTAMISVUOSI	97 % Suomen osuus liikevaihdosta (Q3'18)
--------------------------------	---

#2. suurin toimija
Suomen markkinoilla
• Ketjuliikevaihdoilla mitattuna (2017)

110 MEUR (+22 % vs. 2016)
LIIKEVAIHTO 2017

9,3 MEUR (8,5 % lv:sta)
Käyttökate 2017 (+81 % v/v)

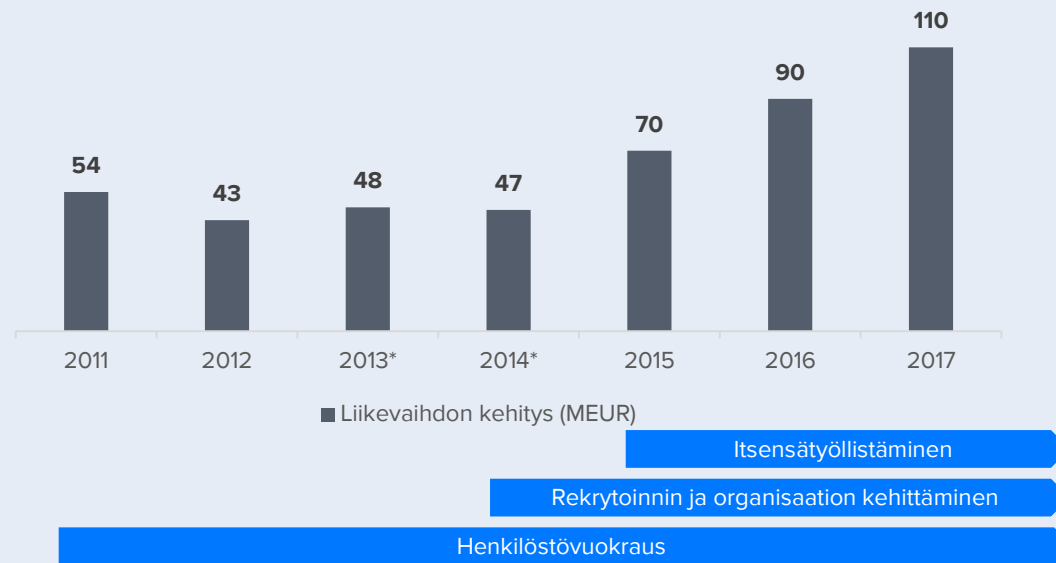
55 henkilöstövuokrauksen toimipistettä	27 Yritystä franchise-ketjussa
---	--

Yhtiö uudistaa strategiansa ja laajentaa kokonaisvaltaisesti henkilöstöpalveluihin

Franchiseyritysten määrää kasvatettiin ja omien toimipaikkojen määrää vähennettiin

Uusi strategia osoittaa toimivuutensa ja markkinan kasvu kiihtyy voimakkaaksi

Pääomaisijoittaja mukaan yhtiön kehittämiseen



Yhtiökuvaus 1/3

Laaja tarjonta henkilöstöpalveluja

VMP on henkilöstöpalveluyritys, joka tarjoaa kattavasti eri henkilöstöpalvelualan palveluita Suomessa ja toimii lisäksi henkilöstövuokrauksen markkinoilla Ruotsissa. Yhtiön päämarkkina on kuitenkin Suomessa ja Ruotsin osuus liikevaihdosta on hyvin pieni. Q3'18:lla Suomen osuus liikevaihdosta oli 97 %. Yhtiöllä on lisäksi vuokratyövoiman rekryointipiste Romaniassa. Yhtiön toimintasäde Suomessa kattaa koko maan pohjoisinta Suomea (Lappi) lukuun ottamatta. Ruotsissa yhtiön liiketoiminta fokuoituu taas vahvasti maan eteläosaan.

Yhtiön palvelutarjoama kattaa

- 1) **henkilöstövuokrauspalvelut,**
- 2) **rekrytoinnin ja organisaation kehittämisen palvelut sekä**
- 3) **itsensätyöllistämisen palvelut.**

VMP:n liiketoiminta jakautuu myös näihin kolmeen palvelukokonaisuuteen ja yhtiö raportoi niiden liikevaihdot erillisinä osa-alueina. Vuonna 2017 henkilöstövuokrauspalvelut vastasi 55 %:sta yhtiön liikevaihdosta, kun taas itsensätyöllistämisen osuus oli 38 % ja noin 8 % tuli rekrytoinnista ja organisaatioiden kehittämisestä. VMP oli vuonna 2017 liikevaihdolla (ketjuliikevaihto) mitattuna henkilöstöpalvelualan toiseksi suurin toimija.

VMP:n suurimmat asiakasalat ovat teollisuus (etenkin metalliteollisuus), HoReCa, rakennusala, vähittäiskauppa ja julkinen sektori. Toimialajakauma heijastelee arviomme mukaan voimakkaasti henkilöstöpalvelujen asiakaskuntaa, kun taas itsensätyöllistämisen palvelun käyttäjien asiakaskunta on hajautunut laajalti.

Henkilöstövuokrauspalvelut

Yhtiö tarjoaa perinteisen henkilöstövuokrauksen lisäksi myös digitaalisia palveluita, kuten robottityövoimaa sekä hoivapalveluita. Yhtiön henkilöstövuokrauspalveluilla oli vuonna 2017 noin 3 300 yritysasiakasta ja se työllisti yli 14 000 henkilöä suoraan tai ketjuyritystensä kautta.

VMP:llä on yhteensä 38 henkilöstövuokrauspalvelutoimipistettä Suomessa, joista 35 on franchise-yrittäjien toimipisteitä. Vastaavasti Ruotsissa yhtiöllä on 15 toimipistettä, joista yhdeksän on franchiseyrittäjien toimipisteitä. Virossa yhtiöllä oli neljä toimipistettä, mutta ne on siirtynyt paikallisen johdon omistukseen eikä VMP:llä ole enää omaa toimintaa Virossa. Viro on yhä potentiaalinen työvoiman tuonti maa ja yhtiö tekee yhteistyötä Viron liiketoimintojen kanssa.

Yhtiö toimii oman VMP varamiespalvelu -brändinsä alla henkilöstövuokrauksessa Helsingissä, Turussa ja Tampereella. Muualla Suomessa yhtiö toimii franchiseyrityksien kautta samalla brändillä. Lisäksi yhtiön henkilöstövuokrauspalveluilla on Rovaniemellä Sijaishaltija-brändin alla toimiva etenkin nuorten työllistämiseen keskittynyt toimipiste ja Staffplus-brändin alla yksi pk-seudulla toimiva toimipiste. Staffplus on keskittynyt etenkin ravintola-alan henkilöstövuokraukseen. Ruotsissa yhtiö toimii VMP-Group nimellä.

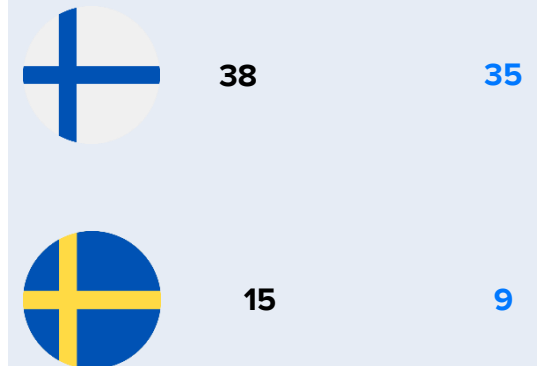
Digitaaliset palvelut muodostuvat MOST Digital-yhteistyökumppanin kanssa tarjottavasta ohjelmistorobottityövoimasta. Robottipalvelut sisältävät mm. massatiedonsiirtoa, asiakasraportointia, matkalaskujen käsittelyä ja palkanlaskentaa sekä laskutusta. Henkilöstövuokrauksen liikevaihto muodostuu omien toimipisteiden kautta laskutettavasta liikevaihdosta sekä ketjuyrittäjiltä saatavista franchise-maksuista.

Liikevaihdon jakauma (2017)



Henkilöstövuokrauspalvelut *

Toimipisteet, joista franchise-toimipisteitä



Lähde: VMP, Inderes

*sis. vain VMP- ja VMP Group-nimellä toimivat toimipisteet

Yhtiökuvaus 2/3

Henkilöstövuokrauspalveluihin niin ikään kuuluva hoivapalveluliiketoiminta muodostuu VMP:n 80 %:n enemmistöomistuksesta Alina Hoivatiimi Oy:ssä. Hoivapalveluilla, jotka toimivat Suomessa Alina-brändin alla, on vastaavasti 29 toimipistettä, joista 28 on franchise-yrittäjien toimipisteitä. Alina tarjoaa palveluita kotiin niin vanhuksille, lapsiperheille kuin myös muille palveluja tarvitseville.

Rekrytinnin ja organisaation kehittämisen palvelut

VMP laajensi palvelutarjoamaansa rekrytinnin ja organisaation kehittämisen palveluilla vuonna 2014. Palvelut kattavat mm. koulutus-, soveltuvuusarviointi-, muutosvalmennus-, rekrytointi- ja suorahakupalvelut ja ne toimivat Personnel-brändin alla. Rekrytointi ja suorahaku palveluissa yhtiö etsii toimeksiannon mukaisen henkilön tai henkilöitä, jonka/joiden kanssa asiakas tekee työsopimuksen. VMP:llä on palvelualusta, josta asiakas voi seurata toimeksiannon etenemistä. Suorahaku soveltuu erityisesti asiantuntija- tai esimiestason tehtäviin.

Soveltuvuusarvioinnin palveluissa VMP auttaa asiakasta selvittämään määrättyssä tehtävässä vaadittavia ominaisuuksia ja tekee henkilöarviointeja mm. soveltuvuus- ja kyvykkyydesteillä. Koulutus- ja valmennus palvelut taas pyrkivät mm. asiakasorganisaation kehittämiseen ja valmistavat asiakasorganisaatioita muutokseen. Yhtiö toteutti vuonna 2017 noin 400 rekrytointiprojektia, noin 140 suorahakutoimeksiantoa ja noin 140 henkilöstön kehittämis- ja koulutusprojektia. Rekrytinnin ja organisaation kehittämisen palveluilla on yhteensä seitsemän toimipistettä, joista kaksi on franchiseyrittäjien tiloissa.

Itsensätyöllistämisen palvelut

Itsensätyöllistämisen palvelut tuli osaksi yhtiön tarjoamaa vuonna 2015 ja rakentuvat vahvasti yhtiön Eezy-palvelun päälle, jolla asiakkaat voivat ulkoistaa laskutuksen ja hallinnolliset työt VMP:lle. Itsensä työllistäjä voi Eezy:n kautta laskuttaa asiakastaan, josta VMP vähentää omat palkkionsa (palvelumaksu), sivukulut yms. lakisäätöiset maksut sekä tapaturmavakuutuksen kulut ja välittää palkan itsensä työllistäneelle henkilölle. VMP tarjoaa Eezy:n kautta itsensä työllistävälle käyttäjille lisäpalveluja, kuten tapaturmavakuutuksia, Express-palkka -palvelua ja lakineuvontaa. Itsensätyöllistämisen palvelu Eezyllä oli vuonna 2017 noin 20 000 käyttäjää, joista lähes 4000 oli aktiivisia käyttäjiä.

Kokonaisuus muodostuu useasta ostetusta liiketoiminnasta

Eri brändien alla toimiminen edellä mainituilla kolmella palvelualueella heijastaa yhtiön kasvua, joka on ollut orgaanisen kasvun lisäksi alalle hyvin tyyppilliseen tapaan myös yritysostovetoista. Yhtiön palveluvalikoiman laajentuminen onkin tullut merkittävässä määrin yritysostojen kautta, minkä takia mm. rekrytinnin ja organisaation kehittämisen palvelut (Personnel) sekä itsensätyöllistämisen palvelut (Eezy) ovat omien brändiensä alla.

Edellä mainittujen palvelualueiden lisäksi yhtiö on ollut osallisena kasvupalvelut-hankkeessa, jossa VMP:n tavoitteena on TE-toimistojen asiakkaiden työllistäminen tulospusterusteisesti. Konsernitason hanke on vasta pilotti-vaiheessa, mutta se on yhtiölle yksi potentiaalinen kasvuaihe keskkipitkällä aikavälillä. Hanke on osa sote- ja maakuntauudistusta ja sitä valmistellaan työ- ja elinkeinoministeriössä.

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti viime vuosina

VMP on kasvanut vuosien 2014-2017 välisenä aikana voimakkaasti, kun sen keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvuprosentti on ollut lähes 33 %. Historiallisesti kasvu ei kuitenkaan ole ollut näin voimakasta, sillä 2010-luvun alussa yhtiön liikevaihto laski vuoden 2011 54 MEUR:n tasosta 43 MEUR:oon vuonna 2012, jonka jälkeen kasvu oli tiukassa vuodet 2013 (lv. 48 MEUR) ja 2014 (lv. 47 MEUR). Tämä heijastelee käsityksemme mukaan kuitenkin merkittävässä määrin strategista muutosta ja mm. franchise-malliin siirtymisen myötä myös erilaista liikevaihdon rakennetta.

Vuonna 2011 VMP uudisti strategiansa, jonka myötä yhtiö keskittyi henkilöstövuokrauksen lisäksi kokonaisvaltaisempiin henkilöstöpalveluihin ja vuosina 2013-2014 yhtiö mm. vähensi omien toimipisteiden määrää ja kasvatti franchiseyrittäjien määrää sekä uudisti franchise-palkkiomallin.

VMP:n viime vuosien kasvu on tullut voimakkaasti kotimaasta, kun taas muista maista kertynyt liikevaihto on ollut absoluuttisesti sekä suhteellisesti laskukäyrällä. Vuonna 2015 muiden maiden osuus liikevaihdosta oli lähes 15 %, mutta se laski vuoden 2016 10 %:n tasosta vajaan 8 %:iin vuonna 2017 ja oli vain 3 % Q3'18:lla. Yhtiö keskittyykin tällä hetkellä pääasiassa Suomen markkinoihin, kun taas Ruotsi on ainakin toistaiseksi hyvin pieni numeerisesti, mutta tämä on isolta osin strateginen valinta. Jatkossa muiden maiden suhteellista osuutta laskee Viron pieneen kokoluokkaan jääneestä henkilöstövuokrausliiketoiminnasta luopuminen vuoden 2018 H2:n aikana.

Yhtiökuvaus 3/3

Kannattavuus on kohentunut ripeästi viime vuosina

Yhtiön kannattavuuskehitys on heijastellut liikevaihdon kehitystä, kun vuosien 2012 ja 2014 välillä yhtiön käyttökateprosentti oli matalalla tasolla 2,4-3,3 %:ssa. Tämän jälkeen ripeä kasvu on heijastunut myös kannattavuuteen, joka on noussut vuoden 2015 4,7 %:sta vuoden 2017 8,5 %:iin, jota voidaan pitää alalla erittäin hyvänä tasona.

Kannattavuuden nousu heijastelee kasvun tuomia hallinnon tehokkuushyötyjä, mutta myös franchise-maksujen kasvua ja yhtiön liikevaihtokertymän rakenteellista muutosta yrityskauppojen seurauksena. Franchise-keijun liikevaihdon kasvu kasvattaa yhtiön saamia franchise-maksuja (kirjataan liikevaihtoon), jotka valuvat tehokkaasti kannattavuuteen. Lisäksi rekrytointi ja organisaation kehittämisen palvelut ovat huomattavasti henkilöstövuokrausta kannattavampaa liiketoimintaa ja sen liikevaihdon noin nelinkertaistuminen vuoden 2015 2,2 MEUR:n tasosta vuoden 2017 8,5 MEUR:oon on tukenut arviomme mukaan kannattavuutta tuntuvasti.

Franchise-malli laskee yhtiön omaa riskiprofiilia ja kuluja, mutta samalla se rajaa yhtiön kannattavuuspotentiaalia, kun kasvu henkilöstövuokrauksessa tulee konsernin osuutena franchise-yrittäjien liiketoiminnan kasvusta. Tällöin VMP-konsernin liikevaihdon kasvu tulee franchise-yrityksien maksamien franchise-maksujen kasvun kautta. Samalla yhtiön liiketoiminnan riskiä laskee se, että merkittävää osaa liiketoiminnan kuluista määrittävä henkilöstö on franchise-yrityksen palkkalistoilla.

Omistusrakenne ja hallitus

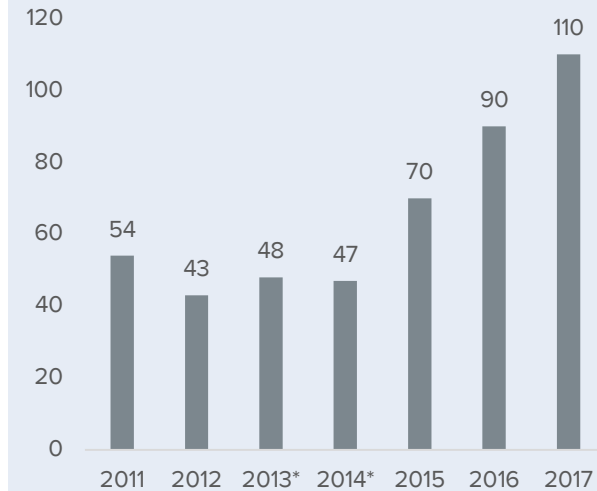
VMP:n suurin omistaja on pääomasijoittaja Senticalla kahden rahastonsa kautta, jotka omistavat yhteensä

noin 39 % yhtiön osakkeista. Senticalla tuli VMP:n enemmistöomistajaksi vuoden 2017 lopulla ja hieman ennen kesän 2018 listautumista. Yhtiön toiseksi suurin omistaja noin 19 %:n omistusosuudella on Meissa-Capital, joka on VMP:n perustajaperheen määräysvalta-yhtiö. Yhtiön 20 suurimman omistajan (yhteensä noin 81 %:n omistus) joukosta vähintäänkin suurin osa on omistajia, jotka ovat arviomme mukaan pidempiaikaisia sijoittajia. Tämä laskee vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrää, mikä mielestämme tulee huomioida tuottovaatimuksessa likviditeettipreemiolla.

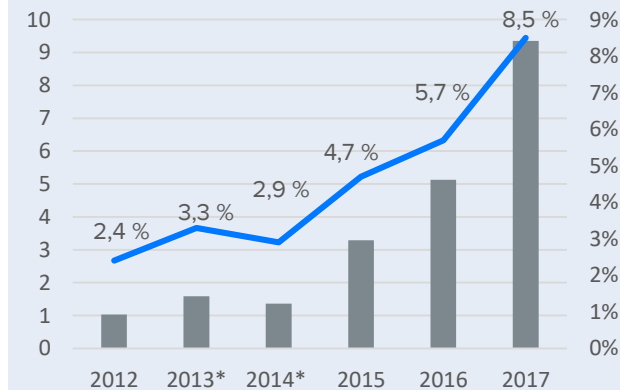
Kahden pääomistajan merkittävät osuudet ovat mielestämme sijoittajien kannalta positiivisia, sillä pääomasijoittajien tuottotavoitteet tähtäävät tyypillisesti yhtiön arvon kasvattamiseen (ts. rahastojensa tuottotavoitteet pyrittävä saavuttamaan). Näin ollen yhtiön suurimmalla omistajalla on vahvat intressit kasvattaa yhtiötä kannattavasti, mikä on kaikkien sijoittajien etu. Odotamme VMP:n myös jatkavan epäorganista kasvua, mihin pääomasijoittaja tuo hallitustyöskentelynsä kautta huomattavasti kokemusta ja osaamista. Senticalla on kolme edustajaa yhtiön seitsemän henkisessä hallituksessa. Arviomme mukaan pääomasijoittaja tulee irtaantumaan yhtiöstä jollain aikavälillä, mutta toistaiseksi lyhyt omistusaika huomioiden emme odota sen tapahtuvan vielä lyhyellä (1-2v) tähtämällä.

Perustajien merkittävän omistuksen kautta tuleva taloudellinen intressi sitouttaa heidät vahvasti yhtiöön ja siten varmistaa toimialaosaamisen säilymisen yhtiössä. Myös tätä pidämme muiden sijoittajien etuna. Meissa-Capitalin toimitusjohtaja toimii myös VMP:n hallituksessa. VMP:n hallituksen jäsenistä kolme on riippumattomia yhtiöstä ja sen merkittävistä osakkeenomistajista, joten mielestämme hallitus on kokonaisuutena asianmukainen kaikkien osakkeenomistajien kannalta.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Käyttökateen (MEUR) ja käyttökate-%:n kehitys



Lähde: VMP, Inderes
* Tilintarkastamaton

Sijoitusprofiili 1/2

VMP on kasvuyhtiö

Sijoitusprofiililtaan VMP profiloituu tällä hetkellä kasvuyhtiöksi ja yhtiöllä on vahvat näytöt kasvusta viime vuosilta. Kasvun maksimointi on mielestämme nykyisessä markkinoiden elinkaaren vaiheessa keskeistä ja siten pidämme strategista valintaa perusteltuna. Kasvu on myös ollut etenkin viime vuosina hyvin kannattavaa ja yhtiön liiketoimintamalli on osoittanut skaalautuvuutensa.

Voimakkaasta kasvusta huolimatta alalla on mahdollista päästä hyviinkin kannattavuuksiin, mistä VMP on esimerkki. Pitkässä juoksussa liikevaihtoon, sen kasvuun ja sitä kautta myös kannattavuuteen vaikuttaa suhdanneherkkyys ja arvioimme, että heikossa suhdanteessa konsernitason orgaaninen kasvu voi painua myös negatiiviseksi. Siten kasvun kehitystä on olennaista seurata pitkällä aikavälillä ja yli syklin.

Alan toimijoiden kasvu on pääomavaltaista, sillä epäorgaanisen kasvun lisäksi myös orgaaninen kasvu vaatii tyypillisesti pääomaa. VMP:n liiketoimintamalli kuitenkin erottautuu jossain määrin kilpailijoista ja sen orgaaninen kasvu on vähemmän pääomaintensiivistä suhteessa alan toimijoihin. Näin ollen myös yhtiön kassavirran (ilman yritysostoja) pitäisi olla hyvällä tasolla kasvusta huolimatta.

Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli jättää yhtiölle liikkumavaraa myös voitonjakoon, mutta arvioimme mukaan yritysostot ovat ensisijainen pääoman allokoitukohde ja siten osakkeen tuotto-odotuksessa ei ole mielestämme perusteltua nojata osinkoon merkittävästi. Tämä korostuu markkinoiden nykyisessä vahvassa konsolidaatiovaiheessa, jolloin yhtiön on

mielestämme haarukoitava potentiaalisimpia ostokohteita aktiivisesti.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan VMP:n keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Markkinan kasvu** tarjoaa VMP:lle hyvän pohjan kasvaa. Tämän taustalla on lyhyellä tähtäimellä talouden kehitys sekä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä työmarkkinoiden murros ja henkilöstön hallinnon ulkoistaminen. Lyhyellä tähtäimellä heikko taloussykli voisi kuitenkin hidastaa kasvua, mutta pitkällä aikavälillä odotamme markkinan jatkavan kasvua.
- **Markkinan konsolidaation jatkuminen** mahdollistaa yhtiölle kasvun myös hitaamman orgaanisen kasvun vaiheessa ja alalla on potentiaalisia ostokohteita sen pirstaloituneisuuden vuoksi. Riskinä on kuitenkin, että alan konsolidaatio nostaa arvostuskertoimia ja heikentää yritysostojen houkuttelevuutta. Tähän asti yhtiö on arvioimme mukaan kuitenkin onnistunut ostamaan pienempiä kohteita houkuttelevin arvostuksin ja siten yritysostot ovat luoneet selvästi omistaja-arvoa. Yhtiön track-record ja osaaminen kasvattavat tämän arvoajurin merkitystä mielestämme ja taloudellisen logiikan vuoksi alan yrityskaupat ovat keskimääräistä tasoa matalariskisempiä. On kuitenkin muistettava, että yrityskaupat ovat sekä mahdollisuus että riski, kuten ne ovat käytännössä aina.

- **Liiketoimintamalli mahdollistaa suhteellisen vakaan kannattavuuspotentiaal**in, joten kasvuvaiheessakin yhtiön pitäisi näkemyksemme mukaan ylittää sen historiallisen tason mukaiseen hyvään kannattavuuteen.
- **Työmarkkinoiden sääntelyn keventyminen** voisi kasvattaa yhtiön potentiaalista markkinaa Suomen jäykillä työmarkkinoilla keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Muutokset lainsäädännössä ovat kuitenkin hitaita, joten nopeita alaa tukevia muutoksia ei todennäköisesti ole tiedossa. Potentiaalia on arvioimme mukaan esimerkiksi TE-toimistojen tehtävien avaamisessa yksityisten toimijoiden hoidettavaksi ja muissa työmarkkinoiden joustoa mahdollisesti kasvattavissa uudistuksissa.
- **Ulkomaisen työvoiman tuonti** tukee yhtiön kasvumahdollisuuksia, kun Suomessa useilla aloilla kärsitään työvoimapulasta. Mielestämme tämä on yhtiön kasvun kannalta kriittistä, sillä työvoiman saatavuushaaste näyttää tällä hetkellä olevan Suomessa keskeinen pidemmän aikavälin haaste. Toistaiseksi yhtiö on tuonut pääasiassa työvoimaa elintarvike- ja rakennussektorille, mutta näemme, että yhtiöllä on mahdollisuuksia laajentaa muillekin toimialoille keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Sijoitusprofiili 2/2

Riskit

Sijoittajan kanalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

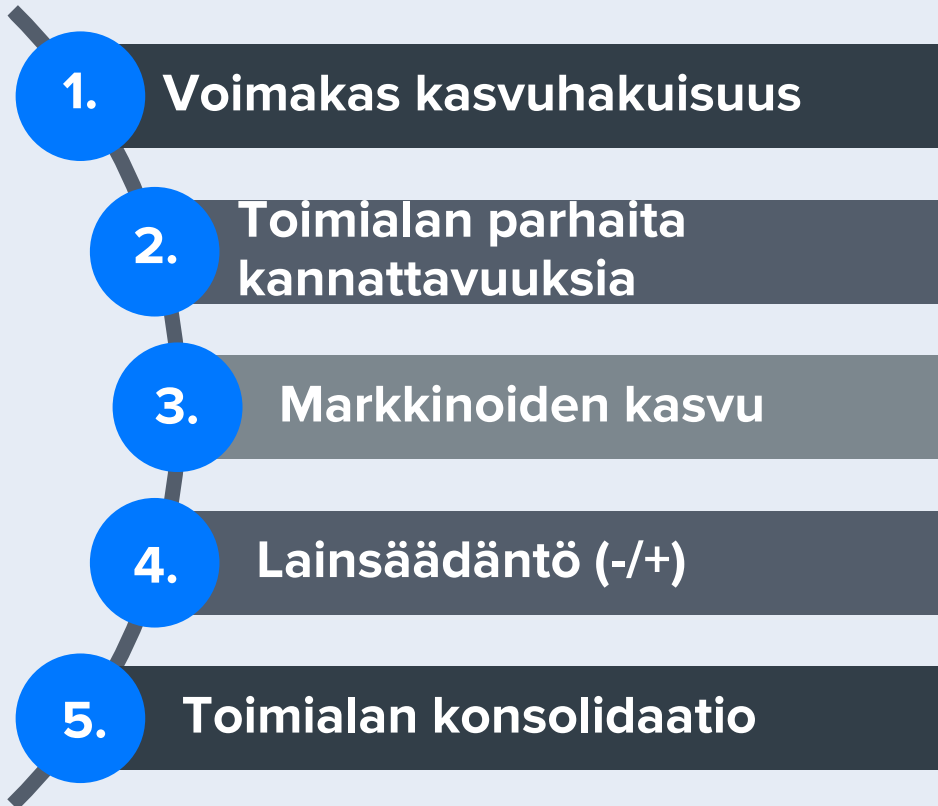
- **Toimialan suhdanneherkkyys** on mielestämme VMP:n merkittävin ja yhtiön lähivuosien kannalta olennaisin riski. Henkilöstöpalveluala on melko uusi toimiala ja VMP:n liiketoimintaa ei ole nykyisessä kokoluokassa testattu heikossa suhdanteessa, joka on väistämättä edessä jollain aikavälillä. Tätä riskiä kuitenkin pienentää yhtiön franchise-malli, jonka myötä yhtiö ei kanna koko ketjuyrityksien kustannusriskiä. Mikäli yhtiön liikevaihto laskisi heikossa suhdanteessa ja yhtiö epäonnistuisi henkilöstökulujen sopeuttamisessa, voisi sen kannattavuus kärsiä selvästi liian suuresta ja liikevaihtoa hitaammin laskevasta kulumassasta.
- **Yritysosto-kohteiden integroinnin epäonnistuminen ja kannattavuuspotentiaalista jääminen** on riski yritysostoilla kasvavassa yrityksessä, sillä on mahdollista, että ostettavan kohteen laatu ei vastaa odotuksia tai sen integraatio epäonnistuu. Alan rajallisen kannattavuuspotentiaalın vuoksi tämä voisi syödä suhteellista kannattavuutta merkittävästi. Yhtiön vahva osaaminen kuitenkin kasvattaa luottamustamme yritysostojen suhteen.
- **Työvoiman saatavuus** on etenkin Suomessa kasvava haaste ja arviomme mukaan tilanteen pahentuessa se voisi hidastaa VMP:n kasvua. Tähän yhtiöllä on isossa kuvassa myös rajallinen vaikutusvalta,

vaikkakin VMP voi parantaa houkuttelevuuttaan työnantajana omin toimin. Lisäksi yhtiö on reagoinut haasteeseen ja pyrkinyt luomaan kanavat tuoda ulkomaista työvoimaa Suomeen. Nykyinen työmarkkinatilanne ja -lainsäädäntö huomioiden ulkomaisen työvoiman lupa-asiat voivat kuitenkin hidastaa ulkomaisen työvoiman tuonnin kasvua.

- **Lainsäädäntö** on koko toimialalle riski, sillä esimerkiksi joillain toimialoilla säännellään sallitun vuokratyövoiman käytön määrää. Sääntelyn kiristämällä olisi toimialan kokoa pienentävä vaikutus. Henkilöstövuokrausalalla on myös tyypillisesti paljon ns. nollatuntisopimuksia ja määräaikaissuhteita ja kiristykset näiden sopimusten ehtoihin voisivat heikentää alan toimijoiden operointiedellytyksiä. Alaa koskeville lainsäädännöllisille riskeille VMP ei luonnollisesti ole immuuni eikä yhtiö pysty juurikaan vaikuttamaan niihin.
- **Kilpailun kiristyminen toimialan kypsyessä** on mielestämme keskipitkän ja pitkän aikavälin riski, joka voi johtaa alan toimijoiden kannattavuuden heikentymiseen, jos kilpailijat ryhtyvät vauhdittamaan myyntiään painamalla hintoja eli omia katteitaan. Kilpailua voi tulla myös osaajista eli työvoimasta, jolloin työntekijöitä houkuteltaisiin palkalla. Tällöin alan toimijoiden kannattavuudet olisivat myös paineessa, ellei kustannustennousua saada siirrettyä asiakkaiden maksettavaksi. Kolmantena uhkana kiristyvälle kilpailulle näemme uudet teknologiaan ja edistyneisiin alustoihin pohjautuvat kilpailijat, jotka jossain

määrin uhkaavat henkilöstövuokrausyritysten markkinoita. Tehokkuuden ansiosta vahvasti teknologiaan pohjautuvat toimijat voivat mahdollisesti myös painaa katteita alalla. VMP voi minimoida tätä riskiä panostamalla omaan teknologiseen osaamiseen, joten riskin hallinta on mielestämme isolta osin yhtiön omassa käsissä.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Orgaaninen ja epäorgaaninen kasvupotentiaali
- Markkinoiden pirstaloituneisuus
- Yritysostojen synergia potentiaali
- Lainsäädäntö
- Työmarkkinoiden murros

Riskit

- Toimialan suhdanneherkkyys
- Läpinäkyvyys liiketoimintaan on rajallinen ulkopuolelta
- Työvoiman saatavuus ja lainsäädäntö
- Kilpailun kiristyminen

Liiketoimintamalli 1/2

Liiketoimintamalli on palveluyhtiöiden tapaan yksinkertainen

VMP on palveluyritys ja siten sen liiketoimintamalli on yksinkertainen. Palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan liiketoimintamallissa korostuu tarjoama (palvelut), myyntiorganisaatio ja hallinto. Yksinkertaisen liiketoimintamallin heikkous on kilpailuetujen puute ja sitä kautta myös matalat alalle tulon esteet. Niin ikään palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan VMP:n tase on hyvin kevyt ja investointitarpeet ovat matalat. VMP eroaa useista alan toimijoista organisaatorakenteeltaan, sillä yhtiötä ei johdeta palveltavien toimialojen pohjalta vaan alueellisesti. Tämä on loogista, kun huomioidaan yhtiön franchise-malli. Mallia heijastellen yhtiön asiakaskunta on hajautunut, ja liikevaihdon toimialajakauma heijasteleekin käsityksemme mukaan melko hyvin markkinan jakaamaa.

Liiketoimintamallissa korostuu henkilöstövetoisuus hyvin voimakkaasti, kun se on vahvasti riippuvainen ihmisistä myynnillisesti (kilpailu), mutta myös myytävien palvelujen ihmisvetoisuuden kautta. Henkilöstöpalvelualan toimijoiden tarjoama niin palveluiden kuin työvoiman osalta on kuitenkin hyvin samankaltainen, joten arviomme mukaan pääasiallisia erottautumistekijöitä ovat tunnettuus ja brändi sekä työnantajakuva.

Myynti tapahtuu pääasiassa paikallisesti

VMP-konsernissa myynti tehdään franchise- ketjussa pääasiallisesti yrittäjien toimesta, minkä lisäksi VMP:n omissa yksiköissä on omat myyntihenkilöt. Pääsääntöisesti franchise-yrittäjät hoitavat oman yksikkönsä myynnin itse tai palkkaamiensa myyjien toimesta, mutta

konserni voi myös tarjota myyntipuolen osaamista ja resursseja franchise-yrittäjille markkinointiavustuksen lisäksi. Konsernin avustukset taas huomioidaan asiakassopimusten palkkioiden jakautumisessa eli VMP:n saamista osuuksissa franchise-toimipisteen liikevaihdosta ja/tai myyntikatteesta. Rekrytointiliiketoiminnassa rekrytointikonsultit osallistuvat myös itse myyntiin ja myyvät itse asiakaskentässä tuottamaansa palvelua. Tämä korostaa liiketoiminnan henkilöstövetoisuutta entisestään.

Franchise-yrittäjiä sitoo konsernin franchise-käsikirja, mutta käytännössä yrittäjillä on vapaus tehdä myynti parhaaksi katsomallaan tavalla. Mallin ideana on, että franchise-toimipisteet ovat oikein insentivoitu, kun niiden toimintaa ohjaa vahvasti yrittäjyys. Lisäksi mallin etuna on se, että yrittäjät ovat vahvasti integroituneet paikalliseen liiketoimintaympäristöön omien verkostojensa kautta. Mallin vahva yrittäjävetoisuus, sopii mielestämme henkilöstöpalvelualan liiketoimintaan hyvin.

VMP:n franchise-malli ei käsityksemme mukaan ole alalla tyypillinen, minkä lisäksi alueellisesti ohjattu organisaatiomallin vaihtoehtona alalla toimitaan usein palveltavien asiakasalojen päälle rakentuvalla organisaatorakenteella. Käsityksemme mukaan asiakkaiden preferenssit paikallisosuamisen tai tiettyyn alaan erikoistumisen suhteen vaihtelevat, joten kumpaakaan mallia ei voi kiistattomasti pitää toista parempana tai varsinaisena kilpailuetuna.

Pidämme VMP:n mallin etuna vahvaa yrittäjävetoisuutta. Poissuljettua ei myöskään ole se, että myös konsernin osana toimivissa yksiköissä toimittaisiin yrittäjävetoisesti.

Franchise-mallin etuna on myös riskien jakautuminen franchiseyrittäjien ja konsernin välille, mutta tällä on myös kääntöpuoli, sillä vaikuttaa luonnollisesti myös VMP:n henkilöstövuokraus liiketoiminnan kannattavuuspotentiaaliin.

Palkkiomallit

Henkilöstövuokrausalan tapaan VMP välittää asiakkailleen työvoimaa tyypillisesti joko kerroihinnoittelumallilla tai tuntilaskutuksella. Kerroihinnoittelumallissa pohjana on työntekijän tuntipalkka, jonka päälle lisätään hinnoittelukertoimen mukainen osuus, joka taas kattaa mm. työnantajan sivukulut (yms.), muut pakolliset maksut sekä sisältää VMP:n tuloksenmuodostumisen kannalta olennaisen katteen. Malli toimii samaan tapaan franchise-yrittäjien toimipisteissä, mutta VMP:n ansaintamalli eroaa silloin sen omien toimipisteiden kautta välitettävästä työvoimasta.

Franchiseketju-mallissa yhtiö saa tulonsa osuutena ketjussa toimivan toimipisteen liikevaihdosta sekä myyntikatteesta. Osa näistä franchise-maksuista on korvauksia konsernin tekemästä markkinointityöstä (nk. markkinointimaksu) ja hallinnon pyörittämisestä, mutta niiden lisäksi maksut sisältävät VMP:n katteen ketjuliiketoiminnasta. Henkilöstöpalvelut, kuten rekrytointi ja koulutukset hinnoitellaan palvelukohtaisesti yhtiön oman hinnaston mukaisesti. Yhtiön henkilöstön työ sopimukset taas määräytyvät vahvasti asiakaskäytännön mukaan ja vaihtelevat toistaiseksi voimassa olevista sopimuksista määräaikaisiin sopimuksiin ja tuntisopimuksiin.

Liiketoimintamalli 2/2

Puitesopimukset tuovat jatkuvuutta liiketoimintaan

Asiakkaiden kanssa tehdään tyypillisesti puitesopimuksia, jotka ovat tyypillisesti 2-3 vuoden pituisia, mutta sisältävät myös optioita 1-2 lisävuodesta. Puitesopimuksia kuitenkin uusitaan niiden juoksuajan lopussa, joten pisimmät asiakkuudet voivat kestää huomattavasti pidempiä jaksoja. Puitesopimuksen loppumisajankohta on kuitenkin tyypillinen kilpailutusajankohta asiakkaalle, jolloin yhtiön tulee tarjota kilpailukykyinen sopimus. Kilpailukykyisyys on vahvasti riippuvainen hinnasta, mutta merkittävässä määrin myös asiakkaan tarpeen mukaisesta palvelukokonaisuudesta.

Puitesopimukset ovat usein sidottu tiettyyn euromääräiseen ostovelvoitteeseen ja siten yhtiöllä on jonkinlainen näkyvyys liiketoiminnan kehityksen suhteen lyhyellä tähtäimellä. Ennustettavuutta heikentää se, että asiakkaat voivat kuitenkin poiketa euromääräisestä ostovelvoitteesta kysyntätarpeen laskiessa. Näin ollen varsinaista sitovaa ”tilauskantaa” yhtiöllä ei ole. VMP:n sopimukset eivät noudata tiettyä kaavaa (hinnoittelua lukuun ottamatta) vaan niitä räätälöidään asiakkaan tarpeen mukaan. Näin ollen ulkopuolelta näkyvyys liiketoimintaan on myös hyvin rajallinen.

Hallinto tapahtuu keskitetysti

Konsernin hallintoa operoidaan keskitetysti ja kaikki toimipisteet kytketään samaan it-järjestelmään. Keskitetysti hoidettu palkanlaskenta, asiakkuuden hallinta, reskontra sekä hr- ja muut vastaavat back-office toiminnot mahdollistavat koko organisaation tehokkaan ja

yhdenmukaisen hallinnon. Tämä on alan toimijoiden marginaalien kannalta keskeistä, sillä hinnoittelu on alalla hyvin tiukkaa palveluiden samankaltaisuuden takia, jolloin hallinnon tehokkuus ja skaalautuvuus heijastuu kasvun myötä kannattavuuden. Keskitetty hallinto mahdollistaa myös uusien toimintojen (esim. keskitetty koulutus ja perehdytys) lanseeraamisen koko ketjuun hallitusti ja yhdenmukaisena.

Investointitarpeet ovat matalat

Henkilöstöpalvelualalla investointitarpeet ovat palvelualalle tyypilliseen tapaan hyvin matalat. Tätä korostaa VMP:n franchise-malli, jossa ketjun toimijat kantavat osin vastuun investoinneista. Toimipisteet toimivat usein vuokratiloissa eikä niillä ole olennaista kiinteää omaisuutta, joten merkittäviä investointeja ei ole tarpeen tehdä. VMP:n investoinnit kohdistuvat pääasiassa hallintoon, johon suurimmat investoinnit ovat jo tehty. Näin ollen tulevaisuuden investoinnit kohdistuvat etenkin uusien palvelujen edellyttämiin ohjelmistoihin tai sovelluksiin.

Henkilöstövuokraus sitoo käyttöpääomaa, mutta VMP:n liiketoiminta ei juurikaan

Palveluyhtiön tapaan VMP:llä ei ole luonnollisesti varastoa käytännössä lainkaan, jolloin käyttöpääomaa ohjaa myyntisaatavien ja ostovelkojen kehitys. Liiketoimintana henkilöstövuokraus sitoo tyypillisesti käyttöpääomaa, kun asiakkaiden 14-60 päivän maksuajat ovat pidemmät suhteessa työntekijöiden palkkojen tyypillisiin kahden viikon välein maksettaviin palkkoihin. VMP:n kohdalla käyttöpääoman sitoutumista kuitenkin

laskee pienien asiakkuuksien suuri osuus (heikompi maksuaikojen neuvotteluvoima), sivukulujen ja palkkojen eri maksuaikataulut, franchise-malli ja itsensätyöllistämisen palvelu.

Franchise-mallissa käyttöpääoman sitoutuminen vaikuttaa franchise-yrityksiin, mikä taas ei heijastu VMP:n käyttöpääomaan. Itsensätyöllistämisen palvelussa VMP maksaa Eezy-palvelun käyttäjille tyypillisesti vasta, kun se on saanut laskutettua palvelun käyttäjien asiakkaita. Itsensätyöllistämisen palvelualueen käyttöpääoma onkin tyypillisesti negatiivinen. Eezy:n tarjoama express-palkkapalvelu mahdollistaa kuitenkin palvelun käyttäjille palkan saannin heti, kun he ovat tehneet laskutuksen edellyttämän työn. Express-palvelu voi siis sitoa käyttöpääomaa, mutta VMP saa Express-palvelusta palkkion, joka on käsityksemme mukaan yhtiön käyttöpääomarahoituksen kustannusta korkeampi.

Käyttöpääomaan vaikuttaa pitkällä aikavälillä kasvuvauhti ja liikevaihdon jakauma, mutta kokonaisuutena arvioimme yhtiön käyttöpääoman olevan pitkällä aikavälillä joko hieman negatiivinen tai lähellä nollaa. Tämä yhdessä matalien investointitarpeiden mukaan mahdollistaa liiketoiminnalle hyvän kassavirtasuhteen pitkässä juoksussa.

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso Korkea riskitaso



Inderesin arvio VMP:n liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Resurssit

Palvelut

Liiketoimintaidea

Kilpailu

Rekrytointi ja organisaation kehittäminen



Itsensäyölistäminen



Henkilöstövuokraus



VMP:n tehtävänä on auttaa yrityksiä ja ihmisiä menestymään muuttuvassa työelämässä

Henkilöstövuokraus

Rekrytointi ja organisaation kehittäminen

Itsensäyölistäminen

vmp

Myynti

Keskittetty hallinto

StaffPoint

Suuret toimijat

ACADEMIC WORK.

smile

Adecco

barona

+ satoja pieniä toimijoita

Asiakasalat

5 suurinta asiakasta ~ 10 % liikevaihdosta (2017)



Teollisuus



HoReCa ja kauppa



Terveydenhuolto



Rakentaminen



Logistiikka



ICT-sektori



Tapahtumat ja turvallisuuspalvelut

Markkina-alueet



Laaja maantieteellinen hajautus



Fokus eteläisessä osassa

Kustannusrakenne

(Q3'18 LTM/lv)



Henkilöstökulut
(82 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(8,2 %)



Materiaalit ja palvelut
(1,8 %)

Tulovirrat

Alina

Staff+

Liikevaihto 123 m€ (Q3'18 LTM)
EBITDA 9,9 m€ (Q3'18 LTM)

vmp iii
Varamiespalvelu

Henkilöstövuokrauspalvelut

eezy

Itsensäyölistäminen

PERSONNEL

Rekrytointi ja organisaation kehittäminen

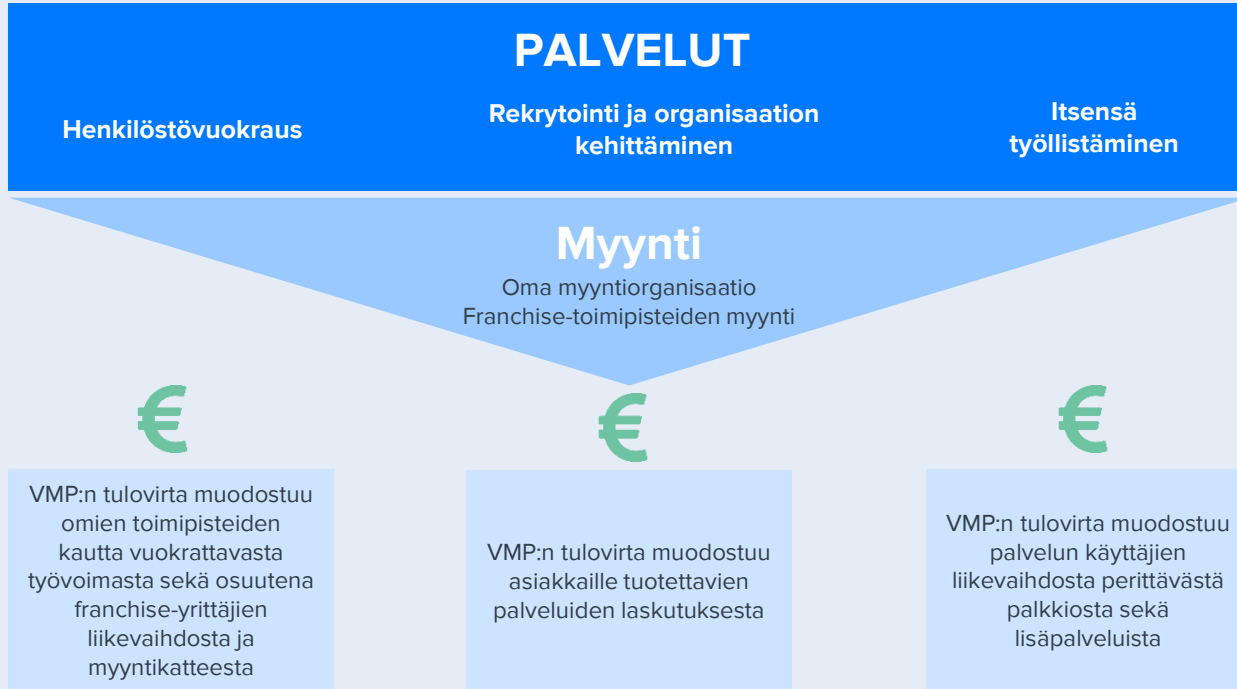
VMP:n liiketoimintamalli



Tulovirtaa



Kustannukset



HR

Lakipalvelut

Palkanmaksu

Keskitetty hallinto

Tietojärjestelmät

Taloushallinto

Markkinointi

Franchise-hallinto

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Kasvu strategian keskiössä

VMP:n tavoitteena on olla johtava toimija henkilöstöpalvelualalla, konsolidoida markkinaa sekä kehittää edelleen sen palveluvalikoimaa. Yhtiö on strategiassaan määritellyt selkeät painopisteet tavoitteensa saavuttamiseksi. Nämä painopisteet ovat:

- **Digitaalisten palveluiden ja alustojen kehittäminen sekä hyödyntäminen**
- **Kasvupalvelut**
- **Itsensäyöllistämisen palveluiden kehittäminen**
- **Jakelukanavien hyödyntäminen palveluiden lisämyynissä**
- **Ohjelmistorobotiikka**
- **Koulutus ja oppimispalvelut**
- **Yritysosot**
- **Toimintojen tehostaminen**

Strategian painopisteet tukevat mielestämme yhtiön tavoittelemaa johtavaa asemaa henkilöstöpalvelualalla, sillä näemme digitaalisten palveluiden roolin alati kasvavana tulevaisuudessa. Aikaisemmin henkilöstöpalvelualalla digitalisaation rooli on ollut etenkin yhtiön hallinnon tehostamisessa yhtiöiden kasvaessa, mutta painopiste on mielestämme siirtymässä yhä enemmän digitalisaation mahdollistamiin uusiin palveluihin. Digitalisaatiosta puhuttaessa pelkästään hallintoon keskittyvät toimijat ottavat riskin siitä, että ne jäävät kilpailussa jälkeen muista toimijoista. Näin ollen pidämme tärkeänä, että

VMP on nimennyt hallinnon tehostamisen lisäksi digitaalisten palveluiden ja alustojen kehittämisen ja hyödyntämisen sekä ohjelmistorobotiikan keskeiseksi osaksi strategiaansa. Tätä heijastellen yhtiöllä on esimerkiksi vähemmistöomistus Treamer-alustassa, joka välittää pääasiassa lyhytaikaista keikkatyövoimaa.

Yhtiön strategia myös osoittaa, että VMP tavoittelee merkittävää asemaa koko henkilöstöpalvelualalla, eikä pyri kasvamaan vain henkilöstövuokrauksen vahvan kasvun ajamana. Tämä liiketoiminnan hajauttaminen alentaa strategian riskitasoa jossain määrin, kun yhtiön liikevaihto ei muodostu täysin vain henkilöstövuokrauspalveluista. Koko alan kysyntää ajavat kuitenkin samat ajurit, joten merkittävää suojaa kysynnän laskua vastaan ei nykyisen palvelutarjoaman mukainen hajauttaminen kuitenkaan anna. Ristiinmyyntipotentiaalia se luonnollisesti myös kasvattaa, mitä yhtiö tavoitteleeekin jakelukanaviensa kautta.

Epäorgaaninen kasvu strategian ytimessä

Odotamme yhtiön jatkavan strategiansa mukaisesti yritysostoja keskipitkällä tähtäimellä. Henkilöstövuokrausalan yksinkertaisen liiketoimintalogiikan vuoksi ostettavat kohteet on keskimääräistä helpompi integroida ja siten yritysostovetoinen strategia on mielestämme keskimääräistä vähäriskisempää, vaikka on kuitenkin selvää että yritysostoihin liittyy aina riskejä. Näitä riskejä alentaa liiketoiminnallisten seikkojen lisäksi yhtiön ja sen hallituksen kokemus ja osaaminen yritysjärjestelyistä.

VMP:n strategian onnistunut toteutus kuitenkin edellyttää, että ostettava kohde sopii

strategisesti VMP:hen ja että siitä maksettava hinta on matala. Arviomme mukaan yhtiö tavoittelee etenkin yritysostokohteina henkilöstövuokraus ja -palveluyrityksiä (ts. alan konsolidointi) ja siten ajurina on synergiahyödyt. Ostostrategiassa uusilla palveluilla ja tarjontaa laajentavilla yhtiöllä on kuitenkin paikkansa, mistä esimerkiksi osuus Treamerissa on osoitus.

Strategisella sopivuudella tarkoitamme sitä, että ostettava kohde vauhdittaa VMP:n kasvua eli että kohteen toiminnan jatkuvuus on taattua ja sen asiakaskunnassa on tiettyä jatkuvuutta. Lisäksi pidämme tärkeänä, että ostettava kohde on jo jossain määrin todistanut kannattavuutensa eikä kannattavuuspotentiaali nojaa vain siihen, että VMP tehostaa oman hallintonsa kautta ostettavaa liiketoimintaa.

Lisäksi pidämme erityisen tärkeänä, että VMP onnistuu ostamaan kohteita edullisin ja selvästi sen omia kertoimia matalammilla arvotuskertoimilla. Näin ollen yhtiö luo omistaja-arvoa, kun ostettavan liikevaihdon ja tuloksen arvo nousee heijastelemaan VMP:n arvotuskertoimia. Arviomme mukaan VMP on toteuttanut yrityskauppoja noin 0,3-0,5x EV/Liikevaihto- ja noin 3x-5x EV/EBITDA-kertoimilla, joten historiallisesti yhtiö on saanut ostettua kohteita edullisesti ja hinnalla, jolla on mahdollista luoda omistaja-arvoa. Kertoimet ovat kuitenkin perustellusti matalat, sillä on muistettava, että kohteet ovat usein selvästi pienempiä, omistukset ovat epälikvidejä ja yksittäisten pienempien kohteiden kannattavuuspotentiaali itsenäisenä on suuremman toimijan potentiaalia matalampi.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Yritystostovetoisessa kasvussa kohteesta maksettava hinta ja laatu lopulta määrittävät kaupan onnistumisen. Mikäli VMP ei tingi edellä mainituista laadullisista kriteereistä ja maksetut arvostuskertoimet eivät nouse alan aktiivisessa konsolidaatiovaiheessa, on yhtiöllä arviomme mukaan edellytykset luoda omistaja-arvoa ostamalla pienempiä alan toimijoita. Yrityskaupat on kuitenkin aina yksittäistapauksia ja niitä tulee arvioida tapauskohtaisesti.

Taloudelliset tavoitteet

VMP:n taloudelliset tavoitteet pitkälle aikavälille ovat:

- **Markkinakasvua nopeampi liikevaihdon kasvu**
- **10 %:n oikaistu käyttökate**
- **Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen 1,5-kertainen**
- **Jakaa osinkona 30-50 % vuosittaisesta nettuloksesta oikaistuna liikearvon poistoilla huomioiden taloudellinen asema, kassavirta ja kasvuun sijoitettavien varojen määrä**

Kasvua vauhdittaa yritysostot

Markkinan vahva kasvu ja VMP:n kilpailukyky markkinalla tukevat tällä hetkellä VMP:n kasvua. Arviomme mukaan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä yritysostot tulevat olemaan merkittävässä roolissa, kun yhtiö tavoittelee markkinoita nopeampaa kasvua.

Historiallisesti yhtiön kasvu on ollut voimakasta ja liikevaihdon kasvu on ylittänyt markkinoiden kasvun. Yhtiön raportoimat organisen kasvun luvut ovat nekin olleet vahvat, mutta yltääkseen

markkinoita nopeampaan kasvuun on yhtiö joutunut tekemään yritysostoja. Tämä ei kuitenkaan ole mielestämme huono tavoite, sillä alalla on mahdollista luoda omistaja-arvoa merkittävässä määrin yritysostoilla.

Kannattavuustavoite on konsernitasolla kunnianhimoinen

VMP:n tavoittelema kannattavuustavoite 10 %:n käyttökatemarginaalista on mielestämme kunnianhimoinen. Arviomme mukaan alan parhaat kannattavuudet Suomessa ovat viime vuosina olleet noin 6-8,5 %:ssa, jossa korkein taso on VMP:n vuoden 2017 kannattavuus. Vertaillessa on kuitenkin huomioitava, että vertailujoukon kannattavuuteen vaikuttaa vahvasti liikevaihdon jakauma. Pidämmekin mahdollisena, että jokin pienempi henkilöstöpalveluihin erikoistunut toimija voi ylittää korkeampaan kannattavuuteen yksittäisenä vuonna. Myös globaalissa mittakaavassa alalla toimivien yritysten joukossa yhtiön tavoittelema taso olisi arviomme vähintäänkin parhaassa kymmenyksessä kannattavuuden osalta. Globaaleilla markkinoilla kannattavuudet ovat käsityksemme mukaan historiallisesti olleet laskukäyrällä, sillä markkinat ollessa kilpailummat ja kypsemässä (ts. matalamman kasvun) vaiheessa.

Yhtiön historialliseen tasoon peilattaessa on tavoitetaso myös korkea, sillä toistaiseksi yhtiön korkein EBITDA-% on vuoden 2017 8,5 %:n taso. Luonnollisesti kannattavuuden nousun edellytyksenä on tietenkin liikevaihdon kasvu, joka mahdollistaa jossain määrin kiinteän hallintorakenteen skaalautumisen. Näin ollen tavoitetaso onkin riippuvainen sekä yhtiön kasvusta, mutta myös liikevaihdon jakaumasta liiketoiminta-alueiden erilaista

kannattavuuspotentiaalia heijastellen. Kannattavuustavoite on mielestämme saavutettavissa pitkällä aikavälillä, mutta lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä yhtiön tulee jatkaa kasvua tavoitteen saavuttaakseen.

Tavoitteen saavuttaminen riippuu myös liikevaihdon jakaumasta

VMP ei raportoi eri liiketoiminta-alueiden kannattavuuksia, mutta arviomme mukaan niiden kannattavuuspotentiaalit eroavat selvästi toisistaan ja siten liikevaihdon jakauma on keskeinen kannattavuuden määrittäjä.

Arviomme mukaan yhtiön henkilöstövuokrauksen kannattavuus on tällä hetkellä konsernitason kannattavuuden keskimääräistä tasoa. Jos yhtiön henkilöstövuokraus jatkaa kasvua on sillä arviomme mukaan edellytykset nostaa kannattavuutta tältä tasolta, joka on edellytys konsernitason tavoitteen saavuttamiseksi, jos oletetaan, ettei liikevaihdon jakauma merkittävästi muutu. Henkilöstövuokrauksen saavutettavaan marginaalitasoon vaikutta kuitenkin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä kilpailun kautta tuleva kannattavuuspaine, joka voisi heikentää liiketoiminnan pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaalia nykytasolta.

Franchise-maksut kirjataan yhtiön henkilöstövuokraus alueen liikevaihtoon ja niiden kasvu heijastuu siten erittäin hyvällä suhteella tulokseen. Tuloksen suurempi kasvu perustuu siihen, että yhtiön franchise-maksut kasvavat enemmän kuin uuden franchise-ketjun liikevaihtoeuron edellyttämät konsernin panostukset kasvavat. Tässä on keskeisessä roolissa etenkin hallinnon skaalautuminen, kun nykyinen hallintokoneisto pystyy operoimaan ketjun kasvavaa liikevaihtokuormaa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Itsensäyöllistämisen marginaali on matala

Itsensäyöllistäminen on luonteeltaan volyymibisnestä ja sen marginaalipotentiali on selvästi yhtiön tavoitetason alapuolella. Eezyn nettoliikemaihto muodostuu loppukäyttäjien laskutuksen palkkioista, jotka ovat 3-5 % liikevaihdosta, sekä käyttäjille myytävistä lisäpalveluista. VMP:n liikevaihtoon sen sijaan kirjataan palvelun käyttäjien laskuttama liikevaihto ja käyttäjien ostamat lisäpalvelut. Kuluiksi Eezy-palvelun käyttäjien palkat (liikevaihto vähennettynä Eezyn palkkiolla) sekä tuottamisen ja ylläpidon kulut. Näin ollen ilman käyttäjien merkittävää VMP:n tuottamien lisäpalveluiden ostoa ei liiketoiminnan kannattavuus voi ylittää laskutuslaskuisten suhteellista tasoa merkittävästi.

FAS-kirjanpitoraportoinnin takia liiketoiminnan skaalautuminen ei heijastu kannattavuuteen, vaikka palvelun käyttäjien kasvumäärä ei merkittävästi lisää sen tuottamisen kustannuksia (ts. palvelun tuottaminen skaalautuu).

Rekrytointi ja organisaation kehittäminen on korkean marginaalin liiketoimintaa

Rekrytointi ja organisaation kehittäminen taas on pääsääntöisesti korkean marginaalin liiketoimintaa, jossa matalilla volyymeilläkin saadaan hyvää kannattavuutta. Arviomme mukaan liiketoiminta-alueen kannattavuus on noin 20-30 %:n luokassa käyttökatetasolla ja siten merkittävästi yli konsernitason kannattavuuden. Liiketoiminta on kuitenkin pääsääntöisesti projektivetoista eikä jatkuva laskutusta. Arviomme sen olevan myös henkilöstövuokrausta alttiimpaa suhdanteiden vaihteluille, etenkin koulutuspalveluiden osalta.

Segmenttien kannattavuuksien lisäksi on huomioitava, että konsernitason kannattavuuteen vaikuttaa myös konsernin oman hallinnon ja tukitoimien kulut, joten suoraa yhteyttä segmenttien liikevaihdosta ja kannattavuuspotentialista ei voi johtaa konsernin kannattavuuteen.

Osinko ei ole pääoman allokoinnissa ensisijainen vaihtoehto

VMP:n tavoite on jakaa osinkona 30-50 % vuosittaisesta nettotuloksesta oikaistuna liikearvon poistoilla. Yhtiön hallitus arvioi kuitenkin jaettavan osingon ja taloudellisen aseman, kassavirran ja kasvuun sijoitettavien varojen määrän välisen tasapainon vuosittain ja tekee tämän arvion perusteella esityksen jaettavasta osingosta. Arviomme mukaan VMP tulee maksamaan jatkossa vuosittain osinkoa, mutta pääoman allokoinnissa priorisointilistalla ensimmäisenä ovat yritysjärjestelyt, sillä yhtiö korostaa kasvua strategiassaan. Pidämme markkinoiden tässä vaiheessa kasvun priorisointia myös sijoittajien kannalta oikeana valintana, kunhan kasvu on harkittua ja omistaja-arvoa luovaa.

Liiketoiminnan kassavirta ja hyvin matala investointitarve huomioiden VMP:llä on kuitenkin potentiaalia kohtuulliseksi osingonmaksajaksi pitkällä aikavälillä, jos se on pääoman allokoinnin kannalta arvioituna järkevää. Mielestämme yhtiön tulisi markkinoiden tässä elinkaaren vaiheessa kuitenkin allokoida pääomia yritysostoihin, emmekä pidä osingonmaksua omistaja-arvon luonnin kannalta parhaana vaihtoehtona.

Nettovelkaantuneisuus

VMP tavoittelee pitkällä aikavälillä

nettovelka/käyttökate suhdetta 1,5x. Taso on mielestämme melko konservatiivinen ottaen huomioon yhtiön liiketoiminnan edellytykset vahvaan kassavirtaan. Arviomme konservatiivisen tavoitetason kuitenkin heijastelen yhtiön halua säilyttää liikkumavaraa yritysjärjestelyjä varten ja selvät poikkeamat tästä tasosta eivät olisi meille yllätyksiä. Taso onkin pitkässä juoksussa tavoitepiste, josta yhtiö voinee poiketa lyhyellä tähtäimellä.

Yhtiöllä ei ole muita taloudellisia tavoitteita taserakenteensa suhteen, mutta mielestämme yhtiön liiketoiminnassa on perusteltua käyttää velkavipua oman pääoman tuoton vahvistamiseksi. Markkinan sykliisyys kuitenkin asettaa tiettyjä rajoitteita velkavivulle, jonka vuoksi arviomme että yhtiön mukavuusalue omavaraisuusasteen suhteen on noin tasolla 35-45 % pitkässä juoksussa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet yhteenveto

Mielestämme VMP:n strategia keskittyy markkinan odotettu kehitys ja yhtiön tavoitteet huomioiden keskeisiin asioihin. Sijoittajien kannalta olennaista on, että yhtiö pysyy uusien (digitaalisten) palveluiden kehityksen kärjessä sekä se, että yhtiö toteuttaa onnistuneita yrityskauppoja.

Onnistuneella strategian toteutuksella yhtiöllä on mielestämme edellytykset olla johtava toimija alalla ja myös säilyttää tämä asema pitkässä juoksussa. Tätä taustaa vasten arviomme yhtiön pystyvän kasvamaan markkinoita nopeammin, mutta kannattavuuden osalta yhtiöllä on vielä arviomme mukaan matkaa pitkän aikavälin taloudellisen tavoitteensa mukaiselle tasolle.

VMP:n strategian yhteenveto

Strategiset ajurit

Strategiset toimenpiteet

Taloudellinen potentiaali

Markkinoiden kasvu ja konsolidaatio

Uudet palvelut ja digitalisaatio

Toimintojen tehostaminen

- Vahva asema kokonaismarkkinalla, aktiivinen yrityskauppojen kartoitus
- Palvelutarjoaman kasvattaminen
- Panostukset digitalisaatioon, itsensäyöllistämisen palveluiden kehittäminen
- Keskitetty hallinto

- Markkinakasvua nopeampi liikevaihdon kasvu
- 10 %:n oik. käyttökate-%
- Nettovelka/käyttökate 1,5x
- Tavoitteena on jakaa osinkona 30-50 % nettotuloksesta oikaistuna liikearvon poistoilla *

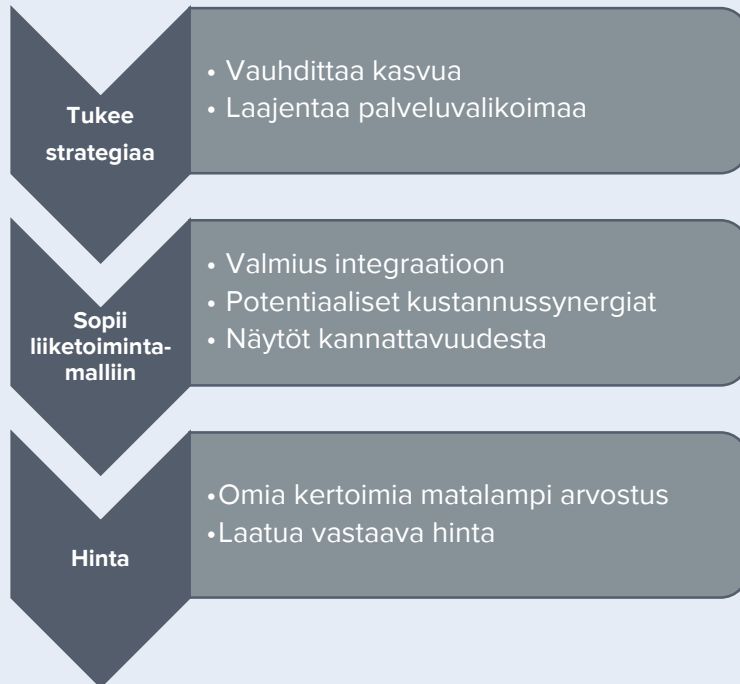
- Yksi markkinoiden suurimmista toimijoista
- Panostuksia uusiin palvelukokeiluihin
- Toimialan parhaita kannattavuuksia

- Hyvä track-record yrityskaupoista
- Palvelutarjonnan kasvattaminen hajauttaa liiketoimintaa
- Panostukset digitalisaatioon ovat keskeisiä kilpailukyvyn kannalta
- Nykyinen hallintokoneisto skaalautuu kasvun kautta

- Orgaanisen kasvun edellytykset on vahvat, vauhtia epäorgaanisesta kasvusta
- Kannattavuus on jo hyvällä tasolla, tavoitetaso on kunnianhimoinen
- Pääoman allokoinnissa kasvu ajaa osingon edelle

VMP:n yritysosto strategia Inderesin näkökulmasta

Kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Markkinat 1/4

Markkinapotentiaali on suuri

VMP:n markkinapotentiaali muodostuu käytännössä koko Suomen henkilöstöpalvelumarkkinasta, sillä yhtiöllä on laaja palveluvalikoima ja maantieteellinen peitto kotimaisilla markkinoilla. Yhtiö toimii myös henkilöstövuokrauspalvelualla Ruotsissa, joten tämä henkilöstöpalvelualan alakategoria on yhtiölle potentiaalista markkinaa Ruotsissa. Yhtiön fokus on kuitenkin tällä hetkellä Suomen markkinassa, joten kotimainen markkina määrittelee suurelta osin yhtiön markkinapotentiaalin tällä hetkellä.

Henkilöstövuokrauspalvelut ovat koko henkilöstöpalvelualan markkinasta selvästi suurin alakategoria ennen rekrytointi-, valmennus- sekä konsultointipalveluita ja muita pienempiä palvelualueita. Suomessa henkilöstövuokraus muodostaa noin 85 % henkilöstöpalvelumarkkinasta, joten suurin markkinapotentiaali on yhtiön omalla henkilöstövuokraus -liiketoiminta-alueella (ml. franchise-yritykset). Loput 15 % on rekrytointi ja organisaation kehittäminen -alueen relevanttia markkinaa. Arviomme mukaan henkilöstövuokrauksen osuus kokonaismarkkinasta on noin samansuuruinen Ruotsissa. Henkilöstöpalvelualan markkinan lisäksi yhtiön potentiaaliseen markkinaan lukeutuu Suomen itsensäyöllistämisen markkina, jossa Eezy-toimii.

Henkilöstöpalveluala Suomessa

Tilastokeskuksen viimeisimpien tilastojen mukaan henkilöstöpalvelualan toimijoiden yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2017 noin 2,6 miljardia. Arviomme mukaan henkilöstöpalveluala on kasvanut vuoden 2018 aikana voimakkaasti noin 10-15 %:n vuosivauhtia kokonaisuudessaan ja on tällä hetkellä noin 2,8-2,9 miljardia Suomessa. Arviomme mukaan tämä kuvastaa koko yhtiön henkilöstöpalveluiden eli

sekä henkilöstövuokrauksen (ml. franchise-ketjun) että rekrytointin ja organisaation kehittämisen markkinapotentiaalia tällä hetkellä hyvin.

Henkilöstöpalvelualan liitto (HPL) julkaisee kuukausitasolla dataa sen 20 suurimman jäsenen liikevaihdon kehityksestä. 20 suurimman toimijan yhteenlaskettu liikevaihto edelliseltä 12 kuukaudesta oli lokakuun lopussa 2018 noin 1,4 miljardia. Näin ollen 20 suurimman markkinaosuus on kokonaismarkkinasta noin puolet. Tilastokeskuksen mukaan alalla toimii jopa 500-600 yritystä, joten karkeasti noin puolet markkinasta muodostuu pienten toimijoiden liikevaihdosta. 20 suurimman liikevaihtoa tarkastellessa on tärkeä huomioida, että siinä ei erotella orgaanista ja epäorgaanista kasvua, mikä voi sumentaa kuvaa liikevaihdon orgaanisesta kasvusta.

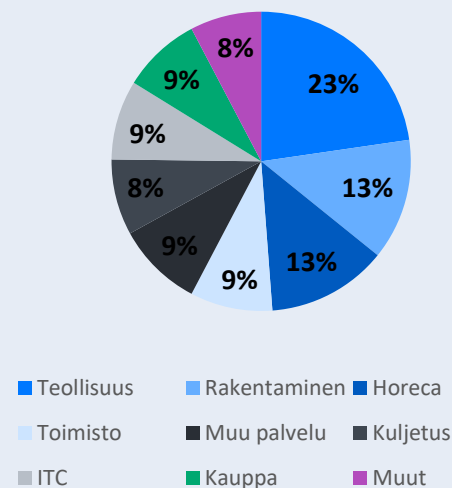
Henkilöstöpalvelumarkkinan 20 suurimman kokonaisliikevaihto kasvoi lokakuussa 14 % vuoden takaisesta (rullaava 12kk liikevaihto), mutta kuukausitasolla kasvu on hidastunut 0,6 %:iin. Suurimpien kokonaisliikevaihdon kehitystä määrittelee pitkälti henkilöstövuokraus, sillä sen osuus kokonaisliikevaihdosta on noin 85 %:n tasolla.

HPL:n mukaan 20 suurimman toimijan liikevaihdosta 3 toimialaa yltyvät yli 10 %:n osuuksiin. H1'18:n numeroiden mukaan 20 suurimman henkilöstöpalveluyritysten liikevaihdosta lähes 50 % tuli teollisuuden (23,7 %), rakentamisen (13,1 %) sekä hotellin, ravintola ja catering- eli HoReCa-alan (13 %) henkilöstöpalveluista. Jäljelle jäävä 50 % jakaantui melko tasaisesti toimisto-, kuljetus-, ITC- ja kaupan kesken sekä muu palvelu ja muut kategorioihin. Suhteelliset osuudet heiluvat mm. kausiluonteisuuden ja eri kasvunopeuksien takia, mutta kolmella suurimmalla alalla vuokratyövoiman käyttö on selvästi vakiintunut käytäntö.

Henkilöstöpalvelumarkkinan arvioitu koko



Henkilöstöpalvelualan toimialajakauma H1'18



Markkinat 2/4

Henkilöstövuokraus on suhdanneherkkää

Henkilöstövuokrauksen kysyntä on kokonaisuutena suhdanneherkkää, mutta suhdanneherkkyys vaihtelee toimialoittain hieman. Tilastokeskus on tilastoinut henkilöstövuokrauspalveluiden toimialan liikevaihdon kehitystä vuodesta 2009 saakka. Tilastoista nähdään, että vuosina 2010 ja 2011 Suomen BKT:n toipuessa globaalista finanssikriisistä henkilöstövuokrauspalveluiden markkinat kasvoivat voimakkaasti. Markkinoiden kasvu kuitenkin jarrutti vuonna 2012 ja alkoi supistua vuonna 2013 talouskasvun painuttua negatiiviseksi. Vuonna 2015 markkinat kasvoivat jälleen voimakkaasti ja kiihdyttivät kasvua edelleen vuonna 2016, kun talouskasvu sai uutta vauhtia. Vuonna 2017 kasvu oli edelleen voimakasta, mutta hidastui hieman 15 %:iin.

Markkina kasvaa (laskee) vivulla suhteessa BKT:n kehitykseen

Tilastot alleviivaavat mielestämme alan suhdanneherkkyyttä ja markkinalle on ominaista yleistä talouskasvua (BKT) nopeampi kasvu hyvässä suhdanteessa ja vastaavasti BKT:ta ripeämpi lasku talouskasvun sakatessa.

Kehitystä suhteessa talouskasvuun selittää mielestämme se, että yhtiöt reagoivat kysynnän vahvistumiseen ensin rekrytoimalla vuokratyövoimaa ennen kuin he saavat varmistuksen kysynnän pysyvämmästä vahvistumisesta. Vahvassa suhdanteessa osa henkilöstöstä tulee vuokratyövoiman kautta, mitä käytetään ns. suhdannepuskurina. Suhdanteen vahvistuminen heijastuu myös yksityisen kulutuksen kasvuun, mikä vastaavasti tukee etenkin HoReCa-alaa. Suhdanteen heikentyessä vaikutusta henkilöstövuokrausmarkkinaan selittää arviomme mukaan vuokratyövoiman käytön vähentämisen helppous suhteessa oman vakituisen henkilöstön vähentämiseen. Tämä voimistaa asiakasalojen kysynnän muutoksia henkilöstövuokrausalan toimijoiden kysyntään. Uskomme, että henkilöstövuokrauksen kasvua ajavat kuitenkin tietyt trendit, jotka kasvattavat markkinaa. Ne kuitenkin hautautuvat heikossa suhdanteessa kysynnän laskun alle ja nettona markkina pienenee.

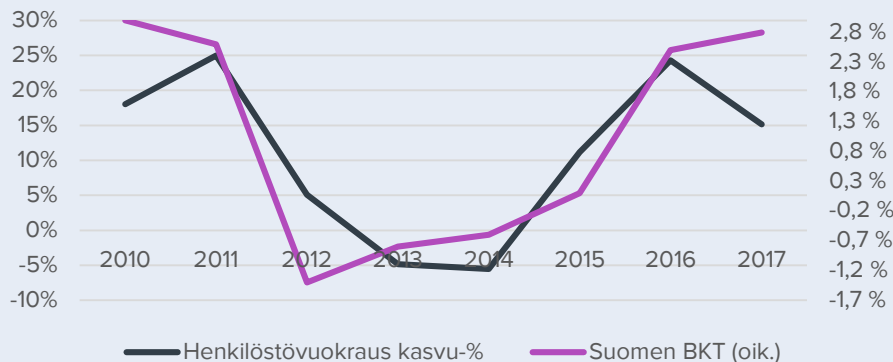
Suomen henkilöstövuokrausmarkkina nyt

Arvioimme henkilöstöpalveluiden markkinan ja henkilöstövuokrauksen suhteellisen osuuden pohjalta koko Suomen henkilöstö-

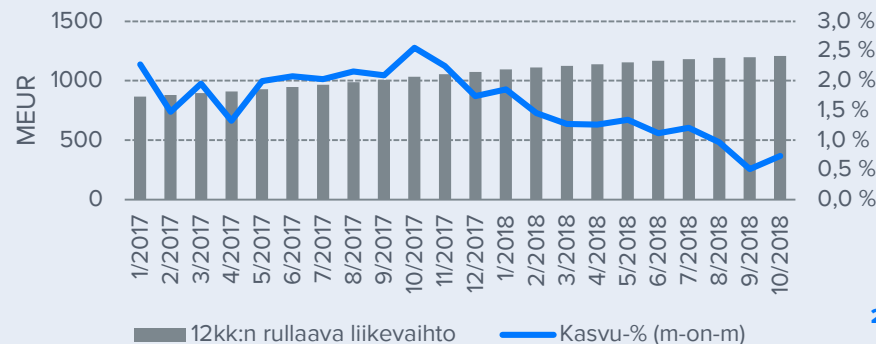
vuokrausmarkkinan kooksi tällä hetkellä noin 2,4 miljardia. HPL:n tietojen mukaan alan 20 suurimman toimijan edellisen 12 kuukauden henkilöstövuokrauksen liikevaihto oli lokakuussa noin 1 207 MEUR ja se kasvoi noin 17 % vuoden takaisesta. Kuukausitasolla mitattuna liikevaihdon kasvuvauhti on ollut laskukäyrällä viime vuoden lopusta lähtien, joskin lokakuussa nähtiin hienoinen kasvun piristyminen suhteessa syyskuun tasoon. Tämä on linjassa muiden talouden indikaattorien kanssa, joiden mukaan talouskasvun huippu osui vuoden 2017 lopun ja H1'18:n tienoille. Kuukausitasolla edellisen 12kk:n kasvu-% oli lokakuussa vain 0,7 %, mutta vuositasolla vielä vahvalla tasolla 17 %:ssa.

Luku kuitenkin sisältää orgaanisen kasvun lisäksi epäorgaanisen kasvun, joten kokonaiskasvu ylittää markkinan orgaanisen kasvun. Se muodostaa kuitenkin hyvän mittatikun VMP:n koko henkilöstövuokraustoiminnan kasvulle, sillä oman henkilöstövuokraustoiminnan orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö tavoittelee kasvua yritysostoin. 20 suurinta toimijaa ovat yhtiölle myös relevantit verrokkit kilpailun suhteen, vaikkakin niistä saatavaa tietoa rajallista (20 suurimman listalta ainoastaan Enersense on listattu yhtiö).

Henkilöstövuokrausmarkkinan ja BKT:n historiallinen kehitys



20 suurimman henkilöstöpalveluyrityksen edellisen 12kk:n rullaava henkilöstövuokrauksen liikevaihdon kehitys



Markkinat 3/4

Kasvupalvelu-uudistus kasvattaisi markkinaa

VMP on ollut mukana kasvupalveluiden pilottihankkeessa, joka liittyy SOTE- ja maakuntauudistukseen liittyvään uudistukseen. Käytännössä uudistuksessa on kyse työllistämistä edistävien palveluiden tuottamisen mahdollisesta yksityistämisestä, kun aiemmin ne ovat olleet julkisen puolen hoidettavina TE-toimistoissa.

Mikäli lainsäädäntö muuttuisi, voisi yksityiset palvelun tuottajat tuottaa työllistämispalveluita asiakkaille, mistä valtio maksaisi korvauksen. Käsitksemme mukaan korvaus olisi riippuvainen mm. siitä työllistyykö asiakas palveluntuottajan avulla. Palkkion lisäksi palveluiden vapautuminen olisi yksityisille toimijoille houkutteleva, sillä sitä kautta ne saisivat lisää työvoimaa (tarjonta), jota he voisivat välittää omille yritysasiakkailleen (kysyntä). Arviomme mukaan pelkästään työllistämisen palveluiden tuottaminen ei olisi liiketaloudellisesti erityisen houkuttelevaa, mutta työvoiman tarjonnan kasvu vahvistaisi yhtiöiden kasvupotentiaalia.

Työ- ja elinkeinoministeriön Owl Groupilla teettämän arvion mukaan kasvupalvelu-uudistuksen myötä yksityisille yhtiöille tuotettavaksi voisi siirtyä noin 150 MEUR:n markkina. Arviomme mukaan VMP on pilottivaiheeseen osallistumisen myötä hyvissä asemissa, mikäli uudistus toteutuisi. Näin ollen uudistus on yhtiölle potentiaalinen kasvun lähde, mutta arviomme mukaan potentiaali voi realisoitua vasta ensi vuosikymmenen alkupuolella. Lisäksi näkyvyys todelliseen markkinan kokoon, kannattavuuspotentiaaliin ja lopulliseen lainsäädäntöön on heikko, joten kasvupalvelu-uudistus on tässä vaiheessa

näkemyksemme vain optio, eikä sitä pidä laskea mukaan tulevaisuuden potentiaaliseen markkinaan vielä tässä vaiheessa.

Ruotsin henkilöstövuokrausmarkkina

Henkilöstövuorausmarkkina Ruotsissa on koko kansantalouden suhteellista kokoeroa heijastellen arviomme mukaan selvästi Suomea suurempi. Toisaalta on huomioitava, että tietyytyypiset lainsäädännölliset erot vaikuttavat henkilöstövuokrauksen markkinaan maiden välillä. Esimerkiksi Ruotsissa kaikki yli kuuden kuukauden työsuhteet luetaan toistaiseksi voimassa oleviksi, mikä rajaa määräaikaisia työsopimuksia ja arviomme mukaan heikentää vuokratyövoiman potentiaalia. Siten vertailu maarajojen yli on haastavaa kansantalouden koon tai vuokratyövoiman penetraatioasteen (vuokratyövoima/palkansaajiin) suhteen.

Ruotsin henkilöstövuokrauspalveluiden liiton mukaan alan 35 suurimman liikevaihto oli vuonna 2016 noin 2,7 miljardia. Arviomme kypsemmän markkinan ja rakenteellisten erojen takia Ruotsin markkinan kasvun jääneen viime vuosina Suomen kasvuvauhdista ja siten markkinan koko on noin karkeasti noin 20 % suurempi kuin Suomen vastaava markkina eli noin 3 miljardia. Markkinan koko ja kasvu eivät kuitenkaan heijastele VMP:n potentiaalista kasvua markkinalla, sillä yhtiön strategian fokus on vahvasti Suomessa tällä hetkellä.

Markkinoiden rakenteelliset kasvuajurit

Näkemyksemme mukaan henkilöstövuokrausmarkkina on kasvava markkina osittain myös työelämän rakenteellisesta muutoksesta johtuen. Tätä muutosta rajaa jossain määrin lainsäädäntö ja muutokset lainsäädännössä

voivatkin muuttaa markkinaa tulevaisuudessa merkittävästikin. Näkemyksemme mukaan kolme vahvinta ja talouden kehityksestä riippumattomia kasvua ajavia tekijöitä ovat tällä hetkellä:

- 1) Joustot työntekijöiden määrässä, missä henkilöstövuokrauksella tulee olemaan alati kasvava rooli tulevaisuudessa. Useilla toimialoilla (esim. HoReCa) on tyypillistä päivänkin sisäisesti voimakkaasti vaihteleva tarve henkilöstön määrässä, mitä vuokraus-toiminnalla on mahdollista tasoittaa joustavasti. Lisäksi kausiluonteisuus (esim. TRL-alalla) tukee vuokratyövoiman kysyntää usealla toimialalla. Tämän rakenteellisen kasvuajurin käänteisenä puolena on sen taloussuhdanteita voimistava vaikutus markkinaan.
- 2) Henkilöstön hallinnon ulkoistamisessa on saatavilla tehokkuusetuja, kun ne hoidetaan tehokkaasti operoivan henkilöstöpalveluyrityksen toimesta. Hallinnon ulkoistaminen keventää organisaatiota siirtämällä yhden liiketoiminnan tukifunktion ulkopuolisen yrityksen operoitavaksi.
- 3) Työvoiman saatavuus helpottuu selkeästi henkilöstöpalveluyritysten avulla. Henkilöstöpalveluyrityksillä on tyypillisesti nk. henkilöstöpankki, jonka kautta he voivat tarjota asiakasyrityksille henkilökuntaa niiden tarpeiden mukaan. Tämä mahdollistaa lyhyellä aikavälillä suuremmankin henkilöstömäärän saamisen, mikä on huomattavasti tehokkaampaa ja nopeampaa, kun henkilöstön rekrytoiminen omatoimisesti.

Markkinat 4/4

Rekrytinnin ja organisaation kehittämisen palveluiden markkina

VMP:llä on rekrytinnin ja organisaation kehittämisen toimipisteitä ainoastaan Suomessa ja siten liiketoiminta-alueen relevantti markkina muodostuu kansallisesta markkinasta. Markkina on huomattavasti henkilöstövuokrausmarkkinaa pienempi ja VMP:lle relevantin markkinan koko on tällä hetkellä arviomme mukaan noin 130-150 MEUR.

HPL:n lukujen mukaan muut henkilöstöpalvelut ovat vuositasolla noin 205 MEUR:n markkina (ed. 12kk liikevaihto 10'18), mutta lukema sisältää joitain palvelualueita, joissa VMP ei ole aktiivinen toimija. Näin ollen kokonaismarkkina ei ole VMP:lle relevanttia markkinaa, mutta on suuntaa antava.

Markkina kasvaa suhteellisesti henkilöstövuokrausmarkkinaa selvästi hitaammin ja sen kasvu on arviomme mukaan tällä hetkellä noin nollan tuntumassa. HPL:n lukujen mukaan 20 suurimman toimijan edellisen 12 kuukauden liikevaihto kasvoi lokakuussa 1,4 % vuoden takaisesta ja 6,3 % kuukausitasolla. Kuukausitasolla arviomme kausiluonteisuuden heijastuvan rekrytointi- ja koulutuspalveluihin etenkin Q3:lla (lomakausi), mikä taas palautui lokakuussa. Tämä kannattaa huomioida lyhyen tähtäimen kehitystä arvioitaessa, sillä se voi vaikuttaa VMP:n kvartaalitason numeroihin.

Itsensätyöllistämisen palveluiden markkina

Itsensätyöllistämisen markkina on yhtiön markkinoista nuorin, sillä se pohjautuu uusiin palveluihin, joiden kautta ihmiset voivat

yksinkertaistettuna toimia yrittäjinä ilman yrityksen perustamiseen ja hallinnointiin liittyvää byrokratiaa. Arviomme mukaan palveluiden käyttö kasvaa etenkin asiantuntijatehtävissä tulevaisuudessa, kun ihmiset voivat työllistää itsensä digitalisaation avulla ilman yrityksen perustamisen ja hallinnoinnin byrokratiaa.

Mielestämme työelämän trendit kuten joustavuus ja projektiluonteisuus tukevat markkinan kasvua ja sitä ajaa etenkin rakenteellinen muutos työelämässä. Absoluuttisen markkinakoon arvioiminen on hyvin hankalaa, mutta VMP:n mukaan vuonna 2016 markkinan koko oli noin 120 MEUR. Markkinan kasvu muodostuu suurelta osin ihmisten siirtymisestä työllistämään itsensä (vs. palkkatyöt), mutta siihen vaikuttaa myös työn kysyntä, jota ajaa talouskasvu. Arviomme markkinan kasvun olevan voimakasta lähivuosina ja markkinalla on edellytykset kasvaa vaikka talouskasvu hidastuisi. Markkina ei kuitenkaan ole immuuni työn kysynnän muutoksille ja siten talouskasvu heijastuu arviomme mukaan myös tähän markkinaan.

Itsensätyöllistäminen on kasvussa työmarkkinoiden mukana

Arviomme mukaan ihmisten tietoisuus ja kokemukset Eezyn kaltaisten palveluiden olemassa olosta yhdessä työelämän rakenteellisten muutosten kanssa ajavat itsensätyöllistämisen markkinan kasvua. Rakenteellisella muutoksella tarkoitamme mm. tahtoa lisätä autonomiaa ja päätäntävaltaa työskentelyajoista. Toisaalta tietty turvallisuushakuisuus toimii vastavoimana markkinan kasvulle.

Yhteenveto markkinoista

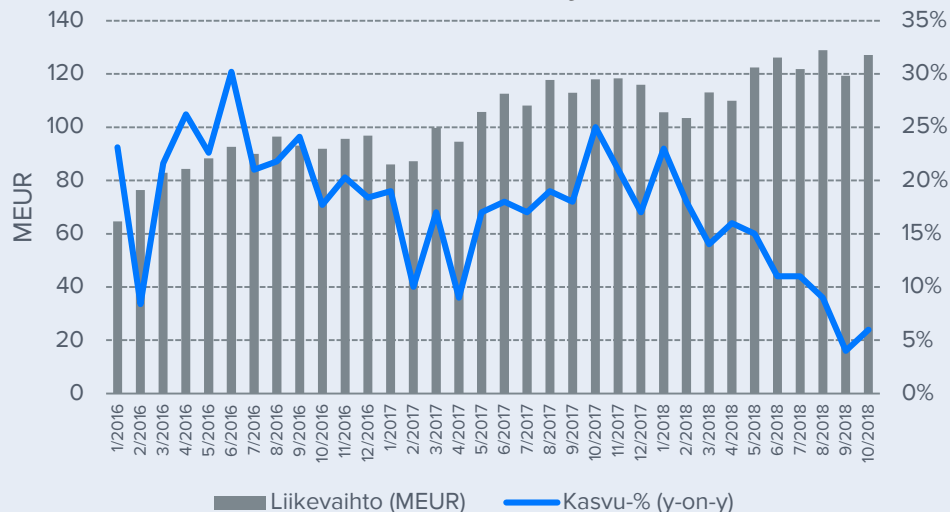
Kokonaisuutena VMP:n markkinat ovat rakenteellisesti kasvavat, mutta niiden kasvuvauhtiin (etenkin henkilöstöpalveluissa) vaikuttaa lyhyellä tähtäimellä yleisen talouden kehitys. Tätä taustaa vasten markkinalla on mielestämme edellytykset kasvaa keskipitkällä aikavälillä yleistä taloutta hieman nopeammin, mutta korostamme, että lyhyellä tähtäimellä kasvun rajutkin heilahtelut eivät olisi yllättäviä.

Markkinan suurimmat alat eli teollisuus ja rakentaminen voimistavat suhdannevaihteluiden vaikutusta kokonaismarkkinaan, sillä niiden kokonaisliikevaihto (ja siten työvoiman kysyntä) heiluu muita toimialoja voimakkaammin. Tätä tasaa jossain määrin hieman vakaampi HoReCa-toimiala, joka taas on pitkällä aikavälillä ollut suhteellisen maltillisesti ja vakaasti kasvanut markkina. Käsityksemme mukaan vuokratyövoiman käyttö on kuitenkin hyvin vakiintunut käytäntö alalla, joten merkittävästi alla olevaa toimialaa nopeammin sen henkilöstövuokrauskysyntä ei voi tulevaisuudessa kasvaa HoReCassa.

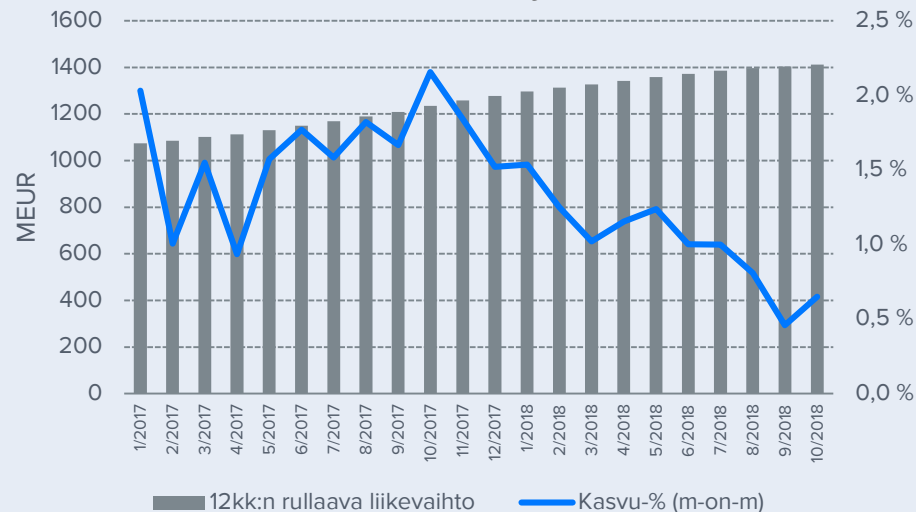
Näemme, että VMP:llä on vielä selvää kasvuvaraa, eikä markkinan koko muodostu yhtiön kasvun esteeksi nähtävissä olevassa tulevaisuudessa. On kuitenkin selvää, että markkinoiden edetessä yhä kypsempään vaiheeseen, on markkinan jako lähempänä (ts. henkilöstövuokraus yhä yleisempi käytäntö) ja silloin kasvun täytyy tulla osin myös markkinaosuutta voittamalla. Tämä edellyttää kilpailukykyistä tarjoamaa ja hinnoittelua.

Markkinat

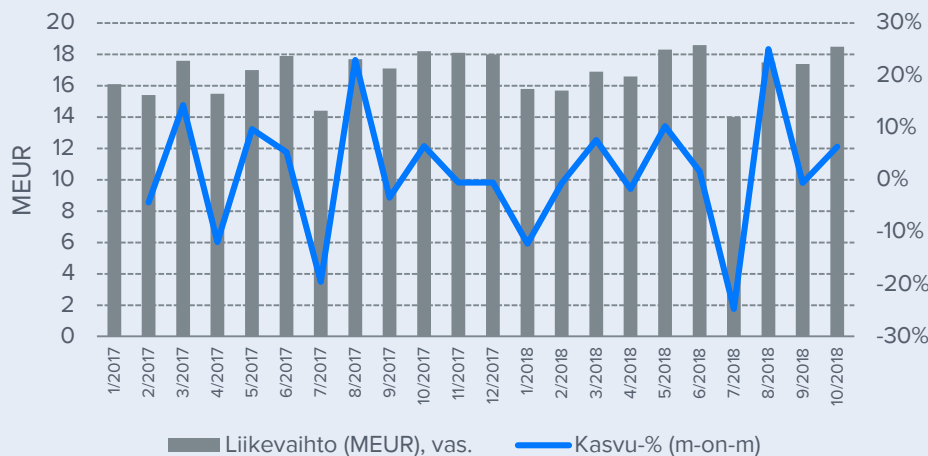
Henkilöstöpalvelumarkkinan 20 suurimman liikevaihdon kehitys



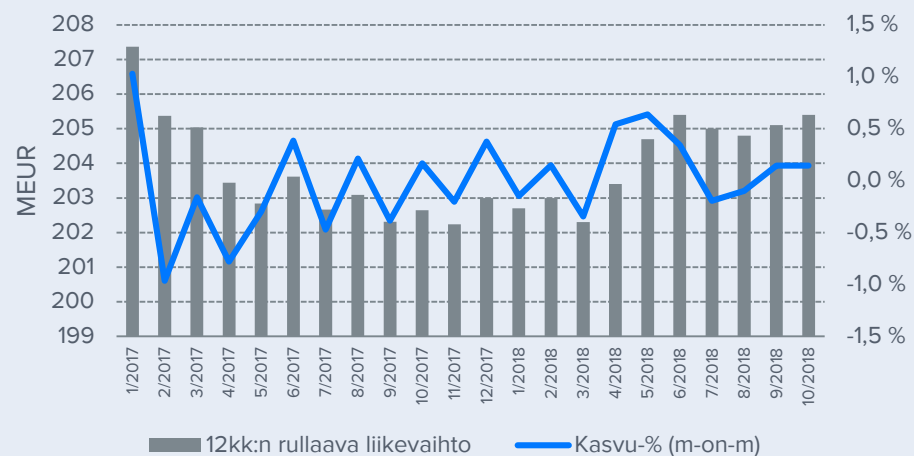
Henkilöstöpalvelumarkkinan 20 suurimman liikevaihdon kehitys



Henkilöstöpalvelumarkkinan 20 suurimman henkilöstöpalveluiden liikevaihdon kehitys *



Henkilöstöpalvelumarkkinan 20 suurimman henkilöstöpalveluiden liikevaihdon kehitys *



Lähde: HPL ja Inderes

* Laskettu kokonaisliikevaihdosta vähennettynä henkilöstövuokrauksen liikevaihdolla

Kilpailukenttä 1/3

Teknologian rooli kasvaa

Teknologia nousee myös henkilöstöpalvelualalla yhä suurempaan rooliin mahdollisena kilpailuetuna, kuten se tekee järjestäen useilla toimialoilla. Historiallisesti teknologia on ollut merkittävässä roolissa pääasiassa hallinnon pyörittämisessä ja hallinnon tehokkuus on ollut korkeamman kannattavuuden ajuri.

Kehityksen myötä teknologian rooli on kasvanut ja nykyään sitä käytetään mm. rekrytoinnissa ja koulutuksissa sekä perehdyttämisessä. Lisäksi, teknologian myötä uudet nk. alustataloutta edustavat kilpailijat ovat tulleet myös henkilöstöpalvelualalle. Teknologian avulla toimijat pyrkivät poistamaan henkilöstöpalvelualalta turhat välikädet, jotka hidastavat prosessia ja kasvattavat kustannuksia. Henkilöstövuokrauksen puolella teknologiaan pohjautuvat alustat pyrkivät toimimaan välikappaleena työn kysynnän (yritys) ja työn tarjoajan (työntekijä) välillä, siten, että hallinto toteutetaan teknologian välityksellä. Optimaalisessa prosessissa työnvälitys onnistuu ilman, että henkilöstövuokrausyhtiössä ihmisen tarvitsee osallistua työvoiman välitysprosessiin.

Edistyneimmät alustat sisältävät henkilöstöpankin, kun hakijat voivat lisätä CV:n ja muita osaamista ja kokemusta sisältävää tietoa. Vastaavasti yritykset ilmoittavat alustalla avoimen työpaikan tehtävänkuvan tiedot ja alusta yhdistää työntekijän ja yrityksen. Edistyneet alustat myös mahdollistavat niiden kautta palkanmaksun ja vastaavista lakisääteisistä velvoitteista kuten työnantajan sivukuluista ja työntekijän ennakonpidätyksistä.

Alustat välittävät etenkin keikkatyöntekijöitä ja

niiden vahvuus onkin nopeiden tuuraajien toimittamisessa mm. äkillisten sairastapauksien aiheuttamien työvoimavajeiden sattuessa ja niiden. Suomessa toimivien alustojen, kuten Treamerin (VMP omistaa 11 %) ja Work Pilotsin, kautta välitetään työvoimaa etenkin lyhytkestoisiih yhden tai muutaman päivän pituisiin työsuhteisiin. Tämä eroaa henkilöstövuokrausyrityksien perinteisestä toimintatavasta, jotka tähtäävät pitkiin sopimuksiin asiakasyritysten kanssa, joille ne välittävät työvoimaa omasta henkilöstöpankista.

Kilpailu ajaa teknologista kehitystä

Arviomme mukaan kilpailun myötä teknologian rooli tulee kasvamaan alalla, sillä uudet, vahvasti teknologiseen osaamiseen pohjaavat toimijat, pyrkivät mukaan kilpailukenttään. Teknologiapohjaisten alustojen avulla työnvälityksestä tulee tehokkaampaa ja läpinäkyvämpää, sillä työnantajat voivat etsiä alustan kautta parhaat arviot saaneet työntekijät ja toisaalta se vähentää välikäsiä työvoiman hankinnasta. Lähes olemattomien tai ainakin hyvin matalien alalle tulon esteiden vuoksi uusien kilpailijoiden on helppo saada jalansijaa markkinalla, mikäli ne pystyvät kilpailemaan hinnalla. Tätä edesauttaisi tehokkaasti toimiva automatisoitu hallinto.

On kuitenkin huomioitava, että palvelukseen suurempia asiakasyrityksiä, henkilöstövuokrausyhtiöiden on pystyttävä tarjoamaan suuria määriä työntekijöitä tarvittaessa. Tämä tukee suuria perinteisiä toimijoita, jotka pystyvät vastaamaan tähän tarpeeseen. Näin ollen koko on yksi kilpailuetu, joskaan ei välttämättä kovin pysyvä sellainen.

Kilpailijakenttä on hyvin pirstaloitunut henkilöstöpalveluissa

Kuten aiemmin esitetystä alan toimijoiden lukumäärästä voi päätellä, on henkilöstöpalvelumarkkina erittäin pirstaloitunut. Tämä heijastelee mielestämme matalaa alalle tulon kynnystä, sillä käytännössä henkilöstöpalveluiden tarjoamisen aloittaminen ei vaadi merkittäviä etukäteispanostuksia ja hallinnointi on suhteellisen kevyttä, etenkin pienessä kokoluokassa. Tästä johtuen alalla toimii huomattava määrä pieniä yhtiöitä.

Henkilöstöpalveluyhtiöiden hinnoittelu ja kudurakenne on myös erittäin läpinäkyvä ja siten merkittäviä erottautumistekijöitä tai kilpailuetuja alalla on vaikea saavuttaa. Näkemyksemme mukaan alalla voi saavuttaa mittakaavaetuja etenkin hallinnon osalta, mikä on yritysjärjestelyiden ajuri.

Konsolidoitavaa riittää tuleville vuosille

Pirstaloitunut markkina tarjoaa suuremmille toimijoille hyvän mahdollisuuden konsolidoida toimialaa ostamalla pienempiä toimijoita. Alalla onkin nähty viime vuosina merkittävässä määrin yrityskauppoja ja VMP:n tapaan alan suurimmat yritykset ovat olleet aktiivisia yrityskaupparintamalla. Selvän liiketaloudellisen logiikan vuoksi odotamme yrityskauppa-aktiiviteetin jatkuvan korkeana suurien toimijoiden tavoitellessa skaalaetuja. Matalien alalletulon esteiden takia uusia yrityksiä tulee arviomme mukaan alalle kuitenkin myös jatkossa, mikä hidastaa toimijoiden lukumäärän laskua konsolidaatiosta huolimatta.

Kilpailukenttä 2/3

Kärkipäässä 6 toimijaa

Alan toimijat voidaan jakaa kolmeen kategoriaan niiden liikevaihdolla mitatun koon mukaan. Suurimmat Suomessa toimivat yhtiöt vuoden 2017 liikevaihdolla mitattuna suuruusjärjestyksessä ovat Barona Group, Staffpoint, VMP, jotka ylsivät yli 100 MEUR:n liikevaihtoon vuonna 2017. Smile, Adecco ja Manpower taas olivat 40-75 MEUR:n liikevaihtoluokassa (Smile pro-forma lv. 124 MEUR). Nämä ovat myös VMP:n itse arvioimat keskeisimmät kilpailijat.

Keskimmäisessä kategoriassa on alle 40 MEUR:n ja yli 20 MEUR:n liikevaihdon yritykset, joita on mm. Carrot (12kk eteenpäin katsova lv.), GO On, Osuma, Opset, Sol Henkilöstöpalvelut ja osin henkilöstöpalvelualan yritysten kanssa kilpaileva Enersense.

Suurin ryhmä, arviolta noin 500-600 alan vakiintuneesta toimijasta, muodostuu kuitenkin pienen kokoluokan (liikevaihto < 5 MEUR) toimijoista. Pienet yritykset eivät pysty kilpailemaan VMP:n kanssa suurista asiakkuuksista, joten kilpailun ytimen muodostaa suurin kärkikuuksikko. Alueellisesti pienemmät

yhtiöt voivat kuitenkin kilpailla etenkin VMP:n franchise-toimipisteiden kanssa henkilöstöpalveluissa.

Kannattavuuden nosto vaatii suurempaa kokoluokkaa

Alan toimijoiden kannattavuuksien vaihteluväli on leveä ja VMP erottuu selkeästi keskiarvoa korkeammalla kannattavuudella. Tarkastelemme kannattavuutta käyttökatemarginaalilla, koska yritystojen takia toimijoilla on huomattavasti ei-kassavirtavaikutteisia aineettomien oikeuksien poistoja, mikä painaa liikevoittoja.

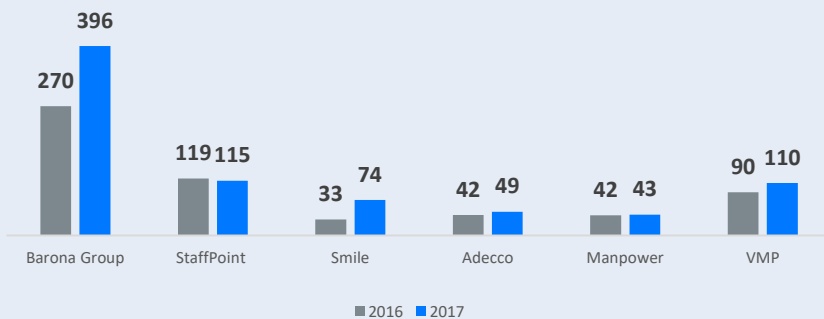
Kuuden suurimman toimijan keskimääräinen käyttökatemarginaali oli vuonna 2017 6,2 % (2016 5,2 %). Joukosta erottuu Barona, Smile ja VMP, jotka ylsivät vuonna 2017 7,0-8,5 %:n käyttökatemarginaaliin. Tämä heijastelee ainakin koon tuomaa tehokkuushyötyä, sillä kolmikko on myös liikevaihdolla mitattuna neljän suurimman joukossa. Suurista toimijoista Staffpointin kannattavuutta painaa käsityksemme mukaan ainakin HoReCan ja vähittäiskaupan suuri paino toimialajakaumassa. Lisäksi VMP:n vahvaa kannattavuutta tukee korkeampikatteisten henkilöstövuokrauspalveluiden keskimääräistä

suurempi osuus liikevaihdosta ja franchise-malli.

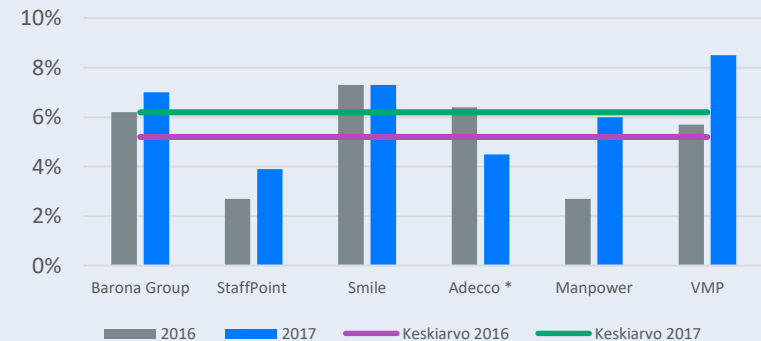
VMP on 8,5 %:n käyttökatemarginaalillaan keskeisten kilpailijoiden joukossa parhaiten kannattava toimija vuoden 2017 luvuilla. Arviomme mukaan yhtiö on kärkijoukossa myös koko toimialan mittapuulla, kun huomioidaan yhtiöt, joiden liikevaihdosta merkittävä osa muodostuu henkilöstövuokrauksesta. Puhtaasti rekrytointia ja koulutuksia tekevät pienet toimijat voivat arviomme mukaan yltää korkeampaan kannattavuuteen, mutta niihin vertailu ei mielestämme ole relevanttia palveluiden eri kannattavuuspotentiaalien vuoksi.

On myös huomioitava, että kärkijoukon osalta kannattavuusvertailua heikentää niiden toimijoiden aktiivisuus yrityskaupoissa ja laajentamisessa, minkä takia alla olevan henkilöstöpalveluliiketoiminnan todellisen kannattavuuden arviointi on hankalaa. Yhtiön kannattavuustason peilaaminen sen potentiaaliin ja tavoitteisiin onkin tästä syystä olennainen osa kannattavuuden arviointia. Samasta syystä myös yhtiöiden orgaanisen kasvun keskinäinen vertailu on haastavaa.

Keskeisten kilpailijoiden liikevaihdot



Keskeisten kilpailijoiden kannattavuudet



Kilpailukenttä 3/3

Globaalit toimijat voisivat kiristää kilpailua

Henkilöstöpalveluala on erittäin suuri toimiala globaalissa mittakaavassa ja yhdysvaltalainen Staffing Industry Analysts (SIA) on arvioinut globaalin markkinan kooksi 466 miljardia vuonna 2017. Globaali markkina ei ole VMP:lle relevantti, mutta isoimpien toimijoiden pyrkimykset kasvattaa globaalisti maantieteellistä peittoaan voivat kasvattaa kilpailua Suomen markkinoilla, mikäli uusia globaalisti operoivia yhtiötä pyrkisi Suomen markkinoille.

Kansainvälisesti toimivista yrityksistä Suomen markkinoilla toimii Adecco sekä Manpower, jotka ovat molemmat noin 40-50 MEUR:n kokoluokassa Suomen liikevaihdolla mitattuna. Staffpoint taas tekee strategista yhteistyötä kansainvälisessä mittakaavassa merkittävän toimijan Randstadin kanssa. On mahdollista, että kansainväliset toimijat pyrkivät jollain aikavälillä aggressiiviseen kasvuun paikallisten toimintojen kautta, mutta käsityksemme mukaan ainakaan toistaiseksi tästä ei ole viitteitä.

Maailmalla kannattavuudet ovat matalat

Markkinat ovat useissa maissa kypsemät ja hintakilpailu Suomessa on arviomme mukaan tähän suhteutettuna vielä maltillisempaa markkinan viime vuosien vahvan kasvun takia.

Käyttämämme kansainvälisen verrokkiryhmän henkilöstöpalveluyhtiöiden kannattavuudet alle Suomalaisten viime vuosien keskiarvon. Edellisen viiden vuoden keskimääräinen EBITDA-% on verrokkiryhmässä 4,7 % Reutersin mukaan. Matalampi kannattavuus ei arviomme mukaan ole seuraus pienestä koosta, sillä

verrokkit ovat keskimäärin selvästi suurempia yhtiöitä. Arviomme mukaan kypsemillä markkinoilla katteissa on ollut pitkällä aikavälillä maltillista painetta alaspäin, mikä laskee kannattavuuksia.

Pidämme mahdollisena, että kannattavuustasoissa onkin maltillista painetta alaspäin myös Suomen markkinoilla pitkässä juoksussa, kun markkinat ovat kypsemmässä vaiheessa ja henkilöstövuokrauksen penetraatioaste on saavuttanut pitkän aikavälin tasonsa. Tällöin painetta voi arviomme mukaan kohdistua etenkin henkilöstövuokrauksen katteisiin Suomessa, mikä korostaisi tehokkuuden merkitystä ja palveluvalikoiman laajentamista kannattavuuden tukemiseksi.

Teknologiavetoinen kilpailu voi painaa marginaaleja pitkällä aikavälillä

Mielestämme on hyvin mahdollista, että pitkällä aikavälillä teknologiapohjaiset kilpailijat voivat ryhtyä kilpailemaan katteilla yrittäessään kasvattaa markkinaosuuttaan. Niiden matalamman kustannusrakenteen vuoksi ne voivat päästä parempaan kannattavuuteen, kun fyysisiä toimistoja operoivat yhtiöt.

Henkilöstövuokrausyhtiöt kilpailevat myös, toimialasta riippuen, osajilla eli henkilöstöllään. Näin ollen vahvassa etenkin vahvassa suhdanteessa tehokkaat toimivat voivat tarjota parhaille osajille parempaa palkkaa, mikä houkuttelisi heille enemmän työvoimaa. Pidämmekin teknologista kehitystä pidemmällä tähtäimellä yhtenä merkittävänä kilpailutekijänä, niin hallinnollisen tehokkuuden kuin myös hintakilpailukyvyyn kannalta, yhdessä

työnantajamielikuvan ja brändin kanssa.

Itsensä työllistämisen kilpailu

Eezyn kilpailukenttä on tällä hetkellä melko rajallinen ja alalla toimii käsityksemme mukaan vain muutama toimija tällä hetkellä. Näemmekin, että Eezy ”kilpailee” periaatteessa vanhaa toimintamallia vastaan, missä itsensä työllistävät perustavat yrityksen, jonka kautta ne työskentelevät tai vastaavasti toimivat suurissa yrityksissä.

Arviomme mukaan tietoisuus Eezyn kaltaisista palveluista ja palvelujen määrän kasvu kasvattaa niiden markkinaa, kun ihmisten tietoisuus ja luottamus niiden toimivuutta kohtaan kasvaa. Tällöin palvelun menestyksen määrittelee muun muassa sen käytettävyys, helppous ja palveluvalikoima. Toistaiseksi Eezyn pääkilpailijat ovat arviomme mukaan Ukko.fi ja Odeal, joiden palkkiomallit ovat melko samanlaisia ja siten palkkiomalli ei ole arviomme mukaan ole merkittävä erottautumistekijä pitkässäkin juoksussa. Lyhyellä tähtäimellä Eezyn kasvuun tai kannattavuuteen ei arviomme mukaan tule merkittävästi heijastumaan kilpailutilanne vaan keskeinen tekijä on käyttäjäkunnan kasvu toimintatapojen muutoksen ja ihmisten tietoisuuden kasvun kautta.

Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

Listautuminen muutti taserakennetta merkittävästi

VMP:n omistajarakenteeseen liittyneiden muutosten ja järjestelyjen sekä listautumisannin vuoksi sen vuoden 2017 tilinpäätösluvut eivät anna oikeaa kuvaa yhtiön taseesta. Näin ollen pohjaammekin yhtiön taloudellisen tilanteen analyysin vuoden 2018 Q3:n lopun mukaiseen taseeseen.

Henkilöstöpalveluliiketoiminta ei edellytä olennaisesti kiinteää pääomaa ja aineellisen omaisuuden osuus on taseessa erittäin pieni. Näin ollen varojen puolella tase muodostuu suurelta osin konsernirakenteen ja yrityskauppojen seurauksena aineettomasta pääomasta ja saamisista. VMP:n kohdalla liikearvoa kasvattaa listautumisen yhteydessä muodostettu konsernirakenne. Varoja kasvattaa kuitenkin tällä hetkellä yhtiön listautumisannista saamat likvidit varat, jotka ovat yli yhtiön liiketoiminnan operoinnin edellyttämän tason. Vastaavasti velkojen puolella merkittävimmät erät ovat lyhyt- ja pitkäaikainen korollinen velka sekä ostovelat.

Aineeton pääoma on kuranttia

Q3'18 lopun taseessa vastaavaa puolen pysyvät vastaavat muodostuvat pääasiassa listautumisen yhteydessä muodostetun konsernirakenteen seurauksena syntyneestä konserniliikearvosta, joka on noin 64,6 MEUR. Konserniliikearvo on syntynyt listautumisannin ennen muodostetusta konserniliikearvosta ja se kohdistuu pääosin henkilöstöpalveluliiketoimintaan ja yrityskauppoihin. Pidämme konserniliikearvoa kuranttina yhtiön tuloksentelekkyyden pohjalta arvioituna, eikä siihen mielestämme kohdistu

alaskirjauksen riskiä. Yhtiö poistaa konserniliikearvoa vuosittain FAS-kirjanpidon mukaisesti, mikä kasvattaa poistoja huomattavasti.

Koneista ja kalustosta pääasiassa muodostuvaa aineellista omaisuutta on 65,2 MEUR:n pysyvistä vastaavista vain noin 0,4 MEUR. Aineellinen omaisuus muodostuu käytännössä atk-laitteista ja myyntihenkilöstön ajoneuvoista. Yhtiö vuokraa kiinteistötilat, joissa sen toimistot ovat ja näin ollen aineellinen omaisuus ei sisällä kiinteistöjä.

Vaihtuvat vastaavat muodostuvat pitkälti noin 14 MEUR:n myyntisaamisista, minkä lisäksi yhtiöllä oli noin 10,3 MEUR:n likvidit käteisvarat. Tätä laskee kuitenkin arviolta noin 3-5 MEUR:lla (riippuen lisäkauppahinnasta) yhtiön Q4:lla tekemä yrityskauppa. Yrityskaupan jälkeinkin yhtiön likviditeetti on vähintäänkin riittävällä tasolla, kun huomioidaan myös käyttämättömät 3 MEUR:n tililimiitit. Siten arvioimme yhtiön likviditeettitilanteen olevan kokonaisuudessaan hyvä. Liiketoiminnan luonteelle tyypillisesti vaihto-omaisuutta taseessa ei ole lainkaan.

Oma pääoma koostuu annista tulleista varoista

VMP:n oma pääoma oli Q3'18 lopussa 55,3 MEUR, mikä muodostuu pääosin listautumisen yhteydessä kasvaneesta sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta (59,8 MEUR). Yhtiöllä on lisäksi omassa pääomassa 4,4 MEUR:n verran edellisten ja kuluvan tilikauden tappioita. Aiempien vuosien tappiot heijastelevat aiempaa yhtiörakennetta, eivätkä ne anna oikeaa kuvaa liiketoiminnan historiallisesta tuloskehityksestä.

Pitkäaikaista velkaa yhtiöllä on 20 MEUR, mikä on pankkilainaa. Lyhytaikaista pankkilainaa

yhtiöllä ei ole, mutta lyhytaikaista muuta velkaa konsernilla on 6,5 MEUR.

Q3'18 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli noin 59 % ja velkaantuneisuusaste noin 18 %.

Nettovelka suhteessa edellisen 12 kuukauden käyttökatteeseen oli tasolla 1x. Kokonaisuudessaan yhtiön tase ja rahoitusasema ovat vahvoja ja mahdollistaa osinkojen jaon sekä yrityskauppojen toteuttamisen, kun huomioidaan yhtiön likvidit varat ja velkakapasiteetti.

Osinko- ja yritystokapasiteetti

Vahvan rahoitusaseman ja vähäisen käyttöpääoman tarpeen vuoksi VMP:llä olisi mahdollisuus vuolaaseen ja selvästi osingonjakopolitiikkaansa suurempaan osinkoon lähivuosina. Arvioimme yhtiön kuitenkin haluavan säilyttää liikkumavaraa yritysostoja ajatellen ja siten osinko pidetään maltillisena politiikan mukaisesti. Pidämme tätä yritysostojen arvonluontipotentiaali ja markkinatilanne huomioiden oikeana strategiana.

Karkean arviomme mukaan VMP voisi lyhyellä tähtämellä kasvattaa velkaansa 15 MEUR:lla. Kun huomioidaan myös likvidit varat ja liiketoiminnan kassavirta, on yhtiöllä noin 20 MEUR yritysostokapasiteetti lähivuosille. Lopputulema on riippuvainen mm. ostettavan liiketoiminnan kannattavuudesta ja maksettavasta hinnasta, mutta arviomme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa yritysostoja samalla säilyttäen taseensa mukavuusalueella sekä velkaantuneisuuden taloudellisen tavoitteen (nettovelka/EBITDA 1,5x) mukaisella tasolla.

Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

Henkilöstökulut muodostavat leijonanosan kustannuksista

Liiketoimintamallia heijastellen myös VMP:n kustannusrakenne on yksinkertainen. Yhtiön suurin kuluerä ovat henkilöstökulut, joka ovat viimeisen kolmen kvartaalin aikana (Q1-Q3'18) olleet keskimäärin 83,5 % liikevaihdosta. Taso on ollut historiallisesti matalampi, mutta muuttunut itsensäyöllistämisen palvelujen kulujen kirjauskäytäntö heikentää vertailukelpoisuutta tuntuvasti, joten pidempi historiallinen tarkastelu ei ole mielestämme relevanttia. Henkilöstövuokraus alalla henkilöstökulujen kehitys suhteessa liikevaihtoon on suhteellisen vakaa, mutta VMP:n tapauksessa konsernitason kehitys riippuu merkittävästi liikevaihdon jakaumasta. Tämän taustalla on franchise-maksut ja Eezyn nettoliikevaihto sekä myös korkeamman katteen rekrytointi ja organisaation kehittämisen palvelut. Henkilöstökulut on yhtiölle muuttuva kuluerä ja se skaalautuu, jos yhtiön oman henkilöstövuokrausliiketoiminnan suhteellinen osuus liikevaihdosta laskee.

Muut kulut, joka sisältää mm. vuokrat ja yleiset hallinnon kulut, on ollut samalla tarkastelujaksolla keskimäärin 7,1 % liikevaihdosta. Erän historiallista vertailukelpoisuutta heikentää edellä mainittu kirjauskäytännön muutos. Arvioimme muissa kuluissa olevan suhteellisesti laskuvaraa ja nykyisen tason heijastelevan mm. yritysostojen tuomaa ylimääräistä kulumassaa, jonka pitäisi laskea suhteellisesti, jos yritysostoja ei enää tehdä ja kun ostetut kohteet on integroitu. Pitkällä aikavälillä erän suhteellisen osuuden lasku kertoo yhtiön tehokkuudesta ja se on

kustannuspuolella kannattavuusparanuksen keskeinen komponentti. Arvioimme kuluerän olevan pääsääntöisesti kiinteitä kuluja, vaikkakin joukossa on varmasti myös maltillisesti muuttuvia eriä.

Materiaalit ja palvelut -kustannukset ovat olleet 2015-Q3'18 välisellä ajalla suhteellisen matalat 1,3-2,2 %:n välimaastossa. Kuluerä koostuu pääasiassa rekrytointiin liittyvistä kuluista ja on siten jossain määrin muuttuva erä. Suhteellisesti kuluerä on arvioimme mukaan hyvällä tasolla ja merkittävää kannattavuusparannus ajuria siitä ei muodostu.

Yhtiö poistaa aineetonta omaisuutta ripeästi

VMP:llä ei ole juurikaan kiinteää omaisuutta ja siten aineellisen omaisuuden poistot ovat hyvin maltilliset. Viime vuosina aineellisen omaisuuden poistot ovat olleet noin 1 MEUR:n luokkaa investointeja heijastellen. Poistoja kuitenkin kasvattaa merkittävät konserniliiketoiminnan poistot, joita tehdään 10 vuoden poistoajalla. Q3'18:lla aineettoman omaisuuden poistot olivat noin 1,8 MEUR, joka sisälsi konsernirakenteen muodostumisen poistojen lisäksi myös viime vuosina tehtyjen yritysostojen poistoja.

Rahoituskulut ovat matalat, veroaste heijastelee pääasiassa Suomen verokantaa

Alemmilla riveillä rahoituskulut muodostuvat nykyisen 20 MEUR:n pankkilainan koroista ja muista rahoituskuluista. Arvioimme yhtiön saavan velkarahaa kilpailukykyisellä noin 1,5-3 %:n tasolla, joten merkittävää tulosrasitusta korkokulut ei muodosta yhtiölle, vaikka velkatasoa nostettaisiin tulevaisuudessa.

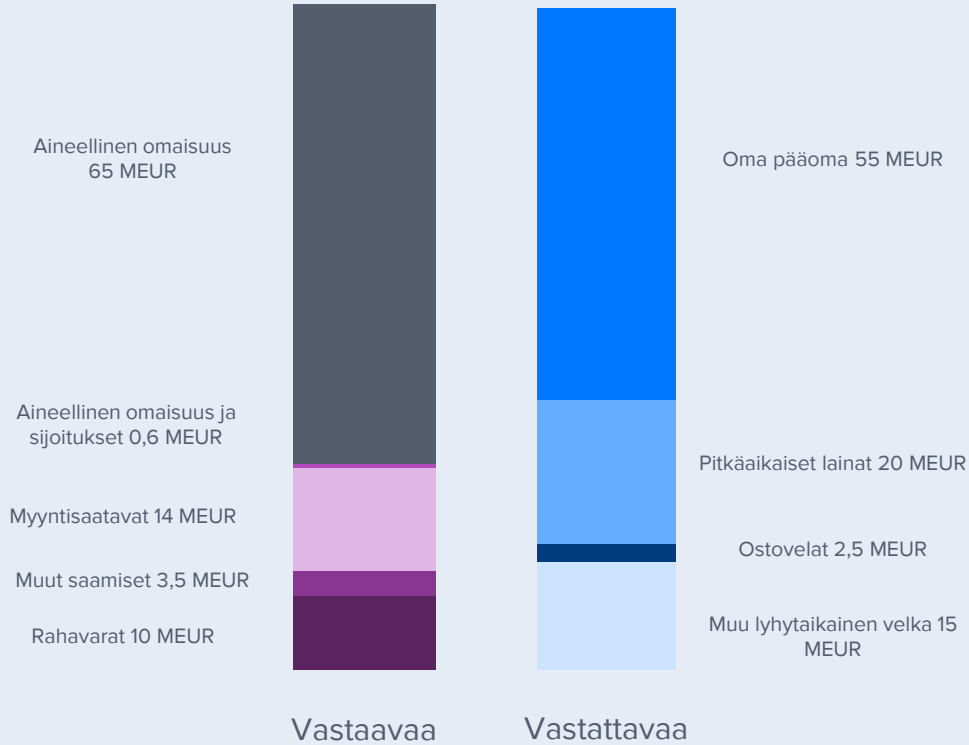
Yhtiön veroasteen arvioimme olevan liiketoiminnan painopistettä heijastellen karkeasti noin 20 %:n tasolla. Efektivistä veroastetta kuitenkin nostavat verovähennyskelvottomat liikearvon poistot, mitkä kohottavat efektiivisen veroasteen selvästi yhteisöveroa korkeammaksi.

Kulurakenne on kilpailukykyinen ja joustava

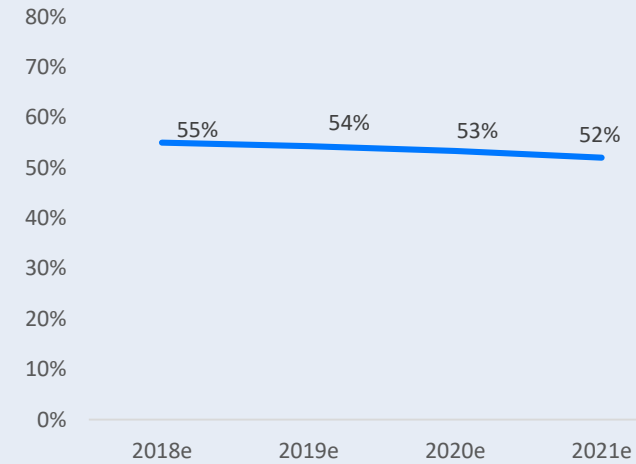
Arvioimme mukaan yhtiön kulurakenteesta noin 85 % on muuttuvia kustannuksia ja 15 % on kiinteitä kustannuksia. Joustava kulurakenne ja VMP:n kilpailukykyinen kustannustaso antavat yhtiölle melko hyvää liikkumavaraa kysyntämuutoksien varalle. Henkilöstökustannusten joustovara on kuitenkin riippuvainen yhtiön työntekijöiden sopimusrakenteista ja lyhyen tähtäimen sopeuttamisvara heikon kysynnän tilanteessa on vahvasti sidonnainen tämän erän muutoksiin. Näkemyksemme mukaan etenkin liiketoiminnan muissa kuluissa on maltillista skaalautumisvaraa tehokkuuden parantumisen myötä, mutta kokonaisuutena tulokasvun pääasiallinen ajuri on liikevaihdon kasvu ja liikevaihdon jakauman muutokset.

Taloudellinen tilanne

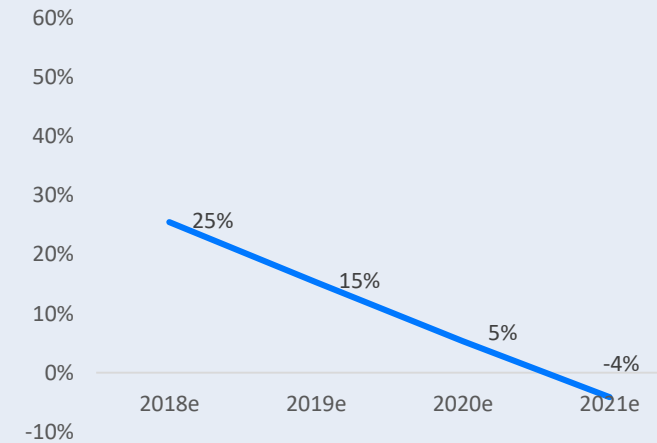
Taserakenne Q3'18 (MEUR)



Omavaraisuusaste



Nettovelkaantumisaste



Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Ennustamme VMP:n liiketoiminta-alueiden liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa arvioitun markkinan ja markkinaosuuden kasvun perusteella sekä jo ilmoitettujen yritysostojen tuoman epäorgaanisen kasvun perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa seuraamme yhtiön henkilöstökulujen, materiaali ja palvelukulujen ja muiden liiketoiminnan kulujen suhteellista kehitystä, joita mallinamme kvartaali ja vuositasolla.

Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja VMP:n historiallista ja arvioimaamme potentiaalista kannattavuustasoa. Ennusteissamme ei oteta huomioon jo lyhyellä ja etenkin keskipitkällä aikavälillä todennäköisten yrityskauppojen vaikutuksia, sillä kauppojen ajoituksia ja kokoluokkaa on mahdotonta ennustaa.

Makrotalouden ennusteet

Suomen talouskasvu on ollut kuluvana vuonna jopa odotettua nopeampaa. Vuoden kolmannella kvartaalilla BKT kasvoi 2,4 %, mikä oli erittäin hyvä lukema ja heijasteli kasvun olevan selvästi potentiaalinsa (n. 1 %) yläpuolella. Esimerkiksi valtiovarainministeriö ennustaa kasvun vuonna 2018 olevan jopa 3,0 %, eli se kiihtyy vuodesta 2017 mutta hidastuu 2019 1,7 %:iin. Vaikka Suomi jäi muista euromaista jälkeen talouskehityksessä finanssi- ja velkakriisin jälkeen, on se kuronut erotusta kahden viime vuoden aikana reilusti kiinni. Toisaalta näyttää siltä, että vaikka paras

kasvutahti alkaa hiipua muissa euromaissa, Suomen kasvuluvut ovat edelleen suhteellisen hyviä. Edelleenkin perusta taloudessa on vahva: kotitalouksien ja yritysten luottamus on edelleen historiallisestikin korkealla tasolla ja työllisyys on ollut vahvassa kasvussa. Työllisyysasteen trendi oli lokakuussa 71,8 %, mikä oli paras lukema vuosiin.

Kasvuhiippu on kuitenkin takana, ja sekä kuluttajasektorin että teollisuuden luottamus on hiipunut vuodenvaihteen huippulukemista. Laskusta huolimatta luottamus on edelleen suhteellisen korkealla tasolla, mutta sen jatkuessa heräisi luonnollisesti huoli talouskasvunkin kestävydestä. Esimerkiksi luottamusindikaattorien lasku vuosien 2012-2014 tasolle olisi talouden kannalta huono asia.

Kasvun taittuminen näkyy myös teollisuudessa. Muun muassa investointien kasvuun on odotettavissa hidastumista ensi vuonna, mikä painanee talouskasvun hieman tätä vuotta heikommalle tasolle. Lisäksi pienenä avotaloutena Suomi on vahvasti riippuvainen kansainvälisistä suhdanteista, ja mielestämme suurimmat uhat taloudelle tulevat tällä hetkellä maailmantalouden suhdanteista ja poliittisista riskeistä.

Kevästä lähtien eskaloitunut kauppasota etenkin USA:n ja Kiinan välillä on lisännyt epävarmuutta maailmankaupassa ja tätä kautta voi vaikuttaa vientiin. Nyt Kiinan ja USA:n välillä otetusta aikalisästä huolimatta epävarmuus on korkealla. Vaikka Eurooppa on selvinnyt suhteellisen pienin vaurioin toistaiseksi, tilanne kauppaneuvotteluissa on edelleen epäselvä. Etenkin Valkoisen talon uhkaamat autotullit

iskisivät merkittävässä määrin mm. Saksan talouteen, mistä vaikutukset leviäisivät nopeasti sisäisen kysynnän häiriöiden kautta myös muihin euromaihin. Lisäksi Kiinalla on yllättävänkin merkittävä osuus Suomen teollisuuden arvoketjussa, joten kasvun hidastuminen idässä vaikuttaisi ulkomaankaupan kautta myös kotimarkkinaamme.

Ongelmana kauppasodan vaikutusten ennustamisessa on se, että näkyvyys on huono: pahimmassa skenaariossa maailmantalouden (ja Suomen viennin) kasvu supistuisi merkittävästi, kun taas parhaimmillaan vaikutukset olisivat lähinnä marginaalisia (lisätulleja ei asetettaisi). Lisäksi poliittisiin riskeihin lukeutuu Italian tilanne, joka voi pahimmillaan johtaa uuteen velkakriisiin. Toisaalta mikäli poliittiset uhat eivät realisoidu ja maailmantalouden myötätuuli jatkuu, noususuhdanne voi hyvinkin jatkua vielä vuoteen 2020, sillä euroalueella kypsälle suhdanteelle tyypillisiä merkkejä (kiristyvä rahapolitiikka, kiihtyvä inflaatio) ei vielä ole nähty.

Vuoden 2018 Q4-ennusteet

Viimeisimpien HPL:n lukujen mukaan henkilöstöpalveluala on jatkanut lokakuussa kasvua ja kasvu hieman piristyi syyskuun kausiluonteisuutta heijastelleesta notkahduksesta. Kausiluonteisesti marras-joulukuu on alalle hyvä, sillä mm. ravintola-alan kysyntä on näinä kuukausina vahvaa. Tämän vaikutusta VMP:lle kuitenkin laskee yhtiön laaja toimialahajautus, jonka vuoksi HoReCa ei muodosta suurta osuutta yhtiön liikevaihdosta.

Ennusteet 2/3

Tätä markkinoiden Q4'18:n kasvukuvaa ja yhtiön tekemien yrityskauppojen tuomaa epäorgaanista kasvua heijastellen arvioimme VMP:llä ei ole suurta markkinaosuutta vuoden viimeisellä kvartaalilla tyypillisesti vahvassa HoReCa-markkinassa, mikä laskee kausiluonteisuutta liiketoiminnassa. Odotammekin henkilöstövuokrauksen liikevaihdon kasvun olevan vuositasolla noin nollan tasolla ja rekrytoinnin ja organisaation kehittämisen laskevan 4 % vertailukaudesta. Liikevaihdon kasvua ajaa siten itsensä työllistämisen palvelut, jonka kasvun ennusteemme on 14 % vertailukaudesta. Odotamme siten VMP:n liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 14 % 125 MEUR:oon.

Viimeiseltä kvartaalilta odotamme 2,5 MEUR:n käyttökateä, mikä vastaa hyvällä tasolla olevaa 7,5 %:n käyttökatemarginaalia. Edellisen kvartaalin tapaan odotamme yhtiön kustannusrakenteen laskevan suhteellisesti alkuvuoden tasolta. Kannattavuusparannuksen ajureina toimii maltillinen hallinnon tehostuminen rekrytoinnin ja organisaation kehittäminen palvelualueiden brändien yhdistymisestä ja liikevaihdon kasvu. Koko vuoden oikaistun käyttökateen ennusteemme on 10,2 MEUR (käyttökate-% 7,8 %).

VMP on ohjeistanut sen kuluvaan vuoteen oikaistun käyttökateen kasvavan selvästi edellisvuodesta (2017 oikaistu käyttökate 9,3 MEUR). Pörssiyhtiöllä raja sanalle selvästi on tyypillisesti 5-10 %, joten 10,2 MEUR:n oikaistun käyttökateen ennusteemme on ohjeistuksen mukaisella tasolla. Koska meillä ei kuitenkaan ole tarkkaa näkyvyyttä ohjeistukseen ja kvartaalitason ennusteeseen liittyy riski normaalit ennusteriskit huomioiden, on mahdollista että yhtiö joutuisi laskemaan ohjeistustaan kuluvaan vuoden osalta. Tämä voisi toteutua, jos yhtiön ohjeistuksen indikoima taso selvästi vastaa 10 %:n kasvua ja Q4'18

oikaistu käyttökate jäisi ennusteestamme maltillisesti. Jos ohjeistus vastaa arvioimamme haarukan alalaitaa yhtiön tulisi ylittää ohjeistukseensa meidän arvion mukaan.

Q4'18:n rahoituskulujen odotamme heijastelevan normaaleja korkokuluja ja muita rahoituskuluja, mutta veroja sotkee vielä lyhyellä tähtämellä konsernirakenteen yksinkertaistaminen sekä konserniliikearvon poistot ja verosaaminen, mitkä nostavat efektiivistä verokantaa tuntuvasti tuloslaskelmassa. Q4'18:n konserniliikearvon poistoista oikaistu EPS:n ennusteemme on 0,13 euroa, joka nostaa koko vuoden oikaistun EPS:n 0,10 euroon. Koko vuoden rahoituskuluja nostaa listautumisen kulut, jotka olivat 3 MEUR. Rahoituskulut myös painavat koko vuoden osakekohtaista tulosta selvästi, joten kuluvaan vuoden osakekohtainen tulos ei vastaa yhtiön jatkuvan liiketoiminnan tulostasoa. Vuoden 2018 osingon ennusteemme on 0,10 euroa (osingonjakosuhte 0,35 % liikearvon poistoilla oikaistusta tuloksesta).

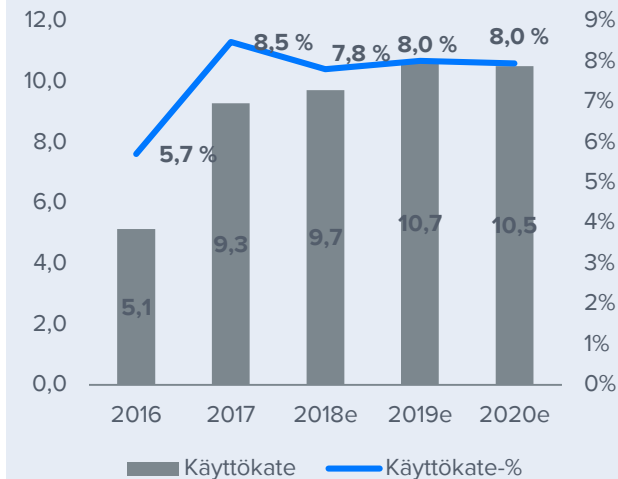
Vuoden 2019 kasvua ajaa epäorgaaninen kasvu

Yleisen talouden odotetaan jatkavan kasvu-uralla myös vuonna 2019. Ennustetun talouskasvun viime aikainen lasku kuitenkin yhdessä HPL:n raportoitujen lukujen indikoiman hidastuvan markkinan kasvukuvan kanssa nostaa tiettyjä huolia henkilöstöpalvelumarkkinan ensi vuoden kasvun suhteen. Rakentamisen hidastuminen toimii arviomme mukaan ainakin markkinan jarruna, mutta toisaalta teollisuuden viimeaikaiset indikaattorit heijastelevan vahvaa kysyntää ainakin vielä 2019 alun osalta.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Käyttökateen (MEUR) ja käyttökate-%:n kehitys



Ennusteet 3/3

Tätä taustaa vasten odotamme VMP:n ensi vuoden liikevaihdon kasvun olevan noin 7 %. Odotamme kunkin liiketoiminta-alueen liikevaihdon kasvun hidastuvan vuoden 2018 tasosta, mutta Q4'18:lla toteutunut yrityskauppa tukee etenkin henkilöstövuokrauksen ja myös arviomme mukaan maltillisesti rekrytoinnin ja organisaation kehittämisen vuoden 2019 kasvua. Ensi vuoden ennusteessamme on turvamarginaalia, mitä pidämme perusteltuna markkinan suhdanneherkkyys ja yleisen talouden kasvuun liittyvät riskit huomioiden.

Liikevaihdon kasvua ja liiketoiminnan tehostumista heijastellen odotamme kannattavuuden vahvistuvan vuonna 2019 maltillisesti ja VMP:n yltävän 8 %:n oikaistun käyttökate-%:iin (käyttökate 10,7 MEUR). Rahoituskulujen odotamme olevan normaaleilla tasoillaan, kun taas efektiivistä veroastetta nostaa konserniliiketarvojen poistot. Siten vuoden 2019 oikaistun EPS:n ennusteemme on 0,50 euroa ja tästä odotamme yhtiön maksavan 0,15 euroa osinkoa.

Vuonna 2020 odotamme markkinan heikkenevän

Hidastuvaa talouskasvua ja etenkin rakentamisen selvää hidastumista heijastellen odotamme vuoden 2020 liikevaihdon kasvun jäävän pienelle miinukselle -0,5 %:iin. Näkyvyys tässä vaiheessa vuoteen 2020 on kuitenkin rajallinen, mutta suhdanteen pituus ja näkyvät huomioiden on riskit mielestämme kallellaan alaspäin. Maltillista laskua heijastellen odotamme VMP:n liikevaihdon vuonna 2020 olevan 132 MEUR.

Arviomme mukaan liikevaihdon lasku heijastuu myös tulokseen, sillä vaikka yhtiöllä on suhteellisen joustava kulurakenne arviomme kulujen laskun kulkevan viiveellä suhteessa liikevaihdon laskuun nähden. Tätä heijastellen ennustamme vuoden 2020 oikaistun käyttökateen olevan 10,5 MEUR, mikä vastaa 7,9 %:n käyttökatemarginaalia. Rahoituskulut ovat normaaleilla tasoillaan ja efektiivinen veroaste on korkea edellisen vuoden tapaan myös vuonna 2020. Siten ennusteemme vuoden 2020 osakekohtaiseksi tulokseksi on 0,51 euroa osakkeelta. Odotamme yhtiön osingon säilyvän maltillisella nousukäyrällä ja olevan 0,17 senttiä osakkeelta.

Yrityskaupat todennäköisiä lyhyellä tähtämellä

Yhtiön strategiaan, markkinan kasvukuvaan sekä käynnissä olevaan markkinoiden konsolidaatioon perustuen arvioimme yhtiön tekevän yrityskauppoja jo lyhyellä tähtämellä. Olisimmekin hyvin yllättyneitä, jos yhtiö ei seuraavan 12 kuukauden aikana tekisi yritysjärjestelyitä. Arvioimme yhtiön jatkavan pienen kokoluokan toimijoiden konsolidointia osaksi VMP konsernia kuluvana vuonna nähdyn tapaan. Näin ollen pidämme todennäköisenä myös, että lyhyen tähtäimen ennusteet tulevat muuttumaan järjestelyjen myötä selvästi. Yrityskauppojen mallintaminen on kuitenkin mahdotonta, joten emme ole huomioineet niitä ennusteissamme.

Pitkän aikavälin ennusteet

Suhdanneherkkyiden vuoksi VMP:n liiketoiminnan kehitys ei arviomme mukaan ole pitkäällä aikavälillä vakaata, mikä taas laskee

luottamusta pitkän aikavälin ennusteisiin. Lisäksi ennusteet eivät huomioi myös keskipitkällä aikavälillä erittäin todennäköisiä yrityskauppoja. Käytämmekin pitkän aikavälin ennusteita pääasiassa pitkän aikavälin ennusteisiin nojaavassa kassavirtamallissa.

Odotamme vuosien 2022-2027 liikevaihdon kasvun olevan hieman ennustetun talouskasvun (ns. luonnollinen kasvu) yläpuolella mm. rakenteellisten kasvuajureiden tukiessa kasvua. Ennusteemme liikevaihdon kasvulle ovat 2-3 % vuositasolla.

Odotamme yhtiön kannattavuuden vahvistumisen tasaantuvan keskipitkällä aikavälillä ja vuosien 2022-2027 liikevoittomarginaalin ennusteemme ovat tasolla 2,5-4,2 %. Tasot vastaavat käyttökatemarginaalilla noin 6,5-8 %:n tasoa. Koska emme ennusta tulevia yrityskauppoja ja yhtiö poistaa niistä syntyvää konserniliiketarvoa ripeästi liikevoittomarginaali säilyy matalalla tasolla, mutta nousee loppua kohden poistomassan pienentyessä.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2016	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	90,1	110	28,0	32,5	31,1	33,0	125	133	132	130
<i>Henkilöstövuokraus</i>	90,1	59,7	15,9	18,0	17,9	18,0	69,8	75,9	74,8	72,5
<i>Rekrytoinnin ja organisaation kehittämisen palvelut</i>	0,0	8,5	2,2	2,7	1,5	2,5	8,9	9,0	8,7	8,5
<i>Itsensätyöllistämisen palvelut</i>	0,0	41,4	9,9	11,8	11,7	12,5	45,9	48,0	48,7	49,2
Oikaistu käyttökate	5,1	9,3	2,3	2,7	2,8	2,5	10,2	10,7	10,5	10,1
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-3,2	-1,8	-1,9	-2,1	-2,1	-7,9	-7,8	-7,7	-7,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	8,1	2,1	2,3	0,7	2,2	7,3	10,1	10,0	9,7
Liikevoitto	2,6	6,1	0,2	0,6	0,7	0,4	1,9	2,9	2,8	2,5
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,3	-0,6	-4,0	0,4	-0,4	-4,6	-0,8	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	2,5	5,7	-0,4	-3,4	1,1	0,0	-2,8	2,1	1,8	1,5
Verot	-0,6	-1,5	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-1,1	-1,9	-1,4	-1,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,9	4,3	-0,5	-4,1	0,5	0,2	-3,9	0,2	0,4	0,0
EPS (oikaistu)		0,42	0,09	-0,16	0,04	0,13	0,10	0,50	0,51	0,49
EPS (raportoitu)		0,29	-0,03	-0,28	0,04	0,01	-0,26	0,01	0,03	0,00
Tunnusluvut										
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	29,4 %	21,7 %					13,7 %	6,7 %	-0,5 %	-1,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	66,6 %	208 %					-10,3 %	38,7 %	-0,4 %	-3,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	5,7 %	8,5 %	7,2 %	7,6 %	8,9 %	7,5 %	7,8 %	8,0 %	8,0 %	7,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	2,9 %	7,4 %	7,5 %	7,0 %	2,1 %	6,7 %	5,8 %	7,6 %	7,6 %	7,4 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,1 %	3,9 %	-1,8 %	-12,7 %	1,7 %	0,5 %	-3,1 %	0,2 %	0,3 %	0,0 %

Arvonmääritys 1/2

Arvonmäärityksen perusta

VMP:n arvonmäärityksemme perustuu tulos pohjaisista kertoimista vahvan taseen huomioivaan EV/EBITDA-kertoimeen sekä liikearvon poistoista oikaistuun P/E-kertoimeen. Lisäksi käytämme volyympohjaista EV/liikevaihto-kerrointa. Osinkotuotolle emme anna arvonmäärityksessä suurta painoarvoa, sillä siihen liittyvä epävarmuus on mielestämme melko korkea, kun huomioidaan yhtiön strateginen valinta kasvaa yritysostojen avulla. Osinkotuotto onkin pääasiassa tuotto-odotusta tukeva komponentti.

Sijoittajien on olennaista huomioida, että konserniliikearvon poistot ovat kirjanpidollinen kulu tuloslaskelmassa eivätkä ne vaikuta yhtiön kassavirtaan. Arviomme mukaan markkinoiden katse on kuitenkin pääasiallisesti EV-pohjaisissa kertoimissa, eikä yhtiön arvostusta voi peilata yksinomaan oikaistuun P/E-kertoimeen.

Absoluuttisten kertoimien lisäksi tarkastelemme VMP:n arvostusta verrokkiryhmän kertoimien kautta ja myös pidemmän tähtäimen potentiaalia kuvaavalla kassavirtalaskelmalla. Kassavirtalaskelma on kuitenkin erittäin herkkä parametrien muutokselle, mitkä taas sopivat heikosti syklisen liiketoiminnan ennustamiseen. Näin ollen käytämmekin kassavirtalaskelmaa pääasiassa apuna realiteettitarkistuksessa ja lyhyen tähtäimen ennustamisen tukena.

Näkemyksemme mukaan seuraavat tekijät tukevat/laskevat VMP:n arvostusta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä:

+ Vahva track-record kasvusta

+ Yhtiölle relevanttien markkinoiden pitkän aikavälin kasvupotentiaali

+ Toimialan parhaita kannattavuuksia ja liiketoiminnan maltillinen skaalautuvuus

+ Yrityskauppojen selvä omista-arvoa luova potentiaali ja hyvät näytöt onnistuneista järjestelyistä

- Osakkeen heikko likviditeetti

- Suomen talouskehitykseen ja sitä kautta markkinan kehitykseen liittyvät riskit

- Kannattavuuden nousuun liittyvä epävarmuus

- Vahvojen kilpailuetujen puute toimialalla

Näkemyksemme mukaan VMP:n osaketta tulisi hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioon ottaen EV/EBITDA-kertoimella 5x-8x, EV/liikevaihto-kertoimella 0,5x-0,7x ja vastaavasti oikaistulla P/E-kertoimella 9x-13x. Kerroinhaarukoiden melko leveät laidat heijastelevat arvioimaamme toimialan suhdanneherkkyyttä. Hyvässä syklin vaiheessa painotamme kerroinhaarukan alalaitaa, kun taas heikon suhdanteen tulosta on perusteltua arvottaa korkeammalla kertoimella.

Absoluuttiset arvostuskertoimet indikoivat nousuvaraa, jos tulosparannus realisoituu

VMP:n vuoden 2018 EV/EBITDA ja EV/Liikevaihto-kertoimet ovat tasoilla 7x ja 0,5x ja ne ovat kokonaisuutena suhteellisen neutraalit. Yhtiön P/E-kerrointa nostaa listautumisen kertaluontoiset 3 MEUR:n kulut, joista oikaistuna kuluva vuoden (oik.) P/E-

kerroin on 8x. Osinkotuotto taas on kuluva vuoden osinkoennusteellamme matala 2,7 %.

Vuoden 2019 EV/EBITDA ja EV/Liikevaihto-kertoimet ovat liikevaihdon kasvun ja tuloskasvun seurauksena jo arvioimamme haarukan alalaidalla, kun ne ovat 6x ja 0,4x. Vastaava oikaistu P/E-kerroin 7x on selvästi alle arvioimamme hyväksyttävä tason. Selvän osingonkorotuksen myötä ensi vuoden ennusteemme osinkotuotoksi on hyvällä tasolla 4,1 %:ssa.

Näemmekin ensi vuoden kertoimissa nousuvaraa, kunhan odottamamme liikevaihdon ja tuloksen kasvu realisoituu odotetusti. Markkinoiden katseiden siirtyminen ensi vuoden kertoimiin edellyttää arviomme mukaan kuitenkin kuluva vuoden tulostasoon liittyvän epävarmuuden hälventymistä. Emme myöskään ole valmiita nojaamaan arvonmäärityksessä ensi vuoden kertoimiin vielä tässä vaiheessa kuluva vuoden tulostasoon ja markkinan kehitykseen liittyvän epävarmuuden vuoksi.

Suhteellinen arvostus ja verrokkit

Olemme koonneet VMP:lle kansainvälisistä verrokeista koostuvan laajan verrokkiryhmän ja lisäksi olemme sisällyttäneet lähimmän verrokin Enersensen kotimaisesta pörssistä suhteellisen arvostuksen tarkasteluun. Enersense ei ole optimaalisin verrokki VMP:lle, mutta yhtiö toimii kuitenkin henkilöstövuokrauksessa etenkin rakennus alalla sekä kilpailee siellä VMP:n kanssa. Selvästi pienemmän kokoluokan ja kannattavuushaasteiden vuoksi Enersense tulee mielestämme hinnoitella alennuksella suhteessa VMP:n kertoimiin.

Arvonmääritys 2/2

Verrokkiryhmän vuosien 2018 ja 2019 mediaani EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 7x ja vastaavat EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 0,4x ja 0,3x. Vuosien 2018 ja 2019 mediaani P/E-kertoimet ovat tasoilla 10x ja 9x.

Suhteellinen arvostus indikoi mielestämme arvostuksen olevan neutraali vuoden 2018 kertoimilla, sillä korkeamman kannattavuuden vuoksi VMP:lle on mielestämme perusteltavissa hieman korkeampi volyympohjainen EV/Liikevaihto kerroin. Vuoden 2019 kertoimiin peilattaessa suhteellinen arvostus indikoi tulos pohjaisilla EV/EBITDA ja P/E-kertoimilla osakkeen olevan noin 15 % aliarvostettu. Tämä mielestämme kuvastaa osakkeessa olevaa potentiaalia, jos yhtiön tuloskasvu realisoituu vuonna 2019.

Kassavirtalaskelma

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme pohjana käytämme laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Mallissa terminaalijakson painoarvo on maltillinen 42 %, joten pitkällä tulevaisuudessa olevat rahavirrat eivät saa kovin mallissa suurta painoarvoa. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,0 %, kun taas oman pääoman kustannus on 10,2 %. Riskitön korko on 3 %, likviditeettipreemio on 1,5 %, markkinoiden riskipreemio on 4,75 % ja beta on 1,2x. Mallin indikoima arvo on 5,0 euroa per osake.

Sijoitusnäkemys

Aloitamme VMP:n seurannan 3,80 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Tavoitehintamme heijastelee kokonaisuutena suhteellisen neutraalia arvostusta vuoden 2018 kertoimilla. Ensi vuoden kertoimet taas laskevat maltillisiksi ja niiden indikoima käypä arvo on selvästi nykyistä kurssitasoa korkeampi. Tätä tukee myös pitkän aikavälin potentiaalia indikoiva DCF-mallimme indikoima arvo 5,0 euroa osakkeelta.

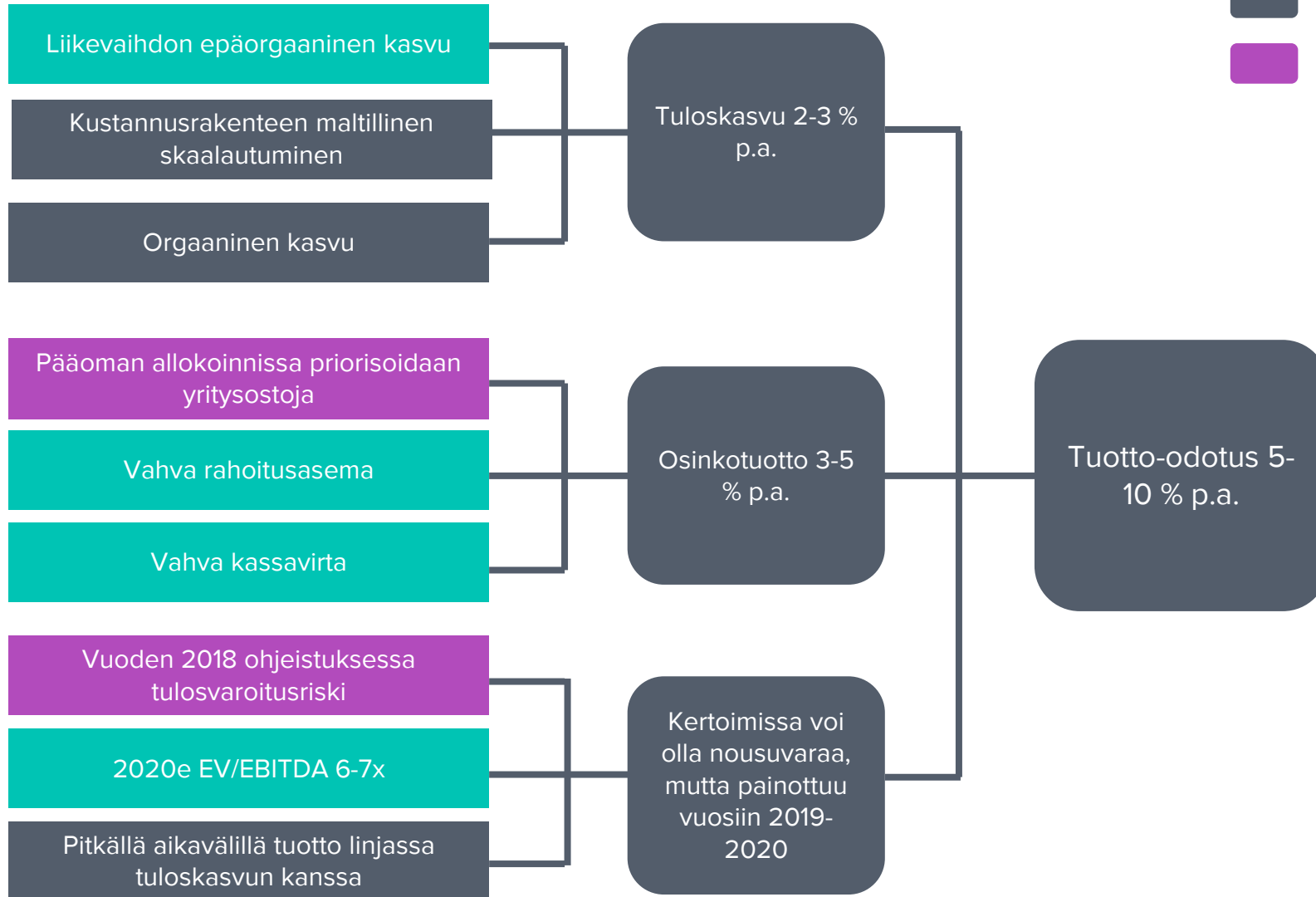
Painotamme kuitenkin tässä vaiheessa etenkin lyhyen tähtäimen kokonaiskuvaa, sillä mielestämme kuluvan vuoden ohjeistukseen liittyvä negatiivisen tulosvaroituksen riski ei anna syytä katsoa kuluvan vuoden yli ja nojata arvonmäärityksessä täysin vuoteen 2019. Lyhyen tähtäimen painottamista puoltaa myös talouskasvun lähitulevaisuuden tasoon liittyvä ja koholla oleva epävarmuus. Mikäli yhtiö yltää kuluvan vuoden ohjeistukseensa markkinoiden katse tulee siirtymään ensi vuoden arvostukseen entistä selvemmin, mikä mielestämme indikoi osakkeessa olevan nousuvaraa nykytasolta.

Arvostus yhteenveto

	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	3,64	3,64	3,64	3,64
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	14,8	14,8	14,8
Markkina-arvo	54	54	54	54
Yritysarvo (EV)	67	61	56	52
P/E (oik.)	36,1	7,3	7,1	7,4
P/E	neg.	>100	>100	>100
P/Kassavirta	1,7	7,2	6,8	7,0
P/B	1,1	1,1	1,2	1,2
P/S	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	6,6	5,7	5,3	5,1
EV/EBIT (oik.)	9,2	6,1	5,6	5,4
Osinkotuotto-%	2,7 %	4,1 %	4,7 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Osaketuoton ajurit 2018e-2020e



Verrokkiryhmän arvostus

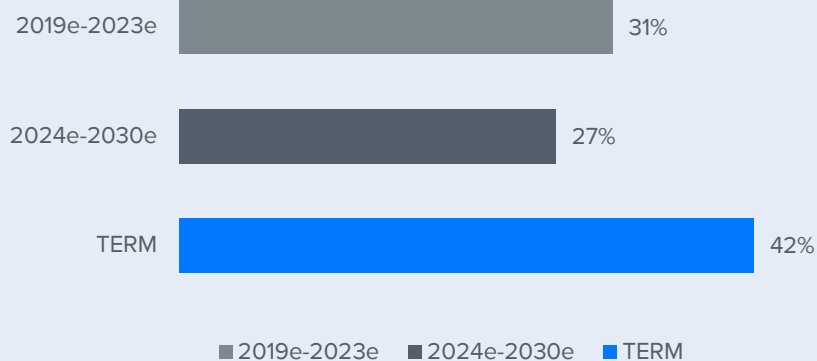
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
VMP	3,64	54	64	31,0	29,7	9,3	8,1	0,7	0,7		52,0	2,2	5,8	1,3
Kelly Services	20,53	693	682							8,9	8,2			
Manpowergroup	68,70	3672	4096	6,2	6,1	5,7	5,6	0,2	0,2	7,7	8,2	2,9	3,1	1,6
Cross Country healthcare	7,49	243	299	22,5	13,7	12,1	9,0	0,5	0,5	48,4	22,9			1,1
Adecco	45,05	6662	7909	8,1	7,4	7,2	6,5	0,3	0,3	9,1	9,0	5,4	5,8	1,7
Staffline Group	1220,00	379	420									2,4	2,4	
BG Staffing	20,72	186	207							12,2	10,7	5,5	5,8	
Trueblue	23,23	812	877	9,3	6,8	6,2	4,9	0,3	0,3	10,1	9,5			1,5
Kforce	29,74	670	741	11,1	9,6	9,9	8,4	0,6	0,6	13,2	11,6	2,1	2,5	4,3
Hays	140,00	2270	2133	10,7	7,3	10,0	6,8	0,5	0,3	12,2	11,2	5,1	5,4	2,9
Sthree	273,00	397	404	8,0	6,4	7,0	5,6	0,3	0,3	9,6	8,6	5,4	5,6	4,4
Groupe Crit	49,75	563	655	4,3	3,4	3,7	3,0	0,2	0,2	6,0	7,3	1,2	1,4	1,0
Randstad	39,35	7146	8591	8,0	7,4	7,1	6,7	0,4	0,3	8,8	8,7	6,9	6,3	1,6
Enersense	3,60	20	21	25,0	6,3	12,5	6,3	0,5	0,3	72,0	7,5		2,5	1,9
VMP (Inderes)	3,64	54	67	9,2	6,1	6,9	5,7	0,5	0,5	36,1	7,3	2,7	4,1	1,1
Keskiarvo				13,1	9,5	8,2	6,4	0,4	0,4	18,2	13,5	3,9	4,2	2,1
Mediaani				9,3	7,3	7,2	6,5	0,4	0,3	9,8	9,0	4,0	5,4	1,6
Erotus-% vrt. mediaani				-1 %	-17 %	-4 %	-12 %	48 %	44 %	268 %	-19 %	-32 %	-23 %	-34 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	6,1	1,9	2,9	2,8	2,5	3,4	3,5	3,4	3,3	3,0	9,5	9,5	9,2	
+ Kokonaispoistot	3,2	7,9	7,8	7,7	7,6	7,4	7,4	7,5	7,4	7,4	0,8	0,7	0,7	
- Maksetut verot	-1,5	0,0	-1,9	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,8	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,0	
Operatiivinen kassavirta	8,6	8,8	8,5	9,0	8,6	9,1	9,1	9,2	9,1	8,8	8,7	9,1	8,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-43,9	-15,3	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-35,3	-6,5	7,4	8,0	7,6	8,1	8,2	8,4	8,3	8,0	7,9	8,2	7,1	
+/- Muut	0,0	37,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-35,3	31,0	7,4	8,0	7,6	8,1	8,2	8,4	8,3	8,0	7,9	8,2	7,1	
Diskontattu vapaa kassavirta		30,9	6,8	6,7	5,9	5,7	5,3	5,0	4,6	4,0	3,6	3,5	2,7	40,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		125	94,1	87,3	80,6	74,7	69,0	63,7	58,7	54,1	50,1	46,4	43,0	40,2
Velaton arvo DCF		125												
- Korolliset velat		-55,0												
+ Rahavarat		4,8												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		0,0												
Oman pääoman arvo DCF		74,8												
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,1												
Pääoman kustannus (WACC)														
Vero-% (WACC)		20,0 %												
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		20,0 %												
Vieraan pääoman kustannus		5,0 %												
Yrityksen Beta		1,20												
Markkinoiden riski-preemio		4,75 %												
Likviditeettipreemio		1,50 %												
Riskitön korko		3,0 %												
Oman pääoman kustannus		10,2 %												
Pääoman keskim. kustannus (WACC)		9,0 %												

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	3,7	3,1	3,3	3,7	4,2	Oma pääoma	4,7	5,2	49,9	48,6	46,8
Liikearvo	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	Osakepääoma	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,2	0,7	1,4	1,5	Kertyneet voittovarat	0,6	-1,6	-5,5	-6,7	-8,6
Käyttöomaisuus	0,6	0,4	0,2	-0,1	0,3	Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	Muu oma pääoma	4,2	1,2	55,3	55,3	55,3
Muut pitkäaikaiset varat	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	Vähemmistöosuus	0,0	5,6	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pitkäaikaiset velat	11,0	53,4	20,0	20,0	20,0
Vaihtuvat vastaavat	15,9	21,0	25,4	31,1	35,9	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	Lainat rahoituslaitoksilta	11,0	53,3	20,0	20,0	20,0
Myyntisaamiset	10,6	14,5	16,6	16,9	16,8	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	3,6	4,8	7,3	12,7	17,5	Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	33,0	79,0	90,7	89,6	87,7	Lyhytaikaiset velat	17,3	20,5	20,8	20,9	20,9
						Lainat rahoituslaitoksilta	3,2	1,7	0,0	0,0	0,0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	1,1	1,9	2,4	2,5	2,5
						Muut lyhytaikaiset velat	13,0	16,9	18,4	18,4	18,4
						Taseen loppusumma	33,0	79,0	90,7	89,6	87,7

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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 esittäjensä 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 prosenttieroön. 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 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/>

Suositus historia (vähintään viimeiset 12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.12.2018	Vähennä	3,80 €	3,64 €

Inderes Oy



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suositus-tarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suositus-tarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suositus-tarkkuus



2017

Suositus-tarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi