

EEZY

28.04.2026 21.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Asetamme panokset tuloskäänteen puolesta

Eezy on työelämän palveluita valtakunnallisesti tarjoava yhtiö. Yhtiön tuloskehitys on kärsinyt viime vuosina etenkin selvästi laskeneesta kysynnästä, mikä heijastelee eritoten heikkoa talouskehitystä. Odotamme kysynnän piristyvän talouden kääntyessä kasvuun, mutta käänteen osalta riskejä liittyy sen ajoitukseen ja voimakkuuteen. Heikon tulostason takia lyhyen tähtäimen arvostus ei ole houkutteleva, kun taas kohtuullisella tuloskäänteellä arvostus painuu hyvin matalaksi lähivuosina. Pidemmän tähtäimen huomattavaa arvonnousupotentiaalia heijastellen nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä), mutta ennustelaskujen myötä laskemme tavoitehintamme 0,13 euroon (aik. 0,19 euroa).

Laaja kattaus henkilöstöpalveluita valtakunnallisesti

Eezy on liikevaihdolla mitattuna Suomen toiseksi suurin henkilöstöpalveluyhtiö, jonka tulovirrat muodostuvat sen itse sekä franchise-yrittäjien harjoittamasta henkilöstövuokrauksesta, erilaisista henkilöstöalan asiantuntijapalveluista ja kevytyrittäjäpalveluista. Henkilöstöpalvelut liiketoiminta-alue, jonka alle kuuluu yhtiön oma henkilöstövuokraustoiminta ja franchise-mallilla toimivien yrittäjien henkilöstövuokraustoiminta muodosti konsernin liikevaihdosta 83 % vuonna 2025. Yhtiön kohdemarkkina on laajan maantieteellisen peiton ja toimialahajautuksen ansiosta koko Suomen pirstalainen henkilöstöpalvelumarkkina, jonka koko vuonna 2023 oli noin 3,3 miljardia. Markkina on kasvanut historiallisesti selvästi yleistä talouskasvua nopeammin, kun henkilöstövuokraus on yleistynyt lukuisilla aloilla. Toimialalle on myös ominaista sen reagoiminen vivulla yleiseen talouskasvuvauhtiin molempiin suuntiin, joten toimiala on luonteeltaan varsin syklinen.

Odotamme tuloskäännettä, kunhan talous virkoo

Viime vuodet ovat olleet Eezyllä haastavia, kun etenkin heikon taloussuhdanteen vuoksi henkilöstöpalveluiden kysyntä on

laskenut selvästi. Näitä tekijöitä heijastellen yhtiön viime vuosien tulostaso on ollut surkea, ja Eezy on joutunut tehostamaan toimintaansa merkittävästi kulusopeutusten kautta. Arviomme mukaan yhtiön kannattavuuspotentiaali on viime vuosien tasoa korkeammalla, mutta tämän potentiaalain ulosmittaaminen edellyttää liikevaihdon käännettä kasvuun. Kasvua vauhdittaa ennen pitkää kääntyvä taloussuhdanne, mutta sen ajoitukseen ja voimakkuuteen liittyy tuntuvaa epävarmuutta. Ennusteissamme odotamme talouskasvun siivittävän yhtiön liikevaihdon kasvuun vuonna 2027. Liikevaihdon kasvun, tehtyjen tehostustoimien ja tehokkuuden nousun siivittämänä odotamme yhtiöltä tuntuvaa tuloskäännettä viime vuoden matalalta tasolta. Tämän odotamme myös taittavan yhtiön tällä hetkellä varsin korkealla (2026e nettovelka/käyttökate 3,9x) olevan velkaantuneisuuden ja siten myös osakkeen riskitason laskuun.

Tasapainoilua lyhyen ja pitkän aikavälin välillä

Kuluvan vuoden heikolla tuloksella osakkeen tulos pohjainen arvostus on korkea. Vuoden 2027e kertoimet eivät myöskään painu perusteettoman matalaksi ennustetusta tuloskäänteestä huolimatta (P/E-kerroin 7x ja EV/EBITDA-kerroin 5x). Samaan aikaan vuoden 2028 ennusteilla osakkeen arvostus painuu jo hyvin matalaksi (P/E- ja EV/EBITDA-kerroin 4x). Osakkeessa on korkean velkatason vuoksi hyvin voimakas vipu ja pienetkin tulosennusteiden muutokset muuttavat arvostuskuvaa nopeasti. Yhtiö on tehostanut toimintaansa huomattavasti ja uskomme tuloskäänteeseen, kunhan kysyntä piristyy. Iranin sodan heijastevaikutuksien vuoksi suhdannekäänteen arvioiminen on hankalaa, mutta tuore rahoitus toisaalta antaa lisää aikaa käänteen odottamiseen. Siten tukeudumme osakkeen huomattavaan keskipitkän aikavälin arvonnousupotentiaaliin, vaikkakin lyhyen tähtäimen riskitaso ja siten tuottovaade ovatkin nyt keskimääräistä korkeammalla.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

0,13 EUR

(aik. 0,19 EUR)

Osakekurssi:

0,11 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	139	140	147	152
kasvu-%	-20 %	0 %	5 %	3 %
EBIT oik.	0,2	2,8	5,4	6,7
EBIT-% oik.	0,1 %	2,0 %	3,7 %	4,4 %
Nettotulos	-2,3	-0,5	2,0	3,3
EPS (oik.)	-0,09	0,00	0,02	0,03

P/E (oik.)	neg.	neg.	7,1	4,2
P/B	0,2	0,1	0,1	0,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	19,6	9,8	7,2
EV/EBITDA	7,2	5,2	4,5	3,8
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4	0,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

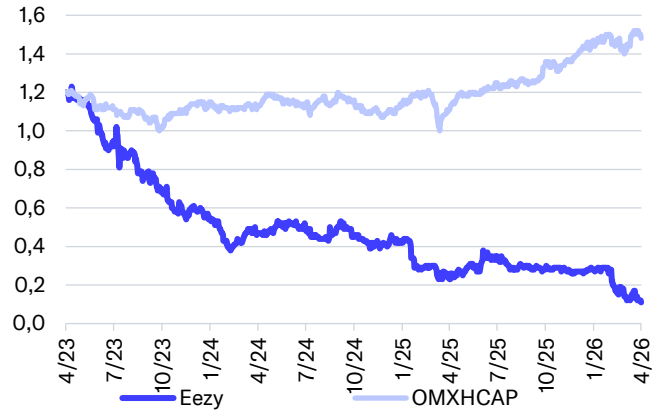
(Ennallaan)

Eezy ei anna ohjeistusta vuodelle 2026

Sisällysluettelo

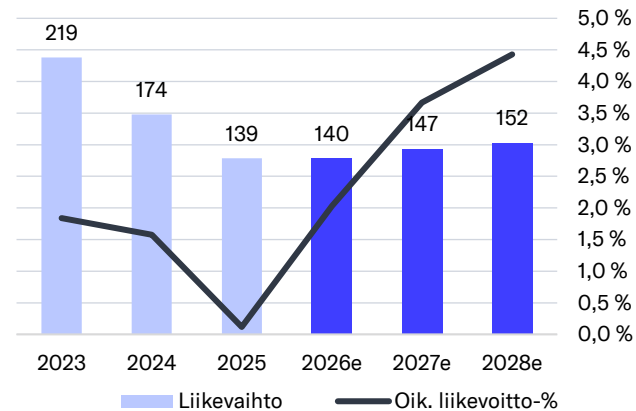
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	9-10
Markkina ja kilpailukenttä	11-16
Taloudellinen tilanne	17-18
Ennusteet	19-23
Sijoitusprofiili	24-25
Arvonmääritys	26-27
Taulukot	28-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Osakekurssi



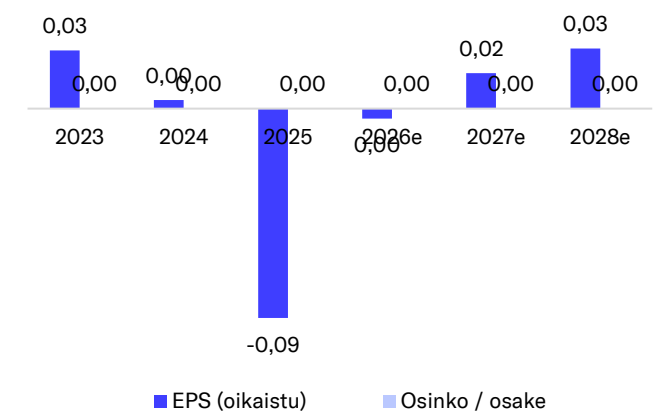
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Talouden kehitys vaikuttaa vivulla toimialaan
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja katteiden laskuun liittyvät keskipitkän ja pitkän aikavälin riskit
- Toimialalla ei ole tunnistettavia kilpailuedun lähteitä
- Korkea velkaantuneisuus pitää rahoitusasemaan liittyvät riskit koholla

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	0,11	0,11	0,11
Osakemäärä, milj. kpl	125,2	125,2	125,2
Markkina-arvo	14	14	14
Yritysarvo (EV)	56	53	48
P/E (oik.)	neg.	7,1	4,2
P/E	neg.	7,1	4,2
P/B	0,1	0,1	0,1
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	5,2	4,5	3,8
EV/EBIT (oik.)	19,6	9,8	7,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Eezy lyhyesti

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

139 MEUR (- 19,9 %)

Liikevaihto 2025 (liikevaihdon kasvu-%)

234 MEUR (- 9 %)

Ketjuliikevaihto 2025 (Ketjuliikevaihdon kasvu-%)

9 MEUR (6,5 %)

Käyttökate 2025 (Käyttökate-%)

83 % / 17 %

Henkilöstöpalvelut/Asiantuntijapalvelut, % liikevaihdosta

2015-2018

Voimakasta kasvua markkinakasvun tukemana

Pääomasijoittaja Sentica tuli merkittäväksi omistajaksi vuonna 2017 ja yhtiö listautui pörssiin vuonna 2018

2019

Pieniä täydentäviä yritysostoja

Suuri fuusio Smilen kanssa, mittava integraatiotyö alkaa

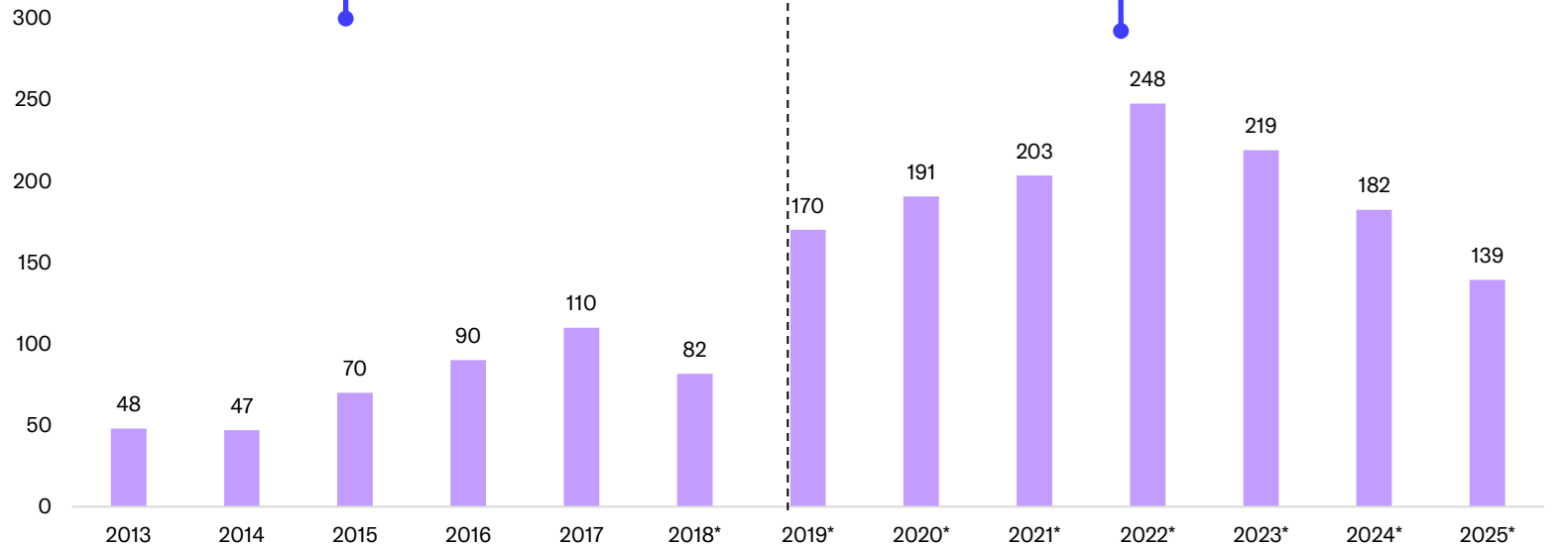
Brändiportfolion yhtenäistäminen, nimenmuutos Eezyksi (aik. VMP)

2020-2025

Epäorgaaninen kasvu tukee liikevaihdon kasvua, kun taas markkinan lasku supistaa liikevaihtoa

Useita tehostusohjelmia, joilla pyritään paikkaamaan liikevaihdon laskua

Yritysostot ja vaisu tuloskehitys heikentävät rahoitusasemaa



■ Liikevaihto

* 2018-2025 luvut IFRS-lukuja ja siten ne eivät ole täysin vertailukelpoisia aiempien vuosien FAS-lukuihin

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Työelämäyhtiö Eezy

Eezy on työelämän palveluita valtakunnallisesti tarjoava yhtiö. Sen palveluvalikoimaan kuuluvat henkilöstövuokraus, työllisyyspalvelut, konsultointi- ja valmennuspalvelut, henkilöstötutkimukset, suorahaut, kevytyrittäjyyspalvelut sekä muutosturva- ja uudelleensijoituspalvelut. Yhtiön tulovirrat muodostuvat kahdesta raportoitavasta palvelualueesta, joista Henkilöstöpalvelut sisältää sekä oman henkilöstövuokraustoiminnan että franchise-ketjun yrittäjien maksamat franchise-tuotot. Asiantuntijapalvelut muodostuvat yhtiöasiakkaille tarjottavasta laajasta palvelutarjonnasta sekä Kevytyrittäjäpalveluista. Eezyn liikevaihto oli 139 MEUR vuonna 2025 ja sen käyttökate oli 9 MEUR vastaten 6,5 %:n käyttökatemarginaalia.

Henkilöstöpalvelut on selvästi suurempi

Liikevaihdoltaan suurempi palveluala on Henkilöstöpalvelut, joka 116 MEUR:n liikevaihdolla mitattuna vastasi 83 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2025 (2024: 145,5 MEUR). Henkilöstöpalvelut kattavat sekä yhtiön oman henkilöstövuokraustoiminnan että Eezyn brändillä operoivien franchiseyrittäjien maksamat franchise-tuotot. Nämä maksut ovat tyypillisesti tietty osuus (%) ketjuyrittäjän operoiman toimipisteen liikevaihdosta tai myyntikatteesta. Franchise-tuotot olivat vuonna 2025 6 MEUR, joten tulovirtojen näkökulmasta Eezyn oma henkilöstövuokraustoiminta on selvästi suurin. Huomioitavaa on, että vuoden 2025 aikana yhtiö siirsi muutamia sen aiemmin itse hallinnoimia toimipisteitä yrittäjien operoimiksi toimipisteiksi ja näin osaksi franchise-ketjua. Siten eri tuottolähteiden historialliset luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia ja konsernitason kehityksestä parempi mittatikka on ketjuliikevaihto. Ketjuliikevaihto oli

234 MEUR vuonna 2025 (2024: 257 MEUR).

Henkilöstövuokraus palvelee asiakkaita laajalla säteellä maantieteellisesti sekä kattavasti eri aloilla Suomessa.

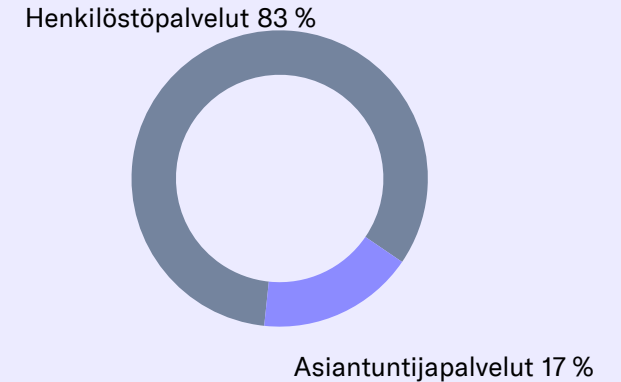
Eezy julkisti vuoden 2024 pääomamarkkinapäivässä sen Henkilöstöpalveluiden liikevaihdon jakauman toimialoitain vuodelta 2023, mutta tuoreita lukuja ei ole saatavilla. Tällöin suurimmat asiakasalat olivat Teollisuus ja logistiikka, Horeca ja Rakentaminen, jotka muodostivat karkeasti 2/3 liikevaihdosta. Arviomme mukaan tämän jälkeen eritoten teollisuuden ja rakentamisen alojen kysyntä on laskenut, joten nykyhetken asiakasjakauman suhteelliset osuudet ovat muuttuneet jonkin verran. Nämä asiakasalat ovat historiassa olleet kuitenkin myös koko markkinan tasolla suurimpien joukossa, sillä erotuksella että Eezy ei ole merkittävä toimija suurella toimisto- ja hallintoalalla. Tätä taustaa vasten uskomme näiden asiakasalojen olevan myös yli ajan tarkastelussa yhtiön liikevaihdossa merkittävimmät alat, vaikka tällä hetkellä etenkin rakentaminen on selvästi supistunut tavanomaisesta tasosta.

Asiantuntijapalvelut

Asiantuntijapalveluiden liikevaihto vuonna 2025 oli 24 MEUR eli ne toivat 17 % konsernin liikevaihdosta (2024: 29 MEUR). Asiantuntijapalveluiden palvelutarjontaan kuuluvat muun muassa rekrytointi- ja työllisyyspalvelut, johtamisen valmennus- ja konsultointipalvelut, henkilöstötutkimukset ja opiskelijoiden valmennuskurssit. Eezy on kasvattanut Asiantuntijapalveluiden kokoa kuluvalle vuosikymmenellä tuntuvasti useiden pienien yritysostojen avulla.

Asiantuntijapalveluiden alla toimivat myös Eezyn tarjoamat kevytyrittäjyyspalvelut. Kevytyrittäjäpalvelut mahdollistavat työntekijälle yrittäjänä toimimisen ilman yrityksen operointiin perustuvia hallinnollisia palveluita, sillä käyttäjä

Liikevaihdon jakauma 2025



Suurimmat asiakasalat



Teollisuus ja logistiikka



Horeca



Rakentaminen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

voi laskuttaa tekemästään työstä Eezyn palvelua hyödyntäen. Palvelumaksua vastaan Eezy hoitaa laskutuksen lisäksi kevytyrittäjän lakisääteiset velvoitteet (mm. sivukulujen maksu ja vakuutukset).

Kannattavuustasot vaihtelevat palvelualueittain

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

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

Tulovirrat eivät ole jatkuvia, mutta toistuvuutta on

Eezyn tulovirrat eivät pääsääntöisesti ole jatkuvia, sillä asiakassopimusten kestoja ohjaa asiakkaiden vaihteleva tarve palveluille. Henkilöstövuokrauksesta on kuitenkin tullut yleinen tapa useilla aloilla, kuten esimerkiksi ravintola-alalla, minkä takia merkittävä määrä ravintoloiden työvoimasta tulee jatkuvasti henkilöstövuokrausyhtiöistä.

Lisäksi yhtiö solmii tiettyjen asiakkaiden kanssa muutaman vuoden pituisia puitesopimuksia, jotka tuovat jatkuvuutta, vaikka ne eivät takaakaan sopimus pohjaisesti jatkuvaa liikevaihtoa.

Liiketoimintamalli sitoo vähän pääomaa

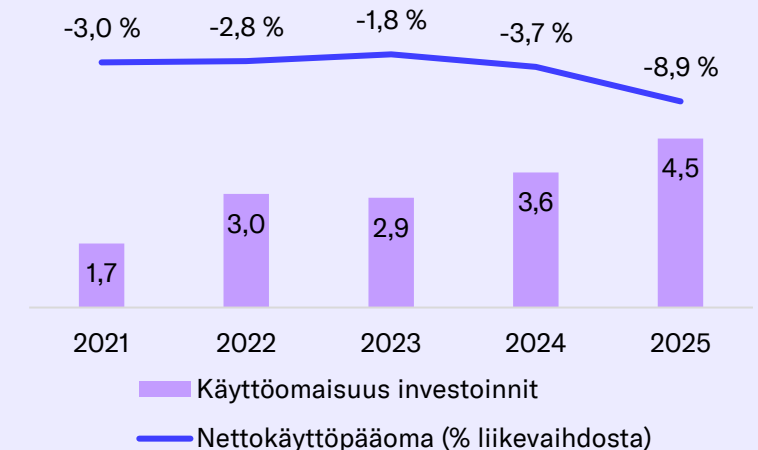
Eezyn liiketoimintamalli ei sido olennaisesti pääomaa, sillä henkilöstövuokraukselle tyypillistä lievää käyttöpääoman sitoutumista tasaa muun muassa Kevytyrittäjäpalveluiden rahavirtojen ajoitus. Eezy on myös onnistunut painamaan käyttöpääoman tason viime vuosina aiempaa enemmän negatiiviseksi tehostamalla sen hallintaa (ml. saamisten kotiuttaminen). Täten Eezyn operatiivinen rahavirta on noussut jopa operatiivista tulosta suuremmaksi. Ajan yli tarkastelussa uskomme näiden kehittyvän suhteellisen yhteneväisesti.

Liiketoimintamallin investointitarpeet aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen ovat maltilliset ja pääasialliset käyttöomaisuusinvestointitarpeet muodostuvat hallinnon, kuten erilaisten IT-järjestelmien tarpeista. Viimeisen viiden vuoden aikana Eezyn investoinnit aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen ovat olleet 1,7-4,5 MEUR. Arviomme mukaan viimeisen kahden vuoden investointeja on kohottanut investointi omaan toiminnanohjausjärjestelmään, jonka käyttöönottoa työstettiin erityisesti vuonna 2025. Tämän seurauksena investoinnit arviomme mukaan laskevat jatkossa hieman viime vuosien tasolta. Vapaata rahavirtaa ovat syöneet myös vuokratvelvoitteiden maksut (IFRS 16), jotka ovat olleet 2,3-2,5 MEUR vuosina 2024-2025 ja heijastelevat laajaa valtakunnallista toimipisteiden peittoa, sillä Eezy toimii 37 paikkakunnalla Suomessa.

Maantieteellinen peitto

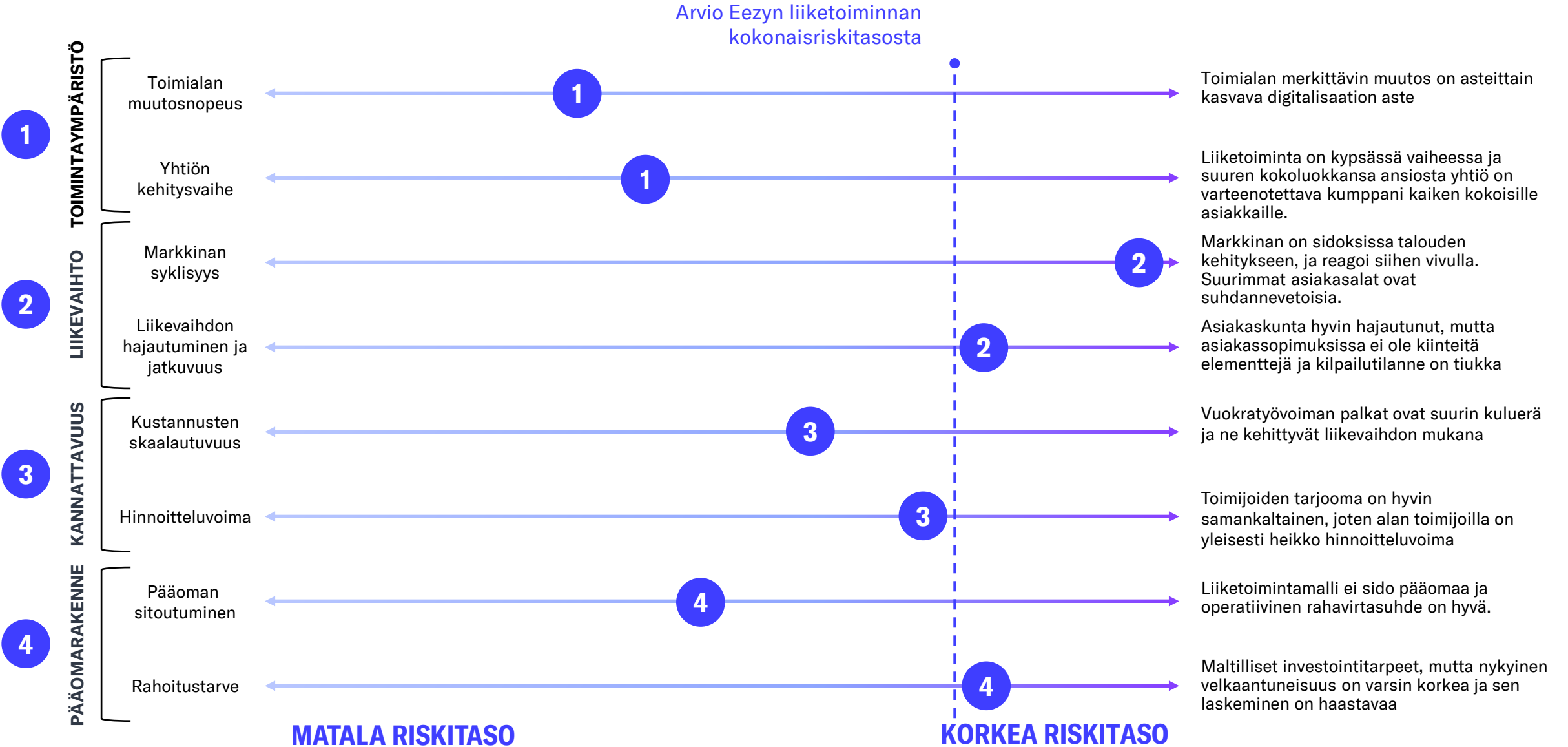


Pääomavaltaisuus



Lähde: Eezy ja Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia vuosille 2026-2028

Eezy päivitti strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa loppuvuodesta 2025. Vuosille 2026-2028 ajoittuvalla strategiakaudella yhtiö tavoittelee kannattavaa kasvua keskittymällä pääliiketoimintaansa henkilöstövuokraukseen ja rekrytointipalveluihin sekä näitä tukeviin liiketoimintoihin. Kasvun lähteiksi yhtiö nosti kolme kokonaisuutta:

Kasvua ydinosaamisalueilta henkilöstövuokrauksessa

Uudet palvelu- ja hinnoittelumallit henkilöstövuokrauksessa

Yrittäjäverkoston ja -konseptin edelleen kehittäminen

Näiden lisäksi yhtiö tavoittelee kannattavaa kasvua hyödyntämällä räätälöityä tekoälyavusteista toiminnanohjausjärjestelmäänsä, tarjoamalla kansainvälisen rekrytointin palveluita ja yksinkertaistamalla yhtiörakennetta sekä jatkamalla uuden asiakkuudenhallintajärjestelmän käyttöönottoa.

Viime vuosina Eezy on arviomme mukaan hävinnyt markkinaosuutta henkilöstövuokrauksessa. Tämä on arviomme mukaan seurausta sen liikevaihtorakenteesta eli teollisuuden ja rakentamisen painosta. Arviomme mukaan osansa markkinaosuuden laskuun ovat kuitenkin tuoneet myös kilpailutilanteen muutokset ja tiettyjen (myynti)henkilöiden siirtyminen kilpailijoille. Tätä taustaa, yhtiön valtakunnallista verkostoa ja nykyistä maltillista markkinaosuutta mukaillen pidämme keskittymistä sen suurimpaan liiketoimintaan perusteltuna strategisena valintana. Arviomme mukaan käytännön tasolla tämä keskittyminen tarkoittaa myyntistrategian työstämistä, myynnin johtamisen terävöittämistä, ja systemaattisuuden

lisäämistä myynnin aktiivisuuteen ja sen seurantaan.

Liikevaihtotavoite

Strategiakauden taloudellisina tavoitteina yhtiöllä on liikevaihdon osalta yli 300 MEUR:n ketjuliikevaihto (2025: 234 MEUR) ja yli 200 MEUR:n konserniliikevaihto (2025: 139 MEUR) vuonna 2028.

Ketjuliikevaihdon osalta tavoite tarkoittaa 12 %:n vuotuista kasvua, kun taas konsernitasolla tavoite vastaa 13 %:n kasvua. Tämä ylittää markkinan historiallisen kasvuvauhdin. Lyhyellä aikavälillä markkinan kasvu historiallista vauhtia nopeammin on mahdollista, mutta se on riippuvaista jaksolla nähtävästä kotimaan talouden kasvuvauhdista. Samalla uskomme, että tavoitteen saavuttaminen edellyttää merkittävää markkinaosuuden voittamista, mikä on arviomme mukaan haastavaa alalla, jossa palvelu on homogeeninen. Eezyn suhteellista kilpailukykyä arviomme mukaan vahvistaa sen uusi toiminnanohjausjärjestelmä, mutta yhtiölle ei ole ainakaan vielä kertynyt näyttöjä parantuneesta kilpailukyvästä ja siten markkinaosuusvoitoista järjestelmän käyttöönoton tapahduttua vasta hiljattain viimeisen vuoden aikana. Tätä taustaa vasten pidämme strategiakaudelle asetettuja liikevaihtotavoitteita kunnianhimoisina ja niiden saavuttamista haastavana.

Strategian päivityksen yhteydessä yhtiö kertoi tavoittelevansa kasvua ensisijaisesti orgaanisesti, mutta myös erilaiset yritysjärjestelyt ovat mahdollisia. Arviomme mukaan yritysostot eivät ole ajankohtaisia ennen kuin yhtiön rahoitusasema on vahvistunut. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä uskomme mahdollisten yritysostojen kohdistuvan Asiantuntijapalveluihin, sillä



Strategiakauden kasvun lähteet

- Kasvua ydinosaamisalueilta henkilöstövuokrauksessa
- Uudet palvelu- ja hinnoittelumallit henkilöstövuokrauksessa
- Yrittäjäverkoston ja –konseptin edelleen kehittäminen



Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka

- Yli 330 MEUR ketjuliikevaihto
- Yli 200 MEUR konserniliikevaihto
- Yli 5 % liikevoitto konserniliikevaihdosta
- Osinko 30-50 % tilikauden tuloksesta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

henkilöstövuokrauksessa yhtiöllä on jo laaja maantieteellinen ja toimialahajautus ja markkinaosuuden kasvattaminen konsolidaatiolla on osoittautunut vaikeaksi ja riskiseksi henkilöstövuokrausmarkkinalla.

Kannattavuustavoite on saavutettavissa

Strategiakauden kannattavuustavoite on yli 5 %:n liikevoittomarginaali vuonna 2028. Eezyn edellisen viiden vuoden keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut 2,6 % (0,1 - 5,8 %). Tarkastelujaksolla yhtiön kannattavuutta ovat rasittaneet koronapandemian aikaiset merkittävät sairauspoissaolot ja sen jälkeen yhtiön liikevaihdon merkittävä lasku. Lisäksi on huomioitava, että jaksolla tehdyt tehostustoimet ovat tuoneet ei-toistuvia kuluja, jotka ovat olleet vuositasolla tuntuvia. Siten arviomme mukaan tarkastelujakso ei muodosta konsernin kannattavuuspotentiaalille ja pidemmän tähtäimen keskimääräiselle tasolle erityisen hyvää mittatikkua. Yhtiön viime vuosina toteuttamat sopeutustoimet ovat olleet sekä henkilöstövähennyksiä että tiettyjen hallinnollisten toimien ulkoistuksia. Näiden sekä uuden tehokkaamman toiminnanohjausjärjestelmän tulisikin vahvistaa Eezyn kannattavuuspotentiaalia suhteessa lähihistoriaan. Kaiken kaikkiaan toiminnan kokoluokan supistumisen ja toisaalta tehostustoimien myötä tulevaisuuden kannattavuuspotentiaalin arviointi on haastavaa.

Viime vuosien haastavista markkinaolosuhteista huolimatta, alan myyntikatetasot eivät ole käsityksemme mukaan supistuneet huomattavasti. Siten kiristynyt kilpailutilanne ei mielestämme anna syytä olettaa, että jatkossa alan kannattavuustaso olisi laskenut merkittävästi. Historiassa alalla suuret ja tehokkaat toimijat ovat arviomme mukaan

tehneet karkeasti 5-8 %:n liikevoittomarginaalia. Eezyn myyntikatteen kehitys ja tehdyt tehostustoimet huomioiden pidämmekin yli 5 %:n liikevoittomarginaalia realistisena tavoitteena. Keskeistä kannattavuusparannuksen saavuttamiselle on kuitenkin ylävirvin kehitys, sillä arviomme mukaan liiketoimintamallissa on hyvin vaikea saavuttaa olennaista kannattavuusparannusta silloin kun konsernin liikevaihto laskee. Siten nykymuotoisen Eezyn kannattavuuspotentiaalista saadaan näyttöjä ja todisteita vasta, kun yhtiö onnistuu vähintäänkin vakauttamaan liikevaihdon kehityksen. Tämä edellyttää markkinan lainalaisuudet huomioiden kotimaan talouden käännettä kasvuun. Kaiken kaikkiaan uskomme kuitenkin, että yli 5 %:n kannattavuustavoite on saavutettavissa ja pidämme tavoitetta realistisena.

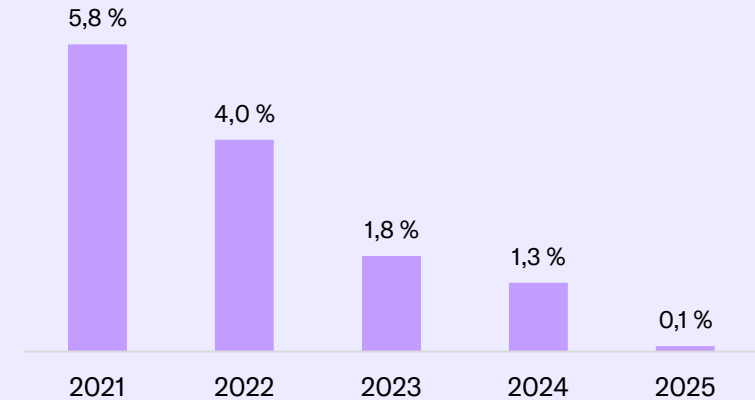
Voitonjakopolitiikka

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

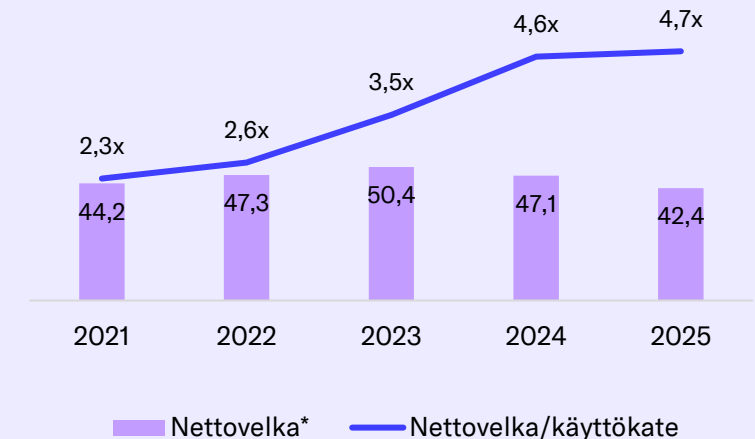
Pääomarakenteen osalta ei ole tavoitteita

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

Liikevoitto-%:n kehitys



Velkaantuneisuuden kehitys



Markkina ja kilpailukenttä 1/6

Eezyn kohdemarkkinat

Eezyn kohdemarkkina muodostuu koko Suomen henkilöstöpalvelumarkkinasta, sillä yhtiöllä on laaja palveluvalikoima ja sen maantieteellinen peitto kattaa käytännössä koko Suomen. Henkilöstöpalvelumarkkina pitää sisällään pääosan kokonaismarkkinasta muodostavan henkilöstövuokrauksen sekä pienemmän osuuden muodostavat Muut palvelut. Eezy on itse arvioinut kohdemarkkinan kooksi yli 3 miljardia, mikä pohjautuu ymmärryksemme mukaan meidänkin tässä markkinakatsauksessa käyttämiin Tilastokeskuksen lukuihin.

Henkilöstöpalvelumarkkina Suomessa

Tilastokeskuksen viimeisimpien tilastojen mukaan työllistämispalveluiden yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2024 noin 3,3 miljardia euroa (2023: 3,5 miljardia).

Henkilöstöalan toimialaliitto (HELAn) julkaisee kuukausitasolla tiedon sen 20 suurimman jäsenen liikevaihdon kehityksestä. 20 suurimman toimijan yhteenlaskettu liikevaihto vuonna 2025 oli noin 1,4 miljardia, joten 20 suurimman osuus kokonaismarkkinasta on lähes puolet, kun oletamme kokonaismarkkinan laskeneen suurimpien toimijoiden liikevaihdon tapaan 8 % vuonna 2025. Suurimpien toimijoiden maltillinen markkinaosuus kuvastaa toimialan pirstaloituneisuutta. Tilastokeskuksen ja HELAn tilastojen pohjalta arvioimme, että markkinatilanteesta riippuen koko henkilöstöpalvelumarkkinasta karkeasti noin 80-85 % muodostuu henkilöstövuokrauksesta ja loput 15 % muista palveluista, kuten rekrytointi- ja koulutuspalveluista.

Tietyissä Tilastokeskuksen toimialakohtaisissa luvuissa on merkittäviä muutoksia vuositasolla ja arvioimme mukaan tilastointitapa on muuttunut matkan varrella jonkin verran. Tämä on arvioimme mukaan heijastunut siihen, että koronapandemian värittämän vuoden 2020 markkinan lasku on varsin pieni suhteessa vuoteen 2019.

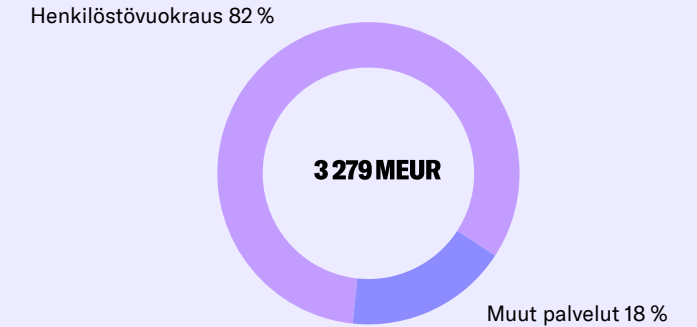
Henkilöstöpalvelumarkkinan toimialajakauma

Arvioimme markkinan toimialajakaumaa HELAn 20 suurimman yhtiön liikevaihdon jakauman pohjalta. Talouden supistumisen seurauksena toimisto/hallintoala on noussut samansuuruiseksi Teollisuuden kanssa ja nämä molemmat vastasivat 21 % koko markkinasta vuonna 2025. Yli syklisen katsottuna arvioimme teollisuuden, toimisto/hallinnon ja rakentamisen muodostavan suurimmat asiakasalat, mutta rakentamisen sakkauksen seurauksena sen suhteellinen osuus on nyt romahtanut historiallista tasoa selvästi matalammaksi.

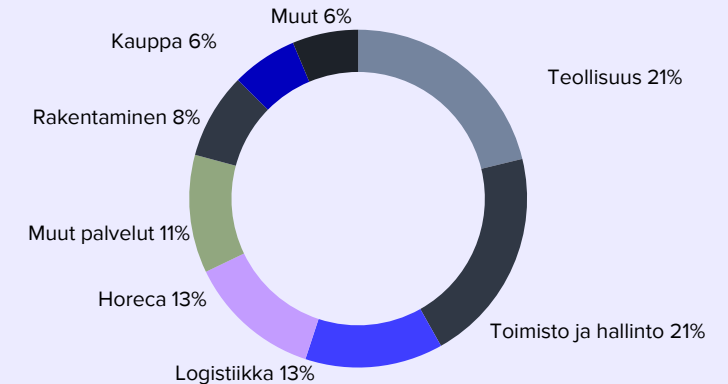
Henkilöstövuokrausmarkkina

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

Henkilöstöpalvelumarkkina, 2024



Toimialajakauma (2025)



Markkina ja kilpailukenttä 2/6

henkilöstön vähentämiseen. Tämä voimistaa asiakasalojen kysynnän muutoksia henkilöstövuokrausalan toimijoiden kysyntään.

Uskomme, että suhdanneriippuvaisen kehityksen lisäksi henkilöstövuokrauksen kasvua ovat ajaneet kuitenkin rakenteelliset trendit, jotka ovat kasvattaneet markkinaa ajan mittaan. Tätä heijastellen kokonaismarkkina on kasvanut vuosina 2010-2024 reilun 6 %:n keskimääräistä vuosivauhtia vuoden 2010 reilun 1,1 miljardin euron arvosta vuoden 2024 noin 2,7 miljardiin samalla, kun BKT:n kasvu on ollut keskimäärin noin 0,8 %:n vuositasolla Maailmanpankin tilastojen perusteella.

Henkilöstövuokraus vuonna 2025

HELAn julkaisemien tilastojen mukaan 20 suurimman toimijan henkilöstövuokrauksen liikevaihto supistui vuonna 2025 7 % suhteessa edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan. Näin edellisen 12 kuukauden ajanjaksolta suurimpien yhteenlaskettu henkilöstövuokrauksen liikevaihto on reilu 1,14 miljardia. Tämä kehitys heijastelee Suomen heikkoa talouskehitystä, mikä taas on supistanut henkilöstövuokrauksen kysyntää useilla toimialoilla. Erityisen kovaa talouden alakulo on osunut rakennussektorille, jossa etenkin uudistuotanto on laskenut merkittävästi. Tämän seurauksena alan kokonaisaktiviteetti on laskenut jopa historiallisen matalalle tasolle, mitä heijastellen myös alan henkilöstövuokrauksen kysyntä on supistunut erittäin voimakkaasti.

Muut henkilöstöpalvelut

HELAn lukujen mukaan henkilöstöpalvelualan 20 suurimman toimijan lisäpalveluiden (mm. koulutus- sekä

uudelleensijoituspalvelut) ja rekrytointipalveluiden yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 248 MEUR vuonna 2025. Arviomme mukaan muiden palveluiden osalta markkina on henkilöstövuokrauksen tapaan pirstaloitunut ja siten 20 suurimman suhteellinen osuus kokonaismarkkinasta on melko maltillinen. Arviotamme tukevat Tilastokeskuksen tilastot, joiden mukaan muiden palveluiden (sis. johtohenkilöiden rekrytointi ja muut henkilöstön hankintapalvelut) yhteenlaskettu kokoluokka oli reilu 570 MEUR vuonna 2024. Eezy itse arvioi pääomamarkkinapäivässään (2024) ulkopuolisen konsulttiyhtiön tekemässä selvityksessä sen Asiantuntijapalveluiden markkinakooksi noin 500 MEUR. Myös Asiantuntijapalvelut ovat arviomme mukaan alttiita suhdannekehitykselle henkilöstövuokrauksen tapaan, mutta työllistymispalvelut ovat jokseenkin vastasyklisiä. Kaiken kaikkiaan Asiantuntijapalveluiden markkinan koko ei arviomme mukaan Eezy:n nykyisellä markkinaosuudella ja laajalla palvelutarjonnalla muodostu kasvua rajoittavaksi tekijäksi.

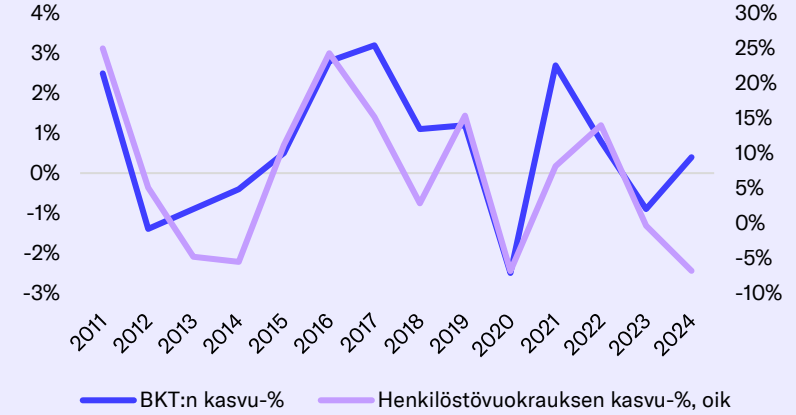
Kevyrittäjäpalveluiden markkina

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

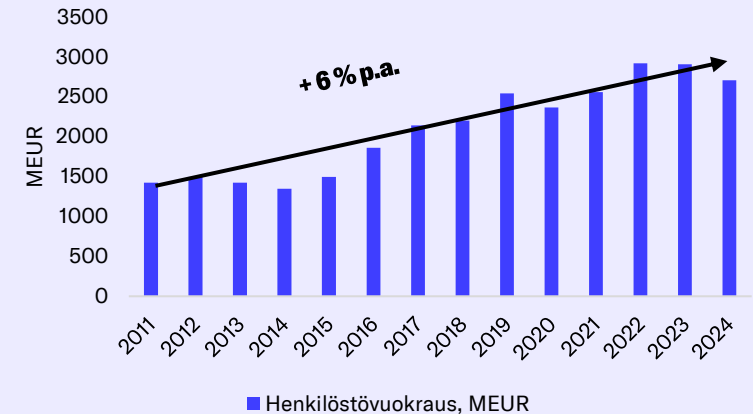
Henkilöstöpalvelumarkkinan kasvun rakenteelliset ajurit

Näkemyksemme mukaan henkilöstöpalvelumarkkinan rakenteellista kasvua ajavia ajureita ovat muun muassa:

Henkilöstövuokrauksen ja BKT:n kehitys



Henkilöstövuokrausmarkkinan kehitys



Markkina ja kilpailukenttä 3/6

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

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

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

Digitalisaatio avaa uusia mahdollisuuksia oman toiminnan mittaamiselle sekä erilaisille henkilöstön koulutuksille. Henkilöstöpalveluyhtiöillä on edellytykset datan keräämiseen, jolloin datan ympärille voidaan luoda palveluita.

Henkilöstövuokrausmarkkinan kasvu

Ulkopuolisen konsulttiyhtiön tekemään markkina-analyysiin perustuen Eezy arvioi pääomamarkkinapäivässään (2024) henkilöstövuokrauksen kasvuksi 2024-2028 noin 8 % vuodessa. Kasvusta 1 %-yksikkö tulisi toimialojen työtuntien kasvun kautta, 2 %-yksikköä hintojen nousun kautta ja jopa 5 % henkilöstövuokrauksen markkinapenetraation kasvun kautta. Ensimmäiset kaksi ovat mielestämme realistisia arvioita. Näkemyksemme mukaan henkilöstövuokrauksen käyttö on jo varsin yleistä useilla aloilla markkinan kasvettua

2000-luvulla merkittävästi. Siten suhtaudumme varauksella esitettyyn markkinapenetraation 5 %-yksikön vaikutukseen kasvuun. Pidämmekin varsin mahdollisena, että keskipitkän ja pitkän aikavälin keskimääräinen kasvuvauhti hidastuu aiemmin esitetystä reilun 6 %:n historiallisesta pitkän aikavälin kasvuvauhdista. Nykyiseltä hyvin matalalta tasolta kasvu voi kuitenkin olla hetkellisesti voimakkaampaa, jos talouskasvu kiihtyy reilusti pitkän aikavälin kasvuvauhtia ripeämmäksi.

Henkilöstöpalveluiden kilpailukenttä

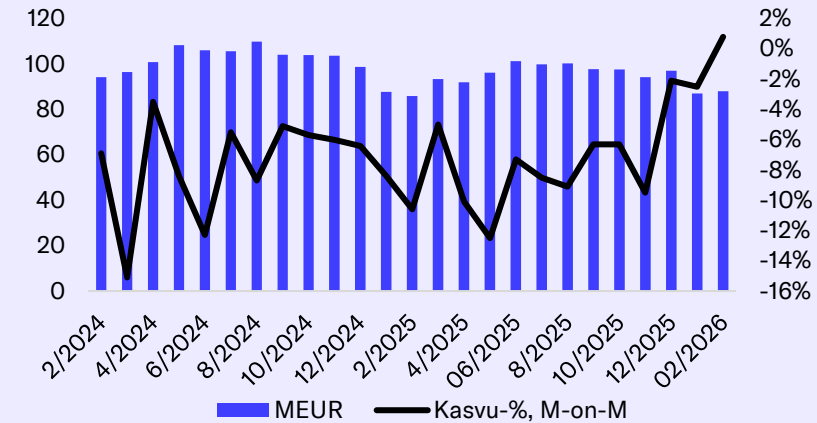
Eezy:n henkilöstöpalveluiden kilpailukenttä voidaan mielestämme jakaa paikallisten toimijoiden kokoluokan mukaan kolmeen kategoriaan: Suuret, keski-suuret ja pienet toimijat. Suurille toimijoille on tavanomaista, että henkilöstövuokrausta harjoitetaan kattavasti lukuisilla asiakastoimialoilla sekä laajalle levittäytyneellä toimipisteverkostolla maanlaajuisesti. Lisäksi tyypillistä on henkilöstövuokrauspalveluiden ohessa kattava muiden henkilöstöpalveluiden tarjoaminen, joiden suuntaan yhtiöiden kasvustrategiat vaikuttavat painottuvan jatkossa aiempaa voimakkaammin.

Toimialan suuret pelurit

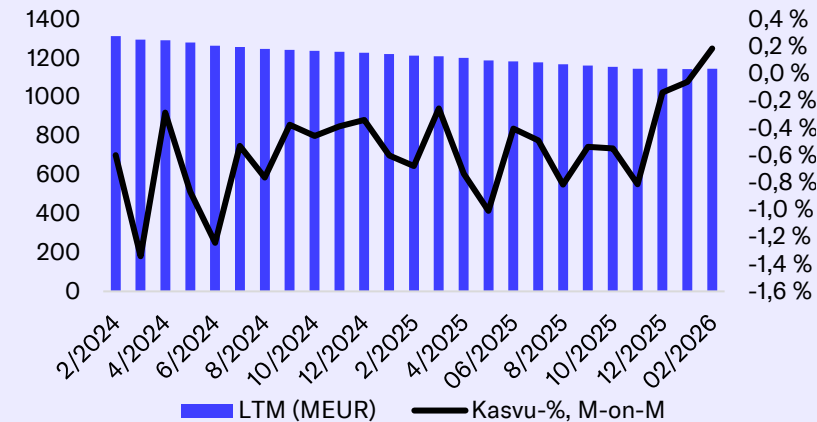
HELAn mukaan alan viisi suurinta toimijaa edellisen 12 kuukauden kumulatiivisen liikevaihdon mukaan ovat Barona, Eezy, Staffpoint, Mehiläinen ja Bolt Works. Viidestä suurimmasta Mehiläinen on vain merkittävä sotealan toimija, mutta muut toimijat ovat Eezyllä relevantteja kilpailijoita käytännössä koko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

Näkemyksemme mukaan alan kilpailu on usein paikallista, mikä tarkoittaa, että tietyllä alueella toimivat yritykset voivat ostaa henkilöstöpalvelualan palveluilta eri suuruisilta yrityksiltä, kunhan ne ovat uskottavia toimijoita.

20 suurimman toimijan henkilöstövuokrauksen liikevaihdon kehitys (MEUR)



20 suurimman toimijan henkilöstövuokrauksen liikevaihdon kehitys (MEUR)



Markkina ja kilpailukenttä 4/6

Tyypillisesti suuret ja etenkin useilla paikkakunnilla toimivat asiakasyritykset tukeutuvat hankinnoissa suurimpiin pelureihin niiden uskottavuuden ja paremman toimituskyvyn ansiosta. Siten nähdäksemme suurimmat toimijat muodostavat Eezyn kilpailukentän ytimen, mutta kilpailutilanteessa voi olla paikkakuntakohtaisia eroja.

Toimijoiden kannattavuuksien vertailusta haastavan tekee erilaiset omistus- ja liiketoimintarakenteet ja Eezyn muista poikkeava IFRS-kirjanpitostandardi. Arviomme mukaan suuntaa antavana peukalosääntönä on voitu historiallisesti pitää 5-10 %:n käyttökatemarginaalia (IFRS) henkilöstövuokrauksessa. Marginaalit ovat kuitenkin olleet viime vuosina paineessa toisaalta ailahtelevan kysynnän kehityksen sekä kustannusinflaation myötä. Arviomme mukaan erilaisissa asiantuntijapalveluissa voidaan ylittää jopa 15-25 %:n käyttökatemarginaaleihin riippuen mm. palvelun skaalasta. Näin ollen yhtiökohtaiset kannattavuudet voivat erota selvästikin erilaisen liikevaihdon jakauman vuoksi. Emme kuitenkaan näe alalla sellaisia kestäviä kilpailuedun lähteitä, jotka mahdollistaisivat muita korkeamman kannattavuuden yli ajan.

Keskisuuret toimivat tyypillisesti rajatumalla alueella

Keskisuurten haastajien joukko on elänyt viime vuosina, kun jotkut toimijat ovat kasvaneet voimakkaasti orgaanisesti ja epäorgaanisesti. Useiden kymmenien miljoonien kokoluokassa on käsityksemme mukaan ainakin sellaisia toimijoita kuin Academic Work, Adecco ja Manpower. Muita keskisuureen joukkoon kuuluvia ovat arviomme mukaan mm. Bondata, Lisäpalvelu ja SOL Henkilöstöpalvelut. Myös keskisuuren joukon toimijat tarjoavat palveluitaan tyypillisesti useilla paikkakunnilla ja asiakasaloilla ja

henkilöstövuokrauksen lisäksi muilla palvelualueilla. Lukumäärältään suurimman joukon muodostavat pienet alle 20 MEUR:n kokoluokassa olevat toimijat, kun vakiintuneita toimijoita alalla on eri arvioiden mukaan satoja.

Konsolidaatio jatkuu, mutta painopiste siirtynee

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

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

Suuria yritys- ja/tai omistusjärjestelyitä toimialalla voidaan odottaa jatkossakin. Tämän taustalla on muun muassa se, että useammalla toimijalla on omistajana pääomasijoittaja, joilla on tyypillisesti jonkinlaiset tavoiteaikataulut omistuksista luopumisille. Tuoreimmassa järjestelyssä (2025) Sponsor Capital myi Staffpointin MB-rahastoille. Vaaka Partners taas on ollut Bolt.Worksin omistaja vuodesta 2022 lähtien ja Nordic Mezzanine on omistanut Baronaa jo pitkän aikaa. Heikko suhdanne ja sitä kautta yhtiöiden heikentynyt taloudellinen

Henkilöstöpalvelumarkkinan suurimpia toimijoita

 barona

- Liikevaihto 402 MEUR vuonna 2024 (443 MEUR vuonna 2023)
- Osa Bravedo konsernia, joka omistaa mm. sote- ja teknologiayhtiöitä, toimintaa Pohjoismaissa



- Liikevaihto 174 MEUR vuonna 2024 (219 MEUR vuonna 2023)
- Poikkeuksellinen franchise-konsepti kasvattaa kokoluokkaa ketjuliikevaihdon ansiosta

 StaffPoint

- Liikevaihto 118 MEUR vuonna 2024 (121 MEUR vuonna 2023)
- Strateginen kumppanuus kansainvälisessä mittakaavassa suuren Randstadin kanssa



- Liikevaihto 96 MEUR vuonna 2024 (92 MEUR vuonna 2023)
- Kasvanut voimakkaasti 2020-luvulla voittamalla markkinaosuutta

Markkina ja kilpailukenttä 5/6

kehitys jarruttanee alan järjestelyjä, joten niiden voidaan arvioida olevan ajankohtaisempia suhdannetilanteen piristyessä. Suurten toimijoiden keskinäinen konsolidaatio ei kuitenkaan arviomme mukaan ole erityisen todennäköistä niiden tarjonnan päällekkäisyyksien, rajallisten synergoiden ja tämänkaltaisiin fuusioihin liittyvien riskien vuoksi. Eezyn suurin omistaja on pääomasijoittaja Sentican rahasto, jonka irtaantuminen omistuksesta lähivuosina on mielestämme todennäköistä, sillä sijoitus tehtiin jo vuonna 2017.

Digitalisaation rooli kasvaa

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

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

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

työvoiman välitysprosessiin.

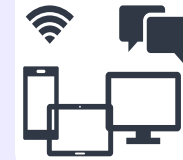
Henkilöstöpalvelualan toimijoiden kolmijako

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

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

Keskimmäiseen kategoriaan eli sekä toimipistevetoiseen että korkeamman digitalisaatioasteen toimijoihin voidaan näkemyksemme mukaan lukea Suomen markkinoilla Bolt.Works. Boltin erottautumistekijä on teknologian tuominen vahvemmin palvelun asiakkaiden käyttöön (front end) itse kehitetyllä mobiilisovelluksella, jonka kautta työvoiman hakija voi ilmoittaa työvoiman tarpeesta ja työnhakija voi etsiä töitä. Merkittävän toiminnanohjausjärjestelmäinvestoinnin myötä myös Eezy kiilaa tähän kategoriaan. Uudella toiminnanohjausjärjestelmällä Eezy automatisoi keskeisiä henkilöstövuokrauksen prosesseja ja tekee työvoiman hankinnasta asiakkaan näkökulmasta monistettavan prosessin. Uusi järjestelmä on nyt laajalti käytössä ja käsityksemme mukaan se nostaa koko henkilöstövuokrauksen liiketoimintaprosessin digitalisaatioastetta ja tarjoaa tavanomaisiin pistemäisempiin ratkaisuihin verrattuna suuria tehokkuushyötyjä, kun työntekijä ja tarjoaja voivat kohdata järjestelmän avulla ilman, että

Toimialan trendejä ja ajureita



Digitalisaatio

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



Suhdanne- ja rakenteelliset tekijät

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



Työelämän murros

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



Konsolidaatio

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

Markkina ja kilpailukenttä 6/6

ihmisen tarvitsee toimia välikätenä. Tämä myös vähentää Eezyn henkilöstötarvetta, ja osin tätä heijastellen yhtiö on supistanut omaa henkilöstömääräänsä.

Tulevaisuuden kehityssuunnat

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

Lisäksi puhtaasti teknologiavetoiseen alustaan siirtymistä on arviomme mukaan hidastanut muun muassa ostajien konservatiivisuus ja tavat, sillä usein henkilöstövuokrauksen asiakkaat ovat tottuneet ostamaan henkilökontaktien kautta. Lisäksi teknologista kehitystä on arviomme mukaan hidastanut kotimaan työmarkkinan sellaiset ominaisuudet, jotka tekevät yhdelle toimialalle kehitetyn teknologisen konseptin monistamisesta haastavaa. Näitä ominaisuuksia on esimerkiksi suuri määrä erilaisia työehtosopimuksia, joiden ansiosta esimerkiksi palkkaus ja ansaintamallit poikkeavat eri aloilla. Arviomme mukaan muun muassa näistä syistä alalle ei ole syntynyt toimialarajat ylittävää teknologiavetoista alustayhtiötä. Eezyn uusi toiminnanohjausjärjestelmä ratkoo näitä haasteita ja arviomme mukaan markkinan pienemmillä toimijoilla voisi olla kysyntää tämänkaltaiselle ratkaisulle. Tämä kuitenkin edellyttäisi Eezyltä onnistunutta muutosta palveluyhtiöstä ainakin osin teknologian tarjoajaksi. Tämä olisi yhtiölle myös strategisesti merkittävä muutos ja toistaiseksi tämänkaltaisesta muutoksesta ei ole konkreettisia avauksia. Arviomme mukaan se edellyttää ainakin vuoden tai kahden ajan teknologian jatkokehittämistä ennen kuin sen kaupallistamista voidaan lähteä aloittamaan.

Kilpailutilanne on tiukka, mutta terve

Henkilöstöpalvelualan kilpailutilanne on matalan alalle tulon kynnyksen ja laajan kilpailijajoukon myötä käsityksemme mukaan tiukka, mutta se on kokonaisuutena näkemyksemme mukaan terve, eikä epäterveestä hintakilpailusta ole viitteitä. Keskeinen pitkän aikavälin riski henkilöstöpalvelualalla on näkemyksemme mukaan riski hintojen laskupaineesta, mitä teknologinen kehitys voisi vauhdittaa. Näin ollen kestävän liiketoiminnan edellytyksenä on alan teknologisen kehityksen vauhdissa pysyminen, mikä taas edellyttää investointeja. Pienillä toimijoilla on harvoin resursseja investointeihin, mikä voi arviomme mukaan pitkässä juoksussa uudelleen kiihdyttää alan konsolidaatiota.

Uusi kilpailija tutulla taustajoukolla

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

Hinta on pääasiallinen kilpailutekijä

Tavanomaisesti henkilöstövuokrauksessa suuremmilla asiakkailla on useita palveluntarjoajia, minkä lisäksi palvelun tarjoajan vaihtamiskustannus on suhteellisen matala. Tätä heijastellen pääasiallinen kilpailutustekijä

henkilöstövuokrauksessa on hinta. Suurissa asiakkuuksissa isojen toimijoiden kilpailuvaltti on kuitenkin niiden suuri kokoluokka, jonka ansiosta asiakkaat voivat luottaa niiden kykyyn toimittaa suurenkin määrän työvoimaa.

Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

Kustannusrakenne muodostuu pääosin henkilöstökuluista

Eezyn kustannusrakennetta dominoivat liiketoimintamallia peilaten henkilöstökustannukset, jotka ovat olleet 80,3-81,9 % suhteessa liikevaihtoon vuosina 2021-2025. Lukema oli matalin vuonna 2025 tehtyjen tehostustoimien saattamana. Toiseksi suurin, mutta selvästi pienempi kustannuserä ovat liiketoiminnan muut kulut, jotka ovat olleet 7,1-8,8 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut muodostuvat tavanomaisista hallinnon eristä, kuten taloushallinnon, IT-järjestelmien ja markkinoinnin kustannuksista. Pienin erä eli materiaalit ja palvelut ovat olleet 3-4,9 % suhteessa liikevaihtoon. Materiaalit ja palvelut sekä liiketoiminnan muiden kulujen suhteellinen osuus on noussut viime vuosina liikevaihdon laskun mukana, vaikka absoluuttisesti yhtiö onkin onnistunut supistamaan niiden tasoa.

Kustannusrakenteen kannalta olennaista on huomata, että henkilöstökuluista leijonanosa muodostuu vuokratyövoiman palkoista, mikä joustaa liikevaihdon mukana. Arviommekin, että kustannusrakenteesta karkeasti noin 70-75 % on muuttuvia kustannuksia. Arviomme mukaan viime vuosina yhtiön kustannusrakenne on ollut hieman liian suuri toteutuneisiin liikevaihtokertymiin nähden, mistä myös mittavat tehostustoimet ovat kielineet. Siten nykyisessä kustannusrakenteessa on arviomme mukaan lievää tehostumisen varaa, mikäli liikevaihto kasvaa, vaikka yleisesti kustannusrakenne ei ole skaalautuva muuttuvien kulujen suuren suhteellisen osuuden vuoksi. Kustannusrakenteen skaalautumispotentiaalia vahvasti vuonna 2024 toteutettu toimintamallin muutos, jossa yhtiö ulkoisti osan sen talous- ja henkilöstöhallinnon toiminnoistaan Accountorille. Edelleen skaalautumispotentiaalia arviomme mukaan lisää vuoden 2025 aikana laajalti henkilöstövuokrauksessa käyttöön otettu

uusi toiminnanohjausjärjestelmä. Uusi järjestelmä on kasvattanut puhtaasti digitaalisen kanavan kautta tapahtuvaa työvoiman kysynnän ja tarpeen (nk. matching) kohtaamista. Tämä vähentää ihmistyön tarvetta ja siten tehostaa toimintaa.

Taseen varoista pääosan muodostaa liikearvo

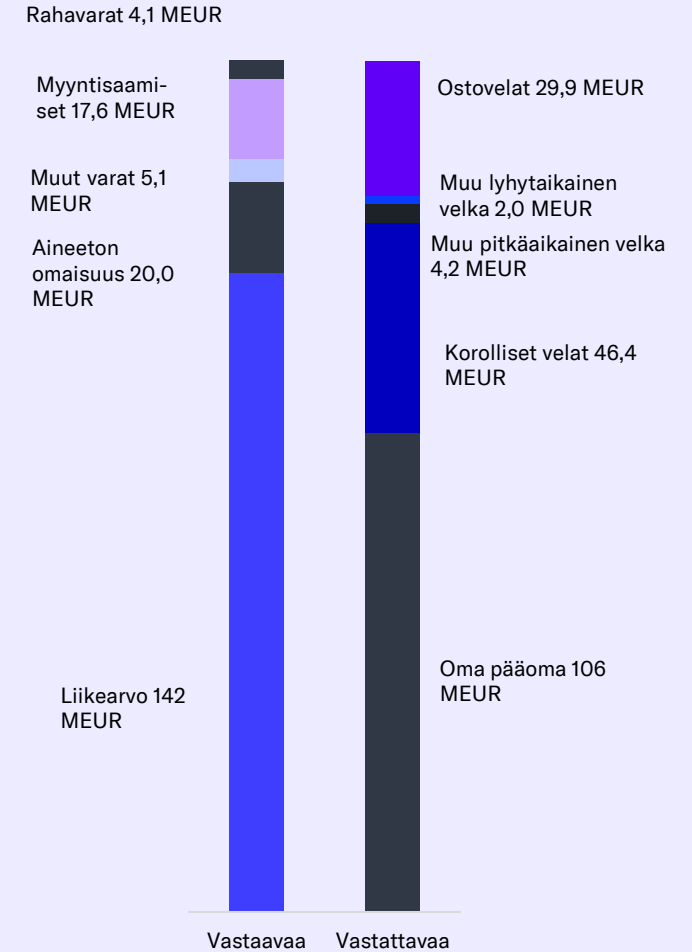
Eezyn taseen loppusumma oli vuoden 2025 lopussa noin 186 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri ja heijastelee tehtyjä yritysostoja, joiden seurauksena taseessa on merkittävästi liikearvoa. Viime vuoden lopun taseen liikearvo (142 MEUR) ja aineettomat hyödykkeet (20 MEUR) muodostivat noin 86 % yhtiön taseen varoista. Liiketoimintamalli ei edellytä olennaisesti aineellista käyttöomaisuutta, joka olikin vain noin 3,4 MEUR. Lyhytaikaiset varat koostuivat pääosin 17,6 MEUR:n myyntisaamisista, kun taas kassavarat olivat 4,1 MEUR.

Velkaantuneisuus on korkea

Eezyn oma pääoma oli vuoden 2025 lopussa 106,1 MEUR sisältäen 2,8 MEUR:n vähemmistöosuuden. Siten yhtiön omavaraisuusaste oli varsin hyvällä 56,3 %:n tasolla.

Korollista lainaa rahoituslaitoksilta yhtiöllä oli 46,4 MEUR, minkä lisäksi sillä oli 3,8 MEUR vuokrasopimusvelkoja (IFRS 16). Siten korollista nettovelkaa yhtiöllä oli 46,2 MEUR (nettovelka ilman IFRS16-standardin vaikutusta oli 42,4 MEUR), joten sen nettovelan ja edellisen 12 kuukauden käyttökateen suhdeluku oli hyvin korkea 5,1x. Tästä huolimatta yhtiö täytti sen rahoittajien asettamat kovenanttiehdot ja arvioi näin myös tapahtuvan seuraavan 12 kuukauden aikana. Tarkkoja kovenanttiehtoja ei ole julkaistu, mutta ne sisältävät ehtoja kvartaalikohtaisesta nettovelka/oik. käyttökate -tunnusluvusta sekä kuukausittaisista vähimmäiskassavaroista.

Taserakenne 2025 (186 MEUR)



Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

Yhtiö kuitenkin toteutti huhtikuussa 2026 10 MEUR:n merkintäoikeusannin, jolla se keräsi 9,1 MEUR:n nettovarot. Näistä arviolta noin 5 MEUR yhtiö käyttää alv-velkojen maksuun (korottomissa veloissa vuoden 2025 lopussa), kun taas loppuosa supistaa sen nettovelkoja. Vuoden 2026 ennusteillamme nettovelka/käyttökate laskeekin 3,8x tasolle, jonka uskomme mahtuvan kovenanttien asettamaan kehykseen.

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

Taseen keskeiset riskit liittyvät mielestämme korkeaan velkaantuneisuuteen, jonka taittaminen edellyttää vahvistuvaa tulostasoa ja sitä kautta kassavirran avulla absoluuttisen velkatason supistamista. Nykyinen heikko suhdanne, yhtiön alhainen liikevaihtotaso ja sen mukana laskenut kassavirta huomioiden tämä onkin mielestämme yksi osakkeen keskeisistä riskeistä lyhyellä tähtäimellä. Uskomme yhtiön kykyyn kääntää velkaantuminen laskusuunnalle, kunhan odotettu suhdannekäänne realisoituu. Tarvetta oman pääoman ehtoiselle rahoitukselle ei kuitenkaan voi poissulkea esimerkiksi tilanteessa, jossa talouskäänne jäisi toteutumatta. Yhtiön velkojen maturiteetit ovat kuitenkin melko kaukana (valtaosa veloista erääntyy vuonna 2028), joten niiden näkökulmasta aikaa taseen vahvistamiselle on tuntuvasti.

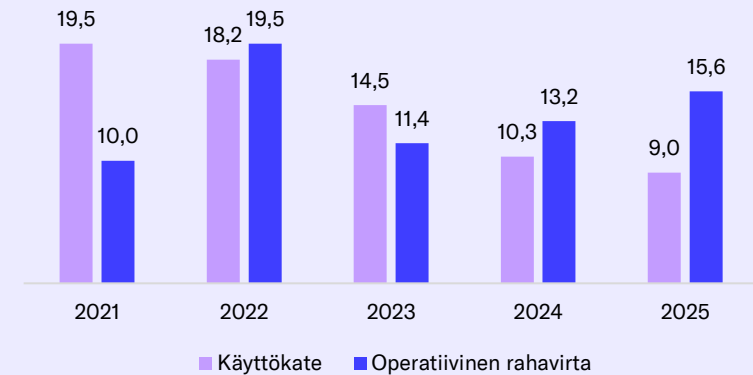
Huomioitavaa velkojen osalta on myös se, että Eezyn kevään

2025 rahoitusneuvotteluissa 10 MEUR velkaa muutettiin senioriehtoisestä lainasta juniorlainaksi, jonka maturiteetti on viisi vuotta. Tästä velasta Varmalla on oikeus vaihtaa enintään 3 MEUR Eezyn osakkeiksi. Vaihto-oikeus koskee 4/2028-4/2030 ajanjaksoa. Tässä järjestelyssä yhden osakkeen merkintähinta vastaa vaihto-ilmoitusta edeltävien kuuden kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettua yhtiön osakkeen keskipurssia (VWAP) vähennettynä 10 prosentilla. Vaihto-oikeuden perusteella Varma ei kuitenkaan voi merkitä enempää kuin miljoona osaketta, vastaten noin neljää prosenttia Eezyn nykyisestä osakemäärästä. Siten velan kautta voi tulla diluutiota, mutta sen suuruus on rajattu.

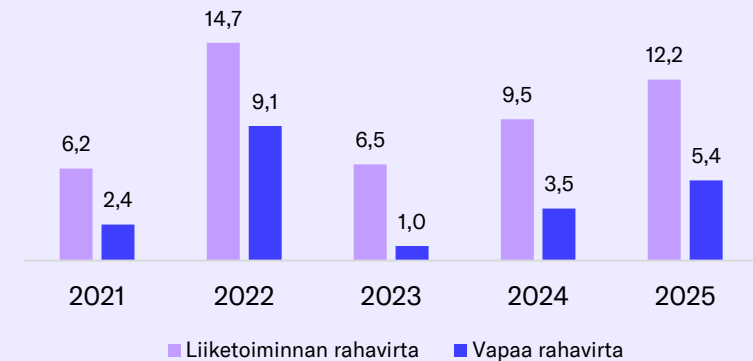
Operatiivinen kassavirta on hyvä, mutta nyt vapaa rahavirta jää laihaksi

Eezyn operatiivinen kassavirta seuraa hyvin sen operatiivista tulosta, ja tämä suhde on vahvistunut viime vuosina, kun yhtiö on saanut painettua sen käyttöpääoman aiempaa enemmän negatiiviseksi. Tätä heijastellen sen käyttökatteen ja operatiivisen rahavirran suhde on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin reilu 1,2x eli yhtiö on tehnyt käyttökatetta enemmän operatiivista rahavirtaa. Historiallisesti yhtiön investoinnit (sis. vuokravelkojen lyhennykset) ovat olleet kohtuulliset suhteessa tulostasoon ja alhaisen korkotason vuoksi myös nettorahoituskustannukset ovat olleet varsin maltilliset. Viimeaikainen operatiivisen tuloksen lasku yhdistettynä kohonneeseen korkotasoon ja nettovelan määrään ovat kuitenkin painaneet vapaan rahavirran matalalle tasolle. Tämä mielestämme korostaa tulosparannuksen tarvetta, sillä nykyisellä operatiivisella tuloksella yhtiön kyky pienentää sen korkeaa velkatasoa on rajallinen. Tätä on kuitenkin hieman parantanut vuosina 2024-2025 yhtiön onnistuttua puristamaan lisää rahavirtaa käyttöpääomasta.

Operatiivisen tuloksen ja rahavirran kehitys (MEUR)



Liiketoiminnan ja vapaan rahavirran kehitys



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

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

Pitkän aikavälin kasvun ennusteemme pohjana käytämme arvioitua talouskasvua ja sen pohjalta haarukoitua markkinakasvua. Kannattavuusennusteemme taas pohjautuvat yhtiön historialliseen kannattavuustasoon ja arvioituun kannattavuuspotentiaaliin.

Makrotalouden ennusteet

Suomen talouskehitys on ollut viime vuosina vaisua. Tästä kertoo se, että vuonna 2024 BKT:n kasvu oli vain lievästi positiivista (+0,4 %) ja vuonna 2025 kasvun arvioidaan hidastuneen entisestään (Bloombergin konsensus 2025 +0,1 %). Ennusteissa on kuitenkin käänne parempaan, kun Bloombergin konsensusennusteet odottavat BKT:n kasvavan vuonna 2026 1 %:n ja vuonna 2027 kasvun kiihtyvän 1,5 %:iin. Valtaosa näistä ennusteista on kuitenkin käsityksemme mukaan tehty ennen Iranin sodan kärjistymistä, mikä on jo aiheuttanut laskupainetta talouskasvun ennusteisiin.

Talouskasvun heikkous on ollut monen tekijän summa. Asuntovelkaisia kotitalouksia, joita on kolmasosa kaikista kotitalouksista, on kurittanut korkojen nousu ja sen seurauksena tapahtunut varallisuuden lasku asuntojen

hintojen laskun myötä. Teollisuuden näkymiä on puolestaan heikentänyt tärkeiden vientimaiden (mm. Saksa) heikkous ja investointihyödykkeiden kysynnän takkuilu. Tilannetta eivät ole edesauttaneet maailmantalouden veturin Kiinan talouskasvuhaasteet ja Yhdysvaltojen teollisuuden vaisu kehitys. Vientivetoisena maana Suomen talouskehitys on vahvasti linkittynyt globaaliin talouskasvuun. Inflaation hidastuttua ja korkojen laskun seurauksena, kotitalouksien ostovoima on parantunut selvästi. Tämä ei ole kuitenkaan kääntänyt alhaisella tasolla ollutta kuluttajaluottamusta, ja siten yksityinen kulutus on säilynyt heikkona. Asuntomarkkinoiden kehityksen lisäksi tähän ovat vaikuttaneet työllisyystilanteen voimakas heikentyminen sekä geopolitiittiset tekijät ja erityisesti sota Ukrainassa.

Rakennussektori on ollut yksi Suomen heikon taloussuhdanteen suurimpia kärsijöitä, ja se näkyy sektorin luvuissa läpi linjan. Rakennusteollisuuden (RT) kevään 2026 suhdannekatsauksen mukaan rakentamisen määrän muutos oli -1,5 % vuonna 2025 (-7 % vuonna 2024). Markkinapohjan odotetaan kuitenkin jääneen taakse, sillä vuonna 2026 rakentamisen määrän muutoksen RT ennustaa kääntyvän 1,5 %:n kasvuun. Rakennussektorin tilanne siis myötäilee muun talouden kehitystä.

Odotamme käännettä kasvuun vuonna 2026

Eezy ei ole antanut ohjeistusta vuodelle 2026 viime vuosien tapaan. Tätä yhtiö on perustellut sillä, että sen asiakkaiden näkemykset omasta työvoimatarpeesta ja investointikyvystä ovat edelleen epävarmoja. Ennusteissamme odotamme henkilöstöalan kehityksen jäävän aavistuksen negatiiviseksi Q1'26:lla ja vakautuvan Q2:lla. Tahmeaa kotimaan talouden kehitystä heijastellen ennustamme henkilöstövuokrauksen

Keskeiset ennusteparametrit

Liikevaihdon kasvu

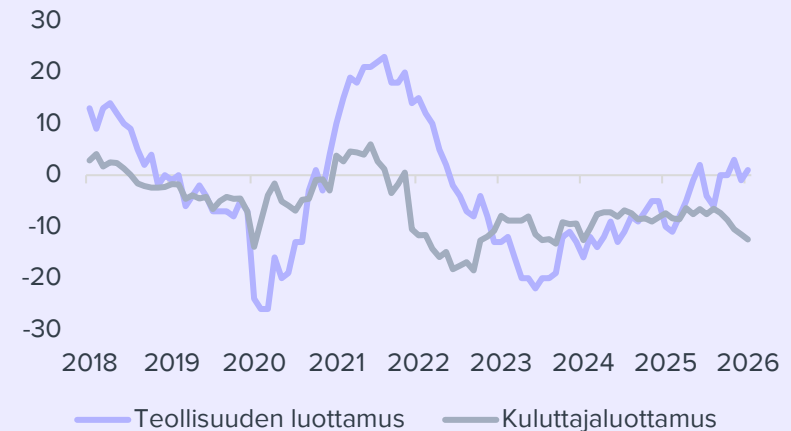
- Henkilöstöpalvelut
- Asiantuntijapalvelut

Kannattavuus (EBIT-%)

Kustannukset suhteessa liikevaihtoon:

- Henkilöstökustannukset
- Materiaalit ja palvelut
- Liiketoiminnan muut kulut

Luottamusindikaattorit



Ennusteet 2/3

kääntyvän marginaaliseen kasvuun (+ 1 %) vasta Q4:llä. Näin ollen ennustamme Eezyn Henkilöstöpalveluiden liikevaihdon kehittyvän vakaasti ja asettuvan 116 MEUR:oon vuonna 2026. Yhtiön oman henkilöstövuokrauksen ennustamme laskevan marginaalisesti, kun taas franchise-tuottojen ennustamme kasvavan (+ 11 %). Asiantuntijapalveluiden odotamme supistuvan myös lievästi, vaikkakin odotamme myös sen liikevaihdon kehityksen vakautuvan Q2'26:lla matalien vertailulukujen turvin. Siten ennustamme Asiantuntijapalveluiden vuoden 2026 liikevaihdon asettuvan 23,9 MEUR:oon.

Merkittävien jo tehtyjen tehostustoimien seurauksena ennustamme Eezyn kannattavuuden parantuvan kuluvana vuonna, kun ennustamme sen liikevoitto-%:n yltävän 2,0 %:iin (2024: 0,1 %). Tämä on yhtiölle edelleen matala taso, mutta arviomme mukaan kannattavuuden tuntuvampi nousu edellyttää voimakkaampaa liikevaihdon kasvua. Kannattavuusparannuksen taustalla on vertailukausia parempi kehitys kaikilla neljänneksillä, mikä heijastelee eritoten tehtyjä tehostustoimia ja etenkin heikkoa vertailukautta Q4'25:llä.

Korkean velkatason vuoksi nettorahoituskulut ovat edelleen huomattavan korkeat suhteessa operatiiviseen tulokseen, ja näin ollen ennustammekin tuloslaskelman alempien rivien painuvan lievästi negatiiviseksi. Näin ollen koko vuoden nettotuloksen ennusteemme on lievästi pakkasella ja osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,00 euroa.

Ennusteissamme nettokäyttöpääomaa sitoutuu tuntuvasti vuoden 2025 lopun tasolta, minkä taustalla on muun muassa alv-velkojen lyhennys. Tästä johtuen ennustamme yhtiön operatiivisen rahavirran jäävän operatiivista tulosta pienemmäksi vuonna 2026. Tavanomaisten investointien

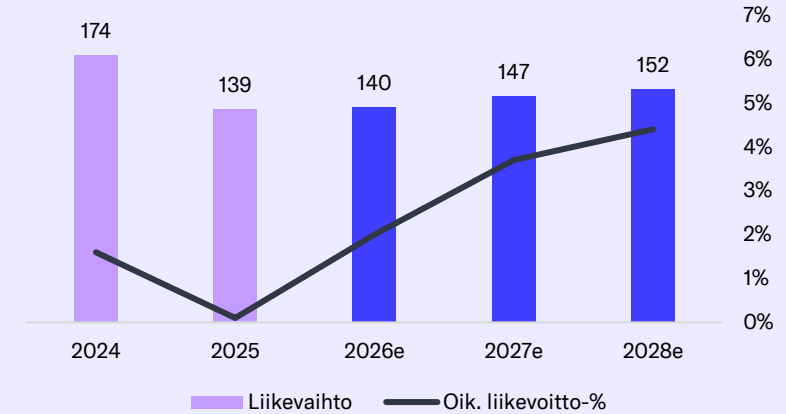
jälkeen ennustamme siten vapaan operatiivisen kassavirran painuvan lievästi pakkaselle vuonna 2026. Näin ollen vuoden 2026 lopun nettovelan ennusteemme on reilu 41 MEUR, mikä vastaa 3,9x vuoden 2026 käyttökäteen ennustetta. Yhä korkean velkaantuneisuuden vuoksi emme odota yhtiön maksavan osinkoa vuodelta 2026.

Ennustamme kasvun kiihtyvän vuonna 2027

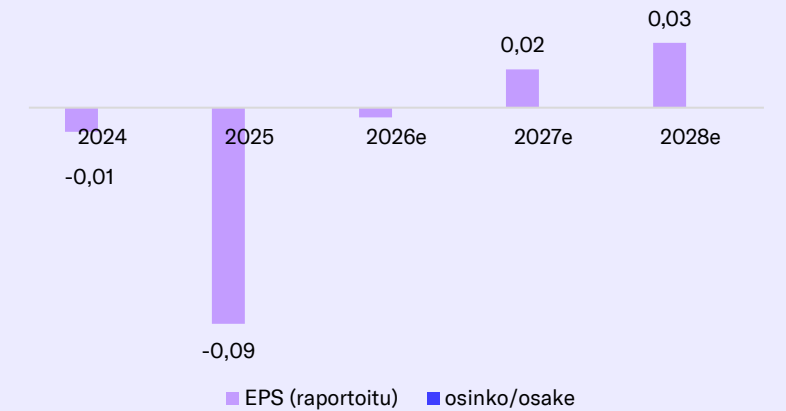
Ennustamme Eezyn liikevaihdon kääntyvän kasvuun vuonna 2027, minkä pohjana toimii kotimaan talouskasvu. Kaiken kaikkiaan uskomme henkilöstövuokrauksen kasvun olevan laaja-alaista, kun työllisyys on parantunut ja yritykset lisäävät henkilöstöresurssoinnissa vuokratyövoiman käyttöä. Tätä peilaten ennustamme Henkilöstöpalveluiden kasvavan 5 %. Myös Asiantuntijapalveluiden kasvua (2027e + 5 %) kiihdyttää suotuisampi taloustilanne, minkä ansiosta odotamme yhtiöiden kasvattavan muun muassa rekrytointi-, valmennus- ja koulutuspalveluihin käytettäviä panostuksia. Siten ennustamme Eezyn vuoden 2027 liikevaihdon kasvavan 5 % ja yltävän 147 MEUR:oon.

Liikevaihdon kasvun ennustamme tuovan paremmin esiin yhtiön parantuneen tehokkuuden. Ennustamme myös yhtiön poistotason laskevan selvästi, joten odotamme tuloskasvun olevan yläriivin kasvua voimakkaampaa ensi vuonna. Näin ollen ennustamme vuoden 2027 liikevoitto-%:n kipuavan 3,7 %:iin ja liikevoiton yltävän 5,4 MEUR:oon. Ennusteissamme vuoden 2027 nettorahoituskulut laskevat edellisvuodesta, mikä heijastelee laskevaa korollisen velan määrää, huolimatta siitä, että uskomme velan kustannuksen säilyvän suhteellisen korkeana velkaantuneisuutta heijastellen. Tätä heijastellen ennustamme vuoden 2027 nettotuloksen kipuavan voitolliseksi ja osakekohtaiseksi tulokseksi 0,02 euroa.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

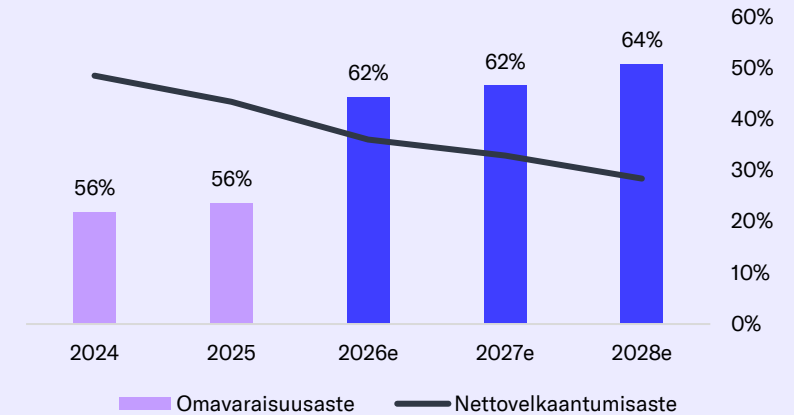
Ennustamme, ettei yhtiö maksa osinkoa myöskään vuodelta 2027. Tämän taustalla on se, että operatiivisen tulosparannuksen ajamasta vapaan rahavirran kasvusta huolimatta yhtiön nettovelka/käyttökate on vuoden 2027 lopun ennusteillamme edelleen korkea 3,3x. Näin ollen ennustamme yhtiön priorisoivan edelleen tässä vaiheessa velkaantuneisuuden laskua kohti mukavuusaluetta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan pitkän aikavälin ennusteissamme vuosina 2028-2037 noin 2%:n vuosivauhtia, mikä on hieman kotimaan talouden pitkän aikavälin kasvuvauhtia korkeampi ennuste. Siten kasvuennuste sisältää odotuksia lievistä rakenteellisesta kasvusta myös pitkässä juoksussa. Pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme ovat 4,5-5,0 %:ssa, ja kannattavuusennusteemme on alle yhtiön tavoitetason myös vuonna 2028 (2028 liikevoitto-% 4,4 %), mutta asettuu lähelle tavoitetasoa vuonna 2029 (2029e liikevoitto-% 5,0 %). Siten kannattavuusennusteemme ovat arvioimaamme alan kannattavuuspotentiaaliin ja yhtiön tavoitetasoon nähden jokseenkin konservatiiviset. Pidämme konservatiivista lähestymistä perusteltuna, kun huomioidaan lähihistorian kehitys ja vielä vajavaiset näytöt nykytuotoisen Eezyn kannattavuuspotentiaalista.

Pitkän aikavälin ennusteiden luotettavuutta heikentää olennaisesti etenkin kysynnän riippuvuus kotimaan talouskehityksestä, jonka ennustaminen on hyvin vaikeaa. Lisäksi vaikeiden viime vuosien jälkeen yhtiön kannattavuuspotentiaalin arvioiminen on hyvin haastavaa. Siten pidemmän aikavälin ennusteidemme rooli onkin pääasiassa toimia kassavirtamallimme perustana.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennustemuutokset

- Teimme tämän raportin yhteydessä ennustemuutoksia lähivuosille, kun tarkastelimme kuluva ja lähivuosien kasvun ennusteitamme Iranin sodan heijastevaikutusten heikentäessä Suomen talouskasvun edellytyksiä
- Kohotimme Q1'26:n liikevaihdon ennustettamme lievästi markkinan uutisvirran pohjalta, mutta koko vuoden ennustetta laski kasvun kulmakertoimen loiventuminen H2'26:n ennusteissa
- Matalampi lähtötaso ja myös lasketut kasvuennuste vuodelle 2027 painoivat lähivuosien liikevaihdon ennusteitamme
- Operatiivisen tuloksen ennusteamme laskivat liikevaihtovetoisesti, kun kustannusrakenteen ennusteamme säilyivät ennallaan.
- Korotimme myös lievästi arviotamme velkojen korkotasosta. Korkean velkamäärän takia pienetkin ennustemuutokset leikkaavat osakekohtaisen tuloksen ennusteita voimakkaasti

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	140	140	-1 %	154	147	-4 %	158	152	-4 %
Käyttökate	10,7	10,6	-1 %	12,7	11,7	-7 %	13,8	12,9	-6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,9	2,8	-4 %	6,3	5,4	-15 %	7,6	6,7	-12 %
Liikevoitto	2,9	2,8	-4 %	6,3	5,4	-15 %	7,6	6,7	-12 %
Tulos ennen veroja	-0,4	-0,6	-43 %	3,7	2,5	-31 %	5,3	4,2	-21 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,00	0,00	-33 %	0,02	0,02	-32 %	0,03	0,03	-21 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	174	33,7	36,2	35,5	33,9	139	33,3	36,4	35,6	34,3	140	147	152	155
Henkilöstöpalvelut	146	28	30	31	27	116	27	30	31	28	116	122	126	128
Asiantuntijapalvelut	29,0	6,1	6,6	4,7	6,6	24,0	6,0	6,6	4,7	6,6	23,9	25,1	26,1	27,1
Yhteiset toiminnot ja elim.	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Käyttökate	10,3	1,3	1,5	3,7	2,5	9,0	1,8	2,2	3,6	3,0	10,6	11,7	12,9	13,1
Poistot ja arvonalennukset	-7,9	-1,7	-2,0	-2,5	-2,7	-8,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-7,8	-6,3	-6,2	-5,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,7	-0,4	-0,4	1,2	-0,2	0,2	-0,1	0,3	1,6	1,1	2,8	5,4	6,7	7,5
Liikevoitto	2,3	-0,4	-0,4	1,2	-0,2	0,2	-0,1	0,3	1,6	1,1	2,8	5,4	6,7	7,5
Nettorahoituskulut	-2,7	-0,8	-1,0	-0,9	-0,9	-3,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,4	-2,9	-2,5	-2,2
Tulos ennen veroja	-0,4	-1,2	-1,4	0,3	-1,1	-3,4	-1,0	-0,6	0,8	0,2	-0,6	2,5	4,2	5,3
Verot	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,6	1,2	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,5	-0,8	-1,0
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	-0,3	-0,9	-1,1	0,3	-0,6	-2,3	-0,8	-0,5	0,6	0,1	-0,5	2,0	3,3	4,3
EPS (oikaistu)	0,00	-0,04	-0,04	0,01	-0,02	-0,09	-0,01	0,00	0,00	0,00	-0,004	0,016	0,027	0,034
EPS (raportoitu)	-0,01	-0,04	-0,04	0,01	-0,02	-0,09	-0,01	0,00	0,00	0,00	-0,004	0,016	0,027	0,034

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-20,5 %	-18,6 %	-20,9 %	-21,0 %	-19,0 %	-19,9 %	-1,2 %	0,4 %	0,3 %	1,1 %	0,2 %	5,3 %	3,2 %	2,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-32,1 %	-174,8 %	-175,6 %	-21,1 %	-312,6 %	-94,0 %	69,6 %	159 %	32,4 %	555 %	1630,5 %	89,7 %	24,7 %	11,9 %
Käyttökate-%	5,9 %	3,9 %	4,2 %	10,4 %	7,4 %	6,5 %	5,5 %	6,1 %	10,0 %	8,8 %	7,6 %	8,0 %	8,5 %	8,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,6 %	-1,1 %	-1,2 %	3,4 %	-0,7 %	0,1 %	-0,3 %	0,7 %	4,5 %	3,1 %	2,0 %	3,7 %	4,4 %	4,8 %
Nettotulos-%	-0,2 %	-2,7 %	-3,0 %	0,7 %	-1,8 %	-1,7 %	-2,3 %	-1,3 %	1,7 %	0,2 %	-0,4 %	1,3 %	2,2 %	2,7 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili on muuttunut viime aikaisten haasteiden myötä

Näkemyksemme mukaan Eezyn sijoitusprofiili on muuttunut aiemmasta kasvuyhtiöprofiilista käännetyhtiöksi. Tämän taustalla on se, että Eezyn liikevaihdon supistumisen myötä yhtiön kannattavuus on heikentynyt merkittävästi.

Eezyn liiketoimintamallin kassavirtaprofiili on hyvä, mikä antaisi edellytykset aktiiviseen pääoman uudelleenallokointiin. Tällä hetkellä yhtiön operatiivinen tulos on kuitenkin vaisulla tasolla ja pääoman allokointimahdollisuuksia heikentää myös korkea velkaantuneisuus ja sen myötä suuret nettorahoituskulut. Näin ollen velkaantuneisuuden lasku onkin mielestämme lyhyellä tähtämellä keskeinen prioriteetti ja muita pääoman allokoinnin vaihtoehtoja (osingot ja yritysostot) ovat ajankohtaisia vasta, kun velkaantuneisuus on saatu laskettua kestäväälle tasolle.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

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

Kannattavuusparannus: näkemyksemme mukaan yhtiön kannattavuudessa tulisi olla tuntuvaa nousuvaraa, kunhan yhtiö saa liikevaihtonsa käännettyä kasvuun. Kannattavuusparannuksen ajureina toimii arviomme mukaan liikevaihdon kasvun lisäksi myös tehdyt tehostustoimet. Lisäksi arviomme mukaan uuden toiminnanohjausjärjestelmän myötä aiempaa tehokkaammat henkilöstövuokrauksen prosessit

vahvistavat kannattavuusparannuksen potentiaalia.

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

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

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

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

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

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

Huonossa skenaariossa yhtiö voi joutua turvautumaan kalliiseen rahoitusratkaisuun, mikä heikentäisi sijoittajan tuottoja.

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

Yrityskauppariskit: epäorganiseen kasvuun liittyy aina tiettyjä riskejä, sillä esimerkiksi yritysostojen haltuunotto ja toiminnan tehostaminen saattavat epäonnistua tai ostettavasta kohteesta voidaan maksaa liian korkea hinta. Henkilöriippuvuuden myötä myös avainhenkilöiden poistuminen ostetuista kohteista voi heijastua asiakasmenetyksinä. Konsernitason kehityksen perusteella arviomme, että nämä riskit ovat realisoituneet osassa yhtiön toteuttamista yritysostoista, vaikka niiden yksilöinti onkin haastavaa.

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

Sijoitusprofiili

- 1 Markkinoiden kasvunäkymä
- 2 Suhdanneherkkyyden tuomat kysyntävaihtelut
- 3 Tehostustoimien tuoma kannattavuuden nousu potentiaali
- 4 Taseen velkaantuneisuus on korkealla tasolla
- 5 Kilpailutilanteeseen liittyvät riskit

Potentiaali

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

Riskit

- Suhdanneherkkyyden ansiosta kokonaismarkkina voi myös supistua
- Kilpailutilanteen kiristyminen, joka voi myös johtaa hintakilpailuun pitkällä aikavälillä
- Yritysjärjestelyjen epäonnistumisen riski
- Taseen velkaantuneisuus on korkea ja edellyttää velkatason kääntämistä laskuun

Arvonmääritys 1/2

Arvonmäärityksen perusta

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

Toimialan suhdanneriippuvuus huomioiden pidämme osakkeen perusteltua arvostustasoa pörssin keskimääräistä tasoa matalampana. Lisäksi rahoitusasemaan liittyvät kohollaan olevat riskit puoltavat tavanomaista korkeampaa tuottovaadetta. Tätä taustaa vasten osaketta on mielestämme perusteltua hinnoitella karkeasti EV/EBITDA-kertoimella 5-7x ja vastaavasti P/E-kertoimella 8-10x.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Kuluvan vuoden heikolla tuloksella osakkeen P/E-kerroin painuu negatiiviseksi ja vastaava EV/EBITDA-kerroin on 5x. Tämä kuvastaakin matalan operatiivisen tuloksen ja siihen suhteutettuna korkeiden nettorahoituskulujen haastetta. Odottamallamme tuloskasvulla vastaavat vuoden 2027e arvostuskertoimet ovat 7x ja 5x. Nämä vuoden 2027

arvostuskertoimet ovat mielestämme kohtuulliset, mutta erityisen houkuttelevana emme niitä pidä. Edelleen ennusteissamme jatkuvalla tuloskasvulla vuoden 2028e arvostuskertoimet ovat sen sijaan jo hyvin houkuttelevat (2028e P/E- ja EV/EBITDA-kerroin 4x). Tätä taustaa vasten arvostus onkin varsin kaksijakoinen, sillä nykyisellä heikolla tulostasolla osakkeessa ei ole nousuvaraa ja sijoittaja joutuu kantamaan tuloskäänteeseen ja korkeaan velkaantuneisuuteen liittyviä riskejä. Toisaalta ennustetulla tuloskasvulla arvostus muuttuu lähivuosina hyvin houkuttelevaksi ja rahoitusasemaan liittyvät riskit laskevat. Esimerkiksi arvioimillamme hyväksyttävillä arvostuskertoimilla osake voisi kaksinkertaistua vuoden 2028 loppuun mennessä nykyisillä ennusteillamme.

Suhteellinen arvostus ja verrokkit

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

Verrokkien vuoden 2026 mediaani P/E-kerroin 10x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin on vajaa 7x. Edellä kuvatun operatiivisen ja nettotuloksen välisen railon vuoksi Eezyyn kuluvan vuoden arvostus on operatiivisella tuloksella lievällä alennuksella, kun taas nettotulospohjainen arvostus ei ole Eezyyn negatiivisen tuloksen takia vertailukelpoinen. Verrokkiryhmän vuoden 2027e vastaavat kertoimet ovat

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	0,11	0,11	0,11
Osakemäärä, milj. kpl	125,2	125,2	125,2
Markkina-arvo	14	14	14
Yritysarvo (EV)	56	53	48
P/E (oik.)	neg.	7,1	4,2
P/E	neg.	7,1	4,2
P/B	0,1	0,1	0,1
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	5,2	4,5	3,8
EV/EBIT (oik.)	19,6	9,8	7,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/2

EV/EBITDA 5x ja P/E-kerroin 9x, mitkä ovat mielestämme absoluuttisesti perustellulla tasolla. Näihin suhteutettuna Eezy arvostetaan lievällä alennuksella verrokkeihin nähden.

Kassavirtalaskelma (DCF-malli)

Kassavirtalaskelmamme Eezy osakkeelle indikoima arvo on 0,17 euroa osakkeelta. Siten kassavirtalaskelmamme viittaa osakkeen olevan maltillisesti arvostettu. Huomioitavaa on kuitenkin sen herkkyyden ennusteparametrien muutokselle (ks. herkkyyksanalyysi s.31). Viime vuosien heikon jakson jälkeen yhtiön pitkän aikavälin kannattavuustason arviointi on haastavaa, minkä takia suhtaudumme kassavirtamalliin varauksella. Olemme kuitenkin kompensoineet korkeita ennuste- ja taseriskejä korkealla pääoman kustannuksella, sillä mallissamme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC-%) on 10,8 % ja oman pääoman kustannus on 12,3 %. Olemme tämän raportin yhteydessä kohottaneet tuottovaadettamme lievästi Iranin sodan aiheuttaessa lisää epävarmuutta talous- ja sitä kautta yhtiön liikevaihdon käänteelle.

Kokonaistuotto-odotus

Ennustamme Eezy lähivuosien operatiivisen tuloksen kasvun olevan liikevaihdon kasvun ja maltillisen kannattavuusparannuksen ansiosta voimakasta lähivuosina (CAGR-% 2025 – 2028 noin 13 %), mikä tukee tuotto-odotusta huomattavasti.

Eezy lähivuosien osinkotuotto on ennusteillamme nollassa, sillä odotamme yhtiön pidättäytyvän osingon maksusta vuosilta taseen vahvistamisen ollessa pääoman allokoinnissa etusijalla.

Eezy osakkeen tuotto-odotuksen ajurina toimii arviomme

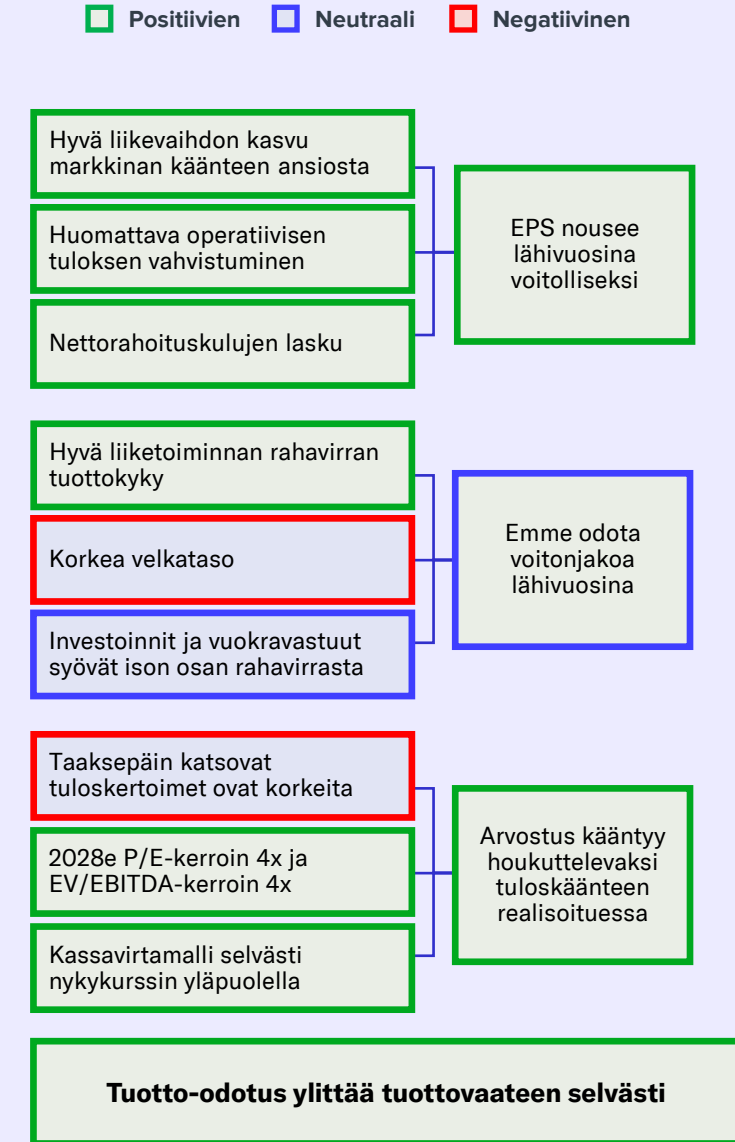
mukaan lähivuosina odottamamme operatiivisen tuloksen voimakas kasvu. Tämä tuloskasvu painaa arvostuskertoimia selvästi, minkä ansiosta vuoden 2028 ennusteillamme arvostus painuu hyvin matalaksi. Keskipitkän aikavälin arvonnousupotentiaali nostaakin pidemmän tähtäimen tuotto-odotuksen mielestämme houkuttelevaksi. Huomautamme kuitenkin, että korkean velkavivun ja absoluuttisesti pienten lukujen (markkina-arvo ja tulos) vuoksi osakkeessa on jo pienillä ennustemuutoksilla huomattava vipu.

Sijoitusnäkemys ja käypä arvo

Lähivuosien tuloskäännettä odottavilla ennusteillamme Eezy osake on mielestämme houkuttelevasti hinnoiteltu, mutta tuotto-odotus on takapainotteinen, kun arvostus kääntyy houkuttelevaksi vasta vuoden 2028 ennusteilla. Samaan aikaan sijoittaja kantaa osakkeessa kohonnutta riskitasoa, mikä liittyy sekä yhtiön korkeaan velkaantuneisuuteen että kysynnän käänteen epävarmuuteen. Näkemyksemme mukaan ennusteidemme mukaisen kehityskulun korkea tuotto-odotus on kuitenkin riittävä kääntääkseen tuotto-riskisuhteen houkuttelevaksi. On kuitenkin huomioitava, että korkean velkatason ansiosta osakkeessa voi olla yhä huomattavasti laskuvaraa, jos yhtiö ei onnistu taittamaan velkaantuneisuutta laskuun. Tämä riski voisi realisoitua, jos yhtiön tulos- ja kassavirta ei vahvistu ja Eezy ei onnistu kääntämään velkatasoaan laskuun.

Edellä mainituista tekijöistä ja vaikeasti arvioitavasta pidemmän tähtäimen tulospotentiaalista johtuen osakkeelle on vaikea haarukoida tarkkaa käyvän arvon haarukkaa. Edellä esitelyjen arvonmääritysmenetelmien pohjalta olemme haarukoineet 0,1-0,2 euron käyvän arvon haarukan, joka pohjautuu lähivuosien ennustettuun tulosparannukseen.

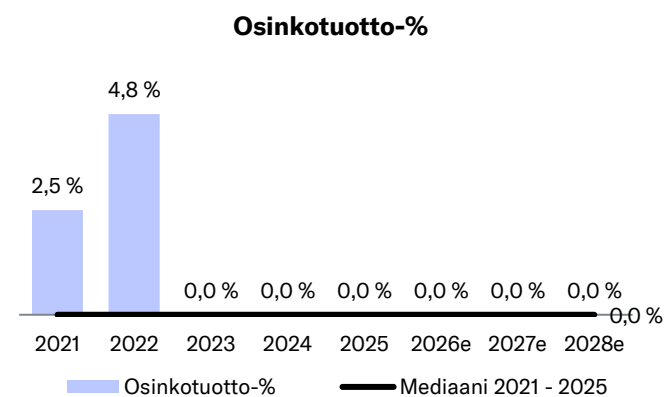
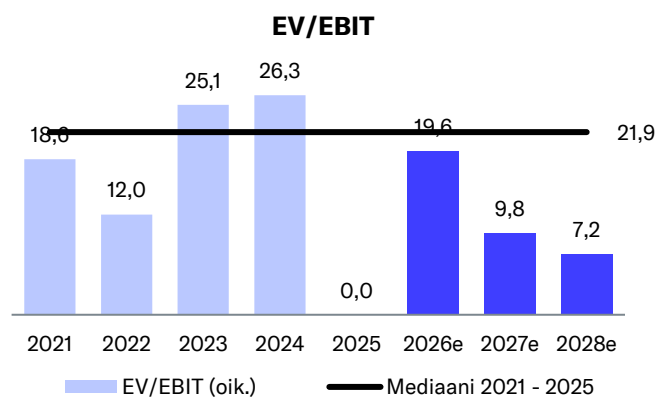
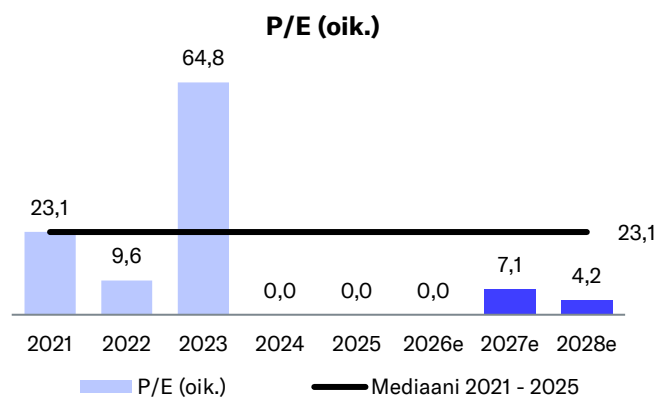
Osaketuoton ajurit 2025-2028e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	5,98	3,12	1,67	0,75	0,75	0,11	0,11	0,11	0,11
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	25,0	25,0	25,0	25,0	125,2	125,2	125,2	125,2
Markkina-arvo	149	78	42	19	19	14	14	14	14
Yritysarvo (EV)	200	132	101	72	65	56	53	48	44
P/E (oik.)	23,1	9,6	64,8	>100	neg.	neg.	7,1	4,2	3,3
P/E	19,7	10,9	64,8	neg.	neg.	neg.	7,1	4,2	3,3
P/B	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
P/S	0,7	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	1,0	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	10,2	7,3	7,0	7,0	7,2	5,2	4,5	3,8	3,4
EV/EBIT (oik.)	18,6	12,0	25,1	26,3	>100	19,6	9,8	7,2	5,9
Osinko/tulos (%)	49,5 %	52,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	4,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
Manpowergroup Inc	1187	1973	6,8	5,2	5,3	4,4	0,1	0,1	8,1	6,3	5,1	5,7	0,7
Cross Country Healthcare Inc	283	206	85,8	23,9	8,8	7,0	0,3	0,2	94,5	38,0			1,0
Adecco Group	3241	5569	7,7	6,9	6,2	5,7	0,2	0,2	7,4	6,6	6,1	6,7	0,9
Staffline Group	61	63	3,6	3,4	3,0	2,9	0,0	0,0	8,1	7,4			
BGSF Inc	58	42			45,3		0,5						
TrueBlue Inc	122	158	6,3		6,6	3,6	0,1	0,1		8,6			0,4
Hays Plc	605	765	15,9	10,7	6,4	5,2	0,1	0,1	28,8	16,2	1,4	2,8	1,1
Sthree Plc	237	213	19,9	7,8	6,8	4,5	0,2	0,1	33,7	12,4	8,8	8,8	0,9
Groupe Crit SA	648	529	5,8	5,4	3,6	3,4	0,2	0,2	10,2	9,2	2,6	2,6	0,9
Randstad	4382	5990	9,2	8,0	6,6	6,0	0,3	0,3	9,7	8,6	6,4	6,9	1,1
Eezy (Inderes)	14	56	19,6	9,8	5,2	4,5	0,4	0,4	-25,4	7,1	0,0	0,0	0,1
Keskiarvo			17,2	9,0	9,7	5,0	0,2	0,2	23,9	12,5	5,1	5,5	1,3
Mediaani			8,5	7,8	6,6	4,8	0,2	0,1	10,2	8,9	5,1	5,7	0,9
Erotus-% vrt. mediaani			131 %	26 %	-20 %	-6 %	166 %	148 %	-348 %	-21 %	-100 %	-100 %	-87 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	219,0	174,0	139,3	139,6	146,9
Käyttökate	14,5	10,3	9,0	10,6	11,7
Liikevoitto	4,0	2,3	0,2	2,8	5,4
Voitto ennen veroja	1,4	-0,4	-3,4	-0,6	2,5
Nettovoitto	0,6	-0,3	-2,3	-0,5	2,0
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	206,7	194,8	188,5	185,8	187,1
Oma pääoma	109,9	108,6	106,1	114,8	116,8
Liikearvo	141,7	141,7	141,7	141,7	141,7
Nettovelat	58,0	52,7	46,1	41,3	38,4

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	14,5	10,3	9,0	10,6	11,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,0	2,5	6,1	-6,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	9,9	11,5	14,2	4,1	10,8
Investoinnit	-9,2	-3,2	-4,4	-5,7	-5,5
Vapaa kassavirta	-0,3	8,3	9,8	-1,6	5,3

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,0	7,0	7,2	5,2	4,5
EV/EBIT (oik.)	25,1	26,3	>100	19,6	9,8
P/E (oik.)	64,8	>100	neg.	neg.	7,1
P/B	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,03	-0,01	-0,09	0,00	0,02
EPS (oikaistu)	0,03	0,00	-0,09	0,00	0,02
Operat. Kassavirta / osake	0,40	0,46	0,57	0,03	0,09
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,01	0,33	0,39	-0,01	0,04
Omapääoma / osake	4,24	4,22	4,13	0,89	0,91
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-12 %	-21 %	-20 %	0 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	-20 %	-29 %	-12 %	18 %	10 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-63 %	-32 %	-94 %	1630 %	90 %
EPS oik. kasvu-%	-92 %	-85 %	-2570 %	95 %	458 %
Käyttökate-%	6,6 %	5,9 %	6,5 %	7,6 %	8,0 %
Oik. Liikevoitto-%	1,8 %	1,6 %	0,1 %	2,0 %	3,7 %
Liikevoitto-%	1,8 %	1,3 %	0,1 %	2,0 %	3,7 %
ROE-%	0,6 %	-0,3 %	-2,2 %	-0,5 %	1,7 %
ROI-%	2,4 %	1,4 %	0,1 %	1,8 %	3,4 %
Omavaraisuusaste	53,2 %	55,8 %	56,3 %	61,8 %	62,4 %
Nettovelkaantumisaste	52,8 %	48,5 %	43,4 %	36,0 %	32,9 %
Nettovelka/käyttökate	4,0	5,1	5,1	3,9	3,3
EBITDA/nettorahoituskulut	5,5	3,7	2,5	3,1	4,1

DCF-laskelma

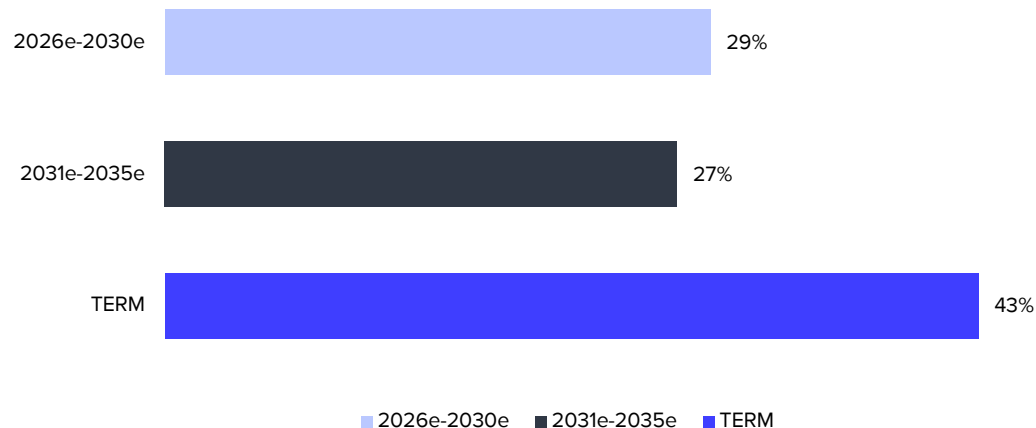
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e
Liikevaihdon kasvu-%	-19,9 %	0,2 %	5,3 %	3,2 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	0,1 %	2,0 %	3,7 %	4,4 %	4,8 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Liikevoitto	0,2	2,8	5,4	6,7	7,5	7,9	8,1	8,2	8,4	7,7	7,9	8,0	8,2
+ Kokonaispoistot	8,9	7,8	6,3	6,2	5,6	5,2	5,3	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0	6,0
- Maksetut verot	-0,2	0,1	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-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	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	6,1	-6,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Operatiivinen kassavirta	14,2	4,1	10,8	11,9	11,9	11,8	12,1	12,5	12,7	12,3	12,5	12,7	12,9
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoinvestoinnit	-4,4	-5,7	-5,5	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	-6,0	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,8	-1,6	5,3	6,3	6,2	6,1	6,3	6,7	6,7	6,1	6,3	6,5	6,7
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vapaa kassavirta	9,8	-1,6	5,3	6,3	6,2	6,1	6,3	6,7	6,7	6,1	6,3	6,5	6,7
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,5	4,5	4,8	4,3	3,8	3,5	3,4	3,0	2,5	2,3	2,2	2,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		58,3	59,8	55,3	50,5	46,3	42,5	39,0	35,6	32,6	30,0	27,7	25,5
Velaton arvo DCF		58,3											
- Korolliset velat		-50											
+ Rahavarat		13,2											
+ Osakkuusyhtiöt		0,0											
-Vähemmistöosuus		-0,4											
-Osinko/pääomapalautus		0,0											
Oman pääoman arvo DCF		20,9											
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,17											

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,8
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,20 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %

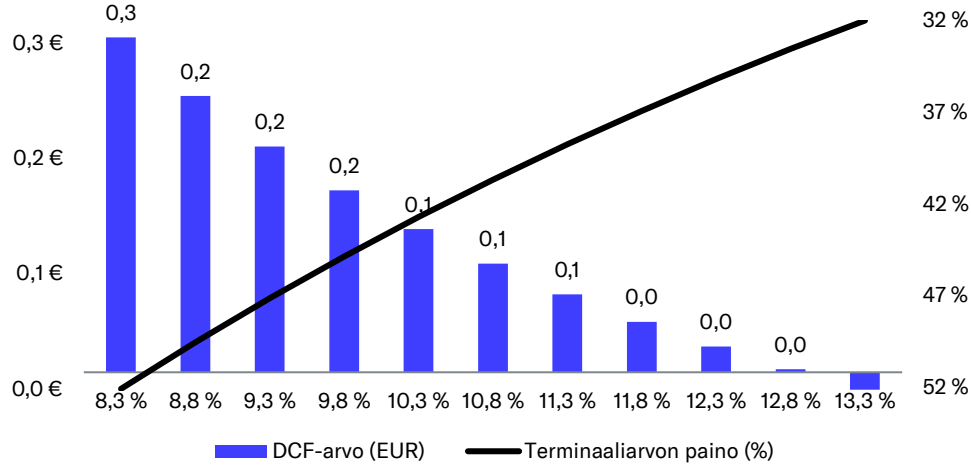
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

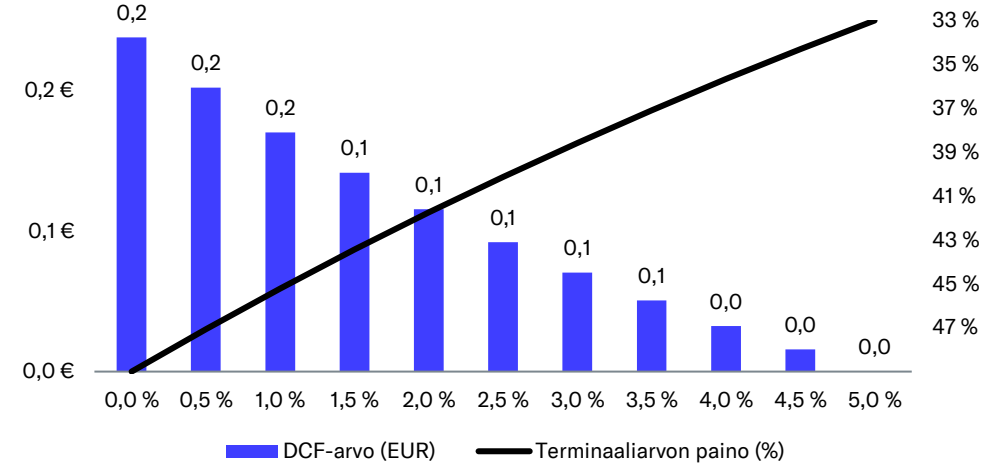


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

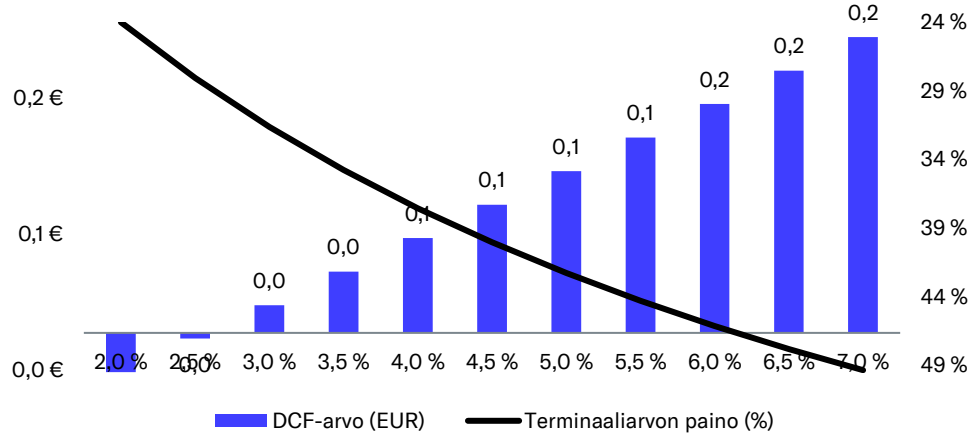
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



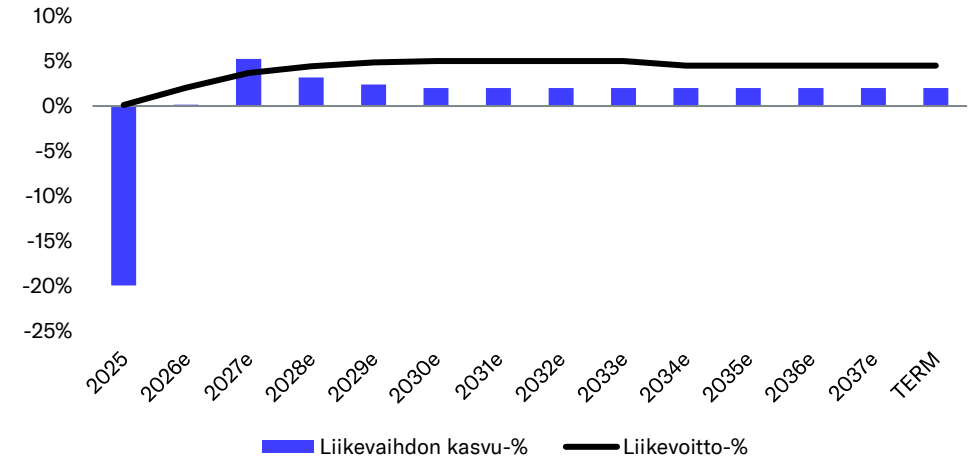
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	171	167	165	164	163
Liikearvo	142	142	142	142	142
Aineettomat hyödykkeet	22	20	18	17	16
Käyttöomaisuus	5	3	3	4	4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	1,5	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	24	22	21	23	26
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	22	18	17	19	19
Likvidit varat	2	4	4	5	7
Taseen loppusumma	195	189	186	187	189

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	109	106	115	117	120
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-2,3	-4,6	-5,2	-3,2	0,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	108	108	117	117	117
Vähemmistöosuus	3,0	2,8	2,9	3,0	3,1
Pitkäaikaiset velat	52	48	44	42	40
Laskennalliset verovelat	3,2	2,1	2	2	2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	48	46	42	40	38
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	35	34	27	28	29
Korolliset velat	6,0	4,2	3	3	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	28	30	24	25	26
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	195	189	186	187	189

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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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 laatuinen analytiikan palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderesin tutkimusta laatuineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatuinen analytiikan 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
4.10.2023	Vähennä	2,30 €	2,22 €
8.11.2023	Vähennä	2,00 €	1,85 €
15.1.2024	Vähennä	1,80 €	1,66 €
16.2.2024	Vähennä	1,50 €	1,38 €
7.5.2024	Vähennä	1,35 €	1,30 €
6.8.2024	Vähennä	1,20 €	1,29 €
2.9.2024	Vähennä	1,20 €	1,24 €
16.9.2024	Vähennä	1,30 €	1,36 €
6.11.2024	Vähennä	1,30 €	1,29 €
14.2.2025	Vähennä	1,10 €	1,13 €
11.4.2025	Vähennä	0,80 €	0,73 €
9.5.2025	Vähennä	0,75 €	0,70 €
15.8.2025	Vähennä	0,82 €	0,86 €
4.11.2025	Vähennä	0,80 €	0,81 €
7.11.2025	Vähennä	0,80 €	0,79 €
12.2.2026	Lisää	0,88 €	0,78 €
4.3.2026	Vähennä	0,60 €	0,62 €
26.3.2026	Vähennä	0,19 €	0,18 €
29.4.2026	Lisää	0,13 €	0,11 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

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](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**