

# Enersense

Yhtiöraportti

07/2019

# Edellytykset kannattavuuskäänteelle paikallaan

Odotamme Enersenseltä kannattavuuskäännettä vuonna 2019 Ranskan suurprojektin ylösajon myötä. Arviomme mukaan käänne painottuu loppuvuoteen ylösajon osuttua H1:lle. Odottamaamme tuloskäänteeseen suhteutettuna lyhyen tähtäimen arvostus on tulos pohjaisesti korkea, mutta painuu maltillisiksi ensi vuoteen katsottaessa. Tuloskäänteeseen liittyvän korkean epävarmuuden vuoksi emme kuitenkaan ole valmis nojaamaan vuoden 2020 arvostuskertoimiin tässä vaiheessa. Näin ollen toistamme Enersensen 2,0 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme.

## Teollisuuden resurssienhallinnan asiantuntija

Enersense on teollisuuden projektihallinnan, -resursoinnin ja -tuotannon optimointiin keskittynyt yritys, jonka päätoimialat ovat energia-, rakennus- ja telakkateollisuus. Yhtiön ydinliiketoimintaa on tarjota projekteihin työvoimaa, joita yhtiö rekrytoi omille palkkalistoille ja välittää asiakkaiden projekteihin. Lisäksi yhtiö rakentaa asiakkaille teräsrakenteita ja tuottaa niiden pintakäsittelyä sekä myy E-Sense-palvelua projektien hallintaan. Vuoden 2018 lopulla tehty Väräämö-yrityskauppa kasvatti perinteisen henkilöstövuokrauksen painopistettä yhtiön liiketoiminnassa, sillä ostettu liiketoiminta keskittyy rakentamisen ja teollisuuden henkilöstövuokraukseen Suomessa.

## Strategiana kasvu orgaanisesti ja yritysostojen kautta

Enersensen strategiana on kasvaa orgaanisesti sekä epäorgaanisesti yritysostoilla. Epäorgaanisia kasvumahdollisuuksia heikentää niukka liikkumavara taseessa, eikä myöskään osakkeen käyttäminen maksuvälineenä nykyisellä arvostuksella ole mielestämme houkuttelevaa. Yhtiö rakensi pohjaa orgaaniselle kansainväliselle kasvulle vuonna 2018 perustamalla tytäryhtiöt Saksaan, Ranskaan ja Turkkiin. Ranskassa yhtiö on arviomme mukaan saanut suuren ydinvoimaprojektin täyteen lentokorkeuteen H1:n lopulla, mikä kompensoi edelleen alasajovaiheessa olevan OL3-projektin liikevaihdon laskua ja mahdollistaa kannattavuuskäänteen. Projektin kestoon liittyy kuitenkin epävarmuutta vuoden 2019 yli katsottaessa ja muista kansainvälisistä avauksista konkretia on vielä melko vähäistä. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuonna 2019 lähes 29 % 61 MEUR:oon pääosin epäorgaanisen kasvun ajamana, mutta kasvun hidastuvan 1,4-2,5 %:iin vuosina 2020-2021. Samalla ajanjaksolla odotamme yhtiön kannattavuuden jäävän selvästi alle tavoitellun keskipitkän aikavälin tason 3,1-4,1 %:iin.

## Tuloskäänteen myötä arvostus painuu kohtuulliseksi, mutta epävarmuus on korkea

Vuosien 2019 ja 2020 P/E-kertoimet ovat 17x ja 12x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 4x. Kuluvan vuoden arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena korkeat, mutta arvostus painuu maltillisiksi ensi vuoteen katsottaessa. Mielestämme korkean epävarmuuden vuoksi ensi vuoden kertoimiin ei ole kuitenkaan perusteltua nojata vielä tässä vaiheessa. Liikevaihtopohjainen EV/Liikevaihto-kerroin on matala (0,2x) ja odotuksiamme vahvemman kannattavuusparannuksen myötä osakkeessa olisi selvää nousuvaraa, jota myös pitkän tähtäimen ja kannattavuuskäänteeseen olettaman sisältämä kassavirtamallimme tukee.

## Analytiikko



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

Edellinen: Vähennä



### 2,00 EUR

Edellinen: 2,0 EUR

Osakekurssi: 2,00 EUR

Potentiaali: 0 %

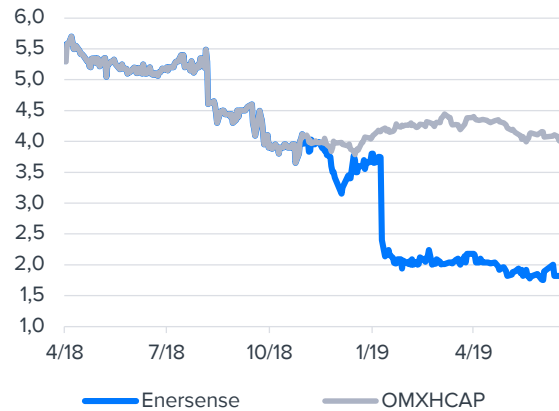
## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	47	61	62	63
<b>kasvu-%</b>	1 %	29 %	2 %	1 %
<b>EBIT oik.</b>	-1,7	1,3	1,8	2,0
<b>EBIT-% oik.</b>	-3,5 %	2,1 %	2,8 %	3,2 %
<b>Nettotulos</b>	-1,9	0,7	1,0	1,3
<b>EPS (oik.)</b>	-0,20	0,12	0,17	0,22

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	16,5	11,5	9,3
<b>P/B</b>	2,1	1,2	1,1	1,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	2,0 %	3,0 %	3,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	8,7	5,8	4,8
<b>EV/EBITDA</b>	neg.	5,9	4,3	3,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,4	0,2	0,2	0,2

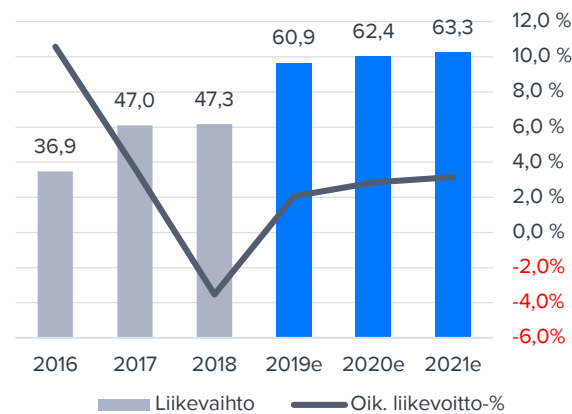
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys



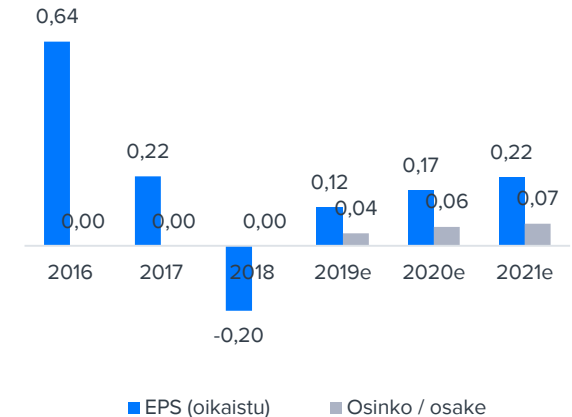
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Yhtiön kannattavuuspotentiaali on selvästi nykytasoa korkeammalla
- Ranskan ja Turkin ydinvoimaprojektien liikevaihtopotentiaali on huomattava
- Kansainvälistymisstrategian onnistuminen
- Värviämön liikevaihdon ja tuloksen kasvu

### Riskitekijät

- Sopimus- ja luottotappioriskit
- Investointivetoisten projektien hidas eteneminen ja korkea epävarmuus
- Ydinvoimaprojektien toteutuminen on osittain riippuvainen poliittisista päätöksistä
- Heikko läpinäkyvyys sopimusrakenteisiin ja projektikannan kehitykseen

### Arvostus

- Lyhyen tähtäimen tulos pohjainen arvostus on korkeahko
- Pidemmälle katsottaessa arvostus painuu maltillisiksi, mutta epävarmuus on korkealla
- Matalan liikevaihtopohjaisen arvostuksen myötä osakkeessa selvää arvonnousupotentiaalia, jos kannattavuus normalisoituu

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys	<b>5-7</b>
Liiketoimintamalli	<b>8-11</b>
Sijoitusprofiili	<b>12-13</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>14-15</b>
Markkinat ja kilpailukenttä	<b>16-19</b>
Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne	<b>20-22</b>
Ennusteet	<b>23-25</b>
Arvonmääritys	<b>26-28</b>
Taulukot	<b>29-32</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>33</b>

# Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys 1/2

## Resurssienhallinnan asiantuntija

Enersense on teollisuuden projektihallinnan, -resursoinnin ja -tuotannon optimointiin erikoistunut rekrytointin ja resurssienhallinnan asiantuntija. Yhtiö fokusoituu teollisuuden projekteihin ja sen päätoimialat ovat energia-, rakennus- ja telakkateollisuus.

Yhtiön ydinliiketoimintana on tarjota teollisuuden projekteihin asiantuntijoita ja työvoimaa, joita yhtiö rekrytoi omille palkkalistoille ja välittää asiakkaiden projekteihin. Näin ollen rekrytointi on merkittävässä osassa yhtiön liiketoiminnassa ja yhtiö edistää houkuttelevuuttaan työnantajana huolehtimalla työntekijöiden hallinnollisista asioista perinteisiä toimijoita enemmän. Tämä lisää yhtiön houkuttelevuutta työnantajana esimerkiksi ulkomaalaisen työvoiman hankinnassa. Henkilöstövuokrauksen painopiste yhtiön liiketoiminnassa kasvoi vuoden 2018 lopussa, kun yhtiö osti henkilöstöpalveluyhtiö Värväämön. Värväämö on etenkin rakennusalalle ja teollisuuteen keskittynyt henkilöstöpalveluyhtiö.

Enersense tekee myös alihankintaa laivanrakennusteollisuudelle, minkä tarkoituksena on tukea ydinliiketoiminnan myyntiä yhdessä E-Sense -palvelun kanssa.

## Liiketoimintarakenne

Enersensen liiketoimintarakenne jakautuu kolmeen toisiaan tukevaan liiketoiminta-alueeseen:

**Resurssit** on yhtiön ydinliiketoimintaa ja muodostaa liikevaihdosta suurimman osan (2018:

78 %). Liiketoiminta-alueen ytimessä on projektien asiantuntija- ja työvoimaresurssit. Resurssit myy projekteihin asiantuntijoita niin projektien suunnitteluun kuin myös turvallisuuden hallintaan, työnvalvontaan, laadunvarmistukseen ja perinteiseen työvoimaan.

Liiketoiminta-alueeseen kuuluu niin asiantuntijataso valkokaulusresurssien kuin myös suorittavan tason sinikaulusresurssien välittäminen. Resurssit harjoittaa henkilöstövuokrausta yhtiön keskeisillä teollisuuden asiakasaloilla. Lisäksi se toteuttaa asiakkaan toimeksiannoista rekrytointiprosessin ja tarjoaa mahdollisuuden kokonaisvaltaisiin ulkoistuksiin mm. laitoshuollon, vartiointin ja varastotyön saralla.

**Suunnittelu ja tuotanto** on teollisuuden alan urakointia ja alihankintaa ja se tarjoaa alihankintaa mm. laivanrakentamiseen, energiateollisuuteen, rakennusteollisuuteen ja öljy- ja kaasuteollisuuteen. Liiketoiminta-alue on erikoistunut pintakäsittely- ja teräsrakennearakointiin ja se tarjoaa tuotannon ja kokoonpanon lisäksi asennuspalveluja. Liiketoiminta-alueen liikevaihto toi 19 % Enersensen vuoden 2018 kokonaisliikevaihdosta.

**Digitaaliset ratkaisut ja palvelut** pitää sisällään E-Sense -palvelun, joka on teollisuus- ja rakennusprojektien hallintaan luotu pilvipalvelu. Käytännössä palvelun avulla voidaan hallita projektien tilaajavastuuta, raportointia, omaisuutta ja harjoittaa kulunvalvontaa. Pienen kokonsa vuoksi (2 % liikevaihdosta 2018) liiketoiminta-

alueen taloudellinen vaikutus on toistaiseksi konsernin mittakaavassa pieni.

## Historiallinen kehitys

Enersensen viiden vuoden keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu (CAGR-%) oli noin 25 % 2013-2017. Ripeän kasvun taustalla oli pääasiassa kasvu kotimaassa ja etenkin yhtiön mittaluokassa huomattavan suuressa Olkiluoto 3 - ydinvoimaprojektissa, joka on yhtiön keskeistä osaamisaluetta.

Kasvu heijastui tarkastelujakson alussa hyvin yhtiön kannattavuuteen (EBITDA-%), joka nousi vuoden 2014 5,7 %:sta 10,9 %:iin vuonna 2016. Vuonna 2017 kannattavuus kuitenkin heikentyi huomattavasti, kun se laski 4,1 %:iin. Kannattavuutta painoi pääasiassa kertaluonteiset kasvupanostukset, kun taas liiketoiminnan pohjakannattavuus säilyi arviomme mukaan kohtuullisella tasolla.

Vuonna 2018 yhtiön kasvu pysähtyi (liikevaihdon kasvu 0,6 %) ja samalla yhtiön tulos painui selvästi tappiolle (2018 käyttökate -1,2 MEUR). Liikevaihdon vaatimattoman kehityksen taustalla oli etenkin Olkiluoto 3 -projektin alasajo. Vuoden 2017 lopussa projekti vastasi vielä noin 2/3 yhtiön liikevaihdosta (karkeasti 30 MEUR), mutta puolittui nopeasti noin 15 MEUR:oon vuoden aikana. Uusien projektien tuoma liikevaihto paikkasi tätä aukkoa, mutta ne eivät riittäneet ylläpitämään vahvaa kasvua eikä Värväämön konsolidointi marraskuusta alkaen ehtinyt olennaisesti tukea vuoden 2018 liikevaihdon kehitystä.

# Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys 2/2

Värväämön vuoden 2018 liikevaihto oli 14,5 MEUR, mikä vastaa 35 %:n kasvua edelliseen vuoteen nähden.

Enersensen vuoden 2018 tappiollisen tuloskehityksen taustalla oli niin asiantuntijapalveluista ja luottotappioista koostuneita kertaeriä kuin myös suuren projektin alasajon aiheuttama tulospaine. Lisäksi Enersensen alkuvuodesta 2018 ostaman TPU-maalauksen mukana tulleesta kannattomasta sopimuksesta yhtiö kirjasi merkittävät tappiot. Tämä sopimus päättyi vuoden 2018 loppuun mennessä ja siihen liittynyt kiista asiakkaan kanssa on saatu ratkaistua.

Tyypillisesti suurten projektien ylös- ja alasajo rasittaa yhtiön tulosta huomattavasti suhteellisen kulutason noustessa ennen liikevaihdon nousua tai vastaavasti liikevaihtotason laskiessa etupainotteisesti suhteessa henkilöstökustannuksiin. Tämä heijastui etenkin H2'18:n kannattavuuteen, jolloin yhtiön tulos painui selvästi tappiolle alkuvuoden sinnitellessä vielä plussalla. H1'18:llä arvioimme kuitenkin Resurssit-liiketoiminnan kannattavuuden olleen yhä kohtuullisella noin 6 %:n liikevoittomarginaalin tasolla (tuloksen jälkeinen H1'18 raportti on luettavissa [täällä](#)).

## Heikko tuloskehitys romahdutti arvostuksen ja heikensi kasvunäkymää

Vuoden 2018 heikko tuloskehitys romahdutti Enersensen osakkeen arvostuksen ja osake painui 3,25 euroon (31.12.) vuoden lopussa ollen

selvästi 5,90 euron antihinnan alapuolella. Tämä oli yhtiön tuloskehityksen näkökulmasta sinänsä perusteltua, mutta se heikensi yhtiön strategian mukaista epäorgaanisen kasvun näkymää. Alhaisen arvostuksen takia osakkeen hyödyntäminen arvoa luovissa yrityskaupoissa maksuvälineenä on haastavaa ja yhtiön rahavarat olivat lopulta selvästi tavoiteltua pienemmät, kun yhtiö keräsi listautumisannissa vain noin 6,5 MEUR:n bruttovarat tavoitellun 16,1 MEUR:n sijaan.

## Värväämö-yrityskaupalla takaisin kasvu-uralle

Enersense osti lokakuussa 2018 Värväämön ja kauppahinta maksettiin 60 %:sti käteisellä ja 40 %:sti yhtiön osakkeilla. Värväämön omistajat saivat osakkeita 5,3 euron osakekohtaisella arvostuksella, mikä ylitti Enersensen sen hetkisen pörssikurssin melko selvästi. Yritystostolla oli vain rajallinen vaikutus konsernin liikevaihtoon vuonna 2018, kun liiketoiminta konsolidoitiin vasta marraskuusta alkaen, mutta se vauhdittaa Enersensen kasvua vuodesta 2019 alkaen.

Vuoden 2018 luvuilla Värväämön EV/liikevaihtokerroin oli 0,3x ja EV/EBITDA-kerroin 14,7x. Liikevaihtopohjaisesti arvostus oli siten kohtuullinen, mutta pienen kokoluokan ja heikon kannattavuuden takia tulos pohjainen arvostus oli erittäin korkea. Siten kauppahinnan perustelemiseksi Värväämön tulisi kyetä tulevaisuudessa merkittävään kasvuun ja kannattavuuden parantamiseen. Värväämön liikevaihdon kasvu antaa tälle tulosparannukselle edellytykset tulevaisuudessa. Mikäli liiketoiminnan kasvu jatkuu nykyisellä maantieteellisellä peitolla

(ts. kasvu nykyisellä hallinnolla), on liiketoiminnan kannattavuudessa arviomme mukaan selvää nousupotentiaalia. Tällä hetkellä liiketoiminnan volyyymi (liikevaihto) on kuitenkin muuhun kustannusrakenteeseen nähden liian alhainen. Tarkempi Värväämön kustannusrakenteen analyysi on luettavissa sivulla 21.

# Enersense lyhyesti

Enersense on teollisuuden projekteihin erikoistunut rekrytointin ja resurssienhallinnan asiantuntija.

## 2005

Perustamisvuosi

## 2018

Listautuminen

**47,3 MEUR** (+0,6 % vs. 2017)

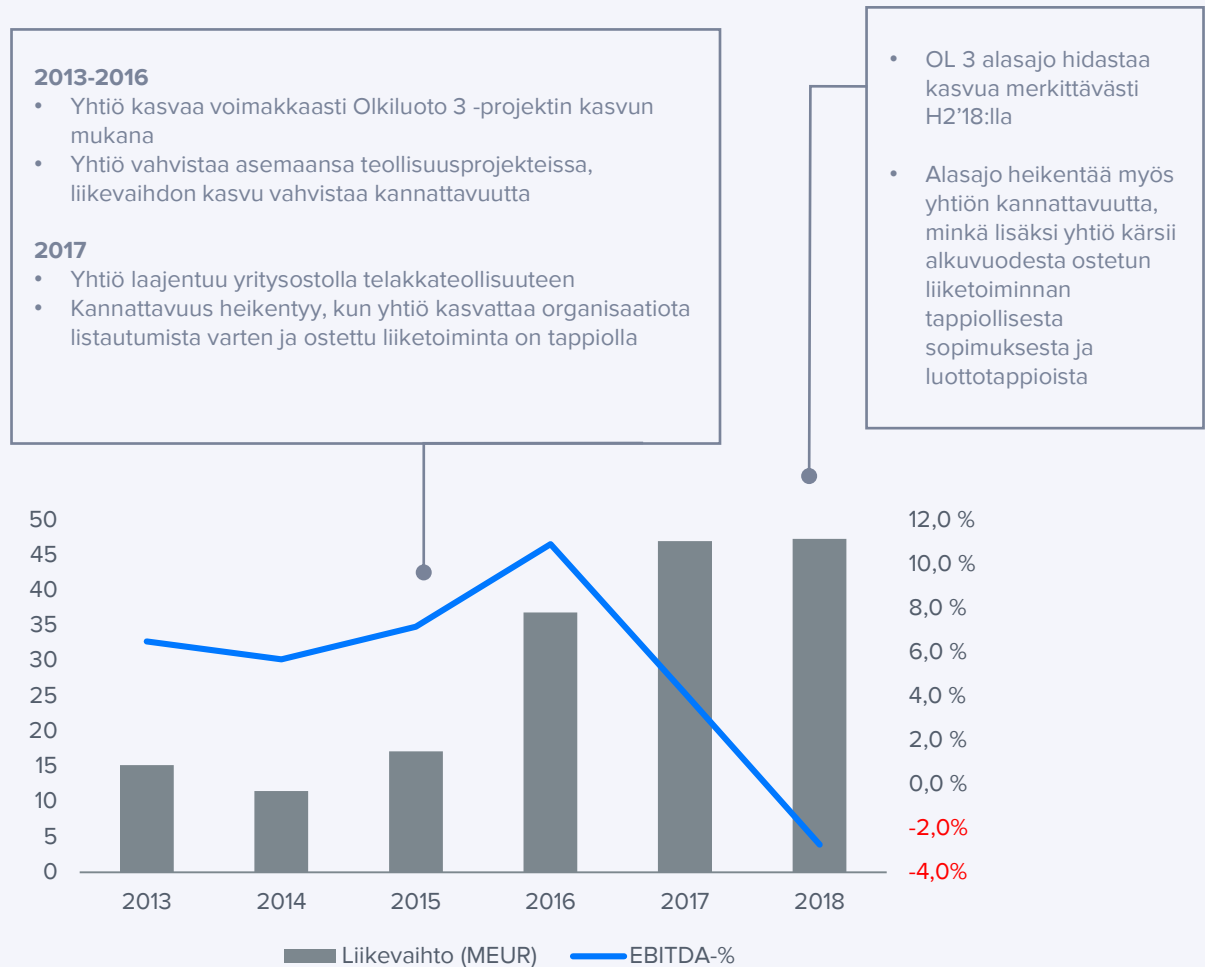
Liikevaihto 2018

**-1,2 MEUR** (- 2,6 % lv:sta)

Käyttökate 2018

## 727

Henkilöstö 2018 keskimäärin



# Liiketoimintamalli 1/2

## Projektivetoinen asiantuntijayhtiö

Enersensen ydinliiketoimintaa on henkilö- ja alihankintaresurssien myyminen teollisuudessa toimiville asiakasyrityksille. Käytännössä tämä on asiakasyhtiöiden projektien resursointia niin asiantuntijatehtävissä kuin myös perinteisissä teollisuuden suorittavissa tehtävissä. Näin ollen yhtiön liiketoimintamallin taloudellinen potentiaali muodostuu suurelta osin henkilöstöresurssien myynnin ja kustannuksen erotuksena.

Liiketoimintamallista johtuen yhtiön kannattavuus ei skaalaudu merkittävästi, mutta tehokkuushyötyjä liiketoiminnassa voidaan saavuttaa jossain määrin skaalan kasvun kautta, minkä takia näemmekin yhtiön kasvun yhtiön arvonluonnin kannalta tärkeänä tekijänä.

## Neljä ansaintamallia eri riskiprofiileilla

Enersense käyttää liiketoiminnassaan neljää eri ansaintamallia, jotka vaihtelevat liiketoiminta-alueittain:

**Henkilöstövuokrausalalla** henkilöstöresurssi vuokrataan tyypillisesti kerroihinnoittelulla, jossa työntekijän palkkakustannukseen lisätään hinnoittelukerroin. Kerroihinnoittelu käytännössä rajaa toiminnan kannattavuuden, sillä kerroin määrää toiminnan katteen. Kilpailutilanteen takia katekerroin ei nouse korkeaksi, mutta toisaalta terveillä markkinoilla sen ei pitäisi painua niin alhaiseksi että liiketoiminta ei olisi selvästi kannattavaa. Katekerroin myös rajaa hinnoittelumallin riskiprofiilia ja mielestämme liiketoiminta onkin kohtuullisen alhaisen riskitason toimintaa.

**Alihankinnassa** yhtiö sopii projektin osalta kiinteän hinnan, jolloin yhtiön ansainta on riippuvainen onnistuneesta kustannuslaskennasta ja sitä myöten kokonaishinnoittelusta. Ns. perusteellisuuden alihankinnassa tuottajan hinnoitteluvoima on tyypillisesti matala ja siten alhaisella katteilla operoiminen etukäteen sovittavaan kiinteään hintaan on ansaintamalleista selvästi korkeariskisin.

**Hybridimallissa** yhtiön resurssien laskutus perustuu tuntihinnoitteluun. Hybridimallissa Enersensen työntekijä voi olla useassa projektissa samanaikaisesti ja resurssin laskutus perustuu tietyn asiakasyrityksen projektin vaatimiin työtunteihin. Arviomme mukaan malli on tyypillistä korkeamman vaatimusluokan tehtävissä, joissa työtarve ei ole jatkuvaa. Malli mahdollistaa asiakkaalle matalammat kustannukset, kun se maksaa resurssista vain tarpeensa mukaan. Toisaalta työntekijä on jatkuvassa työsuhteessa Enersensen kanssa, jolloin henkilön ansainta on taattu. Enersensen osalta riskiä madaltaa mahdollisuus työllistää henkilö usealle asiakasyritykselle samanaikaisesti.

**Konsultointi- ja SaaS-palveluja** yhtiö myy niin tunti-, päivä- kuin kuukausihinnoittelullakin. Konsultointipalveluissa riskitasoa nostaa tarve saada resurssille korkea käyttöaste, jotta henkilölle saadaan riittävästi laskutettavia tunteja (tai päiviä/kuukausia). Yhtiö myös myy konsultointipalveluja yhdessä SaaS-mallilla toimivan E-Sense -ohjelmiston kanssa, mikä rajaa palvelun skaalautuvuutta.

## Ansaintamallit ja niiden riskiprofiilit

### Henkilöstövuokraus

Alhainen riski - kerroihinnoittelu

### Alihankinta

Alihankkijariski - kiinteä hinnoittelu

### Hybridimalli

Jaettu riski - tuntihinnoittelu

### Konsultointi- ja SaaS palvelut

Matala/kontrolloitu riski -  
Tunti/päivä/kuukausihinnoittelu



## Liiketoimintamalli 2/2

Ydinliiketoiminnan läpinäkyvän hinnoittelun, suoraviivaisen liiketoimintamallin ja alan rakenteen vuoksi toimialalla on hyvin vaikea saavuttaa kilpailuetuja. Perinteiseen henkilöstöpalveluyritykseen verrattuna asiantuntijaresurssien kohdalla kilpailueduksi voidaan kuitenkin luokitella jossain määrin henkilöstön kompetenssi. Nykypäivän työelämässä henkilöstön liikkuvuuden kasvu on kuitenkin selvästi nähtävissä, joten pysyvää kilpailuetua ei henkilöstökään mielestämme tarjoa. Pitääkseen kiinni hyvistä työntekijöistä yhtiön on panostettava henkilöstön hyvinvointiin, mihin Enersense myös aktiivisesti panostaa. Lisäksi kilpailueduksi voidaan jossain määrin lukea yhtiön osaaminen kansainvälisessä rekrytoinnissa.

### **Alihankinta ja E-Sense toimivat ovien avaajina**

Teollisuuden urakointia ja alihankintaa toteuttavan Suunnittelu ja tuotanto - liiketoiminnan sekä E-Sensen myynnistä ja hallinnoinnista vastaavan Digitaaliset ratkaisut ja palvelut -liiketoiminnan rooleina on etenkin ovien avaaminen ydinliiketoiminnalle. Käytännössä alihankinta tarjoaa yhtiölle väylän päästä mukaan suuriin projekteihin ja arviomme mukaan liiketoiminta-alueen rooli strategiassa on pääasiallisesti tukea ydinliiketoiminnan kasvua.

Vastaavasti E-Sensen hyödyllisyys on sen soveltuminen suurien projektien keskeisten hallinnollisten asioiden hoitoon (raportointi, kulunvalvonta, omaisuuden hallinta), minkä takia se näyttäyty houkuttelevana palveluna projektiliiketoiminnalle.

Kun yhtiö pääsee projekteihin osalliseksi alihankkijana ja/tai E-Sense -palvelun toimittajana on sillä huomattavasti parempi näkyvyys projektien kehitysvaiheeseen. Tätä kautta yhtiöllä on myös huomattavasti paremmat edellytykset tuoda myös henkilöstöresurssinsa projektien käytettäväksi. Näin ollen sekä alihankinta- että E-Sense -palvelun myynti ovat avainasemassa niiden toimiessa päänaavaajina ydinliiketoiminnalle ja mahdollistamassa Resurssit-liiketoiminnan kasvattamisen.

### **Henkilöstöintensiivisyys rajaa skaalautuvuutta**

Henkilöstöintensiivisyys korostuu ydinliiketoiminnassa ja se myös rajaa liiketoimintamallin skaalautuvuutta. Liiketoiminnan hallinnollinen osa on verrattain pieni, mutta sen tehostuminen kokoluokan kasvaessa on mallin skaalautuva osa. Liiketoimintamallin vahvuus on kuitenkin siinä, että henkilöstöresurssien palkkakustannukseen lisättävä kate muodostaa yhtiön tulospotentiaalin. Liiketoimintamalli siis mahdollistaa kohtuullisen vakaan kannattavuuden, kunhan operatiivisen hallinnon kokoluokka pysyy muun toiminnan kokoluokkaan nähden relevantilla tasolla ja henkilöstön käyttöaste korkeana. Suurten projektien ylös- ja alasajo kuitenkin aiheuttaa tälle haasteita ja siten tasainen projektikysyntä on kannattavuuden kannalta avainasemassa.

### **Henkilöstö ja osajien rekrytointi keskiössä**

Henkilöstökeskeisyyden vuoksi Enersensen kasvun ja kilpailukyvyyn kannalta on olennaista,

että yhtiö onnistuu rekrytoimaan projekteihin tarvittavia henkilöresursseja. Tämä korostaa yhtiön houkuttelevuutta työnantajana ja siten yhtiön työnantajaimago on keskeinen. Lisäksi keskeinen tekijä on yhtiön onnistuminen rekrytoinnin tehokkaassa hallinnassa. Parantaakseen yhtiön houkuttelevuutta Enersense hoitaa erityisesti kansainvälisen työvoiman logistiset asiat (esim. matkustus, auto- ja asumisjärjestelyt). Etenkin korkean vaatavuustason tehtävissä yhtiön rekrytointikenttä on globaali, mikä on toisaalta haastavampaa ja jossain määrin työläämpää ja kalliimpaa. Tämä on kuitenkin edellytys tarvittavan työvoiman saamiseksi, sillä tarvittavia osaajia ei aina ole saatavilla paikallisesti.

### **Liiketoimintamalli sitoo käyttöpääomaa, mutta investointitarpeet ovat matalat**

Liiketoiminnalle on luonteenomaista, että se sitoo käyttöpääomaa. Käyttöpääoman sitoutumisen taustalla on käytännössä myyntisaatavat sillä ydinliiketoiminnassa ei käytännössä ole varastoa eikä suuria ostovelkoja synnyttäviä eriä. Kasvun jatkuessa käyttöpääoman määrä tulee kasvamaan ja siten rahoituksen varmistaminen kasvuille on tärkeää.

Sen sijaan merkittäviä investointeja käyttöomaisuuteen liiketoiminta ei edellytä, mikä mahdollistaa pääoman allokoinnin suurelta osin orgaaniseen tai epäorgaaniseen kasvuun. Maltillisia investointeja voi tulla liiketoiminnan laajentuessa uusilla alueilla, mutta kokonaisuutena investointitaso on suhteellisen matala.

## Palvelu-alueet



### Resurssit

*Valko- ja  
sinikaulustehtävät*



### Digitaaliset ratkaisut ja palvelut

*Resurssienhallintapalvelu  
E-Sense*

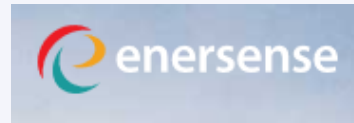


### Suunnittelu ja tuotanto

*Teräsrakenteiden  
valmistus ja pintakäsittely*

## Liiketoimintaidea

**Enersense välittää työvoimaa  
teollisuuden tarpeisiin ja pyrkii  
optimoimaan projektien resursoinnin ja  
tiedonkulun**



- Kokonaistarjoama resurssien hallinnassa ja projektien digitalisoinnissa
- Toimii yritysten kumppanina globaalisti
- Kansainvälinen työvoiman hankintaverkosto

## Asiakasalat



### Energiateollisuus

*Vahvat referenssit  
ydinvoimassa*



### Rakennusteollisuus

*Henkilöstövuokrauksen  
painopiste*



### Telakkateollisuus

*Alihankkija telakoille*

## Kustannusrakenne

49,4 m€ (2018)



Henkilöstökulut  
(66,6 % kustannuksista)



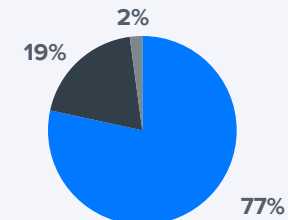
Materiaalit ja palvelut  
(29 %)



Liiketoiminnan muut kulut  
(8,3 %)

## Tulovirrat

47,3 MEUR (2018)



- Resurssit
- Suunnittelu ja tuotanto
- Digitaaliset ratkaisut ja palvelut

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiililtaan Enersense profiloituu kasvuyhtiöksi, mutta myös viimeaikaisen heikon taloudellisen kehityksen vuoksi käännetyhtiöksi. Strategian painopisteenä on tällä hetkellä kansainvälisen liiketoiminnan ylösajo, mutta Värväämön kautta kasvustrategiassa olennaista on myös kotimaisen henkilöstöpalvelumarkkinan kehitys. Liiketoimintamallin pitäisi mahdollistaa näkemyksemme mukaan kohtuullinen kannattavuus, kun yhtiö ei ole yksittäisen suuren projektin ylös- tai alasajovaiheessa. Tulokäänteeseen pitäisi saada asteittain tukea myös Värväämön kasvun kautta, mutta lyhyellä tähtämellä Värväämön vaikutus tuloskehitykseen on vielä rajallinen sen kokoluokan vuoksi.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Enersensen keskeiset potentiaaliset arvoajurit ovat:

**Kannattavuuden normalisoituminen** heijastuisi suoraan yhtiön arvostukseen, joka on painunut matalaksi tulostason ollessa hyvin heikko. Arviomme mukaan yhtiöllä on edellytykset vahvistaa kannattavuuttaan, kun laskusuunnalla olleen Olkiluoto 3 -projektin liikevaihdon lasku hidastuu ja sen merkitys koko liiketoiminnalle laskee.

**Liikevaihdon kasvu** on yhtiön tulokäänteeseen ja -kasvun merkittävin ajuri ja siten keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä odotamme sen toimivan tuloksen pääasiallisena suunnannäyttäjänä. Siten keskeisessä roolissa on myös käynnissä olevan liiketoiminnan painopisteen siirtäminen kansainvälisiin hankkeisiin, joka yhdessä

Värväämön kasvun kanssa olisi ajuri tuloskasvulle.

**Tulovirtojen hajauttaminen** laskisi sijoittajan riskiprofiilia, kun yksittäisten projektien aloitukset ja päätökset eivät olisi enää tuloksenmuodostumisen kannalta suuressa roolissa. Tämän toteutuksessa merkittävässä osassa on niin ikään kansainvälistymisstrategian onnistuminen laajalla säteellä.

**Yritysosot** ovat yhtiölle potentiaalinen tie nopeuttaa liiketoiminnan kasvua ja etenkin Suomen pirstaloituneella henkilöstöpalvelualalla on edelleen potentiaalisia ostokohteita. Haasteeksi kuitenkin muodostuu yhtiön taloudellinen liikkumavara yritysostoja ajatellen (käsitelty tarkemmin sivulla 21). Lisäksi mielestämme yhtiöllä ei ole toistaiseksi näyttöjä arvoa luovista yritysostoista, mikä nostaa niihin liittyvää riskitasoa. Nykyisellä matalalla markkina-arvolla yhtiö on mielestämme myös jossain määrin potentiaalinen ostokohde, vaikkakin haasteet kannattavuuden kanssa voivat rajoittaa ostajien kiinnostusta.

## Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

**Heikko näkyvyys projektikantaan** heikentää liiketoiminnan ennustettavuutta ulkopuolelta ja projektivetoisessa liiketoiminnassa muutokset voivat olla suhteellisen nopeita. Liikevaihtotason nopea lasku taas heijastuu yhtiön tulokseen kulujen laskiessa liikevaihtoa hitaammin. Projektiveton kysyntä ei myöskään ole

jatkovaa, joten yhtiön on tärkeä onnistua korvaamaan projektien päättymisen aiheuttama liikevaihdon lasku uusilla projekteilla.

**Liikevaihdon syklinen luonne** on henkilöstöpalvelualalle ominaista ja tämän merkitys yhtiön liiketoiminnalle kasvaa Värväämö-yritysoston myötä. Historiallisesti Värväämön pääasialliset markkinat (rakentaminen ja teollisuus) ovat olleet henkilöstöpalvelualan syklisimpiä aloja. Suuret investointivetoiset teollisuusprojektit ovat myös syklisiä, mutta niiden kehitys voi erota yleisestä taloussyklistä jossain määrin niiden pituuden ansiosta sekä siitä syystä, että projektit tavanomaisesti ajoittuvat taloussyklin loppupuolelle. Tämä tasaa Enersensen tarjoaman kysyntää jossain määrin.

**Alihankkijariskiä** Enersense kantaa valmistavassa teollisuudessa. Näin ollen valmistusvirheet ja laatuongelmat voisivat johtaa yhtiön kannalta merkittäviin vastuisiin. Muita sopimuksiin liittyviä riskejä yhtiö kantaa myös osana alihankintaverkostoa, jossa osapuolien maksukyky voi olla heikko. Tämä voi johtaa luottotappioihin, kuten vuonna 2018 tapahtui.

**Työvoiman saatavuus** on yhtiölle haaste, joka voi hidastaa kasvua ja johon yhtiöllä on rajallinen vaikutusvalta. Saatavuushaaste vaihtelee toimialoittain, mutta etenkin rakentamisen ja teollisuuden aloilla Suomessa haaste on kasvava eikä merkit sen helpottamisen suhteen ole erityisen rohkaisevia.

# Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuskäännne

2.

Kansainvälistymisstrategian onnistuminen

3.

Heikko näkyvyys projektikantaan

4.

Sopimus- ja alihankkijariskit

5.

Yritysostot +/-

## Potentiaali



- Kannattavuuden normalisoituessa arvostuksessa olisi nousuvaraa nykytasolta
- Projektikannan hajauttaminen laskisi riskiprofiilia ja hajauttaisi tulovirtoja, mikä vakauttaisi tuloskehitystä
- Henkilöstöpalvelumarkkinalla yrityskauppa-aktiiviteetti on korkealla
- Matala arvotus voi houkuttaa ostajia

## Riskit



- Näkyvyys projektikannan kehitykseen hyvin rajallinen ulkopuolelta, mikä heikentää ennustettavuutta
- Suurprojektien aikatauluihin ja etenemiseen liittyy epävarmuutta, OL3 alasajo yhä ajankohtainen
- Projektien ylös- ja alasajon vaiheet heikentävät tulostasoa
- Ei merkittävää jatkuvaa liikevaihtoa

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Strategiana kasvu kansainvälistymisen kautta

Enersensen keskeisenä strategisena tavoitteena on kasvu, mitä yhtiö tavoittelee sekä organisaation että yritysostojen avulla. Yhtiölle merkittävän kokoluokan Olkiluoto 3 -projektin asteittain edenneen alasajon myötä yhtiö on kääntänyt katsetta entistä vahvemmin kansainvälisille markkinoille. Suomi on kuitenkin edelleen merkittävässä roolissa strategiassa, etenkin Värviälän kasvattaessa yhtiön jalansijaa kotimaisella henkilöstöpalvelumarkkinalla.

## Kansainvälistymisessä otettu pieniä askelia

Kansainvälisiä projekteja tavoitellakseen Enersense perusti vuoden 2018 aikana tytäryritykset Ranskaan, Saksaan ja Turkkiin. Yhtiö tavoittelee kansainvälisen liiketoiminnan kasvattamista etenkin jo olemassa olevien asiakassuhteiden yhteistyötä laajentamalla. Esimerkiksi Ranskan Flamanville-projektista vastaava Areva on yhtiölle vanha yhteistyökumppani jo Olkiluoto 3 -projektista.

Ranskassa ja Saksassa yhtiö pyrkii myös mukaan meriteollisuuden projekteihin pintakäsittely- ja maalausprojektien avulla. Näitä projekteja voittamalla yhtiön olisi mahdollista tavoitella suurempaa roolia telakoiden alihankintaverkostossa. Tätä reittiä yhtiö pyrkii hyödyntämään, jotta se voi laajentaa perinteistä henkilöstövuokraustoimintaa myös laajemmin kansainvälisessä mittakaavassa.

Käsityksemme mukaan yhtiö tarvitsee Ranskassa ja Saksassa henkilöstövuokrauksessa toimiakseen

virallisen sertifikaatin, mitä yhtiöllä ei vielä ole. Tämän ei kuitenkaan tulisi olla merkittävä hidaste ja odotamme viranomaisten myöntävän sen yhtiölle.

Keskeistä yhtiön strategiassa on myös digitalisaatio ja yhtiön kehittämä E-Sense -palvelu. Palvelun avulla yhtiö pyrkii optimoimaan koko asiakasprojektin resursointia ja resurssienhallintaa.

Näkemyksemme mukaan digitaaliseen tuotekehitykseen panostaminen on oikea fokusalue yhtiön strategiassa, sillä arviomme mukaan teollisuuden projekteissa on mahdollista saavuttaa konkreettisia tehokkuushyötyjä digitalisaation kautta. Yhtiön nykyinen E-Sense -palvelu on kuitenkin toistaiseksi melko henkilöriippuvainen ja siten palvelun tuotteistaminen on vielä alkuvaiheessa. Käsityksemme mukaan yhtiö on keskittynyt taustajärjestelmän hyödynnettävien ominaisuuksien vahvistamiseen palvelun kehittämisessä ja siten sen rooli etenkin lyhyellä tähtäimellä on ensisijaisesti sisäisten prosessien tukeminen.

## Liikevaihtotavoite on korkealla

Enersensen taloudellisena tavoitteena on saavuttaa 100 MEUR:n liikevaihtotaso vuoteen 2021 mennessä. Kasvutavoite nojaa sekä orgaaniseen että epäorgaaniseen kasvuun. Pidämme tavoitetta haastavana, sillä orgaanisen kasvun kautta tavoitetason saavuttaminen ei mielestämme ole realistista ja epäorgaanisen kasvun suhteen liikkumavara on rajallinen muun muassa listautumisannin jäätyä selvästi

tavoitetasosta (mahdollisuutta käsitelty tarkemmin s. 21). Lisäksi nykyinen arvostus ei ole mielestämme tasolla, jolla oman osakkeen käyttäminen maksun välineenä olisi houkuttelevaa. Arvonluonnin kannalta näemme myös kannattavuuden nostamisen kasvua tärkeämpänä, vaikkakin liiketoimintamallissa kasvu linkittyy hyvin vahvasti kannattavuuteen.

Yhtenä mahdollisena ratkaisuna kasvutavoitteeseen yltämiseksi on yhdistyminen jonkun vastaavan kaltaisen toimijan kanssa. Osakkeenomistajien kannalta ratkaisevaa on kuitenkin mahdollisen järjestelyn arvonluonti, minkä edelle kasvutavoitteen saavuttamisen ei mielestämme pitäisi mennä.

## Yritysostot vauhdittaisivat kasvua

Odotamme yhtiön yhä tavoittelevan epäorgaanista kasvua, kun yhtiön taloudellinen tilanne ne mahdollistaa. Enersensen kasvustrategiaa tukisivat yritysostot, jotka kasvattaisivat yhtiön Resurssit -liiketoimintaa tai yritysostot, joilla se voisi kasvattaa henkilöstövuokrausliiketoiminnan asemaa joillain sen nykyisistä teollisuuden asiakasaloista.

Liikevaihdon kehityksen kannalta projektiliiketoimintaa vakaampi henkilöstövuokrausliiketoiminnan kasvattaminen olisi mielestämme oikea liike, sillä se toisi yhtiön tuloksentelekykyyn vakautta ja hajauttaisi tulovirtoja. Henkilöstövuokrausalan aktiivinen konsolidaatio Suomessa mahdollistaa myös arvoa luovat yritysostot ja fragmentoituneella toimialalla on riittävästi potentiaalisia yritysostokohteita.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Henkilöstövuokrausliiketoimintaa ostettaessa korostuu omistaja-arvon luonnin kannalta kohteesta maksettava hinta. Jotta kauppa loisi omistaja-arvoa tulisi kauppahintaan pohjautuvien arvostuskertoimien olla matalat. Yhtiön Värväämöstä maksama kauppahinta oli lyhyen tähtäimen tulospainotteiden valossa korkea ja siten yrityskaupan arvonnäyttö on mielestämme vielä todistamatta. Arviomme mukaan yhtiön henkilöstövuokrausliiketoiminnan kannattavuudessa olisi kuitenkin nousuvaraa, mikäli yhtiö onnistuisi konsolidoimaan samalla maantieteellisellä alueella toimivia yhtiöitä. Toimipisteiden liikevaihdon kasvu toisi tietyt maltilliset skaalaadut liiketoimintamallista.

## Keskikipitkän aikavälin tavoitteena 8 % käyttökatemarginaali

Enersensen kannattavuustavoite on saavuttaa keskipitkällä aikavälillä 8 % käyttökatemarginaali. Odotamme Resurssit -liiketoiminta-alueen yltävän lähivuosina parhaaseen kannattavuuteen ja etenkin sen alla toimivalle henkilöstövuokrausliiketoiminnalle tavoitetaso on realistinen, joskin haastava ja edellyttää selvästi nykyistä suurempaa kokoluokkaa. Vastaavasti Suunnittelu ja tuotanto sekä Digitaaliset ratkaisut ja palvelut -alueiden emme odota yltävän tavoitellulle tasolle nyky muodossaan näkyvissä olevassa tulevaisuudessa. Siten ne laimentavat koko konsernin kannattavuutta, mutta niiden ollessa selvästi Resurssit -liiketoimintaa pienempiä liikevaihdoltaan on kannattavuusvaikutus maltillinen.

Näkemyksemme mukaan tavoitetaso on liiketoimintamallilla saavutettavissa, mutta se edellyttää suurempaa kokoluokkaa ja maltillista kasvua tai vähintäänkin vakaata liikevaihdon kehitystä sekä on myös riippuvainen liikevaihdon jakaumasta.

Liiketoiminnalle on tyypillistä, että kasvun kustannukset tulevat etupainotteisesti sisään, mikä tekee täyden kannattavuuspotentiaalin saavuttamisesta haastavaa. On kuitenkin huomioitava, että pitkälle katsottaessa kannattavuuspotentiaalin tulee määrittämään isolta osin myös liikevaihdon jakauma. Resurssit -liiketoiminnan suhteellisen osuuden kasvu nostaa kannattavuuspotentiaalia, kun taas Suunnittelu ja tuotanto -liiketoiminnan osuuden kasvu arviomme mukaan heikentää tätä potentiaalia.

## Osinkoja jaetaan, mikäli se ei hidasta kasvua

Enersensen osingonjakopolitiikka on jakaa vähintään 30 % osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina. Tämä on kuitenkin ehdollinen yhtiön tuloskehitykselle ja -näkyville sekä strategian mukaisille investoinneille orgaaniseen kasvuun ja yritysostojen rahoittamiseen. Arviomme mukaan yhtiön tuloskäanteen toteutuessa yhtiö palaa osingonmaksajaksi, mutta mielestämme sijoittajan kannalta osingon rooli on toimia tuotto-odotusta tukevana komponenttina. Liikevaihdon jatkuvuuteen liittyvä epävarmuus projektiliiketoiminnassa voi vaikuttaa osingonjakoon selvästikin vuosittain.

## Strategiset tavoitteet

Strategisena tavoitteena kasvu:

- Orgaaninen kasvu nykyisissä suurasiaakkaissa ja laajentamalla uusille markkinoille
- Epäorgaaninen kasvu

## Taloudelliset tavoitteet

- Liikevaihto 100 MEUR 2021 mennessä
- Keskikipitkän aikavälin tavoite 8 % käyttökatemarginaali
- Osinko vähintään 30 % osakekohtaisesta tuloksesta (ehdollinen tuloskehitykselle ja -näkyville sekä strategisille investoinneille)

# Markkinat ja kilpailukenttä 1/3

## Relevantti markkina ei muodosta pullonkaulaa kasvulle

Enersenselle relevantti markkina muodostuu asiantuntijaresurssien saralla useista asiakasaloista ja markkina-alue on koko yhtiön osalta globaali. Henkilöstöpalvelumarkkinalla yhtiölle relevantti markkina taas on Suomen henkilöstöpalvelumarkkina rakentamisen ja teollisuuden aloilla. Näin ollen Resurssit -liiketoiminnan relevanttia markkinaa Suomessa ovat etenkin suuret ja keskisuuret rakennus- ja huoltoseisakkihankkeet sekä teollisuuden tuotantolaitokset ja rakennusteollisuus. Lisäksi yhtiö pyrkii strategiansa mukaisesti kasvamaan Suomessa toimivien kansainvälisten toimijoiden asiakkuuksien kautta. Näin ollen onnistuneet projektitoteutukset avaavat yhtiölle uusia mahdollisuuksia toimia kansainvälisten yhtiöiden kumppanina myös Suomen ulkopuolella ja paikalliset projektit ovat yhtiölle tärkeitä referenssejä tuleviin projekteihin.

Enersensen kannalta relevantti osa globaaleista projekteista on pääasiassa henkilöstöresurssien osuus, mikä käsittää selkeästi kokonaisinvestointeja pienemmän osan. Globaalisti näiden projektien vuosittainen kokoluokka lasketaan kuitenkin miljardeissa euroissa. Näin ollen markkinan kokoluokka ei aseta yhtiölle rajoja missään realistisessa skenaariossa. On kuitenkin huomioitava, että samasta syystä yhtiö ei voi mielestämme piiloutua markkinakehityksen taakse, sillä marginaalisen markkinaosuutensa vuoksi markkinasyklit eivät suoraan määritä yhtiön kasvupotentiaalia.

Täysin immuuni yhtiö ei kuitenkaan ole markkinoiden kehitykselle. Markkinoiden kasvuvaiheessa (ts. investointien kasvaessa globaalisti) on liiketoiminnan kasvattaminen pienellekin toimijalle helpompaa, kun taas laskevalla markkinalla yhtiön kasvattaminen on selvästi haastavampaa ja vaatii oikeita kontakteja ja onnistumista myyntityössä.

Suunnittelu ja tuotanto -liiketoiminnan alihankinnan kautta yhtiö pyrkii arviomme mukaan etenkin laajentamaan jalansijaa laivanrakennusteollisuudessa. Laivanrakennusteollisuus on tällä hetkellä Suomessa erittäin kovassa kasvussa ja telakoilla on tilauskirjaa ainakin pitkälle seuraavan vuosikymmenen puoliväliin saakka. Kasvu on alihankkijoiden ja resurssitoimittajien kannalta merkittävässä roolissa, sillä teollisuudessa on Suomessa korkea ulkoistusaste.

## Henkilöstöpalveluiden markkina Suomessa

Tilastokeskuksen viimeisimpien tilastojen mukaan henkilöstöpalvelualan toimijoiden yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2017 noin 2,6 miljardia euroa. Arviomme mukaan henkilöstöpalveluala on kasvanut vuoden 2018 aikana voimakkaasti noin 10-15 % vuosivauhtia, mutta kasvu on hidastunut muutamaa prosenttiin H1'19:llä. Kokonaisuudessaan markkina on arviomme mukaan tällä hetkellä noin 2,8-2,9 miljardia euroa Suomessa.

Henkilöstöpalvelualan liitto (HPL) julkaisee kuukausitasolla tilastoja sen 20 suurimman jäsenen liikevaihdon kehityksestä, johon myös

Enersense lukeutuu. 20 suurimman toimijan yhteenlaskettu liikevaihto edelliseltä 12 kuukaudelta oli toukokuun lopussa 2019 noin 1,5 miljardia euroa. Siten 20 suurimman markkinaosuus on kokonaismarkkinasta karkeasti noin puolet. HPL:n viimeisimmän katsauksen (Q1'19) mukaan rakentaminen ja teollisuusala toivat 20 suurimman toimijan liikevaihdosta noin 35 %. Arviomme mukaan tämä heijastelee myös kokonaismarkkinaa ja siten Enersensen pääasialliset henkilöstöpalvelumarkkinat ovat noin miljardin euron kokoluokassa vuositasolla.

Henkilöstöpalvelumarkkinan 20 suurimman kokonaisliikevaihto kasvoi toukokuussa 2019 2 % orgaanisesti vuoden takaisesta, mutta kuukausitasolla edellisen 12 kuukauden rullaava kasvu on hidastunut 0,7 %:iin.

## Henkilöstövuokraus on suhdanneherkkää

Henkilöstövuokrauksen kysyntä on kokonaisuutena suhdanneherkkää, mutta suhdanneherkkyys vaihtelee toimialoittain. Vuosina 2010 ja 2011 Suomen BKT:n toipuessa globaalista finanssikriisistä henkilöstövuokrauspalveluiden markkinat kasvoivat voimakkaasti. Markkinoiden kasvu kuitenkin jarrutti vuonna 2012 ja alkoi supistua vuonna 2013 talouskasvun painuttua negatiiviseksi. Vuonna 2015 markkinat kasvoivat jälleen voimakkaasti (+11 %) ja kiihdyttivät kasvua edelleen vuonna 2016 (+24 %) talouskasvun piristyttyä edellisvuodesta. Vuonna 2017 kasvu oli edelleen voimakasta, mutta hidastui hieman 15 %:iin.



# Markkinat ja kilpailukenttä 2/3

Koko henkilöstövuokrausmarkkinan asiakasaloista rakentamisen ja teollisuuden markkinat ovat suhdanneherkimmistä päästä, mikä heijastelee toimialojen herkkyyttä yleiselle talouskehitykselle. Vastaavasti kaupan ala on asiakasaloista vakain, eikä siihen ole historiallisesti vaikuttanut merkittävästi taloussykliä.

## Markkina kehittyä vivulla suhteessa yleiseen talouskehitykseen

Henkilöstövuokrausmarkkinoille on ominaista yleistä talouskehitystä voimakkaampi kasvu (lasku). Tämä on loogista, kun vahvassa suhdanteessa yhtiöt reagoivat kysynnän vahvistumiseen vuokratyövoimaa lisäämällä ja heikommassa suhdanteessa tätä joustavaa suhdannepuskuria hyödynnetään henkilöstöä vähennettäessä. Arviomme mukaan ala on

kuitenkin rakenteellisesti kasvava mm. sen tuoman lisäjoustavuuden takia, mikä tasaa suhdanteiden vaikutuksia toimialaan.

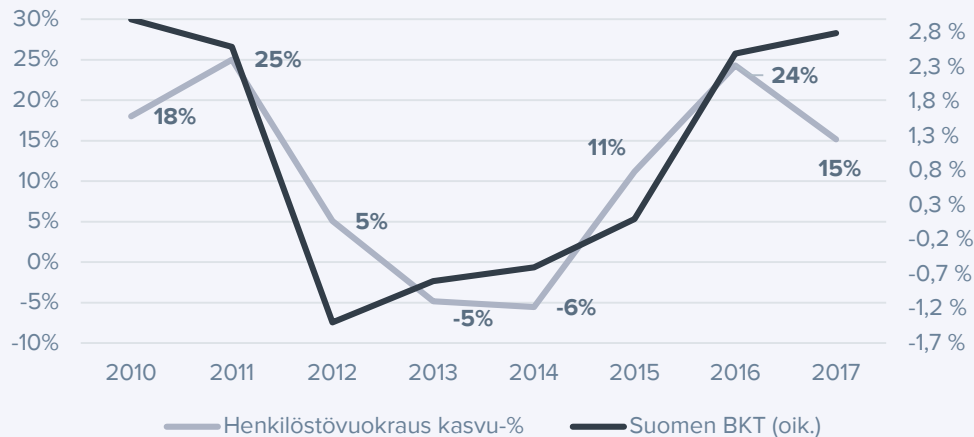
## Henkilöstövuokrausmarkkina Suomessa

Arvioimme henkilöstöpalveluiden markkinan ja henkilöstövuokrauksen suhteellisen osuuden pohjalta koko Suomen henkilöstövuokrausmarkkinan kooksi tällä hetkellä noin 2,4-2,5 miljardia euroa. HPL:n tietojen mukaan alan 20 suurimman toimijan edellisen 12 kuukauden henkilöstövuokrauksen liikevaihto oli toukokuussa noin 1 264 MEUR ja se kasvoi noin 10 % vuoden takaisesta. Kuukausitasolla mitattuna liikevaihdon kasvuvauhti on laskenut viime vuoden tasosta melko selvästi. Tämä on linjassa muiden talouden indikaattorien kanssa, joiden mukaan talouskasvun huippu osui vuoden 2017 lopun ja

H1'18:n tienoille. Kuukausitasolla edellisen 12kk:n kasvu oli toukokuussa 0,7 %.

Luku kuitenkin sisältää orgaanisen kasvun lisäksi epäorgaanisen kasvun, joten kokonaiskasvu ylittää markkinan orgaanisen kasvun. Se muodostaa kuitenkin hyvän mittatikun koko henkilöstövuokraustoiminnan kasvulle, sillä oman henkilöstövuokraustoiminnan orgaanisen kasvun lisäksi yhtiön strategiaan sisältyy epäorgaaninen kasvu. 20 suurinta toimijaa ovat yhtiölle myös relevantit verrokki kilpailun suhteen, vaikkakin niistä saatavaa tietoa on rajallista (20 suurimman listalta ainoastaan Enersense ja VMP ovat listattuja yhtiötä).

## Henkilöstövuokrausmarkkinan ja BKT:n kehitys

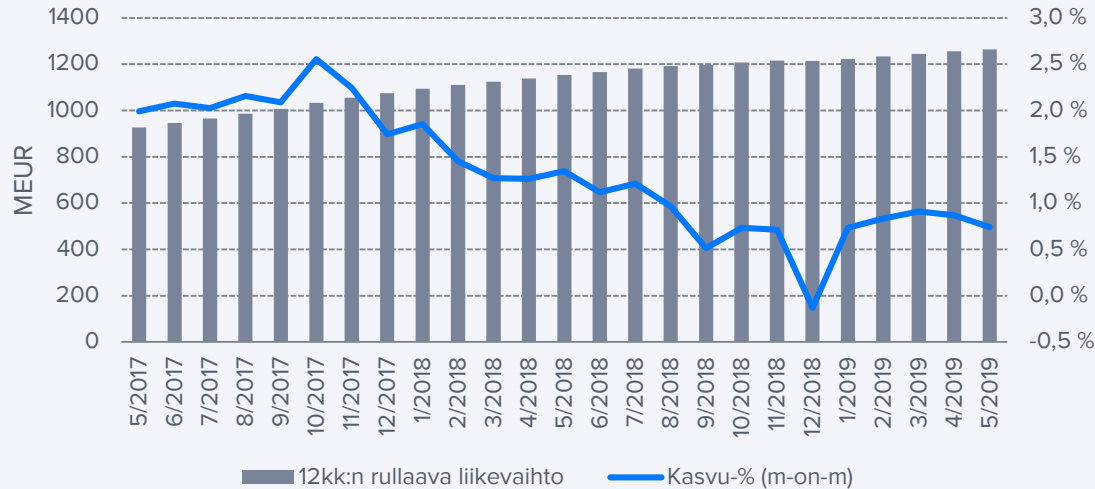


## Relevantti osuus henkilöstövuokrausmarkkinasta

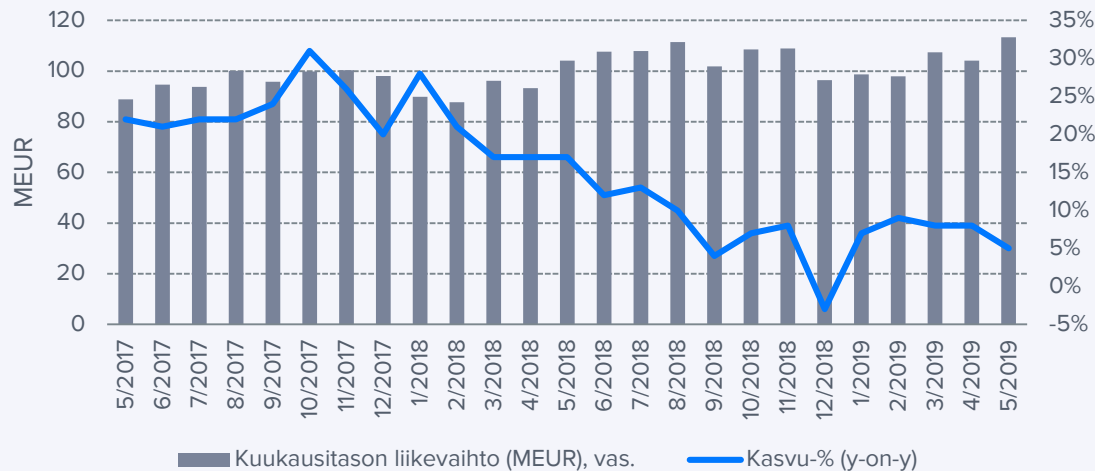
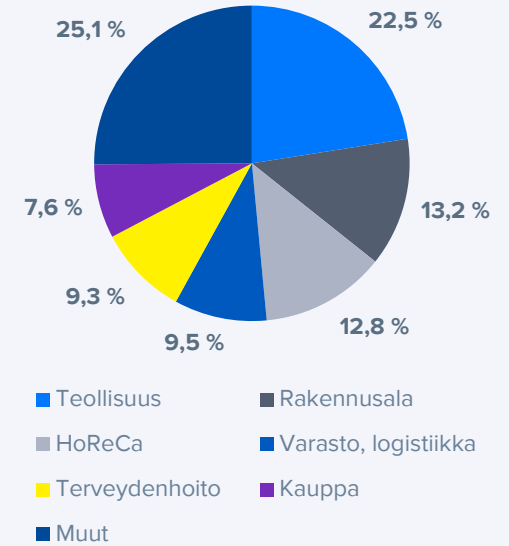
- Enersenselle relevantti markkina eli teollisuus ja rakentaminen ovat arviomme mukaan noin 35 % kokonaismarkkinasta
- Tämä vastaa noin miljardin euron kokonaismarkkinaa Suomessa tällä hetkellä

# Markkinat

## Henkilöstövuokrausmarkkinan 20 suurimman yhtiön liikevaihdon kehitys



## 20 suurimman liikevaihdon jakauma aloittain (Q1'19)



Lähde: HPL ja Inderes

# Markkinat ja kilpailukenttä 3/3

## Markkina ei toimi kasvun esteenä

Enersensen kohdemarkkinat ovat yhtiön kokoluokassa erittäin suuret niin asiantuntija resurssoinnin kuin myös perinteisen henkilöstövuokrauksen osalta ja siten markkinat eivät muodosta pullonkaulaa yhtiön kasvuille. Lisäksi teollisuuden suhdannenäkymistä huolimatta Suomessa on käynnistymässä tai jo käynnissä useita suuria teollisuusprojekteja (mm. metsäteollisuuden investoinnit, telakkateollisuuden laivatilaukset). Siten pelkästään kotimarkkinoilla yhtiöllä on markkinaa kasvaa, mikäli se onnistuu voittamaan projekteja itselleen.

## Kilpailukenttä on jakautunut eri liiketoiminta-alueilla

Enersensen kilpailukentän määrittäminen on suhteellisen hankalaa, sillä se on hyvin jakautunut eri liiketoiminta-alueilla ja teollisuuden aloilla. Yhtiö myös käytännössä kilpailee henkilöstöresurssoinnissa potentiaalisten asiakkaidensa kanssa, jotka voivat rekrytoida tarvittavaa työvoimaa suoraan itselleen tai vaihtoehtoisesti ostaa henkilöstöresurssit Enersenseltä. Vastaavasti E-Sense -palvelu kilpailee yhtiöiden käyttämien sisäisten raportointi- ja hallintotyökalujen kanssa.

On myös huomioitava, että Resurssit-liiketoiminnassa kilpailu on pitkälti projekti kohtaista. Teollisuuden vaativissa projekteissa yhtiö kilpailee insinööritoimistojen kanssa, kun taas rakentamisen puolella

henkilöstövuokraus-liiketoiminnassa yhtiö kilpailee muiden henkilöstövuokraajien kanssa. Energia- ja metsäteollisuuden markkinoilla yhtiö taas kilpailee niin ikään perinteisten insinööritoimistojen kanssa ja arviomme mukaan esimerkiksi suunnittelu- ja konsultointiyritys ÅF Pöyryn kaltaiset toimijat ovat yhtiölle relevantteja kilpailijoita. Käsitksemme mukaan yhtiö myös toimittaa insinööritoimistoille henkilökuntaa, joten ne voivat myös olla yhtiön asiakkaita.

## Kilpailijakenttä on hyvin pirstaloitunut henkilöstövuokrauksessa

Henkilöstöpalvelumarkkina on erittäin pirstaloitunut ja Suomessa alalla toimii Tilastokeskuksen mukaan jopa 500-600 toimijaa. Tämä heijastelee mielestämme matalaa alalle tulon kynnystä, sillä käytännössä henkilöstöpalveluiden tarjoamisen aloittaminen ei vaadi merkittäviä etukäteispanostuksia ja hallinnointi on suhteellisen kevyttä, etenkin pienessä kokoluokassa. Tästä johtuen alalla toimii huomattava määrä pieniä yhtiöitä. Henkilöstöpalveluyhtiöiden hinnoittelu ja kulurakenne on myös erittäin läpinäkyvä ja siten alalla on vaikea saavuttaa merkittäviä erottautumistekijöitä tai kestäviä kilpailuetuja.

Suurimmat kilpailijat henkilöstövuokrauksessa ovat 100 MEUR:n liikevaihdon yhtiöitä ja merkittävästi Enersenseä suurempia toimijoita kuten, Barona, VMP, Smile ja Staffpoint. Seuraavassa kokoluokassa (noin 50 MEUR liikevaihto) keskisuuria toimijoita ovat Adecco ja Manpower. Tähän kokoluokkaan voidaan lukea

myös Enersensen Resurssit-liiketoiminta, vaikkakaan sen liikevaihto ei muodostu yksinomaan samasta markkinasta. 20-40 MEUR:n kokoluokassa on useita toimijoita, mutta selvästi suurin joukko toimijoita on arviomme mukaan tätäkin selvästi pienempiä yrityksiä.

## Kannattavuustasoissa eroja kokoluokasta riippuen

Henkilöstöpalvelualan kilpailijoiden kannattavuustasoissa on selvä ero riippuen niiden kokoluokasta. Suurimmat yritykset yltävät korkeisiin, jopa 8-9 %:n käyttökatemarginaaleihin, kun taas keskisuurten kannattavuus on ollut noin 3-5 %:n tasolla.

Arviomme mukaan samankokoisten verrokkien kannattavuustaso on Enersensen henkilöstövuokrausliiketoiminnalle relevantti mittatikka ja heijastelee melko hyvin nykyisessä kokoluokassa sen vähimmäisvaatimustasoa. Koko Resurssit-liiketoiminnan potentiaali on kuitenkin korkeampi vaativampien tehtävien korkeamman kannattavuustason johdosta, mitä tukee yhtiön historiallinen kannattavuustaso ja samankaltaisten konsulttiyhtiöiden historialliset kannattavuudet.

# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

## Kustannusrakenteen muodostuminen

Enersensen kustannusrakenteen pääkomponentti on henkilöstökulut ja ne muodostavat selvästi suurimman erän yhtiön kokonaiskustannuksista. Muita olennaisia kuluja ovat materiaalit ja palvelut sekä liiketoiminnan muut kulut. Merkittäviä poistoja liiketoiminnassa ei synny, mikä heijastelee erittäin matalaa aineellisen omaisuuden osuutta liiketoiminnassa.

## Henkilöstökulut ovat suurin kuluerä

Enersensen henkilöstökulut ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 64 % yhtiön liikevaihdosta. Merkittävä osa konsernin henkilöstöstä muodostuu resursseista, joita yhtiö myy eteenpäin ja näin ollen nämä henkilöt kasvattavat myös liikevaihtoa kulumassan lisäksi. Näin ollen henkilöstökulut tulevat kasvamaan myös jatkossa liikevaihdon kasvaessa ja merkittävää henkilöstökulujen skaalautumista ei ole odotettavissa, kun organisaation toimihenkilöstö on kokonaisuudessa pienessä osassa. Henkilöstökulujen osalta tuloksenmuodostumisen kannalta huomioitavaa on niiden etupainotteinen syntyminen liiketoiminnan kasvaessa ja jälkipainotteisuus liikevaihdon supistuessa. Tämä heikentää kannattavuutta suurten projektien ollessa ylös- tai alasarjoaiheissa.

Arviomme mukaan iso osa yhtiön henkilöstövuokrauksen henkilöstöresurssien myynnistä (ts. liikevaihdosta) tulee ns. kerroin hinnoittelun kautta. Tämä pitää henkilöstökulujen suhteellisen osuuden kasvun tasaisena henkilöstövuokrauksen liikevaihdon

kasvun kanssa. Henkilöstökulujen suhteellista osuutta heiluttaa kuitenkin etenkin tunti hinnoittelulla myydyt resurssit sekä alihankinta. Näin ollen henkilöstökulujen osuus tulee heilumaan riippuen myyntijakaumasta, mutta liiketoiminnan luonteen vuoksi se tulee pysymään korkeana myös tulevaisuudessa.

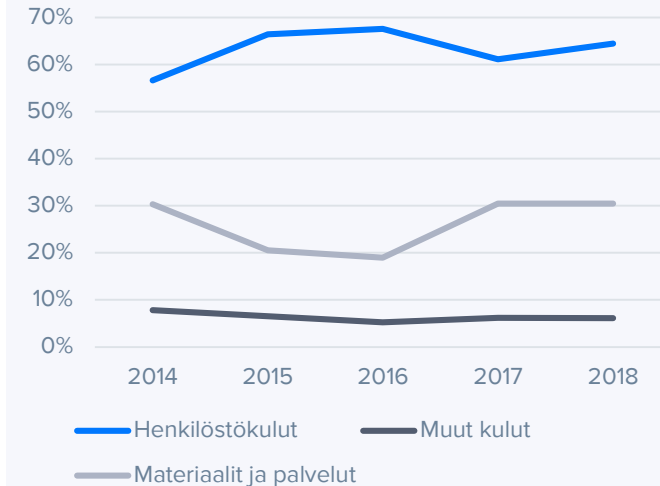
## Muu kulurakenne

Materiaalit ja palvelut on riippuvainen liikevaihdon jakaumasta, sillä Resurssit -liiketoiminnassa tämä kuluerä ei ole merkittävässä osassa. Sen sijaan Suunnittelu ja tuotanto -liiketoiminnassa kuluerä on merkittävä. Merkittävän projektivetoisuuden vuoksi erä voi vaihdella suhteessa konsernin liikevaihtoon merkittävästikin. Viimeisen viiden vuoden aikana materiaalit ja palvelut ovat olleet keskimäärin 26 % liikevaihdosta.

Liiketoiminnan muut kulut ovat tyypillisesti kiinteitä kuluja kuten yleisiä hallinnon kuluja sekä toimitilakuluja, jotka kasvavat vain asteittain liiketoiminnan kasvun mukana ja tarjoavat siten yhtiölle maltillisia mahdollisuuksia skaalaetujen realisointiin. Vuosien 2014 ja 2018 välisenä aikana muut kulut olivat noin 5-8 % liikevaihdosta.

Enersensen poistot ovat viimeisen viiden vuoden ajanjaksolla olleet hyvin pienet ja vuonna 2018 ne olivat 0,4 MEUR (0,9 % liikevaihdosta). Odotamme poistotason pysyvän myös jatkossa hyvin matalana ja heijastelevan kevyttä taserakennetta ja alhaista investointitarvetta. Liiketoiminnan investointitarve on arviomme mukaan noin 0,5 MEUR vuodessa.

Kulurakenne



# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

## Värväämön kulurakenne

Värväämön kulurakenne on hyvin samantapainen kuin Enersensen, mutta yhtiön keskittyessä vain henkilöstöpalveluihin on kulurakenteissa pieniä eroja. Vuosina 2016-2018 Värväämö on kasvanut voimakkaasti (noin 35 %) avaamalla toimistoja uusille paikkakunnille Suomessa, minkä takia yhtiön kulurakenne on kasvanut etupainotteisesti suhteessa liikevaihdon kasvuun. Siten yhtiön henkilöstökulut ovat olleet keskimäärin korkeat ja lähes 85 % liikevaihdosta.

Laajentuminen on myös heijastunut uusien toimipisteiden avautumisen myötä liiketoiminnan muihin kuluihin, jotka ovat olleet keskimäärin 10,5 % liikevaihdosta. Materiaalit ja palvelut ovat kuitenkin olleet kohtuullisella noin 2 % tasolla.

Värväämön henkilöstökulut ja muut kulut ovat olleet tyypilliselle henkilöstöpalveluyhtiölle korkeat, mikä on painanut rajallisen kannattavuuspotentiaalin omaavan liiketoiminnan tuloskehitystä. Näkemyksemme mukaan tämä on kuitenkin ymmärrettävää yhtiön keskittyessä voimakkaaseen kasvuun ja suhteellisen kulurakenteen tulisi laskea nykytasolta liikevaihdon kasvun mukana. Olennaista kulurakenteen kehityksen kannalta on, tuleeko kasvu nykyisistä toimipisteistä, jolloin niiden hallinto (mm. liiketoiminnan tukifunktiot, myyntihenkilöstö ja toimipistekulut) skaalautuu hieman. Mikäli yhtiö jatkaisi uusien toimipisteiden avaamista, heijastuisi se myös yhtiön kulurakenteen etupainotteisena kasvuna ja painaisi siten kannattavuutta.

## Taserakenne ja rahoitusasema

Enersensen taserakenne on hyvin kevyt, sillä liiketoiminta ei edellytä oleellista kiinteää omaisuutta. Rajallisen marginaalipotentialin vuoksi liiketoiminnassa tulee mielestämme hyödyntää tuntuvaa velkavipua.

Vuoden 2018 lopun taseen loppusumma oli 19,1 MEUR. Taseen vastaavaa puoli koostuu pääasiassa 8 MEUR:n myyntisaamisista, pääasiassa Värväämön yritystalon myötä syntyneestä 4,2 MEUR:n liikearvosta ja 2,6 MEUR:n likvideistä varoista. Muut taseen erät jäivät nykyisenkin taseen mittakaavassa pieneen osaan, sillä liiketoiminnan luonteeseen ei kuulu olennaisesti varastot eikä aineellinen omaisuus.

Vastattavaa puolella yhtiön 8,8 MEUR:n oma pääoma koostuu pääasiassa listautumisannilla kerätyistä varoista. Korollista velkaa taseen vastaavaa puolella on sekä pitkäaikaista (1,4 MEUR) että lyhytaikaista (0,8 MEUR). Lisäksi lyhytaikaista velkaa kasvattaa 2,9 MEUR:n ostovelat.

Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2018 lopussa 46 % ja nettovelkaantumisaste - 4 %. Arviomme mukaan omavaraisuusaste on yhtiön mukavuusalueella ja mielestämme oikea taso yhtiölle on noin 35-40 % pitkällä aikavälillä.

## Epäorgaaniset kasvumahdollisuudet rajalliset

Nykyistä korkeampi velkavipu olisi mielestämme perusteltua ja siten arvioimme, että yhtiöllä olisi taseen puolesta karkeasti noin 5 MEUR:n verran

liikkumavaraa yritystojoja ajatellen riippuen rahoittajien halukkuudesta myöntää yhtiölle lainaa.

Vuoden 2018 lopussa yhtiö rikkoi pankin myöntämän velkarahoituksen korolliset velat/EBITDA -kovenanttia, jonka yläraja oli 2,5x. Pankki ei käyttänyt oikeuttaan eräännyttää saataviaan, mutta edellytti, että yhtiö pidättäytyy vieraan pääoman ehtoisista yrityskaupoista vuonna 2019. Tämä rajaa lyhyellä tähtämellä mahdollisuuksia tehdä yrityskauppoja ja toisaalta kokonaisuutena liikkumavara yrityskauppojen suhteen ilman kovenanttirikkomustakin on kohtuullisen pieni. Odotamme yhtiön kääntävän käyttökäteensä voitolliseksi ja siten rikkomus ei arviomme mukaan ole pitkäaikainen ongelma.

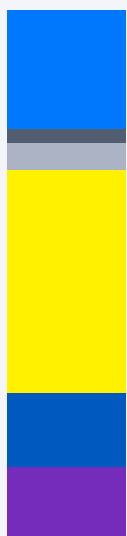
Osakkeen käyttäminen maksuvälineenä yrityskaupoissa on mahdollista, mutta nykyisellä perustellusti matalalla arvostuksella arvoa luovien yritystalojen tekeminen on näkemyksemme mukaan hyvin haastavaa.

# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

Tase (2018)

19,1 MEUR

Vastaavaa



Vastattavaa



■ Liikearvo 4,2 MEUR

■ Käyttöomaisuus 0,5 MEUR

■ Muut pitkäaik. Varat 1 MEUR

■ Myyntisaamiset 8 MEUR

■ Muut lyhytaik. Varat 2,7 MEUR

■ Rahavarat 2,6 MEUR

■ Muut lyhytaik. velat 5,2 MEUR

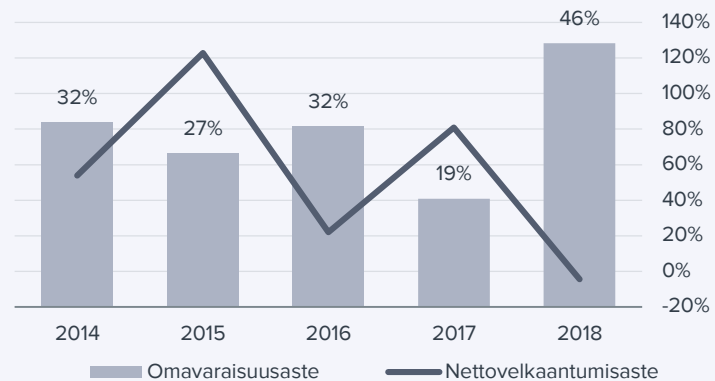
■ Ostovelat 2,9 MEUR

■ Lyhytaik. korollinen velka 0,8 MEUR

■ Pitkäaik. korollinen velka 1,5 MEUR

■ Oma pääoma 8,8 MEUR

Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet 1/2

## Ennustemalli

Ennustamme Enersensen liikevaihdon kehitystä lyhyellä tähtämellä segmenttitasolla ja henkilöstövuokrausmarkkinan kasvun sekä yhtiön projektikannan kasvun kautta. Kulurakennetta ennustamme suhteessa liikevaihdon kehitykseen ottaen huomioon liikevaihdon odotettu jakauma. Sijoittajien kannalta huomioitavaa on, että näkyvyys projektien suhteen on heikko, mikä heikentää liiketoiminnan ennustettavuutta. Keskipitkällä ja pitkällä tähtämellä ennustamme liikevaihdon kasvua odotetun investointitason kehityksen ja markkinoiden pitkän aikavälin kasvupotentiaalin kautta. Pitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme pohjana toimii yhtiön historiallinen kannattavuus ja arviomme yhtiön kannattavuuspotentiaalista.

## Vuoden 2019 ennusteet

Arviomme mukaan Enersensen H1'19:n liikevaihdon kasvua rasittaa edelleen Olkiluoto 3 -projektin alasajo. Vastaavasti liikevaihdon kasvua samalla jaksolla tukee Värväämön liikevaihdon konsolidointi, Flamanvillen ydinvoimaprojektin ylösajo sekä toinen rakennusalan projekti Ranskassa. Tätä taustaa vasten odotamme H1'19:n liikevaihdon kasvun olevan 13 %.

Henkilöstövuokrauksen rakentamisen ja teollisuuden markkina on jatkanut arviomme mukaan maltillista orgaanista kasvua H1:llä ja siten arvioimme Värväämön liikevaihdon kasvun jatkuneen myös vuonna 2019. Enersense [tiedotti](#) alkuvuonna 2019 projektisopimuksista Ranskassa, joiden myötä sen henkilöstömäärä maassa nousi

kevään aikana 35 henkilöstä 150 henkilöön.

Arviomme mukaan merkittävän kokoluokan Flamanvillen ydinvoimaprojekti on päässyt täyteen lentokorkeuteensa H1:n lopulla ja siten odotamme liikevaihdon kasvun voimistuvan H2:lla. Näin ollen vuoden 2019 liikevaihdon kasvun odotamme olevan lähes 29 % ja liikevaihdon nousevan 61 MEUR:oon.

Arviomme mukaan H1:n kannattavuus jää heikoksi, kun jaksolle osuu sekä OL3-projektin alasajo että Flamanvillen ylösajo. Lisäksi odotamme Värväämön kannattavuuden säilyvän matalana, joten konsolidoinnin tulosvaikutus on selvästi liikevaihdon vastaavaa maltillisempi. H2:lla projektikannan liikevaihdon kehityksen tulisi olla alkuvuotta tasaisempaa, mikä antaa arviomme mukaan edellytykset vahvemmalla tuloskehitykselle. Koko vuoden käyttökatemarginaalin ennusteemme on 3,1 %, mikä vastaa 1,9 MEUR:n käyttökateetta.

Poistojen odotamme kasvavan maltillisesti edellisvuodesta mm. liikearvon poistojen myötä, kun taas rahoituskustannukset laskevat normaalille tasolle (vrt. 2018 listautumiskulut). Siten osakekohtainen tulos on ennusteillamme 0,12 euroa matalaa operatiivista tulosta heijastellen, mistä osinkoa odotamme yhtiön maksavan 0,03 euroa. Osinkoon liittyvä epävarmuus on kuitenkin korkea, sillä se on vahvasti riippuvainen yhtiön pääoman allokointipäätöksistä, minkä lisäksi yhtiön strateginen fokus on arviomme mukaan vahvasti kasvussa.

Odotamme yhtiön rahoitusaseman säilyvän tuloskäänteen myötä hyvänä ja ennusteillamme yhtiöllä on vuoden 2019 lopussa pieni nettokassa (2019e nettovelkaantumisaste - 7 %). Myös yhtiön omavaraisuusaste säilyy hyvällä tasolla ollen 42 %.

Enersensen on ohjeistanut sen vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan merkittävästi. Lisäksi yhtiö kommunikoi näkymissään panostavansa kannattavuuden kehitykseen kuluvana vuonna. Siten ennusteemme on linjassa abstraktin ohjeistuksen kanssa.

## Vuoden 2020 ennusteet

Vuoden 2020 osalta näkyvyys on toistaiseksi heikko, sillä epävarmuutta liittyy etenkin suuren kokoluokan Flamanville-projektin kestoon. Ennusteissamme odotamme sen kuitenkin jatkuvan vielä vuoden 2020 aikana, mutta kasvua projekti ei ennusteissamme tuo vuonna 2020. Odotamme liikevaihdon kuitenkin kasvavan maltillisesti 62,4 MEUR:oon (kasvu 2,4 %) pääasiassa henkilöstövuokrauksen kasvun myötä. Tämä on huomattavasti liiketoiminnan edellisten vuosien kasvua hitaampi odotus, mutta mielestämme varovaisuus liiketoiminnan kasvun suhteen on perusteltua rakentamisen ja teollisuuden näkyvät huomioiden.

Yhtiön sopima [aiesopimus](#) Turkin ydinvoimaprojektiin liittyen sekä merkittävät teollisuuden investoinnit Suomessa antavat vuodesta 2020 alkaen ennusteitamme vahvemmat kasvumahdollisuudet, minkä lisäksi yhtiöllä on kasvuaiahioita Saksassa ja Norjassa.

## Ennusteet 2/2

Turkin-projekti on jo rakennusvaiheessa, mutta tietty epävarmuutta liittyy käsityksemme mukaan sen rahoitukseen, minkä lisäksi epävarmuutta kasvattaa hankkeen poliittiset riskit. Siten kokonaisuutena konkretia näiden osalta on vähäinen, joten niihin nojaaminen ei mielestämme ole perusteltua tässä vaiheessa. Lisäksi vuoden 2020 liikevaihdon tasoon liittyy riski Flamanvillen jatkumisen osalta. Mikäli projektin alasajo alkaa jo vuonna 2020, on liikevaihdon ennusteissamme laskuvaraa. Tämä nostaa ennusteisiin sisältyviä riskejä yli vuoden 2019 katsottaessa.

Odotamme kannattavuuden vuonna 2020 vahvistuvan hieman liikevaihdon kehityksen tasaantumisen myötä, mutta ennustamamme 3,9 %:n käyttökatemarginaali on yhtiölle kuitenkin maltillinen taso. Arviomme mukaan korkeampi kannattavuus vaatisi kasvun vauhdittumista asiantuntijaresursseissa, sillä nykyisessä kokoluokassa henkilöstövuokrauksen kannattavuustaso jää arviomme mukaan maltilliseksi myös vuonna 2020.

Poistojen ja rahoituskulujen odotamme pysyvän edellisvuoden tasolla ja veroasteen nousevan Ranskan korkeamman yhteisöveron myötä. Siten vuoden 2020 EPS:n ennusteemme on 0,17 euroa, josta odotamme yhtiön jakavan osingonjakopolitiikkansa mukaisen 0,06 euron osingon. Yhtiön rahoitusasema ja tase vahvistuu tulosta heijastellen maltillisesti ja omavaraisuusaste nousee ennusteillamme vuonna 2020 44 %:iin ja nettovelkaantumisaste painuu 13 % negatiiviseksi (ts. yhtiön nettokassa

vahvistuu).

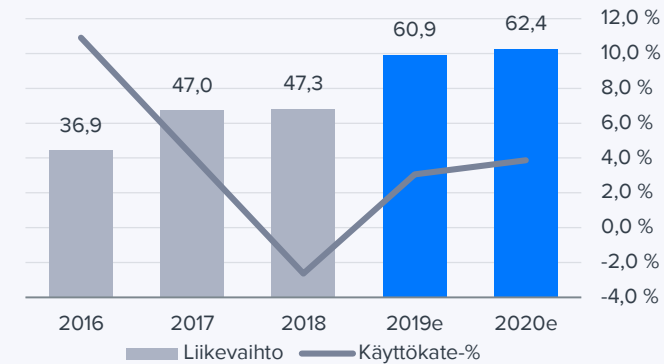
### Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä Enersensen kasvun määrittelee pitkälti teollisuuden keskiuuret ja suuret investoinnit, henkilöstöpalvelumarkkinan kehitys ja yhtiön kilpailukyky. Markkinoiden kehityksen odotamme olevan riippuvaista suhdannetilanteesta, kun taas arviomme mukaan yhtiöllä ei ole erityisen vahvoja kilpailuetuja. Toisaalta Väräämön vahva viime vuosien kasvu kasvattaa luottamusta sen toimivaksi todettuun kokonaiskonseptiin.

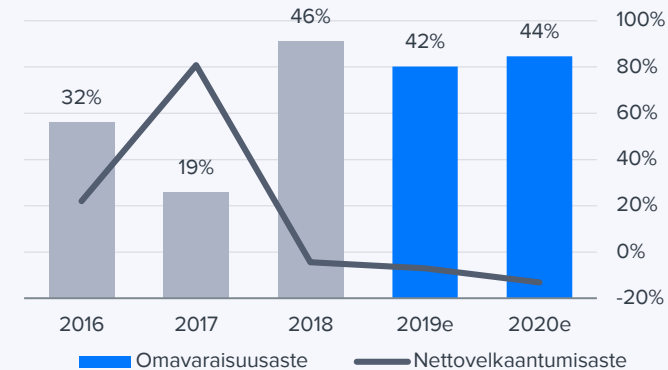
Investointitason arviointi pitkällä tähtäimellä on haastavaa ja siten käytämme keskipitkän ja pitkän tähtäimen kasvun ennusteemme pohjana yleistä talouskasvua. Huomioitavaa on kuitenkin, että yhtiön asiakasalojen luonne huomioiden liikevaihdon kehitys todennäköisesti kasvaa (laskee) vivulla suhteessa yleiseen talouskehitykseen. Vuosien 2021-2027 liikevaihdon kasvun ennusteemme ovat 1,4-3,8 %. Yhtiön kannattavuuden odotamme vastaavalla jaksolla olevan selvästi alle tavoitetason, mutta linjassa historiallisen kehityksen kanssa noin 3-4,5 % tasolla (liikevoitto-%).

Heikon näkyvyyden takia keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Siten näiden ennusteiden merkitys on osakkeen arvon muodostuksen kannalta rajallinen ja käytämmekin niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteidemme tukena laatimassamme DCF-mallissa.

### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



### Taseen avainlukujen kehitys





# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>47,0</b>	<b>25,4</b>	<b>22,0</b>	<b>47,3</b>	<b>28,7</b>	<b>32,3</b>	<b>60,9</b>	<b>62,4</b>	<b>63,3</b>	<b>64,3</b>
Resurssit	39,4	19,8	17,3	37,1	23,0	27,0	50,0	51,2	51,7	52,4
Digitaaliset ratkaisut ja palvelut	1,3	0,7	0,4	1,0	0,6	0,6	1,1	1,2	1,2	1,3
Suunnittelu ja tuotanto	6,3	4,9	4,3	9,2	5,1	4,7	9,8	10,1	10,4	10,7
<b>Käyttökate</b>	<b>1,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,8	-0,2	-1,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
Verot	-0,5	0,0	0,5	0,5	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,22</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,20</b>	<b>0,03</b>	<b>0,09</b>	<b>0,12</b>	<b>0,17</b>	<b>0,22</b>	<b>0,23</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,22</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,32</b>	<b>0,03</b>	<b>0,09</b>	<b>0,12</b>	<b>0,17</b>	<b>0,22</b>	<b>0,23</b>

Tunnusluvut	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	27,5 %			0,6 %	13,0 %	46,8 %	28,7 %	2,5 %	1,4 %	1,7 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>								40,8 %	12,6 %	0,9 %
<b>Käyttökate-%</b>	4,1 %	0,9 %	-6,7 %	-2,6 %	2,5 %	3,6 %	3,1 %	3,9 %	4,1 %	3,9 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,7 %	0,4 %	-8,0 %	-3,5 %	1,5 %	2,6 %	2,1 %	2,8 %	3,2 %	3,1 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,1 %	-1,9 %	-6,5 %	-4,1 %	0,7 %	1,7 %	1,2 %	1,7 %	2,0 %	2,1 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/2

## Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Enersensen arvonmääritystä ensisijaisesti absoluuttisilla arvostuskertoimilla, joita suhteutamme myös kansainvälisen verrokkiryhmän kertoimiin. Yhtiön liiketoiminnalle relevanteimmat kertoimet ovat pääasiassa tulos pohjaiset P/E- ja taserakenteen huomioiva EV/EBITDA -kertoimet. Yhtiön taseessa ei ole olennaisesti kiinteää omaisuutta, josta yhtiön arvo saisi tukea ja siten tase pohjaisista P/B-kerrointa emme pidä yhtiölle relevanttina mittatikkuna. Lisäksi käytämme arvonmäärityksen kassavirtalaskelmaa (DCF). Huomioitavaa on kuitenkin, että sen soveltuvuus projektivetoisen ja suhdanneherkän liiketoiminnan arvonmääritykseen on heikohko ja siten kassavirtamallin rooli on toimia tulos pohjaisen arvonmäärityksen tukena.

Tulostasoon ja pääoman allokontiin liittyvän korkean epävarmuuden takia näkyvyys osingon kehitykseen on hyvin rajallinen ja siten yhtiön osinkotuottoon ei mielestämme ole perusteltua tukeutua erityisen vahvasti. Osinkoa on mielestämme perusteltua pitää pääasiassa tuotto-odotusta tukevana komponenttina.

Näkemyksemme mukaan muun muassa seuraavat tekijät vaikuttavat Enersenselle hyväksyttävään arvostustasoon:

- + Hyvä pidemmän aikavälin track-record kasvusta
- + Taseen nettokassa tuo puskuria kannattavuuskäännettä odottaessa
- + Matala arvostus voi houkutella teollista ostajaa,

joka pyrkii konsolidoimaan markkinaa

- Suurten projektien liikevaihtokuormaan liittyvä epäjatkuvuus ja heikko näkyvyys ulkopuolelta

- Talouskehitykseen ja sitä kautta markkinan kehitykseen liittyvät riskit

- Kannattavuuden nousuun liittyvä epävarmuus

- Vahvojen kilpailuetujen puute toimialalla.

## Absoluuttiset kertoimet ovat korkeat vuodelle 2019

Enersensen vuoden 2019 EV/EBITDA-kerroin on 6x, mitä pidämme yhtiölle melko neutraalina tasona. Vastaava P/E-kerroin on kuitenkin korkea 16,5x, mikä heijastelee absoluuttisesti matalaa operatiivista tulostasoa, jonka takia nettotulos jää alhaiseksi. Taso on mielestämme yli yhtiölle hyväksyttävän tason ja siten kokonaisuutena tulos pohjaiset kertoimet vuodelle 2019 ovat haastavat, kun huomioidaan myös tuloskäänteeseen liittyvät riskit. 33 %:n osingonjakosuhteella 2019e osinkotuotto on ennusteellamme matala 2 %.

Heikon kannattavuuden vuoksi yhtiötä hinnoitellaan liikevaihtopohjaisesti vuoden 2019 ennusteilla matalalla 0,2x EV/liikevaihto-kertoimella. Mielestämme liikevaihtopohjaisessa arvostuksessa ei ole perusteltua laskuvaraa nykytasolta, sillä yhtiön nettokassapositio tuo puskuria kannattavuuskäännettä odotellessa eikä yhtiö arviomme mukaan ajaudu tasekriisiin vaikka kannattavuuskäännä venyisi vuoteen 2020.

Vuoden 2020 EV/EBITDA- ja P/E-kertoimet ovat

4x ja 11,5x, mitkä ovat kokonaisuutena matalat ja näemme niissä maltillista nousuvaraa, jos yhtiön kannattavuuskäännä realisoituu ennusteidemme mukaisesti. Vastaava EV/Liikevaihto-kerroin on edelleen matala 0,2x, mikä olisi mielestämme perusteltavissa, mikäli yhtiön liiketoimintamalli ei olisi kestäväällä pohjalla ja/tai liiketoiminnan kannattavuuskäännettä ei olisi realistista odottaa lähitulevaisuudessa. Siten ensi vuoteen katsottaessa arvostus muuttuu kokonaisuutena jo melko houkuttelevaksi, mutta korostamme, että epävarmuus ensi vuoden suhteen on keskimääräistä korkeampi heikon näkyvyyden takia. Ennusteillamme vuoden 2020e osinkotuotto nousee kohtuulliselle tasolle 3 %:iin.

## Verrokkiryhmän arvostus

Enersensen liiketoiminta-alueet ovat hyvin erilaiset, mikä tulee myös huomioida suhteellisessa arvostuksessa. Kokonaisuutena projektien resursointiliiketoiminta ja henkilöstövuokraus muodostaa kuitenkin suurimman osan liikevaihdosta ja tuloksesta. Lisäksi näkemyksemme mukaan yhtiön arvo muodostuu pääosin näiden liiketoimintojen kautta.

Laatimamme kansainvälinen verrokkiryhmä sisältää Resurssit -liiketoimintaan verrattavia insinööritoimistoja, joiden liiketoimintamalli on kohtuullisen lähellä Enersensen Resurssit-liiketoiminta-alueen vastaavaa. Lisäksi olemme sisällyttäneet verrokkiryhmään pääsääntöisesti henkilöstövuokrausliiketoimintaan keskittyviä yhtiöitä.

## Arvonmääritys 2/2

Verrokkiryhmän 2019 mediaani P/E-kerroin on 13x, mihin suhteutettuna Enersense arvostetaan noin 30 %:n preemiolla. Vastaava EV/EBITDA-kerroin on lähes 8x, mihin suhteutettuna Enersensen 23 %:n suhteellinen alennus ei mielestämme ole suuri vääryys verrokkien suuremman kokoluokan ja toisaalta vakaamman tuloskehityksen takia. Absoluuttisesti verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena melko neutraalit.

Vuoden 2020 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimilla suhteellinen alennus on 5 % ja 44 %. Etenkin nettokassan huomioivan EV-pohjaisen arvostuseron vuoksi näemme vuoden 2020 suhteellisessa alennuksessa kaventumisen varaa, olettaen, että yhtiön tulospääntee toteutuu odottamallamme tavalla. Näin ollen suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta yli vuoden 2019 katsottaessa.

### DCF-malli

DCF-mallin mukainen arvo yhtiön osakkeelle on 2,9 euroa osakkeelta. On huomioitava, että projektivetoisuudesta johtuen liikevaihdon ja tuloksen kehitys voi olla Enersensellä keskimääräistä epävakaampaa. Malli taas on herkkä ennustemuutoksille, etenkin terminaaliarvon osalta, mikä heikentää sen soveltuvuutta Enersensen arvonmääritykseen.

Kassavirtamallimme pohjana käytämme pitkän aikavälin ennusteitamme ja terminaalijakson liikevaihdon kasvun odotus on 2 % ja liikevoittomarginaalin 3 %. Siten

kannattavuusolettama on konservatiivinen myös yhtiön historialliseen kannattavuuteen peilattaessa (2012-2018 keskimääräinen liikevoitto-% 4,2 %). Mallissa terminaalijakson painoarvo on 44 %, mitä pidämme maltillisena tasona.

DCF-mallissa oman pääoman kustannus on suhteellisen korkea 12,1 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä selvästi korkeampaa riskiprofiilia (liiketoiminnan riskiprofiili ja osakkeen heikko likviditeetti) ja heikkoja lyhyen tähtäimen näyttöjä tuloksenteosta. Näiden tekijöiden vuoksi näemme keskimääräistä korkeamman turvamarginaalin perusteltuna. Alhaisen vieraan pääoman kustannuksen vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin mallissamme 10,5 %:n tasolle.

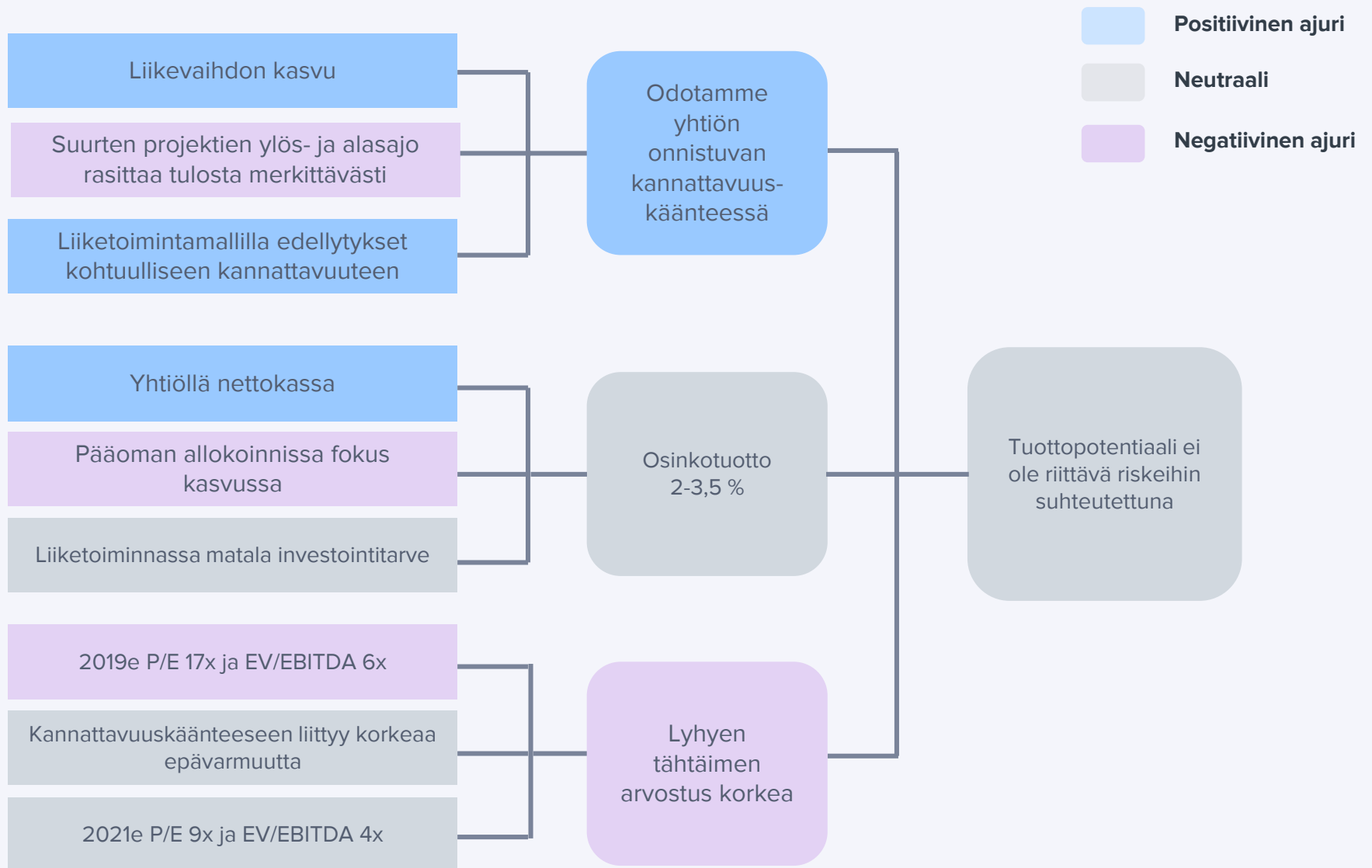
### Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Enersensen 2,0 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme, sillä näkemyksemme mukaan tulospäänteeeseen liittyvä epävarmuus puoltaa lyhyellä tähtäimellä varovaisuutta.

Yhtiön historialliseen kehitykseen suhteutettuna maltillista kannattavuuskäännettä ennakoivilla ennusteillamme pidämme yli vuoden 2019 katsottavaa tulospohjaista arvostusta jo maltillisen houkuttelevana. Emme kuitenkaan ole valmiita nojaamaan tähän potentiaaliin lyhyen tähtäimen riskiprofiilin ollessa korkealla etenkin H1:llä suurten projektien ylös- ja alasajovaiheessa, joiden ajoituksiin näkyvyys on hyvin heikko. Olennaista laskuvaraa emme osakkeessa myöskään näe matalan liikevaihtopohjaisen arvostuksen ja yhä kohtuullisen tukevan taseaseman vuoksi.

Pidemmällä tähtäimellä liiketoiminnan nykyistä korkeampaa arvoa puoltaa vuoden 2020 arvostuskertoimien lisäksi kassavirtamalli. Huomioitavaa mielestämme on myös, että nykyisellä hyvin matalalla liikevaihtopohjaisella arvostuksella Enersense on mielestämme jossain määrin potentiaalinen yritysostokohde.

# Osaketuoton ajurit 2019e-2021e



# Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Sweco	260,20	2988	3506	18,1	16,1	12,0	11,1	1,6	1,5	23,1	20,9	2,3	2,5	4,5
ÅF	220,20	2267	2209	18,8	14,1	13,3	10,4	1,4	1,3	19,7	16,4	2,6	2,9	2,5
Etteplan	10,05	251	281	11,5	10,6	7,3	6,9	1,0	0,9	14,0	13,6	3,5	3,7	3,2
Kelly Services Inc	26,25	912	950							10,6	9,9			
ManpowerGroup Inc	89,48	4869	5372	7,9	7,6	7,3	6,9	0,3	0,3	11,6	11,0	2,3	2,3	2,2
Navigant Consulting Inc	23,78	831	738							25,2	22,2			
Robert Half International Inc	58,56	6248	6008	10,7	10,2	9,7	9,3	1,1	1,0	14,9	14,2	2,1	2,3	5,9
Groupe Crit SA	59,10	665	658	4,8	3,9	4,0	3,2	0,2	0,2	9,3	8,7	1,7	1,8	1,1
Adecco Group AG	53,64	7914	9018	8,9	8,4	8,0	7,3	0,4	0,4	11,5	11,1	4,6	4,8	2,0
Staffline Group PLC	124,40	95	165	6,9	4,5	6,0	4,0	0,1	0,1	1,9	1,3	11,3	11,6	
VMP	5,10	75	91	16,4	12,2	6,1	5,4	0,5	0,5	7,8	6,6	4,9	5,4	1,4
Cross Country Healthcare	9,04	297	349	47,6	21,4	18,0	11,4	0,5	0,5	181,0	42,9			1,5
Sthree	272,50	395	399	6,3	5,8	5,7	5,2	0,3	0,3	8,0	7,4	5,9	6,2	2,8
Kforce	35,41	807	881	11,3	10,2	9,9	8,9	0,7	0,6	14,9	13,0	2,0	2,0	3,6
<b>Enersense (Inderes)</b>	<b>2,00</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>8,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>4,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>16,5</b>	<b>11,5</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>14,1</b>	<b>10,4</b>	<b>8,9</b>	<b>7,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>25,3</b>	<b>14,2</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>2,8</b>
<b>Mediaani</b>				<b>11,0</b>	<b>10,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>12,8</b>	<b>12,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>				<b>-21%</b>	<b>-43%</b>	<b>-23%</b>	<b>-40%</b>	<b>-64%</b>	<b>-64%</b>	<b>29%</b>	<b>-5%</b>	<b>-23%</b>	<b>4%</b>	<b>-51%</b>

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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	36,9	47,0	47,3	<b>60,9</b>	<b>62,4</b>	EPS (raportoitu)	0,64	0,22	-0,32	<b>0,12</b>	<b>0,17</b>
Käyttökate	4,0	1,9	-1,2	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	EPS (oikaistu)	0,64	0,22	-0,20	<b>0,12</b>	<b>0,17</b>
Liikevoitto	3,9	1,7	-1,7	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	Operat. kassavirta / osake	0,63	0,38	0,06	<b>0,18</b>	<b>0,31</b>
Voitto ennen veroja	3,7	1,5	-2,7	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,57	0,26	0,35	<b>0,10</b>	<b>0,20</b>
Nettovoitto	2,9	1,0	-1,9	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	Omapääoma / osake	0,84	0,61	1,52	<b>1,64</b>	<b>1,77</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,04</b>	<b>0,06</b>

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	11,9	14,6	19,1	<b>22,8</b>	<b>23,7</b>	Liikevaihdon kasvu-%	114 %	27 %	1 %	<b>29 %</b>	<b>2 %</b>
Oma pääoma	3,8	2,8	8,8	<b>9,5</b>	<b>10,3</b>	Käyttökateen kasvu-%	226 %	-52 %	-164 %	<b>-250 %</b>	<b>30 %</b>
Liikearvo	0,0	0,1	4,2	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	232 %	-56 %	-197 %	<b>-175 %</b>	<b>41 %</b>
Nettovelat	0,8	2,3	-0,4	<b>-0,7</b>	<b>-1,3</b>	EPS oik. kasvu-%		-66 %	-193 %	<b>-159 %</b>	<b>44 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	10,9 %	4,1 %	-2,6 %	<b>3,1 %</b>	<b>3,9 %</b>
Käyttökate	4,0	1,9	-1,2	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	Oik. Liikevoitto-%	10,6 %	3,7 %	-3,5 %	<b>2,1 %</b>	<b>2,8 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	0,3	1,3	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	Liikevoitto-%	10,6 %	3,7 %	-3,5 %	<b>2,1 %</b>	<b>2,8 %</b>
Operatiivinen kassavirta	2,8	1,7	0,4	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	ROE-%	103,1 %	30,3 %	-32,5 %	<b>7,7 %</b>	<b>10,2 %</b>
Investoinnit	-0,3	-0,5	-4,7	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	ROI-%	67,8 %	25,1 %	-17,9 %	<b>10,4 %</b>	<b>12,7 %</b>
Vapaa kassavirta	2,6	1,2	2,1	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	Omavaraisuusaste	31,8 %	19,0 %	46,3 %	<b>41,7 %</b>	<b>43,6 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	22,0 %	80,9 %	-4,4 %	<b>-7,0 %</b>	<b>-13,0 %</b>

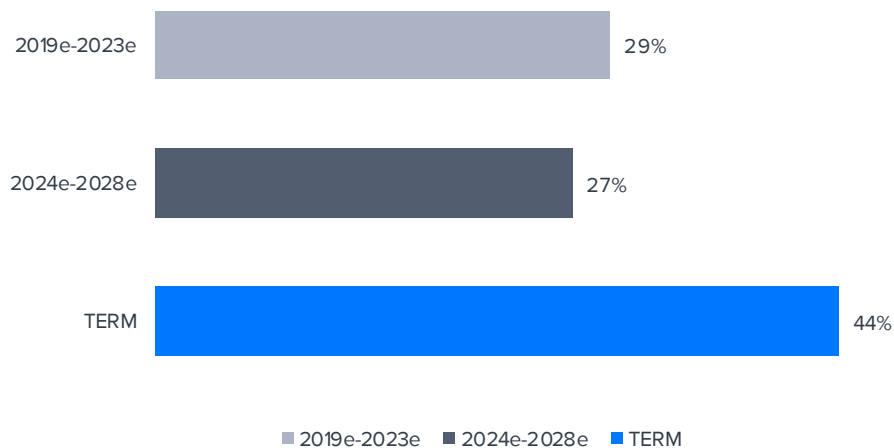
Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Corporatum Oy	76,2 %	EV/Liikevaihto	0,0	0,6	0,4	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,6 %	EV/EBITDA (oik.)	0,2	14,9	neg.	<b>5,9</b>	<b>4,3</b>
Holopainen Jussi	2,7 %	EV/EBIT (oik.)	0,2	16,8	neg.	<b>8,7</b>	<b>5,8</b>
Palosaari Janne	1,7 %	P/E (oik.)	0,0	26,8	neg.	<b>16,5</b>	<b>11,5</b>
Tukinvest Oy	1,7 %	P/B	0,0	9,6	2,1	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
Palosaari Joonas	1,1 %	Osinkotuotto-%		0,0 %	0,0 %	<b>2,0 %</b>	<b>3,0 %</b>

Lähde: Inderes

# DCF-malli

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	0,5	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	1,3	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoninvestoinnit	-4,7	-0,5	-0,6	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-4,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	
+/- Muut	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,1	0,6	1,2	1,3	1,5	1,9	1,9	2,0	2,2	1,6	1,6	19,0
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>7,4</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		16,9	16,3	15,3	14,3	13,2	12,0	10,8	9,7	8,7	8,0	7,4
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>16,9</b>										
- Korolliset velat		-2,2										
+ Rahavarat		2,6										
-Vähemmistöosuus		0,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>17,5</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2,9</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,65
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>12,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,5 %</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>1,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>
Liikearvo	0,1	4,2	4,2	4,2	4,2
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>17,2</b>	<b>18,1</b>	<b>19,0</b>
Vaihto-omaisuus	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
Muut lyhytaikaiset varat	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3
Myyntisaamiset	8,9	8,0	9,4	9,7	9,8
Likvidit varat	2,0	2,6	5,2	5,8	6,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>14,6</b>	<b>19,1</b>	<b>22,8</b>	<b>23,7</b>	<b>24,7</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>2,8</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>10,3</b>	<b>11,3</b>
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,3	0,3	1,1	1,9	2,8
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	0,5	8,6	8,6	8,6	8,6
Vähemmistöosuus	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	1,5	1,8	1,8	1,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>11,5</b>	<b>8,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,6</b>	<b>11,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	4,0	0,8	2,7	2,7	2,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	2,9	3,7	3,7	3,8
Muut lyhytaikaiset velat	3,4	5,2	5,2	5,2	5,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>14,6</b>	<b>19,1</b>	<b>22,8</b>	<b>23,7</b>	<b>24,7</b>



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.4.2018	Osta	6,70 €	5,30 €
31.8.2018	Osta	6,00 €	4,61 €
5.10.2018	Osta	6,00 €	4,56 €
1.2.2019	Myy	3,00 €	3,75 €
18.3.2019	Vähennä	2,30 €	2,24 €
5.6.2019	Vähennä	2,00 €	1,94 €
18.7.2019	Vähennä	2,00 €	2,00 €



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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



2015, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017  
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018  
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2018  
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**