

# Eezy

Laaja raportti

27.1.2022 19:05



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kahleista irtautuminen lähestyy

Toistamme Eezyn 7,0 euron tavoitehinnan lisää-suosituksemme. Vuodet 2020-2021 olivat yhtiölle tuloksellisesti vaatimattomia, minkä taustalla on etenkin koronapandemian kysyntävaikutus. Haastavalla ajanjaksolla yhtiö on kuitenkin onnistuneesti tehostanut organisaatiotaan, mikä on jo heijastunut kannattavuuteen. Tämä antaa hyvät edellytykset tuloskasvulle, kun yhtiö pääsee irti koronapandemian kahleista oletettavasti lähitulevaisuudessa. Ennustamaamme lähivuosien tuloskasvuun suhteutettuna osake on näkemyksemme mukaan maltillisesti hinnoiteltu. Näin ollen pandemian kohollaan pitämästä epävarmuudesta huolimatta pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta hyvänä.

## Laaja kattaus henkilöstöpalveluita valtakunnallisesti

Eezy on liikevaihdolla mitattuna Suomen toiseksi suurin henkilöstöpalveluyhtiö, jonka tulovirrat muodostavat henkilöstövuokraus-, kevytyrittäjä- sekä erilaiset asiantuntijapalvelut. Henkilöstövuokraus muodosti 91 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2020 ja sitä yhtiö harjoittaa sekä omien toimipisteiden kautta että franchise-mallilla. Yhtiön kohdemarkkina on laajan maantieteellisen peiton ja toimialahajautuksen ansiosta koko Suomen pirstaloinen henkilöstöpalvelumarkkina, jonka arvo vuonna 2020 oli 2,9 miljardia. Markkina on kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana keskimäärin noin 8 % vuodessa. Strategiassaan yhtiö painottaa kasvua, jota tavoitellaan sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti yritysostojen avulla.

## Tuloskasvunäkymät ovat erittäin hyvät, kun koronapandemia väistyy

Koronapandemia on heijastunut Eezyn toimintaympäristöön voimakkaasti, mikä on painanut sen liikevaihdon kehitystä viimeisen kahden vuoden aikana. Vuonna 2020 yhtiön toteuttama tehostusohjelma oli onnistunut ja viime aikoina tämä on heijastunut suotuisasti yhtiön kannattavuuteen, kun vallinneen pandemiatilanteen vaikutus on ajoittain lieventynyt. Näin ollen pidämme yhtiön tuloskasvunäkymiä lähivuosille hyvinä. Ennusteissamme odotamme koronan hellittävän ja kysynnän palautuvan alkuvuoden 2022 jälkeen. Tätä mukaillen ennustamme lähivuosien liikevaihdon kasvun yltävän keskimäärin 12 %:iin vuosina 2022-2024. Ennustamme tehokkuuden nousun heijastuvan nousujohteiseksi kannattavuuskehitykseksi liikevaihdon kasvun seurauksena, mikä ennusteissamme kaksinkertaistaa liikevoiton kasvuvauhdin samalla ajanjaksolla. Lisäksi arvioimme, että yhtiö jatkaa lähivuosina yritysostoja tavoitellessaan taloudellista tavoitettaan 400 MEUR:n liikevaihdosta vuonna 2025. Näkemyksemme mukaan merkittävimmät ennusteriskit liittyvät lyhyellä tähtämellä pandemiatilanteeseen ja pidemmällä tähtämellä talouskasvuvauhtiin.

## Ennustamamme tuloskasvu toimii tuotto-odotuksen ajurina

Vuosien 2022 ja 2023 P/E-kertoimet ovat 14x ja 11x ja EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 9x. Absoluuttisesti vuoden 2022 arvostuskertoimet ovat mielestämme kohtuulliset, kun taas vuoden 2023 arvostuskertoimet painuvat matalalle tasolle. Suhteellisesti Eezy arvostetaan vuoden 2022 kertoimilla preemiolla verrokkeihinsa nähden, mutta mielestämme preemio voidaan perustella ripeämmällä kasvulla ja korkeammalla kannattavuudella. Lähivuosien tuotto-odotuksen ajurina toimii ennustamamme tuloskasvu, mikä yhdessä maltillisen osinkotuoton kanssa nostaa tuotto-odotuksen hyvälle tasolle. Historiallisiin näyttöihin perustuen sijoittajat saavat näkemyksemme mukaan osakkeen mukana odotusarvoltaan positiivisen yritysjärjestelyoption.

## Suositus

**Lisää**  
(aik. Lisää)

**7,00 EUR**  
(aik. 7,00 EUR)

**Osakekurssi:**  
6,06



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	191	194	232	266
<b>kasvu-%</b>	12 %	2 %	19 %	15 %
<b>EBIT oik.</b>	6,9	10,7	16,1	20,0
<b>EBIT-% oik.</b>	3,6 %	5,5 %	7,0 %	7,5 %
<b>Nettotulos</b>	2,7	7,5	11,1	14,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,16	0,27	0,44	0,57

<b>P/E (oik.)</b>	36,8	22,6	13,7	10,7
<b>P/B</b>	1,5	1,4	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,5 %	2,5 %	3,3 %	3,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	28,1	19,3	12,2	9,2
<b>EV/EBITDA</b>	14,3	10,9	8,2	6,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	1,1	0,9	0,7

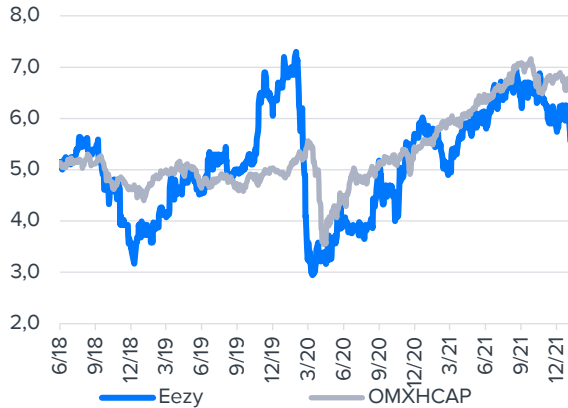
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

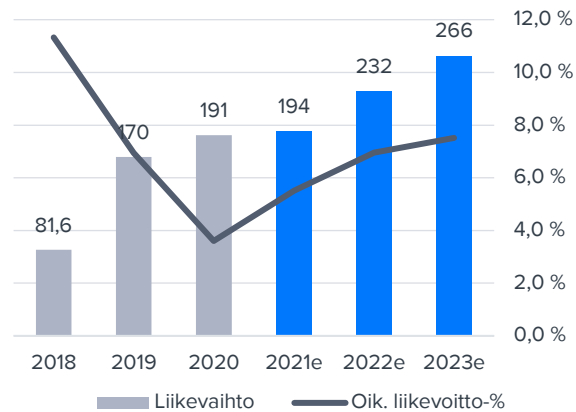
Eezy odottaa liikevaihdon olevan 190-210 MEUR ja liikevoiton olevan 11-14 MEUR

## Osakekurssi



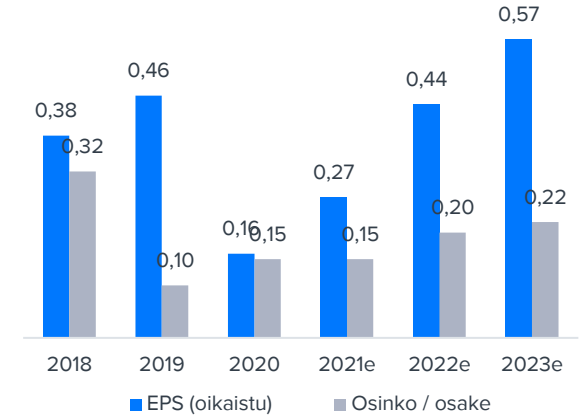
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Markkinan pitkän aikavälin kasvua ajaa rakenteelliset tekijät
- Tehostusohjelman myötä laskenut kustannustaso tukee kannattavuutta
- Korkean kannattavuuden Asiantuntijapalveluiden kasvu
- Yhtiöllä on edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla, mihin luottamusta nostaa hyvät historialliset näytöt



## Riskitekijät

- Talouden kehitys vaikuttaa vivulla toimialaan
- Kilpailutilanteen kiristymisen pitkän aikavälin riski
- Yritysostovetoiseen kasvuun liittyvät riskit
- Koronapandemian aiheuttamat lyhyen tähtäimen riskit

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,06	6,06	6,06
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	25,0	25,0
Markkina-arvo	151	152	152
Yritysarvo (EV)	206	197	184
P/E (oik.)	22,6	13,7	10,7
P/E	20,2	13,7	10,7
P/Kassavirta	neg.	9,6	7,7
P/B	1,4	1,4	1,3
P/S	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	10,9	8,2	6,6
EV/EBIT (oik.)	19,3	12,2	9,2
Osinko/tulos (%)	50,0 %	45,1 %	38,9 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,3 %	3,6 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-8</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>9-11</b>
Markkina ja kilpailukenttä	<b>12-17</b>
Taloudellinen tilanne	<b>18-19</b>
Ennusteet	<b>20-23</b>
Sijoitusprofiili	<b>24-25</b>
Arvonmääritys	<b>26-27</b>
Taulukot	<b>28-33</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>34</b>

# Eezy lyhyesti

Eezy on henkilöstöpalveluyritys, joka tarjoaa kattavan valikoiman henkilöstövuokrauksen, rekrytoinnin, organisaation kehittämisen ja kouluttamisen palveluita sekä kevytyrittäjäpalveluita.

## 2015-2018

- Kasvua vauhdittaa hyvä talouskehitys, joka kasvattaa työvoiman kysyntää
- Kansainväliset toiminnot olennaisessa osassa vuonna 2015, mutta niiden suhteellinen osuus laskee jaksolla selvästi
- Pääomasijoittaja Sentica merkittäväksi omistajaksi vuonna 2017 ja listautuminen vuonna 2018

## 2019

- Pieniä täydentäviä yritysostoja ja hoivapalveluiden divestointi
- Smile-fuusiolla hyppy uuteen kokoluokkaan
- Brändiportfolion yhtenäistäminen ja konsernin nimeksi Eezy (aik. VMP)
- Voimakkaan epäorgaanisen kasvuvaiheen jälkeen laaja integraatioprosessi aloitetaan

## 2020-2021

- Koronapandemia leikkaa liikevaihtoa voimakkaasti, mutta Smile-fuusion epäorgaaninen kasvu nostaa liikevaihdon kokonaiskasvun positiiviseksi vuonna 2020
- Integraatio- ja kustannussäästöohjelma laskee kustannusrakennetta ja vahvistaa kannattavuus-potentiaalia
- Päätös myydä Ruotsin tytäryhtiö (toteutui 1/2021)
- Tarjontaa täydentäviä yritysostoja vuonna 2021

## 191 MEUR (12 %)

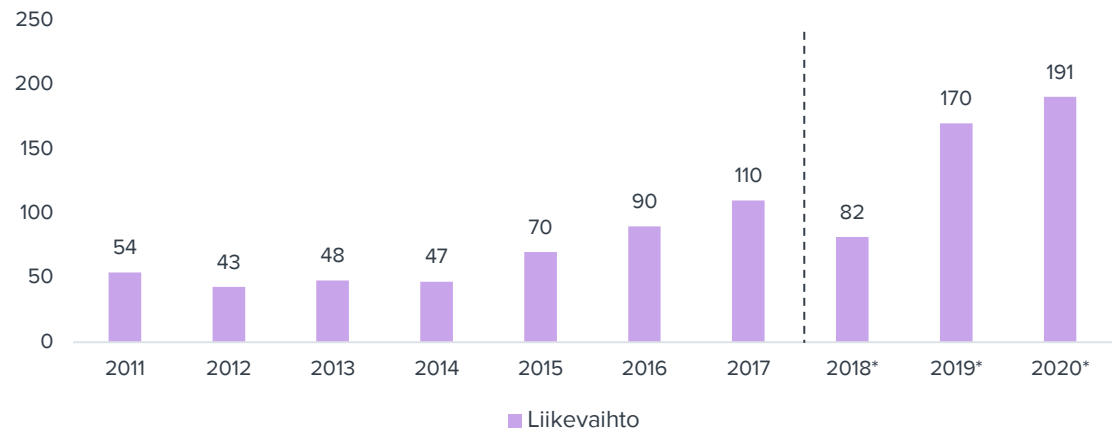
Liikevaihto 2020 (liikevaihdon kasvu-%)

## 6,9 MEUR (3,6 %)

Oikaistu liikevoitto 2020 (oik. liikevoitto-%)

## 91 %

Henkilöstövuokrauksen osuus liikevaihdosta 2020



\* 2018-2020 luvut IFRS-lukuja ja siten ne eivät ole täysin vertailukelpoisia aiempien vuosien FAS-lukuihin

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

## Henkilöstöpalveluyhtiö Eezy

Eezy on henkilöstöpalveluyritys, joka tarjoaa laajan kattauksen henkilöstöpalveluita Suomessa valtakunnallisesti. Yhtiön tulovirrat muodostuvat neljästä raportoitavasta palvelualueesta, jotka ovat Henkilöstövuokraus, Asiantuntijapalvelut, Franchise-tuotot ja Kevytyrittäjäpalvelut. Eezy:n liikevaihto oli 191 MEUR vuonna 2020 ja oikaistu liikevoitto oli 6,9 MEUR (oik. liikevoitto-% 3,6 %).

## Henkilöstövuokrauksella on suuri rooli

Liikevaihdoltaan suurin palveluala on henkilöstövuokraus, joka noin 173 MEUR:n liikevaihdolla mitattuna vastasi 91 % liikevaihdosta vuonna 2020 (2019: 149 MEUR). Koronapandemia leikkasi rajusti henkilöstövuokrauksen kysyntää, mutta tästä huolimatta palvelualue kasvoi vuonna 2020, mikä heijastelee vuoden 2019 jälkimmäisellä puoliskolla tehdyn Smile-yritysjärjestelyn tuomaa epäorgaanista kasvua.

Henkilöstövuokraus palvelee laajalla säteellä maantieteellisesti sekä kattavasti eri asiakasaloilla, mutta suurimman kokonaisuuden muodostaa Teollisuuden, rakentamisen ja logistiikan kokonaisuus, joka käsityksemme mukaan normaalissa toimintaympäristössä vastaa reilua 50 % vuositason kokonaisliikevaihdosta (2021: 55 %). Toiseksi suurin asiakasala on tavanomaisesti ollut Horeca-ala noin 25 %:n osuudella, mutta pandemian seurauksena se on pienentynyt (2021: 18 %) samalla kun kaupanala (2021: 14 %) on kasvattanut osuuttaan.

## Asiantuntijapalvelut

Asiantuntijapalvelut toivat noin 4 % konsernin

liikevaihdosta vuonna 2020 (2019: 9,4 MEUR). Sen palvelutarjontaan kuuluvat rekrytointiin, soveltuvuusarvioinnin, koulutuksen ja suorahaun palveluita, jotka toimivat Eezy Personnel -brändin alla. Eezy Flow -brändin alla toimii organisaation kehittämisen, kuten valmennuksen ja henkilöstötutkimuksien palvelut. Eezy on tehnyt viimeisen reilun vuoden aikana useita pienempiä ja täydentäviä yritysjärjestelyjä kasvattaakseen Asiantuntijapalveluita. Asiantuntijapalveluiden tarjontaa laajensi Q4'21:llä tehty Valmennuskeskus-yritysosto. Valmennuskeskus tarjoaa julkishallinnolle koulutus-, valmennus-, ohjaus- ja kuntoutuspalveluja sekä valmennuskursseja lukiolaisille.

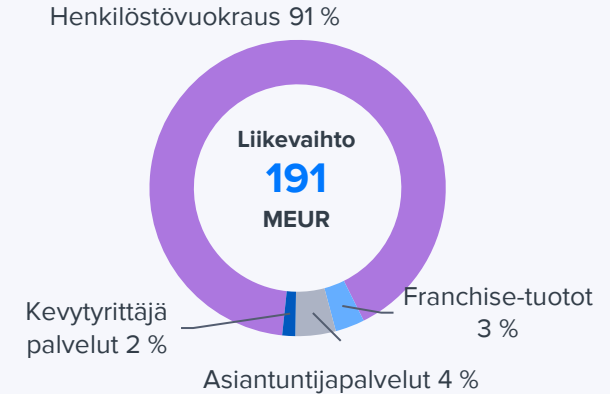
## Franchise-tuotot

Franchise-tuotot vastasivat 3 % konsernin vuoden 2020 liikevaihdosta (2019: 7,8 MEUR) ja ne muodostuvat Eezy brändin alla toimivista yksityisomisteisista henkilöstöpalvelualan yrityksistä, jotka maksavat franchise-maksuja korvauksena konsernitason hallinnon ja markkinoinnin palveluista. Maksut ovat tyypillisesti tietty osuus (%) ketjuyrittäjän liikevaihdosta tai myyntikatteesta. Franchise-ketjussa on 16 franchise-yritystä, joilla on noin 30 toimipistettä.

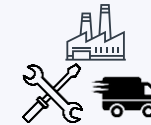
## Kevytyrittäjäpalvelut

Kevytyrittäjäpalvelut muodostivat konsernin vuoden 2020 liikevaihdosta pienimmän ja noin 2 %:n osuuden. Huomioitavaa on kuitenkin, että IFRS-raportoinnissa Eezy:n liikevaihto muodostuu vain sen saamasta palkkio-osuudesta, joka oli 2,7 MEUR vuonna 2020 (2019: 3,2 MEUR).

## Liikevaihdon jakauma 2020



## Suurimmat asiakasalat \*



Teollisuus, rakentaminen ja logistiikka  
~ 50 % liikevaihdosta



Horeca ~ 25 % liikevaihdosta

Lähde: Eezy ja Inderes

\* Suhdeluvut suuntaa antavia ja koskevat normaalia toimintaympäristöä. Pandemia-aikana tasot voivat poiketa normaalista

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Toiminnan kokoluokkaa paremmin kuvaava kevytyrittäjien laskutusvolyymi vuonna 2020 oli 41,9 MEUR (2019: 50 MEUR). Kevytyrittäjäpalvelut mahdollistavat työntekijälle yrittäjänä toimimisen ilman yrityksen operointiin perustuvia hallinnollisia palveluita, sillä käyttäjä voi laskuttaa tekemästään työstä Eezyn palvelua hyödyntäen. Palvelumaksua vastaan Eezy hoitaa laskutuksen lisäksi kevytyrittäjän lakisääteiset veloitteet (mm. sivukulujen maksu ja vakuutukset). Palvelumaksu on sidottu kevytyrittäjän laskutukseen ja vaihtelee 7 %:sta (laskutuskertymä < 50 teur) 5 %:iin (laskutuskertymä >300 teur). Lisäksi Eezy tarjoaa kevytyrittäjille maksullisia lisäpalveluita, kuten lakineuvontaa ja Express-palkka -palvelua.

## Kannattavuustasot vaihtelevat palvelualueittain

Eezy ei raportoi eri palvelualueiden kannattavuutta, mutta arviomme mukaan niiden myyntikatteet ja skaalautuvuus yli ajan vaihtelee selvästi. Henkilöstövuokrauksessa työvoiman palkkakustannukseen lisätään tavanomaisesti palvelun tarjoajan kate, mikä vaihtelee toimialoittain, mutta keskimäärin alan toimijoiden myyntikate on noin 20 %. Vastaavasti projektiluonteiset Asiantuntijapalvelut ovat tyypillisesti korkeamman katetason (arviolta noin 15-25 % EBITDA-%), mutta henkilöintensiivisen 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).

## Tulovirrat ei jatkuvia

Eezyn tulovirrat eivät pääsääntöisesti ole jatkuvia, sillä asiakassopimusten kestoja ohjaa asiakkaiden vaihteleva tarve palveluille. Henkilöstövuokrauksesta on kuitenkin tullut yleinen tapa tietyillä 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.

## Liiketoimintamalli ei sido merkittävästi pääomaa

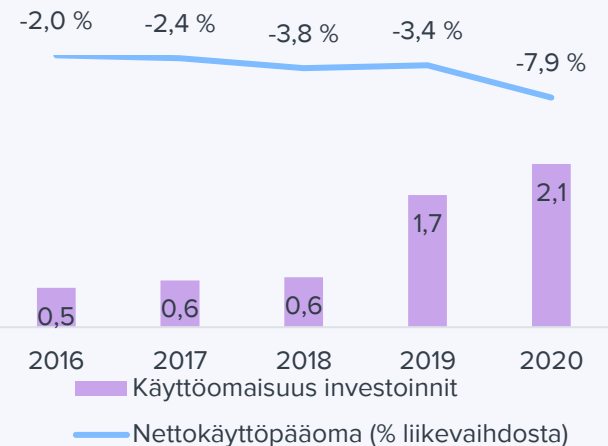
Eezyn liiketoimintamalli ei sido olennaisesti pääomaa, sillä henkilöstövuokraukselle tyypillistä lievää käyttöpääoman sitoutumista tasaa muun muassa Kevytyrittäjäpalveluiden rahavirtojen ajoitus, jonka ansiosta yhtiö tyypillisesti laskuttaa palvelujen ostajaa ennen kuin maksaa palvelun tuottajalle palkan. Tästä johtuen Eezyn liiketoiminnan rahavirta seuraa hyvin operatiivista tulosta. Historiallisesti ennen koronapandemian poikkeusolojen ja tiettyjen maksuhelpotusten värittämää vuotta 2020 käyttöpääoma on ollut lievästi negatiivinen, mikä on heijastellut etenkin Franchise-tuottojen tuntuva suhteellista osuutta.

Liiketoimintamallin investointitarpeet aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen ovat maltilliset ja pääasialliset käyttöomaisuus investointitarpeet muodostuvat hallinnon, kuten erilaisten it-järjestelmien tarpeista. Matalasta investointitarpeesta johtuen liiketoiminnan kyky tuottaa vapaata rahavirtaa on hyvä.

## Maantieteellinen peitto



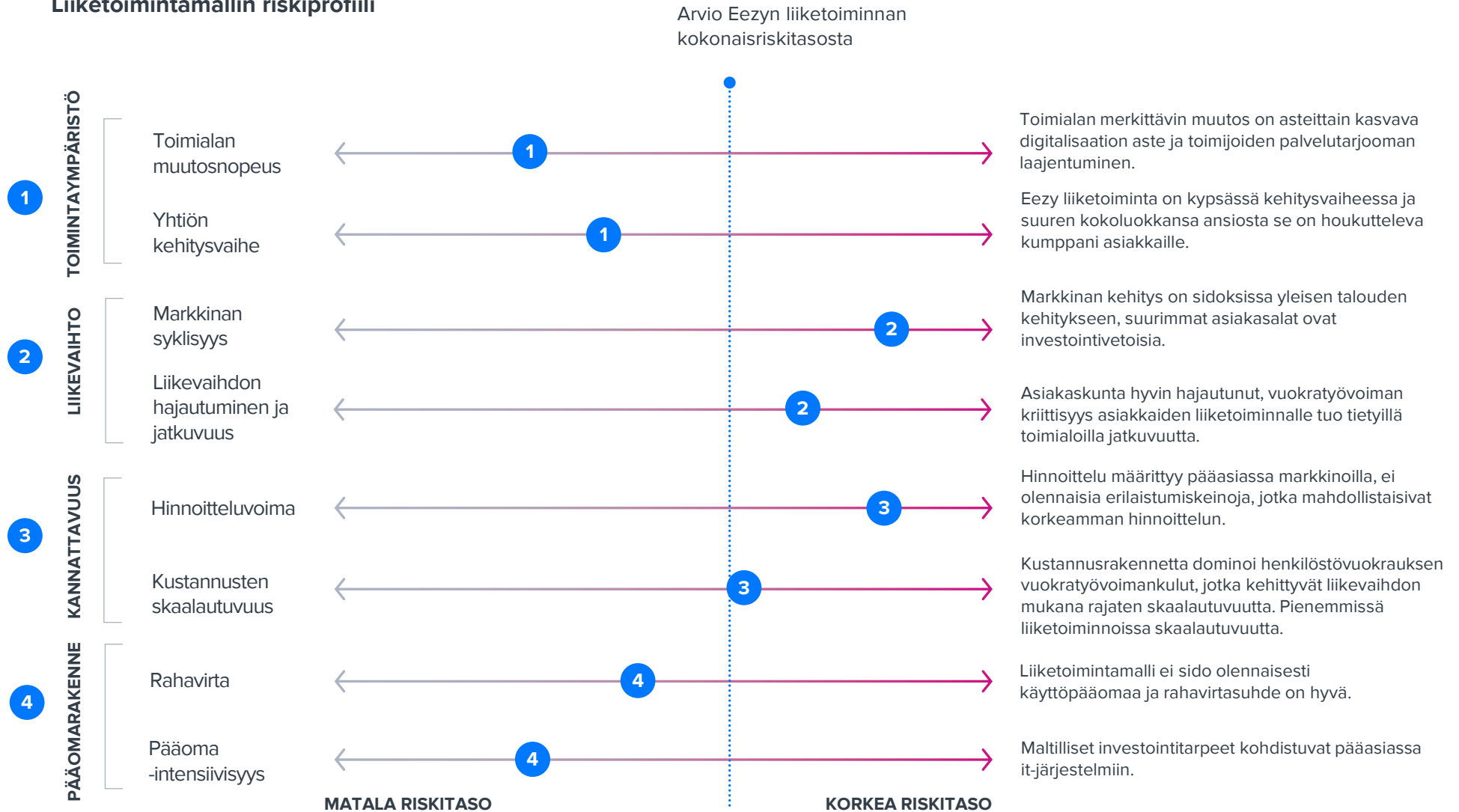
## Investointien ja käyttöpääoman kehitys



Lähde: Eezy ja Inderes

# Liiketoimintamalli

## Liiketoimintamallin riskiprofiili





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Strategia vuosille 2022-2025

Eezy päivitti strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa loppuvuodesta 2021. Vuosille 2022-2025 ajoittuvan kasvustrategian tavoitteena on voimakas liikevaihdon kasvu ja kannattavuuden nousu. Se perustuu kasvavien markkinoiden vauhdittamaan orgaaniseen kasvuun sekä valikoituihin yritysostoihin. Epäorgaanisessa kasvussa Eezy keskittyy kannattavuuden parantamiseen synergioiden avulla sekä panostamalla korkeampikatteisiin toimialoihin.

Eezyn strateginen tavoite on tarjota laaja-alaisesti palveluita läpi koko ihmisen työuran. Strategian tärkeimmät painopistealueet ja toimenpiteet ovat:

**Voittava organisaatio:** Eezyn kannattavuus paranee merkittävästi orgaanisella kasvulla liiketoiminnan skaalautuessa.

**Kasvu ja asiakkaat:** Eezyn asiakaspalvelu paranee ja tehostuu uusilla digitaalisilla ratkaisuilla ja asiakkaiden liiketoimintaa kehitetään Eezyn valmennuksen, tutkimuksen, datan ja koneoppimisen avulla.

**Halutuun osaajien joukko:** Eezyn osaajajoukko kasvaa koulutuksen, kansainvälisen rekrytoinnin sekä täysin uusien palveluiden kautta ja Eezyn vetovoima lisääntyy digitaalisuuden sekä palveluiden helppokäyttöisyyden avulla.

**Merkittävien työelämän uudistaja:** Eezyn yhteiskunnallinen vaikuttavuus kasvaa yritysostoilla ja palvelutarjonnan laajentamisella.

## Taloudelliset tavoitteet

Eezyn taloudelliset tavoitteet säilyivät ennallaan edellisestä strategiakaudesta, kun yhtiö tavoittelee

vuonna 2025 400 MEUR:n liikevaihtoa ja 10 %:n liikevoittomarginaalia. 30-50 %:n osingonjakopolitiikkansa yhtiö piti myös ennallaan.

## Kasvutavoite jakautuu orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvuun

Eezyn liikevaihdon kasvutavoite edellyttää karkeasti liikevaihdon kaksinkertaistamista nykyisestä tasosta (2020-2021e liikevaihto 191-194 MEUR). Tavoite jakautuu karkeasti puoliiksi orgaanisen kasvun ja epäorgaanisen kasvun varaan. 100 MEUR:n orgaaninen kasvutavoite voidaan yhtiön mukaan jakaa sekä koronapandemian aiheuttaman kysynnän palautumiseen että henkilöstöpalvelualan kasvun jatkumiseen. Yhtiö on arvioinut, että koronapandemian aiheuttama ja etenkin Horeca-sektoriin vaikuttanut kysynnän lasku on vuositason liikevaihtona noin 30-40 MEUR. Tästä laskettuna liikevaihtotavoitteen orgaaninen kasvu nojaa oletukseen, että markkinan lähivuosien kasvun on karkeasti 5-10 % vuositasolla, jos oletamme yhtiön säilyttävän nykyisen suhteellisen markkina-asemansa.

## Epäorgaanista kasvua tutulla sapluunalla

Epäorgaanisen kasvun osalta Eezy keskittyy käsityksemme mukaan viimeaikaiseen tapaan etenkin Asiantuntijapalveluiden kasvattamiseen, vaikkakaan yritysostoja muilla palvelualueilla ei myöskään poissuljeta. Tämä on mielestämme varsin perusteltua, sillä yhtiöllä on jo vahva peitto henkilöstövuokrauksessa. Lisäksi yhtiöllä on jo valmis kattava asiakaskunta, jolle myydä palveluita. Asiantuntijapalveluille on myös ominaista konsernitason kannattavuutta korkeampi kannattavuus ja näin ollen näiden palveluiden



## Strategian painopistealueita

Voittava organisaatio

- Kannattavuus paranee orgaanisella kasvulla

Kasvu ja asiakkaat

- Digitaaliset ratkaisut tehostaa ja parantaa palvelua

Halutuun osaajien joukko

- Osaajajoukko kasvaa koulutuksen, kansainvälisen rekrytoinnin ja uusien palveluiden kautta

Merkittävä työelämän uudistaja

- Yhteiskunnallinen vaikuttavuus kasvaa yritysostoilla ja palvelutarjontaa laajentamalla



## Taloudelliset tavoitteet

Liikevaihto 400 MEUR vuonna 2025

- Ajurina markkinan orgaaninen kasvu ja yritysostojen jatkaminen

Liikevoittomarginaali 10 %

- Edellyttää arviomme mukaan liikevaihdon painopisteen muutosta

Osinko 30-50 % tilikauden tuloksesta

- Hyvä rahavirta ja matala investointitarve mahdollistavat voitonjaon, vaikka epäorgaaninen kasvu edellyttää pääomaa

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

kasvu arviomme mukaan tukee myös kannattavuustavoitteen saavuttamista. Näiden strategisten ja taloudellisten kannustimien lisäksi epäorgaanista kasvua Asiantuntijapalveluissa puoltaa markkinan pirstaloituneisuus, minkä tulisi arviomme mukaan tarjota mahdollisuus tehdä yritysostoja historialliseen tapaan maltillisella ja Eezyn omaa arvostusta matalammilla arvostuskertoimilla. Eezy on arvioinut, että tavanomaisten investointien, velkojen maksun ja osingonjakopolitiikan mukaisen voitonjaon jälkeen, sillä on noin 30-40 MEUR allokoitavaksi yritysostoihin strategiakaudella. Kasvupanoksia vahvistaa myös Eezyn oma osake, jonka käyttämistä yrityskaupoissa maksuvälineenä pidämme sitouttamistekijöistä johtuen järkevänä.

Epäorgaanisen kasvun lisäksi toinen puolisko liikevaihtotason tavoitteesta rakentuu osin myös uusien palveluiden varaan. Yhtiö suunnittelee digitaalista henkilöstön hyvinvointipalvelua, jonka on tarkoitus yhdistää yksilön ura- ja hyvinvointipalvelut yhtiöiden johtamisjärjestelmiin. Tämä palvelu on kuitenkin vielä konseptointivaiheessa, joten sen potentiaalinen konkretisointumista joudutaan odottamaan.

## Kannattavuustavoite linkitty liikevaihdon jakaamaan

Vuosina 2019-2020 Eezyn oikaistu liikevoitto-% on ollut 3,6-6,9 % ja kuluvan vuoden ennusteemme on 5,5 %. Smile-järjestelyn myötä kasvaneen kokoluokan ja pandemian vaikutuksen seurauksena viime vuosien kehitys ei kuitenkaan mielestämme anna nykymuotoisen Eezyn kannattavuuspotentiaalista parasta kuvaa. Tavoite 10 %:n liikevoittomarginaalista on näkemyksemme mukaan henkilöstövuokrausliiketoiminnalle

kuitenkin haastava ja konsernin liikevaihdon jakaumaa peilaten arviomme henkilöstövuokrauksen kannattavuuspotentiaalini heijastelevan melko hyvin koko konsernin kannattavuuspotentiaalia tällä hetkellä. Arviomme, että tavoitetasoon yltäminen edellyttää liikevaihdon painopisteen muutosta siten, että korkeamman kannattavuuspotentiaalini liiketoimintojen suhteellinen osuus on nykyistä suurempi. Näin ollen kannattavuustavoitteen saavuttaminen linkittyy vahvasti onnistumiseen yritysostostrategian toteutuksessa.

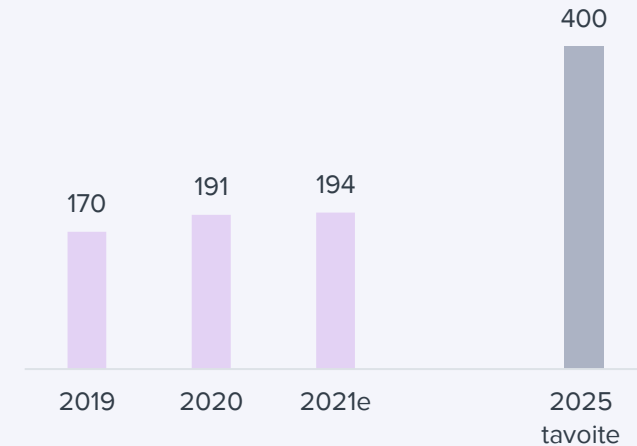
## Pääoman allokointi tasapainoilua kasvun ja osingon välillä

Hyvää kassavirtaprofiilia ja matalaa investointitarvetta ja kohtuullista velkaantuneisuutta peilaten Eezyllä on edellytykset jakaa osingonjakopolitiikkansa mukaisesti 30-50 % tuloksesta omistajille. Arviomme mukaan pääoman allokoinnissa (epäorgaaninen) kasvu on kuitenkin etusijalla ja siten pääoman allokointimahdollisuuksiin vaikuttavat myös kasvumahdollisuudet.

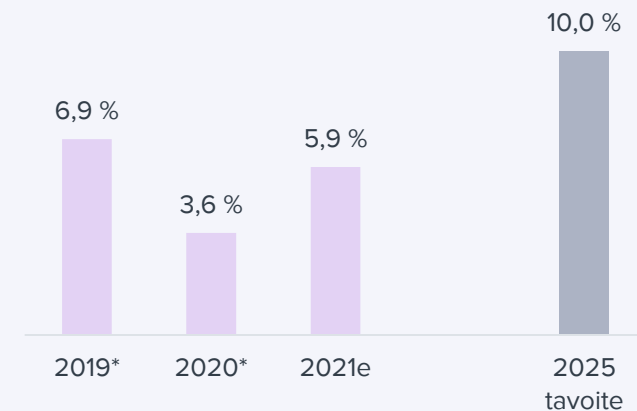
## Velkaantuneisuuden suhteen ei tavoitetasoa

Eezyllä ei ole tavoitteita pääomarakenteensa suhteen, mutta velkojen kovenanteissa yhtiö on sitoutunut siihen, että sen nettovelkaantumisaste on enintään 100 % (Q3'21: 43 %) ja sen nettovelka/käyttökate on enintään 3x (2021e 2,9x). Tällä hetkellä yhtiö täyttää nämä ehdot, minkä lisäksi sen kassavirta laskee jatkuvasti nettovelan määrää. Kovenantit asettavat raamit pääomarakenteella, mutta luonnollisesti yhtiön mukavuusalue on hieman kovenanttien tasoa matalammalla. Pidämme näitä tasoja asianmukaisena yhtiön liiketoiminnalle.

## Liikevaihdon kehitys ja tavoitetaso



## Liikevoitto-%:n kehitys ja tavoitetaso



Lähde: Eezy ja Inderes  
\* Oikaistu liikevoitto-%

# Eezyn strateginen kehitys

2011  
-  
2017

2017  
-  
2020

2021

## Liiketoiminnan terävöittäminen ja strategian tarkastelu

- Palveluvalikoiman laajennus rekrytointien ja organisaation kehittämisen palveluihin (nyk. Asiantuntijapalvelut)
- Kevyrittäjäpalveluiden enemmistöosuuden hankinta
- Oman toimipaikkaverkoston fokusointi
- Pääomasijoittaja Sentic Partners VMP:n enemmistöomistajaksi

## Voimakas kasvu orgaanisesti ja epäorgaanisesti

- Talouden vahva kehitys ja onnistunut kasvustrategian toteutus tukee Eezyn ripeää orgaanista kasvua
- Pienemmän kokoluokan täsmäostot vauhdittavat kasvua ja laajentavat palvelutarjontaa
- Smile-fuusio vauhdittaa kasvua ja nostaa yhtiön kokonaan uuteen kokoluokkaan
- Lukuisten yritysostojen täysimittainen integrointi, brändien ja it-infrastruktuurin yhtenäistäminen
- Kustannussäästöohjelman läpivienti ja toiminnan tehostaminen

## Pandemia hidastaa strategian toteutusta

- Koronapandemia leikkasi kaikkien palveluiden, mutta etenkin Henkilöstövuokrauksen kysyntää ja hidasti kasvustrategian toteutusta
- Heikko kysyntä asetti kustannusrakenteen jouston alaspäin testiin
- Useita pienempiä täydentäviä yritysostoja, jotka mahdollistavat kasvun kiihdyttämisen etenkin pandemian jälkeen

## Strategiset kehityssuunnat

### Toteutunut

- Vahvan markkina-aseman saavuttaminen henkilöstövuokrauksessa, toimintasäde valtakunnallinen
- Palvelutarjonnan laajentaminen henkilöstöpalveluissa
- Toiminnan tehostuminen kasvun ja kustannussäästöjen kautta

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Paluu orgaaniselle kasvu-uralle pandemian väistyessä, kustannusrakenteen maltillisen skaalautuvuuden todistaminen
- Yritysostovetoinen kasvu jatkuu, fokus etenkin Asiantuntijapalveluissa
- Ristiinmyynti mahdollisuuksien potentiaalin hyödyntäminen

### Seuraavat 5 vuotta

- Muiden kuin henkilöstövuokrauspalveluiden suhteellinen osuus olennaisesti nykyistä suurempi
- Aktiivinen osapuoli koko henkilöstöpalvelualan konsolidaatiossa
- Korkeamman katetason palveluiden suhteellisen osuuden kasvu tukee kannattavuuden nousua ja rahavirran kasvua

# 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 markkinan sekä pienemmän osuuden muodostavan muiden palveluiden summana lisäksi yhtiön potentiaaliseen markkinaan lukeutuu Suomen kevytyrittäjyysmarkkina.

## Henkilöstöpalvelumarkkina Suomessa

Tilastokeskuksen viimeisimpien tilastojen mukaan työllistämispalveluiden yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2020 noin 2,85 miljardia euroa (2019: 2,95 miljardia).

Henkilöstöpalvelualan liitto (HPL) julkaisee kuukausitasolla tiedon sen 20 suurimman jäsenen liikevaihdon kehityksestä. 20 suurimman toimijan yhteenlaskettu liikevaihto vuonna 2020 oli noin 1,3 miljardia (10/2021 ed. 12kk: 1,4 miljardia), joten 20 suurimman osuus kokonaismarkkinasta on noin puolet kokonaismarkkinasta. Suurimpien toimijoiden maltillinen markkinaosuus kuvastaa toimialan pirstaloituneisuutta. HPL:n tilastojen pohjalta arvioimme koko henkilöstöpalvelumarkkinasta karkeasti noin 85 % muodostuvan henkilöstövuokrauksesta ja loput 15 % muista palveluista, kuten rekrytointi- ja koulutuspalveluista.

Tietyissä Tilastokeskuksen toimialakohtaisissa luvuissa on merkittäviä muutoksia vuositason, mikä arvioimme mukaan osaltaan on heijastunut siihen, että koronapandemian värittämän vuoden 2020 markkinan lasku on hämmästyttävän pieni

suhteessa vuoteen 2019. Arvioimme mukaan Eezyn kannalta relevantimman kuvan antaa sen pääasiallisten alojen eli teollisuuden, rakentamisen ja logistiikan, kaupan ja horeca -alojen muutos. Tilastokeskuksen mukaan näiden toimialojen koko pieneni vuonna 2020 noin 21 % edellisvuodesta 1,6 miljardiin.

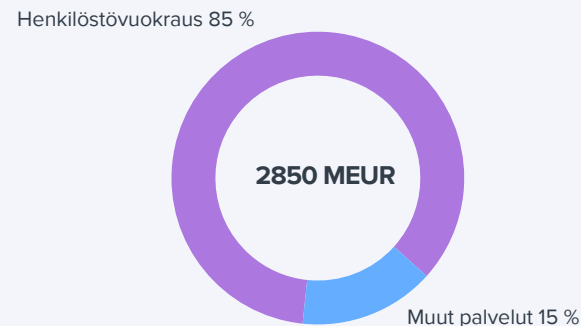
## Henkilöstöpalvelumarkkinan toimialajakauma

Arvioimme markkinan toimialajakaumaa HPL:n 20 suurimman yhtiön liikevaihdon jakauman pohjalta. Suurimmat henkilöstöpalvelumarkkinan asiakasalat ovat Teollisuus ja Rakentaminen, jotka yhdessä muodostavat yli 40 % kokonaismarkkinasta. Yhdessä Horeca- ja logistiikka-alan kanssa ne muodostavat reilu 60 % koko alasta. Huomioitavaa on kuitenkin, että vuoden sisäisesti eri toimialojen kysynnässä on lievää kausiluonteisuutta, johtuen esim. erilaisten tapahtumien, festivaalien ja pikkujoulujen sekä rakentamisen sesongin ajoituksesta. Lisäksi koronapandemia on heijastunut voimakkaimmin Horeca-sektoriin, minkä ansiosta se on arvioimme mukaan tavanomaisessa toimintaympäristössä hieman Q3'21:n tilastoja suurempi suhteellisesti.

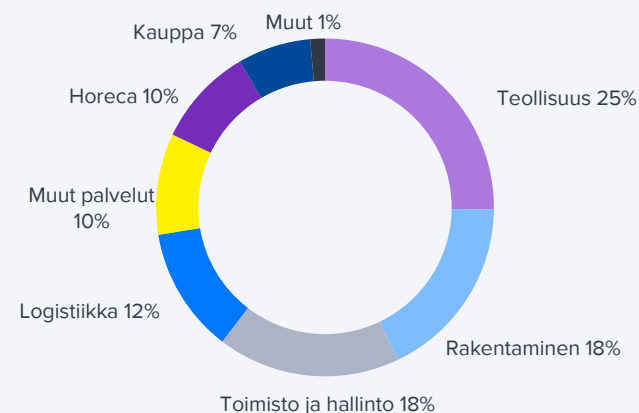
## Henkilöstövuokrausmarkkina

Leijonanosan henkilöstöpalvelualan 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 sakatessa.

## Henkilöstöpalvelumarkkina, 2020



## Toimialajakauma (Q3'21)



# Markkina ja kilpailukenttä 2/6

Kehitystä suhteessa talouskasvuun selittää mm. se, että vahvassa suhdanteessa osa henkilöstöstä tulee vuokratyövoiman tarjoajan kautta, mitä käytetään ns. suhdannepuskurina. Suhdanteen heikentyessä vaikutusta henkilöstövuokrausmarkkinaan selittää arviomme mukaan vuokratyövoiman joustavuus suhteessa oman vakituisen henkilöstön vähentämiseen. Tämä voimistaa asiakasalojen kysynnän muutoksia henkilöstövuokrausalan toimijoiden kysyntään.

Uskomme, että suhdanneriippuvaisen kehityksen lisäksi henkilöstövuokrauksen kasvua ajavat kuitenkin rakenteelliset trendit, jotka kasvattavat markkinaa yli ajan. Tätä heijastellen kokonaismarkkina kasvoi vuosina 2010-2020 vajaan 8 %:n keskimääräistä vuosivauhtia vuoden 2010 reilun 1,1 miljardin euron arvosta vuoden 2020 vajaaseen 2,4 miljardiin samalla, kun BKT:n kasvu (käypiin hintoihin) oli keskimäärin reilu 2 % vuodessa.

## Henkilöstövuokraus vuonna 2021

HPL:n julkaisemien tilastojen mukaan 20 suurimman liikevaihto kasvoi lokakuussa 15 % suhteessa edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan ja edellisen 12 kuukauden ajanjaksolta suurimpien yhteenlaskettu liikevaihto on noin 1,2 miljardia. Pandemiaa edeltävä 12 kuukauden liikevaihdon huipputaso oli joulukuussa 2019, jolloin 20 suurimman toimijan liikevaihto ylsi 1,55 miljardiin. Siten viime aikaisten lukujen pohjalta nähdään, että markkina ei ole täysin elpynyt

pandemian aiheuttamasta kysynnän laskusta.

## Muut henkilöstöpalvelut

HPL:n lukujen mukaan henkilöstöpalvelualan 20 suurimman toimijan lisäpalveluiden (mm. koulutus- sekä uudelleensijoittumispalvelut) ja rekrytointipalveluiden yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 69 MEUR vuonna 2020. Arviomme mukaan muiden palveluiden osalta markkina on henkilöstövuokrausta pirstaloituneempi ja siten 20 suurimman suhteellinen osuus kokonaismarkkinasta on henkilöstövuokrauksen vastaavaa osuutta pienempi. Arviotamme tukee Tilastokeskuksen tilastot, joiden mukaan rekrytointipalveluiden (sis. johtohenkilöiden rekrytointi ja henkilöstön rekrytointipalvelut) yhteenlaskettu kokoluokka oli noin 150 MEUR vuonna 2020.

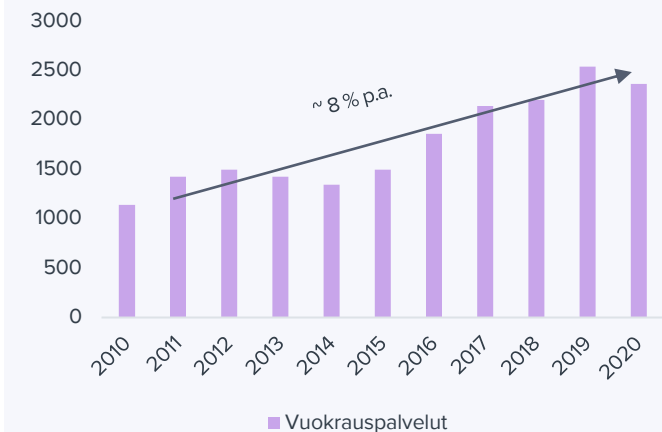
Rekrytointipalvelut ovat arviomme mukaan alttiita suhdannekehitykselle henkilöstövuokrauksen tapaan, mutta arviomme mukaan myös erilaisiin koulutuspalveluihin käytettävät varat riippuvat osin suhdannetilasta. Vastasyklisiä palveluita ovat kuitenkin uudelleensijoittumispalvelut, joiden kysyntä tyypillisesti kasvaa heikossa suhdanteessa.

Asiantuntijapalveluiden markkinan koko ei arviomme mukaan Eezyn nykyisellä matalalla markkinaosuudella ja laajentuvalla palvelutarjonnalla muodostu kasvua rajoittavaksi tekijäksi.

## Henkilöstövuokrauksen ja BKT:n kehitys



## Henkilöstövuokrauksen kehitys (MEUR)



# Markkina ja kilpailukenttä 3/6

## Kevytyrittäjäpalveluiden markkina

Kevytyrittäjäpalveluiden markkina on yhtiön markkinoista nuorin ja sen markkina on merkittävältä osin vasta muotoutumassa. Arviomme mukaan palveluiden käyttö kasvaa esimerkiksi luovilla aloilla ja asiantuntijatehtävissä tulevaisuudessa, joissa itsenäinen työskentely on ominaista. Mielestämme työelämän trendit, kuten joustavuuden tavoittelu ja projektiluonteisuuden kasvu tukevat markkinan kasvua ja sitä ajaa etenkin rakenteellinen murros työelämässä. Absoluuttisesta markkinan kokoluokasta ei ole tilastoja saatavilla, mutta Eezyn mukaan vuonna 2019 markkinan koko oli vajaa 200 MEUR, mitä pidämme realistisena arviona markkinan koosta tavanomaisen toimintaympäristön aikana.

## Henkilöstöpalvelumarkkinan kasvun rakenteelliset ajurit

Näkemyksemme mukaan henkilöstöpalvelumarkkinan rakenteellista kasvua ajavia ajureita on useita ja keskeisiä talouden kehityksestä riippumattomia ajureita ovat muun muassa:

Joustavuuden tavoittelu sekä työntekijöiden määrässä että työnteossa. Yritykset tasapainottavat työvoimaan määrää mukaan 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 henkilöstövuokrausyrityksistä, jotka voivat rekrytää suurenkin joukon henkilöstöä nopeasti. Yksittäiselle yritykselle rekrytointiprosessi voi olla haastavampaa.

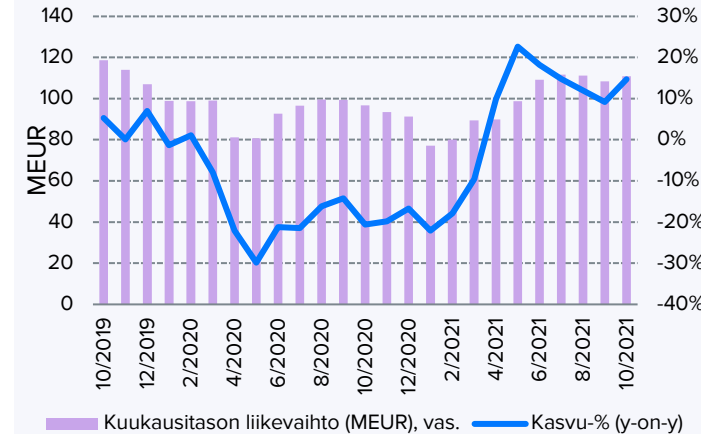
Digitalisaatio avaa uusia mahdollisuuksia oman toiminnan mittaamiselle sekä erilaisille henkilöstön koulutuksille. Henkilöstöpalveluyhtiöillä on edellytykset datan keräämiseen, jolloin datan ympärille voidaan luoda palveluita.

## Henkilöstöpalveluiden kilpailukenttä

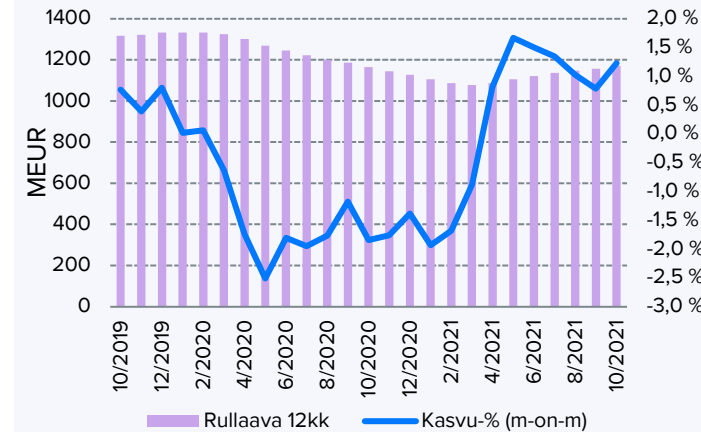
Eezyn henkilöstöpalveluiden kilpailukenttä voidaan mielestämme jakaa paikallisten toimijoiden kokoluokan mukaan kolmeen kategoriaan: Suuret, keskisuuret ja pienet toimijat.

Etenkin suurimmille toimijoille tavanomaista on, että henkilöstövuokrausta harjoitetaan kattavasti lukuisilla asiakastoimialoilla sekä laajalle levittäytynyt toimipisteverkosto, joka mahdollistaa palvelutarjonnan maanlaajuisesti.

## 20 suurimman toimijan henkilöstövuokrauksen liikevaihdon kehitys



## 20 suurimman toimijan henkilöstövuokrauksen liikevaihdon kehitys





# Markkina ja kilpailukenttä 4/6

Lisäksi tyypillistä on henkilöstövuokrauspalveluiden ohessa kattava muiden henkilöstöpalveluiden tarjoaminen, joiden suuntaan yhtiöiden kasvustrategiat vaikuttavat painottuvan jatkossa aiempaa voimakkaammin.

## Toimialan suuret pelurit

Henkilöstöpalvelualan viiden suurimman toimijan joukon (vuoden 2020 liikevaihdolla mitattuna suuruusjärjestyksessä) muodostavat Barona, Eezy, Staffpoint sekä kansainvälisten toimijoiden Adecon ja Manpowerin Suomen toiminnot.

Suurten toimijoiden joukossa vuoden 2020 liikevaihdon suhteellinen lasku poikkeaa merkittävästi yhtiötasolla. Näkemyksemme mukaan tästä ei kuitenkaan voida tehdä johtopäätöksiä markkinaosuuksien kestävästä muutoksesta, sillä arviomme mukaan yhtiökohtaisen suhteellisen liikevaihdon muutokseen vaikutti olennaisesti etenkin yhtiöiden toimialajakauma. Koronapandemia heijastui voimakkaammin ravintola-alan rajoituksien vuoksi Horeca-sektoriin. Näin ollen on luonnollista, että Staffpointin ja Eezyn liikevaihdot laskivat suurten toimijoiden joukossa eniten vuonna 2020.

Toimijoiden kannattavuuksien vertailusta haastavan tekee erilaiset omistus- ja liiketoimintarakenteet ja Eezyn muista poikkeava IFRS-kirjanpitostandardi. Arviomme mukaan suuntaa antavana peukalosääntönä voidaan kuitenkin suurten toimijoiden osalta pitää normaalissa toimintaympäristössä noin 5-8 %:n liikevoittomarginaalia henkilöstövuokrauksessa. Muissa palvelualueissa yli 10 %:n

liikevoittomarginaali on tyypillistä ja tietyillä palvelualueilla voidaan yltää jopa yli 20 %:n liikevoittomarginaaleihin riippuen mm. palvelun skaalasta. Näin ollen yhtiökohtaiset kannattavuudet voivat erota selvästikin erilaisen liikevaihdon jakauman vuoksi. Lisäksi huomioitavaa on, että pandemian värittämänä vuonna 2020 yhtiöiden kannattavuuden jäivät kautta linjan normaalista tasosta liikevaihdon supistumisen seurauksena.

Suurten toimijoiden joukkoon arviomme mukaan vuonna 2021 kipuaa viime vuosina voimakkaasti organisaatiosta kasvanut Bolt.Works. Vuonna 2020 sen liikevaihto oli lähes 40 MEUR, mutta edelleen jatkuneen voimakkaan organisaation kasvun ja pienen yrityskaupan myötä sen vuoden 2021 liikevaihto oli käsityksemme mukaan noin 70 MEUR.

## Keskisuuret toimivat tyypillisesti rajatummalla alueella

Keskisuurten haastajien joukkoon kuuluu noin 20-40 MEUR:n liikevaihtoluokassa vuoden 2020 luvuilla olevat ja monesti hieman rajatummalla sektorihajautuksella ja/tai maantieteellisellä peitolla toimivat yhtiöt. Keskisuureen joukkoon kuuluvat arviomme mukaan mm. Go On, Bolt, Otiga, Selekt, ja SOL Henkilöstöpalvelut. Myös keskisuuren joukon toimijat toimivat tyypillisesti useilla paikkakunnilla ja asiakasaloilla ja henkilöstövuokrauksen lisäksi muilla palvelualueilla.

Lukumäärältään suurimmat joukon muodostavat pienet alle 10 MEUR:n kokoluokassa olevat toimijat, kun vakiintuneita toimijoita alalla on eri

## Henkilöstöpalvelumarkkinan viisi suurinta

barona

- Liikevaihto 346 MEUR vuonna 2020 (387 MEUR vuonna 2019)
- Osa Bravedo konsernia, joka omistaa mm. sote- ja teknologiayhtiöitä

eezy

- Liikevaihto 191 MEUR vuonna 2020 (170 MEUR vuonna 2019)
- Poikkeuksellinen franchise-konsepti kasvattaa kokoluokkaa ketjuliikevaihdon mitattuna

StaffPoint

- Liikevaihto 87 MEUR vuonna 2020 (125 MEUR vuonna 2019)
- Strateginen kumppanuus kansainvälisessä mittakaavassa suuren Randstadin kanssa

Adecco

- Liikevaihto 57 MEUR vuonna 2020 (67 MEUR vuonna 2019)
- Osa maailmanlaajuista ja kansainvälisessä mittakaavassa suurta Adecco Groupia

Manpower

- Liikevaihto 42 MEUR vuonna 2020 (46 MEUR vuonna 2019)
- Osa maailmanlaajuista ja kansainvälisessä mittakaavassa suurta Manpower Groupia

# Markkina ja kilpailukenttä 5/6

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 pääomakevyyestä liiketoimintamallista johtuen alalle tulon kynnyks on matala. Arvioimme, että huolimatta viime vuosien suurten toimijoiden aktiivisesta markkinan konsolidaatiosta, tulee pirstaloituneisuus olemaan markkinoiden ominaisuus myös tulevaisuudessa.

Yhä suhteellisen matalista markkinaosuuksista huolimatta arvioimme, että suurimpien toimijoiden aktiviteetti yritysostoissa henkilöstövuokrauksen saralla tulee hidastumaan ja katseet epäorganisisessa kasvussa suuntautuvat aiempaa enemmän muihin palvelualueisiin. Arvioimme kuitenkin, että yritysostoaktiviteettia tulee ylläpitämään keskisuuret toimijat, joilla on halua laajentaa uusille asiakasaloille ja/tai maantieteellisille alueille. Tällöin houkutteleva vaihtoehto voi olla yritysjärjestely, vaikkakin myös organinen kasvu toimipisteitä avaamalla on pääomakevyyden liiketoimintamallin vuoksi suhteellisen helppoa. Yritysjärjestelyitä kuitenkin todennäköisesti jokseenkin hidastaa ja on hidastanut koronapandemian aiheuttama epävarmuus.

Suurta yritysostoa isojen pelureiden joukossakaan ei kuitenkaan voi poissulkea, sillä omistusrakenteiden ansiosta pidämme todennäköisenä, että Barona ja Staffpoint ovat osana jonkinlaista omistusjärjestelyä lähivuosina.

Baronan merkittävä omistaja on pääomasijoittaja Nordic Mezzanine ja vastaavasti Staffpointin merkittävä omistaja on pääomasijoittaja Sponsor Capital. Pääomasijoittajien rahastojen tyypilliset sijoitusajat huomioiden arvioimme molempien yhtiöiden omistusjärjestelyissä tapahtuvan muutoksia keskipitkällä aikavälillä.

## 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. työvoiman rekrytointiin liittyvissä haastatteluissa, koulutuksissa ja perehdyttämisessä sekä myös asiakkaan suuntaan myyntityössä. Muilla palvelualueilla digitalisaatio avaa uusia liiketoimintamahdollisuuksia, kuten dataan pohjautuvat tutkimukset.

Digitalisaatio on tuonut myös alalle uusia 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. Optimaalisessa prosessissa työnvälitys onnistuu ilman, että henkilöstövuokrausyhtiössä ihmisen tarvitsee osallistua työvoiman välitysprosessiin.

## 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 arvioimme toimialan kuitenkin kasvavan rakenteellisesti.



### Työelämän murros

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



### Konsolidaatio

Historiallisesti yrityskaupat ovat olleet houkutteleva keino laajentua suurille pelureille. Odotamme niiden fokuksen muuttuvan, mutta kasvuhakuisuuden säilyvän. Aktiviteettia lisää keskisuurten mahdollinen järjestelyiden lisääntyminen.



# Markkina ja kilpailukenttä 6/6

## Henkilöstöpalvelualan toimijoiden kolmijako

Henkilöstöpalvelualan toimijoiden joukko voidaan näkemysksemme 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, mutta myös korkeamman digitalisaatioasteen toimijoihin voidaan näkemysksemme mukaan lukea Suomen markkinoilla Bolt.Works. Boltin erottautumistekijä on teknologian tuominen vahvemmin palvelun asiakkaiden käyttöön (front end) itse kehitetyllä mobiilisovellusta, jonka kautta työvoiman hakija voi ilmoittaa työvoiman tarpeesta ja työnhakija voi etsiä töitä.

## Tulevaisuuden kehityssuunnat

Arviomme mukaan teknologian rooli kasvaa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä henkilöstövuokrauksessa ja odotamme useimpien toimijoiden pyrkivän kentän keskimmäiseen lokeroon. Esimerkiksi Eezy on maininnut kehittävänsä omaa sovellusta, minkä lisäksi yhtiö on panostanut teknologiaan Asiantuntijapalveluissa.

Kehitystä todennäköisesti vauhdittaa tarve

helpottaa asiointia sekä asiakkaille ja työntekijöille. Arviomme mukaan tätä kehitystä kuitenkin osittain hidastaa esimerkiksi paikallisen työmarkkinamme 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 mm. näistä syistä alalle ei ole syntynyt rajat ylittävää teknologiavetoista alustayhtiötä.

## Kilpailutilanne on tiukka, mutta terve

Henkilöstöpalvelualan kilpailutilanne on matalan alalle tulon kynnyksen ja laajan kilpailijajoukon myötä käsityksemme mukaan tiukka, mutta se on kokonaisuutena näkemysksemme mukaan terve. Keskeinen pitkän aikavälin riski henkilöstöpalvelualalla on näkemysksemme mukaan riski hintojen laskupaineesta, mitä teknologinen kehitys voisi vauhdittaa. Toistaiseksi hinnoittelu on käsityksemme mukaan tervettä, ja Suomen markkinalla katetasot ovat käsityksemme mukaan pysyneet viime vuosina suhteellisen vakaana.

Tavanomaisesti henkilöstövuokrauksessa suuremmilla asiakkaila on useita palveluntarjoajia, minkä lisäksi vaihtamiskustannus on suhteellisen matala. Tätä heijastellen pääasiallinen kilpailutustekijä henkilöstövuokrauksessa on hinta. Suurissa asiakkuuksissa Eezyn kaltaisten isojen tarjoajien kilpailuvaltti on kuitenkin niiden suuri kokoluokka, jonka ansiosta asiakkaat voivat luottaa niiden kykyyn toimittaa suurenkin määrän työvoimaa.

# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

## Kustannusrakenne muodostuu pääosin henkilöstökuluista

Eezyn kustannusrakennetta dominoi liiketoimintamallia peilaten henkilöstökustannukset, jotka muodostivat 86 % vuoden 2020 kokonaiskustannuksista. Toiseksi suurin, mutta selvästi pienempi kustannuserä on liiketoiminnan muut kulut, joka vastasi 10 %:sta yhtiön kustannuksista viime vuonna. Liiketoiminnan muut kulut muodostuvat tavanomaisista hallinnon eristä, kuten taloushallinnon, it-järjestelmien ja markkinoinnin kustannuksista. Pienin erä, materiaalit ja palvelut vastasi noin 2 % kokonaiskustannuksista vuonna 2020.

Kustannusrakenteen kannalta olennaista sijoittajien kannalta mielestämme on, että henkilöstökuluista leijonanosa muodostuu vuokratyövoiman palkoista, mikä joustaa liikevaihdon mukana. Arvioimmekin, että kustannusrakenteesta karkeasti noin 70-75 % on muuttuvia kustannuksia.

Eezyn kustannusrakenteen kehityksen arviointi historiallisien lukujen pohjalta ei ole mielekäästä, sillä yhtiö siirtyi alkuvuonna 2020 IFRS-standardin mukaiseen kirjanpitoon, mikä heikentää toteutuneiden lukujen vertailtavuutta olennaisesti.

## Taseen varoista pääosan muodostaa aineeton omaisuus

Eezyn taseen loppusumma oli Q3'21:n lopussa 202 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri ja heijastelee yritysostovetoista kasvua, minkä seurauksena taseessa on merkittävästi liikearvoa. Q3'21-lopun

taseen liikearvo (128 MEUR) ja aineettomat hyödykkeet (27 MEUR) muodostivat 76 % yhtiön taseen varoista. Liiketoimintamalli ei edellytä merkittävästi aineellista käyttöomaisuutta, joka olikin vain noin 5 MEUR Q3-lopussa.

Q3-lopussa lyhytaikaiset varat koostuivat pääosin 29,6 MEUR:n (15 %) myyntisaamisista sekä noin 9,4 MEUR:n (5 %) kassavarjoista.

## Tase ja rahoitusasema hyvässä kunnossa

Eezyn oma pääoma oli Q3'21:n lopussa 107 MEUR (4,30 euroa/osake). Korollista pankkilainaa yhtiöllä oli vastaavasti 55 MEUR, nettovelkaa oli 45,8 MEUR ja nettovelka ilman IFRS16-standardin vaikutusta oli 41,5 MEUR. Näin ollen yhtiön omavaraisuusaste oli 53 % ja nettovelkaantumisaste oli 43 %, mitkä ovat varsin hyvällä tasolla.

Pankkilainojen maturiteetti on 1-5 vuotta, mutta yli 77 % erääntyy 3-5 vuoden aikavälillä. Vaihtuvakorkoisten lainojen uudelleenhinnoittelu tapahtuu 12 kuukauden välein ja niiden marginaalit ovat 1,7-2,45 tasolla. Siten yhtiön velkojen maturiteettiprofiili on mielestämme hyvä ja hintataso on melko maltillinen nykyistä korkotasoa peilaten.

Pidämme konsernin tase-eriä kokonaisuutena kuranttina, sillä pääosa taseen liikearvosta ja aineettomasta omaisuudesta on tullut yhtiön toteuttamien yritysostojen seurauksena, joissa arvostustaso on mielestämme ollut perusteltu.

## Nettokäyttöpääoma tukee rahavirtaa

Arvioimme mukaan yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen tavanomaisesti

lievästi positiivinen, koska henkilöstövuokrauksessa työntekijöiden palkkojen maksut tapahtuvat tyypillisesti ennen asiakkaiden laskujen maksua. Käyttöpääoman sitoutumista pienentää kevytyrittäjäyys-liiketoiminta, jossa ostaja tavanomaisesti maksaa tehdystä työstä ennen kuin työn tekijälle maksetaan palkka. Henkilöstövuokrauksen dominoidessa tulovirtoja on sillä kuitenkin selvästi suurempi vaikutus nettokäyttöpääomaan tulevaisuudessa.

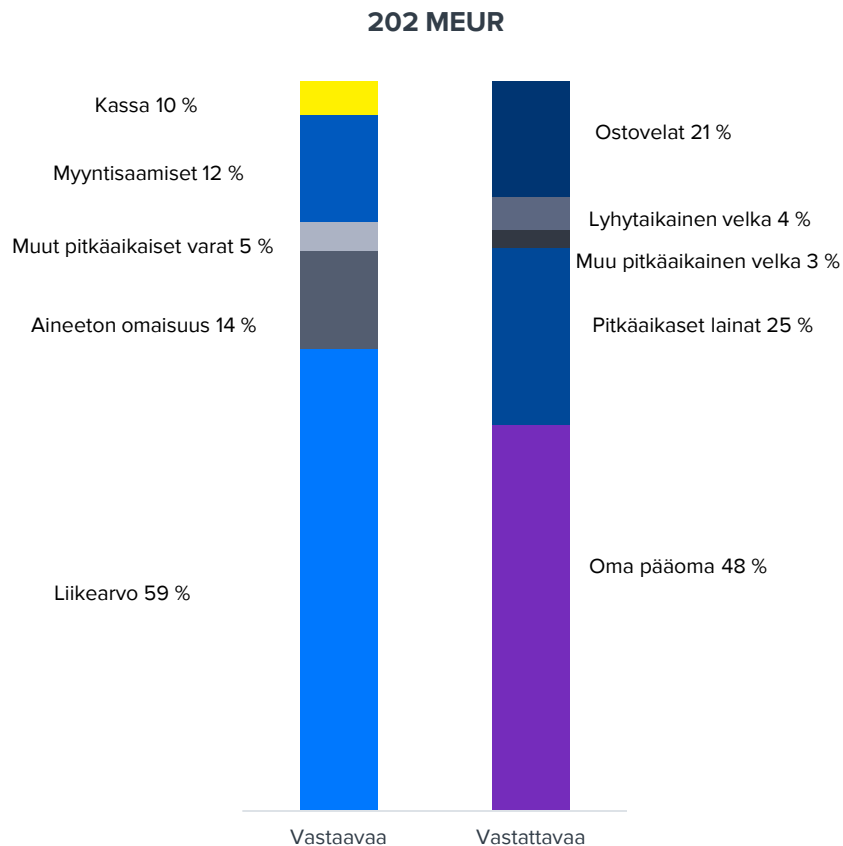
## Kassavirta hyvällä tasolla

Eezyn liiketoiminnan kassavirta seuraa hyvin operatiivista tulosta ja matalan investointitarpeen ansiosta myös liiketoiminnan vapaa rahavirta (ilman yritysostoja) on hyvä. Vuosina 2019-2020 yhtiön investoinnit aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin olivat noin 1,5-2 MEUR ja siten konsernin vapaa kassavirta oli noin 80 % oikaistusta käyttökatteesta vuonna 2019. Vastaava luku vuonna 2020 oli varsin korkea (noin 149 %), minkä taustalla on arvioimme mukaan pandemian seurauksena tehdyt kansalliset poikkeusjärjestelyt eläkkeiden ja verojen maksujen aikatauluihin.

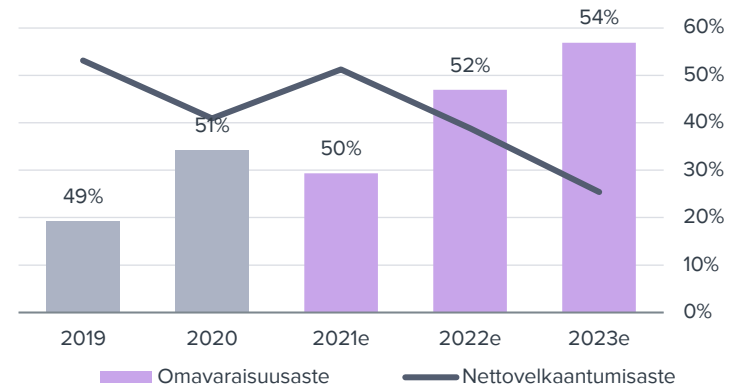
Arvioimme mukaan edellisvuosien investointitaso kuvastaa karkeasti liiketoiminnan investointitarpeita vuositasolla, minkä lisäksi arvioimme yhtiön vuokramenojen (IFRS16 - standardi) olevan noin 2 MEUR vuositasolla. Siten liiketoiminnan kyky tuottaa kassavirtaa strategian mukaiseen kasvuun ja osinkojen maksuun on hyvä.

# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

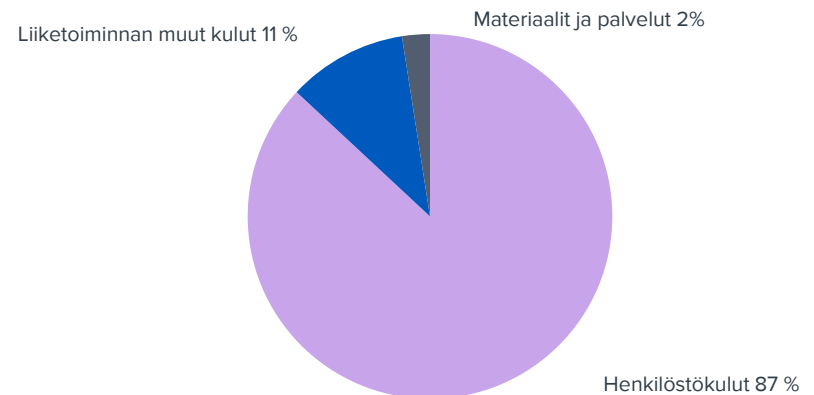
## Taserakenne, Q3'21



## Taseen avainlukujen kehitys \*



## Kustannusrakenne, 2020



# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Eezyn eri liiketoiminta-alueiden ja tulovirtojen liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa arvioidun markkinan ja markkinaosuuden kehityksen perusteella sekä jo ilmoitettujen yritysostojen tuoman epäorganisen 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 ennustemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja yhtiön historiallista ja arvioimaamme potentiaalista kannattavuustasoa. Ennusteissamme ei oteta huomioon etenkin keskipitkällä aikavälillä todennäköisten yrityskauppojen vaikutuksia, sillä kauppojen ajoituksia, hinnoittelua ja kokoluokkaa on mahdotonta ennustaa.

## Makrotalouden ennusteet

Suomen talous oli koronakriisissä euroalueen parhaimmin pärjänneitä, ja etenkin vuosi 2021 oli vahvan kasvun aikaa. BKT:ssa pandemiaa edeltävä taso on saavutettu ja kasvunäkymä yllättänyt positiivisesti. Esimerkiksi Bloombergin joulukuussa kerätyissä konsensusennusteissa (12 vastaajaa) Suomen talouskasvuksi povataan vuodelle 2021 +3,5 %, 2022 +2,9 % ja 2023 +1,6 %. Ennusteita tarkistettiin edellisestä päivityksestä ylöspäin.

Suomen talous on noussut koronakuopasta erityisesti kotitalouksien kysynnän ja vahvan julkisen kulutuksen vetäminä. Vuonna 2022 kotitalouksien kysyntä kasvaa edelleen, mutta hidastuvalla tahdilla

ja samalla julkisen sektorin merkitys talouskasvun rakentajana laskee, kun koronaan liittyvistä tukitoimista oletettavasti päästään hiljalleen eroon. Tarjonnan pullonkaulat ja maailmanlaajuinen komponenttipula sekä nousseet energiahinnat koettelevat talouskasvua ainakin alkuvuonna, mutta näidenkin osalta tilanne normalisoituu vuoden loppuun mennessä. Vuonna 2023 talous palautuu kohti normaalimpaa pandemian jälkeistä hitaan kasvun ympäristöä, johon on takavuosina totuttu.

Rakennusalan markkinan kehitys vuonna 2021 oli odotuksia parempaa vahvistuneen talouskuvan tukemana. Asuntorakentamisen hyvä vuosi avitti koko rakentamista, mutta toimitilarakentamisessa koronan viivästykset sekä epävarmuudet näkyivät edelleen.

Rakennusteollisuuden (RT) syksyllä 2021 laatimien ennusteiden mukaan rakentamisen vuoden 2021 pienen kasvun (enn. +1,5 %) jälkeen piristymistä on edelleen luvassa vuodelle 2022 (+2,5 %). Vahvan asuntorakentamisen jatkuminen, toimitilamarkkinoiden palautuminen ja korjausrakentamisen vahvistuva kasvu auttaisivat ennusteiden mukaan koko rakentamista kasvamaan vuonna 2022. Kustannuspaineet, talouskasvukuvan heikentyminen, koronnousupaineet sekä koronan lopulliset markkinamuutokset aiheuttavat kuitenkin riskitekijöitä alkaneeseen vuoteen.

## Keskeiset ennusteparametrit

### Liikevaihdon kasvu

- Henkilöstövuokraus
- Franchise-maksut
- Asiantuntijapalvelut
- Kevytyrittäjäpalvelut

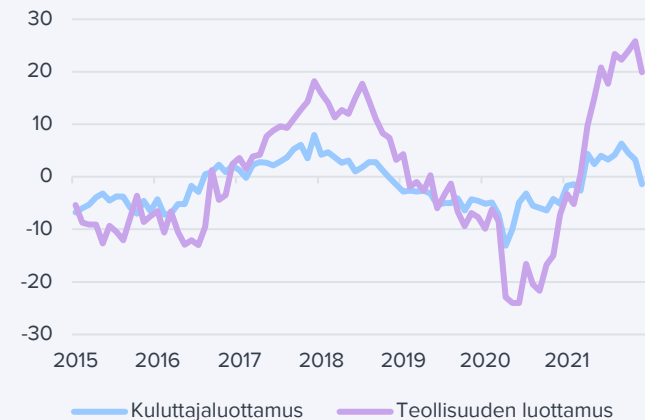
### Kannattavuus (EBIT-%)

- Kustannukset suhteessa liikevaihtoon:
- Henkilöstökustannukset
  - Materiaalit ja palvelut
  - Liiketoiminnan muut kulut

### Epävarmuustekijät

- Koronapandemian keston ja vaikutuksiin liittyvä epävarmuus
- Suhdannekehitykseen liittyvä epävarmuus

## Luottamusindikaattorien kehitys



# Ennusteet 2/3

## Vuosi 2021 oli kaksijakoinen

Eezy on ohjeistanut sen vuoden 2021 liikevaihdon olevan 190-210 MEUR ja liikevoiton olevan 11-14 MEUR. Q3'21:n jälkeen yhtiöllä oli kasassa 143 MEUR liikevaihtoa ja 8,6 MEUR liikevoittoa.

HPL:n tilastojen mukaan kokonaismarkkinan kehitys on ollut varsin suotuisaa loka-marraskuussa (kasvu + 14 ja + 24 %), mikä arviomme mukaan heijastelee sekä varsin hyvää talouskehitystä että pandemiaolosuhteissa rajallisia rajoitustoimia. Tätä taustaa vasten arvioimmekin myös Horeca-sektorin kysyntäkuvan olleen Q4:llä varsin hyvä, emmekä odota joulukuulle osuneen Omikron-aallon muuttaneen neljänneksen kokonaiskuvaa merkittävästi. Tätä taustaa vasten odotamme Q4:ltä yhtiön mittapuulla suhteellisen hyvää volyymitasoa ja kannattavuutta, vaikka täyteen potentiaaliin emme odotakaan yhtiön päässeen. Näin ollen ennustamme Eezyn vuoden 2021 liikevaihdon kasvaneen 2 % 194 MEUR:oon ja liikevoiton nousseen 11,5 MEUR:oon.

Tavanomaisia rahoituskustannuksia ja veroja mukailien ennusteemme vuoden 2021 raportoiduksi osakekohtaiseksi tulokseksi on 0,30 euroa. Raportoidusta tuloksesta odotamme Eezyn maksavan puolet osinkoina ja näin ollen ennustamme tilikaudelta 2021 maksettavan osingon säilyvän edelliseltä tilikaudelta maksetun 0,15 euron osakekohtaisen osingon tasolla.

Odotamme vuoden 2021 rahavirran jäävän selvästi operatiivista tulosta pienemmäksi, minkä taustalla on Suomen viranomaisten myöntämät eläke- ja veromaksujen lykkäykset vuonna 2020. Näiden 8 MEUR:n maksujen seurauksena vuoden 2021 kassavirta ei heijastele yhtiölle tavanomaista

kassavirtaa. Investoinnit ja yritysostot huomioiva vapaa rahavirta painuu näin ennusteillamme negatiiviseksi, mutta tästä huolimatta yhtiön tase- ja rahoitusasema säilyy hyvällä tasolla.

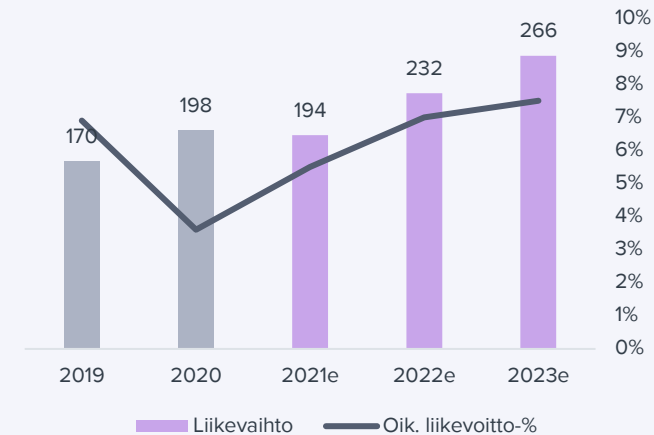
Kokonaisuutena tilikausi 2021 jää historiaan kaksijakoisena, sillä hyvän kysyntäkuvan jaksoina (etenkin Q3:lla) Eezy osoitti vuonna 2020 toteutetun kustannussäästöohjelman jälkeistä hyvää kannattavuuspotentiaaliaan. Täyttä iskukykyään yhtiö ei kuitenkaan päässyt näyttämään, minkä taustalla oli koronan aiheuttama huomattava vaihtelu kysynnässä vuoden sisällä. Etenkin tätä peilaten liikevaihdon kasvu jäi vuositasolla vaisuksi.

## Vuoden 2022 vauhdin määrittää toimintaympäristö

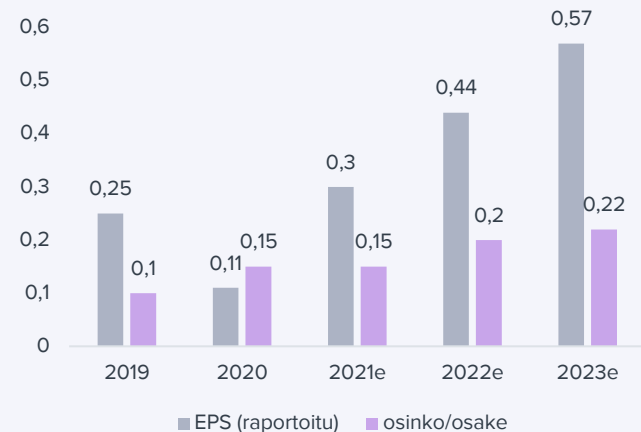
Vuosi 2022 on lähtenyt käyntiin haastavissa olosuhteissa, sillä käsillä olevan Omikron-aallon seurauksena ravintolaliiketoimintaan on asetettu jälleen tuntuvia rajoituksia. Nykyinen pandemiatilanne iskee etenkin Horeca-sektoriin, jossa alkuvuosi on kuitenkin käsityksemme mukaan tyypillisesti kausiluonteisesti hiljaisempi jakso. Näin ollen, mikäli nykyinen korona-aalto jäisi viimeiseksi merkittäväksi aalloksi olisi vuodella 2022 edellytykset olla toimintaympäristöltään edellisiä vuosia tavanomaisempi. Tämän osalta ennustettavuus on kuitenkin todella heikko ja siten koronapandemian kehitys aiheuttaa kuluvan vuoden ennusteisiimme suurimman epävarmuuden.

Vuoden 2022 ennusteemme pohjautuvat oletukseen, että nykyiset rajoitustoimet päättyvät Q1:n aikana ja loppuvuonna toimintaympäristöön ei kohdistu merkittäviä rajoitustoimia. Lisäksi odotamme talouskasvun säilyvän edellä esitellyn

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet 3/3

mukaisesti vahvana, mikä myös tukee henkilöstövuokrauksen kysyntää.

Edellä esiteltyä kokonaiskuvaa mukaillen olemme tehneet lieviä (2-4 %) ennusteiden laskuja Q1'22:lle. Vuoden 2022 liikevaihdon kasvun ennusteemme on siten 19 % ja ennusteemme liikevaihdoksi on 232 MEUR. Liikevaihdon kasvun ennusteestamme karkeasti 2/3 on orgaanista kasvua kun taas loput tulevat hiljattain toteutetuista [Triton-](#) ja [Valmennuskeskus-yritysostoista](#).

Arviomme mukaan Eezyn nykyinen organisaatio ja siten myös kulutaso kantaa myös korkeamman liikevaihtotason ja tätä taustaa vasten ennustamme yhtiön vuoden 2022 liiketuloksen kasvun ylittävän selvästi liikevaihdon kasvun. Vuoden 2022 liikevoiton ennusteemme on 16,1 MEUR, mikä vastaa 7 %:n liikevoittomarginaalia. Tavanomaisten rahoituskustannuksien ja verojen jälkeen tämä vastaa 0,44 euron osakekohtaista tulosta, josta odotamme Eezyn maksavan 0,20 euron osakekohtaisen osingon. Normalisoituvaa rahavirtaa mukaillen odotamme vuodelta 2022 hyvää vapaata rahavirtaa, mitä mukaillen ennusteissamme yhtiön rahoitusasema vahvistuu entisestään. Emme ennusta epäorgaanista kasvua, minkä takia vuoden 2022 lopun ennusteillamme yhtiön nettovelka/käyttökate painuu maltilliselle 1,8x tasolle.

## Vuoden 2023 ennusteet

Vuoden 2023 ennusteissamme odotamme Eezyn liikevaihdon kasvun saavan vauhtia täysin normalisoituneesta toimintaympäristöstä ja kasvavasta ulkomaisen työvoiman maahantuonnista. Tätä taustaa vasten ennustamme vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan lähes 15 % 266 MEUR:oon.

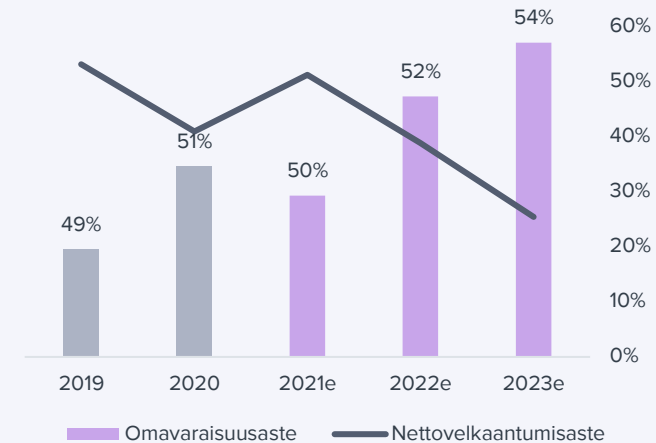
Liikevaihdon kasvua, kustannusrakenteen maltillista skaalautumista sekä kasvavan Asiantuntijapalveluiden parempaa katetasoa mukaillen ennustamme vuoden 2023 liikevoiton kohoavan 20 MEUR:oon vastaten 7,5 %:n liikevoittomarginaalia.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan pitkän aikavälin ennusteissamme vuosina 2024-2032 noin 2-3 %:n vuosivauhtia terminaalikasvun ollessa 2 %:n tasolla talouden pitkän aikavälin kasvunäkymää peilaten. Pitkällä aikavälillä odotamme konsernitason liikevoitto-%:n asettuvan noin 7-8 %:iin, mikä on alle yhtiön 10 %:n taloudellisen tavoitteen.

Pitkän aikavälin ennusteiden luotettavuutta heikentää olennaisesti etenkin kysynnän yhteys suhdannekehitykseen, jonka ennustaminen on hyvin hankalaa. Siten pidemmän aikavälin ennusteidemme rooli onkin pääasiassa toimia kassavirtamallimme pohjana.

## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>170</b>	<b>55,1</b>	<b>39,0</b>	<b>53,2</b>	<b>43,3</b>	<b>191</b>	<b>36,6</b>	<b>48,0</b>	<b>58,4</b>	<b>51,4</b>	<b>194</b>	<b>232</b>	<b>266</b>	<b>272</b>
Henkilöstövuokraus	149	51,0	35,2	49,6	37,7	173	32	42	53	45	171	197	228	233
Franchise-maksut	7,8	1,4	1,3	1,7	1,7	6,1	1,3	1,7	2,1	1,9	7,0	7,8	8,3	8,6
Asiantuntijapalvelut	9,4	2,0	1,9	1,1	3,5	8,4	3,0	3,6	2,8	4,2	13,6	24,3	26,0	27,6
Kevytyrittäjäpalvelut	3,2	0,7	0,6	1,0	0,5	2,7	0,5	0,6	0,7	0,7	2,5	2,7	3,0	3,1
<b>Käyttökate</b>	<b>12,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>5,5</b>	<b>3,4</b>	<b>13,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>4,7</b>	<b>18,9</b>	<b>24,1</b>	<b>28,0</b>	<b>28,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-4,6	-1,8	-2,3	-1,9	-1,9	-7,9	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-7,4	-8,0	-8,0	-7,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>11,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,1</b>	<b>1,8</b>	<b>6,9</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	<b>10,7</b>	<b>16,1</b>	<b>20,0</b>	<b>20,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,7</b>	<b>1,5</b>	<b>5,6</b>	<b>0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,7</b>	<b>2,9</b>	<b>11,5</b>	<b>16,1</b>	<b>20,0</b>	<b>20,9</b>
Nettorahoituskulut	-1,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>4,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>10,0</b>	<b>14,6</b>	<b>18,5</b>	<b>19,4</b>
Verot	-2,1	-0,2	0,3	-0,6	-0,2	-0,8	-0,2	-0,6	-0,9	-0,5	-2,2	-2,9	-3,7	-3,9
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Nettotulos</b>	<b>4,6</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>0,3</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,9</b>	<b>7,5</b>	<b>11,1</b>	<b>14,2</b>	<b>14,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,46</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,12</b>	<b>0,03</b>	<b>0,16</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,13</b>	<b>0,09</b>	<b>0,27</b>	<b>0,44</b>	<b>0,57</b>	<b>0,60</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,25</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,10</b>	<b>0,02</b>	<b>0,11</b>	<b>0,01</b>	<b>0,08</b>	<b>0,13</b>	<b>0,08</b>	<b>0,30</b>	<b>0,44</b>	<b>0,57</b>	<b>0,60</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	108,1%	94,3 %	19,9 %	23,0 %	-34,1%	12,2 %	-33,6 %	23,0 %	9,7 %	18,8 %	2,0 %	19,3 %	14,7 %	2,4 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	27,6 %	-54,3 %	-99,4 %	3,3 %	-38,8 %	-41,8 %	-18,7 %	11428 %	14,1 %	78,4 %	55,9 %	50,7 %	23,9 %	4,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	7,4 %	5,1%	4,6 %	10,3 %	7,9 %	7,1%	7,5 %	10,4 %	11,1 %	9,1%	9,7 %	10,4 %	10,5 %	10,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	6,9 %	1,8 %	0,0 %	7,7 %	4,1 %	3,6 %	2,2 %	4,3 %	8,0 %	6,2 %	5,5 %	7,0 %	7,5 %	7,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,7 %	0,7 %	-2,1 %	4,8 %	1,3 %	1,4 %	0,7 %	4,2 %	5,7 %	3,7 %	3,8 %	4,8 %	5,3 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	194	194	0 %	238	232	-3 %	267	266	-1 %
<b>Käyttökate</b>	18,9	18,9	0 %	24,6	24,1	-2 %	28,2	28,0	-1 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	10,7	10,7	0 %	16,6	16,1	-3 %	20,1	20,0	-1 %
<b>Liikevoitto</b>	11,5	11,5	0 %	16,6	16,1	-3 %	20,1	20,0	-1 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	10,0	10,0	0 %	15,1	14,6	-3 %	18,6	18,5	-1 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,27	0,27	0 %	0,46	0,44	-4 %	0,57	0,57	-1 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,15	0,15	0 %	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %

Lähde: Inderes



# Sijoitusprofiili

## Eezy on kasvuyhtiö

Eezy profiloituu selkeästi kasvuyhtiöksi ja yhtiöllä on mielestämme hyvät näytöt kasvusta ajalta ennen koronapandemiaa. Vaikka kasvu on yhtiön strategian keskiössä, on alalla mahdollista ylittää kasvuvaiheessakin toimialan mittapuulla hyvään kannattavuuteen, kuten Eezy on osoittanut.

Pitkällä aikavälillä liikevaihtoon, sen kasvuun ja sitä kautta myös kannattavuuteen vaikuttaa suhdanneherkkyys, mistä ääriesimerkki on koronapandemian aiheuttama talouden äkkijarrutus. Koronapandemian aikana yhtiö on mielestämme kuitenkin osoittanut yhtiön kustannusrakenteen joustokyvyn volyymin laskiessa, mikä lievittää suhdanneherkkyyteen liittyvää riskitasoa jokseenkin.

Eezyn liiketoimintamallin kassavirtaprofiili on hyvä, minkä ansiosta sillä on edellytykset jatkaa kasvua, missä olennaisessa roolissa on epäorgaaninen kasvu. Pääoman allokoinnin suhteen kyse on loppuen lopuksi valinnasta kasvun ja voitonjaon välillä, mutta arviomme mukaan yhtiön kasvuhalukkuutta peilaten pääosassa lähivuosina on edelleen panostukset kasvuun. Siten osinkoa tulee mielestämme arvioida vain tuotto-odotusta tukevana komponenttina.

## 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.

**Kustannusrakenne:** Merkittävä kannattavuuden lyhyen tähtäimen ajuri on ollut vuonna 2020 saavutetut kustannussäästöt, jotka olivat yhtiön tuloksen kokoluokassa mittavat. Näiden ansiosta yhtiön kustannusrakenne on arviomme mukaan varsin hyvällä tasolla ja se mahdollistaa hieman liikevaihdon kasvua nopeamman tuloskasvun, vaikka liiketoimintamalli ei kokonaisuutena ole erityisen skaalautuva.

**Yritysosotot:** Eezy on todistetusti onnistunut vauhdittamaan kasvuaan onnistuneilla yritysostoilla, joissa keskeisimmät arvonnunniin komponentit ovat nk. arvostuskerroin arbitraasi sekä maltilliset synergiat. Arviomme mukaan yhtiö on myös jatkossa aktiivinen osapuoli henkilöstöpalvelualan konsolidaatioissa, mutta odotamme yritysjärjestelyiden painopisteen olevan jatkossa muissa kuin henkilöstövuokrauspalveluissa viimeisimpien yritysostojen tapaan. Näissä kannattavuuspotentiaali on tyypillisesti henkilöstövuokrausta korkeampi, joten kasvustrategian onnistunut toteutus tukisi kannattavuuden nostotavoitetta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

**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.

## 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 viime vuosina ja etenkin koronasta elpymistä.

**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.

**Yrityskauppariskit:** Epäorgaaniseen kasvuun liittyy aina tiettyjä riskejä, sillä esimerkiksi yritysostojen haltuunotto ja toiminnan tehostaminen saattavat epäonnistua tai ostettavasta kohteesta voidaan maksaa liian korkea hinta.

**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 pitkän aikavälin kasvu**

2.

**Toteutetut yritysjärjestelyt ja toiminnan tehostaminen antavat edellytykset liikevaihdon kasvulle ja kannattavuuden nousulle**

3.

**Suhdanneherkkyys**

4.

**Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta**

5.

**Kilpailutilanteeseen ja hinnoitteluun liittyvät pitkän aikavälin riskit**

## Potentiaali



- Pirstaloituneella markkinalla potentiaalisia yritysostokohteita
- Markkinan pitkän aikavälin rakenteellinen ja BKT-vetoinen kasvu
- Yritysostojen kovat kustannussynergiat ja pehmeät kaupalliset synergiat
- Jäykkien työmarkkinoiden sääntelyn keventyminen voisi vauhdittaa toimialan kasvua

## Riskit



- Suhdanneherkkyuden ansiosta kokonaismarkkina voi myös supistua
- Kilpailutilanteen kiristyminen, joka voi johtaa hintakilpailuun pitkällä aikavälillä
- Yritysjärjestelyjen epäonnistumisen riski
- Työvoiman saatavuushaasteet ja työmarkkinoiden kohtaanto-ongelmat hidastanevat kasvua

# Arvonmääritys 1/2

## Arvonmäärityksen perusta

Eezyn arvonmäärityksemme perustuu tulos pohjaisista kertoimista taserakenteen huomioivaan EV/EBIT-kertoimeen ja P/E-kertoimeen. Absoluuttisten kertoimien lisäksi tarkastelemme arvostusta verrokkiryhmän kertoimien kautta ja myös pidemmän tähtäimen potentiaalia kuvaavalla kassavirtalaskelmalla. Kassavirtalaskelma on kuitenkin erittäin herkkä parametrien muutokselle, minkä takia sen soveltuvuus suhdanneherkän liiketoiminnan arvonmääritykseen on keskimääräistä heikompi.

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan seuraavat tekijät ovat keskeisimmät Eezyn arvostusta tukevat/painavat tekijät:

+ Historialliset näytöt kasvusta ja markkinoiden kasvunäkymä

+ Toimialan parhaita kannattavuuksia ja hyvä kassavirtasuhde

+ Yrityskauppojen selvä omistaja-arvoa luova potentiaali ja hyvät näytöt onnistuneista järjestelyistä tuovat mukanaan odotusarvoltaan positiivisen yritysjärjestelyoption

- Talouskehitykseen ja sitä kautta markkinan kasvuun liittyvät riskit

- Vahvojen kilpailuetujen puute toimialalla

Näkemyksemme mukaan Eezyn osaketta on perusteltua hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioon ottaen karkeasti EV/EBIT-kertoimella 11x-13x ja vastaavasti P/E-kertoimella 12x-15x.

Suhdannesyklin suotuisassa vaiheessa on mielestämme perusteltua painottaa

kerroinhaarukan alalaitaa, kun taas heikomman suhdanneympäristön tulosta on perusteltua arvottaa mielestämme haarukan ylälaidan kertoimilla.

## Absoluuttiset arvostuskertoimet

Vuoden 2021 tulostaso jää koronapandemian seurauksena vaatimattomaksi, minkä takia peilaamme Eezyn arvostusta ensisijaisesti jo tulevien vuosien tulostasoon. Eezyn ennusteidemme mukaiset vuosien 2022 ja 2023 EV/EBIT-kertoimet ovat noin 12x ja 9x ja vastaavat P/E-kertoimet ovat noin 14x ja 11x. Vuoden 2022 kertoimet ovat hahmottelemamme arvostushaarukan sisällä ja vastaavasti vuoden 2023 arvostuskertoimet painuvan haarukan alalaidan alapuolelle. Siten absoluuttiset arvostuskertoimet ovat mielestämme maltilliset ja näemme niissä tuloskasvun realisoituessa nousuvaraa.

## Suhteellinen arvostus ja verrokkit

Olemme koonneet Eezyille kansainvälisistä verrokeista koostuvan verrokkiryhmän, jossa suurimmat toimijat, kuten Randstad, Manpower ja Adecco, ovat maailmanlaajuisesti toimivia henkilöstöpalvelualan yhtiöitä. Suhteellisessa arvostuksessa on huomioitava Eezyn verrokkeja parempi kasvunäkymä ja korkeampi kannattavuus, mitkä näkemyksemme mukaan puoltavat korkeampia arvostuskertoimia.

Verrokkien vuoden 2022 mediaani P/E-kerroin 12x ja vastaavat EV/EBIT-kerroin on 8,4x. Näillä arvostuskertoimilla Eezyn osakkeen arvostus on noin 13-45 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, jonka arvostus on mielestämme absoluuttisesti melko maltillinen.

## Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,06	6,06	6,06
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	25,0	25,0
Markkina-arvo	151	152	152
Yritysarvo (EV)	206	197	184
P/E (oik.)	22,6	13,7	10,7
P/E	20,2	13,7	10,7
P/Kassavirta	neg.	9,6	7,7
P/B	1,4	1,4	1,3
P/S	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	10,9	8,2	6,6
EV/EBIT (oik.)	19,3	12,2	9,2
Osinko/tulos (%)	50,0 %	45,1 %	38,9 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,3 %	3,6 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/2

Mielestämme Eezyllä on perusteltavissa mm. ripeämmän ennustetun kasvun ja korkeamman kannattavuuden ansiosta arvostuspreemio, sillä sen tuloskasvunäkymät ovat selvästi verrokkeja vahvemmat. Siten kokonaisuutena suhteellinen arvostus ei mielestämme asetu jarruksi arvostuskertoimien nousuvaralle tuhdista suhteellisesta preemiosta huolimatta.

## Tulostuotto-odotus on korkea

Ennustamme Eezyn lähivuosien operatiivisen tuloksen kasvun olevan liikevaihdon kasvun ja maltillisen kannattavuusparannuksen ansiosta voimakasta lähivuosina (CAGR 2021-2024 noin 15 %), mikä tukee tuotto-odotusta huomattavasti.

## Osinkotuotto on tuotto-odotusta tukeva komponentti

Eezyn vuosien 2021-2024 osinkotuotto on lähivuosien ennusteillamme ja nykyisellä 6,06 euron kurssitasolla laskettuna kohtuullisella noin 2,5-4 %:n tasolla lähivuosina. Yhtiö voisi rahoitusasemansa ja kassavirtansa myötä harjoittaa ennustamamme tasoa avokätisempää voitonjakopolitiikkaa. Mielestämme Eezyllä on kuitenkin hyvät edellytykset luoda arvoa allokoimalla pääomaa kasvuun. Siten näkemyksemme mukaan sijoittajan tulee arvioida osinkoa yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa tuotto-odotusta tukevana komponenttina pääasiallisen tuottolähteen sijaan.

## Kokonaistuotto-odotus

Eezyn osakkeen tuotto-odotuksen ajurina toimii arviomme mukaan lähivuosina odottamamme operatiivisen tuloksen noin 15 %:n keskimääräinen vuotuinen kasvu. Ennusteissamme tuloskasvu

painaa vuoden 2021 vaatimattoman tulostason vuoksi korkeat arvostuskertoimet maltillisiksi. Tuloskasvuvetoista kokonaistuottoa tukee ennustamamme maltillinen osinkotuotto.

Näin ollen etenkin tuloskasvusta, arvostuskertoimien lievästä nousuvarasta ja maltillisesta osinkotuotosta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus on ennusteillamme noin 10-15 % vuositasolla. Tuotto-odotuksen lisäksi osakkeen mukana tulee yritysjärjestelyoptio, joka on näkemyksemme mukaan positiivinen perustuen yhtiön jo toteuttamiin onnistuneisiin yritysjärjestelyihin ja kohdemarkkinoiden tarjoamiin edellytyksiin luoda arvoa myös tulevaisuudessa.

## Kassavirtalaskelma (DCF-malli)

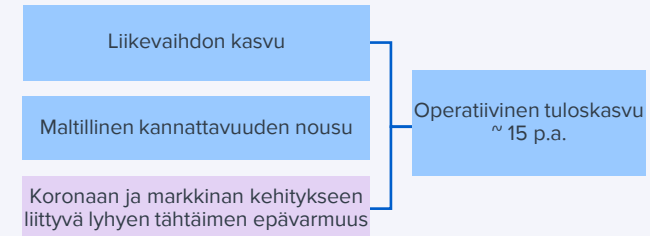
Kassavirtalaskelmamme Eezyn osakkeelle indikoima arvo on 8,1 euroa osakkeelta. Siten pitkän tähtäimen potentiaalia painottava kassavirtalaskelmamme indikoi osakkeeseen selvää nousuvaraa nykytasolta.

DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Mallissa terminaalijakson painoarvo on kohtuullinen 55 %, joten pitkällä tulevaisuudessa olevat rahavirrat ovat mallissa mielestämme kohtuullisessa painoarvossa. Tämä on mielestämme perusteltua, kun huomioidaan talouskasvun ja -sykliin vaikutus liikevaihdon kasvuun sekä kannattavuuteen. Rahavirtamallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 9,4 %, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 8,0 %.

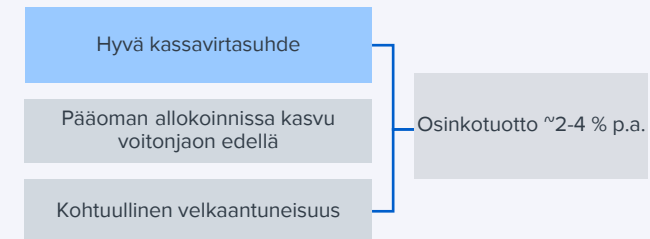
## Osaketuoton ajurit 2021-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

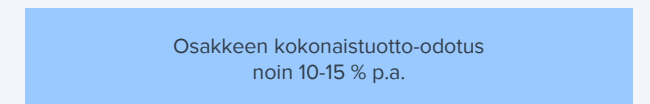
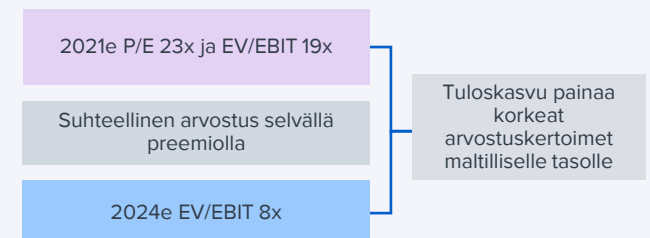
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



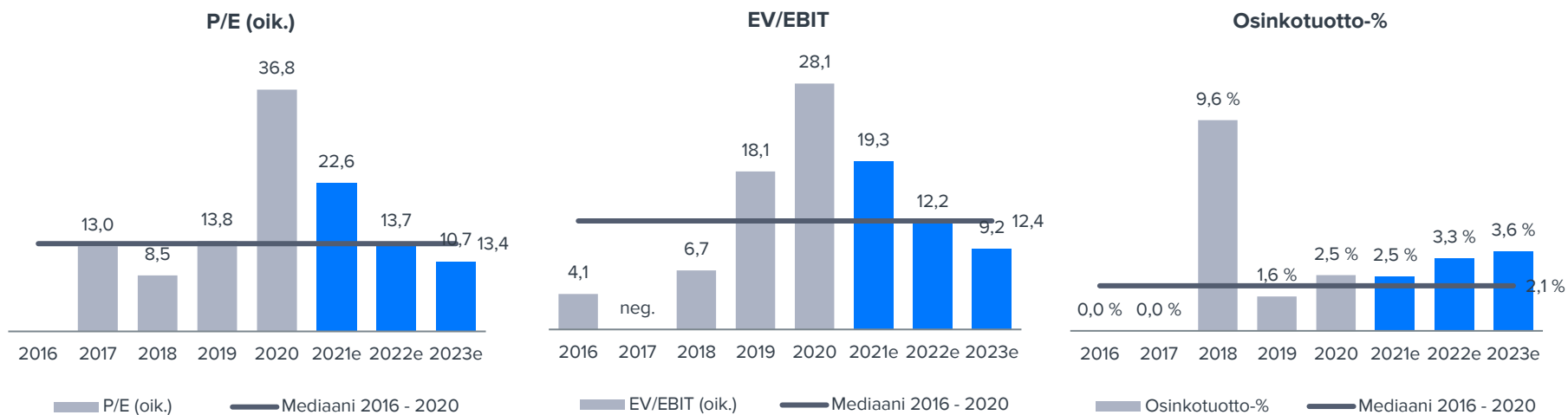
### Arvostuksen ajurit



# Arvostus

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,50	3,28	6,35	5,90	<b>6,06</b>	<b>6,06</b>	<b>6,06</b>	<b>6,06</b>
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	14,8	18,2	24,8	<b>24,8</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>
Markkina-arvo	81	49	158	147	<b>151</b>	<b>152</b>	<b>152</b>	<b>152</b>
Yritysarvo (EV)	-1105,2	62	213	193	<b>206</b>	<b>197</b>	<b>184</b>	<b>171</b>
P/E (oik.)	13,0	8,5	13,8	36,8	<b>22,6</b>	<b>13,7</b>	<b>10,7</b>	<b>10,2</b>
P/E	19,1	10,6	25,3	54,7	<b>20,2</b>	<b>13,7</b>	<b>10,7</b>	<b>10,2</b>
P/Kassavirta	neg.	1,3	neg.	10,4	<b>neg.</b>	<b>9,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,5</b>
P/B	neg.	1,0	1,6	1,5	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
P/S	0,7	0,6	0,9	0,8	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
EV/Liikevaihto	neg.	0,8	1,3	1,0	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,2	18,6	14,3	<b>10,9</b>	<b>8,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	6,7	18,1	28,1	<b>19,3</b>	<b>12,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,2</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	101,9 %	54,3 %	139,1 %	<b>50,0 %</b>	<b>45,1 %</b>	<b>38,9 %</b>	<b>40,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	9,6 %	1,6 %	2,5 %	<b>2,5 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>3,9 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Manpowergroup	102,78	4961	4483	9,6	8,1	8,5	7,1	0,3	0,3	14,4	12,1	2,4	2,6	3,6
Cross Country Healthcare	17,92	606	696	5,8	7,0	5,4	6,1	0,5	0,5	6,1	10,3			2,5
Adecco	44,17	7652	7858	8,9	8,4	7,4	7,0	0,4	0,4	11,7	10,4	4,8	5,1	2,1
Staffline Group	57,40	119	99	10,8	10,1	7,3	7,3	0,1	0,1	11,0	13,4			
BG Staffing	13,54	125	162							11,8	10,3	3,2	3,5	
Trueblue	26,44	835	870	14,2	9,1	9,4	6,9	0,4	0,3	15,0	11,9			
Kforce	66,87	1275	1261							18,8	17,3	1,3	1,5	
Hays	144,90	2946	2687	22,9	11,1	14,7	8,8	0,4	0,3	43,4	18,4	3,0	3,3	2,7
Sthree	412,00	656	640	8,9	8,1	7,6	6,9	0,4	0,4	13,4	12,6	2,5	2,7	3,3
Groupe Crit	63,50	738	519	7,9	5,2	4,6	3,3	0,2	0,2	21,3	17,5		1,8	1,1
Randstad	57,14	10621	10798	10,8	9,6	8,1	7,6	0,5	0,4	13,6	12,1	4,0	5,7	2,3
<b>Eezy (Inderes)</b>	<b>6,06</b>	<b>151</b>	<b>206</b>	<b>19,3</b>	<b>12,2</b>	<b>10,9</b>	<b>8,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>22,6</b>	<b>13,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>1,4</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>11,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,1</b>	<b>6,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>16,4</b>	<b>13,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>9,6</b>	<b>8,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>13,6</b>	<b>12,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>101%</b>	<b>45%</b>	<b>43%</b>	<b>17%</b>	<b>165%</b>	<b>183%</b>	<b>66%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>21%</b>	<b>-42%</b>

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

# Verrokkiryhmä

	Yritysarvo	EV/S		P/E		EV/EBIT		Liikevaihdon kasvu (CAGR)		EBIT-% (keskiarvo)	
		FY2021e	FY2022e	FY2021e	FY2022e	FY2021e	FY2022e	2018-20	2021e-24e	2018-20	2021e-23e
<b>Eezy Plc</b>	<b>202</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>21,9</b>	<b>13,8</b>	<b>16,9</b>	<b>12,3</b>	<b>20 %</b>	<b>12 %</b>	<b>6 %</b>	<b>7 %</b>
ManpowerGroup Inc	4483	0,2	0,2	14,4	12,2	8,4	7,1	-5 %		3 %	3 %
Cross Country Healthcare Inc	696	0,5	0,5	6,3	11,7	5,7	7,1	-1%	-5 %	1 %	7 %
Adecco Group AG	7858	0,4	0,3	11,9	10,5	8,9	7,8	-6 %	8 %	4 %	4 %
Staffline Group PLC	99	0,1	0,1	11,0	13,4	8,3	7,2	-1%	5 %	0 %	1 %
BGSF Inc	162	0,6	0,6	11,8	10,9	11,3	9,9	1 %		6 %	5 %
TrueBlue Inc	870	0,5	0,4	15,0	12,1	16,6	11,4	-10 %		5 %	4 %
Kforce Inc	1261	0,9	0,9	18,8	17,4	13,1	12,4	4 %		6 %	7 %
Hays PLC	2687	0,4	0,3	43,9	18,7	24,0	11,2	5 %	12 %	3 %	3 %
SThree PLC	640	0,4	0,4	13,6	12,6	8,9	8,2	3 %		4 %	4 %
Groupe Crit SA	519	0,3	0,2	22,1	15,6	8,1	6,3	-10 %		4 %	4 %
Randstad NV	10798	0,4	0,4	14,1	12,3	10,4	9,2	-4 %	5 %	4 %	5 %
<b>Mediaani</b>	<b>783</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>14,2</b>	<b>12,5</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>	<b>-1 %</b>	<b>7 %</b>	<b>4 %</b>	<b>4 %</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>2523</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>17,1</b>	<b>13,4</b>	<b>11,7</b>	<b>9,2</b>	<b>0 %</b>	<b>6 %</b>	<b>4 %</b>	<b>5 %</b>

Lähde: Thomson Reuters/Inderes

# Kassavirtamalli

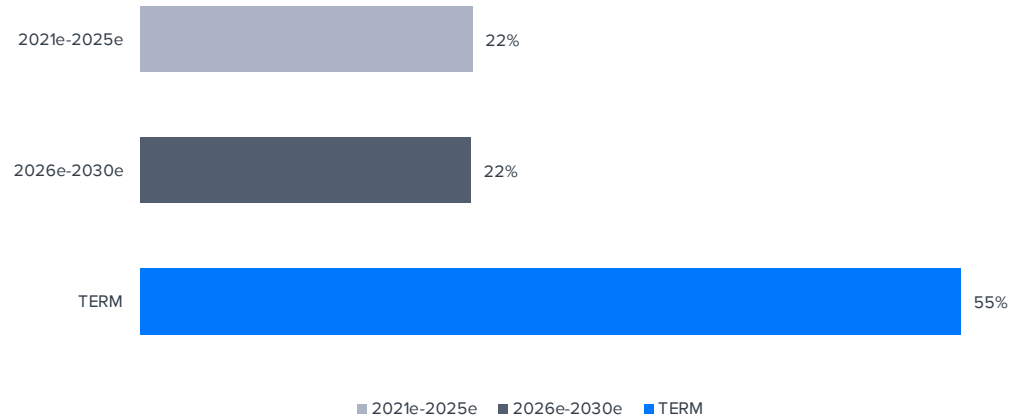
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,6</b>	<b>11,5</b>	<b>16,1</b>	<b>20,0</b>	<b>20,9</b>	<b>21,0</b>	<b>21,7</b>	<b>22,8</b>	<b>23,9</b>	<b>24,6</b>	<b>25,1</b>	<b>24,0</b>	<b>24,5</b>	
+ Kokonaispoistot	7,9	7,4	8,0	8,0	7,9	8,3	7,6	5,7	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	
- Maksetut verot	-1,5	-1,6	-2,9	-3,7	-3,9	-3,9	-4,0	-4,3	-4,5	-4,6	-4,7	-4,5	-4,6	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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	9,4	-9,7	-0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>21,1</b>	<b>7,2</b>	<b>20,2</b>	<b>24,1</b>	<b>24,5</b>	<b>24,9</b>	<b>24,7</b>	<b>23,8</b>	<b>22,9</b>	<b>23,4</b>	<b>24,1</b>	<b>23,2</b>	<b>23,8</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	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,1	-11,8	-4,4	-4,4	-4,3	-4,0	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1	-4,0	-4,0	-4,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>14,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>15,8</b>	<b>19,7</b>	<b>20,2</b>	<b>20,9</b>	<b>20,7</b>	<b>19,8</b>	<b>18,8</b>	<b>19,3</b>	<b>20,1</b>	<b>19,2</b>	<b>19,6</b>	
+/- 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	14,1	-4,6	15,8	19,7	20,2	20,9	20,7	19,8	18,8	19,3	20,1	19,2	19,6	
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>-4,6</b>	<b>14,7</b>	<b>17,0</b>	<b>16,1</b>	<b>15,5</b>	<b>14,2</b>	<b>12,5</b>	<b>11,0</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>145</b>	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	279	284	269	252	236	221	206	194	183	172	162	153	145	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>279</b>													
- Korolliset velat														-58
+ Rahavarat														15,4
- Vähemmistöosuus														-1,4
- Osinko/pääomapalautus														-3,7
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>202</b>													
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>8,1</b>													

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,20 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>168</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>164</b>	<b>160</b>
Liikearvo	126	128	128	128	128
Aineettomat hyödykkeet	32	30	26	21	17
Käyttöomaisuus	7	7	11	12	13
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Muut sijoitukset	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	1,9	1,2	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>42</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>49</b>	<b>64</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	2,1	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	35	21	32	39	44
Likvidit varat	6	15	8	9	19
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>210</b>	<b>205</b>	<b>212</b>	<b>216</b>	<b>228</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>102</b>	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>113</b>	<b>122</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-5,9	-5,7	-2,0	5,4	14,6
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	107	107	107	107	107
Vähemmistöosuus	1,0	2,9	1,0	1,0	1,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>60</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>54</b>	<b>51</b>
Laskennalliset verovelat	6,0	5,5	6	6	6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	54	52	55	48	45
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>48</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>55</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	5,6	6,2	7	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	41	35	37	43	49
Muut lyhytaikaiset velat	1	3	1	1	1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>210</b>	<b>205</b>	<b>212</b>	<b>216</b>	<b>228</b>



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	81,6	169,8	190,6	<b>194,3</b>	<b>231,8</b>	EPS (raportoitu)	0,31	0,25	0,11	<b>0,30</b>	<b>0,44</b>
Käyttökate	10,1	12,6	13,5	<b>18,9</b>	<b>24,1</b>	EPS (oikaistu)	0,38	0,46	0,16	<b>0,27</b>	<b>0,44</b>
Liikevoitto	8,2	8,0	5,6	<b>11,5</b>	<b>16,1</b>	Operat. kassavirta / osake	0,68	1,03	0,85	<b>0,29</b>	<b>0,81</b>
Voitto ennen veroja	5,4	6,7	4,0	<b>10,0</b>	<b>14,6</b>	Vapaa kassavirta / osake	2,44	-1,90	0,57	<b>-0,18</b>	<b>0,63</b>
Nettovoitto	4,6	4,6	2,7	<b>7,5</b>	<b>11,1</b>	Omapääoma / osake	3,43	5,54	4,06	<b>4,21</b>	<b>4,47</b>
Kertaluontoiset erät	-1,1	-3,8	-1,3	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,32	0,10	0,15	<b>0,15</b>	<b>0,20</b>
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	96,3	209,6	205,2	<b>211,8</b>	<b>216,4</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-26 %	108 %	12 %	<b>2 %</b>	<b>19 %</b>
Oma pääoma	50,8	101,8	103,8	<b>105,7</b>	<b>113,1</b>	Käyttökateen kasvu-%	8 %	25 %	7 %	<b>40 %</b>	<b>27 %</b>
Liikearvo	59,9	125,8	127,9	<b>127,9</b>	<b>127,9</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	28 %	-42 %	<b>56 %</b>	<b>51 %</b>
Nettovelat	13,8	54,1	42,4	<b>54,1</b>	<b>43,9</b>	EPS oik. kasvu-%	-9 %	20 %	-65 %	<b>67 %</b>	<b>66 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	12,3 %	7,4 %	7,1 %	<b>9,7 %</b>	<b>10,4 %</b>
Käyttökate	10,1	12,6	13,5	<b>18,9</b>	<b>24,1</b>	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	6,9 %	3,6 %	<b>5,5 %</b>	<b>7,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	2,6	9,4	<b>-9,7</b>	<b>-0,7</b>	Liikevoitto-%	10,0 %	4,7 %	2,9 %	<b>5,9 %</b>	<b>7,0 %</b>
Operatiivinen kassavirta	10,1	18,7	21,1	<b>7,2</b>	<b>20,2</b>	ROE-%	18,2 %	6,0 %	2,7 %	<b>7,3 %</b>	<b>10,2 %</b>
Investoinnit	-11,8	-104,0	-7,1	<b>-11,8</b>	<b>-4,4</b>	ROI-%	12,2 %	6,8 %	3,4 %	<b>7,0 %</b>	<b>9,7 %</b>
Vapaa kassavirta	36,1	-34,6	14,1	<b>-4,6</b>	<b>15,8</b>	Omavaraisuusaste	52,8 %	48,6 %	50,6 %	<b>49,9 %</b>	<b>52,3 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	27,2 %	53,1 %	40,9 %	<b>51,2 %</b>	<b>38,8 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>						
EV/Liikevaihto	0,8	1,3	1,0	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>						
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	14,3	<b>10,9</b>	<b>8,2</b>						
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	28,1	<b>19,3</b>	<b>12,2</b>						
P/E (oik.)	8,5	13,8	36,8	<b>22,6</b>	<b>13,7</b>						
P/B	1,0	1,6	1,5	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>						
Osinkotuotto-%	9,6 %	1,6 %	2,5 %	<b>2,5 %</b>	<b>3,3 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.11.2020	Lisää	5,50 €	5,04 €
12.1.2020	Vähennä	6,00 €	5,92 €
19.2.2021	Vähennä	5,80 €	5,54 €
12.5.2021	Vähennä	5,80 €	5,72 €
11.8.2021	Lisää	7,20 €	6,60 €
10.11.2021	Lisää	7,20 €	6,66 €
10.12.2021	Lisää	7,00 €	6,24 €
28.1.2022	Lisää	7,00 €	6,06 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**