

# Eezy

## Laaja raportti

15.09.2024 00.30 EEST



Petri Gostowski  
+358 40 821 5982  
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kannattavuustoimet punnitaan suhdanteen kääntyessä

Eezy on työelämän palveluita valtakunnallisesti tarjoava yhtiö. Yhtiön tuloskehitys on kärsinyt viime vuosina ajoittain ailahtelevasta ja viime aikoina selvästä laskeneesta kysynnästä. Odotamme trendin kääntyvän talouden piristytessä, mutta käänteen osalta riskejä liittyy talouskasvuvauhtiin ja toisaalta kilpailutilanteeseen. Lisäksi yhtiön korkea velkaantuneisuus kohottaa riskitasoa, etenkin nyt, kun tuloskäännettä vielä odotellaan. Osakkeen arvostus on mielestämme melko neutraali, ja siten tuotto/riski-suhde on mielestämme nyt heikko. Näin ollen toistamme vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 1,30 euroon (aik. 1,2 euroa).

## Laaja kattaus henkilöstöpalveluita valtakunnallisesti

Eezy on liikevaihdolla mitattuna Suomen toiseksi suurin henkilöstöpalveluyhtiö, jonka tulovirrat muodostuvat henkilöstövuokrauksesta, erilaisista henkilöstöalan asiantuntijapalveluista ja kevytyrittäjäpalveluista. Henkilöstöpalvelut liiketoiminta-alue, jonka alle kuuluu yhtiön oma henkilöstövuokraustoiminta ja franchise-mallilla toimivien yrittäjien henkilöstövuokraustoiminta muodosti konsernin liikevaihdosta 86 % vuonna 2023. Yhtiön kohdemarkkina on laajan maantieteellisen peiton ja toimialahajautuksen ansiosta koko Suomen pirstaloinen henkilöstöpalvelumarkkina, jonka koko vuonna 2023 oli noin 3,6 miljardia. Markkina on kasvanut historiallisesti selvästi yleistä talouskasvua nopeammin, kun henkilöstövuokraus on yleistynyt lukuisilla aloilla. Toimialalle on myös ominaista sen reagoiminen vivulla yleiseen talouskasvuvauhtiin molempiin suuntiin, joten toimiala on luonteeltaan varsin syklinen.

## Tulospotentiaali on korkeammalla, mutta sen ulosmittaaminen edellyttää käännettä kasvuun

Viime vuodet ovat olleet Eezyllä haastavia, kun koronapandemia rokotti sen kysyntää ajoittain tuntuvasti. Myös viimeisen noin vuoden ajan jatkunut talouden alakulo on heikentänyt kysyntää ja yhtiön liikevaihto on laskenut voimakkaasti. Näitä tekijöitä heijastellen viime vuosien tulostasoa on jäänyt vaisuksi, eikä vuonna 2019 tehdyn fuusion (VMP ja Smile) jälkeistä tulospotentiaalia ole päästy todistamaan. Arviomme mukaan yhtiön tulospotentiaali on viime vuosien tasoa korkeammalla, mutta tämän potentiaalin ulosmittaaminen edellyttää liikevaihdon käännettä kasvuun. Kasvua vauhdittaa ennen pitkää kääntyvä taloussuhdanne, mutta riskejä kasvunäkymän ylle mielestämme aiheuttaa hiljattain tapahtunut kilpailutilanteen kiristyminen. Ennusteissamme odotamme talouskasvun siivittävän yhtiön hyvään kasvuvauhtiin vuosina 2025-2026 vaikean kuluvan vuoden jälkeen. Liikevaihdon kasvun, tehtyjen tehostustoimien ja tehokkuuden nousun siivittämänä odotamme myös yhtiön lähivuosien operatiivisen tuloksen kasvavan selvästi. Tämän odotamme myös taittavan yhtiön tällä hetkellä varsin korkealla (2024e nettovelka/käyttökate 5x) olevan velkaantuneisuuden ja siten myös riskitason laskuun.

## Mielestämme tuotto/riski-suhde kannustaa odottamaan tuloskäänteen alkua katsomossa

Kuluvan vuoden heikolla tuloksella osakkeen tulos pohjainen arvostus on varsin korkea. Vuosien 2025-2026 selvän tulosparannuksen huomioivilla ennusteillamme P/E-kertoimet ovat 16x ja 9x, kun taas taseaseman huomioivat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 5x. Näkemyksemme mukaan arvostuksessa on nousuvaraa vasta vuoden 2026 ennusteillamme. Tämä ei kuitenkaan riitä kääntämään seuraavan 12 kuukauden tuotto/riski-suhdetta houkuttelevaksi, etenkin, kun riskit ovat nyt koholla yhä laskutrendillä olevan liikevaihdon ja varsin korkean velkaantuneisuuden ansiosta.

## Suositus

### Vähennä

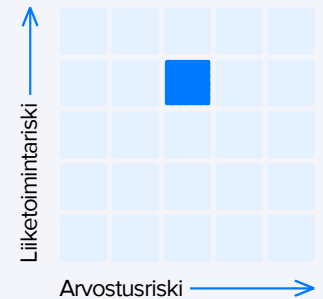
(aik. Vähennä)

**1,30 EUR**

(aik. 1,20 EUR)

### Osakekurssi:

1,36



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	219	185	194	208
<b>kasvu-%</b>	-12 %	-15 %	5 %	7 %
<b>EBIT oik.</b>	4,0	3,6	5,8	7,8
<b>EBIT-% oik.</b>	1,8 %	2,0 %	3,0 %	3,8 %
<b>Nettotulos</b>	0,6	0,9	2,1	4,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,03	0,04	0,09	0,16
<b>P/E (oik.)</b>	64,8	36,8	16,0	8,6
<b>P/B</b>	0,4	0,3	0,3	0,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	25,1	24,9	14,6	10,0
<b>EV/EBITDA</b>	7,0	8,2	6,2	5,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,5	0,5	0,4	0,4

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

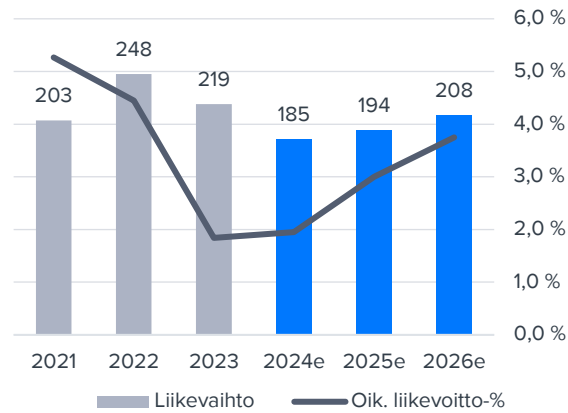
Eezy ei anna ohjeistusta vuodelle 2024

## Osakekurssi



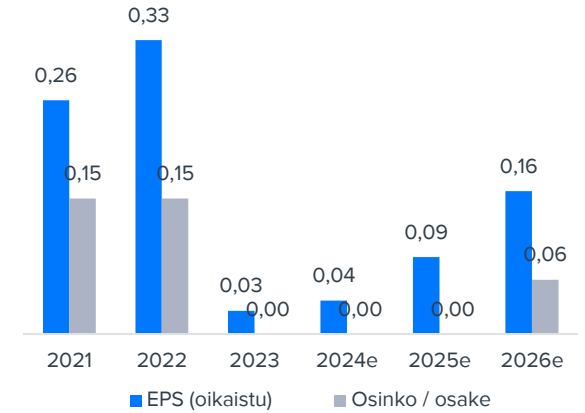
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Markkinan pitkän aikavälin kasvua ajaa rakenteelliset tekijät
- Tehostusohjelmien myötä yhtiöllä tulisi olla edellytykset korkeampaan kannattavuuteen liikevaihdon elyessä
- Korkean kannattavuuden Asiantuntijapalveluiden kasvu



### Riskitekijät

- Talouden kehitys vaikuttaa vivulla toimialaan
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja katteiden laskuun liittyvät keskipitkän ja pitkän aikavälin riskit
- Yritysostovetoiseen kasvuun liittyvät riskit
- Korkea velkaantuneisuus pitää rahoitusasemaan liittyvät riskit koholla

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,36	1,36	1,36
Osakemäärä, milj. kpl	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	34	34	34
Yritysarvo (EV)	90	85	78
P/E (oik.)	36,8	16,0	8,6
P/E	36,8	16,0	8,6
P/B	0,3	0,3	0,3
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	8,2	6,2	5,1
EV/EBIT (oik.)	24,9	14,6	10,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	37,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	4,4 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-8</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>9-11</b>
Markkina ja kilpailukenttä	<b>12-17</b>
Taloudellinen tilanne	<b>18-19</b>
Ennusteet	<b>20-23</b>
Sijoitusprofiili	<b>24-25</b>
Arvonmääritys	<b>26-27</b>
Taulukot	<b>28-34</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>35</b>

# Eezy lyhyesti

Eezy on henkilöstöpalveluyritys, joka palvelee asiakkaitaan henkilöstövuokrauksen, yrityskulttuurimuotoilun, johtamisen kehittämisen, rekrytointien, työllistämispalveluiden, kevytyrittäjyyden ja henkilöstötutkimuksien saralla.

**219 MEUR (-12 %)**

Liikevaihto 2023 (liikevaihdon kasvu-%)

**14,5 MEUR (6,6 %)**

Käyttökate 2023 (Käyttökate-%)

**86% / 14 %**

Henkilöstöpalvelut/Asiantuntijapalvelut, % liikevaihdosta

## 2015-2018

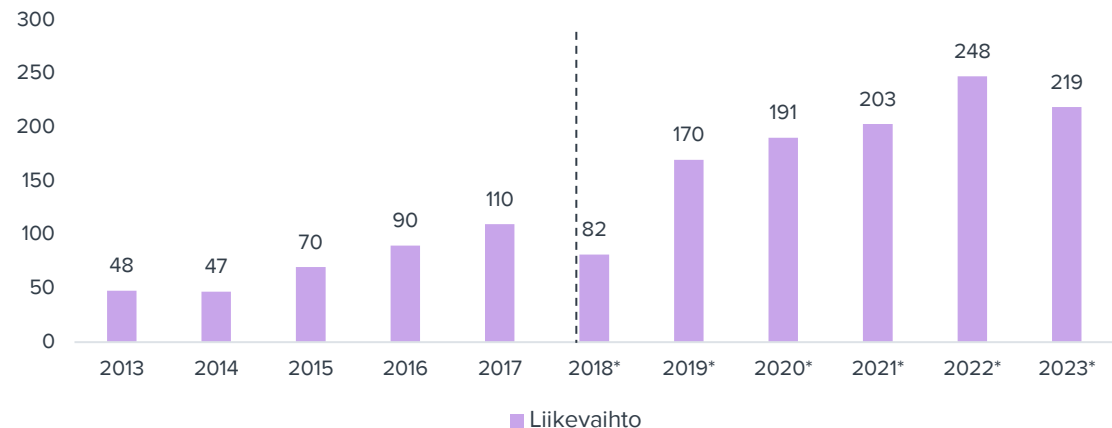
- Kasvua vauhdittaa hyvä talouskehitys, joka kasvattaa työvoiman kysyntää
- Kansainväliset toiminnot olennaisessa osassa vuonna 2015, mutta niiden suhteellinen osuus laskee jaksolla selvästi
- Pääomasijoittaja Sentica merkittäväksi omistajaksi vuonna 2017 ja listautuminen vuonna 2018

## 2019

- Pieniä täydentäviä yritysostoja ja hoivapalveluiden divestointi
- Smile-fuusiolla hyppy uuteen kokoluokkaan
- Brändiportfolion yhtenäistäminen ja konsernin nimeksi Eezy (aik. VMP)
- Voimakkaan epäorgaanisen kasvuvaiheen jälkeen aloitettiin integraatioprosessi

## 2020-2024

- Ensin koronapandemia ja sen jälkeen talouden laskusuhdanne ovat leikanneet liikevaihtoa voimakkaasti, epäorgaaninen kasvu on kasvattanut liikevaihtoa
- Kustannussäästöohjelma supistaa kustannusrakennetta, mutta kannattavuutta on painanut kysynnän ailahtelu ja kustannusten nousu koronapandemian ja inflaation nousun seurauksena
- Uusi toimitusjohtaja 2023, uusi talousjohtaja sekä strategia 2024
- Uuden toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotto alkoi (2024), tavoitteena tehokkuuden selvä nousu



\* 2018-2023 luvut IFRS-lukuja ja siten ne eivät ole täysin vertailukelpoisia aiempien vuosien FAS-lukuihin

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

## Työelämäyhtiö Eezy

Eezy on työelämän palveluita valtakunnallisesti tarjoava yhtiö. Sen palveluvalikoimaan kuuluvat henkilöstövuokraus, työllisyyspalvelut, konsultointi- ja valmennuspalvelut, henkilöstötutkimukset, suorahaut, kevytyrittäjyyspalvelut ja muutosturva- ja uudelleensijoituspalvelut. Yhtiön tulovirrat muodostuvat kahdesta raportoitavasta palvelualueesta, joista Henkilöstöpalvelut sisältää sekä oman henkilöstövuokraustoiminnan että Franchise-ketjun yrittäjien maksamat Franchise-tuotot. Asiantuntijapalvelut muodostuvat yhtiöasiakkaille tarjottavista laajasta palvelutarjonnasta sekä Kevytyrittäjäpalveluista. Eezyn liikevaihto oli 219 MEUR vuonna 2023 (Q2'24 ed. 12kk 195 MEUR) ja sen käyttökate oli 14,5 MEUR vastaten 6,6 %:n käyttökatemarginaalia (Q2'24 ed. 12kk. 12,6 MEUR tai 6,5 % liikevaihdosta).

## Henkilöstöpalvelut on selvästi suurempi

Liikevaihdoltaan suurempi palveluala on Henkilöstöpalvelut, joka noin 188 MEUR:n liikevaihdolla mitattuna vastasi 86 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2023 (2022: 220 MEUR). Henkilöstöpalvelut kattavat sekä yhtiön oman henkilöstövuokraustoiminnan, että Eezyn brändillä operoivien franchiseyrittäjien maksamat Franchise-tuotot. Maksut ovat tyypillisesti tietty osuus (%) ketjuyrittäjän liikevaihdosta tai myyntikatteesta. Franchise-tuotot olivat vuonna 2023 5,2 MEUR, joten tulovirtojen näkökulmasta Eezyn oma henkilöstövuokraustoiminta on selvästi suurin.

Henkilöstövuokraus palvelee laajalla säteellä

maantieteellisesti sekä kattavasti eri asiakasaloilla. Kaikkiaan Eezyn Henkilöstöpalveluilla on 41 toimipistettä Suomessa. Asiakasaloista suurimman kokonaisuuden muodostaa Teollisuus ja logistiikka, joka käsityksemme mukaan toi 37 % liikevaihdosta vuonna 2023. Toiseksi suurin asiakasala oli Horeca 26 %:n osuudella, kun taas markkinan laskun mukana supistunut rakentaminen toi enää noin 13 % vuonna 2023. Rakentamisen supistumisen seurauksena kaupan ala olikin kiilannut sen ohi 15 %:n osuudellaan. Arviomme mukaan rakentamisen osuus on kuitenkin tavanomaisessa markkinatilanteessa tai yli nykyisen syklin katsottaessa kaupanalaa suurempi.

## Asiantuntijapalvelut

Asiantuntijapalveluiden liikevaihto vuonna 2023 oli 31 MEUR eli ne toivat 14 % konsernin liikevaihdosta (2023: 11 %). Sen palvelutarjontaan kuuluvat muun muassa rekrytointi- ja työllisyyspalvelut, johtamisen valmennus ja konsultointipalvelut, henkilöstötutkimukset ja opiskelijoiden valmennuskurssit. Eezy on kasvattanut Asiantuntijapalveluiden kokoa viime vuosina tuntuvasti yritysostojen avulla.

Asiantuntijapalveluiden alla toimii myös Eezyn tarjoamat kevytyrittäjyyspalvelut. Kevytyrittäjäpalvelut mahdollistavat työntekijälle yrittäjänä toimimisen ilman yrityksen operointiin perustuvia hallinnollisia palveluita, sillä käyttäjä voi laskuttaa tekemästään työstä Eezyn palvelua hyödyntäen. Palvelumaksua vastaan Eezy hoitaa laskutuksen lisäksi kevytyrittäjän lakisääteiset velvoitteet (mm. sivukulujen maksu ja vakuutukset).

## Liikevaihdon jakauma 2023

Henkilöstöpalvelut 86 %



Asiantuntijapalvelut 14 %

## Suurimmat asiakasalat (2023)



Teollisuus ja logistiikka  
~ 37 % liikevaihdosta



Horeca ~ 26 % liikevaihdosta



Rakentaminen ~ 13 % liikevaihdosta

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

## Kannattavuustasot vaihtelevat palvelualueittain

Eezy ei raportoi eri palvelualueiden kannattavuutta, mutta arviomme mukaan niiden myyntikatteet ja kannattavuuden skaalautuvuus yli ajan vaihtelevat selvästi. Henkilöstövuokrauksessa työvoiman palkkakustannukseen lisätään tavanomaisesti palvelun tarjoajan kate, mikä vaihtelee toimialoittain, mutta keskimäärin alan toimijoiden myyntikate on käsityksemme mukaan noin 20 %. Vastaavasti projektiluonteiset Asiantuntijapalvelut ovat tyypillisesti korkeamman katetason (arviomme mukaan noin 15-25 % EBITDA-%), mutta henkilöntensiivisen luonteen vuoksi suhteellisen matalan skaalautuvuuden palveluita.

Skaalautuvuutta liiketoimintamalliin tuovat Franchise-tuotot sekä Kevytyrittäjäpalvelut, joissa liikevaihdon kasvu ei suoraan heijastu kustannuksiin ja niiden myyntikate on arviomme mukaan tavanomaisesti korkea (> 80 % Eezy:n IFRS-luvuissa). Toisaalta nämä molemmat liiketoiminnot ovat konsernin mittaluokassa pieniä, joten niiden skaalautuvuus ei kuitenkaan vaikuta konsernitason skaalautuvuuteen merkittävästi.

## Tulovirrat ei jatkuvia

Eezy:n tulovirrat eivät pääsääntöisesti ole jatkuvia, sillä asiakassopimusten kesto ohjaa asiakkaiden vaihteleva tarve palveluille. Henkilöstövuokrauksesta on kuitenkin tullut yleinen tapa tietyillä aloilla, kuten esimerkiksi ravintola-alalla, minkä takia merkittävä määrä ravintoloiden työvoimasta tulee jatkuvasti

henkilöstövuokrausyhtiöistä. Lisäksi yhtiö solmii tiettyjen asiakkaiden kanssa muutaman vuoden pituisia puitesopimuksia, jotka tuovat jatkuvuutta.

## Liiketoimintamalli ei sido merkittävästi pääomaa

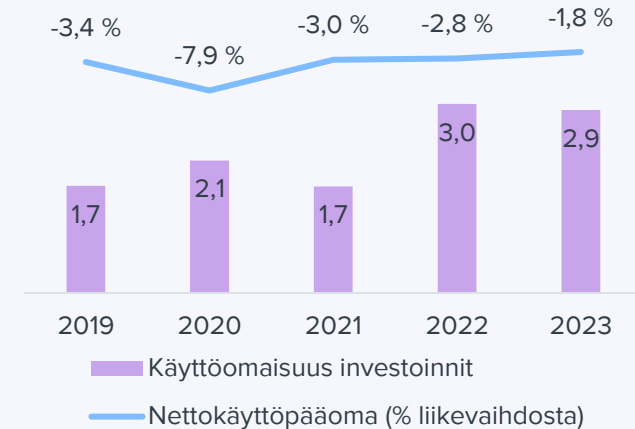
Eezy:n liiketoimintamalli ei sido olennaisesti pääomaa, sillä henkilöstövuokraukselle tyypillistä lievää käyttöpääoman sitoutumista tasaa muun muassa Kevytyrittäjäpalveluiden rahavirtojen ajoitus, jonka ansiosta yhtiö tyypillisesti laskuttaa palvelujen ostajaa ennen kuin maksaa palvelun tuottajalle palkan. Tästä johtuen Eezy:n liiketoiminnan operatiivinen rahavirta seuraa hyvin operatiivista tulosta yli ajan, vaikka vuoden sisäisesti tiettyä tavanomaista käyttöpääoman heilahtelua esiintyykin.

Liiketoimintamallin investointitarpeet aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen ovat maltilliset ja pääasialliset käyttöomaisuus investointitarpeet muodostuvat hallinnon, kuten erilaisten it-järjestelmien tarpeista. Matalasta investointitarpeesta johtuen liiketoiminnan kyky tuottaa operatiivista vapaata rahavirtaa on hyvä. Viimeisen viiden vuoden aikana Eezy:n investoinnit aineelliseen ja aineettoman omaisuuteen ovat olleet 1,7-3 MEUR. Arviomme mukaan viimeisen kahden vuoden investointeja on kohottanut investointi omaan toiminnanohjausjärjestelmään, jota otetaan parhaillaan käyttöön konsernissa. Lisäksi vapaata rahavirtaa ovat syöneet vuokraveloitteiden maksut (IFRS 16), jotka ovat olleet noin 2,6 MEUR vuosina 2022-2023 ja heijastelevat laajaa valtakunnallista toimipisteiden peittoa.

## Maantieteellinen peitto

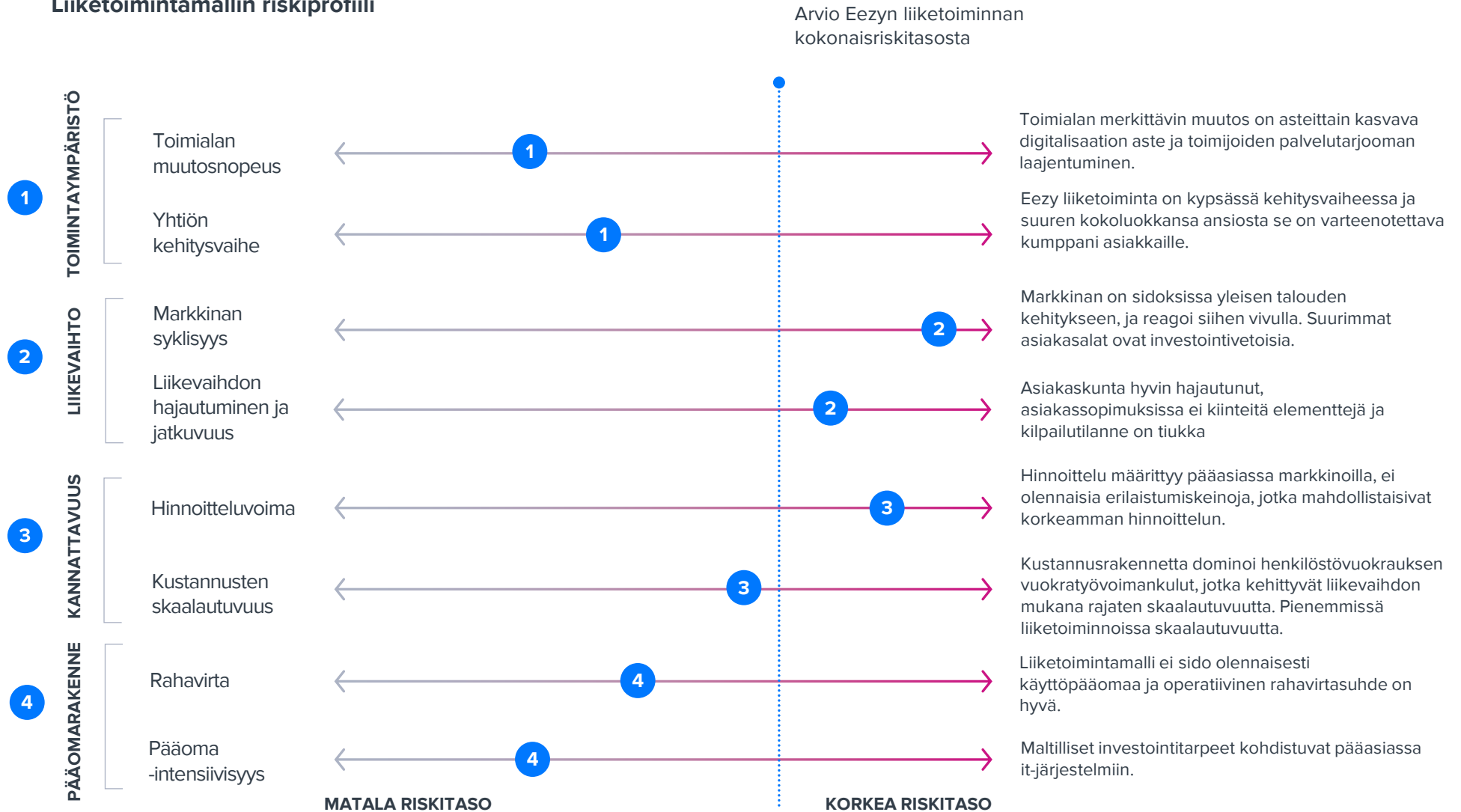


## Pääomavaltaisuus



# Liiketoimintamalli

## Liiketoimintamallin riskiprofiili





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Strategia vuosille 2024-2028

Eezy päivitti strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa alkuvuodesta 2024. Vuosille 2024-2028 ajoittuvalla strategiakaudella yhtiö tavoittelee markkinoita nopeampaa kasvua Henkilöstöpalveluliiketoiminta-alueella, kun taas Asiantuntijapalveluliiketoiminta-alueella tavoitteena on kaksinkertaistaa sen kokoluokka vuoteen 2028 mennessä. Kasvun lähteiksi yhtiö nosti viisi aluetta:

### Valtakunnallisen voiman hyödyntäminen

### Tuottavuutta teknologian ja AI:n hyödyntämisellä

### Panostus sote- ja toimistotyöaloihin

### Tehokkuutta palveluiden konseptoinnilla ja tuotteistamisella

### Ulkomaisen työvoiman skaalaus

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee 8 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2028. Aikaisempi tavoite oli 10 %:n liikevoittomarginaali.

## Kasvutavoitteet ovat mielestämme kunnianhimoiset

Näkemyksemme mukaan Eezy:n kasvutavoitteet ovat Henkilöstöpalveluissa sekä Asiantuntijapalveluissa kunnianhimoisia, kuten toisaalta pitääkin olla. Henkilöstöpalveluiden markkinoita ripeämpi kasvutavoite on kuitenkin arvioimme mukaan haastavaa saavuttaa yli ajan, kun yhtiö on nykyisessä kokoluokassaan markkinan toiseksi suurin peluri. Onnistunut laajentuminen sote- ja toimistotyöaloille kuitenkin edesauttaisi tämän kasvutavoitteen saavuttamista. Sotealalla käsityksemme mukaan suurimpia kasvun rajoitteita ovat työvoiman saanti, mihin on haettu Suomessa

laajalti helpotusta ulkomaisesta työvoimasta. Ulkomaisen työvoiman skaalaus on kuitenkin pitkä prosessi ja edellyttää kumppanuuksien rakentamista työvoiman lähtömaihin, työntekijöiden kouluttamista ja niiden integroinnin järjestämistä. Tässä yhtiö on käsityksemme mukaan vasta alkuvaiheessa, joten sotealalla laajamittainen kasvupolku on vasta varhaisessa vaiheessa. Toisaalta alalla voi kasvaa pienemmissä taskuissa (esim. lääkärit) pienemmillä etupainotteisilla panostuksilla.

Asiantuntijapalveluiden kasvutavoite kääntyy noin 15 %:n vuotuiseksi kasvuvauhdiksi, kun yhtiö pyrkii kaksinkertaistamaan sen kokoluokan strategiakaudella. Suhteessa arvioituun matalaan yksinumeroiseen markkinakasvuun (Eezy:n arvio 3 %) tämä tarkoittaisi myös merkittävästi markkinakasvua nopeampaa kasvua. Kasvumahdollisuuksia arvioimme mukaan parantaa Eezy:n valtakunnallisuus, sillä arvioimme mukaan yhtiössä on merkittävää ristiinmyyntipotentiaalia, mikäli se kykenee myymään nykyiseen asiakaskuntaan laajemmin sen tuote- ja palveluportfolioita. Arvioimmekin, että viime vuosina toteutettujen yritysostojen jälkeisiä integraatioita ei ole tehty täysimääräisesti ainakaan myynnin osalta.

Strategian päivityksen yhteydessä yhtiö kertoi tavoittelevansa kasvua ensisijaisesti organisaation, mutta sitä voidaan edistää myös yrityskaupoilla. Arvioimme yrityskauppojen olevan fokuksen ulkopuolella ainakin kunnes yhtiön rahoitusasema on vahvistunut. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä uskomme mahdollisten yritysostojen kohdistuvan Asiantuntijapalveluihin, sillä henkilöstövuokrauksessa yhtiöllä on jo laaja maantieteellinen ja toimialahajautus. Siten emme



## Strategiakauden kasvun lähteet

- Valtakunnallisen voiman hyödyntäminen
- Tuottavuutta teknologian ja AI:n hyödyntämisellä
- Panostus sote- ja toimistotyöaloihin
- Tehokkuutta palveluiden konseptoinnilla ja tuotteistamisella
- Ulkomaisen työvoiman skaalaus



## Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka

- Liikevoittomarginaali 8 % vuonna 2028
- Osinko 30-50 % tilikauden tuloksesta

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

näe yritysostoille henkilöstövuokrauksessa teollista logiikkaa.

## Kannattavuustavoite on korkealla

Asetetun kannattavuustavoitteen rima on korkealla suhteessa edellisen viiden vuoden keskimääräiseen 3,9 %:n liikevoittomarginaaliin (1,8-5,8 %). Eezyn mukaan vuoden 2023 kertaluonteisista eristä oikaistusta 2,9 %:n liikevoittomarginaalista polku kannattavuustavoitteeseen muodostuu toimintamallin uudistamisesta ja teknologian avulla, liikevaihdon kasvun tuomilla skaalaeduilla ja kasvamalla kannattavilla toimialoilla ja palveluissa. Näistä kahden ensimmäisen on määrä parantaa kannattavuutta kahdella %-yksiköllä, kun taas loput ovat liikevaihtojakauman varassa.

Mielestämme yhtiön historiallisesta kannattavuuskehityksestä on huomioitava, että vuonna 2019 toteutetun Smilen ja VMP:n fuusion jälkeen liiketoimintaa ei ole päästy operoimaan normaalissa ympäristössä, minkä lisäksi aktiivisen epäorgaanisen kasvun aikana integraatiotyöt ovat jääneet ainakin osittain vaiheeseen. Erityisesti koronapandemian aikana ja viimeisimpänä Suomen heikossa talousympäristössä yhtiö on kärsinyt liikevaihdon ailahtelevuudesta ja laskusta. Tämä on painanut yhtiön kannattavuutta, kun sopeutustoimet ovat purreet viiveellä. Siten arvioimme, että nykymuotoisen Eezyn kannattavuuspotentiaali on toteutunutta tasoa korkeammalla. Edellä mainittua heijastellen kannattavuusparannus kuitenkin arviomme mukaan edellyttää liikevaihdon kasvun suunnan kääntämistä.

Kannattavuustavoite ei mielestämme ole saavutettavissa yhtiön omassa henkilöstövuokraustoiminnassa, sillä toiminnan myyntikatetaso huomioiden 8 %:n liikevoitto

edellyttäisi epärealistista tehokkuuden tasoa. Siten huomautamme, että tavoitetasoon yltäminen edellyttää liikevaihdon painopisteen muutosta siten, että korkeamman kannattavuuspotentiaalain liiketoimintojen suhteellinen osuus on nykyistä suurempi. Näin ollen kannattavuustavoitteen saavuttaminen linkittyy absoluuttisen liikevaihdon kasvun onnistumisen lisäksi liikevaihdon jakauman muutokseen ja Asiantuntijapalveluiden kasvuun. Huomautamme lisäksi, että koska tavoite on sidottu raportoituu liikevoitto-%:iin on poistotasolla myös vaikutus sen saavuttamiseen ja ennusteissamme keskipitkän aikavälin poistotaso on viimeisintä toteumaa hienoisesti pienempi yritysostojen poistojen päättymisen seurauksena.

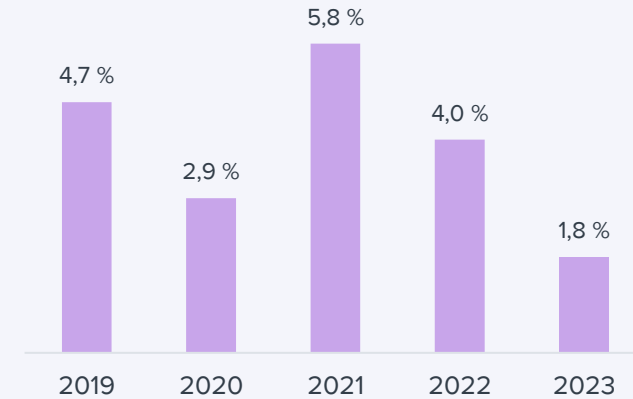
## Voitonjakopolitiikka

Kassavirtaprofiilinsa ansiosta Eezyllä on edellytykset jakaa osingonjakopolitiikkansa mukaisesti 30-50 % tuloksesta omistajille yli ajan. Lyhyellä tähtäimellä voitonjakoa rajoittaa kuitenkin korkea velkaantuneisuus, jonka supistamisen arvioimme olevan pääoman allokoinnissa ensisijalla.

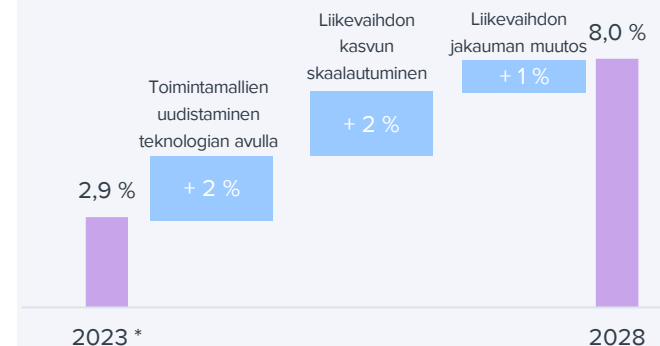
## Velkaantuneisuuden suhteen ei tavoitetasoa

Eezyllä ei ole tavoitteita pääomarakenteensa suhteen, mutta sen velkojen nettovelkaantumisasteeseen ja nettovelkojen ja käyttökateen suhteeseen sidotut kovenantit asettavat tiettyä viitekehystä velkaantumiselle. Kovenanttien tasoja ei ole kuitenkaan julkistettu. Liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden pidämme kuitenkin noin 2-2,5x nettovelka/käyttökate tasoa mukavuusalueen ylärajana, jonka alle mielellään näkisimme yhtiön painavan velkaantuneisuuden ennen pääoman allokoinnin prioriteettien uudelleen harkitsemista.

## Liikevoitto-%:n kehitys



## Askelmerkit kannattavuusparannukseen



Lähde: Eezy ja Inderes  
\* Tavaramerkkien ja asiakkuuksien arvonalennuksella oikaistu, raportoitu liikevoitto 1,8%

# Eezyn strateginen ja operatiivinen kehitys

2011  
-  
2017

2017  
-  
2020

2021-2024

## Liiketoiminnan terävöittäminen ja strategian tarkastelu

- Palveluvalikoiman laajennus rekrytointien ja organisaation kehittämisen palveluihin (nyk. Asiantuntijapalvelut)
- Kevytyrittäjäpalveluiden enemmistöosuuden hankinta
- Oman toimipaikkaverkoston fokusointi
- Pääomasijoittaja Sentic Partners VMP:n enemmistöomistajaksi

## Voimakas kasvu orgaanisesti ja epäorgaanisesti

- Talouden vahva kehitys ja onnistunut kasvustrategian toteutus tukee Eezyn ripeää orgaanista kasvua
- Pienemmän kokoluokan täsmäostot vauhdittavat kasvua ja laajentavat palvelutarjontaa
- Smile-fuusio vauhdittaa kasvua ja nostaa yhtiön kokonaan uuteen kokoluokkaan
- Lukuisten yritysostojen integrointia, brändien ja it-infrastruktuurin yhtenäistäminen
- Kustannussäästöohjelman läpivienti ja toiminnan tehostaminen

## Pandemia ja talouskehitys ovat leikanneet liikevaihtoa

- Koronapandemia ja viimeaikainen talouskehitys ovat painaneet liikevaihdon kehitystä viime vuosina selvästi
- Yhtiössä on toteutettu useita tehotustoimia liikevaihdon laskun seurauksena
- Täydentäviä yritysostoja Asiantuntijapalveluissa
- Tuntuvia investointeja Henkilöstöpalveluiden toiminnanohjausjärjestelmään, talous- ja henkilöstöhallinnon ulkoistamista

## Strateginen ja operatiivinen kehitys

### Toteutunut

- Yritysostojen myötä yhtiöllä on laaja palvelutarjonta ja toimintasäde on valtakunnallinen
- Liikevaihdon supistuminen on painanut kannattavuutta, joka on historiaan nähden matalalla tasolla
- Toimintaa on tehostettu sopeutustoimilla, mutta kannattavuuden elpyminen edellyttää liikevaihdon kasvua
- Uuden toiminnanohjausjärjestelmän ensimmäiset käyttöönotot on toteutettu onnistuneesti

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Kasvaneen palvelutarjoaman hyötyjen ulosmittaaminen ristiinmyyntimahdollisuuksia hyödyntämällä
- Orgaaninen liikevaihdon kasvu on edellytys kannattavuuden nousulle
- Uuden Henkilöstöpalveluiden toiminnanohjausjärjestelmän hyötyjen ulosmittaaminen

### Pitkä aikaväli

- Muiden kuin henkilöstövuokrauspalveluiden suhteellinen osuus nykyistä suurempi
- Todennäköinen aktiivinen osapuoli koko henkilöstöpalvelualan konsolidaatiossa
- Korkeamman katetason palveluiden suhteellisen osuuden nousu vahvistaa kannattavuutta ja rahavirtaa

# Markkina ja kilpailukenttä 1/6

## Eezyn kohdemarkkinat

Mielestämme Eezyn kohdemarkkina muodostuu koko Suomen henkilöstöpalvelumarkkinasta, sillä yhtiöllä on laaja palveluvalikoima ja sen maantieteellinen peitto kattaa käytännössä koko Suomen. Henkilöstöpalvelumarkkina pitää sisällään pääosan kokonaismarkkinasta muodostavan henkilöstövuokrauksen sekä pienemmän osuuden muodostavan Muut palvelut. Eezy on itse arvioinut pääomamarkkinapäivässään (2024) sen kohdemarkkinan kooksi 3 miljardia, josta 2,5 miljardia muodostuu henkilöstövuokrauksesta.

## Henkilöstöpalvelumarkkina Suomessa

Tilastokeskuksen viimeisimpien tilastojen mukaan työllistämispalveluiden yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2022 noin 3,6 miljardia euroa (2021: 3,1 miljardia).

Henkilöstöalan toimialaliitto (HELA) julkaisee kuukausitasolla tiedon sen 20 suurimman jäsenen liikevaihdon kehityksestä. 20 suurimman toimijan yhteenlaskettu liikevaihto vuonna 2023 oli noin 1,6 miljardia (07/2024 ed. 12kk: 1,53 miljardia), joten 20 suurimman osuus kokonaismarkkinasta on karkeasti puolet. Suurimpien toimijoiden maltillinen markkinaosuus kuvastaa toimialan pirstaloituneisuutta. Tilastokeskuksen ja HELAn tilastojen pohjalta arvioimme markkinatilanteesta riippuen koko henkilöstöpalvelumarkkinasta karkeasti noin 80-85 % muodostuvan henkilöstövuokrauksesta ja loput 15 % muista palveluista, kuten rekrytointi- ja koulutuspalveluista.

Tietyissä Tilastokeskuksen toimialakohtaisissa luvuissa on merkittäviä muutoksia vuositason ja arvioimme mukaan tilastointitapa on muuttunut

matkan varrella jonkin verran. Tämä on arvioimme mukaan heijastunut siihen, että koronapandemian väärittämän vuoden 2020 markkinan lasku on varsin pieni suhteessa vuoteen 2019.

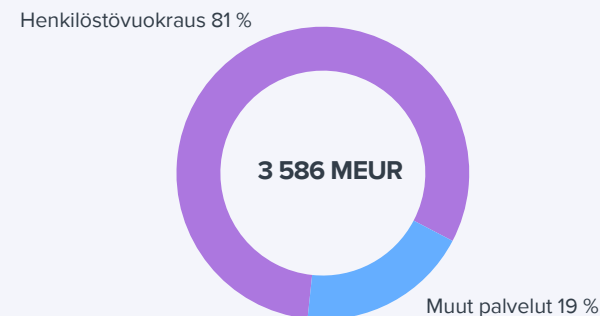
## Henkilöstöpalvelumarkkinan toimialajakauma

Arvioimme markkinan toimialajakaumaa HELAn 20 suurimman yhtiön liikevaihdon jakauman pohjalta. Talouden alamäen seurauksena suurin henkilöstöpalvelumarkkinan asiakasala oli Q2'24:n lopussa toimisto/hallintoala, joka vastasi 22 % koko markkinasta (ed. 12kk). Aiemmin suurin teollisuuden ala on laskenut suhteellisesti toiseksi suurimmaksi teollisuuden laskusuhdanteen seurauksena. Myös rakentamisen voimakas supistuminen on pienentänyt sen suhteellista osuutta merkittävästi suhteessa pidemmän aikavälin historialliseen tasoon nähden. Yli syklien katsottuna arvioimmekin teollisuuden, toimisto/hallinnon ja rakentamisen muodostavan suurimmat asiakasalat.

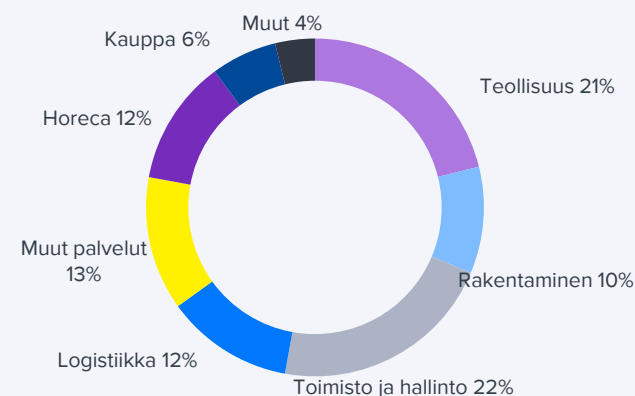
## Henkilöstövuokrausmarkkina

Leijonanosan henkilöstöpalvelualan muodostavan henkilöstövuokrauksen kysyntä on suhdanneherkkää. Tilastokeskus on tilastoinut henkilöstövuokrauspalveluiden toimialan liikevaihdon kehitystä vuodesta 2009 saakka. Tilastoista nähdään, että markkinalle on ominaista yleistä talouskasvua (BKT) nopeampi kasvu hyvässä suhdanteessa ja vastaavasti BKT:ta ripeämpi lasku talouskasvun sakaatessa. Kehitystä suhteessa talouskasvuun selittää mm. se, että vahvassa suhdanteessa osa henkilöstöstä tulee vuokratyövoiman tarjoajan kautta, mitä käytetään ns. suhdannepuskurina. Suhdanteen heikentyessä vaikutusta henkilöstövuokrausmarkkinaan selittää arvioimme mukaan vuokratyövoiman joustavuus

## Henkilöstöpalvelumarkkina, 2023



## Toimialajakauma (Q2'24, TTM)



# Markkina ja kilpailukenttä 2/6

suhteessa oman vakituisen henkilöstön vähentämiseen. Tämä voimistaa asiakasalojen kysynnän muutoksia henkilöstövuokrausalan toimijoiden kysyntään.

Uskomme, että suhdanneriippuvaisen kehityksen lisäksi henkilöstövuokrauksen kasvua on ajanut kuitenkin rakenteelliset trendit, jotka ovat kasvattaneet markkinaa yli ajan. Tätä heijastellen kokonaismarkkina kasvoi vuosina 2010-2022 noin 8 %:n keskimääräistä vuosivauhtia vuoden 2010 reilun 1,1 miljardin euron arvosta vuoden 2022 noin 2,9 miljardiin samalla, kun BKT:n kasvu on ollut keskimäärin noin 1 %:n vuositasolla.

## Henkilöstövuokraus vuonna 2024

HELAn julkaisemien tilastojen mukaan 20 suurimman liikevaihto supistui kesäkuussa 12 % suhteessa edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan ja edellisen 12 kuukauden ajanjaksolta suurimpien yhteenlaskettu liikevaihto on reilu 1,5 miljardia ja se on supistunut vuoden takaisesta noin 11 %. Tämä heijastelee Suomen talouskasvun kääntymistä laskuun, mikä taas on supistanut henkilöstövuokrauksen kysyntää useilla toimialoilla. Erityisen kovaa talouden alakulo on osunut rakennussektorille, joka kärsii voimakkaasti nousseista koroista. Tämän seurauksena alan aktiviteetti on laskenut jopa historiallisen matalalle tasolle, mitä heijastellen myös alan henkilöstövuokrauksen kysyntä on supistunut voimalla.

## Muut henkilöstöpalvelut

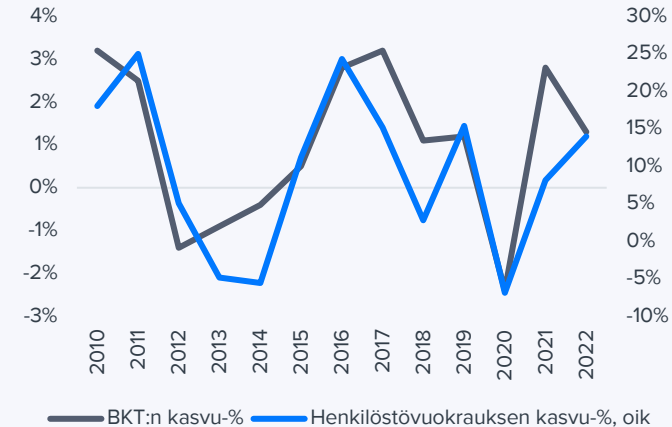
HELAn lukujen mukaan henkilöstöpalvelualan 20

suurimman toimijan lisäpalveluiden (mm. koulutus- sekä uudelleensijoituspalvelut) ja rekrytointipalveluiden yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 285 MEUR vuonna 2023. Arviomme mukaan muiden palveluiden osalta markkina on henkilöstövuokrauksen tapaan pirstaloitunut ja siten 20 suurimman suhteellinen osuus kokonaismarkkinasta on melko maltillinen. Arviotamme tukee Tilastokeskuksen tilastot, joiden mukaan muiden palveluiden (sis. johtohenkilöiden rekrytointi ja muut henkilöstön hankintapalvelut) yhteenlaskettu kokoluokka oli vajaa 550 MEUR vuonna 2022. Eezy itse arvioi pääomamarkkinapäivässään (2024) ulkopuolisen konsulttiyhtiön tekemässä selvityksessä sen Asiantuntijapalveluiden markkinakooksi noin 500 MEUR. Myös Asiantuntijapalvelut ovat arviomme mukaan alttiita suhdannekehitykselle henkilöstövuokrauksen tapaan, mutta työllistymispalvelut ovat jokseenkin vastasyklisiä. Kaiken kaikkiaan Asiantuntijapalveluiden markkinan koko ei arviomme mukaan Eezy:n nykyisellä markkinaosuudella ja laajalla palvelutarjonnalla muodostu kasvua rajoittavaksi tekijäksi.

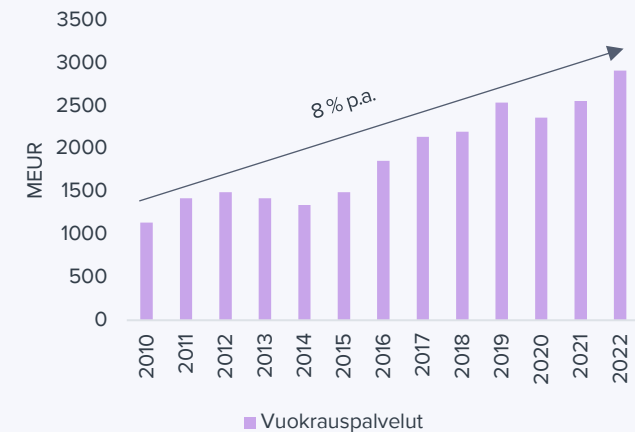
## Kevyrittäjäpalveluiden markkina

Kevyrittäjäpalveluiden markkinan kokoluokasta ei ole saatavilla tilastoja, mutta Eezy on arvioinut markkinan laskutusvolyyminä noin 300 MEUR ja liikevaihdoksi noin 25-30 MEUR. Käsitksemme mukaan alalle on tullut uusia toimijoita viime vuosina ja alan hinnoitteluun on kohdistunut painetta alaspäin. Siten markkina on

## Henkilöstövuokrauksen ja BKT:n kehitys



## Henkilöstövuokrauksen kehitys



# Markkina ja kilpailukenttä 3/6

yhtiön kokoluokassa varsin pieni ja kilpailutilanne on tiukka.

## Henkilöstöpalvelumarkkinan kasvun rakenteelliset ajurit

Näkemyksemme mukaan henkilöstöpalvelumarkkinan rakenteellista kasvua ajavia ajureita ovat muun muassa:

**Joustavuuden tavoittelu** sekä työntekijöiden määrässä että työnteossa. Yritykset tasapainottavat työvoiman tarvetta henkilöstöpalveluyritysten avulla ja työntekijät hakevat joustavuutta työntekoon (aikaan ja paikkaan) toimimalla henkilöstövuokrausyhtiön kautta.

**Ulkoistamisella** on saatavilla tehokkuusetuja, kun ne hoidetaan tehokkaasti operoivan henkilöstöpalveluyrityksen toimesta. Hallinnon ulkoistaminen keventää organisaatiota siirtämällä yhden liiketoiminnan tukifunktion ulkopuolisen yrityksen operoitavaksi. Kasvava trendi on myös kokonaisten toimintojen (esim. logistiikkatoiminnot) ulkoistaminen henkilöstöpalveluyrityksille.

**Työvoiman saatavuus** on yrityksille kasvava haaste. Tähän haasteeseen etsitään ratkaisuja tehokkaasti toimivista henkilöstöpalveluyrityksistä, jotka voivat rekrytoida suurenkin joukon työvoimaa nopeasti tai toteuttaa suorahakuja - ja rekrytointeja tehokkaasti, kun taas yksittäiselle yritykselle rekrytointiprosessit voivat olla raskaampia.

**Digitalisaatio** avaa uusia mahdollisuuksia oman

toiminnan mittaamiselle sekä erilaisille henkilöstön koulutuksille.

Henkilöstöpalveluyhtiöillä on edellytykset datan keräämiseen, jolloin datan ympärille voidaan luoda palveluita.

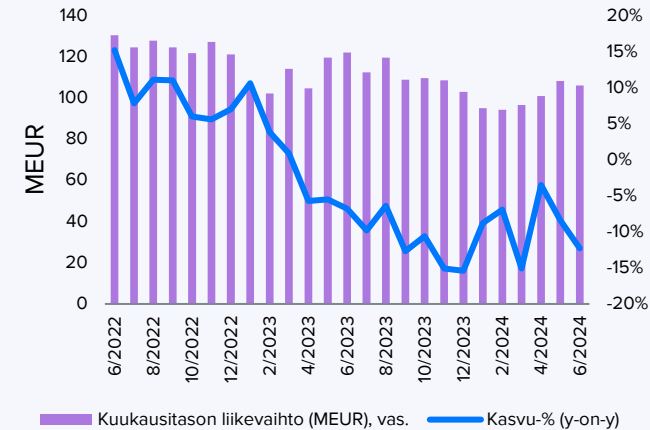
## Henkilöstövuokrausmarkkinan kasvu

Ulkopuolisen konsulttiyhtiön tekemään markkina-analyysiin perustuen Eezy arvioi pääomamarkkinapäivässään (2024) henkilöstövuokrauksen kasvuksi 2024-2028 noin 8 % vuodessa. Kasvusta 1 %-yksikkö tulisi toimialojen työtuntien kasvun kautta, 2 %-yksikköä hintojen nousun kautta ja jopa 5 % henkilöstövuokrauksen markkinapenetraation kasvun kautta. Ensimmäiset kaksi ovat mielestämme realistisia arvioita. Näkemyksemme mukaan henkilöstövuokrauksen käyttö on jo varsin yleistä useilla aloilla markkinan kasvuttua 2000-luvulla merkittävästi. Siten suhtaudumme varauksella esitettyyn markkinapenetraation 5 %-yksikön vaikutukseen kasvuun. Pidämmekin varsin mahdollisena, että keskipitkän ja pitkän aikavälin keskimääräinen kasvuvauhti hidastuu aiemmin esitetystä noin 8 %:n historiallisesta pitkän aikavälin kasvuvauhdista.

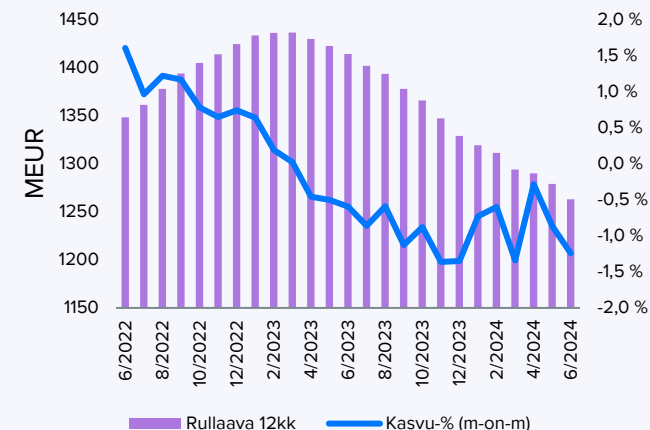
## Henkilöstöpalveluiden kilpailukenttä

Eezyn henkilöstöpalveluiden kilpailukenttä voidaan mielestämme jakaa paikallisten toimijoiden kokoluokan mukaan kolmeen kategoriaan: Suuret, keskisuuret ja pienet toimijat. Suurille toimijoille on tavanomaista, että henkilöstövuokrausta harjoitetaan kattavasti lukuisilla asiakastoimialoilla sekä laajalle

## 20 suurimman toimijan henkilöstövuokrauksen liikevaihdon kehitys



## 20 suurimman toimijan henkilöstövuokrauksen liikevaihdon kehitys



# Markkina ja kilpailukenttä 4/6

levittäytyneellä toimipisteverkostolla maanlaajuisesti. Lisäksi tyypillistä on henkilöstövuokrauspalveluiden ohessa kattava muiden henkilöstöpalveluiden tarjoaminen, joiden suuntaan yhtiöiden kasvustrategiat vaikuttavat painottuvan jatkossa aiempaa voimakkaammin.

## Toimialan suuret pelurit

HELAn mukaan alan viisi suurinta toimijaa edellisen 12 kuukauden kumulatiivisen liikevaihdon mukaan ovat Barona, Eezy, Staffpoint, Mehiläinen ja Bolt Works. Viidestä suurimmasta Mehiläinen on merkittävä sotealan toimija, mutta muut toimijat ovat Eezyllä relevantteja kilpailijoita käytännössä koko markkinalla.

Näkemyksemme mukaan alan kilpailu on usein paikallista, mikä tarkoittaa, että tietyllä alueella toimivat yritykset voivat ostaa henkilöstöpalvelualan palveluilta eri suuruisilta yrityksiltä, kunhan ne ovat uskottavia toimijoita. Tyypillisesti suuret ja etenkin useilla paikkakunnilla toimivat asiakasyritykset kuitenkin tukeutuvat hankinnoissa suurimpiin pelureihin niiden uskottavuuden ja paremman toimituskyvyn ansiosta. Siten nähdäksemme suurimmat toimijat muodostavat Eezy:n kilpailukentän ytimen, mutta kilpailutilanteessa voi olla paikkakuntaakohtaisia eroja.

Toimijoiden kannattavuuksien vertailusta haastavan tekee erilaiset omistus- ja liiketoimintarakenteet ja Eezy:n muista poikkeava IFRS-kirjanpitostandardi. Arviomme mukaan suuntaa antavana peukalosääntönä on voitu historiallisesti pitää 5-10 %:n

käyttökatemarginaalia (IFRS) henkilöstövuokrauksessa. Marginaalit ovat kuitenkin olleet viime vuosina paineessa toisaalta ailahtelevan kysynnän kehityksen sekä kustannusinflaation myötä. Arviomme mukaan erilaisissa asiantuntijapalveluissa voidaan ylittää jopa 15-25 %:n käyttökatemarginaaleihin riippuen mm. palvelun skaalasta. Näin ollen yhtiökohtaiset kannattavuudet voivat erota selvästikin erilaisen liikevaihdon jakauman vuoksi. Emme kuitenkaan näe alalla sellaisia kestäviä kilpailuedun lähteitä, jotka mahdollistaisivat kestävästi muita korkeamman kannattavuuden.

## Keskisuuret toimivat tyypillisesti rajatumalla alueella

Keskisuurten haastajien joukko on elänyt viime vuosina, kun Bolt.Works ja Academic Work ovat kiilanneet aiemmin suurempien Adecon ja Manpowerin ohi. Konsernitasolla Academic Work on käsityksemme mukaan lähes 100 MEUR:n liikevaihdon kokoluokassa, kun taas Adecco Finland on ollut pitkään noin 70 MEUR:n suuruusluokassa. Vastaavasti Manpower on liikkunut pitkään noin 40 MEUR:n kokoluokassa. Muita keskisuureen joukkoon kuuluvia ovat arviomme mukaan mm. Go On, Lisäpalvelu, ja SOL Henkilöstöpalvelut. Myös keskisuuren joukon toimijat toimivat tyypillisesti useilla paikkakunnilla ja asiakasaloilla ja henkilöstövuokrauksen lisäksi muilla palvelualueilla. Lukumäärältään suurimmat joukon muodostavat pienet alle 20 MEUR:n kokoluokassa olevat toimijat, kun vakiintuneita toimijoita alalla on eri arvioiden mukaan satoja.

## Henkilöstöpalvelumarkkinan suurimpia toimijoita

 barona

- Liikevaihto 443 MEUR vuonna 2023 (431 MEUR vuonna 2022)
- Osa Bravedo konsernia, joka omistaa mm. sote- ja teknologiayhtiötä



- Liikevaihto 219 MEUR vuonna 2023 (248 MEUR vuonna 2022)
- Poikkeuksellinen franchise-konsepti kasvattaa kokoluokkaa ketjuliikevaihdon ansiosta

 StaffPoint

- Liikevaihto 118 MEUR vuonna 2023 (121 MEUR vuonna 2022)
- Strateginen kumppanuus kansainvälisessä mittakaavassa suuren Randstadin kanssa



- Liikevaihto 92 MEUR vuonna 2023 (103 MEUR vuonna 2022)
- Voimakkaasti viime vuosina kasvanut toimija, joka on erottautunut muista toimijoista omalla sovelluksellaan

# Markkina ja kilpailukenttä 5/6

## Konsolidaatio jatkuu, mutta painopiste siirtynee

Henkilöstöpalvelualalla erottautuminen on haastavaa, sillä isossa kuvassa yritysten palvelut ovat hyvin samankaltaisia. Erottautumistekijöinä yhtiöllä onkin pääasiassa kulttuuriin, brändiin ja näkyvyyteen liittyvät tekijät. Näistä tekijöistä ja pääomakevyydestä liiketoimintamallista johtuen alalle tulon kynnyks on matala. Arvioimme, että huolimatta viime vuosien suurten toimijoiden aktiivisesta markkinan konsolidaatiosta, tulee pirstaloituneisuus olemaan markkinoiden ominaisuus myös tulevaisuudessa.

Yhä suhteellisen matalista markkinaosuuksista huolimatta arvioimme, että suurimpien toimijoiden aktiiviteetti yritysostoissa henkilöstövuokrauksen saralla on hidastunut ja katseet epäorgaanisessa kasvussa suuntautuvat aiempaa enemmän muihin palvelualueisiin. Arvioimme mukaan myös viime vuosien kysyntähaasteet (koronapandemia ja kotimaan talouden sakkkaus) ja tästä seuranneet heikentyneet kannattavuudet ovat rajoittaneet alan yritysjärjestelyitä.

Suuria yritysjärjestelyitä toimialalla ei voida poissulkea, sillä omistusrakenteiden ansiosta pidämme todennäköisenä, että Barona ja Staffpoint ovat osana jonkinlaista omistusjärjestelyä lähivuosina. Baronan merkittävä omistaja on pääomasijoittaja Nordic Mezzanine ja vastaavasti Staffpointin merkittävä omistaja on pääomasijoittaja Sponsor Capital. Vastaavasti Vaaka Partners tuli Bolt.Worksin omistajaksi vuonna 2022.

Pääomasijoittajien rahastojen tyypilliset sijoitusajat huomioiden arvioimme näiden yhtiöiden omistajakunnissa tapahtuvan jonkinlaisia muutoksia

keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Suurten toimijoiden keskinäinen konsolidaatio ei kuitenkaan arviomme mukaan ole erityisen todennäköistä niiden päällekkäisyyksien, rajallisten synergoiden ja tämänkaltaisiin fuusioihin liittyvien riskien vuoksi.

Myös Eezyn suurin omistaja on pääomasijoittaja Sentican rahasto, jonka irtaantuminen omistuksesta lähivuosina on mielestämme todennäköistä.

## Digitalisaation rooli kasvaa

Historiallisesti digitalisaatio on ollut henkilöstöpalvelualalla keskeisessä roolissa nk. back office -toiminnoissa eli hallinnon operoinnissa (CRM-järjestelmät, työvuorojen varaus yms.), sillä hallinnon tehokkuus on ollut korkeamman kannattavuuden yksi tärkeä ajuri.

Viime vuosina digitalisaation rooli on kasvanut myös henkilöstöpalvelualalla ja teknologiaa hyödynnetään aiempaa laajemmin henkilöstövuokrauksessa esim. työn ja tekijän kohtauttamisessa, koulutuksissa ja perehdyttämisessä sekä myös asiakkaan suuntaan myyntityössä. Muilla palvelualueilla digitalisaatio avaa uusia liiketoimintamahdollisuuksia, kuten dataan pohjautuvat tutkimukset.

Digitalisaatio on tuonut myös alalle uusia kilpailijoita, kun alustataloutta edustavat toimijat ovat pyrkineet myös henkilöstöpalvelualalle. Henkilöstövuokrauksessa teknologiavetoiset alustat pyrkivät toimimaan välikappaleena työn kysynnän (yritys) ja työn tarjoajan (työntekijä) välillä, siten, että hallinto toteutetaan teknologian välityksellä. Optimoidussa prosessissa työnvälitys onnistuu ilman, että henkilöstövuokrausyhtiössä ihmisen tarvitsee osallistua työvoiman välitysprosessiin.

## Toimialan trendejä ja ajureita



### Digitalisaatio

Uudet digitaaliset sovellukset ja palvelut, jotka nostavat tehokkuutta ja mahdollistavat asiakkaille paremman ja laajemman palvelun.



### Suhdanne- ja rakenteelliset tekijät

Henkilöstöpalvelua on ollut historiallisesti hyvin suhdanneherkkä toimiala. Suhdannetilanteesta huolimatta arvioimme toimialan kuitenkin kasvavan rakenteellisesti.



### Työelämän murros

Työelämän murros näkyy mm. yritysten tarpeiden muutoksena ja työn tekemisen tapojen muutoksena. Liikkuvuuden ja työskentelytapojen joustavuuden lisääntyminen arviomme mukaan tukee henkilöstöpalvelumarkkinan kasvua.



### Konsolidaatio

Historiallisesti yrityskaupat ovat olleet suurille pelureille houkutteleva keino laajentua. Arviomme mukaan jo nähty konsolidaatio ja haastavat viime vuodet rajoittajat konsolidaatiota tulevina vuosina.



# Markkina ja kilpailukenttä 6/6

## Henkilöstöpalvelualan toimijoiden kolmijako

Henkilöstöpalvelualan toimijoiden joukko voidaan näkemysksemme mukaan jakaa kolmikenttään, jossa vasemmalla laidalla ovat perinteiset toimipistevetoiset ja henkilöstövetoiset toimijat, kuten pääosa aiemmin esitellyistä kotimaisista toimijoista, jotka välittävät työvoimaa lyhytkestoisesta keikkatyöstä aina pidempään kuukausipalkkaisuun työjaksoihin.

Vastaavasti oikealla laidalla ovat teknologiavetoiset alustat, kuten Treamer, jossa Eezy on vähemmistöomistaja ja Work Pilots, joiden tarjonta koostuu usein lyhyemmän aikajakson nk. keikkatöistä.

Keskimmäiseen kategoriaan eli sekä toimipistevetoiseen, mutta myös korkeamman digitalisaatioasteen toimijoihin voidaan näkemysksemme mukaan lukea Suomen markkinoilla Bolt.Works. Boltin erottautumistekijä on teknologian tuominen vahvemmin palvelun asiakkaiden käyttöön (front end) itse kehitetyllä mobiilisovellusta, jonka kautta työvoiman hakija voi ilmoittaa työvoiman tarpeesta ja työnhakija voi etsiä töitä. Merkittävän toiminnanohjausjärjestelmäinvestoinnin myötä myös Eezy kiillaa mielestämme tähän kategoriaan. Uudella toiminnanohjausjärjestelmällä Eezy automatisoi keskeisiä henkilöstövuokrauksen prosesseja ja tekee työvoiman asiakkaan näkökulmasta monistettavan prosessin. Uusi järjestelmä on tällä hetkellä käyttöönottoavaiheessa ja sen tulisi olla laajalti käytössä kuluvan vuoden lopussa. Käsityksemme mukaan Eezyn järjestelmän tulisi nostaa koko henkilöstövuokrauksen liiketoimintaprosessin digitalisaatioastetta ja tarjota tavanomaisiin

pistemäisempiin ratkaisuihin verrattuna suurempia tehokkuushyötyjä.

## Tulevaisuuden kehityssuunnat

Arviomme mukaan teknologian rooli kasvaa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä henkilöstövuokrauksessa ja odotamme useimpien toimijoiden pyrkivän kentän keskimmäiseen lokeroon. Samalla on kuitenkin huomioitava, että etenkin pienempien toimijoiden investointikyky rajoittaa niiden kokoluokka ja taloudellinen tilanne.

Lisäksi puhtaasti teknologiavetoiseen alustaan siirtymistä on arviomme mukaan hidastanut muun muassa ostajien konservatiivisuus ja tavat, sillä usein henkilöstövuokrauksen asiakkaat ovat tottuneet ostamaan henkilökontaktien kautta. Lisäksi teknologista kehitystä on arviomme mukaan hidastanut kotimaan työmarkkinan sellaiset ominaisuudet, jotka tekevät yhdelle toimialalle kehitetyn teknologisen konseptin monistamisesta haastavaa. Näitä ominaisuuksia on esimerkiksi suuri määrä erilaisia työehtosopimuksia, joiden ansiosta esimerkiksi palkkaus ja ansaintamallit poikkeavat eri aloilla. Arviomme mukaan muun muassa näistä syistä alalle ei ole syntynyt toimialarajat ylittävää teknologiavetoista alustayhtiötä.

## Kilpailutilanne on tiukka, mutta terve

Henkilöstöpalvelualan kilpailutilanne on matalan alalle tulon kynnyksen ja laajan kilpailijajoukon myötä käsityksemme mukaan tiukka, mutta se on kokonaisuutena näkemysksemme mukaan terve, eikä epäterveestä hintakilpailusta ole viitteitä. Keskeinen pitkän aikavälin riski henkilöstöpalvelualalla on näkemysksemme

mukaan riski hintojen laskupaineesta, mitä teknologinen kehitys voisi vauhdittaa. Näin ollen kestävä liiketoiminnan edellytyksenä on alan teknologisen kehityksen vauhdissa pysyminen, mikä taas edellyttää investointeja. Pienillä toimijoilla on harvoin resursseja investointeihin, mikä voi arviomme mukaan pitkässä juoksussa uudelleen kiihdyttää alan konsolidaatiota.

## Uusi kilpailija tutulla taustajoukolla

Vuoden 2024 alussa alalle tuli uusi kilpailija, kun Eezyn vanha toimitusjohtaja Sami Asikainen käynnisti pörssilistatun Wulff Groupin tytäryhtiön Wulff Worksin. Nykyisessä heikon kysynnän markkinatilanteessa uusi kasvuhakuinen toimija arviomme mukaan kiristää kilpailutilannetta lyhyellä tähtäimellä. Keskipitkän aikavälin riskit uudessa kilpailijassa taas liittyvät näkemysksemme mukaan etenkin siihen, että Wulff Works on saanut mukaansa useita Eezy-taustaisia toimihenkilöitä. Tämä mielestämme kohottaa riskejä sille, että näiden henkilöiden mukana siirtyä ajan myötä asiakkuuksia ja siten liikevaihtoa, sillä alalta löytyy historiasta tällaisia esimerkkitapauksia.

## Hinta on pääasiallinen kilpailutekijä

Tavanomaisesti henkilöstövuokrauksessa suuremmilla asiakkailla on useita palveluntarjoajia, minkä lisäksi palvelun tarjoajan vaihtamiskustannus on suhteellisen matala. Tätä heijastellen pääasiallinen kilpailutekijä henkilöstövuokrauksessa on hinta. Suurissa asiakkuuksissa isojen toimijoiden kilpailuvaltti on kuitenkin niiden suuri kokoluokka, jonka ansiosta asiakkaat voivat luottaa niiden kykyyn toimittaa suuremman määrän työvoimaa.

# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

## Kustannusrakenne muodostuu pääosin henkilöstökuluista

Eezyn kustannusrakennetta dominoi liiketoimintamallia peilaten henkilöstökustannukset, jotka ovat olleet 81,4-81,9 % suhteessa liikevaihtoon vuosina 2021-2023. Toiseksi suurin, mutta selvästi pienempi kustannuserä on liiketoiminnan muut kulut, jotka ovat olleet 7,1-7,6 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut muodostuvat tavanomaisista hallinnon eristä, kuten taloushallinnon, it-järjestelmien ja markkinoinnin kustannuksista. Pienin erä eli materiaalit ja palvelut ovat olleet 3-4,4 % suhteessa liikevaihtoon.

Kustannusrakenteen kannalta olennaista on huomata, että henkilöstökuluista leijonanosa muodostuu vuokratyövoiman palkoista, mikä joustaa liikevaihdon mukana. Arvioimmekin, että kustannusrakenteesta karkeasti noin 70-75 % on muuttuvia kustannuksia. Arviomme mukaan viime vuosina yhtiön kustannusrakenne on ollut hieman liian suuri toteutuneisiin liikevaihtokertymiin nähden, mistä myös tehostustoimet ovat kielineet. Siten nykyisessä kustannusrakenteessa on arviomme mukaan lievää tehostumisen varaa, mikäli liikevaihto kasvaa vaikka yleisesti kustannusrakenne ei ole skaalautuva muuttuvien kulujen suuren suhteellisen osuuden vuoksi.

## Taseen varoista pääosan muodostaa liikearvo

Eezyn taseen loppusumma oli Q2'24:n lopussa noin 206 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri ja heijastelee

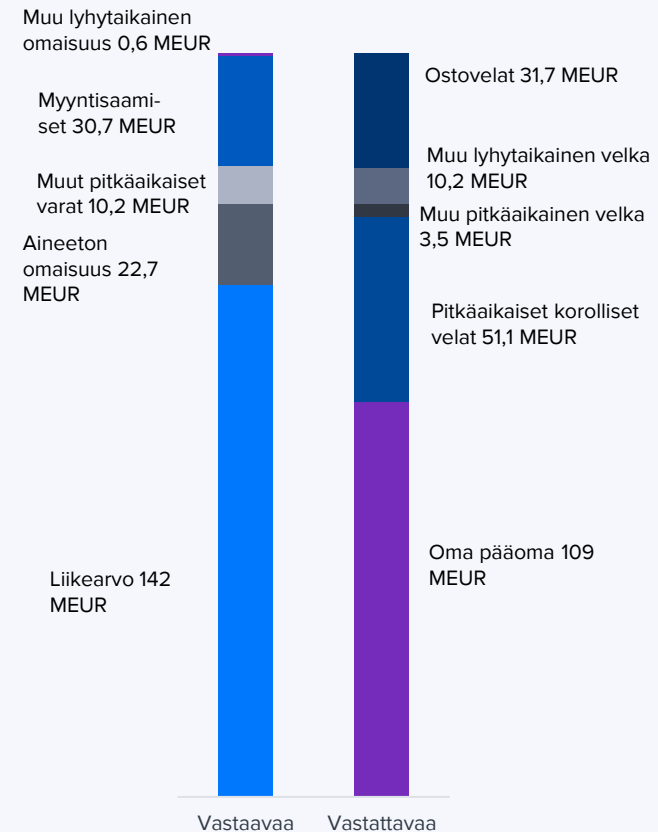
toteutuneita yritysostoja, joiden seurauksena taseessa on merkittävästi liikearvoa. Q2'24-lopun taseen liikearvo (141,7 MEUR) ja aineettomat hyödykkeet (22,6 MEUR) muodostivat noin 80 % yhtiön taseen varoista. Liiketoimintamalli ei edellytä olennaisesti aineellista käyttöomaisuutta, joka olikin vain noin 7,1 MEUR. Q2'24:n lopussa lyhytaikaiset varat koostuivat pääosin 30,7 MEUR:n myyntisaamisista, kun taas kassavarat olivat vain 0,1 MEUR. Yhtiöllä oli kuitenkin 10 MEUR:n limiittistä 6,6 MEUR käyttämättä, joten likvidejä varoja on tarvittaessa saatavilla.

## Velkaantuneisuus on korkea

Eezyn oma pääoma oli Q2'24:n lopussa 109 MEUR sisältäen 3,5 MEUR:n vähemmistöosuuden. Siten yhtiön omavaraisuusaste oli varsin hyvällä 53 %:n tasolla.

Korollista lainaa rahoituslaitoksilta yhtiöllä oli 53,2 MEUR, minkä lisäksi sillä oli 6,9 MEUR vuokrasopimusvelkoja (IFRS 16). Siten korollista nettovelkaa yhtiöllä oli 60 MEUR (nettovelka ilman IFRS16-standardin vaikutusta oli 53,1 MEUR), joten sen nettovelan ja edellisen 12 kuukauden käyttökatteen suhdeluku oli korkea 4,7x. Yhtiö neuvotteli kovenanteja uudelleen maaliskuussa 2024 ja nämä nettovelkaantumisasasteeseen, nettovelka/oik. käyttökate suhteeseen sekä vähimmäiskassavaroihin liittyvät kovenantit täytyivät myös Q2'24:n lopussa. Tarkkoja kovenanttien tasoja ei ole julkaistu, mutta arvioimme niiden edellyttävän laskevaa

## Taserakenne Q2'24 (206 MEUR)



# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

nettovelan ja käyttökatteen suhdetta sekä suurempia kassavaroja jatkossa.

Yhtiön toteuttamien liikearvon alentumistestausten perusteella liiketoimintojen kerrytettävissä olevat rahamäärät ylittävät niiden kirjanpitoarvot selvästi, eikä siten liikearvoon liity alaskirjauksen riskiä. Mielestämme testauksessa käytetyt kannattavuusolelut ovat korkeahkot, mutta kokonaisuutena emme ole erityisen huolissaan tase-erien kuranttiudesta, vaikkakin keskipitkällä aikavälillä pienempiä alaskirjauriskejä ei mielestämme voi poissulkea. Nämä yhtiön varsin omavarainen tase myös kestäisi.

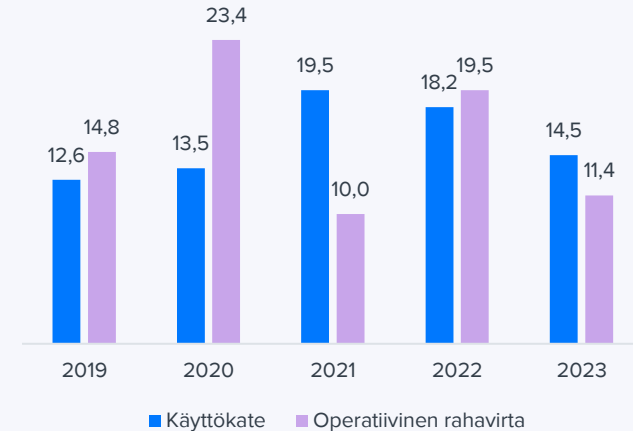
Taseeseen liittyvät keskeiset riskit mielestämme liittyvätkin korkeaan velkaantuneisuuteen, jonka taittaminen edellyttää vahvistuvaa tulostasoa ja sitä kautta kassavirran avulla absoluuttisen velkatason supistamista. Nykyinen heikko suhdanne, yhtiön liikevaihdon voimakas supistuminen ja sen mukana heikentynyt kassavirta huomioiden tämä onkin mielestämme yksi osakkeen keskeisistä riskeistä lyhyellä tähtäimellä. Mielestämme oman pääoman ehtoisen rahoituksen keräystarvetta ei voi poissulkea, esimerkiksi, jos talouden elpyminen ottaisi takapakkia. Yhtiön velkojen maturiteetit ovat kuitenkin kaukana (valtaosa veloista erääntyy noin 4-5 vuoden päästä), joten niiden näkökulmasta aikaa taseen vahvistamiselle on riittävästi.

## Operatiivinen kassavirta on hyvä, mutta nyt vapaa rahavirta jää laihaksi

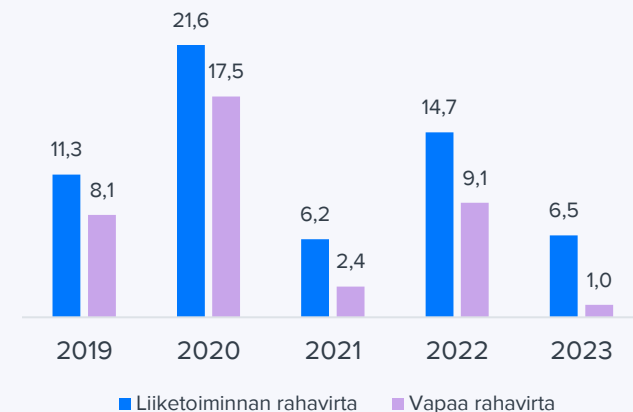
Eezyn operatiivinen kassavirta seuraa hyvin sen operatiivista tulosta, koska liiketoiminta ei sido käyttöpääomaa olennaisesti. Tätä heijastellen sen käyttökatteen ja operatiivisen rahavirran suhde on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin reilu 1x.

Historiallisesti yhtiön investoinnit (sis. vuokravelkojen lyhennykset) ovat olleet kohtuulliset suhteessa tulostasoon ja alhaisen korkotason vuoksi myös nettorahoituskustannukset ovat olleet varsin maltilliset. Viimeaikainen operatiivisen tuloksen lasku yhdistettynä selvästi kohonneisiin korkotasoon ja nettovelan määrään ovat kuitenkin painaneet vapaan rahavirran matalalle tasolle. Tämä mielestämme korostaa tulosparannuksen tarvetta, sillä nykyisellä operatiivisella tuloksella yhtiön kyky pienentää sen korkeaa velkatasoa on varsin rajallinen.

## Operatiivisen tuloksen ja rahavirran kehitys



## Liiketoiminnan ja vapaan rahavirran kehitys



# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Eezyn eri liiketoiminta-alueiden liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuden kehityksen 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 kasvun ennustemme pohjana käytämme arvioitua talouskasvua ja sen pohjalta haarukoitua markkinakasvua.

Kannattavuusennustemme taas pohjautuvat yhtiön historialliseen kannattavuustasoon ja arvioituun kannattavuuspotentiaaliin.

## Makrotalouden ennusteet

Suomen talous toipui nopeasti koronapandemian aiheuttamasta talousnotkahduksesta, mutta kasvu on jäänyt sitemmin laahaamaan ja kääntynyt jopa negatiiviseksi. Tästä kertoo se, että viime vuonna talouskasvu jäi -1,0 % pakkasen puolelle. Myös tämän vuoden kasvuennusteet ovat negatiivisia, kun Bloombergin konsensuksen ennuste kuluvaan vuoteen kasvuksi on -0,2 %. Ensi vuonna kasvun odotetaan jälleen palaavan raiteilleen ja olevan 1,7 %.

Talouskasvun heikkous on monen tekijän summa. Asuntovelkaisia kotitalouksia, joita on kolmasosa kaikista kotitalouksista, on kurittanut korkojen nousu, ja sama tekijä on myös alhaisen investointihalukkuuden taustalla. Teollisuuden

näkymää on puolestaan heikentänyt tärkeiden vientimaiden (mm. Saksa) heikkous ja investointihyödykkeiden kysynnän takkuilu. Tilannetta ei edesauta maailman talouden veturin Kiinan talouskasvuhaasteet ja viime aikoina nähty USA:n talouden viilentyminen. Vientivetoisena maana Suomen talouskehitys on vahvasti linkittynyt globaaliin talouskasvuun. Inflaation hidastuttua selvästi on korkojen laskusta ensimmäiset merkit kuitenkin jo nähty, ja kotitalouksien ostovoimakin on elpynyt kuluvaan vuoteen aikana, mikä antaa tukea talouskasvuodotuksille.

Rakennussektori on ollut yksi Suomen heikon taloussuhdanteen suurimpia kärsijöitä, ja se näkyy sektorin luvuissa läpi linjan. Rakennusteollisuuden (RT) kevään suhdannekatsauksen mukaan asuntoaloituksen puolittuivat viime vuonna ja työttömyysaste on noussut selvästi. Viime vuonna rakentamisen määrän muutos oli -11 % ja tänä vuonnakin sektori painuu 5 % pakkaselle RT:n ennusteen mukaan. Parempi vuosi olisi 2025, jolloin sektorin odotetaan palaavan 3 %:n kasvuun. Rakennussektorin tilanne siis myötäilee muun talouden kehitystä.

## Vuosi 2024 on vaikea

Eezy ei ole antanut ohjeistusta vuodelle 2024. H1'24:n aikana yhtiön liikevaihto on laskenut vertailukaudesta 21 % reiluun 87 MEUR:oon. Liikevaihdon laskun seurauksena sen liikevoitto on laskenut 1,1 MEUR:oon, mikä vastaa 1,2 %:n liikevoittomarginaalia. Erityisen voimakasta liikevaihdon lasku on ollut Henkilöstöpalveluissa, jossa etenkin yhtiön oman henkilöstövuokraustoiminnan liikevaihdon lasku on

## Keskeiset ennusteparametrit

### Liikevaihdon kasvu

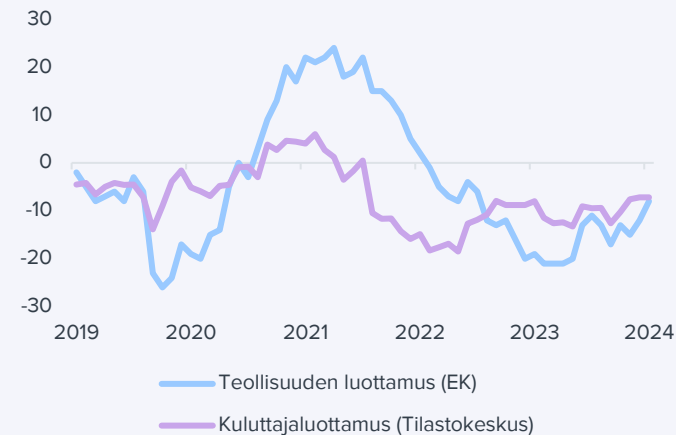
- Henkilöstöpalvelut
- Asiantuntijapalvelut

### Kannattavuus (EBIT-%)

Kustannukset suhteessa liikevaihtoon:

- Henkilöstökustannukset
- Materiaalit ja palvelut
- Liiketoiminnan muut kulut

## Luottamusindikaattorit



# Ennusteet 2/3

ollut laskelmiemme mukaan lähes 26 % suhteessa vuoden takaiseen tasoon. Tämä on selvästi yli HELAn raportoiman 20 suurimman toimijan liikevaihdon laskun, joka on ollut ensimmäisellä vuosipuoliskolla noin 9 %. Osin Eezyn suurempaa liikevaihdon laskua selittää erilainen toimialajakauma, sillä esimerkiksi yhtiön liikevaihdon jakaumassa defensiivisemmillä aloilla (esim. sote- ja toimistoala) on suhteellisesti pienempi osuus. Toisaalta Eezyn liikevaihdon lasku on kuitenkin ollut voimakkaampaa kuin sen suurimpien alojen alkuvuoden lasku, sillä HELAn lukujen mukaan teollisuuden alan liikevaihto on laskenut 15 % ja Horecan 8 %. Ainoastaan rakentamisen 33 %:n sakkkaus on ollut Eezyn liikevaihdon laskua nopeampaa, mutta sen suhteellisen osuuden myötä se ei yksistään selitä Eezyn näin merkittävää liikevaihdon laskua.

Ennustamme yhtiön liikevaihdon laskun loiventuvan alkuvuoden vauhdista H2'24:llä 9 %:iin, kun ennustamme H2:lla Henkilöstöpalveluiden liikevaihdon supistuvan 11 % ja Asiantuntijapalveluiden ennusteemme on suhteellisen vakaa. Tämä heijastelee toisaalta heikompia vertailukausia ja talouskasvun asteittaista kääntymistä laskutrendiltä. Tätä taustaa vasten ennustamme vuoden 2024 liikevaihdon laskun asettuvan 15 %:iin ja liikevaihdon siten 185 MEUR:oon. Korkeampaa liikevaihtokuormaa, Q3:n kausiluonteisuutta ja tehtyjä sopeutustoimia heijastellen ennustamme H2:n olevan tuloksellisesti parempi, minkä ansiosta ennustamme koko vuoden 2024 liikevoiton asettuvan 3,6 MEUR:oon vastaten 2 %:n liikevoittoamarginaalia (käyttökate-% 5,9 %). Huomioitavaa on, että kuluvan neljänneksen (Q3) ennuste sisältää 0,6 MEUR kertaluonteisia eriä

sopeutustoimista, joita emme kuitenkaan ole oikaisseet.

Operatiiviseen tulokseen suhteutettuna korkeita nettorahoituskuluja ja tavanomaista veroastetta heijastellen ennustamme kuluvan vuoden osakekohtaisen tuloksen asettavan 0,04 euroon osakkeelta. Taseasemaa heijastellen emme odota yhtiön maksavan osinkoa vuodelta 2024.

Odotamme kuluvan vuoden operatiivisen rahavirran olevan H2:lla alkuvuotta parempi, mutta edellä kerrotun tapaan olennainen osa operatiivisesta rahavirrasta menee rahoituskuluihin, minkä lisäksi sitä syö tavanomaiset investoinnit ja vuokratvelkojen lyhennykset. Näin ollen odotamme absoluuttisesti koko vuoden vapaan rahavirran jäävän matalaksi ja nettovelan laskevan vuoden loppua kohden vain lievästi. Siten myös yhtiön vuoden lopun ennustettu velkaantuneisuus on korkea (2024: nettovelka/käyttökate 5x)

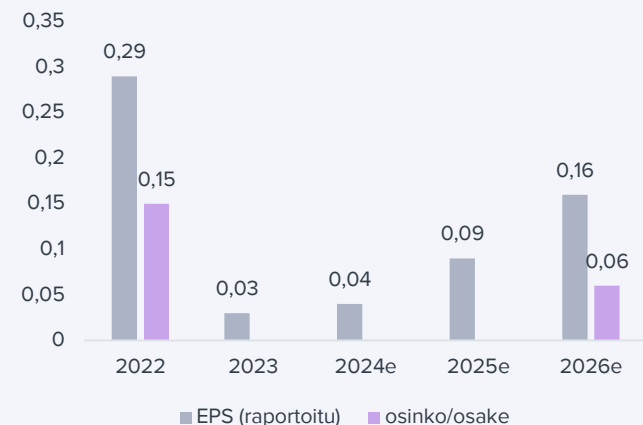
## Odotamme käännettä kasvuun vuonna 2025

Ennustamme Eezyn liikevaihdon kasvavan vuonna 2025 5 % 194 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun ajurina toimii etenkin Henkilöstöpalvelut, jonka odotamme kasvavan 5 %:n vauhtia. Talouskasvun alkaessa kysynnän elpymisen pitäisi näkemyksemme mukaan olla laaja-alaista, joskin odotamme rakentamisen kysynnän elpymisen olevan verkkaista. Tämä heijastelee edelleen vaisua uudisrakentamista. Ennustamme myös Asiantuntijapalveluiden kasvun (+3 %) tukevan konsernin kasvua, vaikka ennusteemme ei rakennukaan merkittävien ristiinmyyntivoittojen varaan. Liikevaihdon kasvua ja toteutettuja tehostustoimia heijastellen ennustamme vuoden 2025 tuloksen kasvavan voimakkaasti.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet 3/3

Siten ennustammekin vuoden 2025 liikevoiton asettuvan 5,8 MEUR:oon. Tämä vastaa kuitenkin edelleen välttävää 3 %:n liikevoittomarginaalia (käyttökate-% 7 %) ja arviommekin, että yhtiön nykyinen organisaatio pystyy kantamaan selvästi suurempaa liikevaihtokuormaa. Siten kannattavuusparannuksen keskeinen ajuri löytyy yläriviltä, jonka kehitys pitkälti määrittelee tulosparannuksen mittakaavan.

Ennusteissamme vuoden 2025 nettorahoituskulut kasvavat edellisvuodesta, mikä heijastelee Q1'24:n poikkeuksellisen matalaa tasoa kertaluonteista rahoitustuottoa heijastellen. Kokonaisuutena korkojen laskun tulisi kuitenkin laskea lievästi korkokuluja vuonna 2025 suhteessa edellisvuoteen. Tätä ja tavanomaisia veroja heijastellen ennustamme vuoden 2025 osakekohtaiseksi tulokseksi 0,09 euroa osakkeelta. Emme odota yhtiön maksavan osinkoa myöskään vuodelta 2025. Tämän taustalla on se, että operatiivisen tulosparannuksen ajamasta vapaan rahavirran kasvusta huolimatta on yhtiön nettovelka/käyttökate vuoden 2025 lopun ennusteillamme edelleen korkea 3,6x.

## Vuoden 2026 ennusteet

Vuoden 2026 ennusteissamme odotamme Eezyn liikevaihdon kasvun saavan vauhtia edelleen jatkuvasta talouskasvusta ja eritoten rakentamisen tuntuvasta elpymisestä. Tätä taustaa vasten ennustamme vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan lähes 7 % 208 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvua, ja kustannusrakenteen maltillista skaalautumista mukailien ennustamme vuoden 2026 liikevoiton kohoavan 7,8 MEUR:oon vastaten 3,8 %:n liikevoittomarginaalia (käyttökate-% 7,4 %). Edelleen

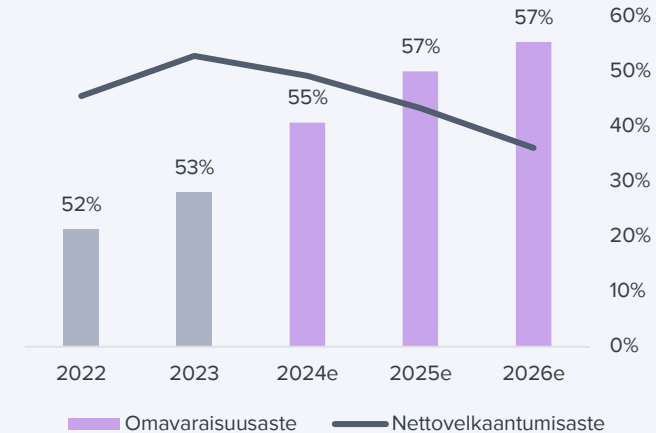
laskevilla nettorahoituskuluilla odotamme operatiivisen tuloskasvun valuvan tehokkaasti alariville, minkä ansiosta vuoden 2026 osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,16 euroa osakkeelta. Ennustamme yhtiön palaavan osingonmaksajaksi vuoden 2026 tuloksesta, kun myös yhtiön velkaantuneisuus on laskenut kohtuulliselle tasolle (2026e nettovelka/käyttökate 2,8x).

## Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan pitkän aikavälin ennusteissamme vuosina 2027-2034 noin 2%:n vuosivauhtia, mikä on hieman kotimaan talouden pitkän aikavälin kasvuvauhtia korkeampi ennuste. Siten kasvuennuste sisältää odotuksia lievästä rakenteellisesta kasvusta myös pitkässä juoksussa. Pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme on 5 %:ssa, mikä on alle yhtiön tavoitetaso myös vuonna 2028. Tämä on toisaalta korkeampi taso kuin edellisen viiden vuoden keskimääräinen taso (2019-2023 keskiarvo 3,9 %). Ennuste vastaa käyttökateen tasolla 7,5 %:n marginaalia, mikä on toimialan kontekstissa mielestämme tyydyttävä taso.

Pitkän aikavälin ennusteiden luotettavuutta heikentää olennaisesti etenkin kysynnän yhteys suhdannekehitykseen, jonka ennustaminen on hyvin hankalaa. Lisäksi vaikeiden viime vuosien jälkeen yhtiön kannattavuuspotentiaalın arvioiminen on hyvin haastavaa. Siten pidemmän aikavälin ennusteidemme rooli onkin pääasiassa toimia kassavirtamallimme perustana.

## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet

<b>Tuloslaskelma</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24</b>	<b>Q2'24</b>	<b>Q3'24e</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Liikevaihto</b>	<b>248</b>	<b>52,7</b>	<b>58,1</b>	<b>56,1</b>	<b>52,1</b>	<b>219</b>	<b>41,5</b>	<b>45,8</b>	<b>48,7</b>	<b>49,5</b>	<b>185</b>	<b>194</b>	<b>208</b>	<b>214</b>
Henkilöstöpalvelut	0,0	45	50	50	43	188	34	38	43	40	154	162	174	179
Asiantuntijapalvelut	0,0	7,4	8,1	6,0	9,5	31,0	8,0	8,0	6,0	9,8	31,8	32,7	34,0	35,4
Yhteiset toiminnot ja elim.	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Käyttökate</b>	<b>18,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,6</b>	<b>14,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>11,0</b>	<b>13,6</b>	<b>15,4</b>	<b>16,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-8,2	-2,1	-2,0	-2,1	-4,3	-10,5	-1,8	-1,8	-1,8	-2,0	-7,4	-7,8	-7,6	-7,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>11,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>4,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>3,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>10,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>4,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>3,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-2,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,8	-2,6	-2,7	-2,3	-2,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>9,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>5,5</b>	<b>7,0</b>
Verot	-1,7	-0,2	-0,1	-0,3	0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-1,1	-1,4
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Nettotulos</b>	<b>7,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>4,0</b>	<b>5,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,33</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>0,16</b>	<b>0,21</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,29</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>0,16</b>	<b>0,21</b>

<b>Tunnusluvut</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24</b>	<b>Q2'24</b>	<b>Q3'24e</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	21,7 %	3,5 %	-13,4 %	-16,8 %	-16,3 %	-11,6 %	-21,3 %	-21,2 %	-13,2 %	-5,0 %	-15,3 %	4,6 %	7,2 %	3,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	2,7 %	173,5 %	-48,2 %	-51,3 %	-118,7 %	-63,4 %	-63,4 %	-46 %	-40,4 %	-270 %	-10,2 %	60,7 %	34,0 %	15,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	7,3 %	6,5 %	5,4 %	7,8 %	6,867 %	6,6 %	5,5 %	5,2 %	6,5 %	6,4 %	5,9 %	7,0 %	7,4 %	7,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	4,4 %	2,5 %	1,9 %	4,1 %	-1,3 %	1,8 %	1,2 %	1,3 %	2,8 %	2,4 %	2,0 %	3,0 %	3,8 %	4,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,9 %	1,0 %	0,4 %	2,2 %	-2,6 %	0,3 %	0,6 %	-0,3 %	1,0 %	0,7 %	0,5 %	1,1 %	1,9 %	2,4 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Sijoitusprofiili on muuttunut viime aikaisten haasteiden myötä

Näkemyksemme mukaan Eezyn sijoitusprofiili on muuttunut aiemmasta kasvuyhtiöprofiilista jossain määrin käänneyhtiöksi. Tämän taustalla on se, että koronapandemian aiheuttamien kysynnän vaihtelujen sekä sen jälkeisen Suomen talouden taantumien myötä yhtiön kannattavuus on heikentynyt selvästi, vaikkakin yhtiö on pysynyt yhä voitollisena.

Eezyn liiketoimintamallin kassavirtaprofiili on hyvä, mikä antaisi edellytykset aktiiviseen pääoman uudelleenallokointiin. Tällä hetkellä yhtiön operatiivinen tulos on kuitenkin vaisulla tasolla ja pääoman allokointimahdollisuuksia heikentää myös korkean velkaantuneisuuden myötä suuret nettoraohituskulut. Näin ollen velkaantuneisuuden lasku onkin mielestämme lyhyellä tähtäimellä keskeinen prioriteetti ja muita pääoman allokoinnin vaihtoehtoja (osingot ja yritysostot) ovat ajankohtaisia vasta keskipitkällä aikavälillä.

## Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

**Markkinan kasvu:** Eezyn kasvun pohja muodostuu yli ajan kasvavasta markkinasta. Suhdanneriippuvuudesta johtuen markkina voi myös supistua lyhyellä tähtäimellä, mutta arviomme mukaan markkinan pitkän aikavälin kasvua tukee BKT:n kasvun lisäksi rakenteellinen kasvu. Rakenteellisen kasvun taustalla on mm. työmarkkinoiden murros ja työnantajien toimintatapojen muutokset.

**Kannattavuusparannus:** näkemyksemme mukaan yhtiön kannattavuudessa tulisi olla tuntuva nousuvaraa, kunhan yhtiö saa liikevaihtonsa käännettyä kasvuun. Kannattavuusparannuksen

ajureina toimii arviomme mukaan liikevaihdon kasvun lisäksi myös tehdyt tehostustoimet. Lisäksi arviomme mukaan uuden toiminnanohjausjärjestelmän myötä aiempaa tehokkaammat henkilöstövuokrauksen prosessit vahvistavat kannattavuusparannuksen potentiaalia.

**Asiantuntijapalveluiden kasvu:** näkemyksemme mukaan Asiantuntijapalveluilla on merkittävää kasvupotentiaalia konsernin nykyisissä asiakkaissa, mikäli yhtiö onnistuu vahvistamaan ristiinmyyntiä ja kasvattamaan useita palveluita yhtiöltä samaan aikaan ostavien asiakkaiden lukumäärää. Näiden palveluiden korkeamman kannattavuuden ansiosta Asiantuntijapalveluiden kasvulla olisi myös positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen.

**Työmarkkinoiden joustavoittaminen:** Suomen työmarkkinoiden sääntelyn keventäminen arviomme mukaan lisäisi työvoiman liikkuvuutta ja vähentäisi työmarkkinoiden kohtaanto-ongelmaa. Nämä tekijät todennäköisesti tukisivat henkilöstöpalvelualan kasvupotentiaalia, mutta muutoksia lainsäädännössä edellyttävät tekijät tyypillisesti etenevät hitaasti ja vaihteittain. Siten mielestämme tämänkaltaisten muutosten vaikutukset myönteiset vaikutukset realisoituisivat todennäköisesti pitkässä juoksussa ja asteittain.

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

**Toimialan suhdanneherkkyys:** liiketoiminnan suhdanneherkkyys on mielestämme keskeisin yhtiön vaikutusvallan ulkopuolella oleva riski, mitä osin kasvattaa Suomen vientivetoinen kansantalous, joka on riippuvainen globaalin talouden kehityksestä.

**Työvoiman saatavuus:** työvoiman saatavuushaasteet ja kohtaanto-ongelmat ovat arviomme mukaan jossain määrin rajoittaneet alan kasvua etenkin korkeasuhteissa.

**Velkaantuneisuus:** velkaantuneisuus on korkealla ja nostaa osakkeen riskitasoa, etenkin nyt kun yhtiön tulostaso on vaisu.

**Kilpailun kiristyminen:** henkilöstöpalvelualalla alalle tulon kynnys on mielestämme hyvin matala eikä merkittäviä erikoistumiskelijöitä ole löydettävissä. Siten kilpailutilanteen voidaan arviomme mukaan odottaa pysyvän alan konsolidaatiosta huolimatta kireänä. Kilpailun osalta keskeisimpänä pitkän aikavälin riskinä pidämme sen mahdollista heijastumista nykyistä voimakkaammin toimijoiden hinnoitteluun. Lyhyellä tähtäimellä keskeisimpänä riskinä näemme taas Wulff Worksille toteutuneet toimihenkilöiden siirtymiset ja sen voimakkaan kasvuhakuisuuden.

**Yrityskauppariskit:** epäorganiseen kasvuun liittyy aina tiettyjä riskejä, sillä esimerkiksi yritysostojen haltuunotto ja toiminnan tehostaminen saattavat epäonnistua tai ostettavasta kohteesta voidaan maksaa liian korkea hinta.

**Sääntelyyn liittyvät riskit:** mahdollisuuksien lisäksi lainsäädäntö muodostaa etenkin henkilöstövuokraukselle riskin, kun esimerkiksi joillain aloilla rajoitetaan vuokratyövoiman käyttöä. Sääntelyn lisäämisen riskin lisäksi jo nyt lukuisten erilaisten työehtosopimusten soveltaminen aiheuttaa alan toimijoille merkittävää hallinnollista taakkaa ja sitä kautta lisää kustannuksia.



# Sijoitusprofiili

1.

Markkinoiden pitkän aikavälin kasvu

2.

Suhdanneherkkyyden tuomat kysyntävaihtelut

3.

Kannattavuusparannus- ja ristiinmyyntipotentiali

4.

Taseen velkaantuneisuus on koholla

5.

Kilpailutilanteeseen ja hinnoitteluun liittyvät riskit

## Potentiaali



- Markkinan pitkän aikavälin rakenteellinen ja BKT-vetoinen kasvu
- Yhtiöllä tulisi olla edellytykset selkeään kannattavuusparannukseen liikevaihdon kasvun myötä
- Nykyisessä asiakaskunnassa tuntuvaa potentiaalia ristiinmyynnille
- Jäykkien työmarkkinoiden sääntelyn keventyminen voisi vauhdittaa toimialan kasvua

## Riskit



- Suhdanneherkkyyden ansiosta kokonaismarkkina voi myös supistua
- Kilpailutilanteen kiristyminen, joka voi myös johtaa hintakilpailuun pitkällä aikavälillä
- Yritysjärjestelyjen epäonnistumisen riski
- Taseen velkaantuneisuus on selkeästi epämuukavuusalueella ja kohottaa riskitasoa

# Arvonmääritys 1/2

## Arvonmäärityksen perusta

Eezyn arvonmäärityksemme perustuu tulospohjaisista kertoimista taserakenteen huomioivaan EV/EBITDA-kertoimeen ja suhteessa operatiiviseen tulokseen korkeiden nettoraioituskustannuksien rasituksen huomioivaan P/E-kertoimeen. Absoluuttisten kertoimien lisäksi tarkastelemme arvostusta verrokkiryhmän kertoimien kautta, joskaan eri markkinoilla ja erilaisilla liiketoimintarakenteilla operoivat kansainväliset verrokkiyhtiöt eivät mielestämme muodosta Eezyllä erityisen hyvää verrokkiryhmää, eikä niiden arvostus mielestämme toimi osakkeen ajurina suuntaan tai toiseen. Käytämme arvonmäärityksen viitekehyksen haarukoinnissa myös kassavirtalaskelmaa, mutta on muistettava, että se on varsin herkkä parametrien muutokselle. Tämän takia sen soveltuvuus suhdanneherkän liiketoiminnan arvonmääritykseen on keskimääräistä heikompi.

Toimialan suhdanneriippuvuus huomioiden pidämme Eezyn osakkeen perusteltua arvostustasoa pörssin keskimääräistä tasoa matalampana. Lisäksi yhtiön koholla olevat taseriskit huomioiden on osakkeen perusteltu tuottovaatimus mielestämme nyt pitkän aikavälin tasoa korkeammalla. Tätä taustaa vasten Eezyn osaketta on mielestämme perusteltua hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioon ottaen karkeasti EV/EBITDA-kertoimella 5-7x ja vastaavasti P/E-kertoimella 8-10x. Näissä arvostuskertoimissa voisi mielestämme olla nousuvaraa, jos yhtiö onnistuisi vahvistamaan tasettaan. Tämä mahdollistaisi sen, että hyvä operatiivinen tulos valuisi tehokkaammin nettotulokseen ja myös yhtiön vapaa rahavirta olisi vahvempi.

## Absoluuttiset arvostuskertoimet

Kuluvan vuoden heikolla tuloksella osakkeen arvostus on varsin korkea, sillä ennusteidemme mukaiset P/E- ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 37x ja 8x. Selkeä tulosparannuksen sisältävien ennusteidemme mukaiset vuosien 2025 ja 2026 EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 6x ja 5x ja vastaavat P/E-kertoimet ovat noin 16x ja 9x. Ensi vuoden arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena melko neutraalit, mutta tulospohjaisen arvostuksen nousuvaraa joudutaan hakemaan aina vuoden 2026 arvostuskertoimista. Tästä muodostuva vuotuinen tuotto-odotus ei kuitenkaan muodostu houkuttelevaksi, joten absoluuttisten arvostuskertoimien pohjalta osake on mielestämme täyteen hinnoiteltu.

## Suhteellinen arvostus ja verrokkit

Olemme koonneet Eezylle kansainvälisistä verrokeista koostuvan verrokkiryhmän, jossa suurimmat toimijat, kuten Randstad, Manpower ja Adecco, ovat maailmanlaajuisesti toimivia henkilöstöpalvelualan yhtiöitä. Siten verrokkiryhmän toimijat toimivat eri markkinoilla ja Suomen markkina muodostaa niiden toiminnalle vain pienen ajurin. Lisäksi niiden palvelutarjonta voi erota jossain määrin Eezyn vastaavasta. Tätä kautta toimijoiden kasvuvauhti ja kannattavuuspotentiaali ovat erilaisia.

Verrokkien vuoden 2024 mediaani P/E-kerroin 14x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin on 8x. Operatiivisen tuloksen pohjalta Eezy arvostetaan hyvin pienellä alennuksella suhteessa verrokkeihin, mutta korkokustannusten merkittävän rasituksen vuoksi nettotulospohjaisesti osake arvostetaan merkittäväällä preemiolla suhteessa verrokkeihinsa.

## Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	1,36	1,36	1,36
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	25,0	25,0	25,0
<b>Markkina-arvo</b>	34	34	34
<b>Yritysarvo (EV)</b>	90	85	78
<b>P/E (oik.)</b>	36,8	16,0	8,6
<b>P/E</b>	36,8	16,0	8,6
<b>P/B</b>	0,3	0,3	0,3
<b>P/S</b>	0,2	0,2	0,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,5	0,4	0,4
<b>EV/EBITDA</b>	8,2	6,2	5,1
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	24,9	14,6	10,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	0,0 %	0,0 %	37,9 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	4,4 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/2

Tämä verrokkiarvostuksen kokonaiskuva ei muutu merkittävästi myöskään vuoden 2025 ennusteilla, joten suhteellisen arvostuksen perusteella osake ei mielestämme näytä erityisen väärin hinnoitellulta.

## Kassavirtalaskelma (DCF-malli)

Kassavirtalaskelmamme Eezyn osakkeelle indikoima arvo on 1,6 euroa osakkeelta. Siten pitkän tähtäimen potentiaalia painottava kassavirtalaskelmamme indikoi osakkeeseen selvää nousuvaraa nykytasolta. Huomioitavaa on kuitenkin sen herkkyys ennusteparametrien muutokselle. Esimerkiksi terminaalikannattavuuden laskeminen %-yksiköllä 4 %:iin laskee arvon 1,2 euroon osakkeelta. Viime vuosien heikon jakson jälkeen yhtiön pitkän aikavälin kestävän kannattavuustason arviointi on haastavaa, minkä takia suhtaudumme kassavirtamalliin varauksella. Olemme kuitenkin kompensoineet korkeita ennuste- ja taseriskejä korkealla pääoman kustannuksella, sillä mallissamme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC-%) on 10,6 % ja oman pääoman kustannus on 12,3 %.

## Kokonaistuotto-odotus

Ennustamme Eezyn lähivuosien operatiivisen tuloksen kasvun olevan liikevaihdon kasvun ja maltillisen kannattavuusparannuksen ansiosta voimakasta lähivuosina (CAGR-% Q2'24 – 2026 noin 15 %), mikä tukee tuotto-odotusta huomattavasti.

Eezyn lähivuosien osinkotuotto on ennusteillamme nollassa, sillä odotamme yhtiön pidättäytyvän osingon maksusta vuosilta 2024-2025. Näin ollen tuotto-odotus saa tukea vasta vuoden 2026 osinkotuotosta, jonka odotamme kohoavan 5 %:iin.

Eezyn osakkeen tuotto-odotuksen ajurina toimii arviomme mukaan lähivuosina odottamamme operatiivisen tuloksen voimakas kasvu. Tämä tuloskasvu painaa arvostuskertoimia selvästi, minkä ansiosta vuoden 2026 ennusteillamme arvostus kääntyy maltillisen puoleiseksi. Vuoden 2026 arvostuksen nousuvara ei kuitenkaan kohota keskipitkän aikavälin tuotto-odotusta houkuttelevaksi, eikä tätä kokonaiskuva myöskään muuta vuoden 2026 ennustettu hyvä osinkotuotto.

## Sijoitusnäkemys ja käypä arvo

Lähivuosien tulosparannusta odottavilla ennusteillamme Eezyn osake on mielestämme pitkälti oikein hinnoiteltu. Odottamaamme parempi tuotto-odotus mielestämme vaatisikin lähivuosien tulosennusteidemme ylitystä, mihin avain on taas nähdäksemme ennusteitamme voimakkaampi liikevaihdon kasvu. Tämä voisi tapahtua, mikäli talouskäänte tapahtuisi nopeasti sekä voimalla ja yhtiö ottaisi jälleen markkinaosuutta. Lyhyellä tähtäimellä selkeitä negatiivisia riskejä taas ovat korkea velkaantuneisuus, liikevaihdon merkittävä lasku ja kiristynyt kilpailutilanne. Näiden tekijöiden vuoksi pääomituksen tarvetta ei mielestämme voi poissulkea, ja tällaisessa skenaariossa osakkeessa olisi selvää laskuvaraa.

Edellä mainituista tekijöistä johtuen osakkeelle on vaikea haarukoida erityisen tarkkaa käyvän arvonhaarukkaa. Edellä esiteltujen arvonmääritysmenetelmien pohjalta olemmekin haarukoineet 1-1,6 euron käyvän arvon haarukan, joka pohjautuu lähivuosien ennustettuun tulosparannukseen.

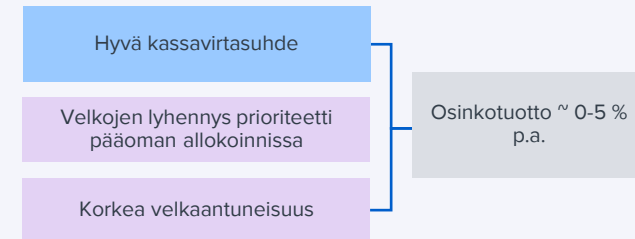
## Osaketuoton ajurit Q2'24 (LTM)-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

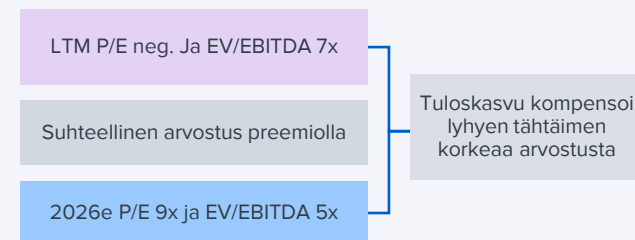
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuksen ajurit

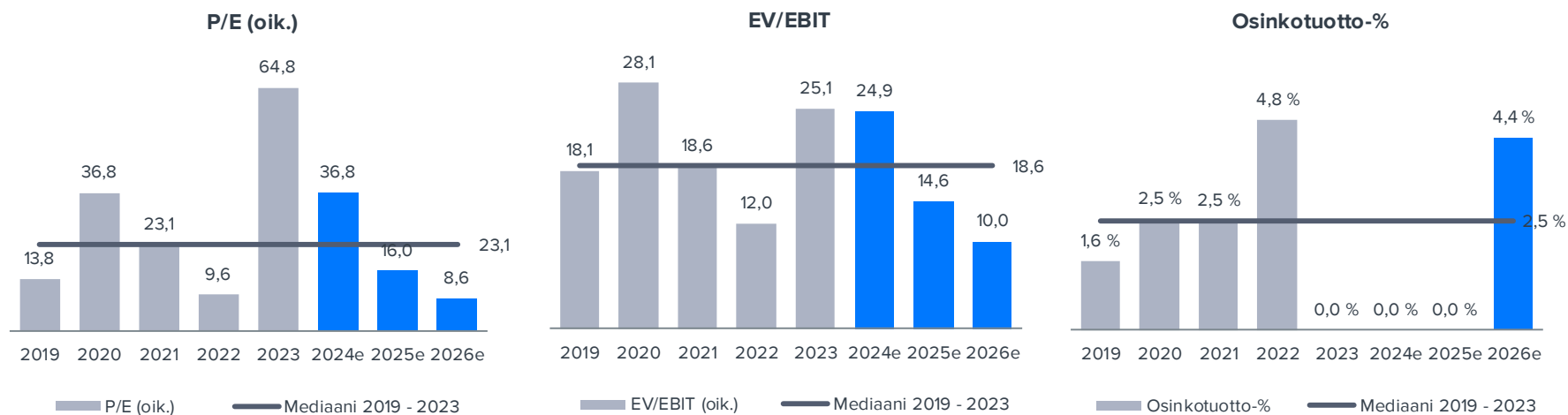


Tuotto/riski-suhde on mielestämme tasapainossa

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	6,35	5,90	5,98	3,12	1,67	1,36	1,36	1,36	1,36
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	24,8	24,8	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	158	147	149	78	42	34	34	34	34
Yritysarvo (EV)	213	193	200	132	101	90	85	78	72
P/E (oik.)	13,8	36,8	23,1	9,6	64,8	36,8	16,0	8,6	6,6
P/E	25,3	54,7	19,7	10,9	64,8	36,8	16,0	8,6	6,6
P/B	1,6	1,5	1,4	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/S	0,9	0,8	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	1,3	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	18,6	14,3	10,2	7,3	7,0	8,2	6,2	5,1	4,5
EV/EBIT (oik.)	18,1	28,1	18,6	12,0	25,1	24,9	14,6	10,0	8,1
Osinko/tulos (%)	54,3 %	139,1 %	49,5 %	52,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	37,9 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,5 %	2,5 %	4,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,4 %	4,6 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Manpowergroup Inc	3058	3635	10,5	8,5	8,5	7,2	0,2	0,2	14,6	11,6	4,1	4,2	1,6
Cross Country Healthcare Inc	432	381	22,9	12,0	7,9	7,1	0,3	0,3	27,3	20,1			1,1
Adecco Group	4866	7917	10,7	9,1	8,3	7,3	0,3	0,3	10,3	8,6	8,8	8,8	1,3
Staffline Group	58	74	6,2	5,4	4,3	3,8	0,1	0,1	11,3	9,0			
BGSF Inc	74	120	23,1	10,3	8,8	6,1	0,5	0,4	124,7	13,4	8,0		
TrueBlue Inc	206	188			114,4	8,6	0,1	0,1		127,7			0,5
Hays Plc	1702	1847	15,4	15,2	9,4	9,3	0,2	0,3	21,6	22,6	3,2	3,5	2,4
Sthree Plc	634	560	7,2	6,9	5,6	5,5	0,3	0,3	11,0	10,7	3,9	4,0	2,2
Groupe Crit SA	684	364	3,3	2,8	2,4	2,1	0,1	0,1	8,5	7,3	1,9	2,1	0,8
Randstad	7642	9214	12,3	10,0	8,9	7,6	0,4	0,4	13,9	11,3	4,9	6,0	1,7
<b>Eezy (Inderes)</b>	<b>34</b>	<b>90</b>	<b>24,9</b>	<b>14,6</b>	<b>8,2</b>	<b>6,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>36,8</b>	<b>16,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,4</b>	<b>0,3</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,4</b>	<b>8,9</b>	<b>17,9</b>	<b>6,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>27,0</b>	<b>24,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>1,4</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,7</b>	<b>9,1</b>	<b>8,4</b>	<b>7,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>13,9</b>	<b>11,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>1,5</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>			<b>133 %</b>	<b>60 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>83 %</b>	<b>59 %</b>	<b>166 %</b>	<b>39 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>7 %</b>	<b>-78 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	203,4	247,6	219,0	185,4	194,0	EPS (raportoitu)	0,30	0,29	0,03	0,04	0,09
Käyttökate	19,5	18,2	14,5	11,0	13,6	EPS (oikaistu)	0,26	0,33	0,03	0,04	0,09
Liikevoitto	11,8	10,0	4,0	3,6	5,8	Operat. kassavirta / osake	0,31	0,67	0,40	0,43	0,52
Voitto ennen veroja	10,3	9,1	1,4	1,1	3,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,01	-0,02	-0,01	0,21	0,30
Nettovoitto	7,5	7,2	0,6	0,9	2,1	Omapääoma / osake	4,27	4,37	4,24	4,27	4,36
Kertaluontoiset erät	1,1	-1,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,15	0,15	0,00	0,00	0,00
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	206,8	216,7	206,7	201,8	201,5	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	22 %	-12 %	-15 %	5 %
Oma pääoma	109,1	113,1	109,9	111,2	113,8	Käyttökateen kasvu-%	44 %	-7 %	-20 %	-24 %	24 %
Liikearvo	134,1	141,7	141,7	141,7	141,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	56 %	3 %	-63 %	-10 %	61 %
Nettovelat	46,7	51,5	58,0	54,7	49,3	EPS oik. kasvu-%	62 %	26 %	-92 %	44 %	130 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	9,6 %	7,3 %	6,6 %	5,9 %	7,0 %
Käyttökate	19,5	18,2	14,5	11,0	13,6	Oik. Liikevoitto-%	5,3 %	4,4 %	1,8 %	2,0 %	3,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-9,0	0,8	-3,0	0,1	0,6	Liikevoitto-%	5,8 %	4,0 %	1,8 %	2,0 %	3,0 %
Operatiivinen kassavirta	7,7	16,7	9,9	10,6	13,0	ROE-%	7,3 %	6,6 %	0,6 %	0,9 %	2,0 %
Investoinnit	-9,8	-16,2	-9,2	-5,5	-5,5	ROI-%	7,3 %	6,0 %	2,4 %	2,1 %	3,5 %
Vapaa kassavirta	-0,2	-0,5	-0,3	5,1	7,5	Omavaraisuusaste	52,8 %	52,2 %	53,2 %	55,1 %	56,5 %
						Nettovelkaantumisaste	42,8 %	45,5 %	52,8 %	49,2 %	43,3 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	1,0	0,5	0,5	0,5	0,4						
EV/EBITDA	10,2	7,3	7,0	8,2	6,2						
EV/EBIT (oik.)	18,6	12,0	25,1	24,9	14,6						
P/E (oik.)	23,1	9,6	64,8	36,8	16,0						
P/B	1,4	0,7	0,4	0,3	0,3						
Osinkotuotto-%	2,5 %	4,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

# DCF-laskelma

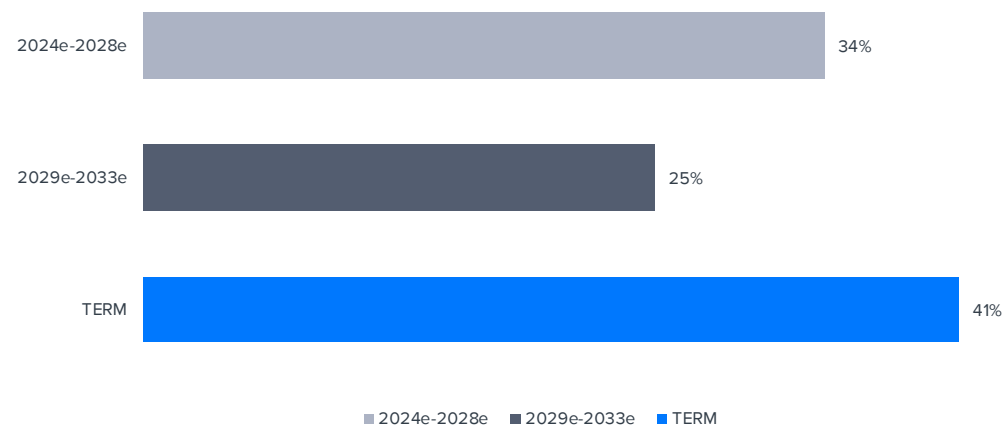
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Liikevaihdon kasvu-%	-11,6 %	-15,3 %	4,6 %	7,2 %	3,1%	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,8 %	2,0 %	3,0 %	3,8 %	4,2 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>	<b>10,9</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>	<b>11,8</b>	<b>12,1</b>	<b>12,3</b>	<b>12,6</b>
+ Kokonaispoistot	10,5	7,4	7,8	7,6	7,1	7,0	6,6	6,2	5,9	5,9	5,9	5,8	5,9
- Maksetut verot	-1,4	-0,1	-0,6	-1,1	-1,4	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
+ 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	-3,0	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,9</b>	<b>10,6</b>	<b>13,0</b>	<b>14,2</b>	<b>14,4</b>	<b>15,8</b>	<b>15,6</b>	<b>15,4</b>	<b>15,3</b>	<b>15,5</b>	<b>15,7</b>	<b>15,7</b>	<b>16,0</b>
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoinvestoinnit	-9,2	-5,5	-5,5	-5,6	-5,6	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	-5,9	-5,9	-6,1
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,3</b>	<b>5,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,8</b>	<b>10,2</b>	<b>9,9</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>9,7</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,9</b>
+/- Muut	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
Vapaa kassavirta	-0,3	5,1	7,5	8,6	8,8	10,2	9,9	9,7	9,5	9,7	9,8	9,8	9,9
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>5,0</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		99,0	94,0	87,4	80,6	74,3	67,7	61,9	56,7	52,2	48,0	44,1	40,7
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>99,0</b>											
- Korolliset velat		-59											
+ Rahavarat		1,3											
-Vähemmistöosuus		-1,3											
-Osinko/pääomapalautus		0,0											
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>39,7</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,6</b>											

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,8
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,20 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>12,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,6 %</b>

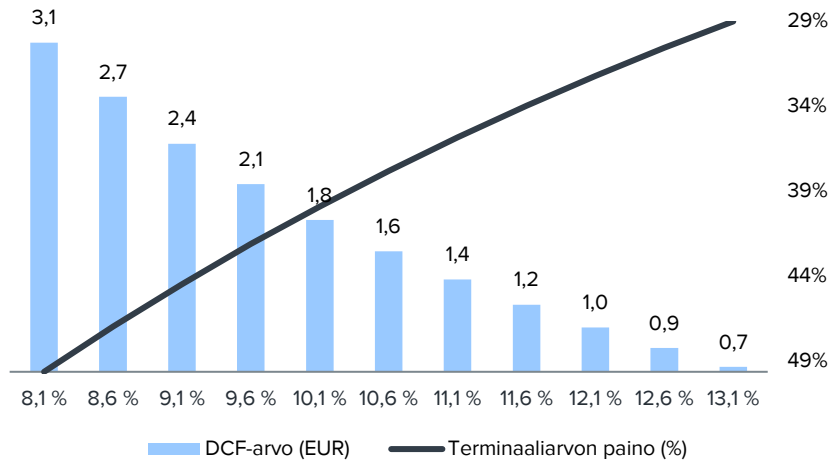
Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

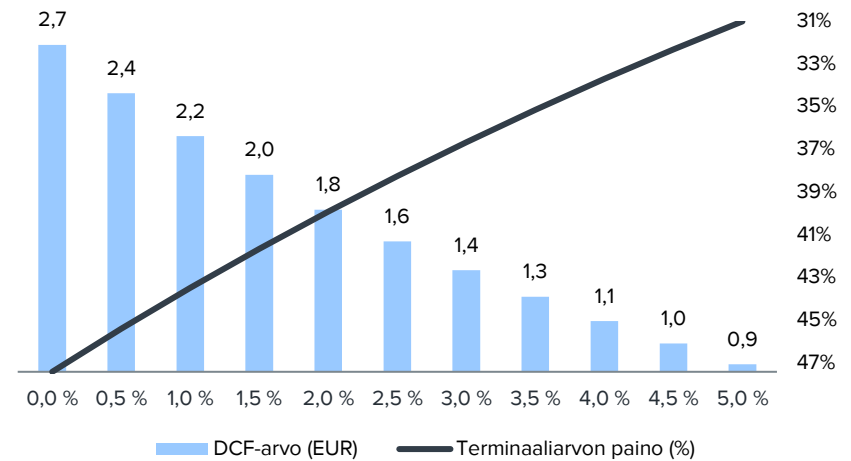


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

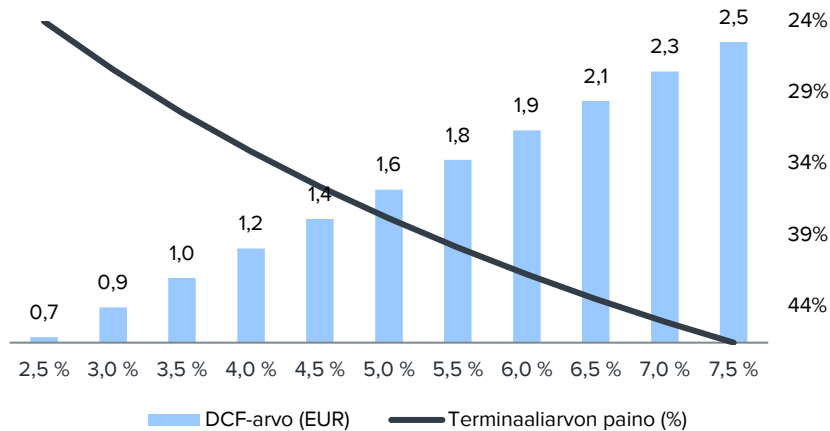
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



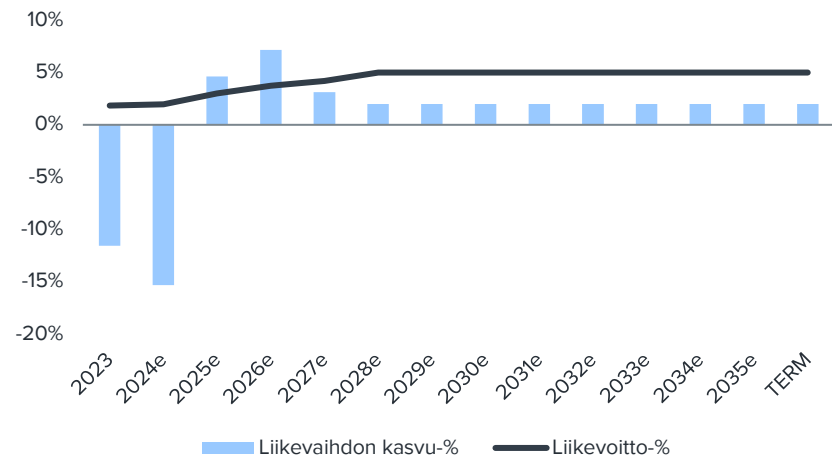
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.



# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>177</b>	<b>176</b>	<b>174</b>	<b>171</b>	<b>169</b>
Liikearvo	142	142	142	142	142
Aineettomat hyödykkeet	28	24	22	21	20
Käyttöomaisuus	6	8	7	6	5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	2,0	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>39</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>37</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Myyntisaamiset	33	30	25	26	28
Likvidit varat	6	1	3	4	8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>217</b>	<b>207</b>	<b>202</b>	<b>202</b>	<b>206</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>113</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>114</b>	<b>118</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,5	-1,8	-0,9	1,2	5,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	108	108	108	108	108
Vähemmistöosuus	3,6	3,8	4,2	4,6	5,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>56</b>	<b>52</b>	<b>50</b>
Laskennalliset verovelat	4,9	3,8	4	4	4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	51	54	52	48	46
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>47</b>	<b>39</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>38</b>
Korolliset velat	6,7	5,5	6	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	39	33	29	30	33
Muut lyhytaikaiset velat	2	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>217</b>	<b>207</b>	<b>202</b>	<b>202</b>	<b>206</b>

# Ilmastotavoite ja taksonomia

Eezyn tulkinnan mukaan mikään sen liiketoiminnoista ei ole raportoitavien taksonomiatoimialojen piirissä, joten sen liikevaihdosta, operatiivisista kuluista tai investoinneista ei ole taksonomiakelpoisia tai -mukaisia.

Taksonomiaprosenteilla ei myöskään ole edellytyksiä lähivuosina nousta, mikäli taksonomian tulevat määritelmät eivät sisällä merkittävää osaa yhtiön ulkoista liikevaihtoa muodostavista palveluista. Emme usko, että nollatason taksonomiaprosentit aiheuttavat välittömiä nousupaineita esimerkiksi Eezyn rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai aiheuttaa muita haasteita yhtiön liiketoimintaan.

## Liiketoimintoihin liittyy poliittinen elementti

Eezyn liiketoimintaan liittyy mielestämme tietty poliittinen riski (positiivinen ja negatiivinen), sillä yhtiö toimii työllisyyspalveluiden alalla sekä Henkilöstöpalvelut että Asiantuntijapalvelut-segmentissä. Ala on vahvasti säännelty ja lainsäädännön muutoksilla yhtiön kotimarkkinoilla eli Suomessa voi olla merkittävääkin vaikutusta sen liiketoimintaan.

## Yhtiö vasta työstää ympäristöraportointia

Eezyllä on vuonna 2021 vahvistettu ympäristöpolitiikka, jonka tavoitteena on kehittää ja tehostaa ympäristömyönteistä toimintaa yhtiössä. Yhtiöllä ei kuitenkaan ole tavanomaista raportointia esimerkiksi sen liiketoiminnan aiheuttamista päästöistä, eikä yhtiöllä ole asetettua ilmastotavoitetta. Eezyn omien toimihenkilöiden lisäksi ympäristö- ja ilmastovaikutuksia syntyy vuokratyöntekijöiden työmatkustamisesta, mutta kokonaisuutena emme näe liiketoimintaa erityisen päästöintensiivisenä. Yhtiö

on myös sitoutunut selvittämään oman toimintansa ja arvoketjunsä ilmasto- ja ympäristövaikutukset strategiakaudella 2024-2028. Yhtiö myös tulee tähtäämään Pariisin ilmastositoumuksen mukaisiin ilmastotavoitteisiin oman toimintansa osalta strategiakauden aikana. Eezyn toimialan luonteen vuoksi emme myöskään toistaiseksi näe, että päästövähennykset olisivat yhtä oleellisia kuin energiantensiivisimmillä toimialoilla.

Taksonomiakelpoisuus	2022*	2023
Liikevaihto	0,0 %	0 %
OPEX	0,0 %	0 %
CAPEX	0,0 %	0 %

Taksonomian mukaisuus	2022*	2023
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

## Ilmasto

Ilmastotavoite	Ei	Ei
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

\*luvut eivät ole vertailukelpoisia taksonomiakelpoisuudesta johtuen.

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.11.2022	Vähennä	4,00 €	3,70 €
22.11.2022	Vähennä	3,70 €	3,54 €
17.2.2023	Lisää	3,70 €	3,35 €
10.5.2023	Vähennä	3,70 €	3,46 €
4.8.2023	Lisää	3,20 €	2,78 €
9.8.2023	Lisää	2,60 €	2,30 €
4.10.2023	Vähennä	2,30 €	2,22 €
8.11.2023	Vähennä	2,00 €	1,85 €
15.1.2024	Vähennä	1,80 €	1,66 €
16.2.2024	Vähennä	1,50 €	1,38 €
7.5.2024	Vähennä	1,35 €	1,30 €
6.8.2024	Vähennä	1,20 €	1,29 €
2.9.2024	Vähennä	1,20 €	1,24 €
16.9.2024	Vähennä	1,30 €	1,36 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**