

ENERSENSE

13.10.2025 08.30 EEST



Aapeli Pursimo
+358 40 719 6067
aapeli.pursimo@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Elinkaarikumppanuus kannattavan kasvun lähteenä

Nostamme Enersensen tavoitehintamme 4,7 euroon (aik. 3,7 €) positiivisia ennustemuutoksia heijastellen, mutta laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) kurssinousun myötä. Yhtiö teki reilu vuosi sitten strategisen käännöksen, jonka myötä se keskittyy nykyisin vakiintuneisiin energiansiirtymän ja tietoliikenneyhteydet mahdollistaviin projekti- ja palveluliiketoimintoihin. Näissä liiketoiminnoissa se pyrkii tulokasvuun elinkaarikumppanuuteen keskittyvällä strategialla. Olemme edelleen luottavaisia tulostulokäänteen pitävyyteen Value Uplift -tehostusohjelman tukemana ja tähän suhteutettuna näemme osakkeen arvostuksen houkuttelevana.

Puhtaalta pöydältä kohti elinkaarikumppanuutta

Strategisen päätöksen jälkeen yhtiö myi ja alasajoi strategian ulkopuolelle jääneitä liiketoimintojaan ja tämän prosessin se sai päätökseen kesällä 2025. Nykyisin yhtiön liiketoiminnan perustan muodostavat koko elinkaaren palvelut sähkö- ja tietoliikenneverkoissa, energiantuotannossa sekä teollisuuden energiasiiirtymässä, joita se toteuttaa Suomessa, Baltiassa ja Pohjoismaissa. Nykystrategian keskiössä yhtiöllä on kehittyä asiakkaidensa elinkaarikumppaniksi tarjoamalla asiakaslähtöisiä ja koko sen tarjoaman arvoketjun palvelut yhdistäviä ratkaisuja. Kokonaisuutena näemme sen strategiset valinnat järkevinä ja arvioimme näiden myötä liiketoiminnan olevan helpommin hallittavissa, skaalattavissa kannattavasti suurempaan kokoluokkaan sekä tuoneen päätöksenteon lähemmäksi liiketoimintoja ja asiakkaita. Toimenpiteiden kautta Enersense tavoittelee 4-5 %:n vuotuista orgaanista kasvua sekä yli 5 %:n liikevoittomarginaalia vuoden 2028 loppuun mennessä.

Strategisten toimenpiteiden kautta tulokasvun tielle

Arviomme mukaan yhtiön suurimpien liiketoimintayksiköiden (Power ja Energy Transition) kohdemarkkinoiden kasvunäkymät ovat hyvät teollisuuden energiamurroksen, uusiutuvan energian ja siirtokapasiteetin rakennustarpeiden sekä energiainfran

ylläpitoinvestointien tukemana. Sen sijaan Connectivityn markkinassa on mielestämme vaikea nähdä selkeämpää kasvua keskipitkällä aikavälillä. Siten vuotuinen kasvutavoite ei ole huomattavan vaativa, mutta toisaalta sen saavuttaminen vaatii nähdäksemme teollisuuden näkymien piristymistä. Puolestaan kannattavuusparannusta se tavoittelee strategisten toimenpiteiden kautta, jotka sisältävät Value Uplift-tehostusohjelman (ml. hinnoittelu), liikevaihdon rakenteen muutoksen (palveluiden osuuden kasvu) sekä operatiivisella vivulla. Pidämme polkua uskottavana, vaikka matkaa tavoitteeseen on vielä selvästi (ydinliiketoiminnot EBIT-% 2024: ~3 %).

Olemme tehneet positiivisia ennustemuutoksia Powerin ja Energy Transitionin kasvun osalta, jotka valuivat myös tulosriveille. Odotamme kuitenkin yhtiön saavuttavan noin 400 MEUR:n epäsuoran liikevaihdon tavoitteen vasta vuonna 2029. Vastaavasti marginaalien odotamme paranevan asteittain ja liikevoittoprosentin asettuvan 4,5 %:iin vuonna 2028. Kuluven vuoden ydinliiketoimintojen oikaistu käyttökate-ennusteemme nousi 17,9 MEUR:oon (aik. 17,6 MEUR, ohjeistus 16-20 MEUR).

Tuotto-odotus on edelleen houkutteleva

Olemme edelleen luottavaisia ydinliiketoimintojen tulostulokäänteen pitävyyteen lähivuosina Value Uplift -ohjelman tukemana. Tähän suhteutettuna näemme ensi vuoden EV-pohjaisissa kertoimissa nousuvaraa. Tätä konkretisoi myös se, että tavoitehinnallamme ensi vuoden oikaistut EV-pohjaiset tulostulokertoimet olisivat hyväksyiemme kerroinhaarukoiden alarajoilla (EV/EBITDA ~5x, EV/EBIT ~8x). Positiivista suositustamme sekä arvostuksessa yhä olevaa nousuvaraa tukevat myös kaikki muut käyttämämme menetelmät (mm. DCF-laskelma ~5,4 euroa/osake). Kokonaiskuvaa mukaillen pidämme osakkeen riskikorjattua tuotto-odotusta houkuttelevana.

Suositus

Lisää

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

4,70 EUR

(aik. 3,70 EUR)

Osakekurssi:

4,00 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	425	315	327	354
kasvu-%	17 %	-26 %	4 %	8 %
EBIT oik.	-14,2	9,8	12,7	15,1
EBIT-% oik.	-3,3 %	3,1 %	3,9 %	4,3 %
Nettotulos	-30,2	17,0	2,1	8,3
EPS (oik.)	-1,83	0,05	0,30	0,55

P/E (oik.)	neg.	75,2	13,5	7,3
P/B	1,9	1,7	1,6	1,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	9,9	7,4	5,7
EV/EBITDA	5,1	5,3	4,4	3,6
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,3	0,2

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

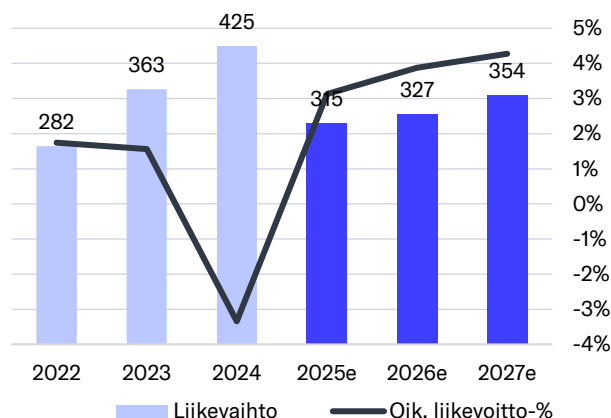
Enersense arvioi ydinliiketoimintojensa oikaistun käyttökateen olevan 16–20 MEUR (2024: 20,7 MEUR) vuonna 2025.

Osakekurssi



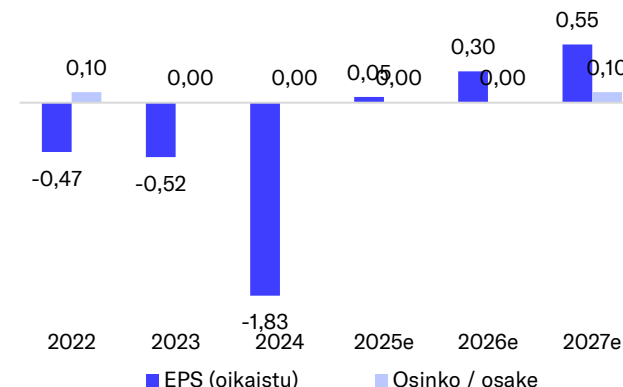
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Strategian onnistunut toteutus ja siirtyminen vahvemmin elinkaarikumppaniksi, mikä osaltaan lisää toistuvan ja vakaamman liikevaihdon osuutta
- Kannattavuuden parantaminen, mikä tukisi myös kassavirtaa
- Teollisuuden energiamurros tukee kasvunäkymiä
- Power-liiketoiminnan investointinäkymät

Riskitekijät

- Matala alalle tulon kynnys ja kireä kilpailutilanne monilla yhtiön markkinoista
- Sopimus- ja luottotappioriskit
- Projektien hinnoittelun epäonnistuminen ja kannattavuuden heilahtelu
- Liikevaihdon riippuvuus investoinneista
- Heikko läpinäkyvyys sopimusrakenteisiin ja projektikannan kehitykseen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,00	4,00	4,00
Osakemäärä, milj. kpl	16,5	16,5	16,5
Markkina-arvo	66	66	66
Yritysarvo (EV)	97	94	86
P/E (oik.)	75,2	13,5	7,3
P/E	3,9	31,5	8,0
P/B	1,7	1,6	1,3
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	5,3	4,4	3,6
EV/EBIT (oik.)	9,9	7,4	5,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	19,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Toimiala ja kilpailu	12-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-19
Taloudellinen tilanne	20-22
Ennusteet	23-28
Sijoitusprofiili	29
Arvonmääritys ja suositus	30-34
Taulukot	35-39
Vastuuvapauslauseke	40

Enersense lyhyesti

Enersense toimittaa tulevaisuuden yhteiskunnan keskeisiä toimintoja. Se on elinkaarikumppani asiakkailleen energiansiirrossa ja -tuotannossa, teollisuuden energiasiirtymässä sekä tietoliikenteessä. Yhtiö toteuttaa projekteja ja palveluita Suomessa, Baltiassa ja Pohjoismaissa.

2005

Perustamisvuosi

2018

Listautuminen

336 MEUR

Ydinliiketoimintojen liikevaihto 2024

20,7 MEUR

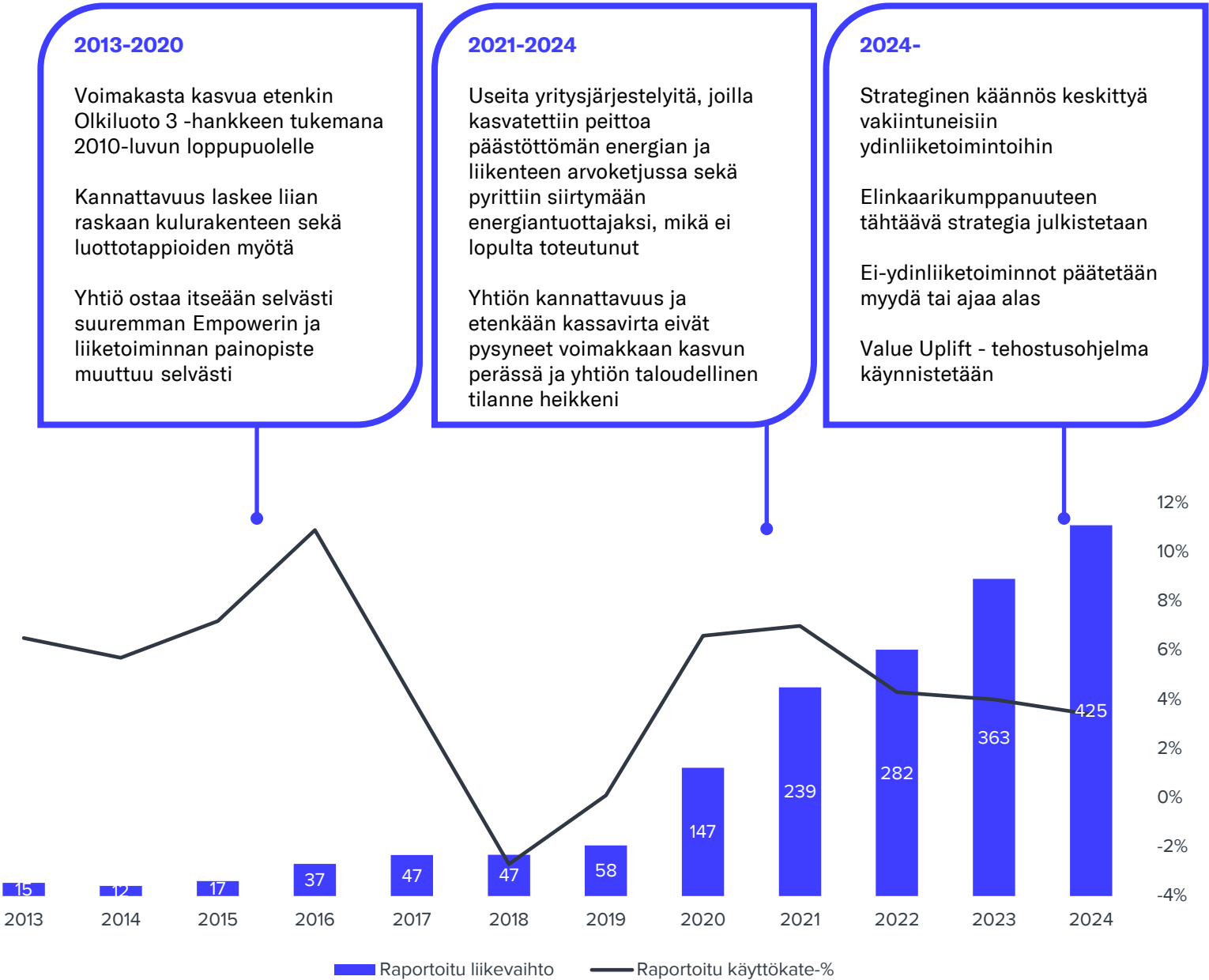
Ydinliiketoimintojen oikaistu käyttökate 2024

10,4 MEUR

Ydinliiketoimintojen käyttökate 2024

1832

Henkilöstömäärä Q2'25:n lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhteiskunnan keskeisten toimintojen toimittaja

Yhtiö teki strategiassaan selkeän suunnanmuutoksen kesällä 2024, jonka myötä se keskittyy nykyisin vakiintuneisiin ydinliiketoimintoihinsa eli energiasiirtymän ja tietoliikenneyhteydet mahdollistaviin projekti- ja palveluliiketoimintoihin. Päätöksen myötä se myi ja ajoi alas strategian ulkopuolelle jääneitä liiketoimintojaan (sähköisen liikenteen latausratkaisut, tuuli- ja aurinkoenergian hankekehitys sekä meriteollisuusyksikkö). Näiden liiketoimintojen strategiset arvioinnit yhtiö sai päätökseen kesällä 2025 meriteollisuusyksikön myynnin myötä (tuuli- ja aurinkoenergian hankekehitysportfolio myynti ja sähköisen liikenteen latausratkaisujen alasajo toteutettiin jo helmikuussa 2025). Nykyisin yhtiön liiketoiminnan perustan muodostavat koko elinkaaren palvelut sähkö- ja tietoliikenneverkoissa, energiantuotannossa sekä teollisuuden energiasiirtymässä.

Kolme liiketoiminta-aluetta

Nykyisin Enersensen liiketoiminta jakaantuu kolmeen erilliseen liiketoimintayksikköön, joiden liikevaihdot ja kannattavuudet raportoidaan erikseen.

Liikevaihdoltaan suurin yksikkö on Power, joka tarjoaa ratkaisuja yhteiskunnan sähköistymiseen ja uusiutuvaan energiaan. Liiketoimintayksikön palveluihin kuuluvat keskeisesti voimansiirtoverkkojen ja sähköasemien suunnittelu, rakentaminen ja kunnossapito. Arvioimme näiden tuovan myös valtaosan yksikön liikevaihdosta. Lisäksi yksikön palveluihin kuuluvat esimerkiksi tuuli- ja aurinkovoimapuistojen sekä teollisen kokoluokan akkujen (BESS) rakentaminen sekä kunnossa- ja ylläpitopalvelut. Powerissa yhtiö toimii kaikilla kohdemarkkinoillaan (Suomi, Baltia ja Pohjoismaat). Powerin

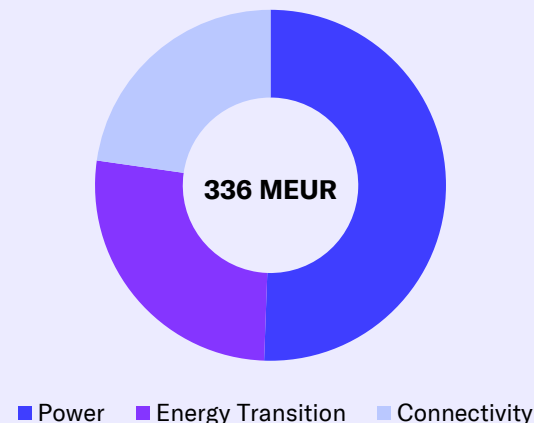
ydinliiketoimintojen liikevaihto vuonna 2024 oli 170 MEUR ja oikaistu käyttökate 13,5 MEUR.

Enersensen toiseksi suurin yksikkö on puolestaan Energy Transition, joka on koko elinkaaren kumppani energiantuotannossa ja teollisuudessa toimiville asiakkailleen. Yksikön projektit ja palvelut keskittyvät energiasiirtymän mahdollistamiseen. Lisäksi se kehittää digitaalisia ratkaisuja tuottavuuden parantamiseen (mm. mittarointi ja etävalvonta) ja tuottaa resurssi-, suunnittelu- ja urakointipalveluita kotimaisten ja kansainvälisten energiasiirtymään liittyvien teollisuushankkeiden tarpeisiin (mm. erilaiset teräs- ja putkistotyöt sekä pintakäsittelytyöt). Energy Transition -yksiköllä on toimintaa Suomessa ja projektiluontoisesti muissa Pohjoismaissa. Energy Transitionin ydinliiketoimintojen liikevaihto vuonna 2024 oli 90 MEUR ja oikaistu käyttökate 6,7 MEUR.

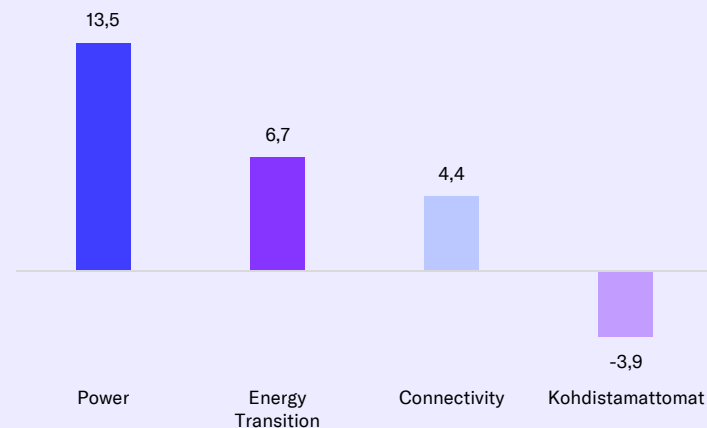
Kolmantena liiketoimintayksikkönä yhtiöllä on Connectivity, joka palvelee teleoperaattoreita ja tietoliikenneyhteyksien omistajia Suomessa ja Baltiassa. Yksikön palvelutarjoama koostuu mobiiliverkkojen ja kiinteiden tietoliikenneverkkojen palveluista aina suunnittelusta rakentamiseen, käyttöön ja kunnossapitoon sekä modernisointiin. Liiketoiminta-alueen ydinliiketoimintojen liikevaihto vuonna 2024 oli 76 MEUR ja oikaistu käyttökate 4,4 MEUR.

Tämän lisäksi yhtiö raportoi myös neljäntenä eränä eliminoinnit ja liiketoiminta-alueille kohdistamattomat erät, mikä pitää sisällään nimensä mukaisesti konsernin sisäisiä eliminointeja sekä konsernihallinnon kuluja (ml. konsernin talous, ICT, hankinta, henkilöstöhallinto, laki, laatu ja viestintä).

Ydinliiketoimintojen liikevaihdon jakauma yksiköittäin 2024



Ydinliiketoimintojen oikaistun käyttökateen jakauma 2024 (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Rakentaminen korostunut nykyisin tarjoamassa

Alkukesästä 2025 järjestetyn pääomamarkkinapäivän yhteydessä Enersense avasi palveluidensa elinkaaritajontaa, jonka se luokittelee neljään eri vaiheeseen: 1) suunnittelu, 2) rakentaminen, 3) käyttö ja kunnossapito sekä 4) päivitykset ja modernisoinnit. Näistä toiminnan selkärangan muodostavat rakentamiseen liittyvät palvelut, joiden osuus konsernin liikevaihdosta vuonna 2024 oli noin 60 %. Tämä on myös mielestämme varsin loogista liiketoiminnan luonnetta (esim. kantaverkon rakennusprojektit) sekä rakentamisprojektien kokoluokkaa peilaten.

Vastaavasti käytön ja kunnossapidon osuus oli liikevaihdosta arviomme mukaan noin 20-25 %. Tämänkaltaisista palveluista hyvinä esimerkkeinä toimivat esimerkiksi Helenin kanssa vuonna 2022 [solmittu](#) laaja käyttö- ja kunnossapitosopimus sekä esimerkiksi sähköasemien ja matkapuhelinverkkojen kunnossapitopalvelut. Sen sijaan suunnittelun sekä päivitysten ja modernisointien osuudet olivat karkeasti noin 5 %:n tasolla. Vastaavasti tulevaisuudessa yhtiön tavoitteena on kasvattaa etenkin palveluiden ja elinkaaren loppupään suhteellista osuutta ja osuuttaan asiakkaan arvoketjun toteuttajana (kts. tarkemmin [strategia ja taloudelliset tavoitteet –kappale](#)).

Nykyisellään emme arvioi eri tarjoaman vaiheiden kannattavuuksissa olevan isoja eroja Poweria lukuun ottamatta, jossa käsityksemme mukaan jo nykyisellään kunnossapidon palvelut ovat selvästi projektiluontoisia palveluita kannattavampia. Näemme tässä kuitenkin yhtiölle merkittävää potentiaalia myös muualla, mutta arvioimme tämän vaativan aikaa prosessin hiomisen osalta (mm. etävalvonnan kasvattaminen,

digitalisaatioasteen nosto, henkilöstön ja asiakkaan kouluttaminen) ja hinnoittelun kehittämistä, mikä vaatii myös todisteita asiakasarvon käytännön kasvusta.

Asiakaskunta liiketoiminta-alueittain

Enersensen merkittävimmät asiakkaat vaihtelevat liiketoimintayksiköittäin, minkä myötä sen asiakasrakenne on näkemyksemme mukaan konsernitasolla hajautunut. Konsernitasolla yhtiöllä ei ollut vuonna 2024 yhtään asiakasta, jonka osuus olisi ollut yli 10 % konsernin liikevaihdosta (vuonna 2023 yksi).

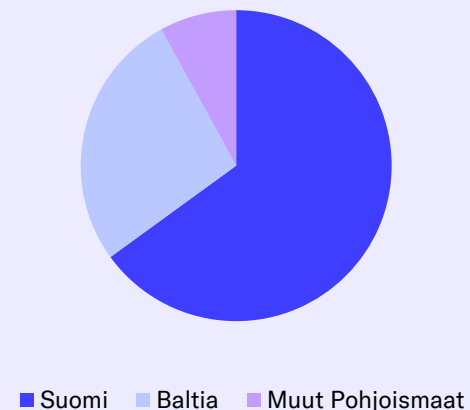
Powerin suurimpia asiakkaita ovat Suomen, Ruotsin ja Baltian kansalliset kantaverkkoyhtiöt (mm. Fingrid, Svenska Kraftnät, Elering), sähkönsiirto- ja jakeluverkkoyhtiöt (mm. Caruna, Elektrilevi) sekä uusiutuvan energian yhtiöt (mm. Ilmatar, OX2). Tämän joukon suhteellisen rajallinen määrä rajoittaa asiakaskunnan hajautusta, mutta toisaalta asiakkaat ovat keskimäärin hyvin vakaita ja tunnettuja toimijoita. Lisäksi yhtiöllä on käsityksemme mukaan toimijoiden kanssa usein pitkät asiakassuhteet ja niissä on tyypillisesti matala vaihtuvuus esimerkiksi asiakkaiden laatu- ja luotettavuusvaatimusten myötä. Siten emme arvioi segmentin jossain määrin keskittyneen asiakaskunnan kohottavan riskitasoja liiaksi, vaan nähdäksemme riskit ja toisaalta mahdollisuudet liittyvät yleiseen investointiaktiiviteettiin markkinoilla.

Vastaavasti Energy Transitionin asiakaskunta muodostuu useista teollisuudenaloista ja energiantuotannosta, joihin käynnissä oleva energiamurros vaikuttaa. Tärkeimpiä toimialoja ovat perinteiset energiantuottajat (mm. Fortum ja Helen) sekä esimerkiksi uusiin teknologioihin keskittyvät energiantuottajat (mm. P2X Solutions).

Liikevaihdon jakauma palvelutyypeittäin 2024



Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti 2024



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Tämän lisäksi tärkeitä asiakassektoreita yhtiölle ovat muun muassa kemian-, metalli- ja meriteollisuus (mm. Boliden, Andritz ja RMC). Arvioimme Energy Transitionin asiakkaiden olevan lukumäärältään hajautunein, vaikka samanaikaisesti arvioimme esimerkiksi Helenin liikevaihto-osuuden (vuonna 2022 solmitun 4+2-vuotisen sopimuksen enimmäisarvo optioineen 200 MEUR). Siten yksittäisten asiakkuuksien tai sopimusten päättyminen voisi vaikuttaa huomattavastikin yksikön liiketoimintaan ja näemme hajautuneemman asiakas- ja kilpailijakunnan myötä näihin liittyvän hieman enemmän riskiä, kuin kahdessa muussa liiketoiminnossa. Toisaalta näemme myös esimerkiksi Helen-tyyppisten sopimusten onnistuneen toteuttamisen mahdollistavan laajentumisen asiakkuuden sisällä tai samankaltaisten toimijoiden keskuudessa uusiin asiakkuuksiin, mikä kuvastaa myös liiketoiminnan asiakaskuntaan liittyviä mahdollisuuksia.

Connectivityn asiakaskunta muodostuu sen sijaan tietoliikenneverkkojen eli mobiiliverkon ja kiinteän verkon palveluntarjoajista ja omistajista. Tämä joukko koostuu etenkin teleoperaattoreista, joista Enersensen asiakkaita ovat Telia (ml. mastoyhtiö Telia Towers), Elisa, Tele2, Global Connect sekä valokuituverkkoyhtiöistä, joista Enersensen merkittävin asiakas on ollut Valoo. Tämän lisäksi asiakaskuntaan kuuluu mm. erilaisia tietoverkko- tai kyberturvallisuuspalveluita tarjoavia yhtiöitä (esim. Cinia ja Lohde). Rajallinen asiakaskunta heijastelee Suomen keskittynyttä operaattorikenttää, eikä mielestämme kasvata riskitasoa suoraan liiaksi. Tämän taustalla on se, että operaattorit käsityksemme mukaan kilpailuttavat suurimmat verkon toimittajat pääosassa hankkeitaan ja oman toimintavarmuutensa ansiosta hajauttavat hankintojaan näiden kesken. Sen sijaan keskittyneen asiakaskunnan myötä riskitasoja nostaa

yksittäisten asiakkaiden investointitasojen mahdolliset muutokset.

Kokonaisuutena Enersensen asiakasrakenteeseen liittyvät riskit ovat mielestämme kohtuulliset ja hallittavissa. Yhtiön asiakkuuksissa korostuu toimitusvarmuus ja asiakasreferenssit, minkä takia korkea palveluiden ja projektien laatuvaatimus on edellytys asiakkuuksien jatkolle. Samanaikaisesti kilpailukenttä muodostuu perinteisillä palvelualueilla samantyyppisiä palveluita tarjoavista toimijoista, mikä osaltaan koventaa kilpailua ja parantaa asiakkaiden neuvotteluasemaa. Tämän myötä toimialan marginaalit ovat tyypillisesti melko matalia ja perustelee Enersensen elinkaarikumppanuuteen tähtäävää strategiaa.

Tilaukanta antaa näkyvyyttä lähivuosille

Enersensen liikevaihto rakentuu eri pituisista projekti-, palvelu- ja puitesopimuksista. Yhtiö ei raportoita tilaukannan tarkempaa jaksottumista, mutta etenkin huolto- ja kunnossapitosopimukset ovat tyypillisesti monivuotisia. Usein asiakassuhteet kestävät myös useampia sopimuskausia yhtäjaksoisesti. Nämä yhdessä etenkin Powerin ja Connectivityn puitesopimusten kanssa tuovat liiketoimintaan jatkuvuutta, mikä myös parantaa liiketoiminnan sisäistä ennustettavuutta. On kuitenkin hyvä huomata, että nämä muodostuvat sekä kiinteästä että muuttuvasta laskutuksesta eivätkä muuttuvat osat usein sisällä olennaisia minimivaatimuksia ostoille.

Merkittävin indikaattori kysynnän tulevasta kehityksestä sijoittajien suuntaan on kuitenkin Enersensen raportoima tilaukanta. Yhtiön tilaukanta oli Q2'25:n lopussa 376 MEUR, mikä vastaa karkeasti reilun vuoden liikevaihtotasoa.

Esimerkkejä Enersensen asiakkaista

Yksikkö	Asiakassegmentti	Asiakkaat
Power	Kantaverkkoyhtiöt	  
	Jakeluverkkoyhtiöt	 
	Uusiutuva energia	 
Energy Transition	Nykyiset energiantuottajat	 
	Uudet energiahankkeet	
	Muu teollisuus	  
Connectivity	Palveluntarjoajat	 
	Infrastruktuurin omistajat	 

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Tilaukannan ansiosta liiketoiminnassa on ennustettavuutta ja yhtiöllä itsellään on kohtuullisen hyvä näkyvyys lyhyen tähtäimen liikevaihdon kehitykseen seuraavalle 12 kuukaudelle ja osin myös tätä pidemmälle ajalle. Tämä edesauttaa henkilöstöressurssien tarpeen suunnittelua, mikä on kannattavuuden kannalta kriittistä. Yhtiö raportoi tilaukannan kehitystä yksikkötasolla, mutta on hyvä huomata, että yksittäiset suuremmat projektit voivat heilauttaa tilaukantojen kehitystä lyhyellä aikavälillä. Sen sijaan tilaukantojen tarkkoja rakenteita ja jaksottumisia on vaikea arvioida.

Syklisyys ja kausivaihtelut

Liikevaihdon alttius muutoksille talouskasvun vauhdissa vaihtelee liiketoiminta-alueittain. Nykyisellään sekä Powerin että Connectivityn kysyntä on riippuvaista voimansiirto- ja tietoliikenneverkkojen investointinäköymästä, johon vaikuttaa ennen kaikkea markkinan kehitysvaiheen määrittämä investointitarve. Vastaavasti Energy Transitionin käyttö- ja kunnossapitopalveluiden tarve on pitkässä juoksussa suhteellisen vakaata, joskin muutokset esimerkiksi teollisuusasiakkaiden käyttäytymisessä ulkoistusasteen osalta voivat vaihdella. Nähdäksemme korkeasuhdanne voi kuitenkin kasvattaa huoltotoimien tarvetta ja lisätä investointivetoista kysyntää erilaisille projektiluontoisille hankkeille. Liiketoimintayksiköiden nykyisten kokoluokkien perusteella arvioimme yhtiön liiketoiminnan alttiuden perinteisille talouden syklien muutoksille kohtalaiseksi. Kohdemarkkinoiden riippuvuus investoinneista on sen sijaan mielestämme korkea ja etenkin teollisuuden investointitaso linkittyy vahvasti talouskasvun kehitykseen.

Sen sijaan vuoden sisäisesti liikevaihdon kehitykselle on tavanomaista merkittävä kausiluonteisuus. Tämän taustalla on etenkin sääolojen vaikutus yhtiön markkina-alueilla, jotka rajoittavat esimerkiksi rakentamista. Vaikutukset ovat kuitenkin riippuvaisia muun muassa talven ankaruudesta ja kestosta ja talvimyrskyt voivat myös lisätä esimerkiksi korjauspalveluiden tarvetta. Yleisellä tasolla Q1 on yhtiölle tyypillisesti liikevaihdon (ja tuloksen) osalta hiljaisinta aikaa. Vastaavasti kausiluontoisuuden myötä arvioimme kassavirran olevan vahvinta vuoden lopulla projektien päättymistä mukaillen.

Liiketoimintamallissa on korkea henkilöstöintensiivisyys

Liiketoimintamalli on palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan erittäin henkilöstöintensiivinen. Tämä heijastuu myös yhtiön kulurakenteeseen, josta valtaosa muodostuu henkilöstökustannuksista (ml. alihankintana hankittava vuokratyövoima). Korkean henkilöstöintensiivisyyden vuoksi kustannusrakenne koostuu suurelta osin jossain määrin joustavista kustannuseristä ja nämä ovat pidemmässä juoksussa muuttuvia kustannuksia, joiden skaalautuvuus on matala. Lyhyen aikavälin rajallista joustavuutta peilaten henkilöstön riittävän korkea käyttöaste onkin kriittistä kannattavuuden kannalta.

Enersensen nykyisen liiketoiminnan tarkemmasta kustannusrakenteesta ei ole vielä saatavilla tarkkaa kuvaa ei-ydinliiketoimintojen myyntien/alasajon sekä käynnissä olevan Value Uplift -ohjelman kustannusvaikutusten myötä. Olemme tarkastelleet kustannusrakennetta H1'25:n lukujen perusteella, sillä arvioimme tämän antavan kuitenkin parhaan suuntaa antavan kuvan nykyisestä kustannusrakenteesta.

H1:25:llä Enersensen suurin yksittäinen kuluerä oli materiaalit ja palvelut, jotka vastasivat 48 % kokonaiskustannuksista. Tämä erä sisältää materiaalihankintoja, joita tarvitaan eri asiakasprojekteissa. Lisäksi ulkopuoliset ostot muodostuvat merkittävältä osin ulkopuolisesta vuokratyövoimasta, jota yhtiö ostaa alihankintana. Arviomme mukaan karkeasti noin puolet materiaali- ja palvelukustannuksista onkin työvoimakustannuksia. Siten henkilöstökulut ovat liiketoiminnassa vielä suuremmat kuin yhtiön omat henkilöstökulut (37 %) antavat ymmärtää.

Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Muiden kulujen osuus kokonaiskustannuksista oli 12 %. Liiketoiminnan rajallisten pääomatarpeiden vuoksi poistojen osuus kokonaiskustannuksista oli vain 3 %.

Liiketoiminnan pääomavaltaisuus on melko matala

Viime vuosien lukuisten yritysjärjestelyiden ja aiempien ei-ydinliiketoimintojen mukanaolon ja näihin liittyneiden kasvuinvestointien myötä nykyisten ydinliiketoimintojen pääomien sitoutumisesta ei ole kertynyt olennaista vertailukelpoista historiallista aikasarjaa. Tämän myötä myös käyttöpääoman sitoutumisen tarkempi arviointi on nykyrakenteen osalta haastavaa. Arvioimme kuitenkin nykyliiketoimintojen luonteita mukaillen käyttöpääoman sitoutumisen olevan kausiluontoisia tekijöitä lukuun ottamatta varsin rajallista, eikä tässä tulisi yli ajankaan olennaista muutosta. Tämän taustalla on, että liiketoiminnassa ei ole juurikaan varastotuotteita ja yhtiö faktoroi myyntisaataviaan.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Tämän vastapainona tulevat rahoituskustannukset, mutta toisaalta käyttöpääoman sitoutuminen ei rajoita liiketoiminnan kasvua. Kausiluontoisuuden myötä käyttöpääoman hallinta on kuitenkin keskeistä liiketoiminnan kannalta ja vuodensisäisten vaihteluiden myötä yhtiön täytyy säilyttää riittävät kassapuskurit vuoden ympäri. Käsityksemme mukaan käyttöpääoman osalta yhtiöllä on kuitenkin edelleen tehostamisvaraa (esim. sopimusehdot). Myös nykyisen liiketoiminnan investointitarve on maltillinen, sillä liiketoiminta ei edellytä merkittävästi kiinteää omaisuutta ja investoinnit kohdistuvatkin lähinnä tarvittavaan kalustoon (esim. pakettiautot).

Yhtiöllä on kuitenkin meneillään ERP-uudistus ja muitakin tietohallintouudistuksia digitalisaation lisäämiseksi, jotka nykyisten kirjanpitosääntöjen tullaan kirjaamaan käsityksemme mukaan kokonaisuudessaan kuluiksi tuloslaskelman kautta. Käsityksemme mukaan näihin liittyvien projektien tulisi jatkua vielä vuosien 2026 ja 2027 aikana ja kulujen olla karkeasti 1,0-2,5 MEUR vuositasolla. Siten nämä projektit tulevatkin osin painamaan konsernin raportoituja lukuja.

Kokonaisuutena yhtiön kassavirtaprofiiliin tulisi kuitenkin olla hyvä liiketoiminnan matalakatteisesta luonteesta huolimatta. Toisaalta matalat pääomatarpeet myös osaltaan laskevat alalle tulon esteitä.

Yhtiöllä on myös sijoitus P2X Solutionsiin

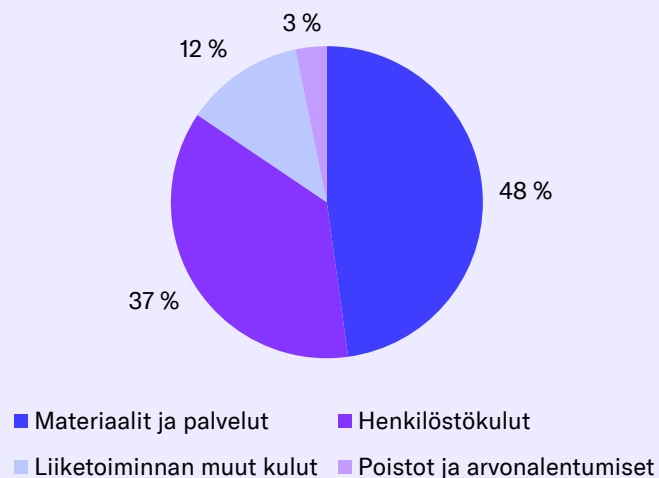
Yhtiö teki vuonna 2022 strategisen 13 MEUR:n sijoituksen vihreän vedyn tuottajaan P2X Solutionsiin. P2X:n liiketoiminta pohjautuu vihreän vedyn eli uusiutuvalla energialla tuotetun vedyn tuotantoon sekä Power-to-X-tekniologioihin ja prosesseihin, joiden avulla uusiutuvaa

sähköä voidaan varastoida synteettisiksi polttoaineiksi tai muuttaa muiksi yhdisteiksi. Vuonna 2024 P2X:n pääomistajaksi tuli sveitsiläinen energiayhtiö Alpiq, minkä yhteydessä Enersensen omistusosuus laski noin 16 %:sta noin 9 %:iin.

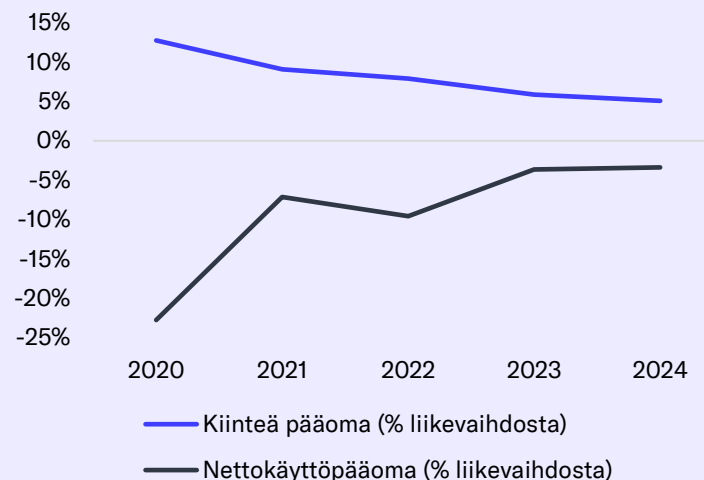
Yhtiöt ovat sopineet myös kumppanuussopimuksesta P2X:n Harjavallan vihreän vedyn tuotantolaitoksen kunnossapidon ja operoinnin tehtävistä, jonka rakennusvaiheessa Enersense oli myös mukana. P2X aloitti Harjavallan kaupallisen toiminnan kuluvan vuoden aikana, joten tässä vaiheessa liiketoiminnan taloudellisiin lukuihin tai tuottopotentiaaliin on vielä hankala ottaa kantaa. P2X on myös suunnitellut seuraavaa tuotantolaitosta Joensuuun, johon se on saanut muun muassa 60 MEUR:n investointituen Business Finlandilta. Pidämme Enersensen asemaa hyvänä myös kyseisen laitoksen rakentamisen sekä operoinnin ja kunnossapidon toteutuksen osalta.

Nähdäksemme sijoitus P2X:ään itsessään ei kuulu Enersensen ydinliiketoimintoihin ja siten pitäisimme sijoituksesta irtaantumista keskipitkällä aikavälillä perusteltuna. Toisaalta sijoituksen kautta yhtiö on saanut arvokasta kokemusta vihreän vedyn rakentamisesta sekä kunnossapidosta ja operoinnista, jotka puolestaan ovat selkeästi yhtiön ydinliiketoiminnan piirissä. Tässä mielessä kokemus näistä on arviomme mukaan arvokasta myös pidemmällä aikavälillä ja voi myös tuoda Enersenselle toistaiseksi kilpailuetua projekteista kilpailtaessa varsin varhaisessa vaiheessa olevan toimialan myötä. Toisaalta pidämme mahdollisena, että Enersensen nykyomistus P2X:stä voi toimia tiettyinä kilpailuhaittana muiden vihreän vedyn tuottajien hankkeisiin pääsemiseksi.

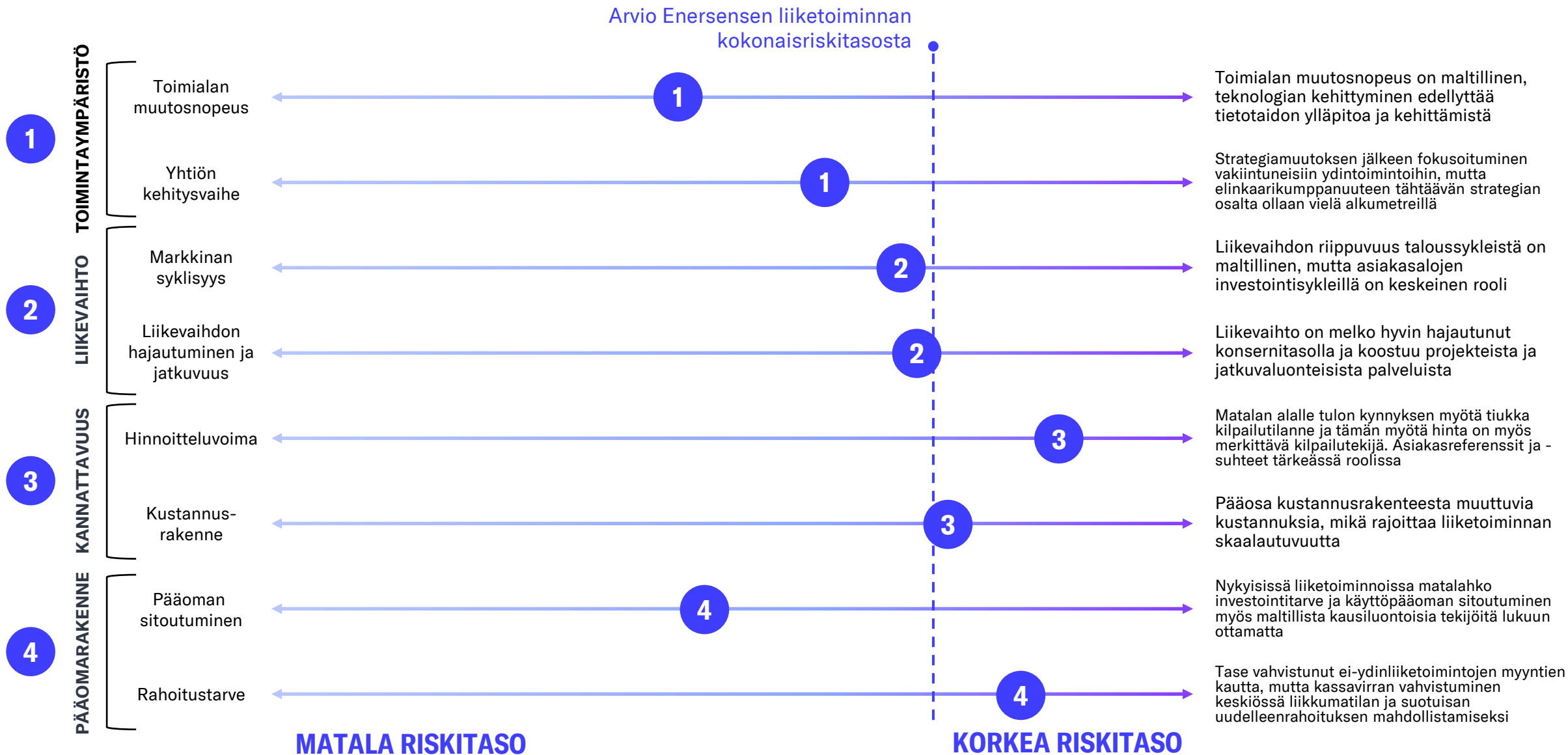
Kulurakenne H1'25



Pääomien sitoutuminen



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu 1/4

Kohdemarkkinat koostuvat useista kokonaisuuksista

Enersensen eri liiketoimintojen ja niiden palvelutarjoaman myötä sen kohdemarkkinat muodostuvat useista erillisistä markkinoista, joilla on erilaiset kasvuajurit. Siten olemme käsitelleet yhtiön eri liiketoimintojen kohdemarkkinoita, kasvunäkymiä sekä kilpailutilannetta erikseen. Yhtiö itse on viimeksi julkisesti arvioinut kohdemarkkinoidensa kokoa vuoden 2022 pääomamarkkinapäivän yhteydessä, josta mielestämme saa edelleen suuntaviivoja markkinoiden koon arviointiin. Samalla kohdemarkkinoiden kehityksessä on tämän jälkeen luonnollisesti tapahtunut muutoksia ja myös Enersensen palvelutarjoamassa on tapahtunut ja tapahtumassa tarkennuksia. Tiettyä haastetta markkinoiden koon arviointiin kuitenkin asettaa ulkopuolelta heikko näkyvyys Enersensen tarkkoihin valintoihin fokusmarkkinoiden suhteen, eikä se myöskään avannut sille relevanttien markkinoiden kokoa vuoden 2025 pääomamarkkinapäivällä. Siten arvioimiimme markkinoiden kokoihin tulee mielestämme suhtautua enemmän suuntaa antavina arvioina.

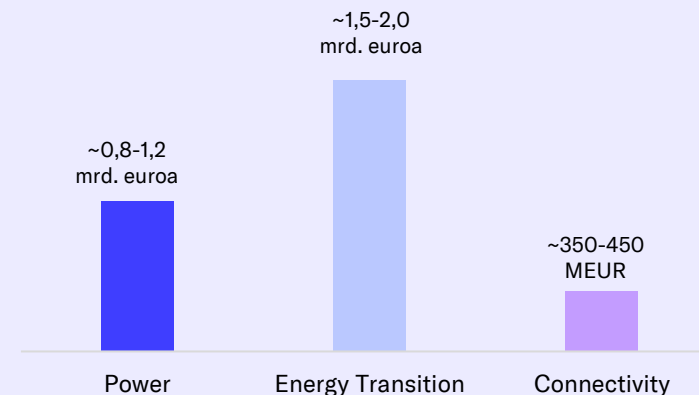
Yleisesti kaikilla Enersensen kohdemarkkinoilla on samoja ominaispiirteitä, joita ovat nähdäksemme matala alalle tulon kynnys ja tästä johtuva tiukka ja ainakin osin hintavetoinen kilpailutilanne. Tätä toisaalta tasoittaa myös tietyissä toiminnoissa pitkät asiakassuhteet ja referenssien merkitys. Matalan alalle tulon kynnyksen takia markkinoilla toimii myös isojen toimijoiden lisäksi lukuisia pienen markkinaosuuden toimijoita. Lisäksi liiketoiminnoissa on tyypillisesti korkea henkilöstöriippuvuus ja toimijoiden keskeinen haaste on osaavan henkilöstön löytäminen ja kilpailu näistä.

Powerin kohdemarkkina

Powerin kohdemarkkina muodostuu etenkin voimansiirtoverkkojen infrastruktuuriin tehdyistä investoinneista, uusiutuvan energian rakennushankkeista (aurinko- ja tuulivoima sekä varastointi) sekä näihin tarjottavista huolto- ja ylläpitopalveluista Suomessa, Baltiassa sekä Ruotsissa, vaikkakin Ruotsissa yhtiö on toistaiseksi mukana lähinnä korkeajänniteverkkojen rakentamisessa projektikohtaisesti.

Enersensen vuoden 2022 pääomamarkkinapäivällä julkistetun arvion mukaan Powerin rakentamisen ja kunnossapidon markkinan koko oli Suomessa tällöin yli 500 MEUR. Tästä tuulivoimamarkkinan osuus oli huomattava (~45 %), joka on kuitenkin kokenut takapakkia viime vuosina. Toisaalta tämän jälkeen koettu inflaatio, Fingridin (myös muiden Enersensen markkina-alueen kantaverkkoyhtiöiden) selvästi kasvaneet investoinnit, palvelumarkkinan kasvu sekä uusiutuvan energian monipuolistuminen ja aktiviteetin orastava palautuminen huomioiden voi Suomen markkinan odottaa olevan nykyisin vähintään samankokoinen tai todennäköisesti suurempi kuin aiemmin. Lisäksi Enersensen kohdemarkkinaa kasvattavat Baltian investoinnit, vaikkakin täällä merkittävä investointialto Euroopan sähköverkkoon liittymisestä on saatu valmiiksi. Powerin potentiaalinen markkina Ruotsissa on huomattavasti Suomea suurempi, mutta vastaavasti emme näe vielä nykyisin koko Ruotsin markkinaa Enersensen kannalta relevanttina. Nähdäksemme Powerin relevantin kohdemarkkinan koon voisi nykyisin arvioida olevan karkeasti 0,8-1,2 mrd. euroa ja siten markkinan koko ei aseta suurempia rajoitteita liiketoiminnan kasvulle etenkin Ruotsin huomattava kasvupotentiaali huomioiden.

Inderesin havainnollistava arvio Enersensen kohdemarkkinoiden koosta



Powerin kilpailukenttä ja arvioidut markkinaosuudet



Toimiala ja kilpailu 2/4

Powerin markkinakasvun ajurit

Kohdemarkkinoiden kasvu pohjautuu myös jatkossa Fingridin ja muiden kanta- ja jakeluverkkoyhtiöiden investointien kasvuun sekä uusiutuvan energian tuotannon kasvuun. Esimerkiksi Fingrid on arvioinut vuosien 2025-2028 investointiensä olevan peräti noin 1,7 miljardia euroa (vrt. 2020-2024 1,5 mrd. euroa). Investointeja kasvattaa etenkin kantaverkon kehittäminen ja vahvistaminen (mm. kasvava uusiutuvan energian tuotanto, energiantensiivinen teollisuus, sähkönsiirron luotettavuus ja turvallisuus). Lisäksi investointeja luonnollisesti kasvattaa muun muassa rajasiirtoyhteyksien rakentaminen Ruotsin ja Viron kanssa. Myös Ruotsissa on tällä hetkellä käynnissä mittavat investoinnit energijärjestelmän modernisointiin ja vahvistamiseen, joiden arvioidaan (Electricity Network Report 2023) olevan peräti 945 mrd. Ruotsin kruunua seuraavan 20 vuoden aikana. Vastaavasti Baltiassa investointikehityksen voidaan olettaa olevan viime vuosia matalammalla tasolla, mutta kuitenkin kohtuullisella tasolla. Kokonaisuutena mielestämme pelkästään Powerin kannalta olennaisten kanta- ja jakeluverkkoinvestointien voidaan olettaa kasvavan lähivuosina ja näkymät myös pidemmälle aikavälille ovat mielestämme tällä hetkellä hyvät.

Sen sijaan uusiutuvan energiantuotannon markkina oli voimakkaassa kasvussa 2010-luvun lopussa sekä 2020-luvun alussa, mutta etenkin korkojen ja rakennuskustannusten nousun sekä riittämättömien sähkön hintojen ja lupaprosessien hitauden (tuulivoimassa) myötä markkinakehitys jäähtyi

huomattavasti vuosina 2023-2024. Markkinassa on kuitenkin havaittavissa tällä hetkellä pieniä virkoamisen merkkejä, vaikkakin investoinnit energiantuotantoon ovat vielä kaukana huippuvuosista. Esimerkiksi Fingrid arvioi hiljattain kantaverkon kehittämissuunnitelmassa 2026-2035 Suomen sähkönkulutuksen voivan jopa kaksinkertaistua vuoteen 2035 mennessä. Vastaavasti uusiutuvan energian osalta se valmistautuu siihen, että tuulivoiman tuotantoa olisi tällöin yli 30 GW (H1'25: 8,9 GW) ja aurinkovoimatuotantoa yli 15 GW (H1'25 251 MW teollista aurinkovoimakapasiteettia). Nämä mielestämme kuvastavat hyvin pelkästään Suomeen kaavailtua voimakkaasti kasvavaa uusiutuvaa energiantuotantoa. Lisäksi markkinaa kasvattavat Baltian ja Ruotsin uusiutuvan energian hankkeet, joissa Enersense ei ole yhtä voimakkaasti mukana sekä energian varastointiratkaisujen kasvu.

Powerin kilpailukenttä

Powerin nykyliiketoiminnan kilpailukenttä Suomessa on pirstaloitunut, minkä vuoksi toimijoiden markkinaosuudet ovat melko pieniä. Enersensen teettämän selvityksen mukaan neljä suurinta toimijaa jakoivat vuonna 2019 noin puolet markkinasta ja loput markkinasta jakautui pieniin osiin pienemmille toimijoille. Suurimpina toimijoina tällöin olivat Eltel ja Enersense, emmekä oleta tässä tapahtuneen olennaista muutosta. Kilpailutilanne vaihtelee kuitenkin jonkin verran palvelualueiden välillä (esim. korkeajännitelinjojen rakentaminen vs. sähköasemien ylläpito vs. uusiutuva energia). Arvioimme esimerkiksi uusiutuvan energian kasvavan markkinan houkutelleen

ja edelleen houkuttelevan uusia toimijoita markkinoille. Lisäksi Fingridin kasvavat investoinnit todennäköisesti houkuttelevat myös joitain uusia pelureita markkinalle. Muita suuria toimijoita Powerin markkinoilla ovat muun muassa Elvera, ENP, Destia, Axians, Omexom, Caverion, NYAB, VEO, Destia, KSBR ja Suvic. Käsityksemme mukaan Enersensellä on myös Baltiassa johtava asema, kun taas Ruotsissa se on selkeä haastaja ja on mukana lähinnä projektikohtaisesti korkeajänniteverkkojen rakentamisessa.

Energy Transitionin kohdemarkkinat

Merkittävän osan Energy Transition -liiketoiminnan kohdemarkkinasta muodostavat kotimaisen teollisuuden kunnossapitopalvelut ja projektimarkkinat, joiden markkinakooksi Enersense arvioi vuoden 2022 pääomamarkkinapäivän yhteydessä 1,6-2,0 miljardia euroa. Tämä markkina muodostuu merkittävältä osin erilaisten sähkö-, automaatio-, pumppu- ja vastaavien järjestelmien huolto- ja ylläpitopalveluista, minkä lisäksi siihen lukeutuu erikoislaitteiden ja putkien huoltoa ja ylläpitopalveluja. Nähdäksemme tämän markkinakoon voi olettaa olevan nykyisin karkeasti haarukan ylälaidan kohdalla inflaatio, mutta toisaalta teollisuuden alakulo huomioiden. Toisaalta Enersensen nykyisen strategian ja etenkin energiasiirtymään keskittyvä fokus huomioiden pidämme todennäköisenä, että yhtiö on rajannut joitain aiemmista alueista nykyisten kohdemarkkinoiden ulkopuolelle. Tämän mittakaavaa on kuitenkin vaikea arvioida, mutta arvioimme kohdemarkkinan olevan silti huomattavan suuri.

Toimiala ja kilpailu 3/4

Vastaavasti Suomen noin 2 miljardin kunnossapito- ja projektimarkkinan lisäksi Energy Transitionin kohdemarkkinaa kasvattavat etenkin kansainväliset projektit, joiden markkina on periaatteessa huomattavan suuri. Samanaikaisesti yhtiö toimii vain pienessä osassa markkinaa ja projektiakohtaisesti ja siten mielestämme nämä valtavat markkinat eivät kokonaisuutena muodosta yhtiölle relevanttia kohdemarkkinaa, mutta kasvattavat markkinapotentiaalia. Kokonaisuutena voidaan kuitenkin mielestämme todeta, ettei markkinan koko rajoita millään tavalla Energy Transitionin kasvua.

Energy Transitionin markkinakasvun ajurit

Arviomme mukaan keskeisin teollisuuden kunnossapidon ja projektimarkkinoiden kasvun pidemmän aikavälin ajuri on teollisuuden investoinnit kiinteään omaisuuteen, mikä linkittyy talouden kasvuvauhtiin. Enersensen Energy Transitionin osalta kehitykseen vaikuttavat luonnollisesti panostukset energiasiirtymään liittyviin investointeihin. Nähdäksemme näiden arviointiin hyvän pohjan antaa yleisen talouskasvun kehitys.

Luonnollisesti kunnossapidon ja projektimarkkinoiden kasvuun vaikuttaa lisäksi olennaisesti myös ulkoistusasteen kehitys pidemmällä aikavälillä, mikä on ainakin toistaiseksi ollut pidemmän aikavälin trendinä. Toisaalta huomattava osa kunnossapidosta tehdään yhä sisäisesti ja siten ulkoisen kunnossapidon markkinassa on tätäkin kautta vielä selkeitä kasvuedellytyksiä. Kunnossapidon ulkoistaminen voidaan puolestaan tehdä kokonaisvaltaisesti tai osittain. Kokonaisulkoistus sisältää usein tehtaan tai tuotantolaitoksen kaikkien laitteiden ja koneiden kunnossapidon. Nämä ovat yleensä ostajalle mielekkäämpiä, kun kaikki hankinnat saadaan yhdeltä toimijalta, minkä lisäksi ne ovat myös toimittajalle

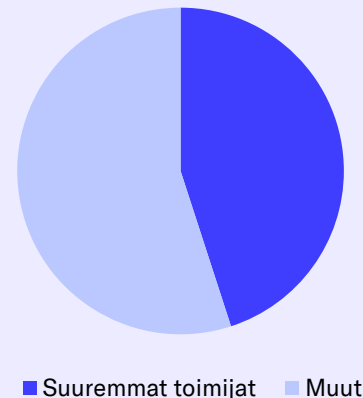
potentiaalisesti kannattavampia.

Ulkoistamistrendin ansiosta arvioimme Suomen markkinan vuotuisen kasvupotentiaalin olevan keskipitkällä aikavälillä hieman tavanomaista talouskasvua suurempi ja noin 2-5 % vuositasolla. Pitkällä aikavälillä kasvupotentiaaliin vaikuttaa olennaisesti talouskasvun lisäksi Suomen teollisuuden kilpailukykyyn kehitys globaaleilla markkinoilla. Vastaavasti Enersensen Energy Transitionin relevantin kohdemarkkinan kasvuvauhdin arvioimme olevan jonkin verran kunnossapitomarkkinaa korkeampi kansainvälisiä projekteja ja energiasiirtymän vaatimia investointeja (ml. uuden teknologian energiainvestoinnit kuten vihreä vety) mukaillen. Siten arvioimme Energy Transitionin relevantin kohdemarkkinan kasvun olevan karkeasti 3-7 % vuositasolla.

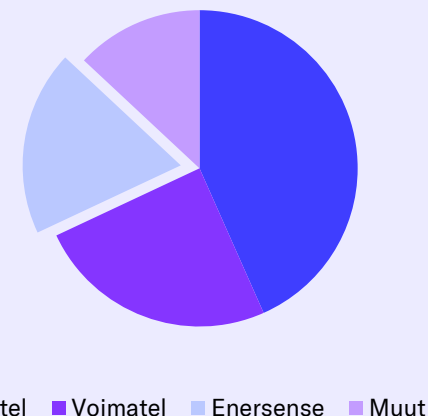
Energy Transitionin kilpailukenttä

Edellä esiteltyjä markkinoiden ominaispiirteitä mukaillen Energy Transitionin kohdemarkkina on hyvin pirstaloitunut. Markkinalla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita, kansallisia toimijoita sekä pieniä paikallisia toimijoita. Käsityksemme mukaan markkinan suurin toimija on melko selvästi Caverion. Muita suurempia toimijoita markkinoilla ovat käsityksemme mukaan mm. Enersense, Elcoline, Viafin Service ja Quant. Luonnollisesti kilpailutilanne vaihtelee myös Energy Transitionin eri osa-alueilla ja erityisesti teollisuuden kansainvälisissä projekteissa. Kokonaismarkkinaa kuitenkin kuvastaa se, että suurten toimijoiden markkinaosuus kokonaismarkkinasta on arviomme mukaan kuitenkin selkeästi alle puolet ja pienempien toimijoiden karkeasti 55-60 %.

Energy Transitionin kilpailukenttä arvioidut markkinaosuudet



Connectivityn kilpailukenttä ja arvioidut markkinaosuudet



Lähde: Kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemä selvitys, Enersense ja Inderes

Toimiala ja kilpailu 4/4

Esimerkiksi suurten tuotantolaitosten kokonaisulkoistuksen markkinan pääsy edellyttää KKV:n selvityksen mukaan toimittajalta laajaa tuoteportfoliota, koon mukanaan tuomaa uskottavuutta sekä referenssejä. Siten keskisuurten ja pienten toimijoiden asema on merkittävän kokoluokan ulkoistussopimuksissa heikompi kuin isojen toimijoiden, eivätkä asiakkaat tämän myötä usein harkitse kuin isoja toimijoita tarjouskilpailussa. Hajanaisen kilpailukentän pienemmät toimijat eivät todennäköisesti lukeudu Energy Transitionin relevantteihin kilpailijoihin suurissa kilpailutuksissa.

Connectivityn kohdemarkkina

Connectivityn nykyisen kohdemarkkinan muodostavat kotimaisten operaattoreiden panostukset kiinteiden ja mobiiliverkkojen rakentamiseen sekä ylläpitoon. Tämän markkinan koko oli Enersensen vuoden 2022 pääomamarkkinapäivän mukaan noin 250 MEUR ja vastaavasti Enersensen ja Voimatelin KKV:lle toimittamassa yhdistyssuunnitelmassa markkinan kooksi arvioitiin noin 280 MEUR vuonna 2021.

Traficomin mukaan investoinnit kiinteään ja mobiiliverkkoon olivat vuonna 2023 vajaat 680 MEUR. Näistä 292 MEUR kohdistui mobiiliverkkoon ja 385 MEUR kiinteään verkkoon. Toisaalta on hyvä huomata, että markkinan kokoa ovat viime vuosina kasvattaneet valokuituverkkojen rakennusinvestoinnit, joiden huippuvuodeksi esimerkiksi Eltel on arvioinut jääneen 2024. Kun huomioidaan myös, että esimerkiksi kaikki Traficomin huomioimat investoinnit eivät todennäköisesti kohdistu suoraan verkonrakentamiseen (esim. laitteet ja ohjelmistot todennäköisesti vievät osan

investoinneista), voi Enersenselle relevantin markkinan koon arvioida olevan inflaatio huomioon ottaen tällä hetkellä noin 400 MEUR:n tasolla.

Markkinakasvun ajurit

Traficomin vuosien 2019–2023 tilastojen pohjalta investoinnit ovat olleet vuositasolla keskimäärin vajaat 540 MEUR ja siten tilastohistorian huippuvuosi ajoittui vuodelle 2023. Arvioimme markkinan kokoa kasvattaneen vuonna 2023 ja todennäköisesti myös vielä 2024–2025 valokuituverkkojen rakennusinvestointien. Toisaalta investointeja kuituverkkoon pitää yllä verkon tihentämiseen liittyvät investoinnit, mutta arvioimme tasojen kuitenkin laskevan viime vuosien korkeilta tasoilta. Vastaavasti Suomessa toimivien teleoperaattoreiden investointeihin vaikuttavat etenkin ylläpito- ja modernisointi-investoinnit, sillä suurimmat 5G-investoinnit ovat myös takanapäin, eikä seuraavan sukupolven investoinnit ole vielä alkaneet (nämä eivät myöskään yhtä mittavia nykytiedoin kuin aiemmat sukupolven vaihdokset). Muun muassa näitä tekijöitä ja Enersensen omiakin kommentteja peilaten markkinassa on nähdäksemme vaikea nähdä olennaista kasvua keskipitkällä aikavälillä, eikä lievää supistumista voi pitää poissuljettuna.

Connectivityn kilpailukenttä

Connectivityn kilpailukenttä poikkeaa yhtiön kahden muun liiketoiminnan kilpailukentästä selvästi keskittyneemmän rakenteen myötä, vaikka markkinoissa onkin muuten samoja ominaispiirteitä. Tämän taustalla on arviomme mukaan se, että Suomen keskittynyt operaattorikenttä edellyttää toimittajiltaan riittävän suurta kokoa varmistaakseen kattavan tarjonnan ja

riittävät resurssit. Lisäksi tilaajien tahtotila on arviomme mukaan, että markkinalla on riittävä kilpailutilanne muutaman suuren toimijan kesken, mikä mahdollistaa tilaajien hinnoitteluvoiman.

Rajallista ostajakuntaa ja heidän vaikutusvaltaansa mukaillen tietoliikenteen rakennusmarkkinaa hallitsee kolme toimijaa, jotka ovat Eltel, Voimatel ja Enersense. Enersensen vuonna 2021 teettämän selvityksen mukaan suurimpana toimijana markkinalla toimi Eltel noin kolmanneksen markkinaosuudella. Voimatelin markkinaosuus oli vajaat 30 % ja Enersensen noin 20 %. Siten nämä toimijat hallitsivat yli 80 % kokonaismarkkinasta emmekä usko tässä tapahtuneen olennaisia muutoksia. Pidämme todennäköisempänä isojen toimijoiden markkinaosuuden kasvua kuin laskua Suomen viime vuosien yleisesti haastavat liiketoimintaolosuhteet huomioiden.

Vastaavasti vuonna 2024 Eltelin Communication-segmentin Suomen liikevaihto oli 174 MEUR, Voimatelin tietoliiketoiminnan 99 MEUR ja Enersensen Connectivityn 76 MEUR, mitkä myös tukevat arviotamme markkinan koosta. Toisaalta toimijoiden tarjoamassa on todennäköisesti lieviä eroja. Kokonaisuutena vaikuttaisi kuitenkin siltä, että Eltel olisi onnistunut voittamaan markkinaosuutta kahdelta muulta toimijalta viime vuosien aikana. Oletamme kuitenkin suurimpien toimijoiden markkinaosuuksien kehittyvän suhteellisen vakaasti pidemmällä aikavälillä, sillä toimijoilla on tyypillisesti vakaat pidemmät runkosopimukset tilaajien kanssa. Toisaalta esimerkiksi teleoperaattoreiden hankintasuhteet voisivat muuttaa markkinaosuuksia varsin nopeastikin (vrt. esimerkiksi Enersense ei ole DNA:n toimittaja).

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategian keskiössä elinkaarikumppanuus

Enersense julkisti strategiapäivityksen alkukesästä 2025. Strategian keskiössä yhtiöllä on kehittyä luotettavaksi elinkaarikumppaniksi asiakkailleen, jotka toimivat energiansiirrossa ja -tuotannossa, teollisuuden energiasiirtymässä sekä tietoliikenteessä. Tämä tarkoittaa projektien ja palveluiden tehokasta suorittamista. Lisäksi se optimoi asiakkaiden verkkojen, järjestelmien ja tuotantolaitosten elinkaaren suorituskykyä mm. digitalisaation, vastuullisuuden ja uusien toimintamallien kautta. Palvelutarjoaman tasolla ytimessä ovat asiakaslähtöiset ratkaisut, joissa pyritään yhdistämään sen koko tarjoaman arvoketjun palvelut rakentamisen, käytön ja kunnossapidon sekä päivitysten ja modernisointien osalta.

Aiemmin yhtiö on keskittynyt rakentamisvaiheeseen, mutta haluaa jatkossa kasvattaa suhteellista osuuttaan etenkin käytön ja kunnossapidon sekä päivitysten ja modernisointien osalta (rakentamisesta haetaan silti kasvua). Yhtiön mukaan nämä tarjoavat sille mahdollisuuksia luoda lisäarvoa sekä asiakkailleen että itselleen. Lisäksi onnistunut laajentuminen näihin kasvattaisi toistuvan ja vakaamman liikevaihdon osuutta.

Kokonaisuutena strateginen suuntaus vaikuttaa mielestämme varsin järkevältä, joskin tämä tulee olemaan aikaa vievä vaihteellinen prosessi, sillä arvioimme mukaan esimerkiksi erilaisten etävalvontaprosessien käyttöönotto on vielä varhaisessa vaiheessa Power ja Connectivity -yksiköiden toimialoilla. Onnistuessaan näkisimme tämän kuitenkin tarjoavan yhtiölle selkeitä mahdollisuuksia kannattavalle kasvulle arvoketjuaseman laajentumisen ja kasvattamisen kautta. Vastapainona suurempien kokonaisuuksien toimittamisen potentiaalissa näemme

myös yksittäisiin asiakkuuksiin/projekteihin liittyvän riskitason nousun niiden kokoluokan kasvun myötä. Toisaalta taas digitaalisesti tuettujen palveluiden (mm. etäpalvelut) voi nähdä parantavan asiakaspitoa.

Aiempaa fokusoituneempi

Yhtenä merkittävänä keskipitkän aikavälin menestyksen mahdollistajana on yhtiön mukaan myös sen aiempaa fokusoituneempi liiketoimintaportfolio, jossa se keskittyy ydinliiketoimintojensa ympärille. Tämän lisäksi se tulee liiketoimintojen sisällä olemaan aiempaa valikoivampi projektien ja palveluiden tarjoamisen suhteen ja keskittymään etenkin ydinosaamisalueilleen energiasiirtymään (sis. energiantuotannon ja -siirron asiakkaat) ja tietoliikenteeseen liittyviin palveluihin. Nähdäksemme tiukempi fokusoituminen on erittäin järkevä linjaus ja arvioimme valikoivampaa portfolioa olevan helpompi hallita ja valvoa. Arvioimme tämän tuovan toisteisuutta operatiiviseen toimintaan, mikä myös helpottaa liiketoiminnan skaalaamista isompaan kokoluokkaan ja asiantuntijuuden kasvatusta tietyissä operaatioissa. Kokonaisuutena fokusoidumman liiketoimintaportfolion myötä näemme myös yhtiön päätöksenteon tulleen lähemmäksi asiakkaita ja keskittyvän vahvemmin ydinliiketoimintojen ympärille useamman samanaikaisen kasvuaikavaiheen sijaan.

Value Uplift -ohjelmalla haetaan lisätehoja koneesta

Yhtiö aloitti loppuvuodesta 2024 Value Uplift -ohjelman, jonka kautta se pyrkii parantamaan tehokkuutta ja tukemaan kannattavaa kasvua. Ohjelma kestää vuoden 2026 puoliväliin asti ja se sisältää kolme osa-aluetta: hankinnan suorituskyvyn uudistamista, kaupallisen johtamisen kehittämistä sekä kiinteiden kustannusten ja strategian toteuttamista tukevien resurssien arviointia.

Elinkaarikumppanuuden painopistealueet



1. Tehokkuuden ja kilpailukykyyn
2. Syvällisen asiakasymmärryksen ja uudet mahdollisuudet
3. Toistuvan ja korkeamman marginaalin liikevaihdon kasvattamisen
4. Alustan lisämyynnille

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Ensimmäisessä vaiheessa yhtiö on keskittynyt erityisesti hankinnan suorituskyvyn uudistamiseen, mutta Q3'25:llä se oli aloittanut myös kiinteiden kustannusten ja strategian toteuttamista tukevien resurssien arvioinnin. Yhtiön mukaan se suunnittelee toimintamallinsa uudistamista siten, että tarvittava osaaminen varmistetaan oikeissa paikoissa, vastuita selkeytetään ja suorituskykyä parannetaan. Näitä se edisti konsernin toimintamaissa paikallisen lainsäädännön mukaisesti ja käsityksemme mukaan yhtiö pyrkiikin vähentämään enemmän tehtäviä kuin uusia lisätään. Lisäksi yhtiö on kertonut muun muassa sulkevansa Energy Transitionin kannattamattomia palvelukeskuksia.

Yhtiön mukaan Value Uplift -ohjelma on alkanut aiempaa arvioitua tuloksellisemmin ja Q2'25:n loppuun mennessä toteutetut hankinnan suorituskyvyn toimenpiteet tuovat sen mukaan 2,5 MEUR:n vuotuista tulosparannusta (EBIT/EBITDA run-rate). Vastaavasti vuoden loppuun mennessä se arvioi saavuttavansa 5 MEUR:n tulosparannusvauhdin aiemman H1'26:n lopun sijaan. Lisäksi se nosti kokonaistavoitteen vuotuisesta tulosparannuksesta 6,5 MEUR:oon H1'26:n loppuun mennessä. Luonnollisesti tämä parantaa tuloskasvun edellytyksiä tulevana vuosina. Samalla parannus vaatii nähdäksemme myös riittävää volyymiä (ml. myyntimix), minkä arvioimme voivan osaltaan vaatia vielä piristävää talouskehitystä sekä projektien onnistunutta toteutusta. Ohjelman kulutason se odottaa olevan Q3'25:llä noin Q2'25:n tasolla (2,5 MEUR) ja laskevan Q4:lle.

Taloudelliset tavoitteet

Yhtiö julkaisi strategian yhteydessä myös päivitetty pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet vuosille 2025–2028, jotka ovat:

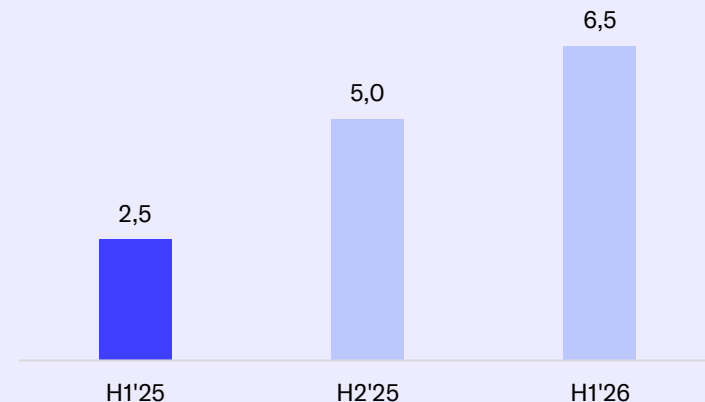
- **Kasvu:** Liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) 4–5 %
- **Kannattavuus:** Liiketulos (EBIT) yli 5 %
- **Tase:** Nettovelkaantumisaste alle 100 %

Liikevaihdon kasvutavoite on saavutettavissa

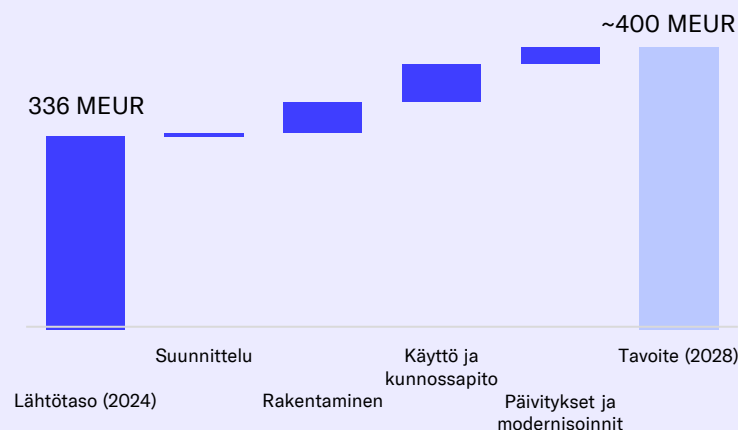
Mielestämme yhtiön vuotuinen kasvutavoite ei itsessään ole huomattavan vaativa taso ydinliiketoimintojen vähintäänkin kohtuulliset kasvunäkymät huomioiden. Sen sijaan aiemmin mainitut tarkempi fokus sekä etenkin korkeamman lisäarvon palveluiden suhteellisen osuuden kasvattaminen nähdäksemme selittävät tätä. Kasvutavoite (liikevaihto 2028: ~400 MEUR) on kuitenkin terveellä tasolla ja nähdäksemme yhtiöllä on edellytykset sen saavuttamiseen ilman suurempia muutoksia toimintaympäristössä tai Suomen talouden pidempiaikaista heikkoa kehitystä. Toisaalta pientä haastetta tavoitteen saavuttamisen osalta asettaa vuoden 2024 korkea lähtötaso suhteessa H1'25:n kehitykseen (H1'25 ydinliiketoimintojen liikevaihdon lasku 14 %).

Liiketoimintayksiköistä yhtiö tavoittelee kasvua Powerissa ja Energy Transitionissa, mikä teollisuuden energiamurros huomioiden vaikuttaa luonnolliselta. Selkeitä mahdollisuuksia tarjoavat myös muun muassa Helenin kaltaiset ulkoistussopimukset. Mielestämme Powerin kasvunäkymät ovat myös hyvät uusiutuvan energian (ml. varastointi) ja siirtokapasiteetin rakennustarpeiden sekä energiainfran ylläpitopalveluiden myötä. Lisäksi mahdollisuuksia tarjoavat esimerkiksi laajentuminen asiakkaiden palveluiden arvoketjussa sekä voimakkaampi laajentuminen Ruotsin markkinoille, jossa toimijoiden marginaalitasot ovat keskimäärin ainakin viime vuosina olleet Suomea korkeammat.

Value Upliftin kautta saavutettu/tavoiteltu vuotuinen tulosparannusvauhti (MEUR)



Ydinliiketoimintojen liikevaihtotavoitteen havainnollistavat komponentit (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Powerin suuren suhteellisen kokoluokan vuoksi sen merkitys liikevaihtotavoitteen saavuttamiselle on luonnollisesti korkea. Vastaavasti Connectivityn osalta arvioimme absoluuttisten kasvunäkymien olevan rajalliset huomioiden myös valokuituverkkojen suurimman investointivaiheen valmistuminen Suomessa. Näemme yhtiöllä kuitenkin hyviä edellytyksiä ylläpito- ja modernisointipalveluiden kasvattamiselle sekä toiminnan tehostamiselle lisäarvopalveluiden kautta.

Polku kannattavuustavoitteen saavuttamiseksi on uskottava, mutta tämän osalta on vielä töitä tehtävänä

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee yli 5 %:n raportoitua liikevoittomarginaalia strategiakauden loppuun mennessä. Yhtiö kommentoi CMD:llä tämän vastaavan raportoinnissa toistaiseksi ensisijaisena mittarina käytetyn käyttökatteen osalta yli 8 %:n marginaalia. Käytännössä tämä tarkoittaisi vuosittaisista 0,5 %-yksikön parannusta, ydinliiketoimintojen marginaalin lähtötason oltua 3 % vuonna 2024. Kannattavuusparannusta yhtiö tavoittelee Value Uplift – tehostusohjelman (sis. hinnoittelu), liikevaihdon rakenteen muutoksen sekä operatiivisen vivun kautta. Arviomme mukaan yhtiö tavoittelee noin puolta parannuksesta liikevaihtorakenteen muutoksen kautta, loppuosan jakaantuessa melko tasan tehokkuusohjelman ja operatiivisen skaalautumisen välille. Kokonaisuutena polku kannattavuustavoitteen saavuttamiseksi vaikuttaa mielestämme uskottavalta, vaikkakin matkaa tavoitetasoon on vielä selvästi. Samalla on hyvä pitää mielessä, että kroonisesti matalakatteisessa liiketoiminnassa yhtiön tulee onnistua hinnoittelussaan ja välttää suurempien projektiriskien realisoitumista.

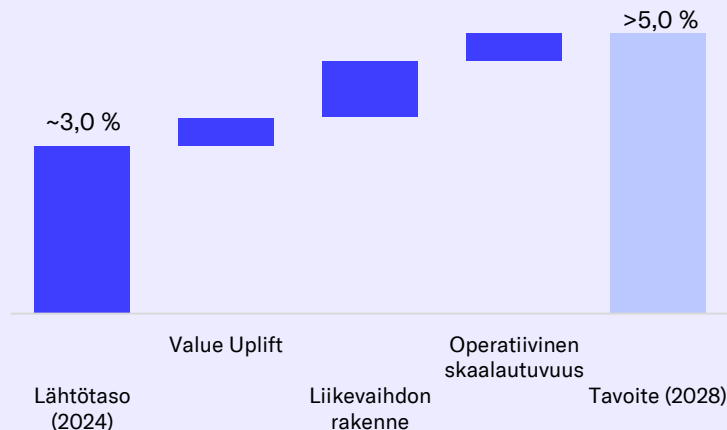
Mielestämme tavoitetasolle tukea tuovat myös

esimerkiksi jokseenkin samankaltaisilla markkinoilla toimivien muutamien kilpailijoiden saavuttamat marginaalitasot, vaikkakin yhtiöiden palvelutarjoamassa sekä maantieteellisissä markkina-alueissa onkin eroja. Esimerkiksi mielestämme kohtuullisen hyvinä verrokkeina Powerille ja Connectivitylle toimivista yhtiöistä Transtema sekä Netel (toimivat etenkin Ruotsissa ja Norjassa) ovat keskimäärin saavuttaneet yli 5 %:n oikaistun EBITA-marginaalin vuosina 2020-2024 ja Netel tavoittelee 5-7 %:n tasoa, kun Transtema yli 7 %. Tällä hetkellä Netel kärsii kuitenkin haasteista ja odottaa kuluvan vuoden oikaistun EBITA-%:n olevan 1,5-2,0 %:n välillä. Suomessakin merkittävänä kilpailijana toimivan Eltelin tavoitetaso on Enersensen kanssa samalla tasolla, mutta yhtiön vuosien 2020-2024 marginaali jäi keskimäärin ainoastaan 0,9 %:iin, johon vaikuttivat erityisesti korkea inflaatio ja tietyt heikommin kannattavat liiketoiminnot. Yhtiö onkin tehnyt viime vuosina rakennejärjestelyitä ja useita tehostustoimia, joiden myötä sen kannattavuus on lähtenyt asteittain paranemaan (silti vielä alle 5 %:n tason). Vastaavasti Energy Transitionille jossain määrin verrokkina toimii esimerkiksi Helsingin pörssistä Viafin Service, joka on ylittänyt 5 %:n marginaalitason kaikkina viimeisenä viitenä vuotena.

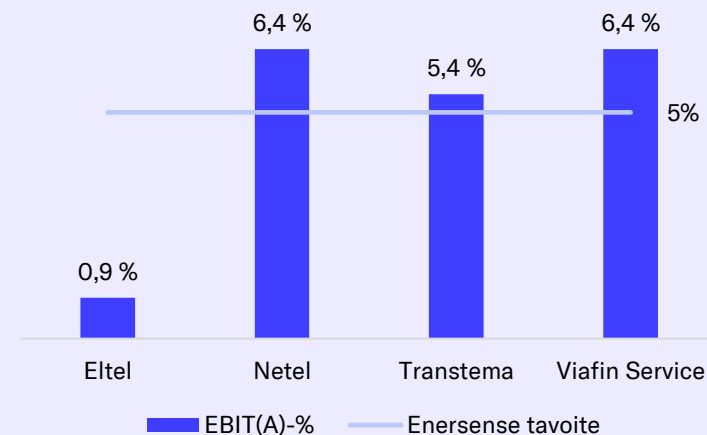
Rahoitusrakenteen osalta tavoite järkevällä tasolla

Vastaavasti tase- ja rahoitusrakenteen osalta tavoite on mielestämme yleisesti varsin järkevällä tasolla (vrt. nettovelkaantumistaso Q2'25:n lopussa 91 %). Nykyistä rahoitusasemaa peilaten (kts. tarkemmin [Taloudellinen tilanne -kappale](#)) odotamme yhtiön ohjaavan pääomiaan lähivuosina ensisijaisesti taseaseman vahvistamiseen tai korkeintaan mahdollisiin pieniin täydentäviin yritysostoihin voitonjaon sijasta.

Ydinliiketoimintojen EBIT-tavoitteen komponentit



Valikoitujen verrokkien kannattavuus 2020-2024 (ka., oik. EBIT/EBITA)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

2013–
2020

Voimakasta kasvua ja Empower-hankinta

- Enersense kasvoi voimakkaasti Olkiluoto 3 –hankkeen tukemana 2010-luvulla
- Yhtiö laajentui myös muihin teollisuuden hankkeisiin
- Olkiluodon valmistumisen lähestyessä liikevaihto kääntyi laskuun ja yhtiön kannattavuus heikkeni
- Enersense osti itseään suuremman Empowerin kesällä 2020 ja liiketoiminnan painopiste muuttui huomattavasti

Strategian ”Must Win Battles”

Toteutunut

- Päätös fokusoitua ydinliiketoimintoihin ja elinkaarikumppanuuteen tähtäävän strategian julkaiseminen
- Ei-ydinliiketoimintojen myynnit ja alasajot
- Value Uplift -ohjelman käynnistäminen ja säästö-/tehostuskohteiden tunnistaminen
- Tulosparrannustoimenpiteiden suunniteltua nopeampi edistyminen ja tavoitetason nosto



2021–
2024

Useita kasvuaiheita ja tuloksen heikkeneminen

- Enersense teki useita yritysjärjestelyitä, joilla kasvatettiin peittoa päästöttömän energian ja liikenteen arvoketjussa (uusiutuvan energian hankekehitys, meriteollisuusyksikkö, P2X, päästöttömän liikenteen latausratkaisut)
- Yhtiö pyrki siirtymään myös arvoketjussa energiantuottajaksi, mutta suunnitelmat eivät toteutuneet rahoituksen osalta markkinatilanteen heikennyttyä
- Operatiivisen liiketoiminnan kannattavuus heikkeni ja yhtiön kassavirta oli heikolla tasolla kovan kasvun myötä

Lähtötila 1-2 vuotta

- Myynnin fokusointi ja elinkaaripalvelutarjonnan kehittäminen (mm. digitaalisten työkalujen kehittäminen)
- Kunnossapitosopimussalkun kasvattaminen etenkin Powerissa ja uusien kannattavampien digitaalisesti tuettujen palvelujen lisääminen nykyisiin asiakkuuksiin
- Päivitetyn toimintamallin jalkauttaminen läpi organisaation
- Orgaaninen kasvu markkinoiden kasvun vauhdittamana
- Value Upliftin tulosparrannusohjelman loppuun saattaminen, tavoitteiden saavuttaminen ja ylläpito
- Kannattavuuden ja kassavirran vahvistaminen strategian mukaisilla toimenpiteillä ja tätä kautta vakaan taseaseman saavuttaminen ja ylläpito
- Pidempiaikaisen rahoituksen varmistaminen



2024–

Fokusoituminen ydinliiketoimintoihin

- Strateginen päätös keskittyä ydinliiketoimintoihin, jonka myötä yhtiö myi/alasajoi ei-ydinliiketoimintoihin katsotut liiketoiminnot ja toimenpiteet vahvistivat huomattavasti yhtiön rahoitusasemaa
- Hallittu noin markkinoiden mukainen kasvu elinkaarikumppanuuteen tähtäävän strategian voimin
- Kannattavuuden jatkuva vahvistaminen liikevaihdon jakauman, hinnoittelun, tehostustoimenpiteiden sekä operatiivisen skaalautumisen kautta

Seuraavat 5 vuotta

- Elinkaarikumppanuuden realisoituminen asiakkaiden arvoketjussa ja tätä kautta suurempien kokonaisuuksien toimittaminen
- Palvelutarjoaman elinkaaren loppupään roolin suhteellisen osuuden kasvattaminen ja tätä kautta vakaamman, ennustettavamman ja korkeamman kannattavuuden liikevaihto-osuuden nostaminen
- Mahdolliset täydentävät ja palveluportfoliota vahvistavat yritysostot
- Kansainvälistyminen uusille markkina-alueille
- Taloudellisen lisäarvon luominen (ts. ROCE-% > WACC-%)

Taloudellinen tilanne 1/3

Pitkäaikaiset varat muodostuvat useammasta osasta

Tarkastelemme Enersensen tasetta Q2'25:n lopun luvuilla, koska ne antavat varsin ajantasaisen kuvan yhtiön taserakenteesta ja huomioivat myös osin meriteollisuusyksikön Q3:n aikana tapahtuneen myynnin vaikutukset. Yhtiön taseen loppusumma Q2:n lopussa oli 190 MEUR (sis. myytäväksi luokitellut varat ja velat).

Taseen 99 MEUR:n pitkäaikaiset varat muodostuivat useammasta komponentista. Liikearvoa yhtiöllä oli taseessa 26 MEUR ja muita aineettomia hyödykkeitä 7 MEUR, jotka ovat peräisin pääosin yrityskaupoista (mm. asiakassuhteet). Tämän lisäksi sillä oli aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä (ml. käyttöoikeusomaisuus) 15 MEUR. Vastaavasti pääomaosuusmenetelmällä käsiteltäviä sijoituksia yhtiöllä oli 12 MEUR:n edestä, missä arvioimme mukaan suurimpana oli P2X-sijoitus.

Suurimpana eränä (37 MEUR) pitkäaikaisissa varoissa oli puolestaan pitkäaikaiset sijoitukset ja saamiset, joka koostuu etenkin uusiutuvan energian hankekehitysportfolion myynnin [lisäkauppahinnasta](#). Hankekehitysportfolion myynnin yhteydessä yhtiö kertoi muuttuvan lisäkauppahinnan olevan enintään 74 MEUR ja todennäköisyyksillä painotetun lisäkauppahinnan olevan 33 MEUR (nykyinen tasearvo). Lisäkauppahinnasta on hyvä huomata, että se maksetaan hankekohtaisesti ja edellyttää yksittäisten hankkeiden lopullista investointipäätöstä 15 vuoden aikana. Puolestaan näihin liittyvien kassavirtojen yhtiö on arvioinut syntyvän aikaisintaan vuodesta 2027 alkaen. Näiden erien lisäksi pitkäaikaisissa varoissa oli reilu 1 MEUR laskennallisia verosaamisia.

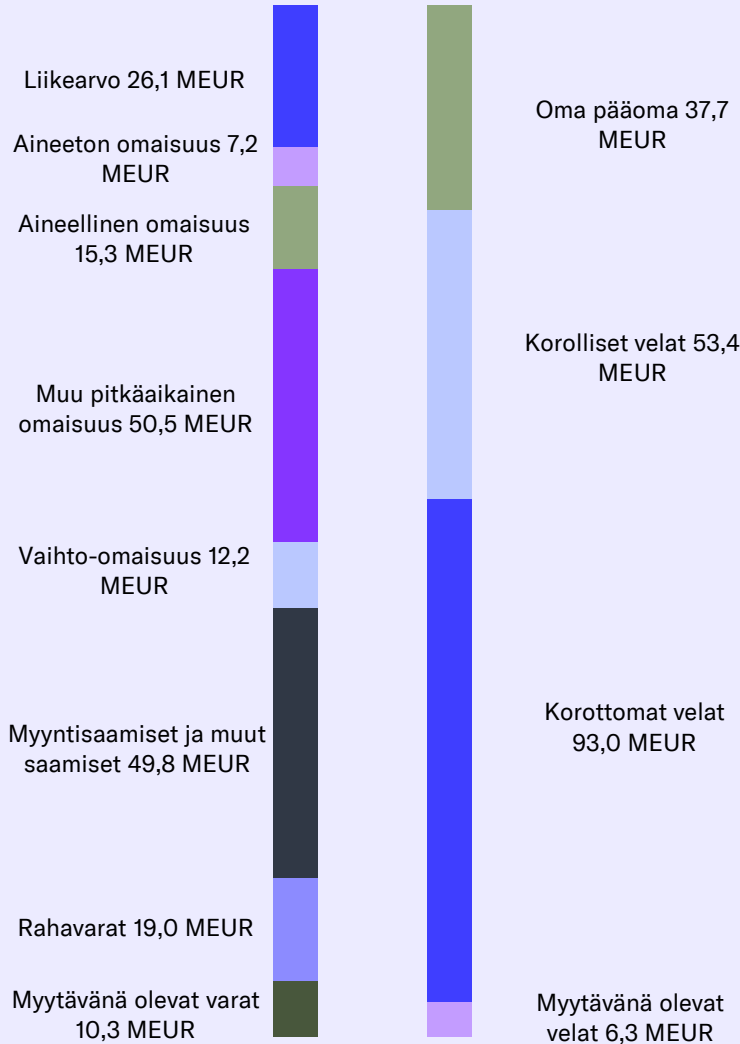
Puolestaan Q2:n lopun lyhytaikaiset varat (81 MEUR) koostuivat 22 MEUR:n myyntisaamisista, 28 MEUR:n muista saamisista (etenkin laskuttamattomat projektisaatatavat), 12 MEUR:n vaihto-omaisuudesta sekä 19 MEUR:n kassavaroista. Lisäksi taseella oli 10 MEUR myytäväksi luokiteltuja varoja meriteollisuusyksikön myyntiin liittyen.

Lähtökohtaisesti pidämme konsernin varoja kurantteina, eikä taseen omaisuserien arvoihin mielestämme kohdistu huomattavia alaskirjausriskejä lyhyellä aikavälillä. Sen sijaan näemme lisäkauppahintojen lopulliseen realisoitumiseen kohdistuvan epävarmuutta molempiin suuntiin pidemmällä aikavälillä, mutta näiden varsin pitkän sopimusrakenteen myötä oletamme mahdollisten alas-/ylöskirjausten tapahtuvan vasta huomattavasti pidemmällä aikavälillä.

Uudelleenrahoitusta täytyy alkaa hiljalleen suunnittelemaan

Omaa pääomaa taseessa oli puolestaan 38 MEUR. Korollista velkaa (sis. vuokrasopimusvelat) sillä oli 53 MEUR, mistä 32 MEUR oli pitkäaikaista. Suurimpana eränä lainoissa oli vuonna 2022 liikkeeseen laskettu 26 MEUR:n vvk-laina, jonka vuotuinen korko on 7 %. Laina erääntyy maksettavaksi tammikuussa 2027, mikäli lainanhaltijat eivät käytä oikeuttaan konvertoida lainapääomaa osakkeiksi. Vaihtokurssi on 8 euroa per osake, mikä on selvästi nykyisen pörssikurssin yläpuolella. Siten emme näe lainan konversiota ainakaan lyhyellä aikavälillä todennäköisenä. Tämän lisäksi yhtiön rahoituskokonaisuus koostuu senior-lainasta, rahoituslimiiteistä sekä leasing-lainoista.

Tase Q2'25:n lopussa (190 MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/3

Lisäksi korollisista veloista on syytä huomata, että vajaat 11 MEUR niistä koostui Verohallinnon kanssa tehdystä maksujärjestelystä arvonlisäverovelkaan liittyen. Käytännössä kyseessä onkin maksuohjelma, jonka myötä yhtiö lyhentää edellisenä vuotena kertynyttä alv-velkaa vuoden edetessä. Yhtiö maksaa järjestelystä korkoa, mutta tämän tarkkaa tasoa ei ole avattu. Arvioimme järjestelyn taustalla vaikuttavan kassanhallinnalliset syyt (aikaisempina vuosina vaisuksi jäänyt kassavirta, yleinen kassatilanne ja kassavirran kausiluonteisuus liiketoimintaa peilaten). Yhtiö on tehnyt vastaavia järjestelyitä myös vuosina 2022 ja 2024 ja ne on tehty yhteisymmärryksessä verottajan kanssa. Tämän myötä arvioimme järjestelyn riskitason olevan kohtuullinen lyhennysten tapahtuessa ajallaan. Oletamme yhtiön kuitenkin pyrkivän luopumaan järjestelystä lähivuosien aikana tulostason ja kassavirran vahvistumisen sekä tulevien rahoitusratkaisujen kautta.

Korollista vieraan pääoman rakennetta peilaten arvioimme yhtiön hiljalleen valmistautuvan rahoituksen uudelleenjärjestelyyn ja todennäköisesti pidempiaikaisen rahoitusjärjestelyn varmistamiseen. Arvioimme yhtiön tavoittelevan puhdasta vieraan pääomanehtoista rahoitusta, mutta tämä on nähdäksemme pitkälti riippuvaista kannattavuuden parantumisen kulmakertoimesta. Siten myöskään osin oman pääomanehtoisen rahoituksen vaihtoehtoa ei voi mielestämme täysin sulkea pois (esim. vvk-laina tai hybridilaina), mutta varsinaista oman pääoman ehtoisen rahoituksen keräämistä pidämme epätodennäköisenä. Rahoituskustannusten osalta on hyvä huomata, että niistä nostavat rahoituslainojen lisäksi rahoitusyhtiöille

maksettavat kulut faktoroinnista sekä projektitoimituksiin liittyvät takauspalkkiot.

Korottomat velat muodostuivat puolestaan pääosin noin 19 MEUR:n ostovelosta, 50 MEUR:n muista veloista sekä 19 MEUR:n saaduista ennakoista. Muut velat koostuvat etenkin henkilöstö- ja alihankintakulujen jaksotuksista, mikä on ominaista henkilöintensiiviselle liiketoiminnalle. Lisäksi korottomissa muissa veloissa näkyy mm. kuluvan vuoden aikana kertynyt alv-velka. Lisäksi taseella oli 6 MEUR myytäväksi luokiteltuja velkoja.

Yhtiö täytti rahoituksen kovenantit selvästi, mutta nykyinen rahoitusasema ei mahdollista isompia liikkeitä

Edellä mainittua kokonaiskuvaa mukailleen yhtiön korollinen nettovelka oli Q2'25:n lopussa 34,3 MEUR. Edellisen 12 kuukauden käyttökatteeseen suhteutettuna taso vastasi noin 0,8x, mitä toisaalta tukevat edellisen 12 kuukauden aikaiset nettona selvästi positiiviset kertaluontoiset erät (etenkin uusiutuvan energian hankekehitysportfolio myynti). Vastaavasti yhtiön omavaraisuusaste oli 22 %:ssa. Kokonaisuutena yhtiö täytti kuitenkin rahoituksensa kovenanttiehdot (korollinen nettovelka alle 2,25x, omavaraisuusaste yli 16,5 %, jonka vähimmäistaso nousee 1,5 %-yksiköllä kvartaaleittain Q1'26:n loppuun asti ja asettuu Q2'26:n lopussa yli 25 %:iin) selvästi ja yhtiön rahoitusasemaa tulee myös vahvistamaan Q3:lla toteutuva meriteollisuusyksikön myynti.

Nähdäksemme Enersensen kaltaisessa liiketoiminnassa mukavuusalue nettovelan suhteessa käyttökatteeseen voisi olla yli ajan karkeasti 2,0-2,5x tasolla. Sen sijaan

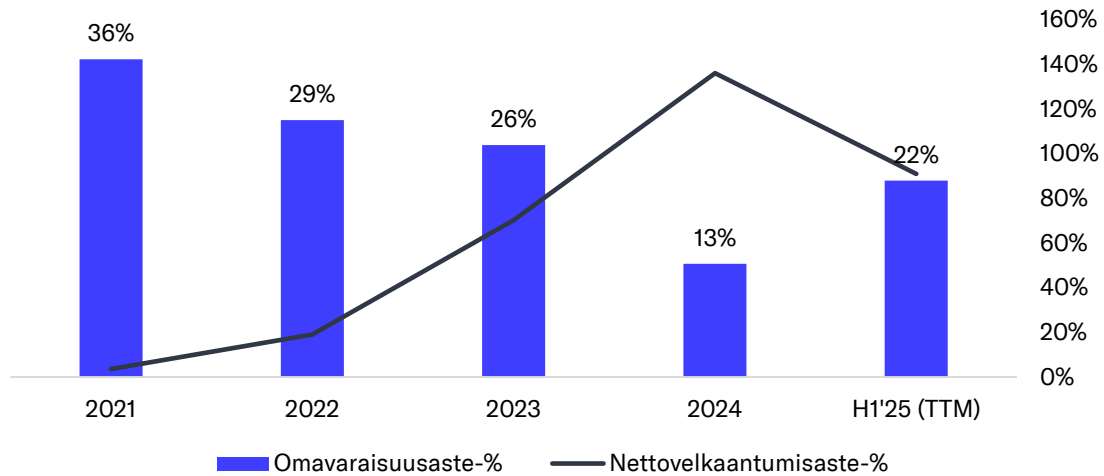
viime vuosina heilahdelleen tulostason ja aiemmin kiristyneen rahoitustilanteen myötä kovenanttiehdot on näiltä osin asetettu nähdäksemme perustellusti melko tiukalle. Arvioimme myös kovenanttiehdoissa olevan joustovaraa operatiivisen suorituksen parantuessa, mikä myös lisäisi yhtiön liikkumatilaa muun muassa mahdollisia täydentäviä yritysostoja tai voitonjakoa ajatellen. Emme kuitenkaan oleta nykyisen rahoitusaseman (sis. uudelleenrahoituksen aikataulu) mahdollistavan yhtiölle lyhyellä aikavälillä suurempia epäorgaanisia liikkeitä tai osingonjakoa.

Verorasite jää tavanomaista pienemmäksi käyttämättömien tappioiden myötä

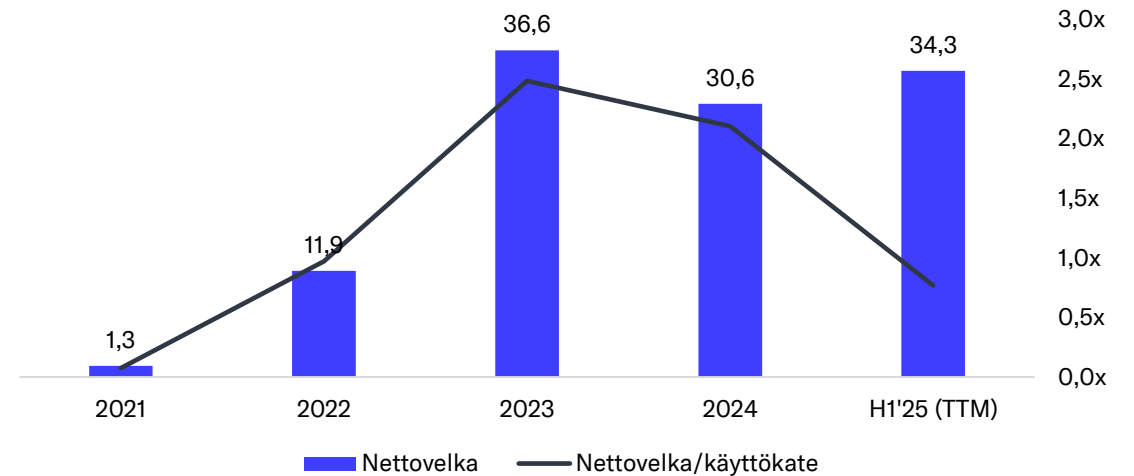
Enersensellä oli vuoden 2024 lopussa käyttämättömiä tappioita peräti 167 MEUR, jotka olivat peräisin vuonna 2020 hankitun Empowerin sekä jo myydyn meriteollisuusyksikön (Enersense Offshore) aikaisemmista tappioista. Näiden tarkempaa jakautumista eri yhtiöiden välille yhtiö ei ole avannut. Vahvistetuista tappioista yhtiö oli kirjannut laskennallisia verosaamisia 3,0 MEUR, kun taas kirjaamattoman laskennallisen verosaamisen osuus oli 33,3 MEUR. Arvioimme kirjattujen laskennallisten verosaamisten matalan osuuden indikoivan osaltaan siitä, että aiemmat tappiot kohdistuvat konsernirakenteessa sellaisiin liiketoimintoihin, joista yhtiö ei pääsääntöisesti olettaisi pystyvänsä tappioita hyödyntämään. Arvioimme yhtiöllä olevan kuitenkin ainakin osittaisia edellytyksiä painaa verorasitustaan tavanomaista yhteisöverokantaa matalammalle ja myös kassavirtavaikutteisten verojen jäävän pienemmiksi.

Taloudellinen tilanne 3/3

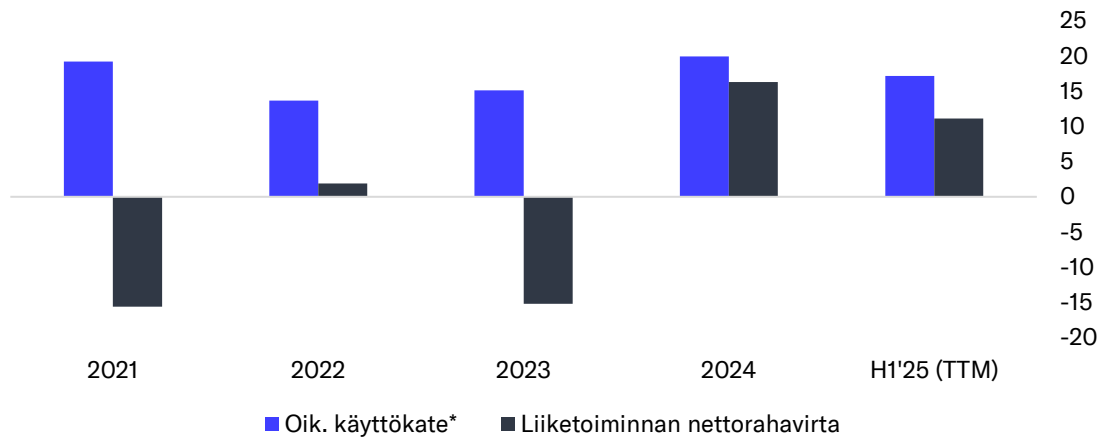
Taseen tunnusluvut



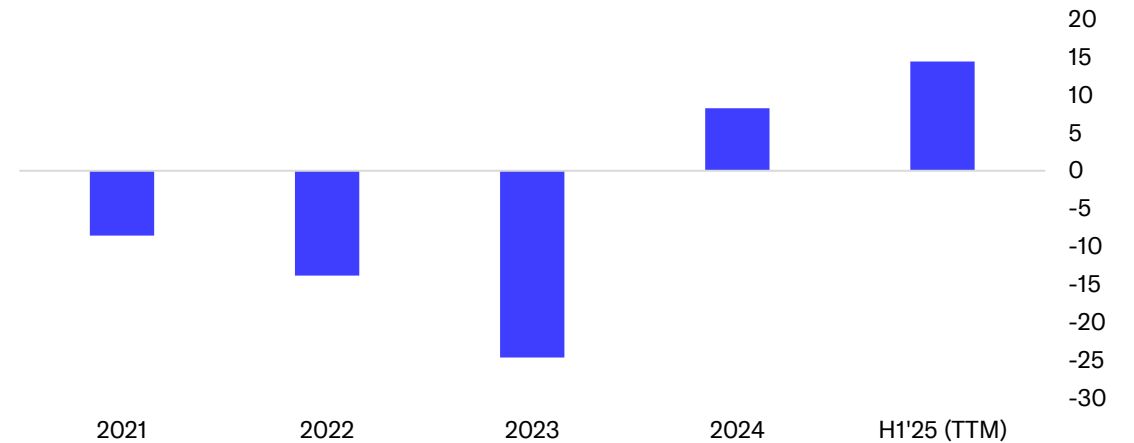
Nettovelan ja nettovelka/käyttökate-suhteen kehitys



Oik. käyttökatteen ja liiketoiminnan nettorahavirran kehitys



Vapaan rahavirran (sis. yritysjärjestelyt ja leasingvelkojen maksut) kehitys



*Oik. käyttökatte 2021-2023 konsernitason ja 2024 sekä H1'25 (TTM) ydinliiketoimintojen raportointitavan muutoksen myötä

Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme Enersensen liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja osin keskipitkällä aikavälillä liiketoimintayksiköiden arvioidun markkinakasvun, yhtiön oman suhteellisen kilpailukyvyn ja -aseman sekä yksiköiden tilauskantojen kautta, vaikka näiden tarkempia rakenteita ei ole raportoitu. Mallinnamme myös kannattavuutta liiketoimintayksiköittäin käyttökatetasolla. Kannattavuuden arvioinnin osalta keskitymme odottamamme kasvun vaikutukseen, yksiköiden historiallisten tasojen sekä niiden arvioimiimme kannattavuuspotentiaaleihin.

Pidemmällä tähtäimellä ennustamme liikevaihdon kasvua odotetun investointitason kehityksen ja markkinoiden pitkän aikavälin kasvupotentiaalin kautta. Puolestaan kannattavuusennusteemme pohjana pidemmällä aikavälillä toimivat osittain Enersensen historialliset tasot sekä arvioimamme pidemmän tähtäimen kestävä kannattavuuspotentiaali (mm. strategiset toimenpiteet markkinoiden keskimääräiset kannattavuustasot). Ennustemme eivät sisällä mahdollisia tulevia yritysjärjestelyjä, sillä näitä on käytännössä mahdotonta ennustaa. Kuten aiemmin todettua, emme kuitenkaan usko Enersensen nykyisen rahoitusaseman mahdollistavan sille ainakaan lyhyellä aikavälillä merkittäviä epäorgaanisia liikkeitä.

Olemme tehneet raportin yhteydessä positiivisia operatiivisia ennustemuutoksia keskipitkälle aikavälille etenkin Powerin ja Energy Transitionin kasvuennusteiden osalta, jotka valuivat myös tulosriveille. Lisäksi olemme tehneet tarkistuksia mm. Value Uplift -ohjelman sekä muihin strategisiin toimenpiteisiin (mm. ERP ja

digihankkeet) liittyviin kustannuksiin. Lähivuosien tarkemmat ennustemuutokset ovat esitetty sivulla 27.

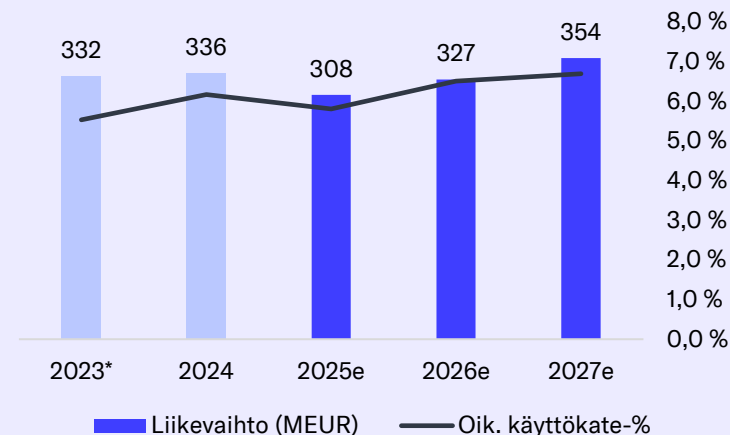
Vuoden 2025 ennusteet

Nykyisessä kuluvaan vuoden ohjeistuksessaan Enersense arvioi ydinliiketoimintojensa oikaistun käyttökatteen olevan 16-20 MEUR (2024: 20,7 MEUR). Yhtiö laski ohjeistustaan elokuussa kysyntälähtöisistä syistä (vrt. ydinliiketoimintojen liikevaihto H1'25: 140 MEUR vs. H1'24: 162 MEUR). H1:n jälkeen yhtiö oli tehnyt oikaistua käyttökatetta 5,3 MEUR (H1'24: 8,9 MEUR).

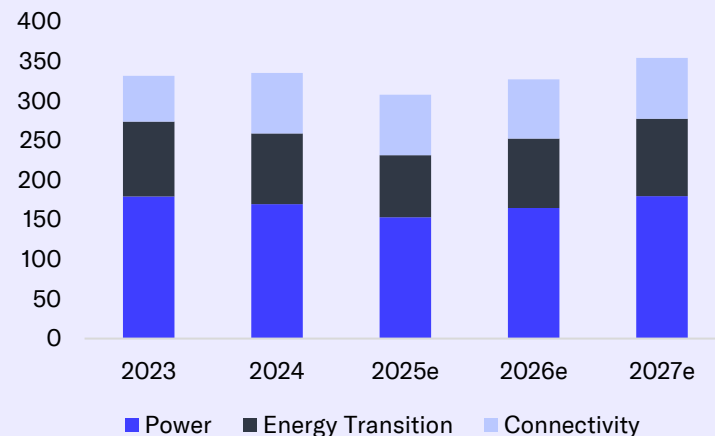
Markkinanäkymien osalta yhtiö kommentoi tällöin näkevänsä tiettyä päätöksenteon hitautta, mutta kokonaisuutena alla oleva kysyntä oli kuitenkin vähintäänkin kohtuullisella tasolla. Tästä indikoi myös osaltaan ydinliiketoimintojen tilauskannan lievä kasvu Q1:een verrattuna (+5 MEUR). Vastaavasti suhteessa vertailukauteen tilauskanta oli noin samalla tasolla (Q2'25: 376 MEUR vs. Q2'24: 379 MEUR). Positiivisinta tilauskannan kehityksen osalta olivat yhtiön kommentit, joiden mukaan kasvu tuli nykystrategian mukaisella fokuksella (elinkaarikumppanuus, myynnin tiukempi fokus).

Positiivista tämän vuoden osalta ovat olleet myös jo aiemmin raportilla mainitut ei-ydinliiketoiminnoista luopumiset sekä Value Uplift -ohjelman tuloksellinen edistyminen. Value Upliftin osalta yhtiö kommentoikin saavuttaneensa 2,5 MEUR:n vuotuisen tulosparannusvauhdin H1'25:n aikana ja odottavansa saavuttavansa 5,0 MEUR:n vauhdin vuoden loppuun mennessä. Vastaavasti H1'26:n loppuun mennessä asetettu kokonaistavoite on 6,5 MEUR:n tasolla.

Ydinliiketoimintojen liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ydinliiketoimintojen liikevaihdon kehitys



Ennusteet 2/4

Luonnollisesti ohjelma tukee yhtiön tulospaannuksen edellytyksiä tulevina vuosina, mutta samanaikaisesti näemme paannuksen vaativan myös riittävää volyyimia (ml. myyntimix). Tämän taas arvioimme osaltaan vaativan piristyvää talouskehitystä sekä luonnollisesti projektien onnistunutta toteutusta. Emme olekaan huomioineet nykyennusteissamme yhtiön ohjelman kautta tavoittelemia paannuksia täysimääräisesti, vaan jäämme odottamaan näiden osalta vielä konkreettisia näyttöjä.

Liikevaihdon osalta ennustamme Enersensen ydinliiketoimintojen liikevaihdon laskevan tänä vuonna noin 8 %:lla ja asettuvan 308 MEUR:oon. Odottamamme lasku selittyy etenkin alkuvuoden kehityksellä, kun taas vuoden jälkipuoliskolla odotamme liikevaihdon laskun rauhoittuvan selkeästi (-3 %) vahvistuneen tilauskannan tukemana. Yksiköistä odotamme liikevaihdon laskevan Energy Transitionissa (-13 % v/v) sekä Powerissa (-10 % v/v) päätöksenteon hitautta mukaillen, jonka arvioimme vaikuttaneen ja osin edelleen vaikuttavan etenkin projektiliiketoimintaan. Vastaavasti Connectivityssä odotuksemme ovat vertailukauden tasolla.

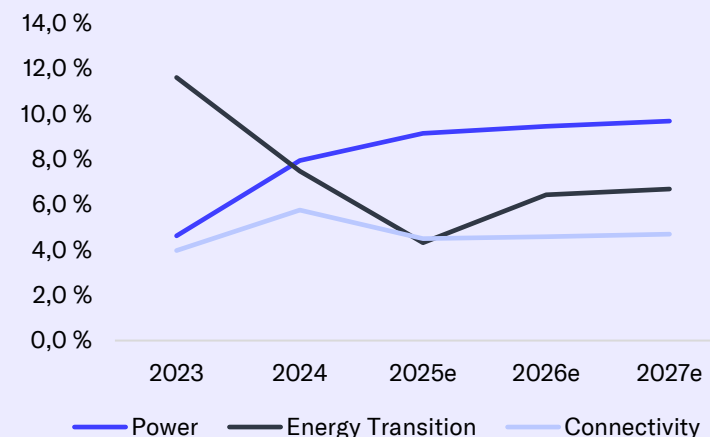
Ydinliiketoimintojen oikaistun käyttökatteen ennustamme asettuvan 17,9 MEUR:oon. Siten liiketoiminnan kausiluontoisuuttakin mukaillen odotamme H2:n olevan selvästi vahvempi ja absoluuttisen tuloksen olevan H2:lla hieman vertailukautta korkeammalla strategisten toimenpiteidenkin tukemana. Yksiköistä selkeää paannusta alkuvuoteen odotamme Energy Transitionilta Q2:n tulosta rasittaneiden haasteiden oletettavasti melko nopean korjaantumisen myötä (ts. kannattamattomien huoltokeskusten sulkeminen) sekä Connectivityltä kausiluontoisuuden tukemana. Powerin kohdalla odotamme vakaan hyvän kannattavuustason jatkuvan.

Yhtiön poistotasojen arvioimme laskevan hieman alkuvuoden tasoilta H2:lla meriteollisuusyksikön myynnin myötä, mutta kuluvana vuonna tehtyjen useampien rakennejärjestelyiden takia tulevaan poistotasoon liittyy vielä hieman epävarmuutta. Kokonaiskuvaa mukaillen odotamme yhtiön oikaistun liikevoiton asettuvan 9,8 MEUR:oon vastaten 3,1 %:n marginaalitasoa.

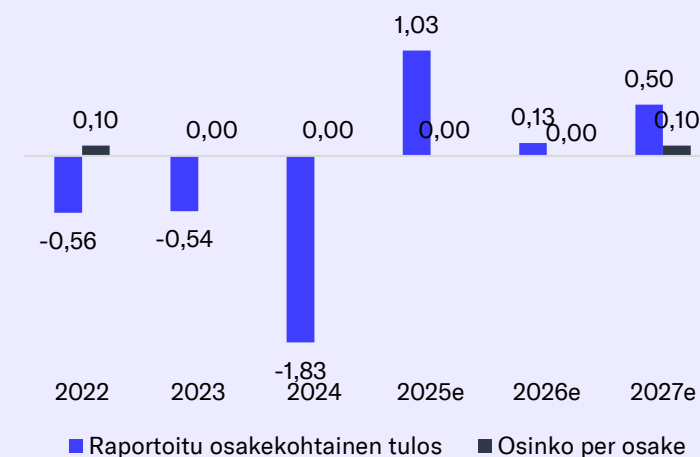
Tapahtumarikkaan vuoden myötä kuluvan vuoden raportoitujen lukujen osalta on myös hyvä huomata, että niihin vaikuttavat useammat kertaluontoiset erät ei-ydinliiketoimintojen myynteihin / alasajoihin liittyen sekä strategiset toimenpiteet (etenkin Value Uplift). Ei-ydinliiketoimintojen positiivinen vaikutus raportoituun käyttökatteeseen oli H1:llä noin 23 MEUR, kun taas ydinliiketoimintoihin liittyviä kertaeriä alkupuoliskolla yhtiö kirjasi 4,2 MEUR (strategia ja Value Uplift 3,0 MEUR, ERP 0,3 MEUR, osakkuusyhtiöiden tappiot 0,7 MEUR ja kertaluontoiset henkilöstökulut 0,2 MEUR). Ei-ydinliiketoimintoihin liittyen yhtiö tulee kirjaamaan Q3:lle vielä 2,5 MEUR:n myyntivoiton meriteollisuusyksikön myyntiin liittyen. Sen sijaan Value Uplift -ohjelmasta syntyvän kulutason se odottaa olevan Q3:lla noin Q2:n tasolla (Q2'25: 2,5 MEUR) ja laskevan Q4:lle. Oletamme tästä syntyvän myös jotain kulurasituksia ensi vuoden alkupuolelle yhdessä muiden strategisten toimenpiteiden kanssa (nämä jatkuvat ennusteissamme vuodelle 2027). Oikaisuerien jälkeen ennusteemme raportoiduksi liikevoitoksi on peräti 25,3 MEUR.

Alariveillä rahoituskustannusten ennustamme laskevan hieman alkuvuodesta, mutta myös näihin liittyy vielä epävarmuutta rakennejärjestelyiden jälkeen (mm. meriteollisuusyksikön vaikutus rahoituskustannuksiin, kaupasta saatavien varojen allokointi).

Ydinliiketoimintojen oikaistun käyttökatemarginaalin kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/4

Verokirjausten osalta olemme valinneet varovaisen linjan ja oletamme verojen olevan noin normaaleilla tasoilla, sillä merkittävistä verotuksessa hyödynnettävistä tappioista huolimatta niiden käytettävyyteen liittyy epävarmuutta. Kokonaiskuvaa mukaillen ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,05 euroon, kun taas raportoidun tuloksen peräti 1,03 euroon. Emme odota yhtiön maksavan osinkoa tuloksestaan.

Yhtiön taseen odotamme vahvistuvan selkeästi viime vuodesta raportoitua tuloskuntoa mukaillen ja odotamme yhtiön omavaraisuusasteen yltävän noin 24 %:iin (2024: 13 %) ja Enersensen siten täyttävän rahoituksensa vuoden lopun kovenanttiehdon (19,5 %). Vastaavasti nettovelkaantumisasteen ennustamme laskevan 79 %:iin (2024: 136 %), mikä on myös yhtiön tavoitetaso alapuolella. Korollisten nettovelkojen arvioimme olevan noin vuoden 2024 lopun tasolla noin 31 MEUR:ssa (vrt. H1'25: 34,3 MEUR) ja strategisten toimenpiteiden siten osin nakertavan vapaata kassavirtaa loppuvuoden aikana. Sen sijaan nettovelat/käyttökate-suhteen odotamme olevan turvallisesti kovenanttirajan alapuolella korkean raportoidun tuloksen siivittämänä (2025: 0,9x vs. kovenantti alle 2,25x).

Vuosien 2026-2027 ennusteet

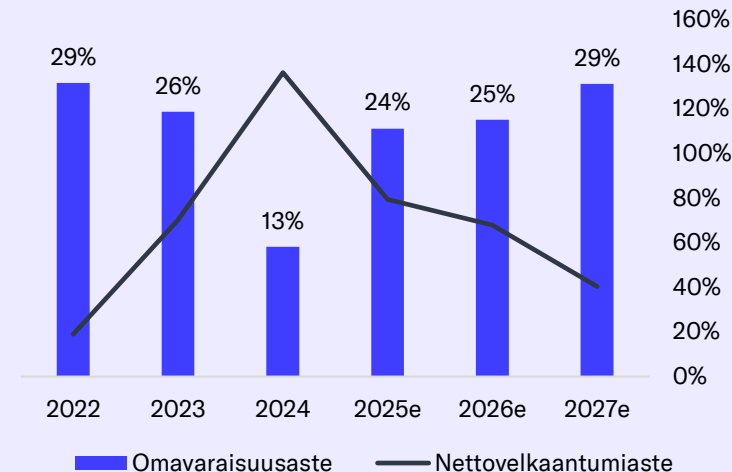
Arviomme mukaan liiketoimintayksiköiden nykyiset tilauskannat antavat näkyvyyttä jo ensi vuoden kehitykseen. Lyhyen aikavälin kasvunäkymiä Powerissa tukee etenkin Fingridin sekä muiden kantaverkkoyhtiöiden suuret investoinnit. Lisäksi yksikön kasvunäkymiä voisi piristää entisestään uusiutuvan energian investointien piristyminen. Aiemmin todetusti näemme myös Energy Transitionin markkinanäkymät positiivisina keskipitkällä aikavälillä, mutta mielestämme

etenkin Suomen, mutta laajemminkin teollisuuden nykyinen suhdanneympäristö voi edelleen pitkittää asiakkaiden päätöksentekoa. Toisaalta yksikön tilauskanta kasvoi 9 MEUR Q2'25:llä Q1:stä (Q2'25:n lopussa 74 MEUR), mikä luo positiivista pohjavirettä yksikön kysynnän piristymisen ylle. Sen kasvunäkymiä voi varsin nopeastikin muuttaa myös esimerkiksi nykyistä Helen-sopimusta vastaava laaja käyttö- ja kunnossapitosopimus tai kansainväliset projektit. Connectivityn osalta kasvunäkymät ovat sen sijaan rajalliset huomioiden myös Suomen valokuituverkon suurimman investointivaiheen valmistuminen.

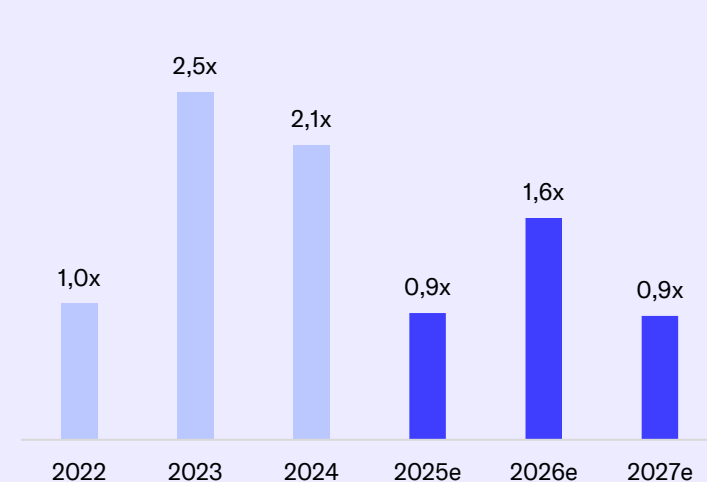
Tätä kokonaiskuvaa mukaillen odotamme sekä Energy Transitionilta (+12 % v/v) että Powerilta (+8 % v/v) selkeämpää kasvua vuonna 2026 (ydinliiketoimintojen kasvuprosentit). Emme kuitenkaan odota kummankaan yksikön liikevaihdon palautuvan vielä aivan vuoden 2024 tasolle. Odotamme lähes saman positiivisen kehityskulun jatkuvan molempien yksiköiden osalta myös vuonna 2027 piristyvän talouskehityksen tukiessa Energy Transitionia ja kantaverkkoinvestointien sekä uusiutuvan energian asteittaisen heräämisen Poweria. Vastaavasti Connectivityn liikevaihdon arvioimme pysyvän noin nykyisillä tasoilla lähivuosien aikana alla olevien markkinoiden odotettua kehitystä mukaillen. Tämän myötä ennustamme konsernin ydinliiketoimintojen kasvun olevan lähivuosina 6-8 %:n tasolla.

Yhtiön kannattavuuden odotamme nousevan lähivuosina liikevaihdon kasvun, strategisten toimenpiteiden (mm. myynnin fokusointi, hinnoittelu, liikevaihdon rakenne) sekä Value Upliftin tukemana. Ennustamme konsernin oikaistun käyttökateen nousevan 21,3 MEUR:oon vuonna 2026 ja 23,7 MEUR:oon vuonna 2027.

Taseen tunnuslukujen kehitys



Nettovelan suhde käyttökatteeseen



Ennusteet 4/4

Yksikkötasolla ennustamme Powerin kannattavuuden vahvistuvan hieman jo nykyiseltä varsin hyvältä tasolta. Nähdäksemme yksikön kannattavuudessa heijastuukin sen jo saavuttama kunnossapitopalveluiden korkeampi marginaalitaso sekä hyvä kysyntätilanne, mikä tukee arviomme mukaan sen hinnoittelua. Arvioimmekin Powerin marginaalitasojen olevan täysin riittäviä konsernitason marginaalitavoitteen saavuttamisen osalta. Nähdäksemme strategisilla toimenpiteillä tasoa on mahdollista edelleen nostaa, mutta osaltaan lisäpotentiaalia kaikesta huolimatta rajoittaa projektien luontainen iso osuus yksikön liikevaihdosta. Tähän liittyen on hyvä huomata, että kannattavuuden vaihtelu on tyypillistä liiketoimintojen välillä vuosien välillä ja investointisykliä mukaan.

Puolestaan Energy Transitionin osalta näemme selkeintä parannuspotentiaalia historiaankin peilaten ja odotamme yksikön kannattavuuden nousevan selvästi lähivuosina strategian toteutuksen kautta (ml. kannattamattomien huoltoyksiköiden sulkeminen, palveluliiketoiminnan kasvattaminen). Viime vuosina laskeneen kannattavuuden myötä odotuksemme ovat lähivuosien marginaalitasojen osalta kuitenkin jossain määrin varovaiset. Karkean arviomme mukaan yksikön kannattavuuspotentiaali on melko vastaava Powerin kanssa ja tämän saavuttaminen luonnollisesti tukisi huomattavasti konsernitason tavoitetta. Tämän saavuttaminen nähdäksemme vaatisi kuitenkin taakseen suotuisampaa hinnoittelu ympäristöä ja teollisuuden näkymien piristymisen kautta. Vastaavasti Connectivityn osalta odotamme marginaalien pysyvän vakaila tasolla ja historiaan peilaten merkittävä kannattavuusparannus vaikuttaakin haastavammalta.

Parannusta tukevat strategiset toimenpiteet (mm. digipalvelut ja toimintamallin muutokset), mutta samalla arvioimme yksikön hinnoittelua viime vuosina tukeneen valokuituverkkojen rakentamisen, jonka volyymit ovat laskusuunnassa. Jäämmekin tässä vaiheessa seuraamaan näiden yksiköiden kannattavuuden kehitystä ennen mahdollisia ennusteenostoja. Luonnollisesti yksiköiden ja konsernin kannattavuuden kehitystä tukee Value Uplift -ohjelma. Konsernitason kannattavuuden osalta merkittävässä roolissa on myös, mille tasolle konsernikulut tulevat strategisten toimenpiteiden jälkeen asettumaan. Nykyisin olemme odottaneet tasojen laskevan vuoden 2024 tasoilta (-3,9 MEUR) noin viidenneksellä tälle vuodelle, mutta kasvavan tulevana vuosina asteittain liiketoiminnan kasvun ja inflaation myötä.

Poistotasojen odotamme laskevan hieman kuluva vuodesta, minkä myötä aiemmin mainittujen kertakulujen jälkeen odotamme oikaistun liikevoiton asettuvan 12,7-15,1 MEUR:oon, jotka vastaavat 3,9-4,3 %:n liikevoittomarginaaleja. Kertaeristä oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan 0,30-0,55 euroon kohenevan rahoitusaseman laskiessa rahoituskuluja, kun taas raportoidun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme ovat 0,13-0,50 eurossa. Odotamme yhtiön aloittavan voitonjaon jälleen vuonna 2027 0,10 euron osakekohtaisella osingolla.

Tuloskehityksen vanavedessä odotammekin yhtiön omavaraisuusasteen kohoavan asteittain ja nettovelkaantumisasteen painuvan edelleen alaspäin. Tämä myös teoriassa mahdollistaisi yhtiölle ainakin pienempiä täydentäviä yritysostoja. Tätä tukee myös vahvistuvan operatiivisen tuloksen ja kassavirran myötä

turvallisille tasoille asettuva nettovelat/käyttökate-suhde. Epäorgaanisten liikkeiden tekemiseen vaikuttaa luonnollisesti myös uuden rahoitussopimuksen rakenne.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä yhtiön kasvun määrittelevät aiemmin esiteltyt markkinoiden kasvuajurit. Näitä ja markkina-alueiden talouskasvua mukailien odotamme yhtiön kasvun hidastuvan vuosikymmenen loppua kohden ja kasvun olevan vuosina 2028-2031 2,5-6,8 %:n välillä. Tätä pidemmän aikavälin kasvuennusteemme (ml. terminaalikasvu) olemme asettaneet 2,0 %:iin. Noin 400 MEUR:n epäsuoran liikevaihdon tavoitetason arvioimme yhtiön saavuttavan nykyennusteillamme vuoden tavoiteaikataulusta jäljessä eli vuonna 2029.

Kannattavuuden osalta odotamme liikevoittoprosentin asettuvan 4,5 %:iin vuonna 2028, minkä myötä ennusteemme on yhtiön pitkän aikavälin tavoitetason alapuolella. Mielestämme tavoitetason saavuttaminen on kuitenkin nykystrategian onnistuessa (ml. Value Uplift) täysin mahdollista (vrt. osa kilpailijoista yltänyt tälle tasolle). Nähdäksemme tämä vaatii myös eri liiketoimintojen samanaikaista, vähintään kohtuullista markkinatilannetta sekä projektien onnistunutta toteutusta. Jäämmekin toistaiseksi odottamaan lisänäyttöjä strategian onnistuneesta toteutuksesta ennen tähän nojaamista. Yhtiön volatiiliin kannattavuushistorian myötä odotamme sen tuloksen palautuvan pitkällä aikavälillä hiljalleen viime vuoden lähtötasolle (2029e-2034e EBIT-%: 3,0-4,2 %) kireänä jatkuvassa kilpailuympäristössä markkinakasvun hidastuessa.

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	98,1	101	112	114	425	69,7	76,9	80,2	88,3	315	327	354	378
Energy Transition	37,0	39,5	42,8	40,3	160	22,3	21,9	20,0	21,0	85	87	98	105
Power	51,1	42,5	43,5	51,8	189	37,1	35,3	37,0	44,0	153	165	180	195
Connectivity	10,1	18,8	25,2	22,2	76,3	10,3	19,7	23,2	23,3	76,5	75,0	76,5	78,0
Käyttökate	4,5	-9,5	8,6	10,9	14,5	21,2	2,9	5,3	5,1	34,5	17,8	22,7	25,9
Poistot ja arvonalennukset	-2,8	-2,3	-2,5	-21,0	-28,6	-2,3	-2,6	-2,2	-2,2	-9,2	-8,6	-8,6	-8,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,6	-11,8	6,1	-10,1	-14,2	-0,4	0,9	4,5	5,0	9,8	12,7	15,1	17,2
Liikevoitto	1,7	-11,8	6,1	-10,1	-14,1	18,9	0,2	3,2	3,0	25,3	9,2	14,1	17,2
Nettorahoituskulut	-6,2	-2,0	-2,5	-3,7	-14,3	-1,8	-2,5	-2,0	-1,8	-8,1	-6,0	-4,0	-3,0
Tulos ennen veroja	-4,4	-13,8	3,6	-13,8	-28,4	17,2	-2,2	1,2	1,2	17,2	3,2	10,1	14,2
Verot	-1,1	0,1	0,0	0,5	-0,5	0,0	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,1	-1,9	-2,6
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-5,6	-13,8	3,2	-13,9	-30,2	17,2	-2,0	0,9	0,9	17,0	2,1	8,3	11,5
EPS (oikaistu)	-0,34	-0,84	0,19	-0,84	-1,83	-0,13	-0,09	0,12	0,15	0,05	0,30	0,55	0,70
EPS (raportoitu)	-0,34	-0,84	0,19	-0,84	-1,83	1,04	-0,12	0,06	0,06	1,03	0,13	0,50	0,70

Tunnusluvut	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	30,9 %	16,8 %	18,4 %	6,0 %	16,9 %	-29,0 %	-23,7 %	-28,1 %	-22,7 %	-25,8 %	3,9 %	8,2 %	6,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%					-350,4 %	-126,9 %	-107,2 %	-26,6 %	-148,9 %	-169,3 %	28,9 %	19,3 %	13,3 %
Käyttökate-%	4,6 %	-9,4 %	7,7 %	9,6 %	3,4 %	30,4 %	3,7 %	6,6 %	5,8 %	11,0 %	5,4 %	6,4 %	6,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,7 %	-11,7 %	5,5 %	-8,9 %	-3,3 %	-0,6 %	1,1 %	5,6 %	5,6 %	3,1 %	3,9 %	4,3 %	4,5 %
Nettotulos-%	-5,7 %	-13,7 %	2,9 %	-12,2 %	-7,1 %	24,7 %	-2,6 %	1,2 %	1,0 %	5,4 %	0,6 %	2,3 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	312	315	1 %	317	327	3 %	333	354	6 %
Käyttökate	35,2	34,5	-2 %	20,4	17,8	-13 %	21,8	22,7	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,0	9,8	-2 %	11,9	12,7	6 %	13,3	15,1	14 %
Liikevoitto	26,0	25,3	-3 %	11,9	9,2	-23 %	13,3	14,1	7 %
Tulos ennen veroja	17,9	17,2	-4 %	6,7	3,2	-53 %	9,5	10,1	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,05	0,05	-1 %	0,31	0,30	-4 %	0,45	0,55	22 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,05	0,10	100 %

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	109	75,3	104	101	101
Liikearvo	27,8	26,1	26,1	26,1	26,1
Aineettomat hyödykkeet	40,2	9,6	7,9	6,2	5,0
Käyttöomaisuus	21,2	21,5	17,3	19,0	20,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	13,9	13,1	12,4	11,6	11,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,3	3,7	39,2	36,7	36,7
Laskennalliset verosaamiset	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Vaihtuvat vastaavat	105	119	77,2	83,2	91,8
Vaihto-omaisuus	18,1	15,8	12,6	12,8	13,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	20,9	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	75,6	62,6	45,7	50,8	57,4
Likvidit varat	11,2	19,8	18,9	19,6	21,3
Taseen loppusumma	214	194	181	184	193

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	52,1	22,5	39,5	41,6	49,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-10,9	-40,3	-23,3	-21,2	-12,9
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	62,7	62,7	62,7	62,7	62,7
Vähemmistöosuus	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	44,3	41,7	47,2	45,7	32,6
Laskennalliset verovelat	6,0	4,7	4,7	4,7	4,7
Varaukset	0,5	3,0	1,5	1,5	1,5
Korolliset velat	11,5	7,7	14,8	13,2	26,1
Vaihtovelkakirjalainat	26,0	26,0	26,0	26,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	117	130	94,7	96,8	110
Korolliset velat	10,3	16,7	9,5	8,7	15,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	105	111	82,2	85,1	92,1
Muut lyhytaikaiset velat	1,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Taseen loppusumma	214	195	181	184	193

Sijoitusprofiili

1 Johtava asema monilla päämarkkina-alueista

2 Teollisuuden energiasiirtymä, investoinnit sähköverkkoihin ja uusiutuvan energian tuotannon kasvu tukevat kasvunäkymiä

3 Tehtyjen tehostusohjelmien, myynnin jakauman muutoksen ja operatiivisen vivun pitäisi mahdollistaa kannattavuuden nosto

4 Kysyntä on riippuvaista investoinneista, vaikkakin tällä hetkellä asiakastoimialoilla terveet investointinäkymät

5 Rahoitusasema ei ole vielä erityisen vahva ja tulevan uudelleenrahoituksen ehtoihin liittyy vielä epävarmuutta

Potentiaali

- Onnistunut siirtyminen vahvemmin elinkaarikumppaniksi, mikä lisäisi toistuvan ja vakaamman liikevaihdon osuutta
- Kannattavuuden parantuminen strategisilla toimenpiteillä sekä Value Uplift -ohjelman kautta.
- Energiamurroksen vaatimat investointitarpeet teollisuudessa sekä energiantuotannossa ja -jakelussa tukevat orgaanisia kasvunäkymiä
- Rajallisten pääomavaateiden myötä liiketoiminnassa hyvä kassavirtaprofiili

Riskit

- Matala alalle tulon kynnys ja kestävien kilpailuetujen rakentaminen haastavaa, minkä myötä kireä kilpailutilanne monilla yhtiön markkinoista
- Projektiriskien realisoituminen tai merkittävän asiakkaan menetys ja näiden vaikutukset kannattavuuteen matalakatteisella toimialalla
- Liikevaihdon riippuvuus investoinneista ja sopeutuminen kysynnän vaihteluihin lyhyellä aikavälillä
- Osaavan henkilöstön (ml. alihankinta) löytäminen ja pitäminen yhtiössä ovat kriittisiä menestymisen kannalta

Arvonmääritys ja suositus 1/5

Arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme Enersensen arvonmääritystä etenkin absoluuttisilla arvostuskertoimilla sekä osien summa - laskelman kautta, sillä se huomioi myös ydinliiketoimintojen ulkopuoliset omaisuuserät. Lisäksi käytämme arvonmäärityksen tukena kassavirtalaskelmaa (DCF) sekä kokonaistuotto-odotuslaskelmaa.

Nähdäksemme yhtiötä tulee hinnoitella etenkin tulospohjaisten kertoimien kautta. Näkemyksemme mukaan käyttökelpoisimmat kertoimet ovat taserakenteen huomioon ottavat EV/EBITDA- ja EV/EBIT- kertoimet sekä nettotulospohjainen P/E-luku. Tarkastelemme kertoimia absoluuttisesti sekä suhteessa verrokkiryhmään. Absoluuttisina tasoina olemme hyödyntäneet arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme yhtiön ja toimialojen kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista sekä näihin liittyvistä kestävästä elementeistä. Sen sijaan yhtiön historiallisille arvostustasoille emme anna olennaista painoarvoa historiassa tapahtuneiden useiden yritys- ja rakennejärjestelyiden myötä.

Tarkastelemme kertoimia pääosin kuluvan ja seuraavan vuoden ennusteidemme kautta, sillä näkyvyys Enersensen liiketoimintaan (kasvu ja kannattavuus) on historiallisesti ollut kohtuullisen lyhyt. Toisaalta nykyisen strategian onnistuessa näkyvyys liiketoimintaan paranisi käyttö- ja kunnossapitosopimusten osuuden kasvaessa. Aiempaa fokusoidumman liiketoimintaportfolion myötä annamme kuitenkin myös tiettyä huomiota keskipitkän aikavälin kertomille. Kokonaisuutta peilaten lähivuosien kokonaistuotto-odotus ja pitkän aikavälin ennusteisiimme

perustuva kassavirtamalli ovat arvonmäärityksessä enemmän tukea antavassa roolissa.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan muun muassa seuraavat tekijät vaikuttavat Enersenselle hyväksyttävään arvostustasoon lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä:

+ Markkinoiden positiiviset kasvunäkymät Powerissa ja Energy Transitionissa

+ Matalien investointi- ja pääomatarpeiden pitäisi mahdollistaa yhtiölle hyvä kassavirran ja pääoman tuottokyky

+ Tulokäänteen vahvistuminen ja luottamuksen kasvu käänteen pitävyyteen

+ Strategian onnistuessa vakaamman, ennustettavamman ja korkeamman marginaalin palveluliikevaihdon kasvu

+ Rahoitusaseman vahvistuminen ja uuden pidempiaikaisen rahoitussopimuksen solmiminen kohtuullisin ehdoin

- Vahvojen kilpailuetujen puute toimialalla ja osin hintavetoinen kilpailu

- Historialliset tulospettymykset (ml. kassavirta)

- Odotuksia selkeästi hitaammin etenevä tulokäännä ja tämän myötä mahdolliset epäedulliset rahoitusjärjestelyt

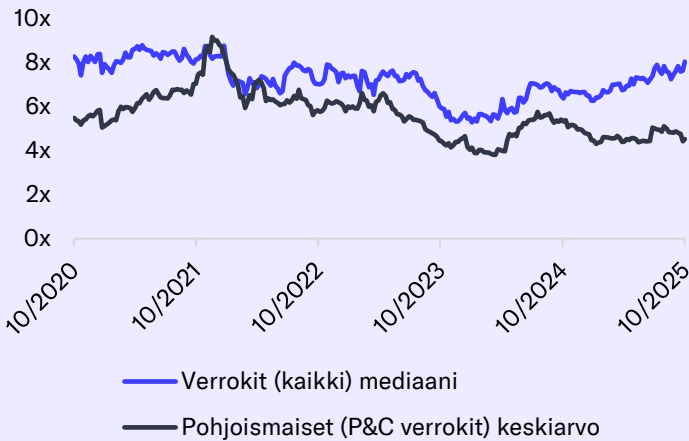
- Connectivityn rajallinen markkinakasvunäkymä

- Henkilöstöintensiivisyydestä johtuen nykyisten liiketoimintojen skaalautumispotentiaali on matala

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,00	4,00	4,00
Osakemäärä, milj. kpl	16,5	16,5	16,5
Markkina-arvo	66	66	66
Yritysarvo (EV)	97	94	86
P/E (oik.)	75,2	13,5	7,3
P/E	3,9	31,5	8,0
P/B	1,7	1,6	1,3
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	5,3	4,4	3,6
EV/EBIT (oik.)	9,9	7,4	5,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	19,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Verrokkien 12 kk FW EV/EBITDA-kerroin



Arvonmääritys ja suositus 2/5

Verrokkiryhmä ja hyväksyttävä arvostus

Enersensen nykyliiketoiminnot omaavat tyypilliset teollisuuspalveluyhtiön lainalaisuudet, minkä myötä sille on mielestämme mahdollista koota melko hyvä verrokkiryhmä. Käyttämämme verrokkiryhmä koostuu pohjoismaisista ja kansainvälisistä toimijoista, jotka toimivat jokseenkin samankaltaisilla markkinoilla ja liiketoimintamalleilla Enersensen kanssa, vaikkakin yhtiöiden palvelutarjoamassa sekä maantieteellisissä markkina-alueissa onkin eroja. Olemme myös erottaneet joukosta Enersensen Power- ja Connectivity-liiketoiminnoille läheisimmät pohjoismaiset verrokkiyhtiöt (Eltel, Netel ja Transtema), sillä mielestämme nämä toimivat varsin hyvänä mittatikkuna isolle osalle Enersensen nykyrakenteesta.

Koko verrokkiryhmän vuosien 2025 ja 2026 mediaani EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 9x ja 8x, kun taas EV/EBIT-kertoimet ovat noin 13x ja 10x. Vuorostaan vastaavat P/E-kertoimet ovat noin 15x ja 12x. Sen sijaan P&C-yksiköiden pohjoismaisten verrokkien kertoimet ovat selvästi alempana, sillä näiden keskiarvo EV/EBITDA-kertoimet tälle ja ensi vuodelle ovat 5x ja 4x, EV/EBIT-kertoimet noin 11x ja 7x sekä P/E-kertoimet noin 18x ja 7x. Kertoimet ovat myös jokseenkin linjassa verrokkiyhtiöiden edellisen viiden vuoden 12 kuukautta eteenpäin katsoviin tasoihin nähden (vrt. koko verrokkiryhmän mediaani P/E: ~12x, EV/EBIT: ~11x, EV/EBITDA ~7x ja pohjoismaisten mediaani EV/EBIT: ~12x, mediaani EV/EBITDA: ~5-6x, P/E:stä ei relevanttia dataa) sekä Helsingin pörssin pidemmän aikavälin keskiarvojen kanssa (P/E 14x-15x ja EV/EBIT 11x-14x). Kokonaisuutena näemme koko verrokkiryhmän arvostuksen olevan kohtuullisen neutraalilla tasolla, kun

taas pohjoismaisten verrokkien kertoimien olevan tällä hetkellä varsin matalalle painettuja. Pohjoismaisten verrokkien tämänhetkistä matalaa arvostusta painaa Netelin hyvin matalat kertoimet, jotka eivät arviomme mukaan huomioi vielä lokakuun alussa tiedotettuja haasteita.

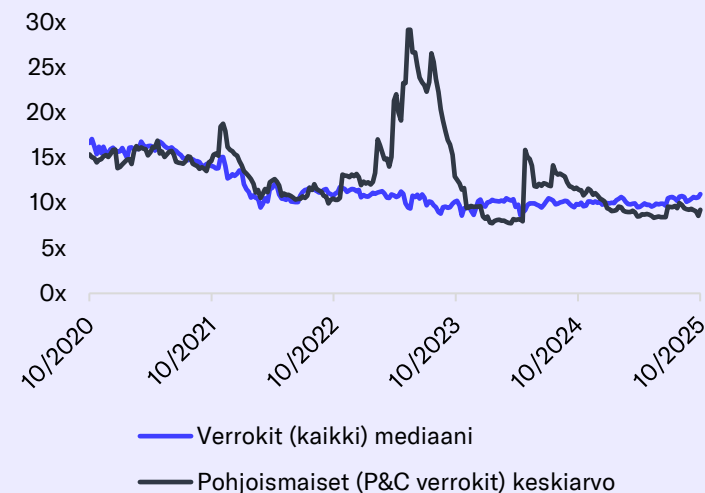
Koko verrokkiryhmän osalta on hyvä huomata, että Enersense on keskimääräistä yhtiötä pienempi, mutta sen kasvu- ja kannattavuuspotentiaali eivät mielestämme poikkea oleellisesti verrokkiyhtiöistä. Yhtiön riskitaso ei mielestämme ole kroonisesti huomattavasti verrokkeja korkeampi etenkin tulostäänneen ja rahoitusaseman vahvistuessa, sillä sen tulovirrat ovat hajautuneet eri liiketoimintoihin, eikä yhtiö ole pelkästään yhden markkina-alueen kysynnän varassa.

Tätä kokonais kuvaa ja arvostukseen vaikuttavia tekijöitä peilaten näemme osakkeen hyväksyttävän arvostuksen olevan EV/EBITDA-kertoimella 5x-7x, EV/EBIT-kertoimella 8x-12x ja P/E-kertoimella 10x-14x tuloskasvunäkymästä riippuen. Toistaiseksi näemme hyväksyttävän arvostuksen asettuvan haarukoiden alalaidan ja keskivälin tuntumaan. Mielestämme hyväksyttävän arvostuksen nousu vaatii yhtiöltä vielä konkreettisia lisänäyttöjä tuloskäänteestä, jonka osalta puhtaampia lukuja joudutaan odottamaan ensi vuoden puolelle.

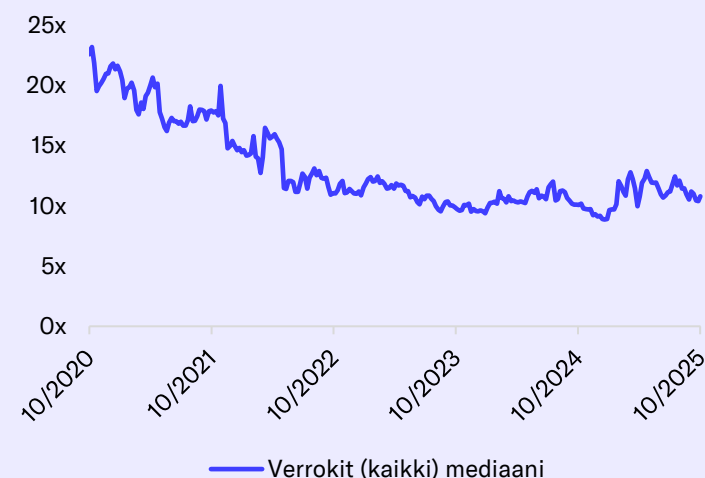
Absoluuttinen arvostus

Ennusteillamme kuluvan vuoden oikaistu P/E-luku on hyvin korkea (P/E 2025e: 75x), kun taas ensi vuonna taso laskee jo lähemmäksi neutraaleja tasoja (P/E 2026: 14x). Vastaavat oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat puolestaan 10x ja 7x, kun taas EV/EBITDA-kertoimet noin 5x ja 4x.

Verrokkien 12 kk FW EV/EBIT-kerroin



Verrokkien 12 kk FW P/E-kerroin



Arvonmääritys ja suositus 3/5

Mielestämme tämä tulos pohjainen arvostuskuva kuvastaa absoluuttisesti matalahkoa nettotulosta (ml. korkeat rahoituskustannukset), jonka myötä nettotulospohjaiset kertoimet ovat hyvin herkkiä jo pienille muutoksille ennusteissa. Sen sijaan EV-pohjaisen arvostuksen näemme kuluvalle vuodelle suhteellisen neutraalina, kun taas ensi vuoden kertoimissa nousuvaraa. Lyhyen aikavälin EV-pohjaisten kertoimien mielekkyyttä rajaa kuitenkin hieman Value Uplift ohjelman vielä osin epävarmat kustannusvaikutukset sekä meriteollisuusyksikkömyynnin lopulliset vaikutukset rahoitusasemaan.

Tätä sekä lyhyen aikavälin kysyntätilanteeseen liittyvää osittaista epävarmuutta peilaten kertoimien on mielestämme perusteltua olla melko matalalla tasolla. Luottamuksemme ydinliiketoimintojen tulostuokseen on kuitenkin edelleen olemassa strategisten toimenpiteiden sekä Value Uplift -ohjelman tukemana ja nojautumme näkemyksessämme jo vahvemmin ensi vuoden lukuihin, jotka huomioivat myös näiden toimenpiteiden vaikutuksia selkeämmin. Arvioimme kuitenkin näiden täysimääräisten hyötyjen vaativan myös nykyistä suotuisampaa markkinatilannetta ja siten tulospaannuksen olevan asteittaista tulevina vuosina ja tässä vaiheessa tulospaannuksen kulmakertoimen jyrkkyyden tarkkaa ajoitusta on vielä haastavaa arvioida.

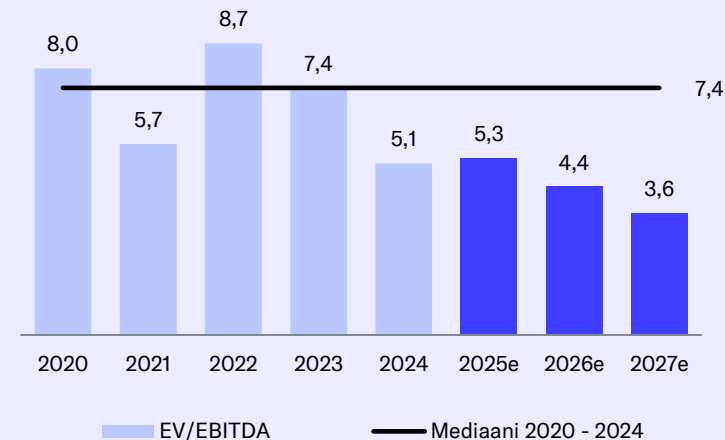
Osien summa -laskelma

Mielestämme Enersensen valuaatiota ja käypää arvoa voidaan hahmottaa myös osien summa -laskelman kautta. Mielestämme ydinliiketoimintojen arvoa voidaan hahmottaa käyttämällä esimerkiksi kuluvan vuoden ydinliiketoimintojen oikaistun käyttökatteen 17,9 MEUR:n ennustemme (arvioimme mukaan tuloksen pohja) ja

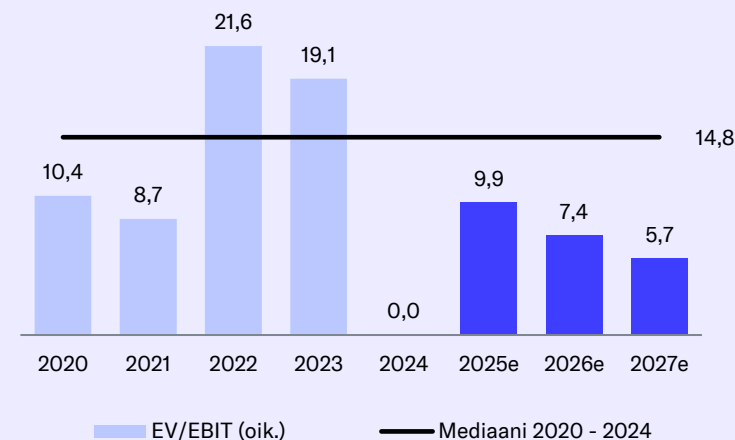
viime vuoden toteutuneen tuloksen (noin ensi vuoden ennustemme tasolla) sekä hyväksyttävän arvostuksen kautta. Nähdäksemme ydinliiketoiminnot voitaisiin arvostaa tällä hetkellä karkeasti EV/EBITDA-kertoimella 5x-6x. Käyttämällä näitä parametreja saamme ydinliiketoimintojen yritysarvon vaihteluväliksi 89-124 MEUR. Vastaavasti vähentämällä tästä vuoden 2025 nettovelkaennustemme (31 MEUR) sekä lisäämällä ensi vuoden puolella kassaan tuloutuvan 2,5 MEUR Offshore-kauppaan liittyen saaisimme ydinliiketoimintojen markkina-arvoksi 61-95 MEUR tai 3,7-5,8 euroa osakkeelta. Tähän haarukkaan suhteutettuna nykyinen pörssi-arvostus on haarukan alalaidalla.

Ydinliiketoimintojen lisäksi huomioimme osien summassamme uusiutuvan energian hankekehitysportfolioon mahdolliset lisäkauppahinnat sekä P2X-sijoituksen. Mielestämme uusiutuvan energian hankekehitysportfolioon mahdollinen lisäkauppahinta pitää arvottaa erikseen näihin liittyvän aika-arvon ja toisaalta lopulliseen lisäkauppahintaan liittyvän epävarmuuden myötä. Nykyistä maatuulivoiman markkinanäkymää, Enersensen sekä Fortumin kommentteja peilaten olemme jakaneet Enersensen arvioiman lisäkauppahinnan tasaisesti vuosille 2028-2039 ja diskontanneet tämän konsernin WACC-%:lla. Mielestämme nämäkään arvot eivät ole erityisen aggressiivisia, mutta näemme tämän tuovan tukea osaltaan erien arvostukseen. Tätä kautta arvioituna saamme lisäkauppahinnan (33 MEUR) nykyarvoksi 13,0 MEUR tai 0,8 euroa osakkeelta. Lisäkauppahintojen osalta on kuitenkin hyvä huomata, että niiden kaukaisen maksuajankohdan myötä ne eivät tule auttamaan yhtiötä vielä lähivuosina (ml. seuraavat rahoitusneuvottelut).

Enersensen EV/EBITDA (oik.)



Enersensen EV/EBIT (oik.)



Arvonmääritys ja suositus 4/5

Enersensen omistuksen P2X:ssä olemme arvottaneet viimeisimmän raportoidun rahoituskierron indikoiman arvon mukaan noin 8 MEUR:oon. Yhtiö ei ole toistaiseksi kommentoinut omistuksen kohtaloa, mutta tätä peilaten emme odota tästä vapautuvan kuitenkaan pääomia lyhyellä aikavälillä, vaikka mielestämme tämäkään ei kuulu yhtiön ydinliiketoimintoihin. Lisäksi omistuksen arvoon liittyy nähdäksemme jonkin verran kysymysmerkkejä heikon näkyvyyden myötä.

Hahmotelma kuitenkin osoittaa, että näemme jo nykyennusteillamme ydinliiketoimintojen käyvän arvon olevan keskimäärin osakekurssia korkeammalla, kun taas muut omaisuuserät tuovat optioarvoa arvostukseen. Mielestämme tämä myös osaltaan nostaa tuotto-odotuksen houkuttelevuutta.

Lähivuosien kokonaistuotto-odotus

Olemme tarkastelleet sijoittajan lähivuosien tuotto-odotusta myös yksinkertaistaen hyväksyttävän arvostuksen ja vuoden 2027 tulosennusteidemme kautta. Mielestämme Enersensen liiketoimintoja voitaisiin vuoden 2027 lopussa arvostaa nykyisillä marginaaliparannusta odottavilla ennusteillamme P/E-kertoimella 11x–13x ja EV/EBIT-kertoimella 9x–11x. Kertoimiin luonnollisesti osaltaan vaikuttaisivat yhtiön senhetkiset tuloskasvunäkymät sekä yleinen osakemarkkinoiden tilanne (ml. korkotaso).

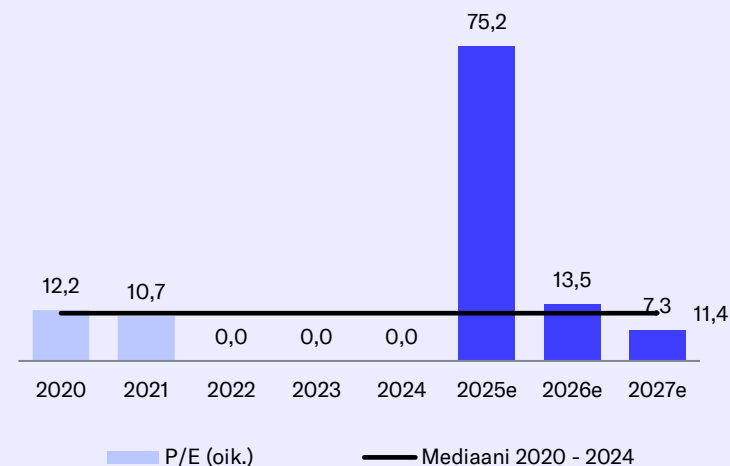
Näillä oletuksilla osaketta voitaisiin hinnoitella vuoden 2027 lopussa arviomme mukaan karkeasti 6,6–8,0 euroon osakkeelta. Nykyisellä 4,00 euron osakekurssilla vuosittainen tuotto-odotus asettuisi keskimäärin peräti 31 %:iin. Sen sijaan tällä aikavälillä emme odota osingosta tulevan vielä tukea tuotto-odotukselle. Vuosituotoksi

muutettuna tämä vastaisi peräti 31 %, mikä ylittää reippaalla marginaalilla käyttämämme 11,6 %:n oman pääoman kustannuksen. Huomautamme kuitenkin, että tuotto-odotusta nostaa EV-pohjainen arvostus (P/E:llä keskimäärin 20-25 %/vuosi), mikä lisää ennusteriskejä muun muassa pääomarakenteen kehityksen osalta (mm. strategian toteutuksen kuluvaikutukset, meriteollisuusyksikön myynnin lopulliset vaikutukset, käyttöpääoman kehitys tulevaisuudessa). Lisäksi tuotto-odotuksen realisoituminen nojaa ennustamamme tuloskasvun toteutumiseen. Nämä taas yhdessä vielä varhaisessa vaiheessa olevan strategian toteutuksen ja tuloskäänteen myötä osaltaan rajoittavat laskelman käytettävyyttä ja tuotto-odotuksen riskikorjattua houkuttelevuutta. Mielestämme laskelma antaa kuitenkin viitteitä osakkeen tuottopotentialista etenkin vielä tätä pidemmällä aikavälillä ennusteidemme toteutuessa.

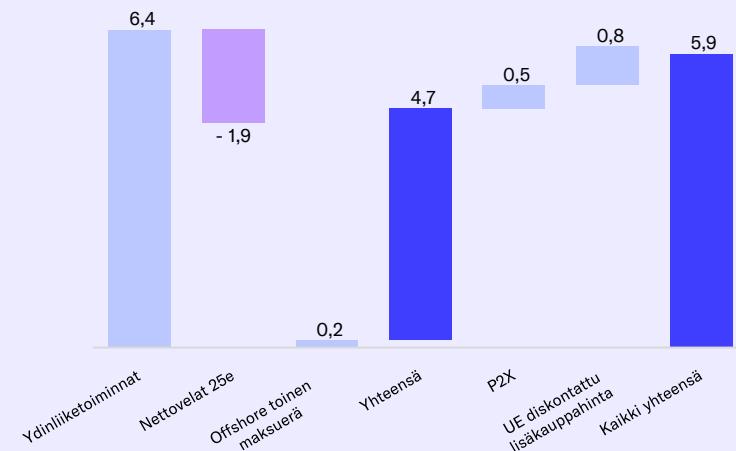
Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Olemme määrittäneet Enersensen arvoa myös kassavirtapohjaisella mallilla (DCF). Liiketoiminnan vielä lyhyehköstä näkyvyydestä (ml. markkinoiden investointisyklit) sekä alkuvaiheessa olevasta strategian toteutuksesta johtuen pidemmän aikavälin ennustaminen on melko vaikeaa, mikä lisää riskejä molempiin suuntiin. DCF-malli on myös herkkä siihen asetetuille parametreille, etenkin terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin mielestämme käyttäneet mallimme terminaalijakson parametreissa riittävän konservatiivisia arvioita, mitä mukaillen näemme mallin tarjoavan tarpeeksi relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin potentiaalin tarkastelulle.

Enersensen P/E (oik.)



Implisiittisen osien summa –laskelman keskikohta (euroa per osake)



Arvonmääritys ja suositus 5/5

Mallimme pohjautuu aiemmin läpikäymiimme ennusteisiin. Terminaalivaiheen kasvu mallissamme on 2,0 % ja liikevoittomarginaalin ennuste 3,0 % (viime vuoden taso). Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC 10,6 % ja CoE 11,6 %) on arviomme mukaan pörssin keskimääräisen tuottovaatimuksen yläpuolella, mikä heijastelee ennustettavuuteen liittyviä riskejä, vielä vahvistusta kaipaavaa rahoitusasemaa (ml. tuleva uudelleenrahoitus) sekä historiallisten haasteiden kolhimaa sijoittajaluottamusta. Toisaalta nykyjohdolla ei ole mielestämme painolastia tämän osalta kannettavana ja luottamuksemme strategiaan toimenpiteisiin on hyvällä tasolla. Siten näemmekin tuottovaatimuksessa asteittaista laskuvaraa tuloskäänteen vahvistuessa ja suotuisan uudelleenrahoituksen kautta.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 5,4 euroa osakkeelta ja terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on mielestämme maltillinen (43 %). Malli ei myöskään sisällä oletuksia kehitysportfolioon lisäkauppahintojen realisoitumisesta. Siten mallimme onkin selvästi nykykurssin yläpuolella ja myös osien summamme indikoiman käyvän arvon sisällä. Kokonaisuutena DCF-mallimme tukeekin näkemystämme osakkeen käyvästä arvosta sekä osakkeen nousuvarasta.

Arvostuksen yhteenveto

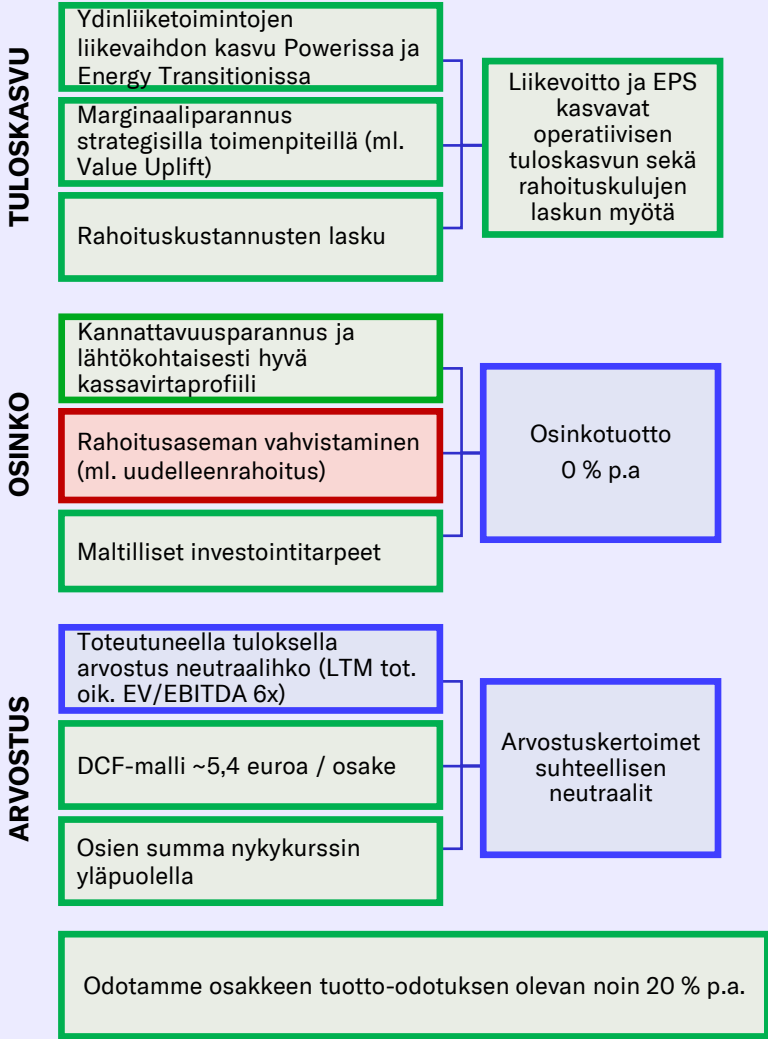
Nostamme Enersensen tavoitehintamme 4,7 euroon (aik. 3,7 €) tekemiämme positiivisia ennustemuutoksia heijastellen, mutta laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) kurssinousun myötä. Olemme edelleen luottavaisia ydinliiketoimintojen tuloskäänteen pitävyyteen lähivuosina Value Uplift -ohjelman tukemana

ja tähän suhteutettuna näemme ensi vuoden EV-pohjaisissa kertoimissa nousuvaraa. Tätä konkretisoi myös se, että tavoitehinnallamme ensi vuoden oikaistut EV-pohjaiset tuloskertoimet olisivat hyväksymiemme kerroinhaarukoiden alarajoilla (EV/EBITDA ~5x, EV/EBIT ~8x). Positiivista suositustamme tukevat myös muut käyttämämme menetelmät. Arvostuksen selkeän tasokorjauksen myötä vahvempi positiivinen näkemys vaatisi mielestämme taakseen vielä selkeämpiä konkreettisia merkkejä tuloskäänteestä sekä tämän tulevasta kulmakertoimesta. Kaikesta huolimatta pidämme osakkeen riskikorjattua tuotto-odotusta edelleen houkuttelevana. Lisäksi sijoittaja saa näkemyksemme mukaan nykyisin optiot P2X-sijoitukseen sekä uusiutuvan hankekehitysportfolioon lisäkauppahintojen tuleviin tuottoihin.

Vastaavasti Enersensen osakkeen käyvän arvon näemme tällä hetkellä olevan 3,7-5,8 euroa osakkeelta, mikä pohjautuu lähivuosien ennusteisiimme, soveltamiimme hyväksyttäviin arvostuskertoimiin, osien summa - laskelmaan sekä kassavirtamalliin ja sen herkkyysslaskelmiin. Keskeisimpinä ajureina käyvälle arvolle pidämme tuloskasvun sekä kassavirran vahvistumista ja vakaantumista sekä rahoitusaseman vahvistumista (ml. suotuisa uudelleenrahoitus), joiden toteutumisen näkisimme myös vaikuttavan laskevasti osakkeen tuottovaatimukseen.

Osaketuoton ajurit 2024-2027e

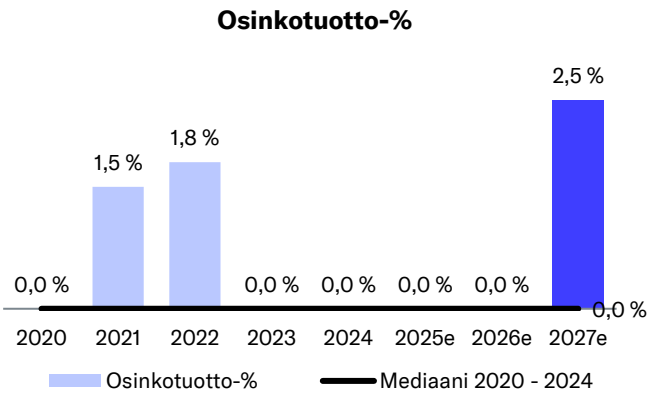
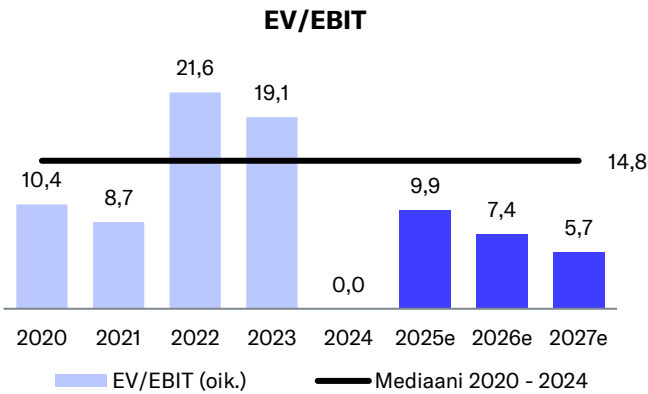
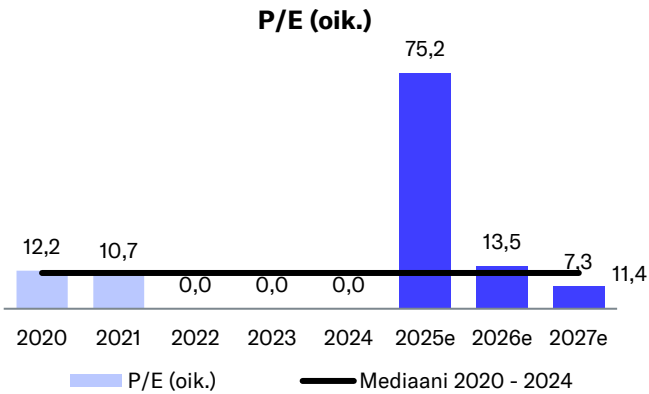
Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,30	6,84	5,69	4,35	2,65	4,00	4,00	4,00	4,00
Osakemäärä, milj. kpl	7,4	13	16	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Markkina-arvo	62	92	94	72	44	66	66	66	66
Yritysarvo (EV)	78	95	106	109	74	97	94	86	76
P/E (oik.)	12,2	10,7	neg.	neg.	neg.	75,2	13,5	7,3	5,7
P/E	25,9	23,1	neg.	neg.	neg.	3,9	31,5	8,0	5,7
P/B	3,9	1,9	1,5	1,4	1,9	1,7	1,6	1,3	1,1
P/S	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	8,0	5,7	8,7	7,4	5,1	5,3	4,4	3,6	2,9
EV/EBIT (oik.)	10,4	8,7	21,6	19,1	neg.	9,9	7,4	5,7	4,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	33,7 %	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,9 %	28,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,5 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	5,0 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Bilfinger SE	3907	3857	13,1	11,2	9,3	8,2	0,7	0,7	19,8	16,6	2,6	3,0	2,8
Bravida Holding	1738	2024	12,9	11,5	9,4	8,7	0,8	0,8	15,0	13,0	4,0	4,2	2,1
Eltel AB	123	279	12,7	8,8	5,3	4,5	0,3	0,3	39,4	12,1			0,8
Instalco	687	1086	17,2	13,0	9,8	8,1	0,9	0,8	15,1	11,4	2,3	2,7	2,1
Netel	23	103	6,8	5,8	4,5	4,1	0,3	0,3	3,1	2,4	7,3	12,6	0,2
Spie SA	7883	10280	14,6	13,3	9,7	9,1	1,0	0,9	17,6	15,3	2,4	2,7	3,5
Transtema Group	45	81	12,1	7,4	4,5	3,5	0,3	0,3	10,3	5,8			0,8
Viafin Service	74	73	12,2	10,5	9,2	8,2	0,8	0,7	15,8	14,5	3,4	3,7	2,6
Vinci SA	69522	96466	10,2	9,8	7,2	6,9	1,3	1,3	13,9	12,2	4,1	4,6	2,1
Enersense (Inderes)	66	97	9,9	7,4	5,3	4,4	0,3	0,3	75,2	13,5	0,0	0,0	1,7
Keskiarvo			12,4	10,1	7,7	6,8	0,7	0,7	16,7	11,5	3,7	4,8	1,9
Mediaani			12,7	10,5	9,2	8,1	0,8	0,7	15,1	12,2	3,4	3,7	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			-22 %	-29 %	-43 %	-45 %	-59 %	-60 %	399 %	10 %	-100 %	-100 %	-19 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

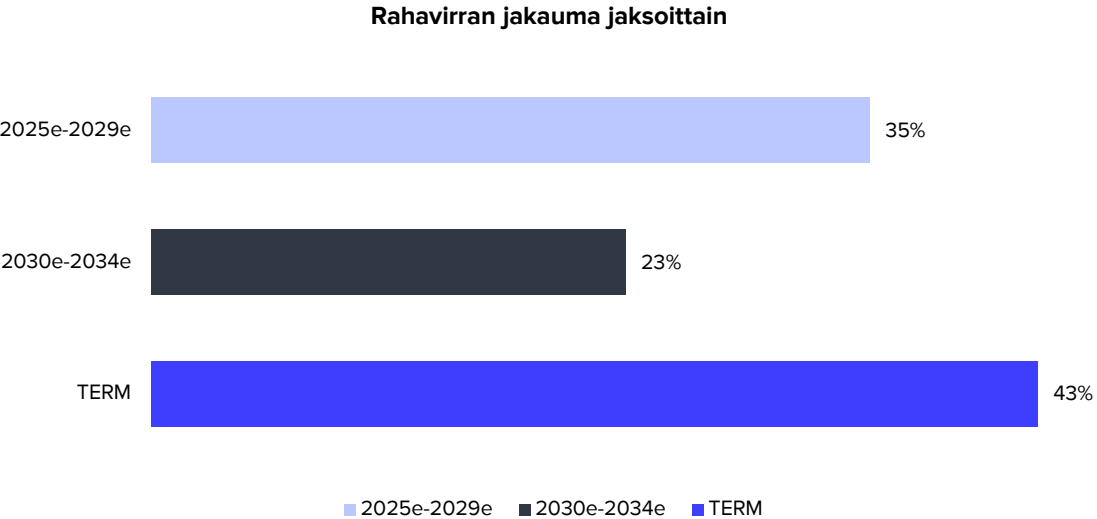
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,9 %	-25,8 %	3,9 %	8,2 %	6,8 %	4,0 %	2,8 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-3,3 %	8,0 %	2,8 %	4,0 %	4,5 %	4,2 %	3,8 %	3,5 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	-14,1	25,3	9,2	14,1	17,2	16,5	15,4	14,5	13,5	12,9	13,2	
+ Kokonaispoistot	28,6	9,2	8,6	8,6	8,7	8,8	9,0	9,0	8,9	8,9	9,0	
- Maksetut verot	-1,7	-0,2	-1,1	-1,9	-2,6	-2,8	-2,7	-2,5	-2,3	-2,2	-2,3	
- verot rahoituskuluista	0,2	-0,1	-1,1	-0,7	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,1	12,6	-2,3	0,0	0,7	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	0,4	0,4	
Operatiivinen kassavirta	14,1	46,8	13,2	20,1	23,4	22,4	21,3	20,6	19,5	19,9	20,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,5	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	4,0	-38,8	-6,1	-8,7	-8,8	-8,9	-9,1	-9,2	-9,3	-9,3	-9,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	20,6	6,5	7,1	11,4	14,6	13,5	12,2	11,4	10,2	10,6	10,8	
+/- Muut	-14,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,7	6,5	7,1	11,4	14,6	13,5	12,2	11,4	10,2	10,6	10,8	
Diskontattu vapaa kassavirta		6,3	6,3	9,1	10,6	8,8	7,2	6,1	4,9	4,6	4,3	50,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		119	113	106	97,2	86,7	77,9	70,6	64,5	59,6	55,0	50,7
Velaton arvo DCF		119										
- Korolliset velat		-50										
+ Rahavarat		19,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		88,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,4										

Pääoman kustannus (WACC)

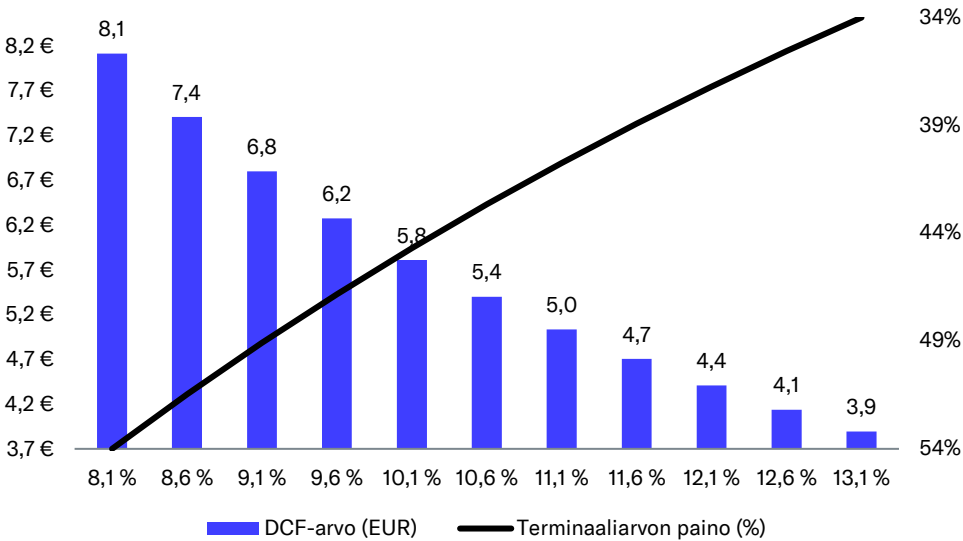
Vero-% (WACC)	18,5 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,0 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,20 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,6 %

Lähde: Inderes

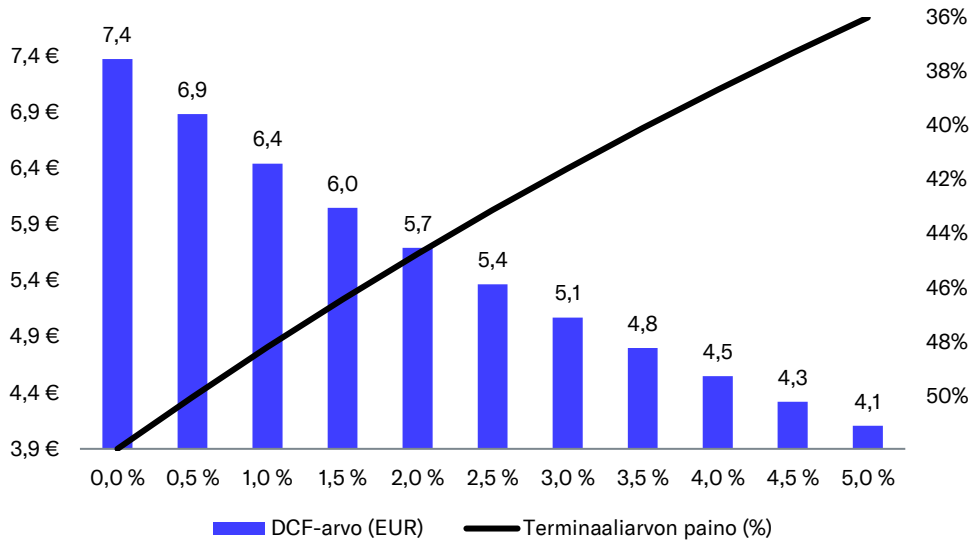


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

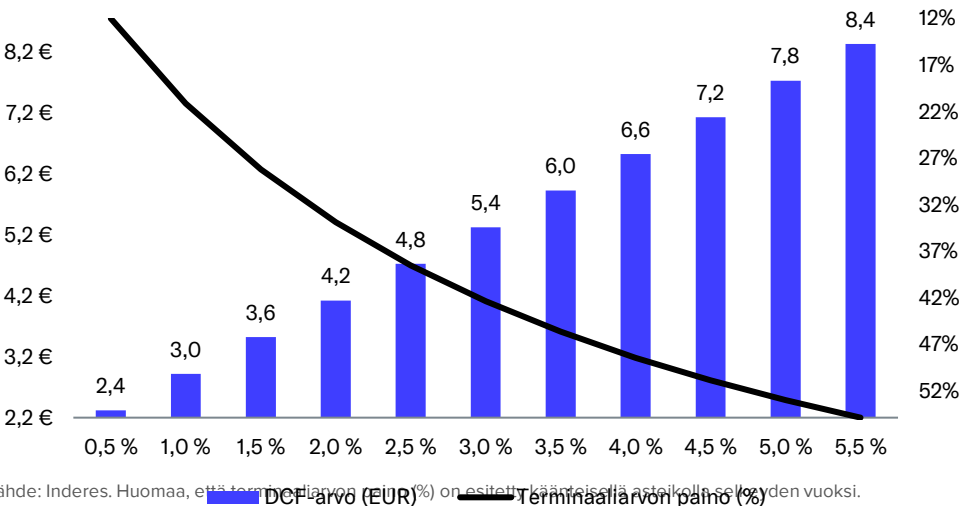
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



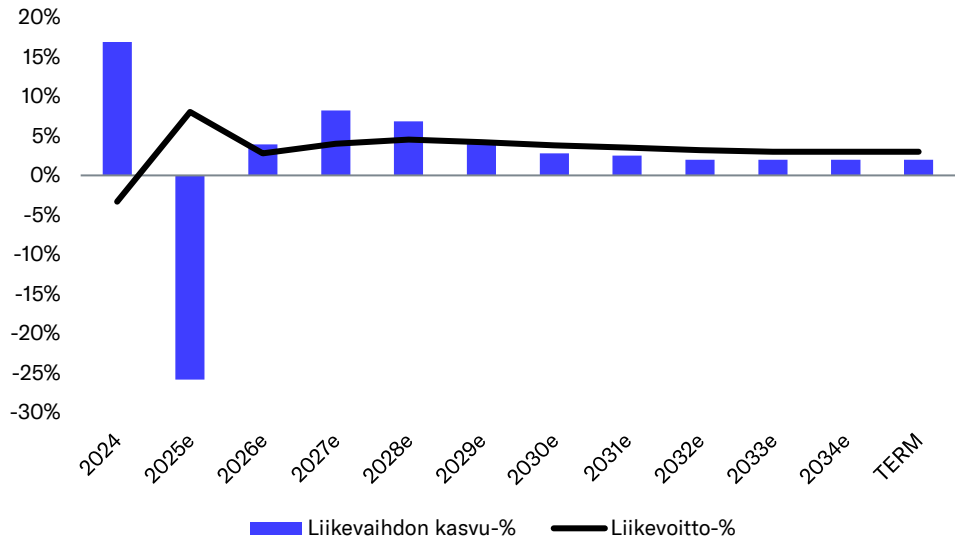
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty lämpötilalla asteikolla sekven-
sien vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	282,0	363,3	424,7	315,1	327,4
Käyttökate	12,2	14,7	14,5	34,5	17,8
Liikevoitto	3,5	5,3	-14,1	25,3	9,2
Voitto ennen veroja	-7,0	-8,5	-28,4	17,2	3,2
Nettovoitto	-9,2	-8,9	-30,2	17,0	2,1
Kertaluontoiset erät	-1,4	-0,4	0,1	15,5	-3,5

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	230,2	213,7	194,5	181,4	184,1
Oma pääoma	62,6	52,1	22,5	39,5	41,6
Liikearvo	27,9	27,8	26,1	26,1	26,1
Nettovelat	11,9	36,6	30,6	31,3	28,3

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	12,2	14,7	14,5	34,5	17,8
Nettokäyttöpääoman muutos	9,9	-13,8	1,1	12,6	-2,3
Operatiivinen kassavirta	22,3	0,7	14,1	46,8	13,2
Investoinnit	-35,7	-5,7	4,0	-38,8	-6,1
Vapaa kassavirta	-7,1	-16,3	5,7	6,5	7,1

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
EV/EBITDA	8,7	7,4	5,1	5,3	4,4
EV/EBIT (oik.)	21,6	19,1	neg.	9,9	7,4
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	75,2	13,5
P/B	1,5	1,4	1,9	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	-0,56	-0,54	-1,83	1,03	0,13
EPS (oikaistu)	-0,47	-0,52	-1,83	0,05	0,30
Operat. Kassavirta / osake	1,35	0,04	0,86	2,84	0,80
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,43	-0,99	0,35	0,39	0,43
Omapääoma / osake	3,77	3,15	1,36	2,39	2,52
Osinko / osake	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	18 %	29 %	17 %	-26 %	4 %
Käyttökateen kasvu-%	-27 %	20 %	-1 %	138 %	-48 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-55 %	15 %	-350 %	-169 %	29 %
EPS oik. kasvu-%	-173 %	10 %	255 %	-103 %	457 %
Käyttökate-%	4,3 %	4,0 %	3,4 %	11,0 %	5,4 %
Oik. Liikevoitto-%	1,7 %	1,6 %	-3,3 %	3,1 %	3,9 %
Liikevoitto-%	1,2 %	1,4 %	-3,3 %	8,0 %	2,8 %
ROE-%	-16,6 %	-15,6 %	-81,1 %	55,0 %	5,2 %
ROI-%	3,6 %	4,9 %	-16,3 %	31,1 %	10,3 %
Omavaraisuusaste	28,8 %	26,0 %	12,7 %	24,3 %	25,2 %
Nettovelkaantumisaste	19,0 %	70,2 %	136,2 %	79,3 %	68,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16.3.2021	Lisää	9,00 €	8,50 €
5.5.2021	Lisää	10,50 €	9,60 €
17.5.2021	Osta	10,50 €	8,94 €
16.8.2021	Osta	12,00 €	10,15 €
23.9.2021	Lisää	11,00 €	9,56 €
3.11.2021	Vähennä	8,00 €	7,88 €
21.12.2021	Vähennä	7,00 €	6,54 €
23.12.2021	Lisää	7,00 €	6,36 €
1.3.2022	Vähennä	7,00 €	6,94 €
2.5.2022	Vähennä	7,00 €	7,64 €
28.7.2022	Myy	5,00 €	6,40 €
5.8.2022	Myy	5,00 €	6,20 €

Analytikko vaihtuu

13.10.2022	Vähennä	6,00 €	6,00 €
31.10.2022	Vähennä	6,00 €	6,12 €
19.1.2023	Vähennä	6,00 €	6,26 €
24.1.2023	Vähennä	6,00 €	6,74 €
28.2.2023	Vähennä	6,00 €	6,09 €
9.5.2023	Lisää	6,00 €	5,32 €
4.8.2023	Vähennä	6,00 €	6,10 €
30.10.2023	Vähennä	4,70 €	4,47 €
1.3.2024	Vähennä	4,40 €	4,15 €
29.4.2024	Vähennä	4,20 €	3,74 €
6.5.2024	Vähennä	3,10 €	2,96 €
5.8.2024	Lisää	3,40 €	2,92 €
29.10.2024	Lisää	3,40 €	2,95 €
20.12.2024	Lisää	3,60 €	2,90 €
29.1.2025	Lisää	3,20 €	2,80 €
3.3.2025	Vähennä	2,70 €	2,43 €
23.4.2025	Lisää	2,40 €	2,01 €
29.4.2025	Osta	2,80 €	2,15 €
8.8.2025	Osta	3,50 €	2,64 €
13.8.2025	Osta	3,70 €	2,84 €
13.10.2025	Lisää	4,70 €	4,00 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**