

Enersense

Seurannan aloitus

4/2018

**inde
res.**

Voimakkaasti kasvava resurssienhallinnan asiantuntija

Aloitamme Enersensen seurannan 6,7 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Enersense on teollisuuden suurten rakennus- ja huoltohankkeiden optimoija ja sijoitusprofiililtaan puhdas kasvuyhtiö. Yhtiön viimeisen viiden vuoden keskimääräinen liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin 25 % vuodessa (2013-2017). Pitkällä aikavälillä yhtiön tulospotentiali on melko vakaana kannattavuuspotentiaalin vuoksi riippuvainen liikevaihdon kasvusta. Yhtiön hyvä track-record ja markkinoiden kasvukuva huomioiden yhtiöllä on kaikki edellytykset jatkaa ripeää kasvua lähivuosina.

Teollisuusprojektien asiantuntijayritys

Enersense on teollisuuden projektihallinnan, -resursoinnin ja -tuotannon optimoija. Yhtiö fokusoi teollisuuden projekteihin ja sen päätoimialat ovat energia-, rakennus- ja telakkateollisuus. Yhtiön ydinliiketoimintaa on tarjota vaativiin projekteihin asiantuntijoita ja työvoimaa, joita yhtiö rekrytoi omille palkkalistoille ja välittää asiakkaiden projekteihin. Lisäksi yhtiö rakentaa asiakkaille teräsrakenteita ja tuottaa niiden pintakäsittelyä sekä myy E-Sense-palvelualustaa. Yhtiön kolme liiketoiminta-aluetta ovat Resurssit, Digitaaliset ratkaisut ja palvelut sekä Suunnittelu ja tuotanto.

Vahvat kasvunäkymät

Enersensellä on vahvat näytöt kasvusta viimeiseltä viideltä vuodelta (liikevaihdon kasvu CAGR-% 25 %). Yhtiön teollisuuden kohdemarkkinat ovat hyvässä kasvuvaiheessa, minkä lisäksi näkemyksemme mukaan työmarkkinoiden murros tarjoaa hyvät kasvuedellytykset Enersensen kaltaiselle henkilöstöresurssien tarjoajalle. Ennustamme vuoden 2018 liikevaihdoksi on 58 MEUR ja odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun yltävän noin 14 %:iin (CAGR-%) seuraavan kolmen vuoden aikana (2018-2020). Yhtiön kannattavuuspotentiaali on liiketoimintamallin vuoksi melko vakaa ja mielestämme Enersensellä on edellytykset suhteellisen vakaaseen liikevaihdon kasvun mukaiseen tulospotentialiin pitkällä aikavälillä. Vuonna 2017 yhtiön kannattavuus kärsi mittavista etupainotteisista kasvupanostuksista, mutta odotamme kannattavuuden normalisoituvan lyhyellä tähtäimellä. Ennustamme yhtiön (oik.) käyttökate-%:n olevan keskimäärin 6,9 % vuosina 2018-2020.

Arvostus painui houkuttelevaksi kurssilaskun myötä

Käytämme Enersensen arvonmäärityksessä absoluuttista arvostusta, suhteellista arvostusta, kassavirtamallia ja osien summa-laskelmaa. Näkemyksemme Enersensen käyvästä arvosta on 37,7 MEUR (6,7e/osake), kun huomioidaan annin tuomat nettovarot. Ennusteillamme vuoden 2018 EV/EBITDA-kerroin on maltillinen 7x ja se laskee tulospotentialin myötä vuoden 2019 ennusteilla houkuttelevalle tasolle 6x. Vastaavat EV/liikevaihto-kertoimet ovat maltilliset 0,4x. Mielestämme antivarat tarjoavat yhtiölle hyvät lähtökohdat kasvustrategian toteuttamiselle, vaikkakin annissa kerätyt varat jäivät tavoitellusta määrästä. Odotamme edelleen yhtiön olevan aktiivinen epäorgaanisen kasvun tavoittelussa ja pidämme yritystietoja seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä todennäköisenä. Olemme ennusteillamme alle yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteiden ja mikäli yhtiö yltää tavoitteisiinsa on sijoittajan tuotto-odotus erinomaisella tasolla.

Enersense seurannan aloitus

25.04.2018

Analytiikot

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



Sauli Vilén
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Osta

Edellinen: -



6,70

Edellinen: -

Osakekurssi: 5,3 EUR

Potentiaali: + 26,4 %

Avainluvut

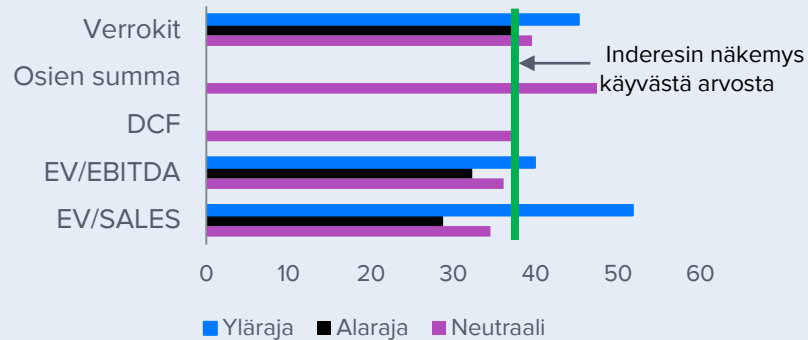
	2017	2018e*	2019e	2020e
Päätöskurssi (EUR)	-	5,3	5,3	5,3
Markkina-arvo (MEUR)		29,8	29,8	29,8
EV (MEUR)		25,9	25,6	24,6
P/E (oik.)		11,8	9,7	8,4
EV/S		0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA		6,9	5,9	4,9
Osinkotuotto-%	-	1,9 %	3,1 %	3,6 %

	2017	2018e*	2019e	2020e
Liikevaihto (MEUR)	47,0	57,6	63,9	69,5
-kasvu %	27,5 %	22,5 %	10,9 %	8,7 %
EBITDA oik. (MEUR)	1,9	3,8	4,4	5,1
-EBITDA-%	4,1 %	6,5 %	6,8 %	7,3 %
PTP (MEUR)	1,5	2,5	3,8	4,4
EPS (oik.)	0,22	0,45	0,55	0,63

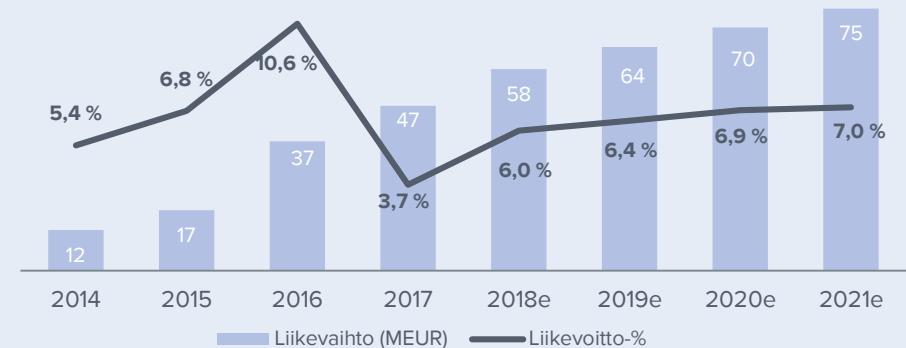
Lähde: Inderesin ennuste

* Annin kulut oletettu 0,7 MEUR

Yhteenveto arvonmäärittämisestä (MEUR)



Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



MCAP
29,8
MEUR

P/E (oik.)
12x
2018e

EV/S
0,4x
2018e

EV/EBITDA
6,9x
2018e



Arvoajurit

- Markkinoiden kasvu tarjoaa hyvät edellytykset jatkaa ripeää kasvua
- Liiketoimintamalli mahdollistaa pitkällä aikavälillä vakaan kannattavuuden
- Yhtiöllä hyvä track-record kannattavasta kasvusta



Riskitekijät

- Merkittävä osuus liikevaihdosta 5 suurimmalta asiakkaalta, jossa yksi merkittävän kokoluokan hankekokonaisuus
- Työvoiman saatavuus voi hidastaa kasvua nykyisessä vahvassa suhdanteessa
- Alihankinta nostaa koko yhtiön riskiprofilia



Arvostus

- Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat matalat
- Mikäli yhtiö yltää tavoitteisiinsa on arvostuksessa selvää nousuvaraa keskipitkällä aikavälillä
- Verrokkeja korkeampi riskiprofiili heijastuu hyväksyttäviin kertoiin

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	s. 5-6
Sijoitusprofiili	s. 7-8
Liiketoimintamalli	s. 9-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 13-17
Markkinat ja kilpailukenttä	s. 18-21
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	s. 22-23
Ennusteet	s. 24-27
Arvonmääritys	s. 28-31
Taulukot	s. 32-36
Vastuuvapauslauseke	s. 37

Yhtiökuvaus

Projektiresurssien optimoija

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.

Käytännössä yhtiön ydinliiketoimintaa on tarjota vaativiin 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. Noin 70 % yhtiön työvoimasta Suomessa oleviin projekteihin hankitaan ulkomailta ja ulkomaisen työvoiman hankintaosaaminen on yhtiön kilpailuetu. Enersense tekee myös alihankintaa suurelta osin laivanrakennusteollisuudelle, minkä tarkoituksena on tukea ydinliiketoiminnan myyntiä yhdessä SaaS-mallilla toimivan E-Sense-palvelun kanssa.

Liiketoimintarakenne

Enersensen liiketoimintarakenne jakautuu kolmeen toisiaan tukevaan liiketoiminta-alueeseen:

- **Resurssit** on yhtiön ydinliiketoimintaa ja muodostaa liikevaihdon suurimman osan (2017: 84 %). Liiketoiminta-alueen ytimessä on projektien asiantuntija- ja työvoimaresursointi. Resurssit myy projekteihin asiantuntijoita niin projektien suunnitteluun kuin myös turvallisuuden hallintaan, työnvalvontaan, laadunvarmistukseen ja perinteiseen

työvoimaan. Liiketoiminta-alueeseen kuuluu myös Staffit-henkilöstövuokrausliiketoiminta. Staffit harjoittaa henkilöstövuokrausta yhtiön keskeisillä teollisuuden asiakasaloilla. Lisäksi Staffit toteuttaa asiakkaan toimeksiannoista rekrytointiprosessin ja tarjoaa mahdollisuuden kokonaisvaltaisiin ulkoistuksiin mm. laitoshuollon, vartioinnin 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 teräsrakenneturakointiin ja se tarjoaa tuotannon ja kokoonpanon lisäksi asennuspalveluja. Liiketoiminta-alueen liikevaihto toi 13 % Enersensen vuoden 2017 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 (3 % liikevaihdosta 2017) liiketoiminta-alueen taloudellinen vaikutus on ainakin toistaiseksi konsernin mittakaavassa pieni.

Historiallinen kehitys

Vuonna 2005 perustettu yhtiö on kasvanut voimakkaasti viime vuosina. Viimeisen viiden vuoden keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu (CAGR-%) on ollut noin 25 % ja vuonna 2017 yhtiö ylsi 47 MEUR:n liikevaihtoon ja 1,9 MEUR:n käyttökatteeseen. Kasvuvaiheessa yhtiö on myös pystynyt ylläpitämään

liiketoimintamallin potentiaaliin nähden kohtuullista kannattavuutta, kun sen käyttökatemarginaali on ollut 5,7 %:n (2014) ja 10,9 %:n välissä (2016). Vuonna 2017 kannattavuus kuitenkin heikkeni selvästi ja käyttökatemarginaali laski heikolle tasolle 4,1 %:iin. Vuoden 2017 luvut sisältävät kuitenkin jossain määrin kertaluonteisia kasvupanostuksia mm. lähivuosien kasvun tueksi, joten arviomme mukaan vuoden 2017 taso ei heijastele yhtiön normaalia kannattavuustasoa. Odotammekin yhtiön kannattavuuden ylittävän vuoden 2017 tason lähivuosina selvästi.

Kasvun aika on nyt, mutta se sitoo pääomaa

Yhtiöllä on kunnianhimoiset kasvutavoitteet, joihin suhtaudumme lähtökohtaisesti positiivisesti. Näkemyksemme mukaan yhtiön on tärkeää kasvaa nyt, kun työmarkkinoilla on meneillään toimintamallien murros ja esimerkiksi teollisuuden alalla henkilöstövuokrausmarkkina on verrattain alkuvaiheessa. Kasvu on tärkeää, koska vahvoja kilpailuita alalla ei ole saavutettavissa ja uskomme pitkällä aikavälillä voittajien olevan suuret ja koon ansiosta tehokkaasti toimivat organisaatiot. Arviomme mukaan markkinoilla pitkässä juoksussa voittajia ovat myös suuret ja vahvojen referenssien toimijat.

Yhtiön kasvutavoitteet pohjautuvat sekä orgaaniseen että epäorgaaniseen kasvuun, jotka molemmat edellyttävät pääomia, minkä takia yhtiö keräsi pääomia listautumisannilla. Yhtiön liiketoimintamallin vuoksi orgaaninen kasvu sitoo käyttöpääomaa ja siten pelkästään tulo-rahoituksen turvin rahoitettava kasvu rajoittaisi arviomme mukaan lähivuosien kasvuvauhtia.

Enersense lyhyesti

Enersense on teollisuuden projekteihin erikoistunut rekrytoinnin ja resurssienhallinnan asiantuntija.

2005

PERUSTAMISVUOSI

2018

Listaus First Northiin

+ 25 %

Keskimääräinen liikevaihdon kasvu 2013-2017

47 MEUR (+27,5 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

1,9 MEUR (4,1 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE 2017

662

Henkilöstö
keskimäärin 2017

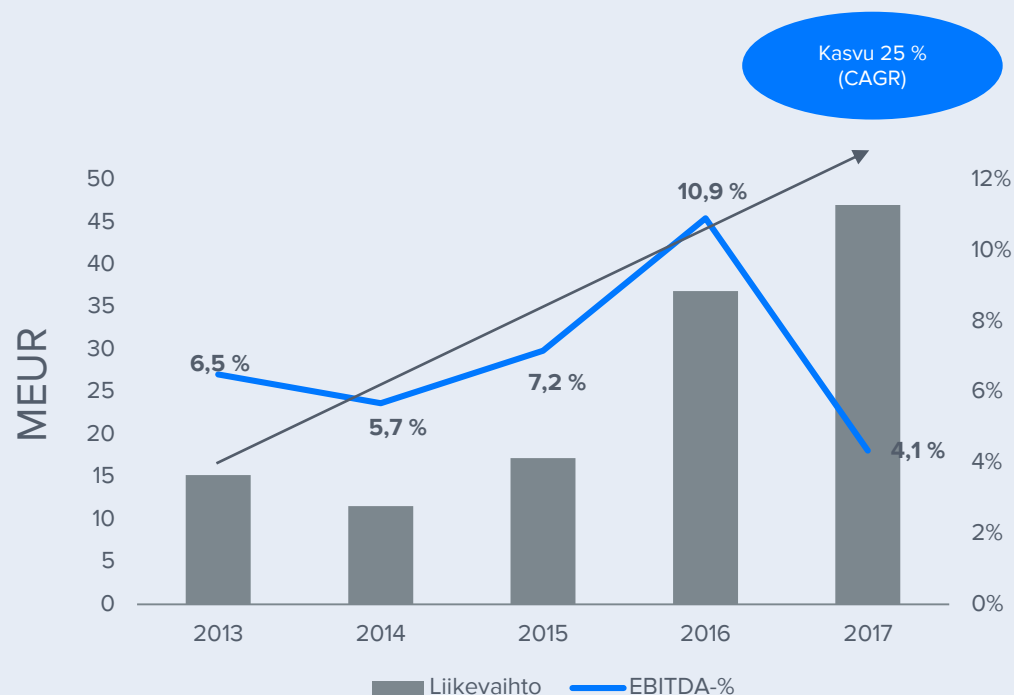
> 250

onnistunutta
projektia

Resurssit: 84 % (osuus liikevaihdosta 2017)

Suunnittelu ja tuotanto: 13 %

Digitaaliset ratkaisut ja palvelut: 3 %



Sijoitusprofiili

Selkeä kasvuyhtiö

Sijoitusprofiililtaan Enersense profiloituu tällä hetkellä selkeästi kasvuyhtiöksi ja yhtiöllä on myös vahvat näytöt kasvusta. Kasvuyhtiöprofiilia vahvasti listautumisanti ja yhtiö tavoittelee kasvun vauhdittamista First North -markkinapaikalle toteutetun listautumisen myötä. Yhtiö on kertonut tavoitteistaan kasvaa sekä orgaanisesti että yritystoin. Koska sekä epäorgaaninen että orgaaninen kasvu on pääomavaltaista mahdollistaisi kasvurahoituksen turvaaminen kasvun kiihdyttämisen ja on siten olennaisessa osassa tulevaisuuden kasvuvauhdin määrittämisessä.

Kasvun maksimointi on mielestämme tässä markkinoiden elinkaaren vaiheessa keskeistä. Liiketoimintamallin pitäisi kuitenkin turvata näkemyksemme mukaan kohtuullinen kannattavuus myös kasvuvaiheessa, joten onnistunut kasvustrategia on myös mahdollista toteuttaa ilman selkeää kannattavuuden heikentymistä. Kasvun seurauksena ei siis tulisi olla kannattavuuden merkittävä heikentyminen.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Enersensen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Markkinan kasvu** tarjoaa Enersenselle hyvän pohjan jatkaa vahvaa kasvua lähivuosina. Henkilöstöpalvelualan kasvunäkymä teollisuudessa on erinomainen lähivuosille. Tämän taustalla on lyhyellä tähtäimellä vahva talouden kehitys sekä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä työmarkkinoiden murros ja henkilöstön hallinnon ulkoistaminen. Näin ollen odotamme yhtiön orgaanisen kasvun

jatkuvan yleistä taloutta selkeästi nopeampana.

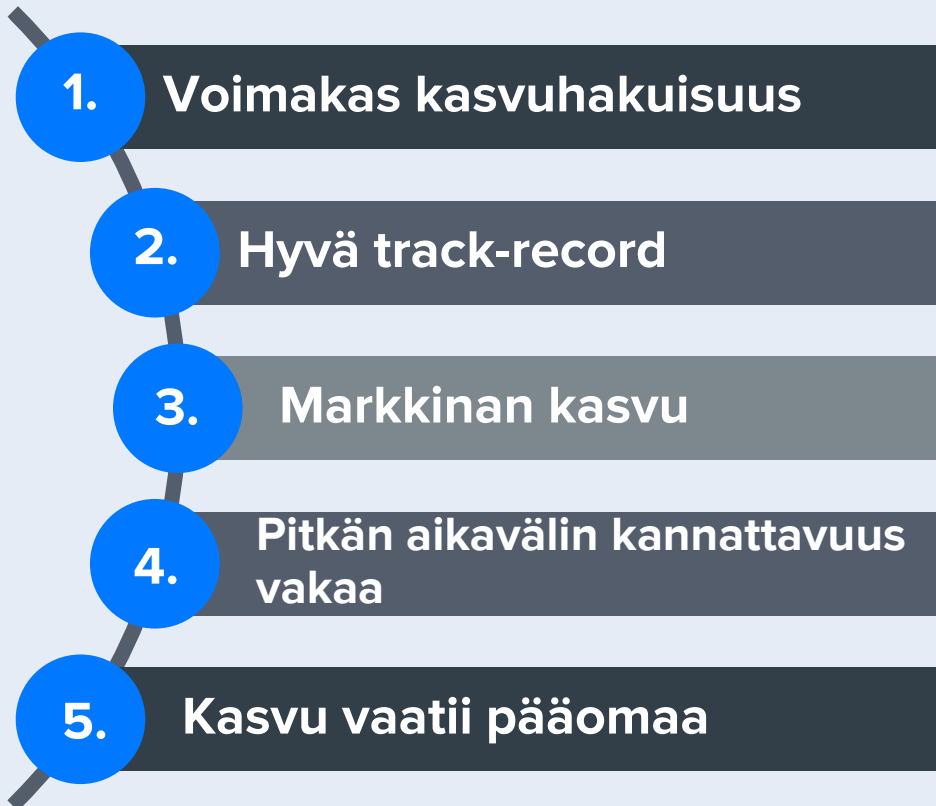
- **Uusille aloille laajentuminen** laajentaa yhtiön markkinan kokoluokkaa ja samalla kasvupotentiaalia. Henkilöstövuokraus on vasta yleistymässä eri teollisuuden aloilla ja arviomme mukaan kehitys tulee jatkumaan saman suuntaisena. Orgaanisesti yhtiö voi laajentua asiantuntijatasolla kasvattamalla henkilöstöään tietyn teollisuuden alan osaajilla. Vastaavasti etenkin alhaisemman vaativuustason (blue-collar) markkinat ovat erittäin pirstaloituneet ja näkemyksemme mukaan laajentuminen tällä puolella on myös houkuttelevaa epäorgaanisesti.
- **Liiketoimintamalli mahdollistaa suhteellisen vakaan kannattavuuspotentiaalin**, joten kasvuvaiheessakin yhtiön pitäisi näkemyksemme mukaan yltää sen historiallisen tason mukaiseen kohtuulliseen kannattavuuteen. Täyteen potentiaaliin odotamme kannattavuuden kuitenkin nousevan vasta kasvun hidastuttua.
- **Liiketoiminnan ennustettavuus** on yhtiöllä sisäisesti keskimääräistä korkeampaa johtuen suuren osan liikevaihdosta kattavasta pitkäaikaisesta projektikannasta. Hyvän näkyvyyden turvin yhtiöllä on edellytykset hallita henkilöstön ”käyttöastetta” (ts. minimoida aika jolloin henkilöstö ei ole laskutettavassa työssä) ja siten myös omaa kannattavuutta.

Riskit

Sijoittajan kanalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **5 suurinta asiakasta tuo merkittävän osan liikevaihdosta** ja mikäli projektien alasajo etenee eri tahtia seuraavien projektien ylösajon kanssa, voi sillä olla merkittävä vaikutus yhtiön liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Vuonna 2017 Olkiluoto 3 -hanke toi usean asiakkuuden kautta noin 2/3 yhtiön liikevaihdosta. Projektien päättymisen ja alkamisen ajankohtaa on hyvin vaikea ennakoita, mikä heikentää myös vaikutuksen ennustettavuutta. Projektien alasajon onnistuminen on luonnollisesti myös olennainen riski muissakin projekteissa ja yhtiön tuleekin onnistua siirtämään henkilöstö uuteen projektiin aina edellisen päättyessä, jotta se kykenee pitämään yllä riittävän tehokkuuden.
- **Alihankkijariskiä** yhtiö kantaa etenkin valmistavassa teollisuudessa. Näin ollen valmistusvirheet ja laatuongelmat voisivat johtaa yhtiön kannalta merkittäviin vastuisiin. Käsityksemme mukaan näitä riskejä yhtiöllä ei ole kuitenkaan realisoitunut historiallisesti ja yhtiön laatustandardit ovat korkeat ja madaltavat tätä riskiä.
- **Työvoiman saatavuus** on etenkin Suomessa kasvava haaste ja arviomme mukaan se voi hidastaa yhtiön kasvua pahentuessaan. Haaste on suurimmillaan toimenkuviissa, jotka edellyttävät suomen kielen osaamista. Tähän yhtiöllä on isossa kuvassa myös rajallinen vaikutusvalta, vaikkakin yhtiö voi parantaa houkuttelevuuttaan työnantajana omin toimin. Lisäksi yhtiön osaaminen ulkomaisen työvoiman hankintaosaamisessa laskee tätä riskiä, siltä osin kun työvoiman ei edellytetä olevan suomenkielisiä.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Vahva orgaaninen ja epäorgaaninen kasvupotentiaali
- Yhtiöllä hyvä näkyvyys liiketoimintaan
- Työelämän murros

Riskit

- Merkittävä osuus liikevaihdosta 5 suurimmalta asiakkaalta, jossa Olkiluoto 3 -hankkeen osuus huomattava
- Alihankkijariski
- Työvoiman saatavuus
- Lainsäädäntö

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 koon kasvun kautta, minkä takia näemmekin yhtiön kasvun olennaisena.

Neljä ansaintamallia eri riskiprofiileilla

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

- Henkilöstövuokrasalalla henkilöstöresurssi vuokrataan tyypillisesti kerroinhinnoittelulla, jossa työntekijän palkkakustannukseen lisätään hinnoittelukerros. Kerroinhinnoittelu käytännössä rajaa toiminnan kannattavuuden, sillä kerros määrää toiminnan katteen. Kilpailutilanteen takia katekerros ei nouse korkeaksi, mutta toisaalta terveillä markkinoilla sen ei pitäisi painua niin alhaiseksi että liiketoiminta ei olisi selvästi kannattavaa. Katekerros myös rajaa hinnoittelumallin riskiprofiilia ja mielestämme liiketoiminta on melko alhaisen riskitason liiketoimintaa. Arviomme mukaan myyntikate (ts. kate henkilöstökulun päälle) kerroinhinnoittelumallissa on noin 10-15 %.
- 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 korkea riskisin.
- Hybridimallissa yhtiön resurssien laskutus perustuu tunti hinnoitteluun. 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 usealla asiakasyrityksellä samanaikaisesti. Tuntilaskutuksessa arvioimme myyntikatteen olevan noin 20 %:n luokkaa.
- Konsultointi- ja SaaS-palveluja yhtiö myy niin tunti-, päivä- kuin myös kuukausihinnoittelulla. Konsultointipalveluissa riskitasoa nostaa tarve saada resursseille 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.

Henkilöstövuokraus

Alhainen riski - kerroinhinnoittelu

Alihankinta

Alihankkijariski - kiinteä hinnoittelu

Hybridimalli

Jaettu riski - tunti hinnoittelu

Konsultointi- ja SaaS palvelut

Matala/kontrolloitu riski -
Tunti/päivä/kuukausihinnoittelu

Liiketoimintamalli (2/2)

Ydinliiketoiminnan läpinäkyvän ja suoraviivaisen liiketoimintamallin ja alan rakenteen vuoksi toimialalla on vaikea luoda kilpailuetuja. Perinteiseen henkilöstöpalvelu yritykseen 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, mistä yhtiöllä on hyvät näytöt. Lisäksi kilpailueduksi voidaan 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 osaksi 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 näyttäytyy 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-Sensen palvelun myynti ovat avainasemassa toimiessaan päänavaajina ydinliiketoiminnalle ja mahdollistamassa liiketoiminnan kasvattamisen.

Henkilöstö projektin keskiössä kasvattaa liiketoiminnan ennustettavuutta

Tyypillisesti Enersensen sopimukset asiakkaiden kanssa ovat projektin pituuteen sidottuja. Koska yhtiön henkilöstö on vahvasti projektin suunnittelussa ja toteutuksessa mukana on yhtiöllä hyvä näkyvyys projektien etenemiseen. Näkyvyyden ansiosta yhtiö pystyy suunnittelemaan resurssien optimoinnin ja sitä kautta ylläpitämään korkeaa henkilöstön käyttöastetta. Korkea henkilöstön käyttöaste on yhtiön tuloskehityksen kannalta olennaista, sillä yhtiö palkkaa henkilöstöresurssit tyypillisesti toistaiseksi voimassa olevilla sopimuksilla.

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.

Henkilöstö ja osaajien rekrytointi keskiössä

Henkilöstökeskeisyyden vuoksi Enersensen kasvun ja kilpailukyvyn 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 vaativuustason 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 oleellisia ostovelkoja synnyttäviä eriä. Kasvun jatkuessa käyttöpääoman määrä tulee kasvamaan ja siten rahoituksen varmistaminen kasvulle on tärkeää. Sen sijaan merkittäviä investointeja käyttöomaisuuteen liiketoiminta ei edellytä, mikä mahdollistaa pääoman allokoinnin suurelta osin orgaaniseen tai epäorgaaniseen kasvuun.

Myynti



Asiantuntijaresurssit



Työvoimaresurssit



E-Sense palvelu



Mm. teräsrakenteiden sekä rungon ja lohkon valmistusta

Palvelu- alueet

Resurssit



Digitaaliset ratkaisut
ja palvelut



Suunnittelu ja
tuotanto



Vahvuudet



Globaalisti operoiva
työvoiman
hankintaverkosto



Kokemus teollisuuden
vaativista projekteista

Liiketoimintaidea

Projektien osaamisen ja tiedon
optimoija

Resursointi ja
alihankinta



Tiedonhallinta ja
seuranta

Urakointi

Liikevaihto 47 MEUR
EBITDA 1,9 MEUR (2017)

Asiakkaat

- Yli 80 prosenttia laskutettavista asiakkaista on ulkomaisia tai kansainvälisesti toimivia yrityksiä
- Noin 80 prosenttia asiakasprojekteista on Suomessa
- Laskutettavien asiakkaiden määrä vuonna 2017 oli yhteensä 189

Suurimmat asiakasalat

5 suurimman asiakkaan
osuus liikevaihdosta
noin 67 % (2017)



Energiateollisuus



Rakennusteollisuus



Telakkateollisuus

Kustannus- rakenne

45,9 m€ (2017)



Henkilöstökulut
(61 %)



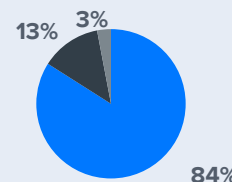
Materiaalit ja palvelut
(30 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(6 %)

Tulovirrat

47 m€ (2017)



■ Resurssit ■ Suunnittelu ja tuotanto ■ Digitaaliset ratkaisut ja palvelut

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Lähde: Inderes

Arvio Enersensen liiketoiminnan riskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Strategian keskiössä on kasvu

Enersensen strategia painottaa lähitulevaisuudessa kasvua, joka tulee olemaan sekä orgaanista että epäorgaanista. Yhtiön toimintamalli, mikä edellyttää että teollisuusprojektin henkilöstöresurssit ulkoistetaan, on teollisuuden alalla melko uusi malli ja yhtiön tavoite onkin uudistaa alan vanhoja toimintamalleja. Kasvu tulee painottumaan yhtiön nykyisille pääasiallisille asiakasaloille ja yhtiön visio on olla teollisuudelle johtavia seuraavan sukupolven liiketoimintakumppaneita Pohjoismaissa ja Euroopassa.

Olenmaisessa osassa yhtiön strategiaa on digitalisaatio ja yhtiön E-Sense palvelu. Palvelun avulla yhtiö pyrkii optimoimaan koko asiakasprojektin resursointia ja resurssienhallintaa. Tehokkaamman ja optimoidun projektinhallinnan avulla yhtiön pitäisi onnistua tuomaan taloudellista hyötyä asiakkailleen, minkä pitäisi taas tukea yhtiön myyntiä tulevaisuudessa sillä Enersensen palveluille on selvät liiketaloudelliset perusteet. Käytännössä siis jokainen projekti on yhtiölle mahdollisuus kasvaa tukevaan referenssiin, sillä orgaanisen kasvun yksi kulmakivi on kasvaa saavuttamalla nykyisissä asiakkuuksissa laajempaa yhteistyötä. Yhtiöllä on vahvat näytöt kasvusta asiakkaiden mukana (ts. asiakkaat ovat kokeneet saavansa lisäarvoa) ja yhtiön mukaan se ei ole koskaan menettänyt asiakasta Enersensessä johtuvasta syystä. Vahva track-record kasvattaa luottamusta orgaanisen kasvun jatkumiseen.

Näkemyksemme mukaan kasvuun tähtäävä strategia on yhtiölle oikea, sillä markkinoiden

ollessa suhteellisen neitseellisessä vaiheessa on markkinoiden ”jako” alan toimijoiden kesken vielä vaiheessa.

Näkemyksemme mukaan digitaaliseen tuotekehitykseen panostaminen on sekin 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.

Keskipitkällä tähtäimellä uskomme yhtiön pyrkivän tuotteistamaan palvelun. SaaS-mallilla tuotteistettuna on palvelulla mielestämme merkittävää potentiaalia ja tuotteen skaalautuvuus kasvattaisi sen arvoa voimakkaasti. Yhtiö on kertonut lanseeraavansa E-Sense 3.0 palvelun vielä vuoden 2018 aikana, joka on merkittävä askel kohti SaaS-mallilla operoivaa tietohallintopalvelun ulkoistusta. Palvelun tuotteistamisesta on kuitenkin vielä tässä vaiheessa hyvin vähän konkretiaa ja siten näemme sen toistaiseksi sijoittajille mielenkiintoisena optiona.

Liikevaihto 100 MEUR vuoteen 2021 mennessä

Enersensen taloudellisenä tavoitteena liikevaihdon osalta on saavuttaa 100 MEUR:n liikevaihtotaso vuoteen 2021 mennessä. Kasvutavoite nojaa sekä orgaaniseen kasvuun että epäorgaaniseen kasvuun. Näkemyksemme mukaan tavoite on realistinen, mutta se edellyttää sopivien yritysostokohteiden löytämistä sillä arviomme mukaan orgaanisella kasvulla tavoitteeseen ei tulla yltämään. Näin ollen ennusteemme ovat tavoitetason

alapuolella, sillä emme mallinna epäorgaanista kasvua. Yltääkseen seuraavan kolmen vuoden aikana tavoiteltuun liikevaihtotasoon tulisi yhtiön liikevaihdon kasvaa keskimäärin lähes 30 % vuositasolla.

Yritysostot keskeisessä roolissa

Käytännössä Enersensen kasvustrategiaa tukisi joko yritysostot, jotka kasvattaisivat suoraan yhtiön Resurssit -liiketoimintaa tai yritysostot joilla se voisi kasvattaa asemaansa jollain sen nykyisestä teollisuuden asiakasalasta tai laajentua uudelle teollisuuden alalle. Ensimmäisessä vaihtoehdossa yhtiö ostaisi siis asiantuntijaresursseja myyvän yhtiön tai henkilöstövuokrausliiketoimintaa harjoittavan yhtiön. Vastaavasti jälkimmäisessä vaihtoehdossa yhtiö voisi ostaa esimerkiksi valmistavaa teollisuutta, joka on kohdealalla keskeisessä roolissa ja tulisi osaksi Enersensen Suunnittelu ja tuotanto -liiketoimintaa.

Edellä mainittu strateginen yritysosto on verrattavissa TPU-maalauksen ostoon, joka vahvisti yhtiön tarjoamaa teollisuuden rakennusprojektien alihankkijana. Samalla se kuitenkin tarjoaa yhtiölle väylän päästä osalliseksi rakennusprojekteihin, mikä taas parantaa sen mahdollisuuksia myydä projekteihin henkilöstöresursseja. Näin ollen vastaavanlaista yritysostoa voidaan lähestyä etenkin strategisesta näkökulmasta, kun taas Resurssit -liiketoiminnan kasvattaminen on enemmän puhdas liiketoiminnan kokoluokkaa eli liikevaihtoa kasvattava ostos.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Mikäli yhtiön ostama kohde on nimenomaan Resurssit -liiketoiminta-alueelle korostuu omistaja-arvon luonnin kannalta kohteesta maksettava hinta. Jotta kauppa loisi omistaja-arvoa tulisi kauppahintaan pohjautuvien arvostuskertoimien olla alhaisemmat kuin Enersensen vastaavat. Tätä kautta yhtiö saisi ostettua liikevaihtoa (ja tulosta) yhtiön omaa arvostusta alhaisemmalla valuaatiolla ja sen hinnoittelu Enersensen kertoimilla loisi omistaja-arvoa.

Mikäli yhtiö ostaisi Suunnittelu ja tuotanto-liiketoiminta -alueeseen yhdistettävän kohteen tulisi sitä arvioida sen synnyttämän kasvupotentiaalin kautta yhdessä kasvu- ja tulospotentiaalin kanssa. Mikäli yhtiö onnistuu laajentumaan uudelle teollisuuden alalle tai saa suuremman osan sen nykyisistä asiakasaloista voi kohteen arvo olla yhtiölle suurempi kuin mitä ostettavan kohteen numerot antavat ymmärtää. Sijoittajien on huomioitava, että yrityskauppavetoisen kasvustrategian toteutusta on arvioitava tapauskohtaisesti ja se on hyvin riippuvainen ostettavasta kohteesta ja sen potentiaalista.

Enersensellä ei ole julkilausuttuja tavoitteita taserakenteelle, mutta näkemyksemme mukaan yhtiön on keskeistä rahoittaa epäorganista kasvua myös osittain velalla, jotta liiketoiminnassa päästään riittävän korkeaan pääoman tuottoon. Arviomme mukaan yhtiön tavoite on pitää velkavipu korkeana. Nykyisellä taserakenteella velkakapasiteetti on kuitenkin isolta osin myös kiinni siitä, kuinka paljon yhtiö saa kerättyä omaa pääomaa annilla.

Keskipitkällä aikavälillä kannattavuus on vakaa

Koska henkilöstöresurssien ulkoistus on liiketoimintana suhteellisen yksinkertainen kokonaisuus, liiketoiminnassa ei ole saavutettavissa vahvoja ja pysyviä kilpailuetuja. Resursointi-liiketoiminnan liiketoimintalogiikka myös määrittelee sen, että alan toimijoiden liiketoiminta ei skaalaudu merkittävästi. Liiketoiminnan skaalautuvuus on riippuvainen ydinliiketoiminnan tukifunktioiden tehokkuudesta, mikä taas edellyttää kasvua. Isossa kuvassa tuloskasvu on kuitenkin pitkälti liikevaihdon kasvun varassa.

Enersensen kannattavuustavoite on saavuttaa keskipitkällä aikavälillä 8 %:n käyttökatemarginaali. Liiketoiminta-alueista odotamme Resurssit -liiketoiminta-alueen yltävän lähivuosina parhaaseen kannattavuuteen ja etenkin sen alla toimivan henkilöstövuokrauksen tulisi mielestämme yltää tätäkin tasoa korkeampaan kannattavuuteen ja siten se nostaa koko liiketoiminta-alueen kannattavuutta. Staffitin pienen kokoluokan takia sen vaikutus koko Resurssit -liiketoiminta-alueen kannattavuuteen on kuitenkin toistaiseksi vielä rajallinen. Vastaavasti Suunnittelu ja tuotanto sekä digitaaliset ratkaisut ja palvelut -alueiden emme odota yltävän tavoitellulle tasolle nykymuodossaan lähitulevaisuudessa. Siten ne laimentavat koko konsernin kannattavuutta, mutta niiden ollessa selvästi Resurssit -liiketoimintaa pienempiä liikevaihdoltaan on kannattavuusvaikutus maltillinen.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on edellytykset yltää tavoiteltuun kannattavuustasoon, mutta lyhyellä tähtäimellä odotamme kasvupanostusten painavan kannattavuutta tämän tason alapuolelle.

Liiketoiminnalle on tyypillistä, että kasvun kustannukset tulevat etupainotteisesti sisään, mikä tekee täyden kannattavuuspotentiaalin saavuttamisesta haastavaa. Pidemmällä tähtäimellä, kun kasvu hidastuu, odotamme yhtiön kannattavuuden olevan kohtuullisen vakaa ja asettuvan pitkällä aikavälillä keskimäärin 8 %:n tavoitetasoon.

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.

Yhtiö jakaa osinkoja, 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. Koska yhtiön tuloksen kasvu on vahvasti sidoksissa liikevaihdon kasvuun ja markkinat ovat verrattain tuoreet, tulisi yhtiön mielestämme panostaa kasvuun. Kasvu taas on pääomaintensiivistä, sillä epäorganisen kasvu vaatii kassavaroja sekä myös orgaaninen kasvu sitoo pääomaa. Näin ollen yhtiön tulisi mielestämme kasvuvaiheessa ensisijaisesti allokoida pääomat kasvuun, koska kasvutavoitteeseen pääsy edellyttää myös epäorganista kasvua.

Enersense strategia yhteenveto



Enersense yritysosto strategia Inderesin näkökulmasta

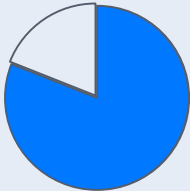
Kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Enersensen liiketoiminta-alueet

	Resurssit	Suunnittelu ja tuotanto	Digitaaliset ratkaisut ja palvelut
Tuotteet	Asiantuntija- ja työvoimaresurssit • Uusi toimintamalli teollisuudessa • Alhainen skaalautuvuus	Teräsrakenteiden alihankintaa • Alihankkijariski • Alhaiset marginaalit	E-Sense • E-Sense 3.0 vuoden 2018 aikana • Erinomainen skaalautuvuus SaaS-mallilla
Asema	Vahvasti kasvava jalansija, suuri markkinapotentiaali	Ei merkittävää jalansijaa	Kasvava jalansija
Kilpailu	Insinööritoimistot ja henkilöstövuokraajat	Alihankkijat	Sisäiset raportointityökalut, useat erilliset järjestelmät
Osuus			
Rooli strategiassa	Kasvun suurin ajuri, erinomainen kasvupotentiaali	Sisäänmenotuote henkilöstöresurssiliiketoiminnalle, strateginen rooli	Sisäänmenotuote henkilöstöresurssiliiketoiminnalle, potentiaali SaaS-mallissa

Markkinat ja kilpailukenttä 1/3

Relevantti markkina ei muodostu pullonkaulaksi kasvulle

Enersenselle relevantin kokonaismarkkinan absoluuttisen koon määrittäminen on erittäin hankalaa. Yhtiö operoi käytännössä globaaleilla markkinoilla useissa asiakassegmenteissä. Resurssit -liiketoiminnalle relevanttia markkinaa ovat Suomessa 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 projektien toteutukset avaavat yhtiölle uusia mahdollisuuksia toimia kansainvälisten yhtiöiden kumppanina myös kansainvälisesti ja kukin projekti on yhtiölle tärkeä referenssi seuraavaan projektiin.

Enersensen kannalta relevantti osa globaaleista projekteista on kuitenkin pääasiassa vain henkilöstöresurssien osuus, mikä käsittää selkeästi kokonaisinvestointeja pienemmän osan. Globaalisti näiden projektien vuosittainen kokoluokka lasketaan kuitenkin miljardeissa euroissa. Enersensen Resurssit -liiketoiminta-alueen liikevaihto oli vuonna 2017 noin 39 MEUR, joten yhtiön markkinaosuus on tällä hetkellä hyvin pieni. 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. Yhtiön vahva track-record kasvusta kasvattaa luottamusta yhtiön kilpailukykyyn, joten mahdollonta kasvu ei kuitenkaan ole heikommassakaan investointisyklissä.

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.

Arviomme mukaan tilauskannan pohjalta laskettava henkilöstöresurssien vuotuinen markkinapotentiaali pelkästään Suomessa lasketaan useissa kymmenissä miljoonissa. Näin ollen markkina tarjoaa Enersensen kokoluokassa merkittävää potentiaalia. On kuitenkin olennaista huomioida, että markkina on erittäin syklinen ja kuormitusvaihtelut voivat olla suuria. Vastaavaa syklisyyttä esiintyy myös muissa liiketoiminta-alueen asiakassektoreissa, joskaan ne eivät ole täysin yhteneväisiä keskenään eikä yleisen talouden kehityksen kanssa. Resurssit -liiketoiminta-alueen markkinan kehitystä tulee arvioida asiantuntijamyyntin osalta asiakasalojen investointinäkyvien ja ilmoitettujen investointien kautta.

Teollisuuden työpaikat merkittävässä osassa henkilöstövuokrauksessa

Koko henkilöstöpalvelualan liikevaihto on kasvanut Tilastokeskuksen tietojen mukaan vuoden 2010 noin 1 250 MEUR:sta vuoden 2016 2 180 MEUR:oon ja keskimääräinen vuosikasvu on ollut 2010-luvulla noin 10 %. On kuitenkin huomioitava, että kasvu on ollut erittäin epätasaista, sillä vuonna 2013 alan liikevaihto laski lähes 6 %, kun taas vuonna 2016 kasvu oli lähes 18 %. Arviomme mukaan kasvun rajutkin heilahtelut heijastelevat toisaalta vielä suhteellisen pientä osuutta kokonaismarkkinasta ja suhdanneherkkyyttä. Pienestä suhteellisesta osuudesta johtuen suhteelliset kasvuluvut ovat korkeita, mutta koska toiminta on suhdanneherkkää, heijastuu yleisen talouden kehityksen muutokset rajusti alan toimijoiden liikevaihtoon.

Perinteisen henkilöstövuokrausliiketoiminnan paikallisen markkinan kokoa haarukoimme Henkilöstöpalvelualan liiton julkaisemista tiedoista. HPL:n mukaan vuonna 2017 20 suurimman henkilöstöpalveluyritysten yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 1 280 MEUR. Suurimman toimialan eli teollisuuden osuus kokonaismarkkinasta oli vuonna 2017 noin 22 % (282 MEUR). Vastaavasti rakentamisen osuus oli noin 12 % (158 MEUR).

Henkilöstövuokrausmarkkina on erittäin pirstaloitunut ala ja vakiintuneita toimijoita on maanlaajuisesti arviomme mukaan karkeasti noin 500-600. Markkinoiden todellinen koko on selvästi alan 20 suurimman toimijan liikevaihto tasoa suurempi, kuten käy ilmi tilastokeskuksen ja HPL lukujen erosta.

Markkinat ja kilpailukenttä 2/3

Hpl:n mukaan alan 20 suurimman toimijan liikevaihdosta noin 84 % tuli henkilöstövuokrauksesta, joka oli 1 077 MEUR vuonna 2017.

Arvioimme koko henkilöstövuokrausmarkkinan kooksi noin 1,6 miljardia Suomessa. Edellä mainituilla toimialojen suhteellisilla osuuksilla arvioimme teollisuuden ja rakentamisen henkilöstövuokrausmarkkinoiden kooksi noin 350 MEUR ja 200 MEUR. Siten henkilöstövuokrausmarkkina on kokonaisuudessaan Enersensen kokoluokassa merkittävän kokoinen eikä se rajoita yhtiön kasvua näkyvissä olevassa tulevaisuudessa.

Vuokratyöntekijöiden osuus palkansaajista on ollut viime vuosina selvässä kasvussa Suomessa ja niiden osuus palkansaajista on kasvanut vuoden 2013 1,25 %:sta lähes 2 %:iin vuonna 2016. Arvioimme mukaan osuus tulee kasvamaan lähivuosina asiakasalojen kasvun ja yleisen talouskasvun mukana. On kuitenkin huomioitava, että vuokratyövoiman käyttö on erittäin suhdanneherkkää ja markkina tyypillisesti kasvaa (pienenee) yleistä talouden kehitystä voimakkaammin. Näin ollen yleinen taloustilanne määrittää myös paljolti Enersensen henkilöstövuokrausliiketoiminnan markkinan kasvukuvan. Arvioimme mukaan tämä korostuu jossain määrin etenkin rakentamisen alalla, jossa vaihtelut ovat tyypillisesti voimakkaita. Toisaalta teollisuuden projektit eivät etene täysin samassa syklissä yleisen talouden kanssa, mikä tasaa kokonaisvaikutusta.

Rakentamisen markkina tukee tällä hetkellä kasvua

Rakentamisen markkinoilla on tällä hetkellä poikkeuksellisen vahvat suhdannenäkymät ja arvioimme mukaan markkina tarjoaa vahvat

kasvuvedellytykset lyhyellä tähtäimellä myös yhtiön pienen markkinaosuuden takia. Rakentamisen henkilöintensiivisyys on Enersensen kannalta positiivista, sillä alan projektit ovat sitä kautta yhtiölle suuren kokoluokan kasvumahdollisuuksia.

Odotamme lyhyellä tähtäimellä rakentamisen markkinan pysyvän vahvana, mutta vuonna 2019 rakentamisen volyymien odotetaan taittuvan kuitenkin laskuun huipputasoiltaan. Enersense on kuitenkin vielä pieni toimija markkinalla, joten mielestämme markkinan ei pitäisi olennaisesti rajoittaa yhtiön kasvupotentiaalia.

Alihankinnan markkina on pitkälti kotimaassa

Teollisuuden alihankintaa ja urakointia tekevän Suunnittelu ja tuotanto -liiketoiminnan kohdemarkkina on näkemyksemme mukaan pääasiassa lokaali, sillä matalamman lisäarvon teollinen valmistus kannattaa tehdä paikallista osaamista hyödyntämällä. Näin ollen yhtiön potentiaaliset asiakkaat ovat paikalliset toimijat ja arvioimme mukaan tulevaisuudessa tässä on merkittävässä roolissa etenkin kasvava telakkateollisuus Suomessa.

Vastaavasti E-Sense palvelu on tällä hetkellä räätälöity pitkälti Suomessa toimivaksi ja siten lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä arvioimme sen päämarkkinoiden olevan Suomen teollisuushankkeissa. Palvelua räätälöimällä se voidaan kuitenkin saada myös muiden maiden viranomaisvaatimusten ja standardien edellyttämään toimintakykyyn. Arvioimme kuitenkin kehitystyön fokuksen olevan palvelun tuotteistamisessa, mikä rajaa palvelun markkinapotentiaalia sen nykymuodossa. Tuotteistettuna palvelulla on erittäin suuri markkinapotentiaali, mutta sen kilpailukykyyn ja potentiaalın arviointi on relevanttia vasta, kun

yhtiöllä on näyttää selkeästi valmiimpi tuote.

Vaikka Enersensen absoluuttisen markkinapotentiaalın määrittäminen on haastavaa, on mielestämme selvää, että markkinan nykyinen kokoluokka, kaikki liiketoiminta-alueet mukaan laskettuna, ei aseta rajoja nykyisellään yhtiön lyhyen ja keskipitkän aikavälin kasvulle. Lisäksi yleistä talouden vahvaa kehitystä heijastellen kaikki markkinat ovat tällä hetkellä hyvässä kasvussa. Näin ollen markkinat antavat tällä hetkellä yhtiölle vetoapua kasvuun, mikä kasvattaa luottamusta yhtiön lähivuosien kasvulle. Yhtiöllä on kuitenkin vahvat näytöt kasvusta heikommassakin suhdanteessa, mikä vahvistaa uskoa yhtiön kilpailukykyyn. Siten emme usko suhdanteen heikkenemisen täysin pysäyttävän yhtiön kasvua, vaikkakin se voisi hidastaa sitä.

Markkinoiden kasvuajurit

Näkemyksemme mukaan henkilöstön ulkoistaminen on kasvava trendi ja siten Enersensen ydinliiketoiminnan markkinat ovat selkeästi kasvavat pitkällä aikavälillä. Arvioimme mukaan kolme keskeistä ajuria liiketoiminnalle ovat:

- **Joustavuus:** näkemyksemme mukaan henkilöstöresurssien ulkoistamisella tulee olemaan kasvava rooli jatkossa etenkin toimialoilla, joissa on kausiluonteisuutta. Näillä toimialoilla henkilöstömäärän tarve vaihtelee kausiluonteisuuden mukana ja henkilöstöpalveluyritykset tuovat tähän joustavan ratkaisun. Teollisuudessa joustotarvetta lisää usein liiketoiminnan projektivetoisuus, minkä tulisi näkemyksemme mukaan tukea ulkoistamisen houkuttelevuutta.

Markkinat ja kilpailukenttä 3/3

- **Henkilöstön hallinnon ulkoistaminen:**
hallinnon ulkoistaminen tehokkaasti operoivalle henkilöstöpalveluyritykselle tarjoaa tehokkuusetuja. Enersensen E-Sense palvelu tarjoaa hallinnon ylläpitoon tehokkaan sovelluksen, kun sen kautta voidaan hallita esimerkiksi tuntikirjanpitoa. Hallinnon ulkoistaminen keventää organisaatorakennetta siirtämällä liiketoiminnan tukifunktion ulkopuolisen yrityksen operoitavaksi.
- **Työvoiman saatavuus:**
henkilöstöpalveluyritysten avulla henkilöstön saatavuus paranee selvästi, sillä alan yrityksillä on tyypillisesti henkilöstöpankki, jonka kautta ne voivat tarjota asiakasyrityksille työvoimaa niiden tarpeiden mukaan. Henkilöstöpalveluyrityksen kautta toteutettu rekrytointi on myös asiakkaalle tehokkaampaa ja näin ollen se tuo myös taloudellisia etuja. Enersensellä on vahvat näytöt kansainvälisestä työvoiman hankintaosaamisesta, mikä tukee kasvunäkymää nyt, kun joillain aloilla on jo haasteita työvoiman saatavuudessa.

Kilpailukenttä on jakautunut eri liiketoiminta-alueilla

Myös Enersenselle relevantin kilpailukentän määrittäminen on suhteellisen hankalaa, sillä se on hyvin jakautunut eri liiketoiminta-alueilla ja teollisuuden aloilla. Yhtiö myös käytännössä kilpailee henkilöstöresursoinnissa 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 myös projektikohtaista. Rakentamisen alalla yhtiö kilpailee suurimmaksi osaksi suurten rakennusyhtiöiden kanssa. Projektin kokoluokasta ja toisaalta työvoiman koulutustasovaatimuksesta riippuen rakennusallalla voidaan kuitenkin kilpailla myös muiden henkilöstöpalveluyritysten kanssa.

Energia- ja metsäteollisuuden markkinoilla yhtiö taas kilpailee perinteisten insinööritoimistojen kanssa ja arviomme mukaan esimerkiksi suunnittelu- ja konsultointiyritys Pöyry on yhtiölle relevantti kilpailija Suomen markkinoilla tietyissä projekteissa.

Markkinat yhteenveto

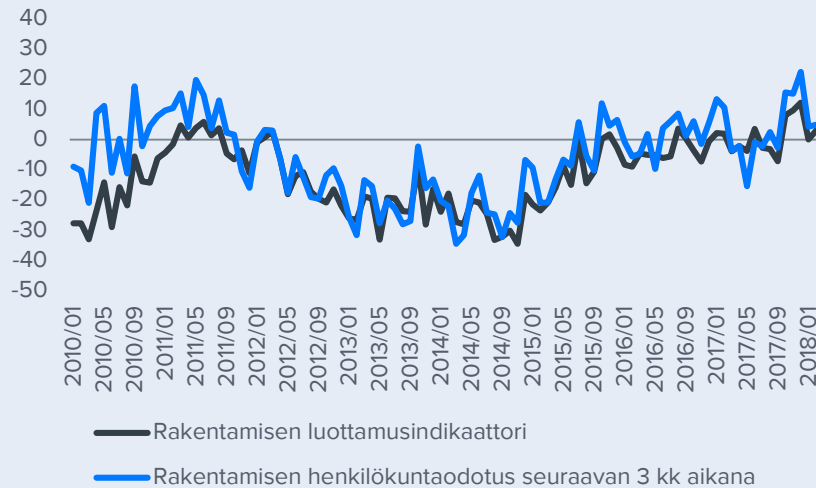
Vuokratyöntekijöiden määrä Suomessa



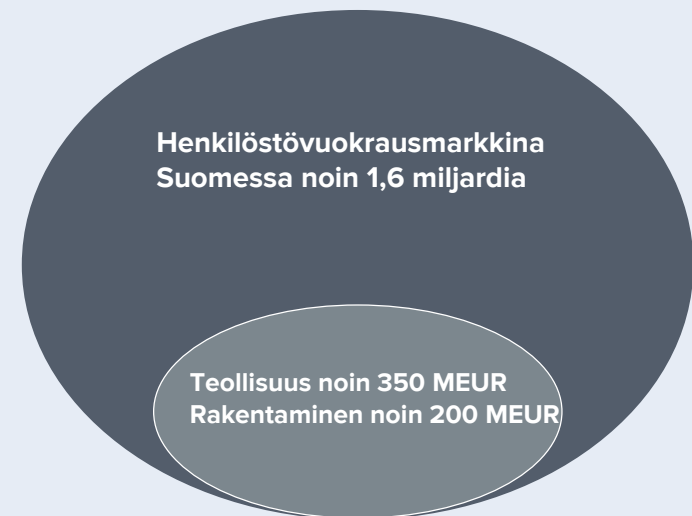
Henkilöstöpalvelualan liikevaihdon kehitys



Rakennusalan suhdanneindikaattorit



Henkilöstövuokrausmarkkinan kokoluokka *



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne

Kustannusrakenteen muodostuminen

Enersensen kustannusrakenteen pääkomponentti on käytännössä henkilöstökulut ja ne muodostavat selvästi suurimman erän kokonaiskustannusrakenteesta. Muita olennaisia kulueriä 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 62 % 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 kasvun perässä ja merkittävää henkilöstökulujen skaalautumista ei ole odotettavissa, kun organisaation henkilöstö on kokonaisuudessa vain pienessä osassa.

Arviomme mukaan iso osa yhtiön henkilöstöresurssien myynnistä (ts. liikevaihdosta) tulee ns. kerroin hinnoittelun kautta. Tämä pitää henkilöstökulujen suhteellisen osuuden kasvun tasaisena liikevaihdon kasvun kanssa. Henkilöstökulujen suhteellista osuutta heiluttaa kuitenkin etenkin tuntihinnoittelulla myydyt resurssit sekä alihankinta. Näin ollen henkilöstökulujen osuus tulee heilumaan riippuen myyntimixistä, mutta liiketoiminnan luonteen vuoksi se tulee pysymään korkeana myös tulevaisuudessa.

Muu kulurakenne

Materiaalit ja palvelut on riippuvainen liikevaihtomixistä, sillä Resurssit -liiketoiminnassa tämä kuluerä ei ole olennaisessa osassa. Sen sijaan Suunnittelu ja tuotanto -liiketoiminnassa se on olennaisessa osassa. Merkittävän projektivetoisuuden vuoksi erä voi vaihdella suhteessa liikevaihtoon merkittävästikin, mitä heijastelee myös sen vaihtelu vuoden 2016 noin 19 %:sta vuoden 2013 lähes 32 %:iin.

Liiketoiminnan muut kulut ovat tyypillisiä yleisiä hallinnon kuluja sekä toimitilakuluja, jotka kasvavat liiketoiminnan kasvun mukana, mutta eivät kasva samassa suhteessa liiketoiminnan kasvun kanssa. Vuosien 2013 ja 2017 välisenä aikana kuluvat olivat noin 5-8 % suhteessa liikevaihtoon.

Enersensen poistot ovat olleet viimeisen viiden vuoden ajanjaksolla hyvin pienet ja korkeimmillaan ne olivat 2017 0,2 MEUR (0,4 % liikevaihdosta). Odotamme poistotason pysyvän myös jatkossa hyvin matalana ja heijastelevan kevyttä taserakennetta ja alhaisia investointeja. Normalisoitu investointitarve on arviomme mukaan noin 0,5 MEUR vuodessa.

Kokonaisuutena kustannusrakenne on mielestämme kilpailukykyisellä tasolla liiketoiminnan luonne huomioiden, emmekä näe kustannusrakenteesta laskuvaraa nykytasolta. Odotamme henkilöstökulujen kasvavan Resurssit -liiketoiminnan kasvun mukana, kun taas muiden kulujen tulisi kasvaa liikevaihdon kasvua hitaammin. Näin ollen yhtiön tuloskasvun on tultava jatkossa liikevaihdon kasvun kautta, sillä kustannusrakenteesta ei ole merkittävää joustovaraa

Taserakenne ja rahoitusasema

Enersensen taserakenne on hyvin kevyt ja heijastelee liiketoiminnan luonnetta. Liiketoiminta ei edellytä oleellista kiinteää omaisuutta, mutta kasvu sitoo pääomaa ja rajatun marginaalipotentialin vuoksi liiketoiminnassa tulee hyödyntää velkavipua.

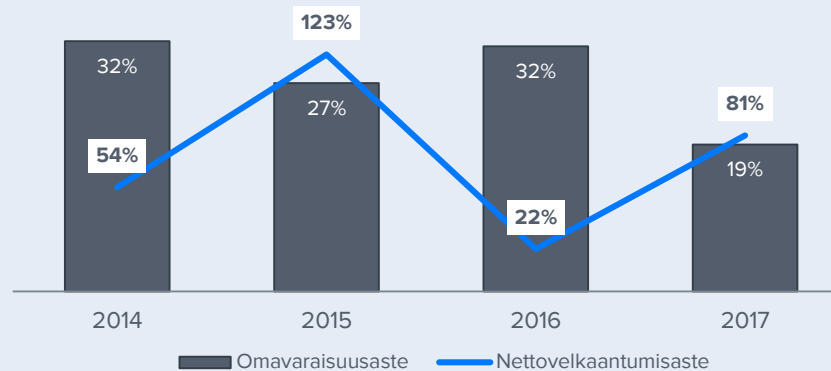
Vuoden 2017 lopun taseen loppusumma oli 14,6 MEUR. Taseen vastaavaa puoli koostuu pääasiassa myyntisaamisista (8,9 MEUR) ja likvideistä varoista (2,0 MEUR), mikä on liiketoiminnalle ominaista. Muut taseen erät jäävät jopa nykyisen taseeseen mittakaavassa käytännössä erittäin pieneen osaan, sillä liiketoiminnan luonteeseen ei kuulu varastoa eikä olennaista aineellista omaisuutta. Aineeton omaisuus (0,2 MEUR) on sekin hyvin vähäistä, sillä merkittävää liikearvoa (0,1 MEUR) taseessa ei ole eikä yhtiö ole aktivoinut merkittäviä kehityskuluja E-Sensen kehitysvaiheessa.

Vastattavaa puolella yhtiön oma pääoma (2,8 MEUR) koostuu pitkälti aikaisempien tilikausien voitoista (2,3 MEUR). Korollista velkaa taseen vastaavaa puolella on sekä pitkäaikaista (0,3 MEUR) että lyhytaikaista (4 MEUR). Lisäksi lyhytaikaista velkaa kasvattaa 4,1 MEUR:n ostovelat.

Yhtiön omavaraisuusaste oli näin ollen vuoden 2017 lopussa noin 19 % ja nettovelkaantumisaste noin 81 %. Arviomme mukaan yhtiön omavaraisuusaste on yhtiön mukavuusalueen alapuolella. Odotamme kuitenkin, että yhtiö tulee kasvattamaan absoluuttista velkamäärää annilla kerättävien varojen jälkeenkin, mutta odotamme yhtiön kuitenkin tavoittelevan nykyistä tasoa selvästi korkeampaa omavaraisuusastetta. Mielestämme oikea taso yhtiölle on noin 30-40 % pitkällä aikavälillä.

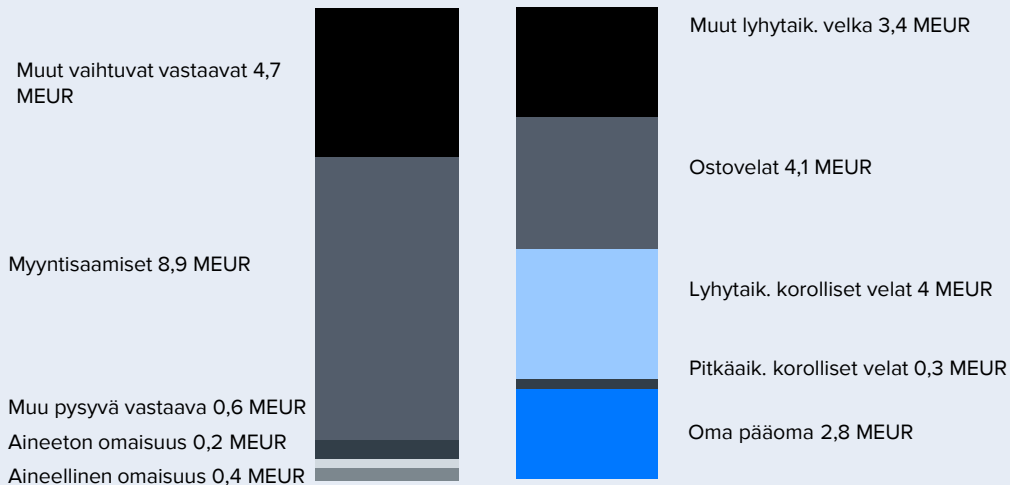
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne

Taseen avainluvut

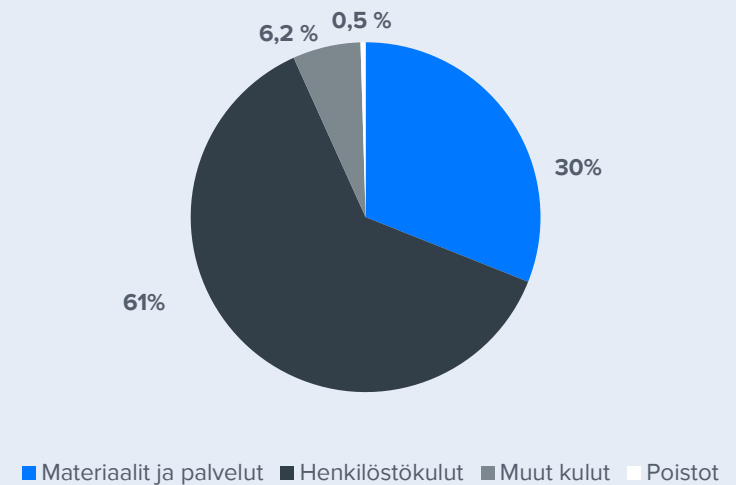


Taserakenne, 2017

14,6 MEUR



Kulurakenne, 2017



Ennusteet 1/3

Makrotalouden ennusteet

Suomen investoinneissa on ollut selvää pirstymistä vuoden 2016 jälkeen, ja viime vuoden Q3:lla investointien kasvu ylsi jo lähes 10 prosenttiin vuodentakaisesta. Kasvun taustalla on maailmantalouden vahvistunut positiivinen suhdannenäkymä sekä edelleen investointien kasvua tukeva rahapolitiikka, eli matala korkotaso. Pehmeät talousindikaattorit, eli mm. teollisuuden talousluottamusta kuvaavat indeksit, heijastavat vahvaa näkymää myös kuluvalle vuodelle, minkä perusteella investointien kasvunkin voidaan odottaa jatkuvan.

Kokonaiskasvun osalta 2017 näyttää jäävän huippuvuodeksi, sillä kiinteiden investointien odotetaan supistuvan 8,6 % vuoden 2018 aikana, kun taas tutkimus- ja tuotekehitysmenot kasvaisivat edelleen 3,9 %. Kiinteiden investointien supistumisesta huolimatta kokonaisinvestoinnit yltaisivät kuitenkin keskimäärin korkeammalle tasolle verrattuna viimeiseen kymmenen vuoden ajanjaksoon.

Kokonaisuudessaan investointinäkymät eriytyvät selvästi toimialoittain. EK:n investointitiedustelun mukaan Enersensen kannalta keskeisen energia-alan investoinnit ovat tällä hetkellä korkealla tasolla, mutta vähenevät hieman vuonna 2018. Tätä tukee myös rakentamisen tämän hetken näkymät, jonka mukaan rakentaminen säilyy kuluvana vuonna korkealla tasolla ja selkeästi yli pitkän aikavälin keskiarvon.

Positiivisen taloussuhdanteen pitäisi kuitenkin tukea yritysten talousnäkymiä, joten mahdollista on, että yritysten investointisuunnitelmiin tulee muutoksia. Toisaalta korkotasosta on

todennäköisesti nähty pohjat, joten siitä ei ole enää pitkään tukea investointinäkymälle.

Makrotalouden kokonaiskuvan perusteella arvioituna kasvuympäristön pitäisi jatkua suotuisana Enersenselle ja mielestämme markkina tarjoaa edellytykset jatkaa voimakasta kasvua.

Kasvu jatkuu ripeänä vuonna 2018

Ennustamme Enersensen kasvun jatkuvan voimakkaana vuonna 2018 ja ennusteissamme yhtiön liikevaihto kasvaa 22,5 % 57,6 MEUR:oon, josta suurempi suhteellinen osuus tulee epäorgaanisen kasvun kautta, kun TPU-maalaus yritystön liikevaihto vaikutus heijastuu koko vuoden lukuihin.

Kasvun ajurina toimii etenkin Resurssit - liiketoiminta-alue, jonka alla ennustamme perinteisen henkilöstövuokrauksen (Staffit) yltävän voimakkaaseen kasvuvauhtiin. Staffitin kasvua ajaa etenkin vahvasti kasvava henkilöstövuokrausmarkkina ja korkealla tasolla pysyvä rakentaminen. Koko Resurssit - liiketoiminta-alueen liikevaihdon kasvun ennustamme olevan noin 12 % vuonna 2018.

Suunnittelu ja tuotanto kasvaa uuteen kokoluokkaan (+ 74 % vuodentakaisesta) vuoden 2018 alussa toteutetun yritystön myötä. Lisäksi odotamme liiketoiminta-alueen saavan entistä vahvempaa jalansijaa telakkateollisuudessa, missä on merkittävä markkinapotentiaali.

Ennusteiden ajurit

Liikevaihto

-  **Teollisuuden asiakasalojen kasvu**
-  **Kaikki liiketoiminta-alueet kasvavat**
-  **Pitkällä aikavälillä kasvu heijastelee yleistä taloutta**

Kannattavuus

-  **Kannattavuus normalisoituu vuoden 2017 tasosta**
-  **Kasvun myötä hallinto tehostuu keskipitkällä aikavälillä**
-  **Pitkällä aikavälillä kannattavuus vakaa**

Ennusteet 2/3

Digitaaliset ratkaisut ja palvelut -liiketoiminnan kasvu jatkuu sekin voimakkaana, mutta selvästi pienemmän kokoluokan takia konsernitason kasvussa sen rooli on selvästi pienempi. Liiketoiminta-alueen 25 %:n vuosikasvu edustaa konsernitason vain noin 1 %:n kasvua.

Kannattavuus normalisoituu vuoden 2017 tasosta

Odotamme yhtiön parantavan kannattavuutta selvästi vuoden 2017 tasosta ja odotamme vuodelta 2018 3,8 MEUR:n oikaistua käyttökatetta (EBITDA-% 6,5 %). Kannattavuusparannusta ajaa mm. liikevaihdon kasvu, jonka myötä hallinto skaalautuu maltillisesti. Selvää kannattavuusparannusta odotamme kuitenkin muun kulurakenteen normalisoituessa vuoden 2017 tasosta, jolloin yhtiö teki etupainotteisia panostuksia organisaatioon tulevaa kasvua silmällä pitäen. Täyteen potentiaaliinsa kannattavuus ei kuitenkaan nouse ennusteissamme vuonna 2018, mikä heijastelee kasvun kulujen syntymistä liikevaihdon kasvun edellä ja se rajaa voimakkaassa kasvuvaiheessa kannattavuusparannusta.

Poistot ovat edelleen matalalla tasolla investointeja heijastellen ja näin ollen tulos valuu hyvässä suhteessa alemmille riveille. Odotamme kuitenkin listautumisen kulujen painavan alempia rivejä, mutta kaikkien liiketoimintojen yltäessä positiiviseen tulokseen on yhtiön efektiivinen veroaste normaalilla tasolla 20 %:ssa (2017: - 32 %). Arvioimme listautumiskuluiksi 0,7 MEUR, sillä odotamme antikulujen laskeneen annin jäätyä tavoitellusta koosta. Näin ollen odotamme yhtiöltä 0,45 euron oikaistua osakekohtaista tulosta vuodelta 2018. Osinkoa odotamme yhtiön maksavan 30 % nettotuloksesta tai 0,1

euroa/osake

Vuodet 2019 ja 2020

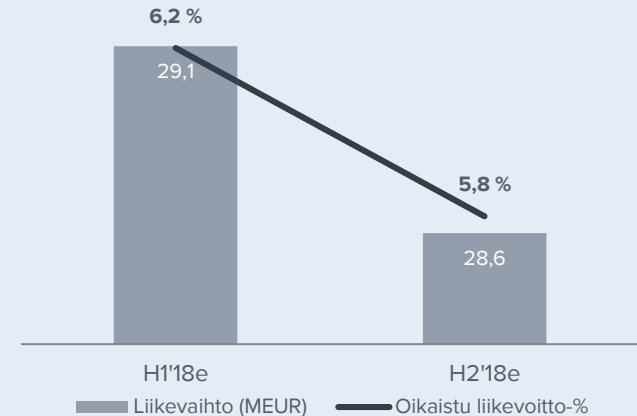
Vuosien 2019 ja 2020 aikana odotamme yhtiön kasvun jatkuvan, joskin se hidastuu selvästi edellisten vuosien tasosta. Ennustamme yhtiön liikevaihdon yltävän vuonna 2019 63,9 MEUR:oon (kasvua 10,9 %) ja vastaavasti vuonna 2020 69,5 MEUR:oon (kasvua 8,7 %).

Odotamme Resurssit -liiketoiminta-alueen edelleen ajavan kasvua yhtiön laajentaessa asemaansa teollisuudessa. Kasvupotentiaalia rajaa kuitenkin maltillisesti vuodesta 2019 alkaen rakentamisen markkinan hidastuminen, vaikkakin Staffitin pieni markkinaosuus huomioiden odotamme sen kasvavan edelleen selvästi yleistä markkinaa nopeammin. Suhteellisesti henkilöstövuokraus kasvaa pieneen kokoluokkaansa nähden kuitenkin edelleen vahvasti, kuten myös Digitaaliset ratkaisut ja palvelut.

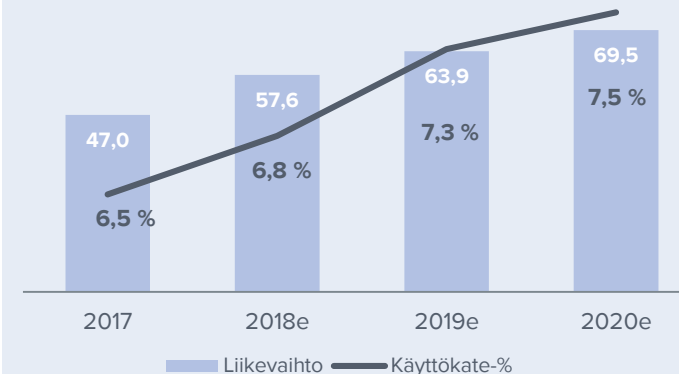
Odotamme Resurssit -liiketoiminta-alueen toimivan absoluuttisin numeroin katsottuna kasvun ajurina ja tuovan selvästi suurimmat osan kasvusta, mikä jakautuu sekä asiantuntijaresurssien että henkilöstövuokraus-liiketoiminnan kasvuun. Resurssit -liiketoiminnan kasvu on konsernitason arvokkainta, sillä sen kannattavuuspotentiali on arvioimme mukaan korkein ja siten kasvu heijastuu muita liiketoiminta-alueita paremmassa suhteessa konsernitason tulokseen.

Digitaaliset ratkaisut ja palvelut -liiketoiminnan odotamme kasvavan suhteellisesti kovinta vauhtia, mutta sen pienen kokoluokan vuoksi tämä kasvu ei heijastu konsernitason vielä voimakkaasti liikevaihtoon.

2018 ennusteet



Kasvu ja kannattavuus



Ennusteet 3/3

Kasvun hidastuessa odotamme yhtiön kannattavuuden myös parantuvan asteittain. Tämän taustalla on kulurakenteen kasvun hidastuminen ja hallinnon tehostuminen edelleen. Vuosien 2019 ja 2020 käyttökatemarginaalin ennusteemme ovat 6,8 % ja 7,3 %. Näin ollen odotamme yhtiön yltävän 4,4 MEUR:n ja 5,1 MEUR:n käyttökatteisiin.

Alhaisten poistojen ja rahoituskulujen ansiosta käyttökate valuu hyvässä suhteessa alemmille riveillä. Odotamme myös kaikkien liiketoimintojen pysyvän voitollisena ja efektiivinen verokanta on siten 20 %. Ennusteemme vuosien 2019 ja 2020 nettotuloksille ovat 3,0 ja 3,5 MEUR. Odotamme yhtiön jakavan tästä edelleen osinkoa 30 %:n jakosuhteella. Vuosien 2019 ja 2020 osinkotuotot ovat siten 3,1 % ja 3,6 %. Huomautamme kuitenkin, että osingon tasoon liittyy merkittävää epäselvyyttä, sillä se on riippuvainen toteutettavista kasvupanostuksista ja käsillä olevista mahdollisuuksista.

Emme siis ennusta yhtiön yltävän 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteeseen vuoden 2020 ennusteissamme. Arviomme mukaan tavoitetasoon yltäminen tulee edellyttämään epäorgaanista kasvua, minkä mallintaminen on käytännössä mahdotonta. Olemme kuitenkin havainnollistaneet yhtiön potentiaalia arvonnääritysosiossa, mikäli se yltää tavoitteeseen liikevaihdon ja kannattavuuden osalta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme ensi vuosikymmenellä yhtiön suhteellisen kasvun hidastuvan yhtiön kokoluokan kasvaessa ja tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin yleisen talouskasvun tasolle 2

%:iin, joka on myös käyttämämme terminaalikasvun taso. Kasvun hidastuminen nostaa yhtiön kannattavuutta, kun kasvu ei aiheuta merkittäviä etupainotteisia kustannuksia ja kasvun tasaantuessa koko organisaation tehokkuus paranee. Pitkän aikavälin kannattavuus tasaantuu ennusteissamme noin kannattavuustavoitteen tasolle (EBITDA-% 8 %).

Ennusteet

Tuloskehitys puolivuositasona	2016	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto (MEUR)	36,9	47,0	29,1	28,6	57,6	63,9	69,5
<i>Resurssit</i>	35,7	39,4	22,5	21,9	44,4	49,8	54,7
<i>Digitaaliset ratkaisut ja palvelut</i>	1,1	1,3	0,8	1,0	1,9	2,3	2,7
<i>Suunnittelu ja tuotanto</i>	0,0	6,3	5,7	5,7	11,3	11,8	12,1
<i>Muu liikevaihto</i>	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	4,0	1,9	1,2	1,8	3,1	4,4	5,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,9	1,7	1,8	1,7	3,5	4,1	4,8
Liikevoitto	3,9	1,7	1,1	1,7	2,8	4,1	4,8
<i>Resurssit</i>	3,9	1,7	1,7	1,6	3,3	3,9	4,4
<i>Digitaaliset ratkaisut ja palvelut</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,06	0,1	0,1
<i>Suunnittelu ja tuotanto</i>	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
<i>Kertaerät</i>	0,0	0,0	-0,7	0,0	-0,7	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Tulos ennen veroja	3,7	1,5	0,9	1,5	2,5	3,8	4,4
Verot	-0,7	-0,5	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-0,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,9	1,0	0,8	1,2	2,0	3,1	3,5
EPS (oikaistu)	0,64	0,22	0,23	0,22	0,45	0,55	0,63
EPS (raportoitu)	0,64	0,22	0,13	0,22	0,35	0,55	0,63
Tunnusluvut							
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	114 %	27,5 %			22,5 %	10,9 %	8,7 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	232 %	-55,7 %			100 %	18,8 %	16,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	10,9 %	4,1 %	4,3 %	6,4 %	5,3 %	6,8 %	7,3 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	10,6 %	3,7 %	6,2 %	5,8 %	6,0 %	6,4 %	6,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	7,9 %	2,1 %	2,6 %	4,3 %	3,4 %	4,8 %	5,1 %

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvonmäärityksestä

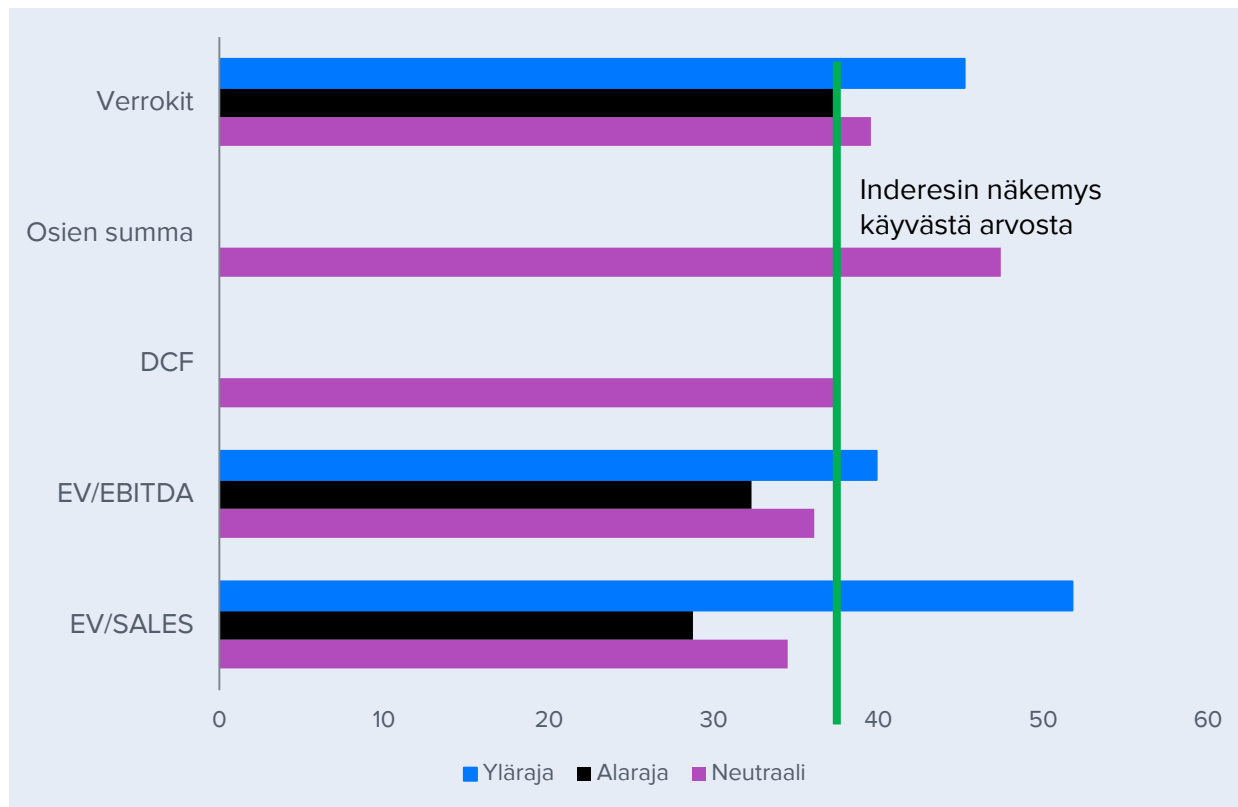
Näkemyksemme Enersensen käyvästä arvosta on 37,7 MEUR tai 6,7 euroa osakkeelta. Arvonmääritys pohjautuu niin absoluuttisiin kertoiimiin, kun myös suhteelliseen arvostukseen, kassavirtalaskelmaan sekä osien summa -laskelmaan. Annamme arvonmäärityksessä kuitenkin suurimman painoarvon absoluuttisille kertoiimille ja suhteelliselle arvonmääritykselle muiden arvonmääritysmenetelmien tiettyjen rajoitteiden vuoksi.

Näkemyksemme mukaan Enersensen arvoa tukevat tekijät ovat:

- Vahva kasvupotentiaali
- Pitkän aikavälin vakaa kannattavuuspotentiaali
- Hyvä track-record kannattavasta kasvusta

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttajia tekijöitä ovat:

- Merkittävä osa liikevaihdesta viideltä suurimmalta asiakkaalta, jossa yhden hankkeen merkitys on erittäin suuri
- Verrattain pieni koko
- Alihankinnalla matala hyväksyttävä arvostustaso



Arvonmääritys 2/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Enersensen arvonmääritystä ensisijaisesti tulospohjaisin arvostuskertoimin, mitä suhteutamme kansainvälisen verrokkiryhmän kertoimiin. Lisäksi tarkastelemme yhtiön arvoa osien summa - laskelmalla, jossa olemme koonneet eri Resurssit -liiketoiminta-alueelle relevantin verrokkiryhmän arvonmääritystä varten. Tämä on perusteltua, koska se muodostaa merkittävän osa yhtiön liikevaihdosta. Lisäksi käytämme arvonmäärityksessä kassavirtamallia.

Olemme lisäksi simuloineet yhtiön potentiaalista arvoa, mikäli se yltää aggressiiviseen kasvutavoitteiseensa. Ennustemme pohjautuvat yhtiön orgaanisen kasvun ennusteisiimme, sillä epäorgaanisen kasvun ennustaminen on käytännössä mahdotonta. Simuloitu arvo yhtiön yltäessä tavoitekokoluokkaan ja -kannattavuuteen antaa myös tukea nykyiselle arvonmääritykselle, mutta ei suoraan heijastu määrittelemäämme yhtiön arvoon siihen liittyvän korkean epävarmuuden vuoksi.

Verrokkiryhmän arvostus

Enersensen liiketoiminta-alueet ovat hyvin erilaiset, mikä tulee myös huomioida suhteellisessa arvostuksessa. Kokonaisuutena projektien resurssintiliiketoiminta muodostaa kuitenkin suurimman osan liikevaihdosta ja tuloksesta, minkä lisäksi näkemyksemme mukaan yhtiön arvo muodostaa pitkälti 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. Näiden yhtiöiden kasvu- ja kannattavuuspotentiaalit ovat myös näkemyksemme mukaan isossa kuvassa yhtenevät ja arvioimme joidenkin näistä myös kilpailevan Enersensen kanssa samoista projekteista.

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa käytämme EV/S ja EV/EBITDA-kertoimia, jotka ottavat huomioon eriävät taserakenteet. P/E-kerroin ei anna annin jälkeisessä tilanteessa täysin realistista kuvaa tukevasta nettokassasta johtuen ja siten emme käytä sitä suhteellisessa arvostuksessa.

Verrokkiryhmän 2018e mediaani EV/S kertoimella 0,6x Enersensen käypä velaton arvo olisi 40 MEUR. Vastaavasti verrokkiryhmän EV/EBITDA-kertoimella 9x yhtiön käypä velaton arvo on 38 MEUR. Absoluuttisesti verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena melko neutraalit. Suhteessa verrokkiryhmään matalampaa arvostusta puoltaa pienempi kokoluokka, korkeampi riskiprofiili ja alhaisempi kannattavuus. Vastaavasti selvästi ripeämpi liikevaihdon kasvu on peruste suhteellisen alentumisen kaventumiselle.

Osien summa

Osien summa laskelmamme indikoima velaton käypä arvo on 42 MEUR. Osien summa laskelmassa käytämme verrokkiryhmän arvostuskertoimia asiantuntijaliiketoiminnalle ja

henkilöstövuokrausliiketoiminnalle. Alihankinta liiketoiminnalle käyttämämme verrokkiryhmä on vastaavanlaisen liiketoimintamallin, riskiprofiilin ja kannattavuuspotentiaalın omaavaa liiketoimintaa, jota hinnoitellaan matalalla 0,3x EV/S-kertoimella. Vastaavasti Digitaaliset ratkaisut ja palvelut liiketoiminnalle hyväksymme tässä vaiheessa IT-alan palveluyhtiön mukaisen EV/S-kertoimeen 1,5x, joka heijastelee sen kehitysvaihetta ja matalaa kannattavuutta.

Näkemyksemme mukaan E-Sensen arvossa on merkittävää nousupotentiaalia SaaS-mallilla syntyvän kasvun kautta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Emme ole kuitenkaan valmiita hyväksymään sitä merkittäväksi osaksi arvoa vielä tässä vaiheessa, vaan odotamme yhtiöltä näyttöjä palvelun tuotteistamisesta ja kasvun skaalautumisesta kannattavuuteen.

DCF-malli

DCF-mallin mukainen arvo yhtiön osakekannalle on 37,7 MEUR. 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. Tarkempi laskelma löytyy sivulta 34, mutta laskelman perusoletukset ovat seuraavat:

- Odotamme yhtiön kasvun jatkuvan lähivuosina vahvana, vaikkakin se laskee viime vuosien tasosta selvästi. Odotamme yhtiön kannattavuuden myös ylittävän selvästi vuoden 2017 tason vaikka se ei ylläkään keskipitkällä aikavälillä tavoiteltuun 8 %:n (EBITDA-%) tasoon.

Arvonmääritys 3/3

- Liikevaihdon kasvu hidastuu ensi vuosikymmenellä, minkä myötä yhtiön kannattavuus tasoittuu noin yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaiselle tasolle. Terminaalikasvu on 2 %, mikä heijastelee karkeasti BKT:n pitkänaikavälin mukaista kasvua.
- Käyttämämme diskonttokorko 10,4 % on keskimääräistä listayhtiötä korkeampi, mikä heijastelee mielestämme pörssin keskimääräistä yhtiötä korkeampaa riskiprofiilia, kun huomioidaan sekä liiketoiminnan että osakkeen riskiprofiili.

Absoluuttiset kertoimet ovat houkuttelevalla tasolla

Määrittelemällämme annin huomioivalla 37,7 MEUR:n arvolla Enersensen absoluuttiset kertoimet ovat kuluven vuoden ennusteisiin nähden neutraalit, kun yhtiön 2018e EV/EBITDA-kerroin on 9x ja vastaava EV/liikevaihto-kerroin on 0,6x.

Vahvaa kasvua heijastellen kertoimet painuvat ennustamaamme kasvuun nähden kokonaisuutena matalaksi vuonna 2019. Ensi vuoden ennusteilla tulospohjainen EV/EBITDA-kerroin laskee tasolle 7,7x. Vahvan liikevaihdon kasvun myötä liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin painuu jo matalahkolle tasolle 0,5x.

Eiliselä päätöskurssilla mukaisella arvolla vastaavat 2018e kertoimet ovat 6,9x (EV/EBITDA) ja 0,4x (EV/S). Näemmekin arvostuskertoimissa nousuvaraa, kun yhtiö jatkaa kasvua ja samalla sen riippuvuus yhdestä suuresta hankkeesta laskee, mikä laskee yhtiökohtaista riskiprofiilia.

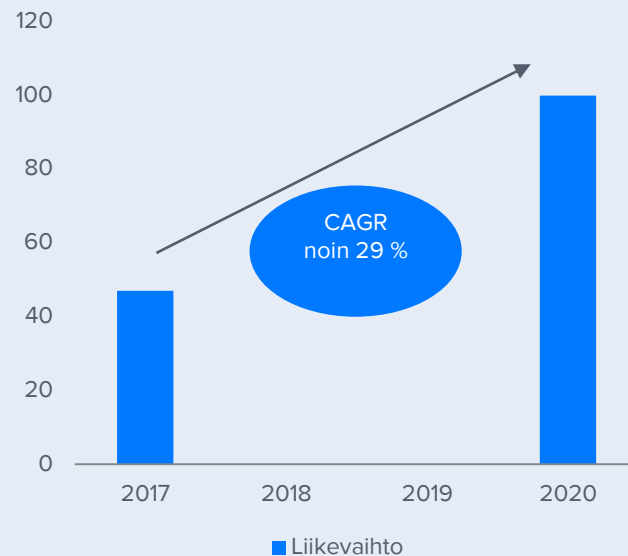
Tuottopotentialiaali on houkutteleva, mikäli yhtiö yltää kasvutavoitteeseensa

Olemme vuoden 2020 ennusteillamme alle yhtiön 100 MEUR:n tavoitetason liikevaihdon osalta, sillä emme mallinna epäorgaanista kasvua. Myös kannattavuusennusteemme on alle yhtiön tavoitteleman pitkän aikavälin keskimääräisen kannattavuuden (EBITDA-% 8 %). Olemme simuloineet sijoittajan saamaa tuottoa tilanteessa, jossa yhtiön liikevaihto kasvaa 100 MEUR:n liikevaihtotasoon (CAGR noin 29 %) vuoteen 2021 mennessä ja samalla yhtiö yltää kannattavuuden osalta 8 %:n käyttökatemarginaaliin.

Mielestämme pitkällä aikavälillä yhtiölle perusteltavissa oleva EV/EBITDA-kerroin on noin 7-9x, mikä on riippuvainen yhtiön kasvuvauhdista, näkymistä ja kannattavuuden kehityksestä. Mikäli yhtiö yltäisi 100 MEUR:n liikevaihdolla 8 %:n käyttökatteeseen olisi hyväksymillämme kertoimilla yhtiön velaton arvo 56-72 MEUR vuoden 2020 lopussa. Listautumisannin hintaan nähden sijoittaja saisi näin ollen noin 25-36 %:n vuotuisen tuoton arvon nousun kautta.

Olemme hahmottaneet sijoittajan tuottopotentialiaalia oheisessa matriisissa siten, että yhtiö arvostetaan 6x-10x EV/EBITDA-kertoimella ja yhtiön käyttökatemarginaali on tasossa 6% - 10 %. Liikevaihdon oletamme laskelmassa olevan 100 MEUR:n tavoitetasolla ja aikahorisontti on kolme vuotta (2021 alku). Prosentit kuvaavat sijoittajien antihinnan pohjalta lasketulla 2018e yritysarvolla (28,7 MEUR) tehdyn investoinnin vuotuista tuottoa, kun osinkoja ei huomioida.

Yhtiön tavoitetaso

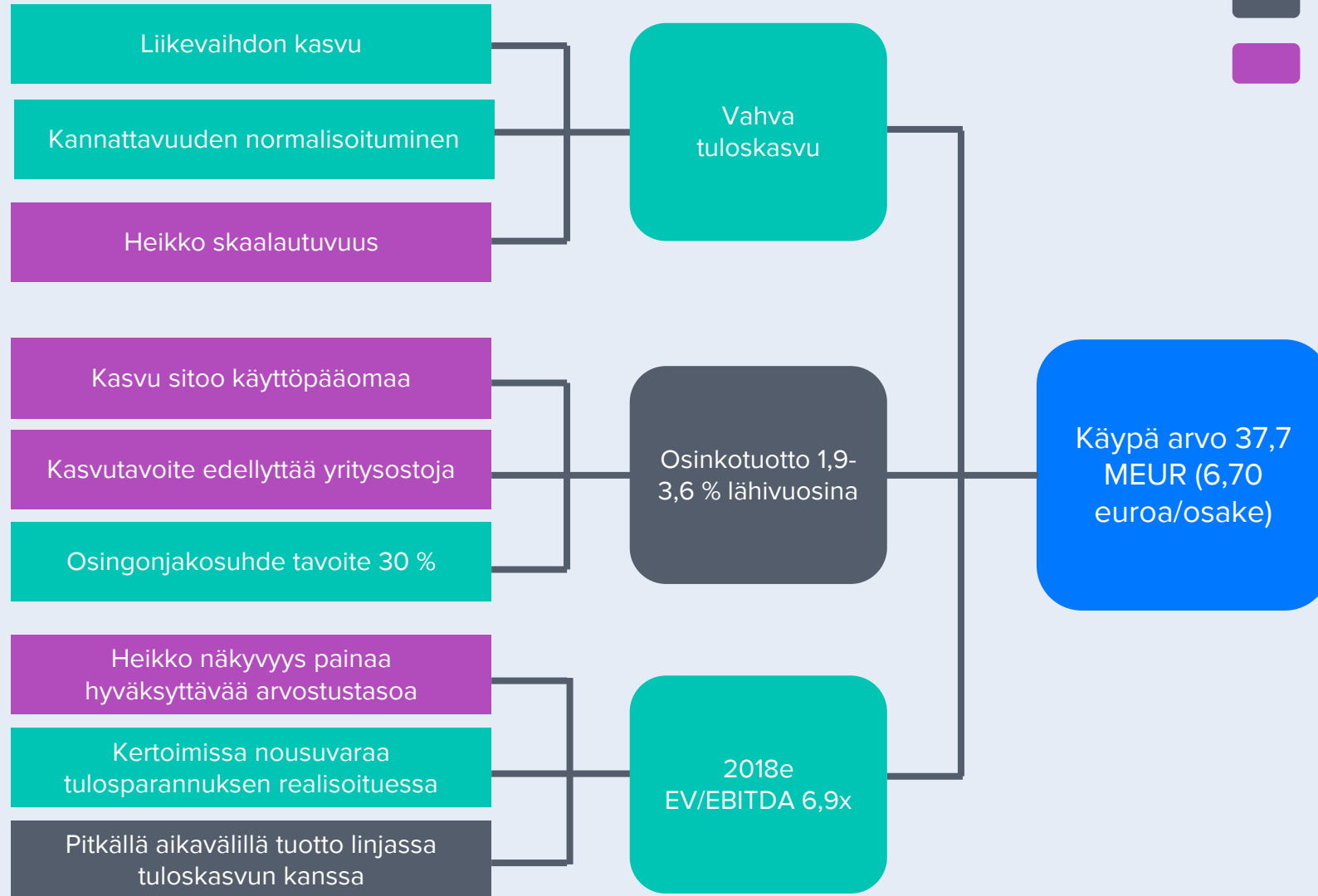


Tuottomatriisi

		EBITDA-%					
EV/EBITDA		6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	
	6	8 %	14 %	19 %	23 %	28 %	
	7	14 %	20 %	25 %	30 %	35 %	
	8	19 %	25 %	31 %	36 %	41 %	
	9	23 %	30 %	36 %	41 %	46 %	
	10	28 %	35 %	41 %	46 %	52 %	

Laskettu antihinnan mukaisella 2018e yritysarvolla 28,7 MEUR

Osaketuoton ajurit 2018e-2020e



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018e	2019e	2020e
Markkina-arvo	26,7	29,8	29,8	29,8
Yritysarvo (EV)	29,0	25,9	25,5	24,6
P/E (oik.)	26,8	11,8	9,7	8,4
P/E	26,8	15,2	9,7	8,4
P/Kassavirta	22,7	4,6	26,1	14,1
P/B	9,6	2,7	2,2	1,8
P/S	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	14,9	6,9	5,8	4,9
EV/EBIT	16,8	7,5	6,2	5,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,0 %	3,1 %	3,6 %

Verrokkiryhmän arvostus

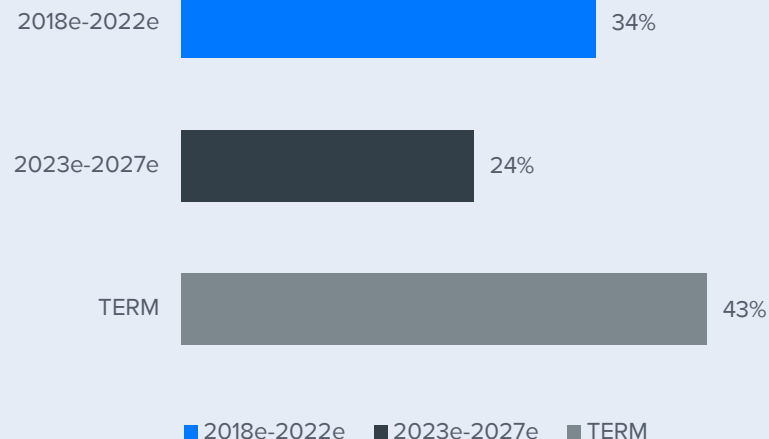
	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Sweco	172,10	2002	2195	14,1	12,4	11,6	10,5	1,2	1,2	17,3	15,9	3,1	3,4	3,2
ÅF	179,40	1295	1616	13,7	12,5	12,3	11,3	1,3	1,2	16,4	15,3	2,9	3,1	2,7
Pöyry	5,48	340	341	11,0	9,1	9,7	8,3	0,6	0,6	17,1	14,4	1,8	2,7	2,6
Etteplan	7,64	189	218	11,6	10,4	8,8	7,5	0,9	0,8	13,8	12,2	3,6	4,0	2,9
Kelly Services Inc	29,93	951	933							12,5	11,0			
ManpowerGroup Inc	97,65	5414	5825	7,5	6,9	6,8	6,3	0,3	0,3	11,1	10,7	2,0	2,2	2,0
Navigant Consulting Inc	21,46	791	893							16,5	15,0			
Robert Half International Inc	57,91	5911	5700	12,3	11,2	11,1	10,1	1,2	1,1	17,9	16,2	1,8	1,9	5,6
Groupe Crit SA	90,00	1019	1089	6,0	5,2	5,1	4,4	0,3	0,3	10,5	11,9		0,4	1,7
Adecco Group AG	67,32	9652	10844	9,2	8,4	8,5	7,6	0,4	0,4	11,5	10,8	4,2	4,6	2,4
Poolia AB	12,95	16	14							9,7	9,7	6,2	6,9	2,2
SJR in Scandinavia AB	49,60	46	43							14,9	13,5	6,5	7,0	8,0
Staffline Group PLC	979,00	311	337	7,2	6,5	6,5	5,8	0,3	0,2	8,4	8,1	2,9	3,0	2,2
Enersense (Inderes)	5,30	30	26	7,5	6,2	6,9	5,8	0,4	0,4	11,8	9,7	2,0	3,1	2,7
Keskiarvo				10,3	9,2	8,9	8,0	0,7	0,7	13,7	12,7	3,5	3,6	3,2
Mediaani				11,0	9,1	8,8	7,6	0,6	0,6	13,8	12,2	3,0	3,1	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-32 %	-32 %	-22 %	-23 %	-28 %	-29 %	-14 %	-21 %	-34 %	0 %	3 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	1,7	2,8	4,1	4,8	5,2	5,8	6,1	5,9	5,3	5,0	5,1	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	-0,5	-0,5	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	
- verot rahoituskuluista	-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	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	-2,1	-2,0	-1,5	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	1,7	0,5	1,5	2,6	3,8	4,7	4,9	4,7	4,4	4,2	4,3	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	0,0	1,1	2,1	3,2	4,1	4,4	4,2	3,9	3,7	3,6	
+/- Muut	0,0	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,2	6,4	1,1	2,1	3,2	4,1	4,4	4,2	3,9	3,7	3,6	44,4
Diskontattu vapaa kassavirta		6,0	1,0	1,6	2,2	2,6	2,5	2,2	1,8	1,6	1,4	17,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		40,0	34,0	33,0	31,4	29,1	26,5	24,0	21,8	20,0	18,4	17,0
Velaton arvo DCF		40,0										
- Korolliset velat		-4,3										
+ Rahavarat		2,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		37,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,70										
Pääoman kustannus (WACC)						2018e-2022e	Rahavirran jakauma jaksoittain					
Vero-% (WACC)	20,0 %										34%	
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %											
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %					2023e-2027e					24%	
Yrityksen Beta	1,45											
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %											
Likviditeettipreemio	0,50 %											
Riskitön korko	3,0 %					TERM					43%	
Oman pääoman kustannus	10,4 %											
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,4 %											
Lähde: Inderes						■ 2018e-2022e ■ 2023e-2027e ■ TERM						

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	47,0	57,6	63,9	69,5
Kulut	-45,1	-54,6	-59,6	-64,4
EBITDA	1,9	3,1	4,4	5,1
Poistot	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto	1,7	2,8	4,1	4,8
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,7	3,5	4,1	4,8
Rahoituserät	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,5	2,5	3,8	4,4
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,5	-0,5	-0,8	-0,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,0	2,0	3,1	3,5
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>1,0</i>	<i>2,7</i>	<i>3,1</i>	<i>3,5</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,0	2,0	3,1	3,5
Osakekohtainen tulos	0,22	0,35	0,55	0,63
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,22	0,45	0,55	0,63

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	0,3	0,3	1,0	1,2	1,3	1,5	Oma pääoma	1,9	3,8	2,8	11,2	13,7	16,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	Kertyneet voittovarot	1,4	3,3	2,3	4,2	6,7	9,4
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,4	0,4	0,5	0,7	Oman pääomanehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	0,5	0,5	0,5	7,0	7,0	7,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pitkäaikaiset velat	0,3	0,0	0,3	1,8	1,8	1,8
Vaihtuvat vastaavat	6,7	11,5	13,5	21,3	24,1	26,8	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,5	0,9	2,6	2,6	2,6	2,6	Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	0,0	0,3	1,8	1,8	1,8
Myyntisaamiset	5,7	8,3	8,9	10,4	12,8	14,6	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	0,4	2,3	2,0	8,4	8,7	9,7	Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	7,0	11,9	14,6	22,6	25,4	28,4	Lyhytaikaiset velat	4,8	8,1	11,5	9,6	10,0	10,3
							Lainat rahoituslaitoksilta	2,5	3,1	4,0	2,7	2,7	2,7
							Lyhytaikaiset korottomat velat	0,6	0,8	4,1	3,5	3,8	4,2
							Muut lyhytaikaiset velat	1,7	4,1	3,4	3,4	3,4	3,4
							Taseen loppusumma	7,0	11,9	14,6	22,6	25,4	28,4

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.4.2018	Osta	6,70 €	5,30 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**