

## Haasteiden ratkominen on yhtiön omissa käsissä

Enersense julkaisi eilen H1'18-raporttinsa, joka oli numeroiden osalta selvä pettymys. Yhtiön tulos jäi heikoksi, minkä taustalla oli pääasiassa alkuvuonna ostetun liiketoiminnan merkittävä tappio. Mielestämme yhtiöllä on kuitenkin hyvät edellytykset kääntää tappiollinen liiketoiminta-alue. Laskimme ennusteitamme selvästi, mutta osakkeen arvostus on ensi vuoteen katsottaessa matala. Siten toistamme ostar-suosituksemme, mutta laskemme tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 6,7 euroa) ennusteiden laskua heijastellen.

### H1'18-tulostaso oli selvä pettymys

Enersense ylsi H1'18:lla 25,5 MEUR:n liikevaihtoon, mikä vastaa 25,5 %:n kasvua suhteessa vertailukauteen. Liikevaihto jäi kuitenkin 29,1 MEUR:n ennusteestamme. Liikevaihdon kasvua ajoi etenkin suurin liiketoiminta-alue Resurssit, joka kasvoi noin 16 %. Kasvu on hyvin linjassa henkilöstövuokrausalan kasvun kanssa, vaikkakin on huomioitava, että liiketoiminta-alue ei ole täysin verrannollinen alaan. Yhtiön liikevoitto jäi 0,1 MEUR:oon ja alitti selvästi meidän 1,1 MEUR:n ennusteemme. Yhtiö kirjasi vastoin odotuksiamme ennusteemme mukaiset 0,7 MEUR:n listautumisen kulut rahoituskuluihin, joten operatiivinen tulos jäi tätäkin selvemmin oikaistun liikevoiton odotuksistamme. Heikon kannattavuuskehityksen taustalla oli alkuvuonna toteutettu yritysosto, joka painoi Suunnittelun ja tuotannon kannattavuutta ja koko konsernin liikevoittoa 1,2 MEUR:lla. Tulostuloksessa suurimman Resurssit-liiketoiminnan kannattavuus (EBIT-%) oli arviomme mukaan hyvällä noin 6 %:n tasolla.

### Kuluvan vuoden tulostaso jää heikoksi, katset vuoteen 2019

Kuluvan vuoden ennusteemme laskivat merkittävästi heikon H1:n myötä ja tuloksellisesti kuluva vuosi jää heikoksi. Yhtiö teki 0,4 MEUR:n tappiovarauksen H1-tulokseen loppuvuoden osalta, joten emme odota negatiivista yllätystä tappiollisesta liiketoiminta-alueesta H2:lla. Kuluvana vuonna tulos lepää kuitenkin Resurssit-liiketoiminnan harteilla, mikä ei yksin riitä nostamaan konsernin tulosta edes kohtuulliselle tasolle. Odotamme nyt kuluvalta vuodelta 52 MEUR:n liikevaihdolla 1,3 MEUR:n liikevoittoa. Odotamme yhtiön kääntävän tappiollisen liiketoiminnan omilla toimilla ja positiivista on, että haasteet keskittyvät yhteen alueeseen, josta yhtiö voisi tilanteen vaatiessa myös vetäytyä. Yhtiöllä on myös näyttöjä vastaavanlaisten haasteiden taklaamisesta edellisestä yrityskaupasta. Odotamme ensi vuodelta 59 MEUR:n liikevaihdolla 3,5 MEUR:n liikevoittoa (EBIT-% 6 %). Ennusteemme pohjaa oletukseen, että Suunnittelu ja tuotanto -liiketoiminta yltää ensi vuonna nolattulokseen.

### Arvostusta tulee katsoa yli vuoden 2018

Lyhyen tähtäimen tulospohjainen arvostus on korkea, koska kuluvan vuoden tulos jää heikoksi. Odotamme yhtiön tulostaasteiden helpottavan ensi vuonne, mihin suhteutettuna vuoden 2019e P/E-kerroin 10x ja EV/EBITDA 6x ovat matalat. Kasvuvetoisen sijoittajatarinan realisoituminen tulee kuitenkin vaatimaan sijoittajilta kärsivällisyyttä. Arviomme mukaan arvostuskertoimien nousu vaatii sijoittajien luottamuksen palautumista haastavasti alkaneen pörssiainepäleen jälkeen.

### Analyttikko

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



### Suositus

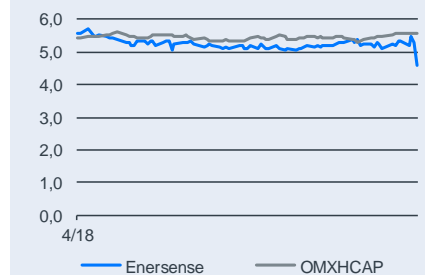
**Osta**



Edellinen: Osta

**Tavoitehintaa 6,00 EUR**

Edellinen: 6,70



— Enersense — OMXHCAP

Lähde: Reuters

**Ei-ilisen päätös 4,65 EUR**

**12 kk vaihteluväli 4,89-5,8 EUR**

**Potentiaali 29,0 %**

### Ohjeistus

Vuoden 2018 liikevaihdon odotetaan kasvavan koko vuoden osalta. Koko vuoden osalta yhtiön kannattavuuden arvioidaan jäävän vuoden 2017 tasosta.

**Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus**

### Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	37	3,9	10,6 %	3,7	0,64	0,00	0,0	0,2	0,2	0,0	
2017	47	1,7	3,7 %	1,5	0,22	0,00	0,6	14,9	16,8	26,8	0,0 %
2018e	52	1,3	2,5 %	0,4	0,05	0,08	0,5	15,0	18,4	91,7	1,7 %
2019e	59	3,5	6,0 %	3,2	0,46	0,09	0,4	6,1	6,6	10,1	1,9 %
2020e	64	4,3	6,8 %	3,9	0,56	0,10	0,4	4,8	5,2	8,3	2,2 %
Markkina-arvo, MEUR			26	OPO / osake 2018e, EUR			1,69	CAGR EPS, 2017-2020, %			37 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-2	P/B 2018e			2,7	CAGR kasvu, 2017-2020, %			11 %
Yritysarvo (EV), MEUR			24	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-18,7 %	ROE 2018e, %			4,6 %
Taseen koko 2018e, MEUR			21	Omavaraisuusaste 2018e, %			46,2 %	ROCE 2018e, %			13,1 %

## H1'18-tulos oli selvä pettymys

### Liikevaihdon kasvu jatkui ripeänä

Enersensen liikevaihdon jääminen 25,5 MEUR:oon ja alle 29,1 MEUR:n ennusteemme oli seurausta merkittävin osin Resurssit-liiketoiminnan odotuksiamme maltillisemmasta kasvusta. Resurssit kasvoi noin 16 % 19,8 MEUR:oon, mutta jäi alle 22,5 MEUR:n ennusteemme. Kasvuvauhti on kuitenkin ripeä ja se on myös isossa kuvassa linjassa noin 20 %:n vauhtia kasvavaan henkilöstövuokrausalan kehityksen kanssa. On huomioitava, että henkilöstövuokrausala ei ole täysin rinnastettavissa Resurssit-liiketoimintaan, sillä alan kasvua ajaa lähes täysin ns. ”sinikaulus” (eng. bluecollar) työntekijöiden välitys, kun taas Resurssit-liiketoimintaan sisältyy tämän lisäksi merkittävässä määrin myös asiantuntijaresurssien välitystä.

Myös Suunnittelu ja tuotanto sekä Digitaaliset Ratkaisut ja palvelut jäivät hieman ennusteistamme, mutta niiden huomattavasti pienemmän koon vuoksi konsernitason vaikutus on selvästi maltillisempi. Suunnittelu ja tuotanto-liiketoiminnassa yhtiö läpikäy alkuvuonna toteutetun TPU-maalauksen -yhtiön integrointia ja liiketoiminta-alue on yhtiön näkökulmasta vasta ylösajon alkuvaiheessa. Digitaaliset ratkaisut ja palvelut -alueella E-sense ohjelmistoalustan myyntiä hidasti yhtiön panostaminen seuraavan sukupolven ohjelmistoalustan E-sense 3:n kehitykseen.

Positiivista raportissa oli, että yhtiö on muiden projektien kasvun kautta saanut laskettua Olkiluoto 3-projektin osuuden liikevaihdosta 58 %:iin (H1'17: 72 %). Osuuden laskun jatkuessa liikevaihdon hajautuminen laskee yhtiön riskiprofiilia ja on positiivista. Yhtiön kommentit ennakoitua paremmin kehittyneestä työvoiman siirtymisestä Ranskan Flamanvillen ydinvoimaprojektiin kasvattaa luottamusta liikevaihdon hajauttamisen ja toisaalta kasvun jatkumisen suhteen. Lisäksi yhtiön aikaisemmin tiedottama Turkin tytäryhtiön perustaminen on tehty käsityksemme mukaan maassa alkavaa ydinvoimaprojektia silmällä pitäen, mikä on myös varovaisen positiivinen tieto.

### Ongelmat painottuvat yhteen erilliseen liiketoimintakokonaisuuteen

Liikevoittotasolla tulosta painoi Suunnittelu ja tuotanto-liiketoimintaan yhdistettävän TPU-maalauksen selkeä 0,8 MEUR:n tappio. Lisäksi yhtiö kirjasi liiketoiminnan osalta

loppuvuodelle 0,4 MEUR:n tappiovarauksen. Näin ollen yrityskaupan myötä tulleen liiketoiminnan heikko tulos painoi konsernitason liikevoittoa 1,2 MEUR. Tämä ja Digitaaliset ratkaisut ja palvelut -liiketoiminnan arviolta noin nollan tasolla oleva tulos huomioiden Resurssit-liiketoiminnan kannattavuus (EBIT-%) on ollut arviomme mukaan noin odotuksiamme tasolla 6 %:ssa. Näin ollen tuloksen osalta ongelmat ovat paikannettavissa yhteen keskittymään emmekä ole huolissamme yhtiön liiketoimintamallista.

Kun huomioidaan, että tappiot ovat paikannettavissa yhteen kokonaisuuteen, on yhtiöllä mielestämme edellytykset päästä tappioista eroon. Enersensen mukaan sillä on vastaavanlaisia kokemuksia aikaisemmasta vuoden 2017 yrityskaupasta, jossa yhtiö kuitenkin onnistui omien toimenpiteiden ja liiketoimintamallin muutoksen avulla kääntämään ostetun kohteen kannattavaksi. Tämä nostaa luottamustamme siihen, että yhtiö pystyy toteuttamaan vastaavat toimenpiteet nyt ostetussa liiketoiminnassa. Huonossa skenaariossa on myös mielestämme mahdollista, että Enersense luopuu liiketoiminnasta, mikäli sen kääntäminen ei onnistu. Tämän vaikutus suhteessa kuluvan vuoden tulokseen olisi positiivinen, koska yhtiö pääsisi tappioista eroon. Siten tuloslaskelmassa menetys näkyisi pääasiassa vain liikevaihdon menetyksenä, mutta alemmilla riveillä vaikutus olisi positiivinen suhteessa vuoden 2018 tulokseen. Matalan (arviomme mukaan noin 0,2 MEUR) kauppahinnan vuoksi liiketoiminnassa ei olisi olennaisia alaskirjaustarpeita.

Alemmilla riveillä yhtiö kirjasi ennustamamme 0,7 MEUR:n listautumisen kulut rahoituskuluiksi. Tästä selvästi kertaluontoisesta erästä oikaistuna rahoituskulut olivat odotuksiamme tasolla ja yhtiö kirjasi positiiviset verot tappiollisen tuloksen takia. Näin ollen osakekohtaisen tuloksen painuminen -0,10 euroon ja alle 0,13 euron ennusteemme oli pääasiassa seurausta odotuksiamme heikommasta operatiivisesta kehityksestä ja yhden liiketoiminta-alueen ongelmista. Listautumisannissa saatujen varojen myötä yhtiö taserakenne oli H1'18:n lopussa hyvällä tasolla, kun yhtiön omavaraisuusaste oli 47 %. Yhtiön nettovelkaantumistaso oli matala 14,4 %. Näin ollen yhtiöllä on edellytykset toteuttaa kasvustrategiaansa myös jatkossa.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H1'17	H1'18	H1'18e	H1'18e	Konsensus		Erotus (%) Tot. vs. Inderes	2018e Inderes
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin		
Liikevaihto	20,2	25,5	29,1				-12 %	52,2
Käyttökate	1,2	0,2	1,2				-83 %	1,6
Liikevoitto	1,1	0,1	1,1				-92 %	1,3
Tulos ennen veroja	1,1	-0,7	0,9				-181 %	0,4
EPS	0,17	-0,10	0,13				-177 %	0,35
Liikevaihdon kasvu-%			25,5 %				-25,5 %-yks.	11 %
Liikevoitto-%	5,7 %		3,8 %				-3,8 %-yks.	2,5 %

Lähde: Inderes

## Kuluvan vuoden tulostaso jää heikoksi

### H2:lla kohentuva tulokunto ei pelasta koko vuotta

Laskimme H1-raportin jälkeen myös H2-ennusteitamme, joka yhdessä odotuksista jääneiden H1-lukujen myötä heijastui merkittävästi kuluvan vuoden ennusteisiimme. Kuluvan vuoden ennusteet laskivat liikevaihdon osalta 52 MEUR:oon ja liikevoiton ennusteemme laski 1,3 MEUR:oon. Laskimme myös tämän vuoden osinkoennusteen nolnaan, ja mielestämme yhtiön tulisi painottaa pääoman allokoinnissa kasvua voitonjaon sijaan.

Alkuvuoden tappioiden takia on selvää, että kuluvan vuoden tulos jää selvästi yhtiön potentiaalisen alapuolelle. Yhtiöllä ei kuitenkaan ole edellytyksiä kieriä heikkoa alkuvuotta umpeen loppuvuonna, sillä liiketoimintamallissa kannattavuuskehitys on jossain määrin rajattu ylöspäin. Enersense kirjasi H1:llä tappioita aiheuttaneen liiketoiminnan osalta H1-tulokseen noin 0,4 MEUR:n tappiovarauksen ja näin ollen H2:n lukuihin tämän liiketoiminnan ei pitäisi heijastua negatiivisesti enää. Mikäli yhtiö onnistuisi liiketoiminnan käänteessä ennakoitua nopeammin, olisi varauksen purun kautta siinä mahdollisuus pieneen positiiviseen tulosvaikutukseen, mutta emme laske tämän varaan, sillä H2:lle tehty varaus on jo selvästi H1:n tappiota pienempi.

Kuluvana vuonna keskiössä onkin liikevaihdon kasvu ja etenkin Resurssit-liiketoiminta-alueen kasvu. Liiketoiminta-alueen kasvua ajaa henkilöstövuokrauspalveluiden kasvu sekä teollisten projektien tuoma liikevaihto, missä keskiössä on yhtiön eteneminen uusissa ydinvoimaprojekteissa. Yhtiön kommentit Flamanvillen suhteen ovat positiiviset, mutta mielestämme keskeistä ensi vuotta ajatellen on yhtiön kautta kulkevan työvoiman osuuden kasvu tässä (ja/tai vastaavasti Turkin) projektissa, sillä nykyisellään volyyymi on arviomme mukaan vielä Enersensen kokoluokassa liikevaihtomielessä pieni.

### Odotamme kannattavuuden hiljalleen kohentuvan ensi vuonna

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan ensi vuonna 12 % 58,7 MEUR:oon. Kasvua ennusteissamme ajaa edelleen Resurssit-liiketoiminta, sillä odotamme yhtiön pystyvän kompensoimaan laskevaa OL3 -liikevaihtoa muilla ydinvoimaprojekteilla sekä jatkamaan asemansa vahvistamista muissa teollisuuden

projekteissa. On myös huomioitava, että vaikka OL3 on nykyisellä aikataululla valmistumassa ensi vuonna, yhtiöllä on rooli myös tuotantolaitoksen ylläpidossa ja huollossa ja näin ollen OL3 tuo yhtiölle liikevaihtoa myös valmistuttuaan.

Odotamme yhtiön tulokunnon kohentuvan selvästi ensi vuonna, missä merkittävä osa on Suunnittelu ja tuotanto-liiketoiminnan tappioiden katkaisu. Odotamme nyt liiketoiminta-alueen tekevän ensi vuonna noin nollian tasolla olevan tuloksen. Taustalla on oletuksemme siitä, että TPU-maalauksen sopimukset uusitaan ensi vuodelle ja ne eivät enää aiheuta tappioita. Nollatulos on mielestämme segmentille välttävää taso, mutta mielestämme heikon H1'18:n jälkeen turvamarginaali on perusteltu. Emme myöskään odota Digitaaliset ja palvelut -liiketoiminnalta ensi vuonna merkittävää tuloskontribuutiota, joten tulosodotukset ovat Resurssit-liiketoiminnan harteilla lähestulkoon kokonaan. Vuoden 2019 liikevoiton ennusteemme on 3,5 MEUR:ssa, mikä vastaa 6 %:n liikevoittomarginaalia (6,5 % EBITDA). Tämä on selvästi yhtiön tavoitteleman keskipitkän aikavälin 8 %:n käyttökatetason (EBITDA) kannattavuustavoitteen alapuolella.

### Kannattavuudessa on selvää nousupotentiaalia, mutta odotamme näyttöjä

Odotamme kasvun maltillistuvan vuonna 2020, mutta olevan yhä hyvällä tasolla lähes 9 %:ssa. Odotamme kasvun vahvistavan kannattavuutta, mutta odotamme myös maltillista tuloskontribuutiota muiltakin liiketoiminta-alueilta kuin vain Resurssit-liiketoiminnalta vuonna 2020. Näin ollen vuoden 2020 liikevoittoennusteemme on 4,3 MEUR:ssa (EBIT-% 6,8 %). Ennusteemme ovat myös selvästi yhtiön pitkän taloudellisten tavoitteiden alapuolella, jotka ovat 100 MEUR:n liikevaihto vuoteen 2021 mennessä ja keskipitkän aikavälin 8 %:n käyttökatemarginaali. Näkemyksemme mukaan liikevaihtotavoite edellyttää yrityskauppoja, joita emme mallinna, sillä niiden ajoitusten ennakointi on käytännössä mahdotonta. Yhtiön on yltänyt kannattavuustavoitteeseensa yli vuonna 2016 (2016 EBITDA-% 10,9 %), mikä todistaa sen olevan mahdollista. Mielestämme yhtiön tulee kuitenkin todistaa sen kannattavuuspotentialiaali vuosien 2017 ja 2018 selvästi heikompien tasojen jälkeen ennen kuin ennusteissa voi nojata näin korkealle.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e			2019e			2020e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	58	52	-9 %	64	59	-8 %	70	64	-8 %
Käyttökate	3,1	1,6	-47 %	4,4	3,8	-13 %	5,1	4,7	-7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	1,3	-62 %	4,1	3,5	-14 %	4,8	4,3	-10 %
Liikevoitto	2,8	1,3	-52 %	4,1	3,5	-14 %	4,8	4,3	-10 %
Tulos ennen veroja	2,5	0,4	-85 %	3,8	3,2	-15 %	4,4	3,9	-10 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,47	0,05	-89 %	0,51	0,46	-10 %	0,59	0,56	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,08	0,00	-100 %	0,09	0,09	0 %	0,10	0,10	0 %

Lähde: Inderes

## Arvostusta tulee katsoa yli vuoden 2018

### Lyhyen tähtäimen arvostus on haastava, nojaamme vuoden 2019 kertoimiin

Lyhyellä tähtäimellä Enersensen tulos pohjainen arvostus on haastava, mikä johtuu kuluvan vuoden heikosta tuloskunnosta. Siirrämme kuitenkin katseemme jo ensi vuoden tuloskertoimiin tässä vaiheessa, mikä nostaa hieman riskiprofiilia. Ensi vuoden kertoimiin nojaaminen on kuitenkin mielestämme perusteltua, koska emme odota kuluvan vuoden tulosaasteiden olevan seurausta pysyvistä ongelmista tai perustavanlaatuisista ongelmista yhtiön liiketoimintamallissa. Näin ollen haasteiden korjaaminen on mielestämme yhtiön omassa käsissä, eikä kuluvan vuoden tuloskunto heijastele yhtiön normaalia tulostasoa.

Enersensen vuoden 2019e P/E-kerroin on tasolla 10x ja vastaava EV/EBITDA on tasolla 6x. Mielestämme nämä ovat yhtiölle matalat kertoimet ja näemmekin kertoimissa nousuvaraa. Suhteellisesti yhtiön vuoden 2019e tulos pohjaiset kertoimet ovat 32 % alle verrokkiryhmän. On kuitenkin huomioitava, että yhtiön pienen koon ja korkeamman riskiprofiilin myötä on perusteltua vaatia diskonttoa suhteessa verrokkeihin. Nykyinen taso on kuitenkin mielestämme perusteettoman suuri ja se osoittaa osakkeessa olevaa potentiaalia. Myös pitkän aikavälin ennusteisiimme nojaava kassavirtamalli tukee näkemystämme osakkeen potentiaalista.

On kuitenkin huomioitava, että mikäli yhtiö toteuttaa vastaavanlaisia yrityskauppoja, jossa se ostaa tappiollisia liiketoiminta, tulee niidenkin kääntäminen suurella todennäköisyydellä viemään aikaa. Tämä taas siirtäisi

tulosodotuksia eteenpäin. Siten yhtiön olisin mielestämme tärkeää priorisoida nykyisen liiketoiminnan kannattavuuden vahvistamista ennen kuin se toteuttaa vastaavanlaisia yrityskauppoja, huolimatta niiden strategisesta houkuttelevuudesta ja myös markkinapotentiaalista. Jossain määrin yhtiön mahdollisuutta toteuttaa yrityskauppoja rajaa mielestämme myös se, että yhtiön osake on heikon tuloskehityksen takia lähivuosien ennusteisiimme peilattaessa matalasti arvostettu. Tästä johtuen osakkeen käyttö yrityskaupassa maksuvälineenä ei ole houkuttelevaa ja se rajaa potentiaalisten järjestelyjen kokoluokkaa.

### Arvostuksen korjaantuminen vaatii luottamuksen palautumista

Mielestämme on kuitenkin selvää, että lyhyellä tähtäimellä ja kuluvan vuoden tuloskehitys huomioiden kertoimien nousu vaatii aikaa, sillä sijoittajien luottamus yhtiön kehitystä kohtaan koki kolauksen H1'18-raportin myötä. Näin ollen arvostuskertoimien nousu linkittyy vahvasti etenkin ensi vuoden tulosodotuksiin. Sijoittajien luottamusta nostaisi kuitenkin arviomme mukaan myös yhtiön edistysaskeleet Resurssi-liiketoiminnan liikevaihdon hajauttamisen etenemisessä ydinvoimasektorilla tai muilla aloilla. Toisin sanoen yhtiölle olisi tärkeää vahvistaa asemaansa muissa sen havittelemissa ydinvoimaprojekteissa (esim. Flamanville) tai vastaavasti muiden alojen (esim. telakkateollisuus) ja yhtiölle merkittävien kokoluokan projekteissa.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Sweco	231,00	2637	2889	17,9	15,6	14,7	13,2	1,6	1,4	21,9	20,0	2,4	2,6	4,2
ÅF	207,00	1429	1429	14,9	13,5	13,2	12,1	1,4	1,3	17,5	16,1	2,7	2,9	2,9
Pöyry	7,60	477	453	12,3	10,1	9,2	9,2	0,8	0,7	17,1	16,2	2,1	2,7	3,1
Etteplan	9,36	234	267	12,5	10,9	9,7	8,6	1,0	0,9	15,4	13,9	3,1	3,5	3,4
Manpower Group	93,32	5233	5578	7,0	6,4	6,4	5,9	0,3	0,2	11,0	10,6	2,1	2,2	2,1
Navigant Consulting	23,60	906	1022							54,0	25,2			
Robert Half International	78,07	8242	7979	14,0	12,7	12,6	11,6	1,4	1,3	22,8	20,7	1,4	1,5	8,1
Groupe Crit	73,10	809	824	5,8	4,8	5,0	4,2	0,3	0,2	8,5	10,2	0,8	1,0	1,5
Adecco	59,24	8670	10306	9,3	8,0	8,5	7,4	0,4	0,4	11,2	10,3	4,1	4,5	2,2
Staffline	1248,00	377	422	8,4	7,3	7,4	6,6	0,3	0,3	10,7	9,9	2,3	2,4	2,8
<b>Enersense (Inderes)</b>	<b>4,65</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>18,4</b>	<b>6,6</b>	<b>15,0</b>	<b>6,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>91,7</b>	<b>10,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>11,3</b>	<b>9,9</b>	<b>9,6</b>	<b>8,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>19,0</b>	<b>15,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,3</b>	<b>10,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>16,2</b>	<b>15,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>49 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>62 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-46 %</b>	<b>465 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-6 %</b>

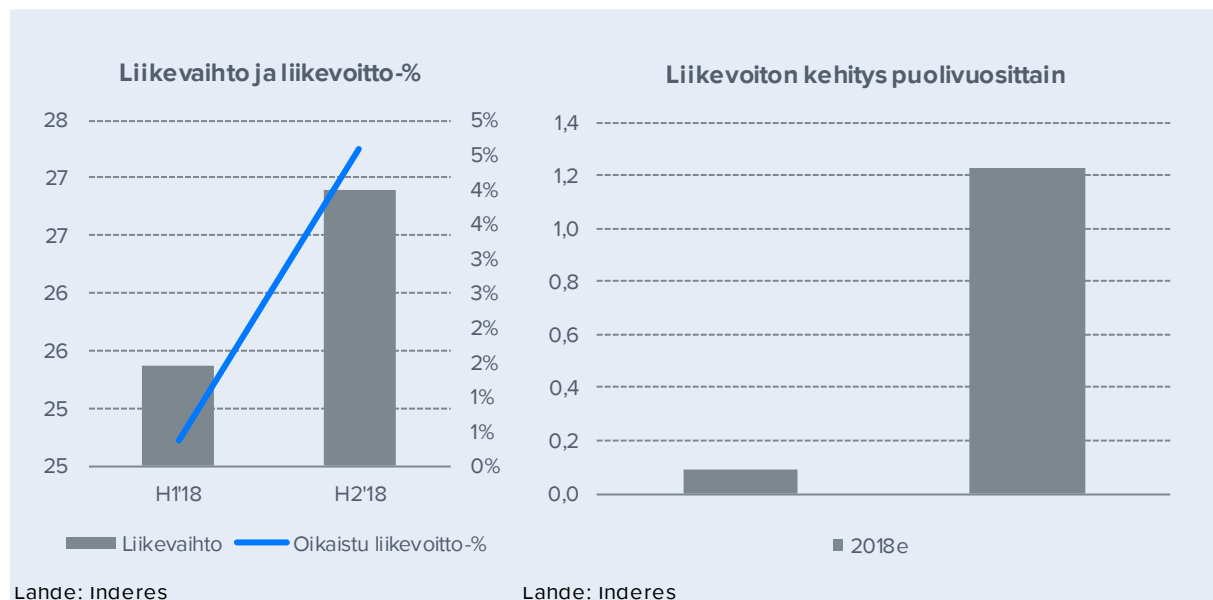
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	2017	H1'18	H2'18	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>36,9</b>	<b>47,0</b>	<b>25,4</b>	<b>26,9</b>	<b>52,2</b>	<b>58,7</b>	<b>63,9</b>
Resurssit	35,7	39,4	19,8	21,2	41,0	45,4	50,0
Digitaaliset ratkaisut ja palvelut	1,1	1,3	0,7	0,7	1,4	1,5	1,8
Suunnittelu ja tuotanto	0,0	6,3	4,9	5,0	9,9	11,8	12,1
Muu liikevaihto	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>4,0</b>	<b>1,9</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>3,9</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,9</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,3	-0,8	-0,2	-1,0	-0,3	-0,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>
Verot	-0,7	-0,5	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	-0,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,64</b>	<b>0,22</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,14</b>	<b>0,05</b>	<b>0,46</b>	<b>0,56</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,64</b>	<b>0,22</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,14</b>	<b>0,05</b>	<b>0,46</b>	<b>0,56</b>

Tunnusluvut	2016	2017	H1'18	H2'18	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	114,5 %	27,5 %			11,1 %	12,4 %	8,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	332 %	-55,7 %			-23,4 %	165,6 %	22,9 %
Käyttökate-%	10,9 %	4,1 %	1,0 %	5,1 %	3,1 %	6,5 %	7,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,6 %	3,7 %	0,4 %	4,6 %	2,5 %	6,0 %	6,8 %
Nettotulos-%	7,9 %	2,1 %	-1,9 %	2,9 %	0,5 %	4,4 %	4,9 %

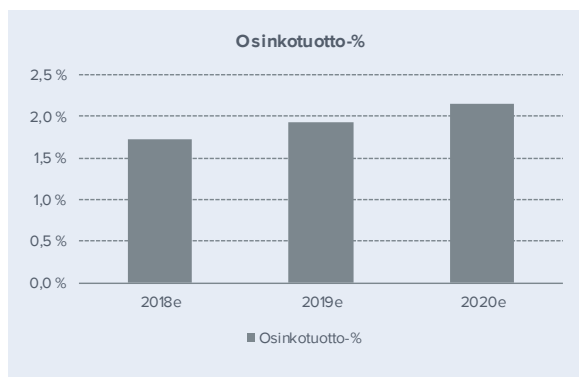
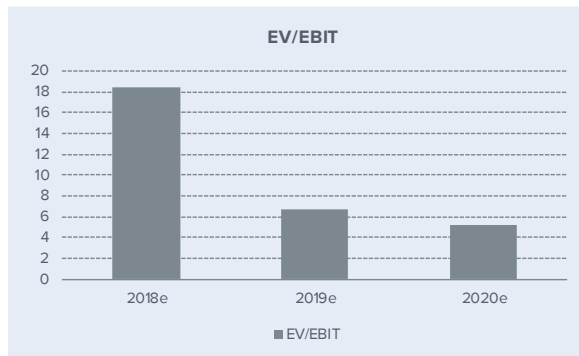
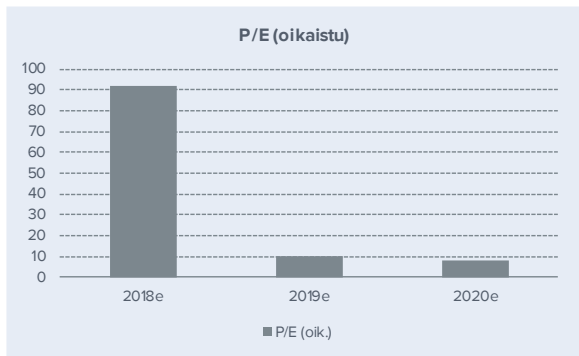
Lähde: Inderes



## Arvostus

Arvostustaso	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	5,90	4,65	4,65	4,65
Markkina-arvo	27	26	26	26
Yritysarvo (EV)	29	24	23	22
P/E (oik.)	26,8	91,7	10,1	8,3
P/E	26,8	91,7	10,1	8,3
P/Kassavirta	22,7	5,7	15,6	15,2
P/B	9,6	2,7	2,2	1,8
P/S	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	14,9	15,0	6,1	4,8
EV/EBIT	16,8	18,4	6,6	5,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	157,8 %	19,6 %	17,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,7 %	1,9 %	2,2 %

Lähde: Inderes



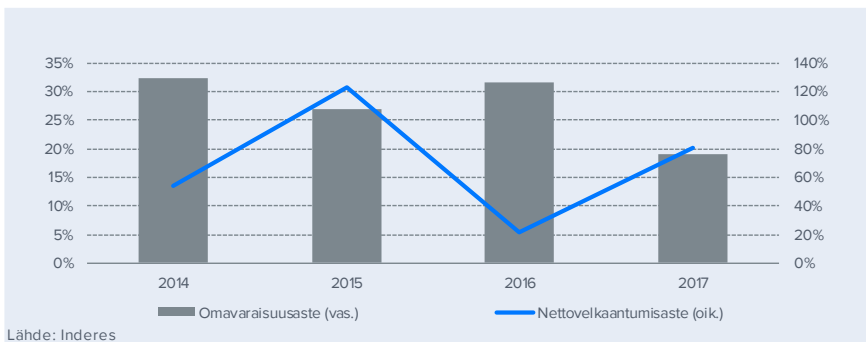
Lähde: Inderes

## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	0	0	0	1	1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>22</b>
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	1	1	3	2	3
Myyntisaamiset	6	8	9	11	12
Likvidit varat	0	2	2	6	7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>23</b>

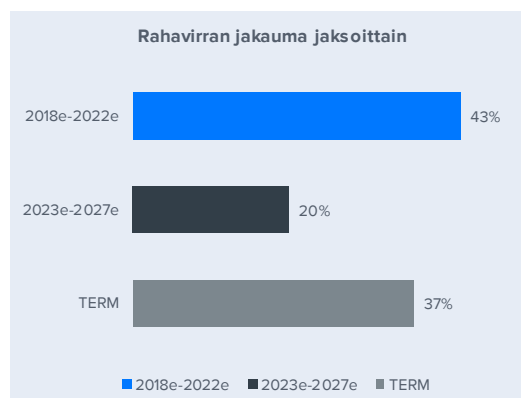
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	1	3	2	3	5
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	0	0	7	7
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	2	2
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	2	3	4	3	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	1	1	4	3	4
Muut lyhytaikaiset velat	2	4	3	3	3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>23</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
- Maksut verot	-0,5	-0,3	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	0,3	-2,4	-0,9	-1,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoinvestoinnit	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	
+/- Muut	0,0	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vapaa kassavirta	1,2	4,6	1,7	1,7	3,1	3,8	3,9	3,8	3,5	3,3	3,3	39,6
Diskontattu vapaa kassavirta		10,9	1,5	1,4	2,2	2,5	2,3	2,0	1,7	1,5	1,3	15,7
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>36,4</b>	<b>32,0</b>	<b>30,5</b>	<b>29,2</b>	<b>27,0</b>	<b>24,5</b>	<b>22,2</b>	<b>20,2</b>	<b>18,5</b>	<b>17,0</b>	<b>15,7</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>36,4</b>											
- Korolliset velat												
+ Rahavarat												
-Vähemmistöosuus												
-Osinko/pääomapalautus												
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>34,2</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>6,08</b>											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,4 %



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	17,2	36,9	47,0	52,2	58,7
EBITDA	1,2	4,0	1,9	1,6	3,8
EBITDA-marginaali (%)	7,2	10,9	4,1	3,1	6,5
EBIT	1,2	3,9	1,7	1,3	3,5
Voitto ennen veroja	1,1	3,7	1,5	0,4	3,2
Nettovoitto	0,8	2,9	1,0	0,3	2,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	7,0	11,9	14,6	20,6	23,1
Oma pääoma	1,9	3,8	2,8	9,5	11,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Korolliset velat	2,8	3,1	4,3	4,5	4,5

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	1,2	4,0	1,9	1,6	3,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,2	-0,4	0,3	-2,4	-0,9
Operatiivinen kassavirta	-1,2	2,8	1,7	-1,3	2,2
Vapaa kassavirta	-1,2	2,6	1,2	4,6	1,7

Yhtiökuvaus
Enersense on teollisuuden suurten rakennus- ja huoltohankkeiden resurssienhallinnan asiantuntija. Yhtiön pääasialliset asiakasalat ovat energia-, rakennus- ja telakkateollisuus. Yhtiön liiketoiminta muodostuu kolmesta liiketoiminta-alueesta, jotka ovat Resurssit, Digitaaliset ratkaisut ja palvelut sekä Suunnittelu ja tuotanto.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS		0,64	0,22	0,05	0,46
EPS oikaistu		0,64	0,22	0,05	0,46
Operat. kassavirta per osak		0,63	0,38	-0,23	0,39
Tasearvo per osake		0,84	0,61	1,69	2,07
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,08	0,09
Voitonjako, %	0	0	0	158	20
Osinkotuotto, %			0,0	1,7	1,9

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	0,0	0,0	26,8	91,7	10,1
P/B	0,0	0,0	9,6	2,7	2,2
P/Liikevaihto		0,0	0,6	0,5	0,4
P/CF		0,0	15,5	neg.	12,0
EV/Liikevaihto	0,1	0,0	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	1,9	0,2	14,9	15,0	6,1
EV/EBIT	2,0	0,2	16,8	18,4	6,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Corporatum Oy	76,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,9 %
Holopainen Jussi	2,8 %
Tukinvest Oy	1,8 %
Sijoitusrahasto Säästöpankki Pienyhtiöt	1,1 %
Umo Capital	1,1 %

## Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.4.2018	Osta	6,70 €	5,30 €
31.8.2018	Osta	6,00 €	4,61 €

## Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

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