

# Enersense

## Laaja raportti

13.10.2022 8:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Arvoketjulaajentumisen alkutaipaleella

Enersensen strategisena tavoitteena on laajentua palveluntuottajasta myös energiantuottajaksi viimeaikaisten yritysjärjestelyiden kautta saatujen omaisuuserien ja osaamisen kautta. Prosessi on kuitenkin vielä alkuvaiheessa. Viimeisen vuoden aikana heikentyneen kannattavuuden myötä osakkeen lyhyen aikavälin arvostuskuva on haastava. Nostamme osakkeen tavoitehintamme kuitenkin 6,0 euroon (aik. 5,0 euroa) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy) osien summa -laskelmamme heijastelemaa pidemmän aikavälin potentiaalia peilaten.

## Päästöttömien energiaratkaisujen toteuttaja, tavoitteena laajentua omaan energiantuotantoon

Enersense on päästöttömien energiaratkaisujen toteuttaja, jonka palveluihin kuuluvat muun muassa teollisuuden käyttö- ja kunnossapitopalvelut sekä projektit ja voimansiirto- ja tietoliikenneverkkojen koko elinkaaren palvelut. Lisäksi yhtiö on hankkinut viimeisimpien yrityskauppojen (Enersense Offshore, Megatuuli) kautta etenkin maa- ja merituulivoiman osaamista. Megatuulen kautta se sai myös huomattavan maatuulivoiman hankekehitysportfolion. Lisäksi Enersensen strategisena tavoitteena on arvoketjulaajentuminen omaan energiantuotantoon tulevaisuudessa ja yhtiön tavoitteena on rakentaa omaan taseeseensa 600 MW maatuulivoimaa ja 100 MW aurinkovoimaa vuoden 2027 loppuun mennessä. Enersensen mukaan tämä vaatii taakseen merkittäviä pääomia (~700-800 MEUR) ja toistaiseksi se tutkii vasta erilaisia rahoitusvaihtoehtoja. Käsituksemme mukaan yhtiö tulee liikkumaan tavoitetta kohden myös vaihteittain. Kokonaisuuden arviointi on kuitenkin toistaiseksi hankalaa, sillä energiantuotannon tuottopotentiaali on arviomme mukaan hyvin riippuvainen rahoituksen hinnasta.

## Kunnianhimoiset kasvu- ja kannattavuustavoitteet, jotka ovat pitkälti riippuvaisia uusista kasvuaihoista

Lyhyellä aikavälillä nykyliiketoimintojen kasvunäkymät ovat kohtuullisen hyvät vahvan tilauskannan (H1'22: 295 MEUR) ja kohdemarkkinoiden investointinäkemien siivittämänä. Kuluvan vuoden osalta odotamme liikevaihdon (2022e: 251 MEUR) ja oikaistun käyttökatteen (2022e: 8,5 MEUR) jäävän hieman ohjeistuksen keskikohtien alapuolelle (liikevaihto: 245-265 MEUR, oik. EBITDA 6-12: MEUR). Pidemmällä aikavälillä arvioimme nykyliiketoimintojen kasvunäkymien olevan sen sijaan melko maltilliset, minkä myötä yhtiön vuonna 2027 tavoittelema 500 MEUR:n liikevaihtotaso (ei sisällä yritysostoja) muodostuu nykyisten ydinliiketoimintojen ulkopuolisista kasvuaihoista (etenkin oma energiantuotanto ja merituulivoimaloiden jalustat). Siten nykyisistä lähtökohdista tarkasteltuna kasvutavoite on mielestämme varsin kunnianhimoinen ja on hyvin riippuvainen uusien liiketoimintojen kasvun kulmakertoimesta. Vastaavasti vuoden 2027 100 MEUR:n käyttökatetavoite on arviomme mukaan ehdollinen kasvutavoitteiden toteutumiseksi sekä maatuulivoiman hankekehityksessä onnistumiselle.

## Lähivuosien tulos pohjainen arvostus on hyvin haastava, mutta osake sisältää pidemmän aikavälin potentiaalia

Enersensen tulos pohjainen arvostus on lyhyellä aikavälillä mielestämme hyvin haastava, sillä odotamme ensi vuoden tuloslaskelman ulkopuolisista tuulivoiman hankekehityksen vähemmistöosuuksista oikaistun P/E-kertoimen olevan hyvin korkea (P/E > 100x). Vastaavasti yhtiön liiketoiminnan ja eri omaisuuserien pidemmän aikavälin potentiaalinen (etenkin maatuulivoiman hankekehitysportfolion) huomioiva osien summa -mallimme indikoi osakkeen käyväksi arvoksi hieman nykyistä osakekurssia korkeampaa tasoa (~6,3 euroa osakkeelta). Mielestämme osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus jää kuitenkin heikoksi seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä kalliin tulos pohjaisen arvostuksen myötä. Lyhyen aikavälin mahdollisena merkittävimpana kurssiajurina näemmekin nykyliiketoimintojen odotuksiamme voimakkaamman kannattavuuskäänteen.

## Suositus

### Vähennä

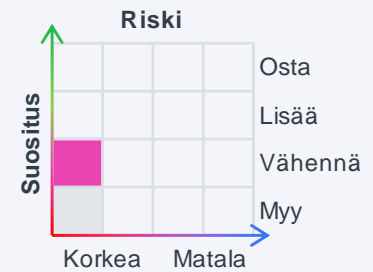
(aik. Myy)

**6,00 EUR**

(aik. 5,00 EUR)

**Osakekurssi:**

6,00



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	239	251	269	278
<b>kasvu-%</b>	62 %	5 %	7 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	10,9	-0,2	10,5	14,2
<b>EBIT-% oik.</b>	4,6 %	-0,1 %	3,9 %	5,1 %
<b>Nettotulos</b>	4,0	-3,9	6,2	9,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,64	-0,26	0,38	0,57

<b>P/E (oik.)</b>	10,7	neg.	15,9	10,6
<b>P/B</b>	1,9	1,6	1,6	1,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,5 %	1,7 %	2,0 %	2,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	8,7	neg.	11,3	8,0
<b>EV/EBITDA</b>	5,7	13,4	6,1	4,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,4	0,5	0,4	0,4

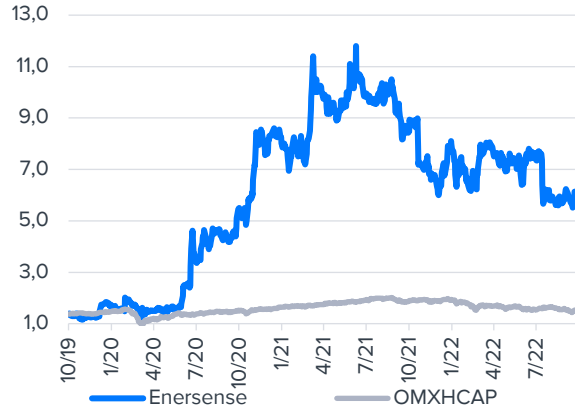
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

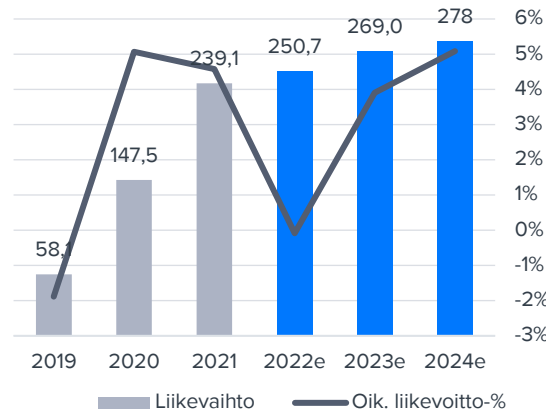
Vuoden 2022 liikevaihdon ennakoidaan olevan 245-265 MEUR ja oikaistun käyttökatteen 6-12 MEUR

## Osakekurssi



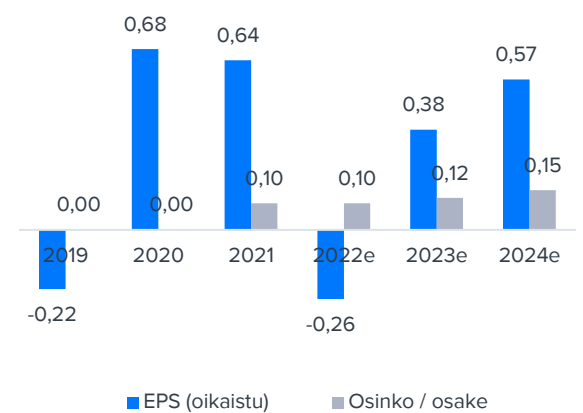
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen
- Verkko- ja energialiiketoiminnan investointinäkyvät
- Tuulivoiman hankekehitysportfolioin kehityspalkkioiden realisoituminen
- Enersense Offshoren kasvu keskipitkällä aikavälillä
- Arvoa luovat yritysostot
- Arvoketjulaajentuminen omaan energiantuotantoon pidemmällä aikavälillä



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	16,3	16,3	16,3
Markkina-arvo	98	98	98
Yritysarvo (EV)	121	119	114
P/E (oik.)	neg.	15,9	10,6
P/E	neg.	15,9	10,6
P/B	1,6	1,6	1,6
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	13,4	6,1	4,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	11,3	8,0
Osinko/tulos (%)	neg.	31,7 %	26,4 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,0 %	2,5 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>11-17</b>
Markkinakatsaus	<b>18-22</b>
Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne	<b>23-24</b>
Ennusteet	<b>25-28</b>
Sijoitusprofiili	<b>29-30</b>
Arvonmääritys	<b>31-37</b>
Taulukot	<b>38-42</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>43</b>

# Enersense lyhyesti

Enersense palvelee pohjoismaisia sekä kansainvälisiä teollisuus-, energia- ja tietoliikennealan yhtiöitä, ja on päästöttömien energiaratkaisujen mahdollistaja. Yhtiö omistaa myös merkittävän maatuulivoiman hankekehitysportfolioin.

## 2005

Perustamisvuosi

## 2018

Listautuminen

## 238 MEUR

Liikevaihto 2022 TTM

## 16,9 MEUR (7,1% liikevaihdosta)

Oikaistu käyttökate 2022 TTM

## 1 812

Henkilöstömäärä keskimäärin H1'22:n aikana

### 2013-2017

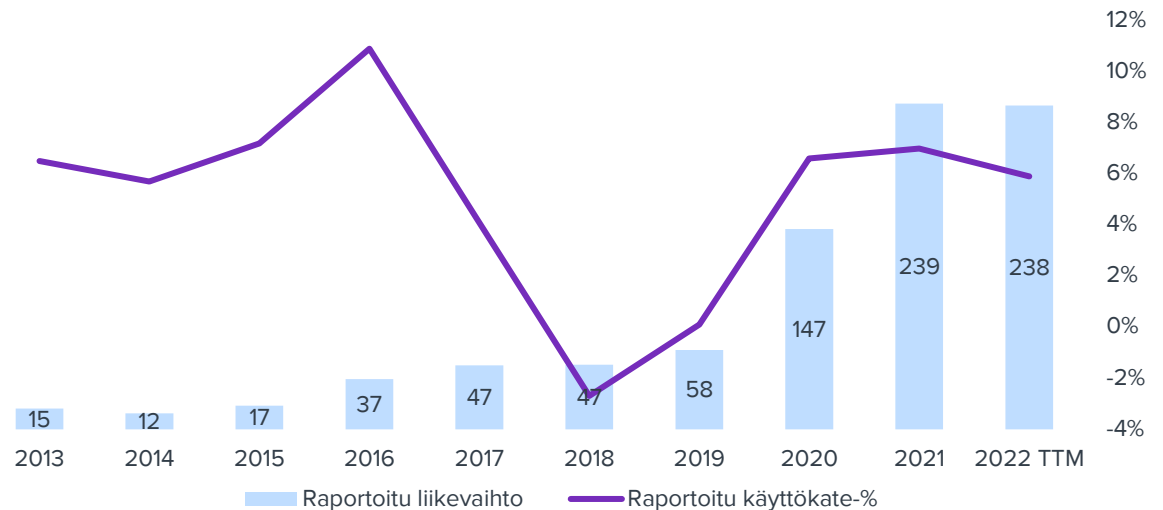
- Keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu (CAGR-%) noin 25 %
- Kasvun taustalla pääasiassa kasvu kotimaassa ja etenkin Okiluoto 3 -hankkeesta tulee yhtiölle merkittävä
- Kannattavuus vahvistuu kasvun mukana, projektihinnottelu onnistunutta

### 2018-2020

- Okiluoto 3 -hankkeen kysynnän huippu ohitettu, hankkeen tuoma liikevaihto lähes puolittuu vuonna 2018
- Kannattavuutta painaa liian raskas kulurakenne, ostetun liiketoiminnan tappiollisuus ja luottotappiot
- Yhtiö ostaa itseään selvästi suuremman Empowerin, jonka myötä liiketoiminnan painopiste muuttuu selvästi, integraatioprosessi alkaa ja kannattavuuskäänteä käynnistyy

### 2021-

- Yhtiö tekee useampia yritysostoja, joista merkittävämpinä maatuulivoimahankkeiden kehitysyritys Megatuuli
- Toimintaympäristön haasteiden myötä yhtiön operatiivisen liiketoiminnan (pl. Tuulivoiman kehitystuotot) kannattavuus heikkenee
- Yhtiö aloittaa strategian mukaisen laajenemisen palveluyhtiöstä myös energiantuottajaksi



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Päästöttömien energianratkaisujen toteuttaja

Enersensen palveluihin kuuluvat muun muassa teollisuuden käyttö- ja kunnossapitopalvelut sekä projektit ja voimansiirto- ja tietoliikenneverkkojen koko elinkaaren palvelut. Lisäksi yhtiö on hankkinut yrityskauppojen kautta maa- ja merituulivoiman sekä aurinkovoiman osaamista. Järjestelyjen myötä Enersensellä on myös huomattavan kokoinen maatuulivoiman hankekehitysportfolio ja yhtiön strategisena tavoitteena on laajentua arvoketjussa energiantuottajaksi tulevaisuudessa. Yhtiön suurimmat asiakkaat ovat käsityksemme mukaan energia-, meri-, kemian- ja metsäteollisuuden yhtiöt sekä voimansiirto- ja tietoliikenneverkko-yhtiöt. Yhtiön pääasialliset kohdemarkkinat ovat Suomen lisäksi Baltian maat, Saksa, Ranska ja Iso-Britannia. Yhtiön palveluksessa oli H1'22:n aikana keskimäärin 1812 henkilöä.

Enersensen edellisen 12 kuukauden (TTM) liikevaihto oli 238 MEUR ja sen oikaistu käyttökate oli 16,9 MEUR eli 7,1 % liikevaihdosta. Oikaistu käyttökate sisälsi kuitenkin Q4'21:llä tehdyn kertaluontoisen 7,3 MEUR:n ei-kassavirtavaikutteisen negatiivisen liikearvon tuloutuksen liittyen viime vuonna hankitun Enersense Offshoren (aik. Pori Offshore Construction) omaisuuseriin sekä Q1'22:lla hankittuun Megatuuleen tehdyn vastaavanlaisen 2,1 MEUR:n negatiivisen liikearvon tuloutuksen.

## Neljä liiketoiminta-aluetta

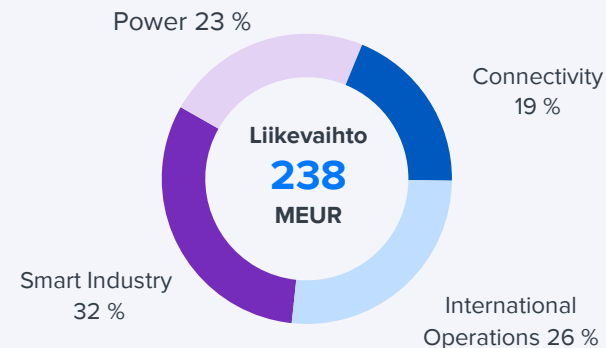
Enersensen liiketoiminta jakautuu neljään erilliseen liiketoiminta-alueeseen, joiden liikevaihdot ja kannattavuudet raportoidaan erikseen.

Liikevaihdoltaan suurin segmentti on **Smart Industry**. Sen edellisen neljän kvartaalin liikevaihto

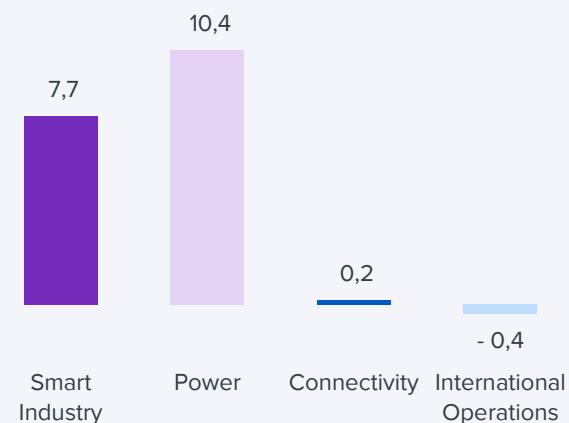
oli 75 MEUR, joka vastasi noin 32 % konsernin liikevaihdosta samalla tarkastelujaksolla. Segmentti tuottaa teollisuusasiakkaille käyttö- ja kunnossapitopalveluita jatkuvana tai projektiluonteisena palveluna, huoltokeskuspalveluita sekä huoltoseisokkipalveluita. Lisäksi Smart Industry kehittää digitaalisia ratkaisuja tuottavuuden parantamiseen ja tuottaa resurssi-, suunnittelu- ja urakointipalveluita sekä alihankintaketjun hallintapalveluita kotimaisten ja kansainvälisten teollisuushankkeiden tarpeisiin (mm. erilaiset teräs- ja putkistotyöt sekä pintakäsittelytyöt). Segmentin alle kuuluu myös syksyllä 2021 hankittu Enersense Offshore, joka valmistaa mm. merituulivoimaloiden jalustoja. Smart Industry -segmentin raportoitu käyttökate viimeiseltä 12 kuukaudelta oli puolestaan 7,7 MEUR, johon sisältyi Enersense Offshoreen tehty liikearvon tuloutus.

**Power** liiketoiminta-alueen palveluihin kuuluvat voimansiirtoverkkojen ja sähköasemien sekä tuulivoimapuistojen suunnittelu, rakentaminen ja kunnossapito, jotka tuovat arviomme mukaan valtaosan sen liikevaihdosta. Lisäksi se toimittaa ratkaisuja sähköisen liikenteen latausjärjestelmiin sekä sähköön varastointiin. Enersensen vuonna 2022 toteuttaman Megatuuli-yrityskaupan myötä segmentin alla raportoidaan myös maatuulivoiman kehitysprojektit. Näistä projekteista ei muodostu Powerille liikevaihtoa, mutta projektien kehitystuottojen myötä näiden vaikutus liiketoiminta-alueen kannattavuuteen voi olla huomattava. Powerin edellisen neljän kvartaalin liikevaihto oli noin 55 MEUR vastaten noin 23 % konsernin liikevaihdosta. Power segmentin edellisen neljän kvartaalin raportoitu käyttökate oli 10,4 MEUR, johon sisältyi Megatuuleen tehty liikearvon tuloutus.

## Liikevaihdon jakauma 2022 (TTM)



## Käyttökate liiketoiminta-alueittain 2022 (TTM)



Lähde: Enersense, Ideres

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Etenkin kotimaisia operaattoreita palveleva **Connectivity** auttaa asiakkaita toimittamaan mobiiliverkon ja kiinteän verkon palveluita. Sen palvelut kattavat verkon koko elinkaaren aina niiden suunnittelusta, asennukseen ja rakentamiseen sekä ylläpitoon. Connectivityn liikevaihto edelliseltä neljältä neljännekseltä oli noin 45 MEUR ja näin ollen se toi noin 19 % konsernin liikevaihdosta. Liiketoiminta-alueen edellisen neljän kvartaalin raportoitu käyttökate oli 0,2 MEUR.

Connectivity- ja Power -segmenttien osalta on hyvä huomata, että luvut eivät sisällä kesäkuussa [tiedotettua](#) Voimatel-yritysosasto. Yritysosaston myötä segmenttien liikevaihdot kasvasivat huomattavasti (Voimatel liikevaihto 2021: 133 MEUR). Kaupan myötä myös etenkin Connectivityn markkinaosuus kasvasi merkittävästi, minkä myötä mielestämme ei ole selvää, että Kilpailu- ja kuluttajavirasto antaa yrityskaupalle hyväksyntää sellaisenaan. Viranomaisten päätöksiä voi odottaa Enersensen mukaan Q4'22-Q1'23 aikana. Tätä taustaa vasten tarkastelemmekin Enersenseä toistaiseksi nykyisessä kokonaisuudessaan ilman Voimateliä.

**International Operations** pitää sisällään Enersensen Baltian maiden liiketoiminnan sekä Saksan, Ranskan, Ruotsin ja Iso-Britannian liiketoiminnot. Baltian liiketoiminnot koostuvat pääosin tuulivoiman, suurjännite- ja tietoliikenneverkkojen rakentamisesta ja ylläpitopalveluista, jotka myös muodostavat arviomme mukaan huomattavan osuuden liiketoiminta-alueen liikevaihdosta. Myös Baltian ulkopuolella Enersensen tarjoama kattaa käsityksemme mukaan monipuolisesti erilaisia projekteja ja palveluita. International Operationsin liikevaihto oli edellisen neljän kvartaalin aikana 63

MEUR eli noin 26 % konsernin liikevaihdosta. Liiketoiminta-alueen edellisen 12 kuukauden käyttökate oli -0,4 MEUR.

## Asiakaskunta liiketoiminta-alueittain

Enersensen merkittävimmät asiakkaat vaihtelevat liiketoiminta-alueittain, minkä ansiosta sen asiakasrakenne on näkemyksemme mukaan konsernitasolla hyvin hajautunut. Konsernitasolla yhtiöllä oli vuonna 2021 kaksi asiakasta, jotka toivat yli 10 %:n osuuden konsernin liikevaihdosta (yhteensä 57 MEUR).

Käsityksemme mukaan Smart Industryn merkittävimmät asiakastoimialat ovat telakkateollisuus ja muu meriteollisuus, metsäteollisuus, kemianteollisuus sekä energiateollisuus. Historiallisesti segmentin liikevaihto on ollut enemmän projektivetoista, mutta viime aikoina liikevaihdon jakauma on keskittynyt vahvemmin ulkoistuksiin (mm. syyskuussa [tiedotetun](#) Helenin sopimuksen myötä). Lähtökohtaisesti ulkoistukset ovat volyyymi- ja katerakenteeltaan vakaampia projektiliiketoimintaan verrattuna.

Voimansiirtoverkonrakentamisen eli Powerin asiakkaita ovat muun muassa kantaverkkoyhtiö Fingrid, sähkönsiirto- ja jakeluverkkoyhtiöt (mm. Elenia), tuulivoimayhtiöt (mm. Pohjoistuuli) sekä sähköisten latausjärjestelmien toimittajat. Tämän joukon suhteellisen rajallinen määrä rajoittaa asiakaskunnan hajautusta, mutta yhtiöllä on käsittääksemme näiden toimijoiden kanssa pitkät asiakassuhteet ja niissä on tyypillisesti matala vaihtuvuus. Vuonna 2021 segmentin liikevaihdosta projekteista muodostui vajaa 80 % ja reilut 20 % palveluista, joista jälkimmäiset ovat käsityksemme

## Asiakaskunta liiketoiminta-alueittain



### Smart Industry

- Metsäteollisuus
- Energiateollisuus
- Meriteollisuus (sis. merituulivoima)
- Kemianteollisuus



### Power

- Sähkö- ja energiayhtiöt
- Tuulivoimayhtiöt



### Connectivity

- Kotimaiset operaattorit
- Verkkojen laitetoimittajat



### International Operations

- Verkkoyhtiöt
- Operaattorit
- Tuulivoimayhtiöt
- Ydinvoiman rakentajat

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

mukaan jatkuvia ja/tai useamman vuoden pituisia. Siten segmentin arvioitu melko rajallinen asiakaskunta ei mielestämme kohota riskitasoa liiakseen, vaan riski linkittyy vahvemmin yleiseen investointiaktiiviteettiin markkinoilla.

Connectivity palvelee tietoliikenneverkkojen eli mobiili ja kiinteän verkon rakentajia. Tämä joukko muodostuu Suomessa käytännössä kolmesta operaattorista eli Elisasta, Teliasta ja DNA:sta, jotka tuovat myös valtaosan segmentin liikevaihdosta. Tämän lisäksi asiakaskuntaan kuuluu myös mm. erilaisia verkkolaitetoimittajia (mm. Nokia). Rajallinen asiakaskunta heijastelee Suomen keskittynyttä operaattorikenttää, eikä mielestämme kasvata riskitasoa liiaksi. Tämän taustalla on se, että operaattorit käsityksemme mukaan kilpailuttavat suurimmat verkon toimittajat pääosassa hankkeitaan ja oman toimintavarmuutensa ansiosta hajauttavat hankintojaan näiden kesken.

Nimensä mukaisesti International Operations toimii melko laajalla maantieteellisellä hajautuksella, vaikka Baltian rooli onkin viime aikoina noussut. Tämän lisäksi se toimii maittain eri teollisuuden sektoreilla. Näin ollen sen asiakaskunta on arviomme mukaan suhteellisen hyvin hajautunut.

Kokonaisuutena Enersensen asiakasrakenteeseen liittyvät riskit ovat mielestämme kohtuulliset ja hallittavissa. Yhtiön asiakkuuksissa kuitenkin korostuu toimitusvarmuus ja asiakasreferenssit, minkä takia korkea palveluiden ja projektien laatuvaatimus on edellytys asiakkuuksien jatkolle.

## **Tilaukanta antaa näkyvyyttä lähivuosille**

Enersensen liikevaihto rakentuu eri pituisista projekti-, palvelu- ja puitesopimuksista. Yhtiö ei

raportoi tilaukannan tarkempaa jaksottumista, mutta käsityksemme mukaan etenkin Smart Industryn teollisuusasiakkaiden huolto- ja kunnossapitosopimuksista ovat tavanomaisesti useiden vuosien pituisia kerrallaan, vaikka asiakkuudet ovat jatkuneet tätäkin pidempään. Nämä yhdessä Powerin ja Connectivityn puitesopimuksien kanssa tuovat liiketoimintaan jatkuvuutta ja parantavat yhtiön sisäistä ennustettavuutta, vaikka niille on tyypillistä sopimus kiinteästä ja muuttuvasta laskutuksesta.

Merkittävin indikaattori kysynnän tulevasta kehityksestä sijoittajien suuntaan on kuitenkin Enersensen raportoima tilaukanta. Yhtiön tilaukanta oli Q2'22:n lopussa 295 MEUR, mikä vastaa karkeasti reilun vuoden liikevaihtotasoa. Tilaukannan ansiosta liiketoiminnassa on ennustettavuutta ja yhtiöllä itsellään on kohtuullisen hyvä näkyvyys lyhyen tähtäimen liikevaihdon kehitykseen seuraavalle 12 kuukaudelle ja osin myös pidemmälle 24 kk:n ajalle. Tämä edesauttaa henkilöstöresurssien tarpeen suunnittelua, mikä taas on kannattavuuden kannalta kriittistä.

Yhtiö raportoi tilaukannan kehitystä myös segmenttitasolla. H1'22:n lopussa Smart Industryn tilaukanta oli 51 MEUR (68 % edellisen 12 kk liikevaihdosta, Powerin 66 MEUR (120 % edellisen 12 kk liikevaihdosta), Connectivityn 56 MEUR (125 % edellisen 12 kk liikevaihdosta) ja International Operationsin 122 MEUR (194 % edellisen 12 kk liikevaihdosta). Siten tilaukannat olivatkin segmentteittäin tarkasteltuna yleisesti varsin vahvoilla tasoilla pl. Smart Industry, mutta segmentin tilaukantaa vahvasti merkittävästi Helenin kanssa Q3:lla sovittu ulkoistussopimus. Sen sijaan tilaukantojen tarkempia rakenteita ja jaksottumisia

on vaikea arvioida.

## **Liikevaihdon syklistyys ja kausivaihtelut**

Liikevaihdon alttius muutoksille talouskasvun vauhdissa vaihtelee liiketoiminta-alueittain. Nykyisellään sekä Powerin että Connectivityn kysyntä on riippuvaista voimansiirto- ja tietoliikenneverkkojen investointinäköymästä, johon vaikuttaa ennen kaikkea markkinan kehitysvaiheen määrittämä investointitarve. Vastaavasti Smart Industryn käyttö- ja kunnossapitopalveluiden tarve on pitkässä juoksussa suhteellisen vakaata, joskin korkeasuhdanne voi kasvattaa tarvetta huoltotoimille lievästi.

Segmenttien kokoluokkien pohjalta arvioimme yhtiön liiketoiminnan alttiuden perinteisille talouden syklien muutoksille maltillisiksi. Kohdemarkkinoiden riippuvuus investoinneista on sen sijaan mielestämme korkea ja etenkin teollisuuden investointitaso linkittyy myös talouskasvun kehitykseen. Vuoden sisäisesti liikevaihdon kehitykselle on tavanomaista merkittävä kausiluonteisuus. Tämän taustalla on etenkin sääolojen vaikutus, jotka rajoittavat liiketoimintamahdollisuuksia esimerkiksi verkonrakentamisessa. Tämä vaikutus on riippuvainen mm. talven ankaruudesta ja kestosta. Kausiluonteisuuden ansiosta Q1 on yhtiölle tyypillisesti kysynnän osalta heikoin neljännes.

## **Liiketoimintamallissa on korkea henkilöstöintensiivisyys**

Liiketoimintamalli on palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan erittäin henkilöstöintensiivinen. Tämä heijastuu myös yhtiön kulurakenteeseen, josta valtaosa muodostuu henkilöstökustannuksista (ml.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

alihankintana hankittava vuokratyövoima). Korkean henkilöstöintensivisyyden vuoksi kustannusrakenne koostuu suurelta osin jossain määrin joustavista kustannuseristä ja nämä ovat pidemmässä juoksussa muuttuvia kustannuksia, joiden skaalautuvuus on matala.

## Liiketoiminnan pääomavaltaisuus on melko matala

Yhtiön nykyisen liiketoimintakokonaisuuden pääomien sitoutumisesta ei ole vielä kertynyt pidempää historiallista aikasarjaa, mutta käsityksemme mukaan käyttöpääoman sitoutuminen nykyisellään on melko rajallista. Tämän taustalla on, että liiketoiminnassa ei ole juurikaan varastotuotteita ja yhtiö faktoroi myyntisaataviaan. Tämän vastapainona tulee rahastoyhtiön kustannukset, mutta toisaalta käyttöpääoman sitoutuminen ei rajoita liiketoiminnan kasvua. Vuoden sisällä käyttöpääomaa sitoo tietyt kausiluontoiset tekijät, mutta yli ajan nykyisen liiketoiminnan kasvun tulisi olla käyttöpääoman kasvun osalta maltillista. Käyttöpääoman tarkempaa sitoutumista on kuitenkin vielä yhtiön nykyrakenteen lyhyen historian takia haastavaa arvioida tarkkaan.

Myös nykyisen liiketoiminnan investointitarve on suhteellisen matala, sillä liiketoiminta ei edellytä merkittävästi kiinteää omaisuutta ja investoinnit kohdistuvatkin tarvittavaan kalustoon (esim. pakettiautot). Käsityksemme mukaan myöskään Enersense Offshoren tuotantotilat eivät vaadi merkittäviä investointeja tuotantolaitteisiin tai kunnostukseen lähiaikoina. Yhtiöllä on kuitenkin meneillään ERP-uudistus, joka nykyisten kirjanpitosääntöjen mukaan kirjataan tuloslaskelman kautta kuluiksi, mikä osaltaan painaa yhtiön

kannattavuutta. Käsityksemme mukaan ERP-uudistus ajoittuu pääosin tälle ja ensi vuodelle. Arvioimme uudistuksen kokonaiskustannuksen olevan karkeasti 5-7 MEUR.

Yhtiön strategiaan kuuluu kuitenkin arvoketjulaajentuminen omaan energiantuotantoon (kts. tarkemmin strategia-kappale), mikä edellyttää huomattavia pääomia ja investointeja. Yhtiö on kertonut vuoden 2027 aikana tavoittelemansa 600-700 MW:n energiantuotannon vaativan noin 700-800 MEUR:n pääomat, josta alustavasti noin 300 MEUR olisi oman pääomanehtoista rahoitusta. Toistaiseksi yhtiö vielä tutkii erilaisia rahoitusvaihtoehtoja ja siten kokonaisuuden arviointi on hankalaa. Kuitenkin voidaan todeta, että yhtiön edetessä tulevaisuudessa nykystrategian puitteissa, tulee sen pääomavaltaisuus kasvamaan huomattavasti.

## Yhtiöllä on myös sijoitus P2X Solutionsiin

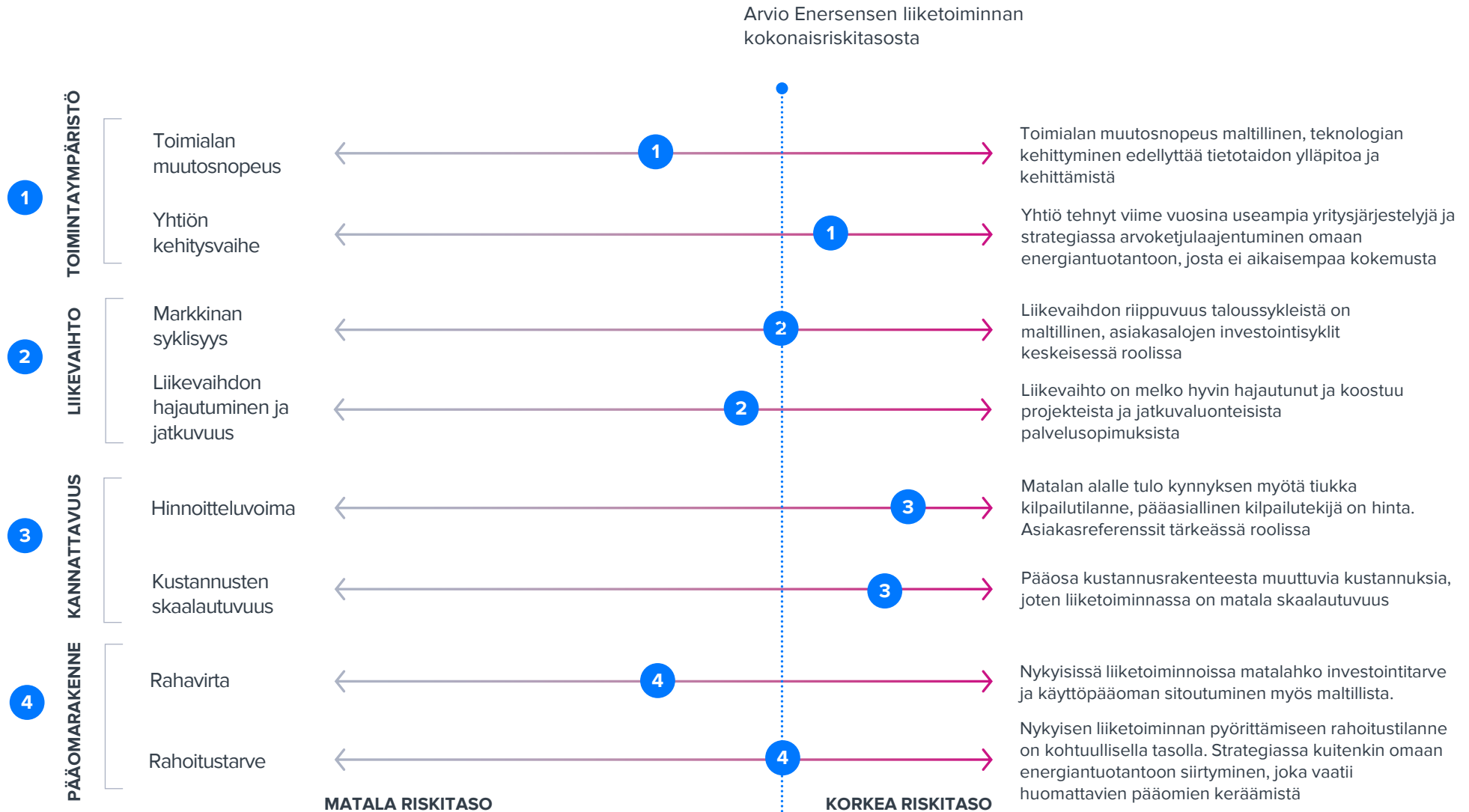
Yhtiö on tehnyt myös strategisen sijoituksen vihreän vedyn tuottajaan P2X Solutionsiin. P2X:n liiketoiminta pohjautuu vihreän vedyn eli uusiutuvalla energialla tuotetun vedyn tuotantoon sekä Power-to-X-tekniologioihin ja prosesseihin, joiden avulla uusiutuvaa sähköä voidaan varastoida synteettisiksi polttoaineiksi tai muuttaa muiksi yhdisteiksi. Enersense on sijoittanut P2X:ään 13 MEUR, jolla yhtiö sai yhtiöstä reilun 16 %:n osuuden.

Yhtiöt ovat sopineet myös kumppanuusjärjestelystä, jossa Enersensellä on ensisijaisen kumppanin asema P2X:n ensimmäisen tuotantolaitoksen rakennusvaiheen töissä sekä laitoksen valmistuttua sen kunnossapidon ja operoinnin tehtävissä. P2X suunnittelee rakentavansa Harjavaltaan Suomen ensimmäisen vihreän vedyn tuotantolaitoksen.

Valmistuessaan laitos tuottaa vihreää vetyä muun muassa teollisuuden tarpeisiin uusiutuvalla energialla tuotetulla sähköllä. Suunnitteilla olevan tuotantolaitoksen kapasiteetti on 20 MW. Yhtiön tavoitteena on rakentamistöiden aloittaminen Harjavallassa syksyllä 2022 ja laitoksen käyttöönoton tarkoitus tapahtua H1'24:llä. Rakennusvaiheen yhteistyön arvon Enersense on arvioinut olevan noin 7-8 MEUR jakautuen pääosin vuosille 2022-2024 ja jatkuen kunnossapidon ja operoinnin osalta tämän jälkeen.

Näkemyksemme mukaan sijoituskohde on hyvin linjassa Enersensen strategian kanssa, jonka tavoitteena on yhtiön roolin kasvattaminen vähäpäästöisissä ja päästöttömissä energiahankkeissa sekä uusien asiakkuuksien hankkiminen uusiutuvaan energiaan tehtävistä investoinneista. Nykytiedon valossa sijoituksen tuottopotentiaalin arviointi on hyvin haastavaa, sillä siihen tulee vaikuttamaan merkittävästi hankkeen taloudellinen potentiaali, jonka luotettava arviointi nykytiedoin on käytännössä mahdotonta. Hankkeen taloudellisesta potentiaalista tarkempia tietoja saadaan arviomme mukaan vasta lähempänä sen käyttöönottoa. Käsityksemme mukaan P2X:n on tarkoitus kasvattaa tuotantolaitosten määrää ensimmäisen hankkeen jälkeen, minkä lisäksi vetyyn pohjautuvat energiahankkeet ovat yleistymässä laajemmin keskipitkällä aikavälillä. Siten ensimmäisen tuotantolaitoksen hanke yhdessä rakennus- ja kunnossapitosopimuksien kanssa voi onnistuessaan avata Enersenselle pitkäaikaisia ja jopa merkittävän kokoluokan kasvulähtöjä pelkästään rakentamisen, kunnossapidon ja operoinnin saralla pidemmällä tähtäimellä.

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/6

## Strategia on markkinamurroksen mukainen

Enersensen ydinstrategiana on olla päästöttömien energiaratkaisujen toteuttaja ja päästöttömän yhteiskunnan mahdollistaja kannattavan liiketoiminnan kautta. Yhtiön strategian tavoitteena on tukea meneillään olevaa yhteiskunnan energiamurrosta, jossa energiantuotanto siirtyy vahvemmin kohti uusiutuvia energialähteitä. Strategisten tavoitteiden saavuttamiseksi yhtiö on määritellyt neljä ydinkohtaa, joihin se keskittyy:

**Kehittää valmiuksia ylläpitää ja voittaa vähäpäästöisiä ja päästöttömiä energiaprojekteja yhtiön kohdemaissa:** Yhtiö tavoittelee roolinsa kasvattamista asiakkaidensa vähäpäästöisissä ja päästöttömissä energiahankkeissa, kuten ydinvoimahankkeissa. Lisäksi yhtiö pyrkii hankkimaan uusia asiakkuuksia uusiutuvaan energiaan, kuten aurinko- ja tuulivoimaan tehtävistä investoinneista sekä myös uusiin energiateknologioihin, kuten vetyyn, tehtävistä investoinneista. Maantieteellisesti yhtiö panostaa jatkossakin kotimaan markkinoihin sekä jatkaa kansainvälistymistään Pohjoismaissa, Baltiassa sekä valikoiduilla markkinoilla Saksassa, Ranskassa ja Isossa-Britanniassa, joissa sillä on jo toimintaa. Käsityksemme mukaan lyhyellä aikavälillä kansainvälinen kasvu tulee olemaan vahvinta Baltiassa, jossa on meneillään mittavia investointeja kantaverkon uudistamiseksi sekä mm. rautateiden sähköistämiseen. Kokonaisuutena pyrkimys kasvattaa vähäpäästöisen ja päästöttömän liiketoiminnan suhteellista osuutta on mielestämme strategisesti oikea ratkaisu, kun huomioidaan energiamarkkinan murros ja yhtiö on tehnyt myös useita strategian mukaisia toimenpiteitä tämän

eteen (mm. Megatuuli ja P2X).

**Varmistaa alan parhaan osaaminen ja pitää kiinni alan parhaista työntekijöistä:** Enersense pyrkii mahdollistamaan työntekijöilleen parhaat edellytykset tehokkaaseen työskentelyyn ja mahdollisuudet kehittyä ja kasvaa asiantuntijoina. Mielestämme henkilöstövetoisessa palveluliiketoiminnassa henkilöstön osaaminen ja oikeanlaisissa rekrytoinneissa onnistumisen merkitys korostuu. Lisäksi henkilöstön tyytyväisyyden ja sitoutumisen varmistaminen on pidemmällä aikavälillä erittäin tärkeää kilpailukyvyyn säilyttämiseksi huomioiden myös osajien rajallinen saatavuus.

**Parantaa liiketoimintojen tehokkuutta ja olla alan kustannusjohtaja:** Yhtiö pyrkii joustavalla työvoiman käytöllä, segmenttien välisillä synergioilla ja resurssien skaalautuvuudella tehostamaan toimintojaan ja kannattavuuttaan. Lisäksi prosessit, alustat ja nimikoidut resurssit tulevat yhtiön mukaan tukemaan tiedonjakamista entistä vahvemmin tulevaisuudessa, mikä parantaa segmenttien välistä yhteistyötä ja ristiinmyyntipotentiaalia eri maissa. Arviomme mukaan yhtiö keskittyykin tällä hetkellä etenkin kulurakenteen tehostamiseen muun muassa kehittämällä resurssienhallintaansa, missä myös uuden toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotto on isossa roolissa. Yhtiön on arviomme mukaan mahdollista nostaa kannattavuuttaan myös volyymikasvun kautta, vaikkakin liiketoiminnan luonne huomioiden skaalautumispotentiali on suhteellisen rajallinen. Käsityksemme mukaan Voimatel-yritysoston taloudellinen logiikka perustuu kuitenkin pitkälti epäorgaanisen

## Strategian prioriteettialueet



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/6

volyymikasvun mahdollistamaan lievään skaalautuvuuteen kroonisesti matalakatteisessa liiketoiminnassa Connectivity-segmentissä.

**Jatkaa kannattavaa orgaanista ja epäorgaanista kasvua:** Enersense keskittyy toteuttamaan kasvustrategiaansa kannattavuus edellä. Orgaanisen kasvun lisäksi yhtiön strategiaan kuuluu kuitenkin kasvu yritysostojen kautta. Yhtiö on kertonut, että mahdollisten yritysostojen pääkriteereinä ovat uuden teknologian tai erityisosaamisen hankkiminen, mutta myös strategisten painopisteiden vahvistaminen. Yhtiö tulee myös harkitsemaan epäorgaanista kansainvälistä kasvua vahvistaakseen markkina-asemaansa tietyissä kohdemaissa tai laajentuakseen uusille maantieteellisille-alueille.

Tällä hetkellä merkittävin kasvukulma yhtiöllä on nykyisten liiketoimintojen (ml. Enersense Offshore) lisäksi arvoketjulaajentuminen omaan energiantuotantoon tehtyjen yritysostojen myötä (etenkin Megatuuli). Megatuuli-yritysoston myötä yhtiö sai 3 000 MW:n maatuulivoiman hankekehitysportfolion, joista 1 500 MW yhteistyössä ranskalaisen vihreän energian yhtiön Valoremien kanssa ja yhtiöiden tavoitteena onkin kehittää hankkeita Suomessa vuoteen 2025 mennessä 1 500 MW:n edestä.

Yhtiö aikoo myös rakentaa maatuulivoimaa sekä aurinkovoimaa omalla taseellaan. Yhtiö tavoittelee vuoden 2027 loppuun mennessä 600 MW:n omaa energiatuotantoa maatuulivoiman osalta. Tähän mennessä yhtiö on tunnistanut nykyisestä portfoliostaan 200 MW:n osuuden, minkä osalta yhtiö tulee selvittämään mahdollisuuksia oman energiantuotannon osalta. Tuulivoiman lisäksi yhtiön tavoitteena on rakentaa 100 MW:n verran

aurinkovoimaa ja yhtiöllä on tällä hetkellä selvitysvaiheessa yksi 20 MW:n hanke Poriin samalle tontille Enersense Offshoren kanssa, joka pystyisi hyödyntämään tästä saatavaa energiaa myös omiin tarpeisiinsa.

Energiantuotannon tulovirrat ovat jatkuvaluonteisia ja defensiivisiä, minkä ansiosta onnistunut laajentuminen arvoketjussa sekä hajauttasi että vakauttasi tulovirtoja. Nykyisten liiketoimintojensa kautta yhtiöllä on jo kokemusta hankkeiden kehittämisestä, rakentamisesta ja ylläpidosta, joten laajentumisen yhteensopivuus osaksi nykyisiä liiketoimintoja on ilmeinen.

Toisaalta energiantuotantoon laajentaminen vaatii huomattavia pääomia ja yhtiö onkin kertonut, että yhtiön tavoittelema energiantuotanto edellyttää karkeasti noin 700-800 MEUR:n investoitavia pääomia, joista oman pääoman osuudeksi Enersense on arvioinut 300 MEUR. Yhtiö onkin kertonut etsivänsä seuraavina vuosina erilaisia oman pääoman ehtoisia rahoitusjärjestelyjä energiantuotannon rahoittamiseksi. Vuoteen 2027 ulottuvien taloudellisten tavoitteiden asettaman maaliviivan ja tuulivoimalan noin kahden vuoden rakennusvaiheen myötä yhtiön tulisi onnistua hankkimaan kokonaisrahoitus karkeasti vuoteen 2025 mentäessä, jotta tavoiteaikatauluun päästään. Käsittääksemme yhtiöllä on tarkoitus edistää tavoitetta vaiheittain, joten pidämme mahdollisena, että yhtiö tulee julkaisemaan tietoa rahoituksen osalta kohtuullisen lyhyelläkin aikavälillä etenkin, jos yhtiö etenee nyt tunnistetun 200 MW:n osalta rakennusvaiheeseen.

Arviomme mukaan tarjonta uusiutuvan energian hankkeiden rahoitukselle on yleisesti ottaen korkealla tasolla ja Enersensen uskottavuutta

tukee sen aiempi kokemus tuulivoiman kehitys- ja rakennushankkeista. Näiden tekijöiden tulisi tukea yhtiön kykyä kerätä sekä oman pääoman että vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen osalta yhtiö tutkii edelleen useita erilaisia vaihtoehtoja, ja siten rahoitusratkaisut selviävät vasta tulevaisuudessa.

Lyhyellä aikavälillä oletamme yhtiön epäorgaanisen kasvun olevan rajallista erityisesti, kun huomioidaan vielä vireillä oleva Voimatel-järjestely, joka todennäköisesti vie johdon huomiota. Myös keskipitkällä aikavälillä odotamme yhtiön huomion olevan enemmän orgaanisessa kasvussa ja oman energiantuotannon suunnittelussa. Toisaalta pienempiä järjestelyitä esimerkiksi teknologian tai asiantuntijoiden hankkimiseksi ei voi mielestämme sulkea pois. Lisäksi kasvavat Baltian kohdemarkkinat voisivat tarjota yhtiölle mielekkäitä epäorgaanisia mahdollisuuksia lisäresurssien hankkimiseksi tai uusien liiketoiminta-alueiden kattamiseksi.

Lähtökohtaisesti suhtaudumme epäorgaanisen kasvun tavoitteluun suhteellisen neutraalisti, sillä yhtiölle ei ole vielä kertynyt merkittäviä näyttöjä onnistuneista yritysjärjestelyistä. Mielestämme viimeisimpien järjestelyjen tuloksia on vielä ennen aikaista arvioida, mutta mielestämme ne sisältävät huomattavaa potentiaalia arvon luonnin kannalta. Toisaalta Empower-järjestelyn osalta liiketoimintojen kannattavuudet ovat vielä vaihdelleet rajustikin ja siten jäämme toistaiseksi seuraamaan liiketoimintojen kehittymistä pidemmällä aikavälillä. On kuitenkin hyvä huomata, että ilman Empoweria nykystrategian toteuttaminen olisi lähtökohtaisesti mahdotonta tai ainakin huomattavasti vaikeampaa.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/6

## Taloudelliset tavoitteet

Enersense on asettanut taloudelliset tavoitteet sekä liikevaihdon, että kannattavuuden osalta, jotka ulottuvat vuoteen 2027 asti. Taserakenteen tai velkaantuneisuuden osalta Enersense ei ole julkaissut tavoitteitaan. Yhtiön tavoitteena on saavuttaa 500 MEUR:n liikevaihtotaso ja 100 MEUR:n käyttökate vuonna 2027. Lisäksi yhtiö tavoittelee vähäpäästöisten ja päästöttömien energiahankkeiden osuuden nostoa 75-80 %:iin liikevaihdosta vuonna 2027. Huomioitavaa on myös, että taloudelliset tavoitteet julkaistiin ennen Voimatel-yrityskaupan tiedottamista, joten asetetut tavoitteet eivät sisällä yrityskaupan mahdollisia vaikutuksia (Voimatelin liikevaihto 2021: 133 MEUR, käyttökate: 4,0 MEUR). Siten tarkastelemme tavoitteita myös ilman yrityskaupan mahdollisia vaikutuksia.

Liikevaihdon hieman yli kaksinkertaistamista vuoden 2021 tasolta (239 MEUR) tavoitellaan nykyisen liiketoiminnan ja maatuulivoiman jo olemassa olevan hankekehitysportfolioin sekä merituulivoiman (Enersense Offshore) kasvun kautta (yhteensä 400 MEUR). Lisäksi energian tuotannolla tavoitellaan 100 MEUR:n kasvua.

Kannattavuustavoite pohjautuu nykyisen liiketoiminnan kannattavuuden nostamiseen jo aiemmin tavoiteltuun 10 %:n kannattavuustasoon, kun taas hankekehitysportfolioin tuottojen ja energian tuotannon odotetaan vastaavan 70 % vuoden 2027 100 MEUR:n käyttökateavoitteesta.

## Kasvutavoite on kunnianhimoinen

Purkamalla annettu kasvutavoite osakokonaisuuksiin voidaan havaita, että

merkittävin osuus kasvutavoitteesta perustuu nykyisten ydinliiketoimintojen ulkopuolisiin kasvuaikoihin. Yhtiön liikevaihtotavoite nykyisille ydinliiketoiminnoille on 300 MEUR vuonna 2027, mikä vastaa vajaata 4 %:n keskimääräistä vuotuista kasvua suhteessa 2021 liikevaihtotasoon nähden. Suhteessa arvioomme yhtiön nykyisten eri liiketoiminta-alueiden kohdemarkkinoiden kasvuvauhdista on tavoite mielestämme realistinen ja saavutettavissa, mutta vaatii taakseen arviomme mukaan ainakin lievää markkinaosuuksien kasvattamista. Markkinoiden osittain tiukka kilpailutilanne huomioiden tämä ei ole kuitenkaan itsestään selvää. Lisäksi on huomioitava, että koska etenkin osalla markkinoista keskeinen kilpailutekijä on hintataso, ei markkinaosuuden havitteleminen tiukasti hinnalla kilpailemalla ole todennäköisesti tuloskasvun näkökulmasta tavoiteltavaa. Siten kasvutavoitteen saavuttamista tärkeämpänä pidämme tuloskasvun edellytyksien vahvistamista nykyisissä ydinliiketoiminnoissa.

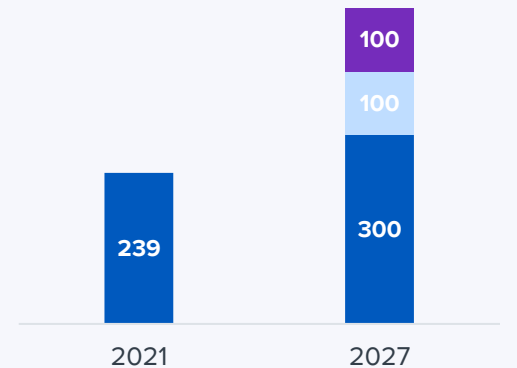
Maatuulivoiman hankekehityksellä ja merituulivoimalla yhtiö tavoittelee puolestaan 100 MEUR:n liikevaihtotaso vuonna 2027. Tavoitellun kasvun taustalla on etenkin Enersense Offshore ja kasvava merituulivoimamarkkina. Merkittävämpänä kasvuaajurina Enersense Offshoren alla on merituulivoimaloiden jalustat, joista yhtiö odottaa merkittävää kasvua. Yhtiöllä on myös patenttivaiheessa oma kelluva jalusta vaativiin oloihin. Kyseisen jalustatyyppin etuna olisi, että sen kuljettamiseen ei vaadittaisi suurta asennusalusta, vaan se voitaisiin kuljettaa paikalleen käyttämällä ainoastaan hinaajia. Näiden lisäksi yhtiöllä on kokemusta myös muunlaisten jalustoiden valmistamisesta. Tämän ohella yhtiö omistaa

## Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka



- Liikevaihto: 500 MEUR vuonna 2027
- Käyttökate: 100 MEUR vuonna 2027
- Tavoitteena on jakaa osinkoina vähintään 30 % osakekohtaisesta tuloksesta

## Tavoiteltu liikevaihdon kehitys



- Tulevat investoinnit energiantuotantoon
- Tehdyt investoinnit maa- ja merituulivoimaan ja energianvarastointiin
- Nykyliiketoiminta

Lähde: Enersense, Inderes

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/6

Suomessa proomun, mikä mahdollistaa yhtiön laajentumisen myös merituulivoimapuistojen huoltoon ja kunnossapitoon.

Merituulivoiman puolella projektien kokoluokka on huomattava ja yhtiö onkin indikoinut tavoittelevansa tulevaisuudessa vuositasolla muutamia kymmenien miljoonien eurojen hankkeita. Tämä voi tuoda jatkossa myös merkittävää heiluntaa yhtiön vuosittaiseen liikevaihtotasoon. Enersense Offshorella on myös pitkä toimintahistoria, jonka aikana se on toiminut suurten öljy- ja kaasuteollisuuden asiakkaiden kanssa erilaisissa projekteissa. Näistä toimijoista suuri osa on viime aikoina profiloitunut myös merituulivoimaan. Tarjouspyyntöjen osalta kysyntä on yhtiön mukaan erittäin hyvällä tasolla.

Kokonaisuutena kasvutavoite on kuitenkin mielestämme varsin kunnianhimoinen huomioiden esimerkiksi Enersense Offshoren vuosien 2019-2020 liikevaihtotaso (~4-5 MEUR). Toisaalta on hyvä kuitenkin huomata, että yhtiöllä oli historiallisesti nykyistä selvästi rajallisemmat taloudelliset resurssit toteuttaa suurempia hankkeita. Tavoitteessa onnistuminen vaatii arviomme mukaan oikeiden projektien tunnistamista, merkittävien tilausten saamista sekä näiden onnistunutta toteuttamista.

Myös oman energiantuotannon osalta tavoite on kunnianhimoinen ja edellyttää, että yhtiö ylittää tavoitteisiinsa energiantuotannon määrän osalta. Tämä vaatii puolestaan, että yhtiö tunnistaa vaadittavan määrän potentiaalisia kohteita ja näiden hankkeiden lupa- ja rakennusprosessit menevät läpi ja etenevät riittävän nopeasti. Arviomme mukaan myös projektien valinnassa

yhtiön täytyy onnistua, jotta sen voimaloiden hyötysuhteet nousevat riittävän korkeiksi.

Lisäksi liikevaihtotasoon toki vaikuttaa silloinen energianhinta, mutta sitä on tässä kohtaa erittäin vaikeaa arvioida. Riittävän korkea hintatasoa voidaan kuitenkin arvioida yksinkertaistetun laskelman kautta, jossa tuulivoiman tuotannon määrittämisessä käytetään Suomen Tuulivoimayhdistyksen antamia taustatietoja. Yhdistyksen mukaan Suomen tuulivoimaloiden keskimääräinen kapasiteettikerroin oli 33 % vuonna 2019. Oletamalla yhtiön 600 MW:n tuotannon toimivan keskimäärin samalla suhteella vaatisi 100 MEUR:n liikevaihtotaso keskimäärin vuoden aikana noin 58 €/MWh hintaa. Suhteuttamalla tämä esimerkiksi vuoden 2019 keskimääräisen spot-hintaan 44 €/MWh (ilman alv) voidaan havaita, että joko sähkön hinnan tulisi nousta tai yhtiön tuotannon olla tätä korkeampaa, jotta tavoitteeseen olisi mahdollista päästä. Enersensen tuotantoa toki tukee (ja samalla laskee tarvittavaa sähkön hintaa) vielä 100 MW:n aurinkovoimahanke, mutta ainakin nykyisellään aurinkovoimaloiden hyötysuhteet ovat tuulivoimaa rajallisempia. Pidämme todennäköisenä, että tuulivoiman keskimääräinen kapasiteettikerroin nousee teknologian kehittyessä, mikä vastaavasti myös laskisi tarvittavaa sähkön hintaa.

Toisaalta tällä hetkellä voimakkaasti kasvussa oleva uusiutuvan energian rakentaminen (kts. tarkemmin Markkinakatsaus-kappale) asettaa markkinoille tiettyjä haasteita tulevaisuudessa, sillä esimerkiksi tuulisina ajanjaksoina markkinoille syntyy herkästi ylikapasiteettia, mikä laskee sähkön hintaa. Siten näemmekin, että energian varastoinnin ratkaisut ja/tai tulevien

myyntisopimusten rakenteet tulevat olemaan merkittävässä roolissa energiantuotannon tavoitteiden saavuttamisen kannalta ja riittävän korkean sähkön myyntihinnan varmistamiseksi.

Lisäksi energiantuotannon rakentaminen vaatii aiemmin todetusti merkittävät pääomat, joita yhtiö on vasta keräämässä ja tässä onnistuminen oikea-aikaisesti on eilinehto tavoitteessa onnistumiselle. Aiemmin todetusti rakennusvaiheen kesto huomioiden, tulisi yhtiön päästä rakentamaan tuulivoimaa viimeistään vuonna 2025, jotta tavoitteeseen olisi mahdollista yltää.

## **Kannattavuustavoite edellyttää liikevaihdon kasvussa onnistumista**

Kannattavuuden osalta Enersensen tavoitteena on puolestaan saavuttaa 30 MEUR:n käyttökate (≈10 %:n käyttökatemarginaali) nykyisten liiketoimintojen osalta vuoteen 2027 mennessä. Tavoitetta voidaan suhteuttaa vuoden 2021 oikaistuun käyttökatemarginaaliin, josta on vähennetty negatiivisen liikearvon tuloutus, joka oli noin 5 %:n tasolla. Tähän peilattuna tavoiteltu kannattavuusparannus on huomattava. Myös historialliseen tasoon ja verrokkien kannattavuustasoon verrattuna on yhtiön kannattavuustavoite kunnianhimoinen.

Nykyisellä liiketoimintarakenteella sen saavuttaminen saattaa olla haastavaa ja edellyttää arviomme mukaan erinomaista onnistumista projektien hinnoittelussa ja suunnittelussa, vuoden sisäisen resurssoinnin joustavoittamista ja tiukkaa kulukuria. Liiketoiminta-alueiden kannattavuustasoissa on myös tuntuva eroa, joten tavoitteen saavuttamiseen vaikuttaa lisäksi liiketoiminnan painopiste.



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 5/6

Puolestaan maatuulivoiman hankekehityksellä ja merituulivoimalla yhtiö tavoittelee 35 MEUR:n käyttökatetasoa. Arviomme mukaan tavoitetaso on riippuvainen vuotuisista maatuulivoiman hankekehitysportfolion myynneistä ja uusien kohteiden hankkimisesta. Tavoiteltuun kannattavuustasoon tarvittavia kehityspalkkioita ja projektien luovutuksia voidaan hahmotella karkeasti yhtiön tähän mennessä kertomien tietojen kautta. Yhtiö on [kertonut](#), että se odottaa saavansa Megatuulen tällä hetkellä [rakennusvaiheessa](#) olevaista projekteista (350 MW) käyttökatetasolla yhteensä noin 30-40 MEUR:n kehityspalkkiot. Oletamalla, että kehityspalkkioiden taso pysyy vakaana tulevaisuudessa tulisi yhtiön pystyä myymään vuonna 2027 karkeasti noin 200-250 MW vastaava määrä projekteja olettaen, että projektit olisivat täysin Enersensen omistamia. Mahdollisten yhteistöiden myötä määrä luonnollisesti kasvaa palkkioiden jakaantuessa. Nykyisestä koko hankeportfoliosta tämä ei ole kovinkaan suuri osuus, mutta on hyvä huomata, että yleisesti alkuvaiheen hankkeista enintään puolet etenevät rakennusvaiheeseen. Koska yhtiölle ei ole vielä kertynyt merkittävää historiaa kehityshankkeiden toteuttamisesta on tulevaa suhdetta ja tavoitteisiin pääsemistä tämän osalta ennenäikaista arvioida. Lisäksi pidämme hyvin todennäköisenä, että kehityshankkeiden myyntien osalta vuosien välillä tulee olemaan suurtakin heiluntaa.

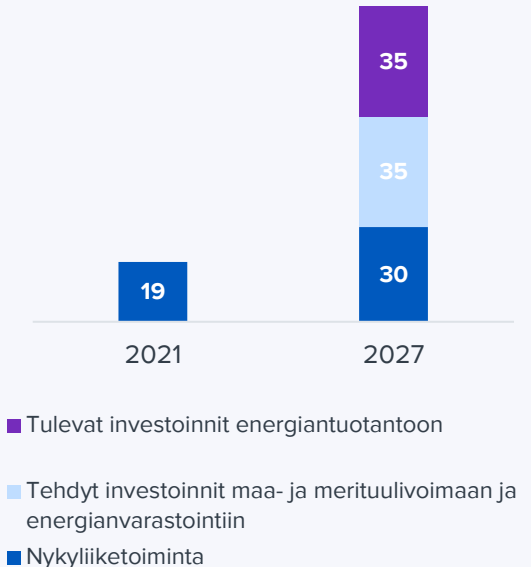
Puolestaan Enersense Offshoren kannattavuuspotentiaalin yhtiö on aiemmin viestinyt olevan vähintään linjassa yhtiön nykyisten liiketoimintojen kanssa (EBITDA-% > 10 %). Oletamme kuitenkin tavoitteiden olevan tätä

korkeammalla ja hyvällä projektikannalla tähän olevan myös edellytyksiä. Toisaalta projektien ajoitusten heittely ja mahdollisten projektiriskien realisoituminen voivat näkyä arviomme mukaan kannattavuuden heiluntana.

Oman energiantuotannon osalta tavoiteltu 35 MEUR:n käyttökate on arviomme mukaan hyvin riippuvainen saavutetusta liikevaihtotasosta. Puolestaan marginaalimeleessä asetettu tavoite on mielestämme maltillinen, sillä tuulivoimaloiden vuotuiset kulut ovat suhteellisen pienet (etenkin verrattuna rakennuskustannuksiin) liittyen huoltoon ja kunnossapitoon ja tavoitteen pitäisikin olla helpohkosti saavutettavissa riittävällä liikevaihtokuormalla.

Pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna Enersense arvioi, että tuulivoimahankkeiden tuottopotentiaali (IRR) on nykyisellään noin 5-10 %:n haarukassa. Tämä on käsityksemme mukaan linjassa alan toimijoiden nykyisten tuottotavoitteiden kanssa, mutta luonnollisesti pitkän tähtäimen tuottotasoihin tulee vaikuttamaan sen hetkinen kustannustaso ja energian myyntihinta. Arvioidulla tuottotasoilla ja pääomarakenteella hankkeilla voisi arviomme mukaan yltyä karkeasti 10-20 %:n oman pääoman tuottoon, mikä on varsin hyvä taso. Nykyisten osakkeenomistajien näkökulmasta hankkeiden tuottopotentiaalini lisäksi tärkeää on kuitenkin myös 300 MEUR:n oman pääoman ehtoisen rahoituksen kustannus.

## Tavoiteltu käyttökateen kehitys



Lähde: Enersense, Inderes

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 6/6

## Voitonjako on riippuvainen tilikauden tuloksesta

Enersensen voitonjakopolitiikkana on tavoite jakaa vähintään 30 % osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina. Voitonjakopolitiikan mukainen osingonjakosuhteen lattiataso (30 %) on näkemyksemme mukaan matala ja liiketoimintamalli mielestämme mahdollistaisi tätä selvästi korkeamman tason. Käsityksemme mukaan yhtiön voimakkaat kasvutavoitteet eivät myöskään lähtökohtaisesti estä osingonjakoa, sillä nykyinen operatiivinen toiminta ja sen pääomatarpeet sekä vastaavasti oman energiantuotannon kehittämiseen vaadittavat pääomat katsotaan erillisiksi yhtiön toimesta. Siten arvioimme vuotuisen osingon ja toisaalta osingonjakosuhteenkin olevan riippuvaisia tilikauden tuloksesta. Huomioitavaa on kuitenkin, että yhtiön rahoittajien asettamat kovenanttiehdot (uuden rahoitussopimuksen kovenanttiehtoja ei ole julkaistu) voivat rajata mahdollisuuksia jakaa osinkoja esimerkiksi mahdollisten suurempien yritysjärjestelyjen tai tulokunnan heikkenemisen myötä.



# Enersensen strateginen kehitys

2013  
-  
2017

## Voimakasta kasvua OL3-hankkeen mukana, laajentuminen muille teollisuuden alueille

- Enersense kasvoi voimakkaasti (CAGR-% noin 25 %) Olkiluoto 3 -hankkeen mukana ja oli merkittävässä osassa hankkeen eri rakennusvaiheissa
- Yhtiö laajentui myös muihin teollisuuden hankkeisiin
- Kasvu tuli pääasiassa kotimaasta
- Liikevaihdon kasvu heijastui myös tulokseen, joka kasvoi lisäksi kannattavuuden nousun myötä

2018  
-  
2020

## Kasvu pysähtyy ennen Empowerin hankintaa, mikä muutti myös liiketoiminnan painopistettä

- Olkiluoto 3 -hankkeen valmistumisen lähestyessä sen tuoma liikevaihtokuorma kääntyi laskuun
- Kustannukset eivät sopeutunut kysynnän laskun mukana ja yhtiön kannattavuus heikkeni huomattavasti
- Enersense osti itseään suuremman Empowerin kesällä 2020 ja liiketoiminnan painopiste muuttui huomattavasti
- Empower-yritysosto rahoitettiin suunnatulla annilla, merkitsijöinä oli sijoittajia ja toimiva johto
- Rahoitusasemaa vahvistettiin entisestään lisäanneilla
- Kannattavuus alkoi kääntymään kauden lopulla

2021

## Arvoketjulaajeneminen päästöttömän energiantuottajaksi

- Operatiivisen liiketoiminnan kannattavuus heikkeni jälleen toimintaympäristön haasteiden myötä
- Enersense teki useita yritysjärjestelyitä, joilla kasvatettiin peittoa päästöttömän energiantuotannon arvoketjussa ja hankittiin merkittävä maatuulivoiman hankekehitysportfolio (Enersense Offshore, P2X, Megatuuli)
- Päätös siirtyä arvoketjussa energiantuottajaksi, mikä vaatii huomattavia pääomia
- Pääomien keräämisen osalta vielä neuvotteluvaiheessa

## Strategiset kehityssuunnat

### Toteutunut

- Tulovirrat, asiakasjakauma ja palvelutarjonta ovat laajentuneet teollisuussektorin sisällä
- Megatuuli-yritysosaston kautta merkittävä maatuulivoiman hankekehitysportfolio, josta tunnistettu jo ensimmäiset projektit omaan tuulivoiman tuotantoon
- Myös ensimmäinen osuus aurinkovoiman tuotannon osalta tunnistettu
- Rahoitusneuvottelut aloitettu pääomien keräämiseksi energiantuotannon rakentamista varten

Lähde: Inderes

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Kannattavuuden nostaminen nykyisissä liiketoiminnoissa
- Orgaaninen kasvu markkinoiden kasvun avittamana
- Enersense Offshoren osalta ensimmäisten suurien tilausten saaminen ja markkinapotentiaalain varmistaminen
- Maatuulivoiman hankekehitysportfolioon kehittäminen ja ensimmäisiä irtaantumisia 100 %:sti omistetuista projekteista
- Pääomien hankinta energiantuotannon aloittamiseksi
- Voimatel-yrityskaupan mahdollinen integraatio
- Strategian mukaiset yritysjärjestelyt työkalupakissa

### Seuraavat 5 vuotta

- Oman energiantuotannon rakentaminen ja aloittaminen
- Nykyisten liiketoimintojen orgaaninen kasvu markkinoiden investointisykliä mukaista
- Kannattavuuspotentiaalain nostaminen
- Nykyisten hankekehitysportfolioon kohteiden myynti ja uusien kohteiden hankinta
- Monipuolinen osaaminen uusiutuvan energian markkinoilla korostuu energiamurroksen edetessä
- Yritysjärjestelyt kasvun kiihdyttämiseksi tai osaamisen hankkimiseksi

# Markkinakatsaus 1/5

## Kohdemarkkinat koostuvat useista kokonaisuuksista

Enersensen laajan palvelutarjooman ja kattavan maantieteellisen peiton vuoksi sen kohdemarkkinat muodostuvat useista erillisistä markkinoista, joilla on erilaiset kasvuajurit. Siten olemme käsitelleet yhtiön suurimpien liiketoimintakokonaisuuksien kohdemarkkinoita, kasvunäkymiä sekä kilpailutilannetta erikseen.

Kohdemarkkinoiden ominaispiirteissä on kuitenkin joitain yhtäläisyyksiä, kuten matalasta alalle tulon kynnyksestä (pl. energiantuotanto) johtuva tiukka ja tyypillisesti hintavetoinen kilpailutilanne. Matalan alalle tulon kynnyksen vuoksi markkinoilla toimii myös tyypillisesti lukuisia pienen markkinaosuuden omaavia toimijoita. Lisäksi liiketoiminnoissa on tyypillisesti korkea henkilöstöriippuvuus ja ajoittain toimijoiden keskeinen haaste on osaavan henkilöstön löytäminen.

## Teollisuuden kunnossapitopalvelut ja projektimarkkinat

Merkittävän osan Smart Industry-liiketoiminnan kohdemarkkinasta muodostavat kotimaisen teollisuuden kunnossapitopalvelut ja projektimarkkinat, joiden markkinakooksi Enersense on arvioinut 1,6-2,0 miljardia euroa. Tämä markkina muodostuu merkittävältä osin erilaisten sähkö-, automaatio-, pumppu- ja vastaavien järjestelmien huolto- ja ylläpitopalveluista, minkä lisäksi siihen lukeutuu erikoislaitteiden ja putkien huoltoa ja ylläpitopalveluja.

Markkinakoon arvio on linjassa Kilpailu ja kuluttajaviraston (KKV) teettämän selvityksen kanssa, jonka mukaan ulkoistetun kunnossapidon markkina on noin 400-700 MEUR:n kokoinen ja vastaavasti projektimarkkina noin 900-1300 MEUR.

Noin 1,6-2 miljardin kunnossapito- ja projektimarkkinan lisäksi Smart Industryn kohdemarkkinaa kasvattaa meriteollisuuden markkina, merituulivoiman (etenkin merituulivoimaloiden jalustat) sekä teollisuuden rakennusmarkkinat. Meriteollisuudessa ja teollisuuden rakennusmarkkinoilla yhtiö toimii vain pienessä osassa kokonaismarkkinaa ja siten mielestämme niiden valtavat markkinat eivät kokonaisuutena muodosta yhtiölle relevanttia kohdemarkkinaa, vaikkakin ne kasvattavat Smart Industryn markkinapotentiaalia. Puolestaan erityisesti Enersense Offshoren merituulivoimaloiden jalustoiden markkinat kasvattavat huomattavasti yhtiön kokonaismarkkinaa, vaikka markkinan nykyistä kokoluokkaa on haastavaa arvioida. Oletamme tämän markkina olevan myös vasta osin muodostumassa ja kasvavan seuraavan 5-10 vuoden aikana huomattavasti investointien määrän kasvaessa.

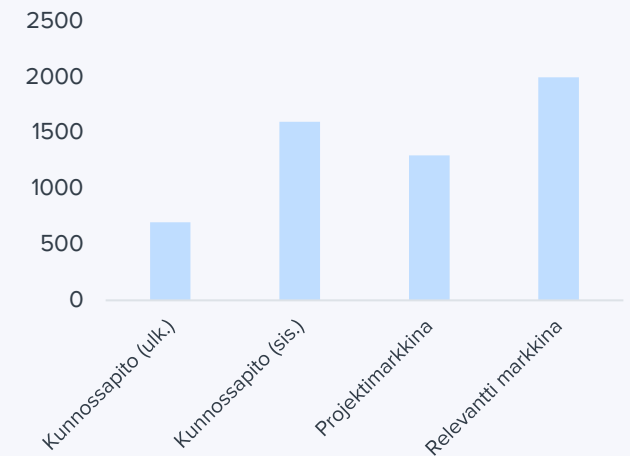
## Markkinakasvun ajurit

Arviomme mukaan keskeisin teollisuuden kunnossapito ja projektimarkkinoiden kasvun pidemmän aikavälin ajuri on teollisuuden investoinnit kiinteään omaisuuteen, mikä linkittyy talouden kasvuvauhtiin. Siten talouskasvu antaa hyvän pohjan markkinakasvun arvioinnille.

## Kohdemarkkinoiden ominaispiirteitä

- Matala alalle tulon kynnyys (pl. Energiantuotanto, merituulivoimaloiden jalustat)
- Tiukka ja hintavetoinen kilpailutilanne
- Fragmentoitunut markkina ja pienet markkinaosuudet (pl. Connectivity)
- Korkea henkilöstöriippuvuus ja osaavan henkilöstön löytämisen haaste

## Smart Industryn arvioitu kohdemarkkina



Lähde: Kilpailu- ja kuluttajavirasto, kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemä selvitys, Enersense ja Inderes

# Markkinakatsaus 2/5

KKV:n mukaan sisäinen kunnossapito on noin 1,6 miljardin markkina ja siten huomattava osa kunnossapidosta tehdään yhä sisäisesti. Kunnossapidon ulkoistaminen voidaan tehdä kokonaisvaltaisesti tai osittain. Kokonaisulkoistus sisältää usein tehtaan tai tuotantolaitoksen kaikkien laitteiden ja koneiden kunnossapidon. Nämä ovat yleensä ostajalle mielekkäämpiä, kun kaikki hankinnat saadaan yhdeltä toimijalta, minkä lisäksi ne ovat myös toimittajalle potentiaalisesti kannattavampia.

Ulkoistamistrendin ansiosta arvioimme markkinan vuotuisen kasvupotentiaalin olevan keskipitkällä aikavälillä hieman tavanomaista talouskasvua suurempi ja noin 2-5 % vuositasolla. Pitkällä aikavälillä kasvupotentiaaliin vaikuttaa olennaisesti talouskasvun lisäksi Suomen teollisuuden kilpailukyyn kehitys globaaleilla markkinoilla.

Sen sijaan merituulivoimamarkkinan kasvun voidaan olettaa jo kuluvan vuosikymmenen aikana olevan merkittävää. Pelkästään Itämeren alueen maiden on tarkoitus kasvattaa merituulivoiman kapasiteettia nykyisestä noin 3 GW:n tuotannosta lähes 20 GW:iin. Myös Euroopan Unionin alueella panostukset merituulivoimaan ovat huomattavia.

Enersense on puolestaan itse arvioinut nykyisten Itämeren alueelle suunniteltujen merituulivoimaloiden jalustojen arvon olevan noin 30 miljardia euroa, mikä kuvastaa potentiaalista markkinan kokoa. Toisaalta arvioimme projektien aikatauluihin ja toteuttamiseen liittyvän vielä kuitenkin epävarmuutta, minkä lisäksi tästä Enersense Offshorelle relevantin markkinan osuutta on haastavaa arvioida. Tästä huolimatta markkinapotentiaali ei ole arviomme mukaan este tavoitellun kasvun saavuttamiselle.

## Smart Industryn kilpailukenttä

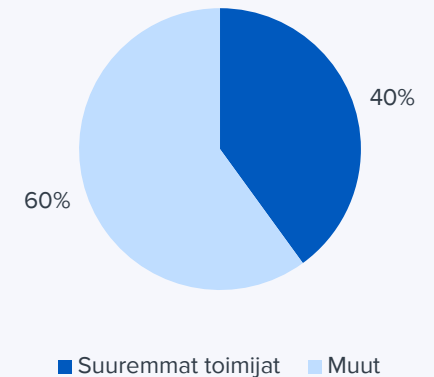
Edellä esiteltyjä markkinoiden ominaispiirteitä mukailien Smart Industryn kohdemarkkina on hyvin pirstaloitunut. Markkinalla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita, kansallisia toimijoita sekä pieniä paikallisia toimijoita. Käsityksemme mukaan markkinan suurin toimija on melko selvästi Caverion. Muita suurempia toimijoita markkinoilla ovat käsityksemme mukaan mm. Enersense, Vifin Service, Quant, Bilfinger ja Elcoline. Kokonaismarkkinaa kuitenkin kuvastaa se, että suurten toimijoiden markkinaosuus kokonaismarkkinasta on arviomme mukaan noin 40 % ja pienempien toimijoiden 60 %.

Suurten tuotantolaitosten kokonaisulkoistuksen markkinaan pääsy edellyttää KKV:n selvityksen mukaan toimittajalta laajaa tuoteportfoliota, koon mukanaan tuomaa uskottavuutta sekä referenssejä. KKV:n mukaan keskiuurten ja pienten toimijoiden asema onkin merkittävän kokoluokan ulkoistussopimuksissa heikompi kuin isojen toimijoiden, eivätkä asiakkaat usein edes harkitse heitä tarjouskilpailuun. Siten hajanaisen kilpailukentän pienemmät toimivat eivät todennäköisesti lukeudu Smart Industryn relevantteihin kilpailijoihin suurissa kilpailutuksissa.

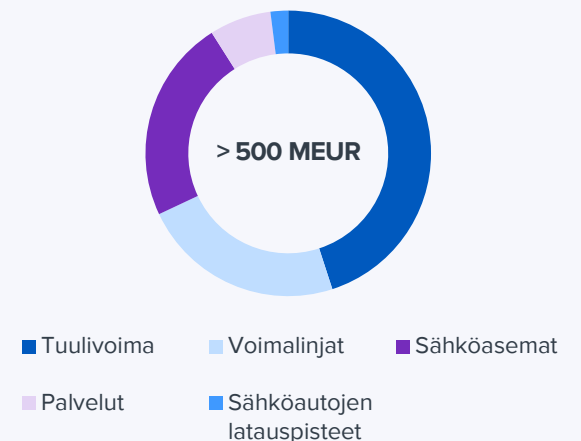
## Powerin kohdemarkkina

Power-segmentin kohdemarkkina muodostuu etenkin voimansiirtoverkkojen infrastruktuuriin tehdyistä investoinneista, tuulivoimaloiden rakennushankkeista sekä näihin tarjottavista huolto- ja ylläpitopalveluista Suomessa. Lisäksi relevanttia markkinaa kasvattaa sähköisen liikenteen latausjärjestelmät ja energian varastointiin liittyvät ratkaisut. Powerin

## Smart Industryn arvioidut markkinaosuudet



## Powerin arvioitu kohdemarkkina



Lähde: Kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemä selvitys, Enersense ja Inderes

# Markkinakatsaus 3/5

rakentamisen ja kunnossapidon markkinan koko vuonna 2022 on Enersensen viimeisimmän arvion mukaan yli 500 MEUR. Tuulivoimamarkkinan osuuden yhtiö arvioi tästä olevan noin 45 %. Kun huomioidaan Fingridin lähivuosina kasvavat investoinnit (+250 MEUR/v), muiden verkkoyhtiöiden investoinnit, tuulivoima-investoinnit sekä palvelumarkkina vaikuttaa arvio mielestämme järkevältä. Tuulivoimarakentamisen ja yhtiön pidemmän aikavälin strategisen tavoitteen eli energiantuotannon markkina on puolestaan valtava, eikä markkinan koko sinällään aseta yhtiön nykyisen portfolion 3 000 MW:n (oma tuotanto: 600-700 MW) rakentamiselle esteitä.

## Markkinakasvun ajurit

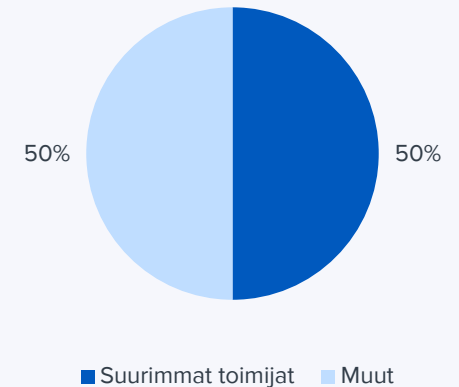
Kohdemarkkinoiden kasvu pohjautuu myös jatkossa Fingridin ja muiden verkkoyhtiöiden investointien kasvuun ja tuulivoimatuotannon kasvuun. Fingrid on arvioinut sen seuraavan vuosikymmenen investointien olevan noin kolme miljardia kantaverkkoon, mitä kasvattaa etenkin energiamurroksen edellyttämä sähköistyminen uusiutuvan sähköntuotannon rakentamisen kiihtyessä. Lisäksi investointeja kasvattaa uusien rajasiirtoyhteyksien rakentaminen Ruotsiin ja Viroon 2030-luvun alkupuolella. Fingrid arvioi 2020-luvun investointien olevan hieman etupainotteiset ja vuosina 2022-2025 kantaverkkoinvestoinnit näillä näkymin ylittävät reippaasti 200 MEUR:n rajan (2024: 400 MEUR). Siten lähivuosina markkina voi arviomme mukaan kasvaa viime vuosia suuremmaksi. Pidemmällä aikavälillä arviomme nykyliiketoimintojen kasvun tulevan kuitenkin pitkälti markkinaosuuksien voittamisen ja latausjärjestelmien sekä varastointiratkaisujen kasvun varassa.

Sen sijaan uusiutuvan energiantuotannon markkina on voimakkaassa kasvussa etenkin ympäristömuutoksen myötä. Lisäksi Venäjän hyökkäyssodan ja tästä aiheutuneiden energian saantiin liittyvien epävarmuuksien myötä myös energiaomavaraisuus on noussut yhä enemmän esille poliittisessa keskustelussa. Esimerkiksi Fingridin arvion mukaan nykyisellä tuulivoimanrakentamisen tahdilla 2020-lopulla Suomen tuulivoimantuotanto olisi noin 15 000 MW, kun nykyisin tuulivoimatuotantoa on noin 4 000 MW. Myös Suomen aurinkovoiman tuotanto on merkittävässä kasvussa, sillä aurinkovoiman kapasiteetti oli Energiaviraston mukaan vuoden 2019 lopussa vajaat 200 MW ja Fingridin skenaarioissa aurinkovoiman kapasiteetti vaihtelee 1 500-3 000 MW:n välillä vuonna 2030. Nämä kuvastavat mielestämme hyvin pelkästään Suomessa voimakkaasti kasvavaa uusiutuvaa energiantuotantoa.

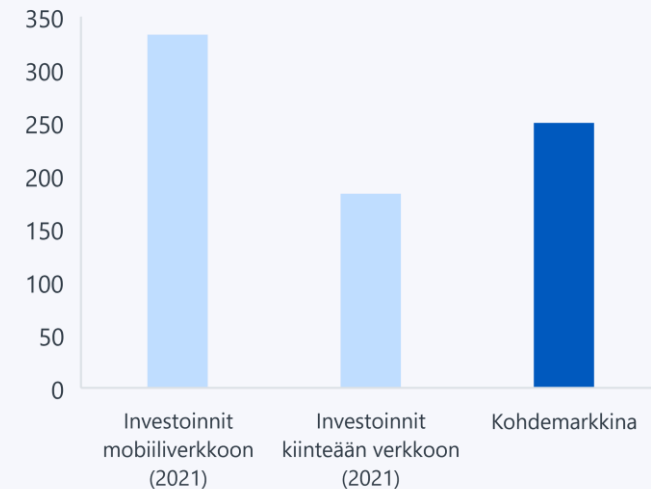
## Powerin kilpailukenttä

Myös Powerin nykyliiketoiminnan kilpailukenttä Suomessa on pirstaloitunut, minkä vuoksi toimijoiden markkinaosuudet ovat melko pieniä. Enersensen teettämän selvityksen mukaan neljä suurinta toimijaa jakoivat vuonna 2019 noin puolet markkinasta ja loput markkinasta jakautuu pieniin osiin kokoluokaltaan pienemmille toimijoille. Suurimpina toimijoina tällöin olivat Enersense ja Eltel, emmekä usko tässä tapahtuneen merkittäviä muutoksia. Käsityksemme mukaan etenkin uusiutuvan energian kasvava markkina houkuttelee kuitenkin uusia toimijoita markkinoille, mikä saattaa kiristää kilpailua. Käsittääksemme kilpailu on myös melko kustannusohjattua, joka toisaalta rajaa toimijoiden marginaalipotentialiaa.

## Powerin kilpailukenttä ja arvioidut markkinaosuudet



## Connectivityn arvioitu kohdemarkkina (MEUR)



Lähde: Kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemä selvitys, Traficom, Enersense ja Inderes

# Markkinakatsaus 4/5

Sen sijaan tuulivoiman tuotannon osalta Suomen Tuulivoimayhdistyksen mukaan suurimpina omistajina tuulivoiman kokonaiskapasiteetista olivat vuonna 2021 Exilion Tuuli (12 %:n osuus), Taaleri Energia (9 %:n osuus) ja Gigawatti (8 %:n osuus). Markkina on kokonaisuutena kuitenkin hyvin fragmentoitunut ja markkinoilla on useita toimijoita, joiden osuus kapasiteetista on 2-7 %.

## Connectivityn kohdemarkkina

Connectivityn kohdemarkkinan muodostaa kotimaisten operaattoreiden panostukset kiinteiden ja mobiiliverkkojen rakentamiseen sekä ylläpitoon. Tämän markkinan koko on Enersensen mukaan noin 250 MEUR.

Traficomien mukaan investoinnit kiinteän ja mobiiliverkkoon olivat vuonna 2021 vajaat 520 MEUR. Näistä 333 MEUR kohdistui mobiiliverkkoon ja 183 MEUR kiinteään verkkoon. Kun huomioidaan että kaikki investoinnit eivät todennäköisesti kohdistu suoraan verkonrakentamiseen (esim. laitteet ja ohjelmistot todennäköisesti vievät osan investoinneista) on 250 MEUR:n arvio kohdemarkkinasta näkemysemme mukaan järkevällä tasolla.

## Markkinakasvun ajurit

Viimeisen viiden vuoden aikana investointien pohjalta arvioitu markkinan koko on ollut vuositason keskimäärin noin 490 MEUR ja huippuvuotena 2020 se oli noin 565 MEUR. Suomessa toimivien operattoreiden Elisan, Telian ja DNA:n lähivuosien investointeihin vaikuttavat etenkin tarve päivittää verkkoja nopeammiksi ja 5G-investoinnit. Muun muassa näitä ajureita

mukaillen arvioimme markkinan keskipitkän aikavälin keskimääräisen kasvun olevan karkeasti 0-5 %.

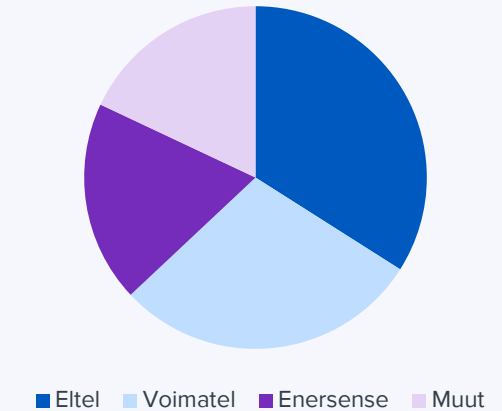
## Connectivityn kilpailukenttä

Connectivityn kilpailukenttä poikkeaa sekä Smart Industryn että Powerin kilpailukentästä siltä osin, että kilpailukenttä on selvästi keskittyneempi siitä huolimatta, että markkinoissa on muita samoja ominaispiirteitä. Tämän taustalla on arviomme mukaan se, että Suomen keskittynyt operaattorikenttä edellyttää toimittajiltaan riittävän suurta kokoa varmistaakseen kattavan tarjonnan ja riittävät resurssit. Lisäksi tilaajien tahtotila on arviomme mukaan, että markkinalla on riittävä kilpailutilanne muutaman suuren toimijan kesken, joka mahdollistaa tilaajien hinnoitteluvoiman.

Rajallista ostajakuntaa ja heidän vaikutusvaltoja mukaillen tietoliikenteen rakennusmarkkinaa hallitsee kolme toimijaa, jotka ovat Eltel, Voimatel ja Enersense. Enersensen vuoden 2021 osakeantia varten teettämän selvityksen mukaan suurimpana toimijana markkinalla toimii Eltel noin kolmanneksen markkinaosuudella. Puolestaan Voimatelin markkinaosuus oli vajaat 30 % ja Enersensen noin 20 %. Siten nämä toimijat hallitsevat yli 80 % kokonaismarkkinasta.

Loppu viidennes markkinasta jakautuu pienempiin markkinaosuuksiin muutamien toimijoiden kesken. Markkinan keskittyneisyydestä johtuen emme myöskään pidä selvänä, että kilpailuviranomaiset antavat Voimatel-yrityskaupalle hyväksyntää sellaisenaan Enersensen markkinaosuuden kasvaessa karkeasti 45-50 %:iin.

Connectivityn kilpailukenttä ja arvioidut markkinaosuudet



Lähde: Kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemä selvitys, Enersense ja Inderes

# Markkinakatsaus 5/5

Nykytilanteessa oletammekin suurimpien toimijoiden markkinaosuuksien kehittyvän suhteellisen vakaasti pitkällä aikavälillä, sillä näillä toimijoilla on tyypillisesti pidemmät runkosopimukset tilaajien kanssa ja kotimaisten operaattoreiden intressissä on myös pitää yllä kilpailutilannetta suurimpien toimittajien kesken.

## **Kansainvälisten hankkeiden kohdemarkkina**

International Operations palvelee muun muassa tuulipoistojen rakennuttajia, voimansiirtoverkkoyhtiöitä, tietoliikenneverkko-yhtiöitä, ydinvoiman rakentajia sekä muita teollisuuden aloja. Yhtiö palvelee näitä aloja mm. Baltiassa, Saksassa, Ranskassa ja Isossa-Britanniassa. Tällä hetkellä sen toiminta eri aloilla kattaa vain tietyt asiakkuudet ja maat, eikä yhtiöllä ole näiden alojen hankkeita käynnissä kaikissa edellä esiteltyissä maissa. Käsityksemme mukaan tällä hetkellä yhtiön merkittävien kasvukärki kohdistuu Baltian markkinoille. Baltiassa kasvua ajaa etenkin Baltian maiden irrottautuminen Venäjän sähköverkosta ja liittyminen Euroopan sähköverkkoon, rautateiden sähköistäminen sekä kasvavat panostukset uusiutuvaan energiaan.

## **International Operationsin kilpailukenttä**

Arviomme mukaan kansainvälisillä markkinoilla on samanlaiset markkinoiden ominaispiirteet kuin mitä kotimaisilla markkinoilla on. Matalan alalle tulon kynnyksen ansiosta Enersensellä tulisi olla edellytykset murtautua uusille maantieteellisille alueilla. Arviomme mukaan näillä valtaosin kypsillä aloilla on kuitenkin jo tyypillisesti vakiintunut suurten toimijoiden kilpailijajoukko. Siten haastajan roolista lähteminen ja orgaaninen kasvu

voi näkemyksemme mukaan osoittautua haastavaksi, eikä aggressiivinen markkinaosuuden hakeminen olisi mielestämme mielekästä toimialojen tyypillisesti kireä kilpailutilanne ja hinnoittelu huomioiden.

## **International Operationsin yhteenveto**

International Operationsin kohdemarkkina on valtava ja sen kasvuvauhti arviomme mukaan mukailee pääpiirteittäin edellä esiteltyjä kotimaisten markkinoiden kasvuajureita eli etenkin kohdemarkkinoiden investointinäkyä.

Kokonaisuutena valtava markkina ja sen kasvuvauhti ei mielestämme kuitenkaan muodosta liiketoiminta-alueen potentiaalille erityisen hyvää mittatikkua, sillä yhtiö toimii vain pienissä laajan kokonaismarkkinan taskuissa. Näin ollen mielestämme sijoittajan kannalta parempi keino arvioida liiketoiminta-alueen tulevaa kasvuvauhtia on yhtiön aiemmat hankkeet ja niistä kertyvät referenssit sekä tilauskannan kehitys. Käsityksemme mukaan Enersense on yksi suurista toimijoista Baltian kanta- ja jakeluverkkojen rakennus- ja huoltomarkkinalla, minkä lisäksi yhtiöllä on mm. referenssejä ydinvoimahankkeista Suomessa ja Ranskassa. Näiden avulla yhtiön on mahdollista ylläpitää näiden alojen kysyntää ja kerryttää referenssejä tulevaisuuden kasvulle.

# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

## Kustannusrakennetta dominoi työvoimakustannukset

Tarkastelemme Enersensen kustannusrakennetta edellisen 12 kuukauden toteutuneilla luvuilla, sillä ne antavat mielestämme parhaan ja ajantasaisimman kuvan nykyisen liiketoiminnan kustannusrakenteesta. Viime vuosina toteutettujen yritysjärjestelyjen myötä kustannusrakenteesta ei ole myöskään relevanttia pidempää historiadataa.

Viimeisen 12 kuukauden aikana Enersensen suurin yksittäinen kuluerä on ollut materiaalit ja palvelut, jotka olivat noin 49 % kokonaiskustannuksista ja 51 % liikevaihdosta samalla ajanjaksolla. Tämä erä sisältää materiaalihankintoja, joita tarvitaan eri asiakasprojekteissa. Lisäksi ulkopuoliset ostot muodostuvat merkittävältä osin ulkopuolisesta vuokratyövoimasta, jota yhtiö ostaa alihankintana. Arviomme mukaan karkeasti noin puolet materiaali- ja palvelukustannuksista onkin työvoimakustannuksia. Siten henkilöstökulut ovat liiketoiminnassa suuremmat kuin yhtiön omat henkilöstökulut (37 % kokonaiskustannuksista ja 39 % liikevaihdosta) antavat ymmärtää. Liiketoimintamallia ja sen henkilöstöintensiivisyyttä heijastellen yhtiön kustannusrakenteesta merkittävän osa muodostuukin henkilöstökustannuksista.

Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Muiden kulujen osuus kokonaiskustannuksista oli 10 % ja suhteessa liikevaihtoon ne olivat 11 %.

Nykyisen liiketoiminnan rajallisten pääomatarpeiden vuoksi poistojen osuus kokonaiskustannuksista ja liikevaihdosta oli tarkastelujaksolla noin 4 %.

## Yrityskaupat ovat kasvattaneet taseen varoja

Tarkastelemme Enersensen tasetta H1'22:n lopun luvuilla, koska se antaa viimeisimmän ja parhaan kuvan yhtiön taserakenteesta. Yhtiön taseen loppusumma oli H1:n lopussa 164 MEUR.

Taseen 103 MEUR:n pitkäaikaiset varat muodostuvat suurelta osin 26 MEUR:n liikearvosta sekä 41 MEUR:n aineettomista ja 21 MEUR:n aineellisista hyödykkeistä. Liikearvo ja aineeton omaisuus ovat pääosin peräisin yrityskaupoista ja mm. asiakassuhteista.

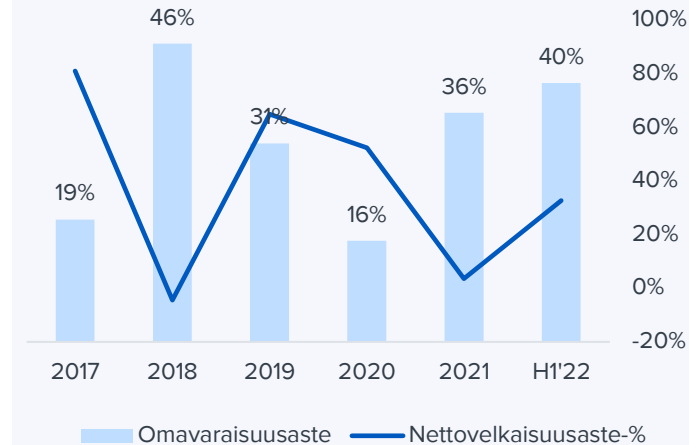
Puolestaan H1:n lopussa lyhytaikaiset varat (61 MEUR) koostuivat 21 MEUR:n myyntisaamisista, 24 MEUR:n muista saamisista, 7 MEUR:n vaihto-omaisuudesta sekä 9 MEUR:n kassavaroista. Lähtökohtaisesti pidämme konsernin varoja kurantteina, eikä taseen omaisuuserien arvoihin mielestämme kohdistu huomattavia riskejä.

## Korollista velkaa ei ole huomattavasti

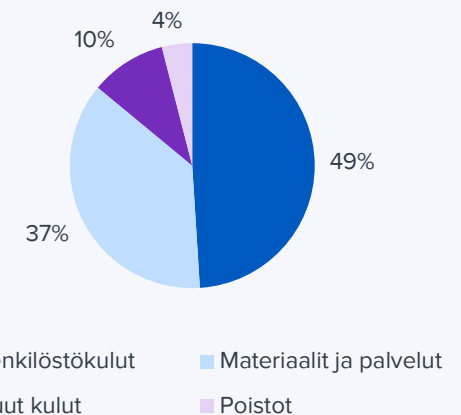
Omaa pääomaa taseessa oli H1:n lopussa 63 MEUR. Tästä valtaosa koostuu 64 MEUR:n sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta, mikä on paisunut tehtyjen antien myötä. Yhtiön omavaraisuusaste oli puolestaan hyvällä tasolla noin 40 %:ssa.

Vastaavaa puolen 32 MEUR:n pitkäaikaiset velat muodostuvat valtaosin korollisista 9 MEUR:n lainoista, 12 MEUR:n vuokrasopimusveloista sekä 7

## Taseen tunnusluvut



## Kustannusrakenne 2022 (TTM)





# Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

MEUR:n laskennallisista verovelosta. Lyhytaikaista korollista velkaa yhtiöllä puolestaan oli H1'22:n lopussa noin 8 MEUR:n (sis. vuokrasopimusvelat). Korottomat velat muodostuivat puolestaan pääosin noin 16 MEUR:n ostovelosta ja 36 MEUR:n muista veloista. Muut velat koostuvat etenkin henkilöstö- ja alihankintakulujen jaksotuksista, mikä on ominaista henkilöintensiiviselle liiketoiminnalle

## Rahoitusasema on kohtuullisella tasolla

Tätä peilaten Enersensellä oli pitkä- ja lyhytaikaista korollista lainaa sekä leasingvastuita H1:n lopussa noin 29 MEUR. Näin ollen yhtiön korollinen nettovelka oli 20,3 MEUR. Suhteessa vuoden 2022 oikaistun käyttökatteen ohjeistushaarukan keskikohtaan tämä vastaa 2,3x nettovelka/käyttökate kerrointa.

Näkemyksemme mukaan tämänkaltaisessa liiketoiminnassa nettovelka suhteessa käyttökatteeseen voisi olla yli ajan karkeasti 2-2,5x, ilman että riskitaso nousisi liiakseen. Vuonna 2020 hankitun Empowerin heikon historiallisen kehityksen vuoksi rahoittajat olivat kuitenkin asettaneet yhtiölle melko tiukat kovenanttiehdot. Ne edellyttävät, että yhtiön korollisen velan ja käyttökatteen suhde on H1'21-H2'22:n välisenä aikana enintään 2x ja sen jälkeen enintään 1,75x.

Yhtiö kuitenkin neuvotteli rahoitustaan uusiksi kesällä 2022, mutta tässä yhteydessä yhtiö ei julkaissut mahdollisia muutoksia kovenanttiehdoissa. Arvioimme, että yhtiöllä olisi neuvottelujen yhteydessä ollut mahdollisuuksia kuitenkin hankkia hieman lisää vapausasteita ehtoihin. Emme silti usko ehdoissa tapahtuneen

huomattavia muutoksia ja siten esimerkiksi yhtiön liikkumatila yritysostoja varten on arviomme mukaan rajallinen lyhyellä aikavälillä, kun huomioidaan myös käynnissä oleva Voimatel-järjestely.

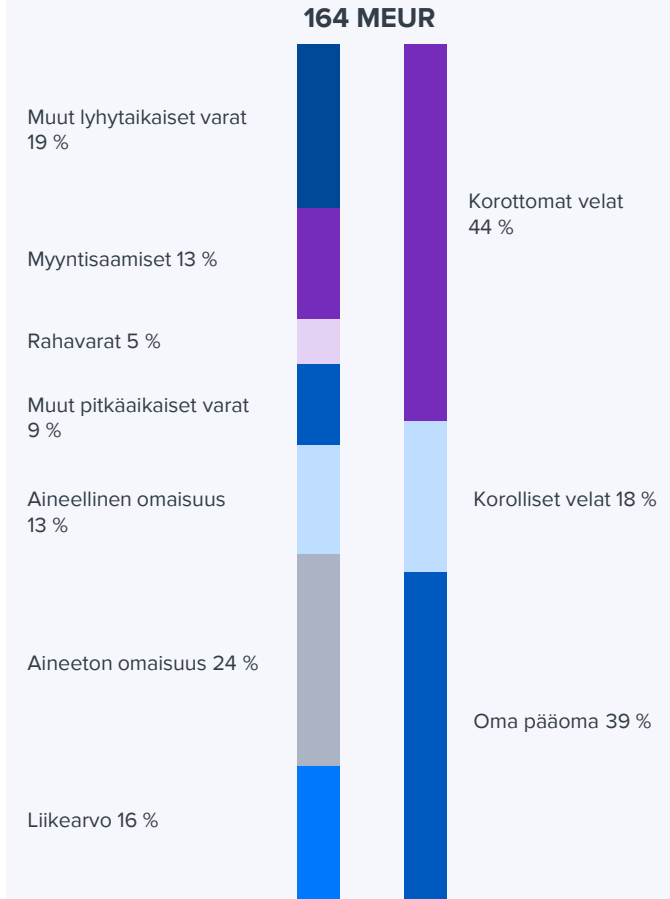
Rahoituskustannusten osalta on hyvä huomata, että niistä nostavat tavallisten rahoituslainojen lisäksi rahoitusyhtiöille maksettavat kulut faktoroinnista sekä projektitoimituksiin liittyvät takauspalkkiot.

## Verorasite jää tavanomaista pienemmäksi käyttämättömien tappioiden myötä

Enersensellä oli vuoden 2021 lopussa käyttämättömiä tappioita peräti 134 MEUR, mitkä olivat peräsin etenkin vuonna 2020 hankitun Empowerin sekä myös vuonna 2021 hankitun Pori Offshore Constructionin (nyk. Enersense Offshore) aikaisemmista tappioista. Näistä tappioista yhtiö oli kirjannut laskennallisia verosaamisia 3,0 MEUR, kun taas kirjaamattoman laskennallisen verosaamisen osuus oli 20 %:n yhtiöverokannan ansiosta 26,7 MEUR. Näin ollen yhtiön lähivuosien veroaste tulee arviomme mukaan olemaan tavanomaista yhteisöverokantaa matalampi ja myös kassavirtavaikutteiset verot jäävät arviomme mukaan pieniksi.

Huomioitavaa on kuitenkin, että verotuksessa tappioita voi hyödyntää niiltä osin, kuin Empowerin ja Enersense Offshoren vanhat liiketoiminnot tai mahdollisesti sulautettavat liiketoiminnot tekevät verotettavaa tulosta ja siten tappioiden hyödyntäminen on riippuvainen siitä, miten eri segmentit tekevät tulosta lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä.

## Taserakenne H1'22





# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Enersensen nykyliiketoiminnan liikevaihdon kehitystä lyhyellä tähtämellä liiketoiminta-alueiden arvioitun markkinakasvun sekä osittain niiden tilauskantojen kautta, sillä näiden tarkempia rakenteita ei ole raportoitu. Mallinamme yhtiön kannattavuutta lyhyellä aikavälillä myös segmenteittäin käyttökattetasolla. Kannattavuuden arvioinnin osalta keskitymme odottamamme kasvun, segmenttien historiallisten tasojen sekä niiden arvioimiimme kannattavuuspotentiaaleihin. Pidemmällä tähtämellä ennustamme liikevaihdon kasvua odotetun investointitason kehityksen ja markkinoiden pitkän aikavälin kasvupotentiaalin kautta. Puolestaan kannattavuusennusteemme pohjana toimii markkinoiden keskimääräiset kannattavuustasot ja arviomme segmenttien kannattavuuspotentiaalista. Ennusteet eivät sisällä yhtiön todennäköisesti tulevaisuudessa tekemiä yritysostoja, sillä näitä on käytännössä mahdotonta ennustaa. Emme ole sisällyttäneet ennusteisiimme myöskään vireillä olevaa Voimatel-yritysostoa, sillä odotamme kilpailuviranomaisten päätöstä ja mahdollista hyväksyntää ennen sen sisällyttämistä malliimme.

Emme ole ennusteissamme huomioineet vielä myöskään suunniteltua omaa energiantuotantoa, sillä yhtiö on vasta keräämässä pääomia tätä varten ja siten lopullisen aikataulun haarukoiminen on vielä vaikeaa. Lisäksi rahoituksen rakenteeseen ja kustannukseen liittyy vielä tässä kohtaa huomattavaa epävarmuutta. Maatuulivoiman hankekehitysportfolioon osalta emme ole vielä tässä kohtaa sisällyttäneet ennusteisiimme kuin yhtiön aikaisemmin tiedottamat 350 MW:n rakennusvaiheessa olevat hankkeet, jotka tuloutuvat

vuosina 2022-2025. Muiden hankkeiden osalta jäämme toistaiseksi seuraamaan portfolion kehitystä, mutta otamme portfolion kokonaisuudessaan huomioon yhtiön arvonmäärityksen yhteydessä.

Lisäksi jäämme toistaiseksi seuraamaan Enersense Offshoren kehitystä (virallisten tilausten saamista) emmekä odota ennusteissamme sen kontribuution toistaiseksi kasvavan viime vuosien tasosta. Sen sijaan odotamme yhtiön jatkavan panostuksia yksikköön ja odotamme sen hieman painavan Smart Industryn kannattavuutta lähivuosina.

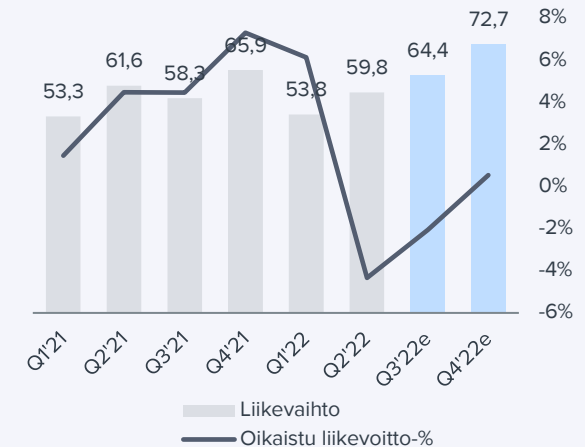
Olemme tehneet päivityksen ja analytiikkovaihdoksen yhteydessä ennustemuutoksia lähivuosille, jotka löytyvät sivun 28 taulukosta.

## Vuoden 2022 ennusteet

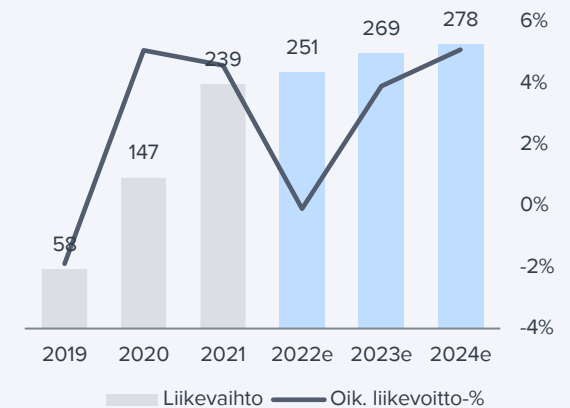
Enersense on ohjeistanut sen vuoden 2022 liikevaihdon olevan 245-265 MEUR ja oikaistun käyttökattteen olevan 6-12 MEUR. H1:n jälkeen yhtiöllä oli kasassa liikevaihtoa 114 MEUR ja 5,0 MEUR oikaistua käyttökattetta. Konsernin tilauskanta oli puolestaan 295 MEUR. Tähän mennessä kertyneen oikaistun käyttökattteen osalta on kuitenkin hyvä huomata, että se sisältää Q1:ltä saatuja tuulivoiman kehityspalkkioita arviomme mukaan noin 5-6 MEUR ja Megatuuli-yrityskaupan negatiivisen liikearvon tuloutuksia 2,1 MEUR. Kuluvan vuoden operatiivista kannattavuutta ovat painaneet useammat toimintaympäristön haasteet (mm. koronapandemian poissaolot, ICT-alan lakko, kuluinflaatio ja materiaalien saatavuushaasteet).

Yhtiö ei ole ainakaan toistaiseksi tarkemmin avannut Megatuulen rakennusvaiheen projektien (350 MW)

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Ennusteet 2/3

vuosille 2022-2025 ajoittuvien 30-40 MEUR:n kehityspalkkioiden jaksottumista. Odotamme, että kehityspalkkiot tulevat olemaan kokonaisuudessaan tämän haarukan puolella välissä eli karkeasti 35 MEUR:ssa. Kuluvalle vuodelle emme odota enää kehityspalkkiota kuitenkaan jaksottuvan. Sen sijaan seuraavien vuosien ennusteissamme olemme jaksottaneet 30 MEUR tasaisesti vuosille 2023-2025, vaikka todennäköisesti näissä tulee olemaan suurempaakin vaihtelua vuosien välillä.

Kuluvan vuoden osalta ennustamme Enersensen liikevaihdon kasvavan vajaat 5 % ja nousevan 251 MEUR:oon, mikä on ohjeistushaarukan keskivälin alapuolella. Segmenteittäin odotamme kasvun tulevan hyvään vauhtiin päässeestä Powerista sekä Baltian kanta- ja jakeluverkkojen huolto- ja rakennusprojektien tukemasta International Operationsista. Sen sijaan Connectivityn oletamme jäävän noin vertailukauden tasolle ICT-alan lakon myötä. Smart Industryn liikevaihdon ennustamme laskevan mm. Olkiluoto 3 -projektin valmistumisen ja sen laskeneiden volyymien myötä, mitä merkittävä marraskuussa alkava Helenin ulkoistussopimus ei vielä pysty paikkaamaan.

Koko vuoden oikaistun käyttökateen ennusteemme on puolestaan 8,5 MEUR (oik. käyttökate-%: 3,4 %). Odotamme yhtiön operatiivisen kannattavuuden paranevan H2:lla alkuvuoteen nähden materiaalien saatavuushaasteiden helpottaessa ja yhtiön saadessa siirrettyä voimakasta kuluinflaatiota osin omaan hinnoitteluunsa. Yhtiön poistotasojen odotamme olevan H2:lla alkuvuoden tasolla ja koko vuodelta noin 8,7 MEUR. Tätä peilaten odotamme yhtiön oikaistun liikevoiton asettuvan -0,2 MEUR:oon. Raportoitua liikevoittoa odotamme loppuvuoden aikana tukevan Q3:lle kirjattava vajaan

0,8 MEUR:n myyntivoitto entisestä omistusyhteisyrityksestä. Tätä ja alkuvuoden pieniä kertaeriä peilaten odotamme raportoidun liikevoiton olevan koko vuodelta 0,3 MEUR.

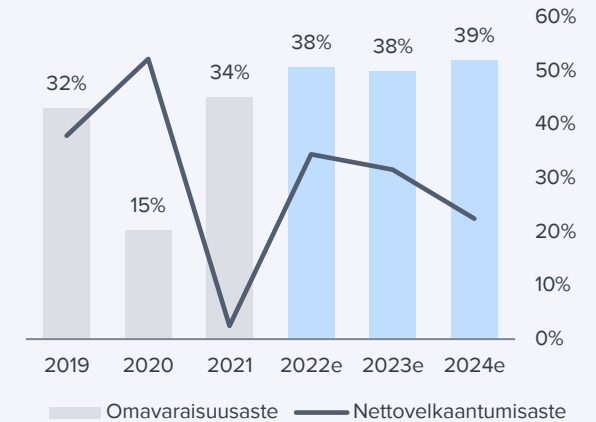
Rahoituskustannusten oletamme loppuvuoden osalta olevan noin alkuvuoden tasolla. Puolestaan merkittävien verotuksessa hyödynnettävien tappioiden myötä odotamme H2:n veroasteen olevan nollassa, mikä kuitenkin riippuu tulovirtojen jakaumasta. Siten odotamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen olevan -0,24 euroa ja kertaeristä puhdistetun oikaistun osakekohtaisen tuloksen -0,26 euroa.

Osakekohtaisten tulosten osalta on erittäin tärkeää huomata, että nämä eivät sisällä vähemmistöjen osuutta tuulivoiman kehityspalkkiosta, vaan nämä näkyvät yhtiön raportoinnissa ainoastaan oman pääoman muutoseriässä osingonjaon yhteydessä. Kuluvulta vuodelta osalta vähemmistöille on maksettu osinkoa noin 2,5 MEUR. Siten tämä huomioiden, on osakkeenomistajalle kuuluva raportoitu osakekohtainen tulos -0,39 euroa osakkeelta. Tämän lisäksi on hyvä huomata, että vähemmistöjen kuluvan vuoden osuus kehityspalkkiosta on karkeasti vain 50 %, mikä on alle projektien koko jakosuhteen (2/3 vähemmistöt, 1/3 Enersense). Siten tämä tulee käsityksemme mukaan myös heijastumaan seuraavien vuosien kehityspalkkioiden jakosuhteisiin. Odotamme yhtiön jakavan vuodelta 2022 osinkoa tappiollisesta tuloksesta huolimatta edellisvuotta vastaavan määrän eli 0,10 euroa osakkeelta.

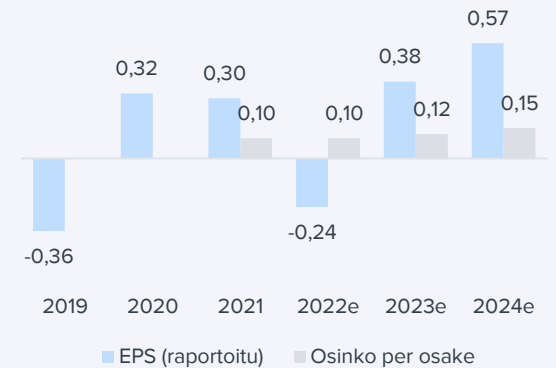
## Vuosien 2023-2024 ennusteet

Arviomme mukaan segmenttien Q2:n lopun tilauskannat sekä Smart Industryn uusi Helenin

## Taseen avainlukujen kehitys



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet 3/3

ulkoistussopimus antavat yhtiölle kokonaisuudessaan hyvää näkyvyyttä jo ensi vuoden kehitykseen. Toimialojen lyhyen aikavälin kasvunäkymät ovat myös mielestämme kohtuullisen hyvät etenkin Powerin osalta Fingridin kasvavien investointien myötä.

Segmenttitasolla odotamme kasvun olevan voimakkainta Smart Industryssa Helenin sopimuksen myötä. Muista segmenteistä lievempää kasvua odotamme myös erittäin vahvalla tilauskannalla operoivalta International Operationsilta sekä Powerilta etenkin Fingridin kasvavien investointien siivittämänä. Connectivityn liikevaihdon odotamme sen sijaan olevan edellisvuoden tasolla. Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 7 % 269 MEUR:oon vuonna 2023. Puolestaan vuonna 2024 odotamme yhtiön kasvun tasaantuvan ja yhtiön liikevaihdon kasvavan reilut 3 % 278 MEUR:oon. Toisaalta etenkin Fingridin edelleen kasvavat investoinnit ja Baltian kanta- ja jakeluverkkoinvestoinnit tuovat yhtiölle kasvumahdollisuuksia.

Vastaavasti Enersensen oikaistun käyttökatteen odotamme nousevan ensi vuonna 19,4 MEUR:oon (sis. 10 MEUR kehityspalkkiot) vastaten noin 7,2 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia. Odotamme konsernin operatiivista kannattavuutta tukevan etenkin Smart Industry nouseva kannattavuus Helenin ulkoistussopimuksen myötä. Lisäksi tuloskehitystä tukee odotuksissamme Connectivityn kannattavuuden nousu käyttökatetasolla hieman positiiviseksi sekä International Operationsin paraneva suoritusaso. Powerin tulostason odotamme pysyvän suhteellisen vakaana (pl. kehityspalkkiot). Vuonna 2024 odotamme yhtiön oikaistun käyttökatteen nousevan 23,1 MEUR:oon (oik. EBITDA-%: 8,3 %) maatuulivoiman

kehityspalkkioiden pysyessä vakaalla tasolla 10 MEUR:ssa. Maltillisen kannattavuusparannuksen odotamme tulevan laaja-alaisesti eri segmenteiltä toimintaympäristön normalisoituessa ja yhtiön omien tehostustoimien myötä. Poistotasojen odotamme pysyvän lähivuosina pysyvän suhteellisen vakaalla tasolla ja liikevoiton asettuvan 10,5-14,2 MEUR:oon.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme rahoituskustannusten asettuvan lähivuosina noin 3 MEUR:n tasolle ja yhtiön veroasteen pysyttelevän alle normaalin veroasteen käyttämättömien tappioiden myötä. Tätä heijastellen odotamme yhtiön raportoidun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,38-0,57 euroon osakkeelta. Sen sijaan odotamme, että tuloslaskelman ulkopuolella vähemmistöille maksettava osuus kehityspalkkioista tulee olemaan lähivuosina noin 5,6 MEUR, minkä myötä todellinen osakekohtainen tulos vuodelta 2023 laskisi 0,04 euroon osakkeelta ja vuodelta 2024 0,23 euroon osakkeelta.

Osinkoa odotamme yhtiön maksavan vuosilta 2023-2024 0,12-0,15 euroa osakkeelta, mitkä vastaavat 26-32 %:n jakosuhteita raportoidusta tuloksesta.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Keskkipitkällä ja pitkällä aikavälillä Enersensen nykyliiketoiminnan kasvun määrittelee aiemmin esitellyt kohdemarkkinoiden kasvuajurit eli pitkälti kotimaisen teollisuuden kilpailukyky sekä Suomen että Baltian verkko- ja tietoliikenneyhtiöiden investoinnit. Näitä ja yleistä talouskasvua mukaillen odotamme yhtiön kasvavan vuosina 2025-2032 keskimäärin 2,6 % vuodessa.

Viimeaikaisten kannattavuushaasteiden ja tulostason heilunnan myötä odotamme ennusteissamme yhtiön käyttökatemarginaalin

asettuvan pidemmällä aikavälillä melko konservatiiviselle tasolle 4,9-6,5 %:iin (pl. 2025, jota tukee vielä tuulivoimankehitystuotot). Arviomme mukaan nykyliiketoimintojen kannattavuudessa on pidemmällä aikavälillä hieman nousupotentiaalia, mutta tämä vaatii taakseen toimintaympäristön stabiloitumista sekä onnistumisia omassa operatiivisessa tekemisessä.

## Odotamme nykyliiketoiminnan yltävän 300 MEUR:n liikevaihtotavoitteeseen vuonna 2027

Odotamme yhtiön nykyliiketoimintojen olevan vuonna 2027 noin 304 MEUR, mikä ylittää hienoisesti yhtiön tavoitteleman 300 MEUR:n rajan. Merkittävimpinä riskeinä liikevaihtotavoitteen osalta pidämme markkinoiden tiukkaa kilpailutilannetta, mikä etenkin näin pitkällä ennustejaksolla voi elää suurestikin. Sen sijaan kannattavuuden osalta emme odota yhtiön yltävän tavoittelemaansa 30 MEUR:n käyttökatteeseen nykyliiketoimintojen osalta ja ennustammekin yhtiön käyttökatteen olevan vuonna 2027 reilut 19 MEUR. Tavoitteeseen pääseminen vaatisikin arviomme mukaan sen, että yhtiö onnistuu liiketoiminnan tehostustoimissa, hinnoittelussa ja projektien valinnassa aikaisempaa paremmin. Lisäksi tämä mielestämme vaatisi taakseen, että markkinoiden hintakilpailutilanne helpottuisi aavistuksen, mutta mielestämme tähän on nykytiedoin vaikea nojata. Kokonaisuutena pidämmekin yhtiön nykyliiketoiminnalle tavoiteltua 10 %:n käyttökatemarginaalia vaativana tavoitteena ilman selvempiä muutoksia yhtiön palvelutarjoamissa tai liikevaihdon rakenteessa. Nykyliiketoiminnan kannattavuusennusteissamme on siten nousuvaraa, mikäli yhtiö onnistuu kestävästi parantamaan operatiivista kannattavuuttaan.

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>147</b>	<b>53,3</b>	<b>61,6</b>	<b>58,3</b>	<b>65,9</b>	<b>239</b>	<b>53,8</b>	<b>59,8</b>	<b>64,4</b>	<b>72,7</b>	<b>251</b>	<b>269</b>	<b>278</b>	<b>287</b>
Smart Industry	0,0	22,3	23,5	18,7	21,0	85,5	16,6	18,7	20,2	24,5	80	91	95	98
Power	0,0	10,8	12,0	12,5	13,8	49,1	14,3	14,0	13,5	14,9	57	59	62	63
Connectivity	0,0	8,5	11,4	12,3	13,2	45,3	9,3	10,2	12,8	13,5	46	46	46	47
International operations	0,0	11,6	14,8	14,6	18,0	59,0	13,5	16,8	17,8	19,8	68	73	75	79
<b>Käyttökate</b>	<b>9,8</b>	<b>1,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>	<b>6,2</b>	<b>16,6</b>	<b>5,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>9,0</b>	<b>19,4</b>	<b>23,1</b>	<b>25,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-5,0	-2,3	-2,8	-2,6	-2,1	-9,8	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-8,7	-8,9	-9,0	-8,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>7,5</b>	<b>0,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,8</b>	<b>10,9</b>	<b>3,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>10,5</b>	<b>14,2</b>	<b>16,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,0</b>	<b>0,4</b>	<b>4,0</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>10,5</b>	<b>14,2</b>	<b>16,4</b>
Nettorahoituskulut	-1,9	-0,7	-1,1	-0,5	-1,0	-3,3	-1,2	-0,7	-0,7	-0,7	-3,3	-2,9	-2,9	-2,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>2,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>2,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>7,6</b>	<b>11,3</b>	<b>13,5</b>
Verot	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	-0,8	-0,7	0,0	0,0	-1,5	-1,1	-1,7	-1,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,2	0,0	0,0	0,6	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Nettotulos</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>0,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>1,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>6,2</b>	<b>9,3</b>	<b>11,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,68</b>	<b>0,01</b>	<b>0,16</b>	<b>0,17</b>	<b>0,31</b>	<b>0,64</b>	<b>0,10</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,26</b>	<b>0,38</b>	<b>0,57</b>	<b>0,70</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,32</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,14</b>	<b>0,00</b>	<b>0,25</b>	<b>0,30</b>	<b>0,10</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,24</b>	<b>0,38</b>	<b>0,57</b>	<b>0,70</b>

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	153,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-55,3 %	62,1 %	0,9 %	-2,9 %	10,5 %	10,4 %	4,9 %	7,3 %	3,4 %	3,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>						46,5 %	320,9 %	-194,0 %	-150,8 %	-91,9 %	-102,1 %	-4743,1 %	34,7 %	15,6 %
<b>Käyttökate-%</b>	6,6 %	3,2 %	9,4 %	5,1 %	9,4 %	7,0 %	10,1 %	-1,0 %	2,5 %	3,6 %	3,6 %	7,2 %	8,3 %	8,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	5,1 %	1,5 %	4,5 %	4,5 %	7,3 %	4,6 %	6,1 %	-4,3 %	-2,1 %	0,5 %	-0,1 %	3,9 %	5,1 %	5,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	1,6 %	-2,5 %	3,1 %	0,1 %	5,1 %	1,7 %	3,0 %	-6,5 %	-2,0 %	-0,4 %	-1,6 %	2,3 %	3,3 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	247	251	2 %	254	269	6 %	261	278	7 %
<b>Käyttökate</b>	8,2	9,0	10 %	19,7	19,4	-1 %	25,6	23,1	-10 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	-0,3	-0,2	-25 %	11,0	10,5	-4 %	17,0	14,2	-17 %
<b>Liikevoitto</b>	-0,5	0,3	-157 %	11,0	10,5	-4 %	17,0	14,2	-17 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	-3,8	-3,0	-21 %	8,4	7,6	-9 %	14,4	11,3	-22 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	-0,28	-0,26	-5 %	0,04	0,38	931 %	0,35	0,57	63 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,10	0,10	0 %	0,12	0,12	0 %	0,15	0,15	0 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

Enersensen sijoitusprofiili on viimeisen vuoden aikana muuttunut jälleen enemmän käänneylehtiön suuntaan operatiivisen kannattavuuden heiketessä toimintaympäristön mukana. Yhtiö tavoittelee myös huomattavaa kasvua nykyisen strategiakautensa aikana. Toisaalta Enersensen kohdemarkkinoiden kasvuvauhtiin perustuva orgaaninen kasvupotentiaali on arviomme mukaan suhteessa tyypillisiin kasvuyhtiöihin maltillinen pl. Enersense Offshore, mutta tämän osalta yhtiölle ei ole vielä kertynyt historiaa kasvun realisoitumisen osalta. Siten yhtiö ei mielestämme lokeroidu tyypilliseksi kasvuyhtiöksi pörssin kontekstissa. Oman energiantuotannon suunnitelmien konkretisoituessa (sis. rahoituksen varmistaminen, kohteiden tunnistaminen) voidaan yhtiö myös mielestämme nähdä nykyistä vahvemmin kasvuyhtiönä. Myös strategian mukaiset yritysostot voivat vauhdittaa tätä profiloitumista keskipitkällä aikavälillä.

Nykyisen liiketoiminnan kassavirtapotentiaalin myötä yhtiöllä on myös edellytykset kohtuulliseen voitonjakoon. Sijoittajan tuotto-odotus nojaa näkemyksemme mukaan kuitenkin pääasiassa tuloskasvuun, kun taas osinkotuoton arvioimme olevan lähivuosina maltillinen ja tuotto-odotusta tukeva komponentti.

## Potentiaaliset arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Enersensen keskeiset potentiaaliset arvoajurit ja vahvuudet ovat:

**Kannattavuuden parantaminen:** Viimeisen vuoden aikana yhtiön operatiivinen kannattavuus on heikentynyt (pl. negatiivisen liikearvon tuloutukset, tuulivoiman kehitystuotot). Siten lyhyellä aikavälillä näemmekin kannattavuuden

nostamisen merkittävimpana arvoajurina ja pidemmällä aikavälillä sen kestävyuden varmistamisen. Yhtiön nykyliiketoimintojen kannattavuus on tällä hetkellä mielestämme selvästi alle niiden potentiaalinen ja vuodelle 2027 asetetun 10 %:n käyttökatemarginaalin tavoitteen. Keskeisiä kannattavuusparannuksen ajureita ovat arviomme mukaan riittävän työkuorman varmistaminen ja kasvattaminen, projektien hinnoittelussa onnistuminen ja resurssien käytön tehokkuuden parantaminen.

**Markkinoiden investointinäkömät:** Mahdollistavat yhtiölle näkemyksemme mukaan liikevaihdon kasvun lähivuosina. Markkinoiden kasvu on myös kannattavuuden kannalta olennaista, sillä arviomme mukaan kilpailuympäristö on ainakin lievästi maltillisempi kasvavassa markkinassa, kun taas supistuvassa markkinassa yksittäisistä projekteista käytävä kilpailu on ankarampaa.

**Arvoketjulaajentuminen:** Yhtiö on tehnyt merkittäviä hankintoja arvoketjussa laajenemisen mahdollistamiseksi ja tarjoamansa kasvattamiseksi (Megatuuli, Enersense Offshore, P2X). Näiden kautta yhtiön kasvupotentiaali onkin vahvistunut ja etenkin oman energiantuotannon kautta Enersensen kassavirtaprofiilia on myös mahdollista vakauttaa pidemmällä aikavälillä. Toisaalta energiantuotannon aloittaminen vaatii taakseen vielä merkittävät pääomat, joita ollaan vasta keräämässä. On kuitenkin hyvä huomata, että yhtiön nykyisessä hankekehitysportfoliossa on nykyiselläänkin arvoa, vaikka jostain syystä energiantuotantoon siirtyminen ei toteutuisikaan.

## Riskit ja heikkoudet

Keskeisimmät riskit ja heikkoudet ovat

näkemyksemme mukaan puolestaan seuraavat:

**Kireä kilpailutilanne:** Enersense operoi pääasiassa tiukasti kilpailluilla ja matalan alalle tulokynnyksen markkinoilla, joilla ei ole palveluntarjoajien välillä suuria erottuvuustekijöitä. Näin ollen keskeinen kilpailukeino markkinoilla on hinnalla kilpaileminen. Tästä johtuen Enersensen kannattavuuskehityksen kannalta on kriittistä, että yhtiö onnistuu projektien suunnittelussa ja hinnoittelussa. Tyypillisesti kilpailu kiristyy etenkin silloin, kun markkinoiden investointitaso laskee ja näin ollen kannattavuusriskit korostuvat heikomman investointisyklin vaiheessa.

**Hinnoittelu- ja projektiriskit:** Yhtiön tyypillisimpiä hinnoittelumalleja ovat kiinteä, yksikkö- tai aikaperusteinen hinnoittelu. Näin ollen Enersensen projektista saamalle korvaukselle on asetettu yläraja, mikä tarkoittaa, että kannattava projektien läpivienti edellyttää onnistunutta projektien suunnittelua ja aikataulun mukaista toteutusta. Toimialan suhteellisen matalien katteiden myötä yksittäisissä suuremmissa projekteissa epäonnistunut hinnoittelu voi vaikuttaa merkittävästi kannattavuuteen.

## Liikevaihdon riippuvuus investoinneista:

Merkittävä osa yhtiön liikevaihdosta on riippuvaista kohdemarkkinoiden investoinneista, jotka vaihtelevat alan toimijoiden investointisykliin mukana. Investointien tuoma liikevaihtokuorma myös elää projektien aikataulujen mukana. Valtaosin henkilöstökustannuksista muodostuva kulurakenne joustaa arviomme mukaan hieman liikevaihtoa heikommin, minkä takia yhtiön on tärkeä onnistua henkilöstötarpeen joustavuudessa yltääkseen hyvään kannattavuuteen.

# Sijoitusprofiili

1.

**Kannattavuuden nousu**

2.

**Asiakasalojen investointinäkymät**

3.

**Nykyliiketoiminnan hyvä kassavirtapotentialiaali**

4.

**Projektiliiketoiminnan hinnoitteluriskit ja kireä kilpailutilanne markkinoilla**

5.

**Pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuuspotentialiaali arvoketjulaajenemisen myötä**

Lähde: Inderes

## Potentiaali



- Liiketoimintojen hyvät kysyntänäkymät tukevat yhtiön lähivuosien kasvunäkymiä
- Maatuulivoiman hankekehitysportfolioon merkittävät kehityspalkkiot
- Enersense Offshoren kasvun realisoituminen merituulivoimamarkkinan kasvaessa
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Arvoketjulaajentuminen omaan energiantuotantoon pidemmällä aikavälillä, mikä on toistaiseksi ehdollista pääomien keräämisessä onnistumiselle

## Riskit



- Epäonnistuminen projektien hinnoittelussa tai suunnittelussa voi heiluttaa kannattavuutta selvästi (sis. luottotappioriskit)
- Investointivetoisten projektien hidaskäynnäminen ja korkea epävarmuus
- Matala alalle tulon kynnyksellä ja kireä kilpailutilanne monilla yhtiön markkinoilla
- Heikko näkyvyys sopimusrakenteisiin ja projektikannan kehitykseen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen

# Arvonmääritys 1/6

## Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Enersensen arvonmääritystä etenkin absoluuttisilla arvostuskertoimilla sekä osien summa -laskelman kautta, sillä mielestämme se huomioi parhaiten yhtiön nykyliiketoiminnan ja eri omaisuuserien profiilit. Lisäksi käytämme arvonmäärityksen tukena kassavirtalaskelmaa (DCF) sekä kokonaistuotto-odotus laskelmaa.

Mielestämme tulos pohjaisista arvostuskertoimista tällä hetkellä ainoa relevantti kerroin Enersensen nykykokonaisuudelle on maatuulivoiman hankekehitysportfolioista ja sen kehityspalkkioista johtuen P/E-kerroin. Tämä johtuu siitä, että kehityspalkkiot tulevat kokonaisuudessaan yhtiön tuloslaskelmaan, mutta rakennusvaiheessa (350 MW, tuloutuu vuosina 2022-2025) olevien projektien osalta ainoastaan 1/3 palkkioista kuuluu Enersenselle. Lisäksi kehitysportfolio vaikuttaa yhtiön taserakenteeseen. Siten P/E-kertoimesta täytyykin oikaista vielä tuloslaskelman ulkopuoliset vähemmistöosuudet kehityspalkkioista. On hyvä huomata, että lähivuosien arvostuskertoimet tai DCF-mallimme eivät sisällä maatuulivoimapolifolion kehitystuottoja kuin rakennusvaiheessa olevien hankkeiden osalta, eikä myöskään yhtiön tavoittelemaa omaa energiantuotantoa. Puolestaan osien summa -laskelmassamme olemme määrittäneet arvon koko hankekehitysportfolioille.

Tarkastelemme yhtiötä kertoimien kautta lähinnä kuluvan ja ensi vuoden osalta, sillä näkyvyys tätä pidemmälle ajanjaksolle on rajallinen ja ennusteidemme sisältämä epävarmuus pidemmän jakson osalta on myös tämän takia merkittävä. Osien summa -laskelman yhteydessä käytämme myös kehityspalkkioista oikaistua EV/EBITDA-kerrointa nykyisten operatiivisten liiketoimintojen

arvostamiselle.

Sen sijaan osinkotuoton näemme lähinnä tuotto-odotusta tukevana komponenttina, sillä näkyvyys tämän kehitykseen lyhyen osinkohistorian ja tuloskehitykseen liittyvän epävarmuuden vuoksi on hyvin rajallinen.

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

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

+ Tilauskannan tuoma tuki lähivuosien kasvuennusteille ja markkinoiden lähivuosien hyvä investointinäkymä

+ Yhtiön kassavirtaprofiili on arviomme mukaan hyvä matalan investointitarpeen ansiosta

+ Mahdolliset tulevat näytöt tuulivoimapolifolion kannattavasta kehittämisestä ja polifolion kasvattamisesta

+ Strategian onnistuessa oman energiantuotannon vakaampi kassavirtaprofiili tukisi arvostusta keskipitkällä - pitkällä aikavälillä

- Viimeaikainen kannattavuuden heikentyminen ja sen heilunta

- Pitkän tilauskannan kannattavuustasoon liittyvä epävarmuus

- Nykyisten kohdemarkkinoiden pidemmän aikavälin kasvunäkymä on rajallinen

- Vahvojen kilpailuettujen puute toimialalla ja hintavetoinen kilpailu

- Henkilöstöntensiivisyydestä johtuen nykyisten liiketoimintojen skaalautumispotentiaali on matala

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	16,3	16,3	16,3
Markkina-arvo	98	98	98
Yritysarvo (EV)	121	119	114
P/E (oik.)	neg.	15,9	10,6
P/E	neg.	15,9	10,6
P/B	1,6	1,6	1,6
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	13,4	6,1	4,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	11,3	8,0
Osinko/tulos (%)	neg.	31,7 %	26,4 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,0 %	2,5 %

Lähde: Inderes



# Arvonmääritys 2/6

## Verrokkiryhmä ja hyväksyttävä arvostus

Enersensen nykyliiketoimintoihin (pl. tuulivoiman hankekehitys) liittyy mielestämme teollisuuden palveluyhtiöille tyypilliset lainalaisuudet, minkä myötä yhtiölle on arviomme mukaan mahdollista koota melko hyvä verrokkiryhmä. Kokoamamme verrokkiryhmä koostuu kansainvälisistä toimijoista ja osin myös yhtiön kotimaisista listatuista kilpailijoista. Siten suhteellinen arvostus muodostaa yhtiön nykyliiketoiminnoille varsin relevantin mittatikun.

Määrittämämme verrokkiryhmän P/E-kerroin on vuodelle 2022 noin 12x ja puolestaan vuodelle 2023 noin 11x. On hyvä huomata, että Enersense on verrokkiryhmän keskimääräistä yhtiötä selvästi pienempi, mutta sen kasvu- ja kannattavuuspotentiaali eivät mielestämme poikkea oleellisesti verrokkiryhmän yhtiöistä. Yhtiön riskitaso ei myöskään ole mielestämme kroonisesti huomattavasti verrokkeja korkeampi, sillä sen tulovirrat ovat hajautuneet eri liiketoiminta-alueille, eikä yhtiö ole yhden markkina-alueen kysynnän varassa. Tätä kokonaiskuvaava ja aikaisemmin arvostukseen vaikuttavia tekijöitä peilaten mielestämme Enersensen hyväksyttävä arvostushaarukka P/E-kertoimella katsottuna on tällä hetkellä noin 10x-14x. Haarukan ylälaita on myös karkeasti linjassa Helsingin pörssin pidemmän aikavälin mediaanin kanssa (P/E: 14x-15x), vaikka emme lähtökohtaisesti yhtiön arvostusta markkinoiden vastaavaan peilaakaan.

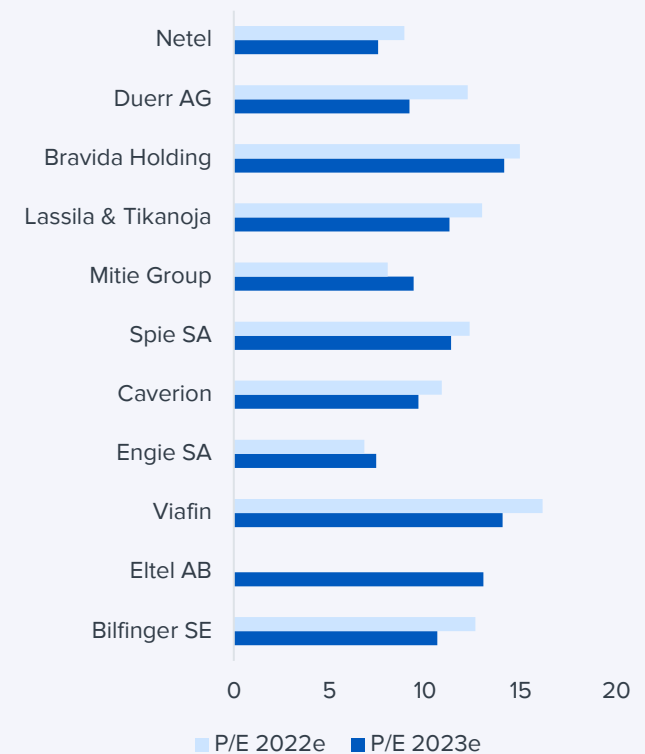
Puolestaan verrokkiryhmän vuosien 2022-2023 EV/EBITDA-kertoimet, joita käytämme osien summa-laskelmamme tukena, ovat noin 5x-6x. Tähän peilattuna mielestämme yhtiölle osien summassa hyväksyttävä EV/EBITDA-pohjainen kerroinhaarukka on tällä hetkellä noin 5x-7x.

Nousseiden korkotasojen ja -odotusten sekä yhtiön viimeisen vuoden aikana kärsimien kannattavuushaasteiden vuoksi mielestämme osaketta on lyhyellä aikavälillä perusteltua arvottaa haarukoiden alalaitaan. Merkittävimpana lyhyen aikavälin hyväksyttävän arvostuksen positiivisena ajurina näkisimmekin nykyisten operatiivisten liiketoimintojen kannattavuuden parantumisen, minkä myötä yhtiötä voitaisiin jälleen perustellusti hinnoitella lähemmäksi haarukoiden keskikohtia ja pidemmällä aikavälillä ylälaitoja.

## Absoluuttinen arvostus

Enersensen tulos pohjainen arvostus on lyhyellä aikavälillä mielestämme hyvin haastava, sillä kuluva vuoden P/E-kertoimen odotamme painuvan negatiiviseksi ja myös ensi vuoden kertoimen olevan noin 16x. On kuitenkin hyvä huomata, että suoraan tuloslaskelman kautta laskettavat kertoimet eivät sisällä kirjanpitokäytännön vuoksi maatuulivoiman kehityspalkkioiden vähemmistöosuuksia. Näistä oikaistuna kertoimet kohoavatkin vielä huomattavasti ja ensi vuoden P/E-kerroin on yli 100x. Nykyisillä ennusteillamme yhtiön nykyliiketoimintojen ja tuulivoiman rakennusvaiheen (350 MW) kehityspalkkioilla (pl. vähemmistöt) yhtiön P/E-kerroin on koholla edelleen vuonna 2025 (P/E 2025e: ~17x). Kerroin pohjaista arvostusta voi keskipitkällä aikavälillä arviomme mukaan tukea nykyisten ennusteidemme ulkopuoliset tuulivoiman kehityspalkkiot, mutta odotamme näiden tukevan tulosta aikaisintaan vuodesta 2024 alkaen. Siten kerroin pohjaisessa arvostuksessa on mielestämme selvää laskuvaraa nykyennusteillamme lyhyellä tähtämellä, mikä korostaa nykyisten liiketoimintojen kannattavuuskäänteen merkitystä.

## Verrokkiarvostus





# Arvonmääritys 3/6

## Osien summa -laskelma

Mielestämme Enersensen nykyisen kokonaisuuden arvonmäärittämiseen ehkä parhaiten sopii osien summa -laskelma, sillä se huomioi yhtiön nykyliiketoiminnan ja eri omaisuuserien arvot parhaiten. Näkemyksemme mukaan yhtiön kokonaisuuden velattoman arvonmäärittäminen voidaan jakaa nykyisiin operatiivisiin liiketoimintoihin, maatuulivoiman hankekehitykseen sekä P2X-sijoitukseen. Tämän lisäksi käypää arvoa määrittäessä on laskelmasta vielä vähennettävä yhtiön nettovelat. Konsernikulut olemme sisällyttäneet nykyisiin operatiivisiin ennusteisiimme. Mallin käytöstä tekee toisaalta haastavaa varsin tuore maatuulivoiman hankekehitysportfolion hankinta, minkä vuoksi yhtiölle ei ole vielä kertynyt näyttöjä hankkeiden kehityksen osalta.

**Nykyliiketoiminnan** arvonmäärittämisessä olemme käyttäneet vuoden 2023-2024 käyttökatteen ennusteitamme, sillä kuluvan vuoden tulostaso ei anna arviomme mukaan oikeaa kuvaa yhtiön kannattavuudesta useiden toimintaympäristöön liittyvien haasteiden vuoksi, jotka tulevat huomioiduksi myös hyväksyttävän arvostuksen kautta. Olemme vähentäneet käyttökatteen ennusteistamme arvioimamme maatuulivoiman kehityspalkkiot (10 MEUR/vuosi), sillä huomioimme nämä maatuulivoiman hankekehityksen yhteydessä. Olemme käyttäneet arvonmäärityksessä myös yhtiön vuoden 2021 oikaistua käyttökatetta, vaikka tämä sisälsikin ei-kassavirtavaikutteisia eriä negatiivisen liikearvon tulouttamisesta, sillä mielestämme tämä antaa parempaa kuvaa yhtiön kannattavuuspotentiaalista. Käyttämällä vuoden 2021 oikaistun käyttökatteen ja vuosien 2023-2024 käyttökatteen ennusteidemme keskiarvoa ja

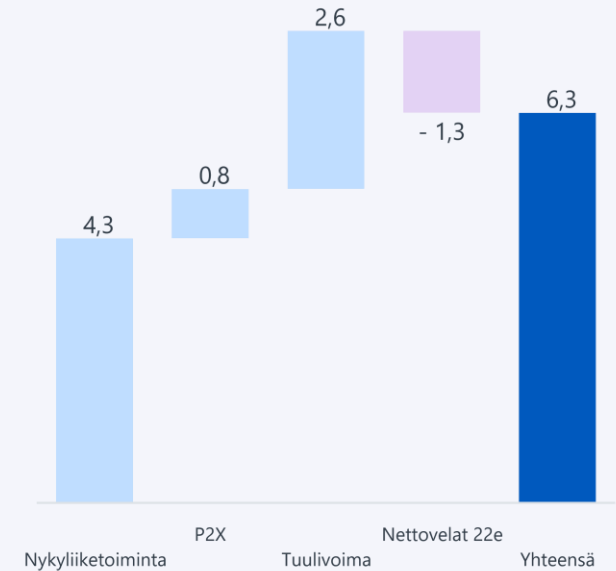
edellisellä sivulla määrittämämme hyväksyttävän arvostuksen alalaitaa (EV/EBITDA 5x) saamme nykyliiketoimintojen velattomaksi arvoksi noin 70 MEUR tai 4,3 euroa per osake.

Tämä puolestaan indikoisi vajaata 0,3x EV/liikevaihto-kerrointa, mikä osittain myös kuvastaa suhteellisen matalia kannattavuusodotuksiamme ja nykyliiketoimintojen arvon nousuvaraa kannattavuuden parantuessa.

Mielestämme yhtiön käypää arvoa määrittäessä tulee huomioida myös yhtiön **maatuulivoiman hankekehitysportfolio**. Olemme käyttäneet tämän taustaoletuksena, että yhtiö keskittyisi ainoastaan hankekehitykseen, eikä siirtyisi lainkaan omaan energiantuotantoon. Enersense on kuitenkin kertonut, että se on tunnistanut nykyisestä portfoliostaan jo 200 MW omaan energiantuotantoansa varten, mutta rahoituksen ollessa tämän osalta vielä selvitysvaiheessa, on mielestämme perusteltua toistaiseksi rinnastaa tämäkin osuus portfoliosta kehityspalkkioihin arvonmäärityksen mahdollistamiseksi. Johtuen yhtiön lyhyestä historiasta maatuulivoiman kehityksen osalta on laskelmassa käytetty useita taustaoletuksia, jotka ovat esitelty seuraavaksi.

Yhtiö on kertonut, että sen hankeportfolio on tällä hetkellä 3 000 MW. Tästä 1 500 MW on yhteistyössä ranskalaisen vihreän energian yhtiön Valoremin kanssa. Vastaavasti 3 000 MW:n hankeportfolio jakaantuu esiselvitysvaiheessa oleviin (2 000 MW) ja lupa-, maankäyttö- ja YVA-vaiheessa oleviin (1 000 MW). Tämän lisäksi yhtiöllä on jo 350 MW rakennusvaiheessa, josta yhtiölle tuloutuu kehityspalkkioita vuosien 2022-2025 aikana.

## Osien summa -laskelma (euroa per osake)



# Arvonmääritys 4/6

Enersense ei ole avannut tarkemmin eri vaiheissa olevien hankkeiden jakautumista sen omiin ja Valoremin kanssa yhteistyössä tehtäviin, eikä myöskään tulojakoon liittyviä asioita. Tämän takia taustaoletuksena laskelmassamme on, että sekä esiselvityksessä että lupa-, maankäyttö- ja YVA-vaiheessa olevat hankkeet jakaantuvat 50/50 Enersensen omiin hankkeisiin ja yhteistyössä Valoremin kanssa tehtäviin hankkeisiin.

Oletamme hankkeiden myyntien liikevoittoaikutuksen olevan 0,1 MEUR/MW (sama kuin tällä hetkellä nykyisissä 350 MW:n hankkeissa) ja puolestaan portfolion kehityskulut juoksevat operatiivisissa ennusteissamme. Käsitksemme mukaan tuotot voivat olla tätäkin suurempia, mutta vielä lyhyen historian vuoksi pidämme tätä järkevänä tasona. Olemme myös yksinkertaistaen olettaneet, että tulojen jako Valoremin kanssa yhteistyössä tehtävistä projekteista tapahtuu 50/50 ja siten tuotoista puolet valuvat Valoremin suuntaan. Verokantana olemme käyttäneet laskelmassa 20 %.

Tämän lisäksi on tärkeää huomata, että portfolion hankkeet ovat vielä suhteellisen varhaisessa vaiheessa ja on hyvin epätodennäköistä, että nykyistä portfoliota tullaan edistämään täysmääräisesti. Ruotsalainen uusiutuvan energian kehittäjä OX2 on arvioinut, että sen kehitysportfolion varhaisen vaiheen projekteista Ruotsissa on historiallisesti myyty onnistuneesti noin 50 %. Yhtiön varhaisen vaiheen määritelmänä on, että käyttöoikeudet ja vuokrasopimukset ovat allekirjoitettu maanomistajien kanssa, strategia sähköverkon osalta vahvistettu ja lupahakemuksia valmistellaan. Vastaavasti OX2:n keskivaiheen projektit yhtiö luokittelee siten, että

lupahakemukset ovat jätetty viranomaisille ja tuulimittaukset aloitettu. Historiallisesti keskivaiheen projekteja OX2 on saanut myytyä onnistuneesti 75 %. Loppuvaiheen projektit OX2:lla puolestaan koostuvat hankkeista, joissa alustava lupa on myönnetty ja viimeiset tarkistukset ovat käynnissä. Historiallisesti tällaiset projektit ovat edenneet onnistuneeseen myyntiin 95 %:n todennäköisyydellä. Nykyisillä tiedoilla Enersensen portfolion hankkeiden edistymistä on suoraan haastavaa verrata OX2:n vastaaviin, mutta arviomme mukaan esiselvitysvaiheen projektit ovat lähtökohtaisesti OX2:n alkuvaiheen projekteja varhaisemman vaiheen projekteja ja puolestaan lupa-, maankäyttö- ja YVA-vaiheen projektit ovat sekoitus varhaisempia projekteja sekä OX2:n alku- ja keskivaiheen projekteja.

Tätä heijastellen olemme määritelleet Enersensen portfolion eri vaiheiden myyntiin etenemistodennäköisyydet seuraavasti: Enersensen itsenäiset esiselvitysvaiheen hankkeet 20 % ja Valoremin kanssa toteutettavat 30 % sekä Enersensen itsenäiset lupa-, maankäyttö-, ja YVA-vaiheen projektit 35 % ja Valoremin kanssa 45 %. Toistaiseksi myyntien todennäköisyyttä on erittäin haastavaa arvioida ja lopputulos voi erota paljonkin nykyisistä oletuksistamme, mutta mielestämme Enersensen projektien myyntien todennäköisyyttä tulee toistaiseksi arvottaa selvällä diskontolla pidemmän historian omaavaan OX2. Lisäksi mielestämme yhteistyössä toteutettavien hankkeiden todennäköisyyttä tukevat mm. Valoremin kokemus sekä riskienhallinnalliset aspektit.

Tämän lisäksi laskelmassa tulee mielestämme ottaa huomioon myyntien aika-arvo. OX2 on

kertonut, että tyypillisesti sen alkuvaiheen projektit ovat 3-7 vuoden päässä myynnistä riippuen teknologiasta ja maasta, keskivaiheen projektit 2-5 vuoden päässä myynnistä ja loppuvaiheen projektit alle 3 vuoden päässä myynnistä. Tämän perusteella olemme jaksottaneet esiselvitysvaiheen palkkiot tasaisesti 3-7 vuoden päähän ja puolestaan lupa-, maankäyttö- ja YVA-vaiheen projektit tasaisesti 2-5 vuoden päähän. Vastaavasti rakennusvaiheen tulevat tuotot olemme jaksottaneet tasaisesti vuosille 2023-2025 (kuten operatiivisissa ennusteissamme). Käsitteäksemme yhtiön tavoitteena on edetä hankekehitysten osalta tätä nopeammin pyrkimällä valitsemaan portfolioon hankkeita, joita se pystyisi edistämään mahdollisimman nopeasti (selvästi alle 7 vuodessa), mutta toisaalta tämä ei ole ainoastaan yhtiön omissa käsissä (mm. lupaprosessien aikataulut). Lisäksi yhtiön vielä lyhyiden näyttöjen perusteella on myyntien suhteellisen konservatiivinen jaksottaminen mielestämme perusteltua.

Tätä kokonaiskuvaa peilaten saamme Enersensen hankekehitysportfolion arvoksi noin 51 MEUR. Lisäämällä sen osuus (Inderes arvio: ~7 MEUR) jo julkistetuista rakennusvaiheen kehityspalkkioista saamme koko maatuulivoimaportfolion arvoksi noin 58 MEUR. Diskonttaamalla eri vuosille jakaantuvat kehityspalkkiot nykyhetkeen Enersenselle käyttämällämme keskimääräisellä pääoman kustannuksella (WACC: 9,0 %) saamme portfolion nykyarvoksi noin 42 MEUR tai 2,6 euroa osakkeelta. Tarkempi laskelma maatuulivoimaportfolion osalta on nähtävissä seuraavalla sivulla.

# Maatuulivoiman hankekehitysportfolioon arvonmääritys

Parametrit	Esiselvitysvaihe (Enersense)	Esiselvitysvaihe (Valoremin kanssa)	Lupa-, maankäyttö- ja YVA-vaihe (Enersense)	Lupa-, maankäyttö- ja YVA-vaihe (Valoremin kanssa)	Yhteensä
MW	1000	1000	500	500	3 000
EBIT/MW (MEUR)	0,1	0,1	0,1	0,1	
EBIT (MEUR)	100	100	50	50	300
Verot	20 %	20 %	20 %	20 %	
Tuottopotentiali (MEUR)	80	80	40	40	240
Myynnin tn.	20 %	30 %	35 %	45 %	
Hankekehitysportfolioon arvo (MEUR)	16	24	14	18	72
Valoremin osuus	0	12	0	9	21
<b>Enersensen osuus hankekehityksestä</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>51</b>
Enersensen osuus rakennusvaiheen portfolioista					7
<b>Enersensen tuulivoimaportfolion tulot yhteensä</b>					<b>58</b>

Tulojen jakaantuminen vuosille	1	2	3	4	5	6	7
Vuodet	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Rakennusvaihe	2,4	2,4	2,4				
Lupa-, maankäyttö- ja YVA-vaihe		5,8	5,8	5,8	5,8		
Esiselvitysvaihe			5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
<b>Tulojen jakaantuminen</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
WACC-%	9,0 %						
<b>NPV</b>	<b>41,6</b>						

# Arvonmääritys 5/6

**P2X-sijoituksen** olemme puolestaan arvottaneet toistaiseksi sen hankintahintaan eli 13 MEUR:oon, mikä vastaa noin 0,8 euroa osakkeelta.

Kun tästä kokonaisuudesta vähennetään vielä yhtiön **nettovelat** (2022e: 21,6 MEUR tai -1,3 euroa osake) saamme Enersensen osakekannan käyväksi arvoksi laskelman perusteella noin 103 MEUR, mikä vastaa noin 6,3 euron osakekohtaista arvoa. Tästä näkökulmasta katsottuna osakkeessa olisi lievää nousuvaraa nykyiseltä 6,00 euron kurssitasolta. On kuitenkin hyvä huomata, että laskelman oletuksiin liittyy huomattavaa epävarmuutta etenkin maatuulivoiman osalta, mutta olemme mielestämme käyttäneet tämän osalta riittävän konservatiivisia oletuksia.

## Kokonaistuotto-odotus

Osakkeen tuotto-odotuksen ajurina toimii arviomme mukaan lähivuosina ainoastaan maltillinen osinkotuotto, sillä kuluvan vuoden odottamastamme tappiollisesta tuloksesta ponnistava tuloskasvu (huom. vähemmistöosuudet) hautautuu arvostuskertoimien laskuvaran alle. Toisaalta ennustemme eivät kuitenkaan huomioi täysimääräisesti yhtiön kaikkia omaisuuseriä (ml. maatuulivoiman hankekehitysportfolio, P2X), minkä myötä kokonaistuotto-odotus toimii ainoastaan arvonmääritystä tukevana elementtinä. Tästä huolimatta osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus jää mielestämme nolliin tai hieman negatiiviseksi, mikä kääntää riskikorjatun tuotto-odotuksen heikoksi.

## Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä myös osittaista painoarvoa DCF-mallille huolimatta siitä, että se on

hyvin herkkä terminaalijakson muuttujille. Se kuitenkin mielestämme kuvastaa parhaiten yhtiön nykyliiketoimintojen pidemmän aikavälin potentiaalia. Aiemmin todetusti malli ei kuitenkaan sisällä maatuulivoiman kehityspalkkioita kuin tällä hetkellä rakennusvaiheessa olevien hankkeiden osalta. Olemme mielestämme käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson muuttujina riittävän konservatiivisia arvioita. Tätä peilaten näemme, että se antaa riittävän tuen muille käyttämillemme menetelmille huolimatta mallin herkkyydestä terminaalijakson muuttujille.

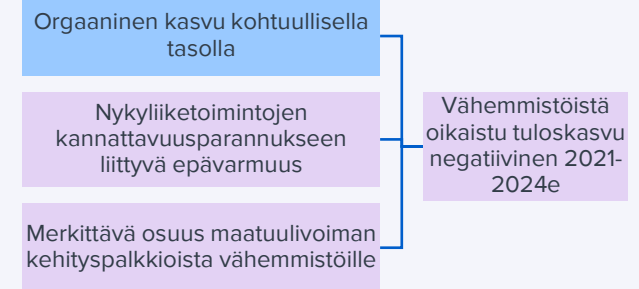
DCF-mallin mukainen arvo yhtiön osakkeelle on 5,6 euroa osakkeelta. Siten kassavirtamallimme indikoima arvo on hieman nykykurssin alapuolella, mutta toisaalta luo tukea lyhyen aikavälin korkeaan kerroinpohjaiseen arvostuskuvaan. Mielestämme tämä kuvastaa Enersensen nykyisten operatiivisten liiketoimintojen suhteellisen hyvää kassavirtaprofiilia (ml. maltilliset investointitarpeet). Toisaalta yhtiön viime vuosina huomattavasti heiluneen kannattavuuden vuoksi DCF-malli toimii lähinnä arvonmääritystä tukevana komponenttina.

Kassavirtamallimme pohjana käytämme pitkän aikavälin ennusteitamme ja terminaalijakson liikevaihdon kasvun odotus on 2 %. Sen sijaan terminaalijakson liikevoittomarginaalin olemme asettaneet 3 %:iin. Ennusteet ovat mielestämme suhteellisen konservatiiviset, mutta markkinoiden tiukan kilpailutilanteen ja kannattavuushaasteiden myötä pidämme tätä perusteltuna. Mallissa terminaalijakson painoarvo on 52 %, mikä on mielestämme järkevällä tasolla.

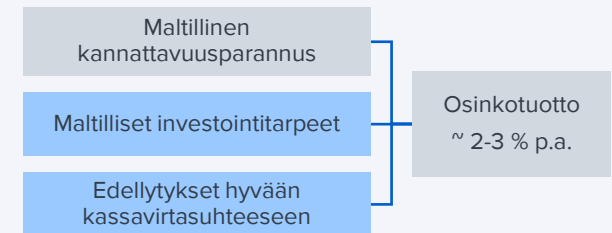
## Osaketuoton ajurit 2021-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

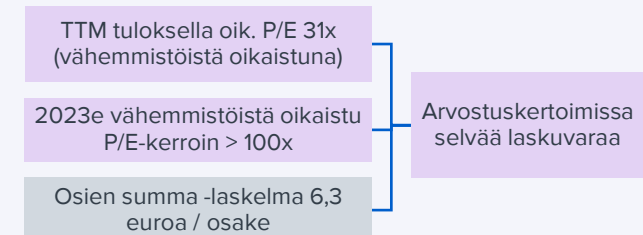
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuksen ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus nolliissa tai hieman negatiivinen

# Arvonmääritys 6/6

Olemme tarkastaneet mallissamme pääoman kustannusta laskiessamme riskittömän koron 2,5 %:iin (aik. 2,0 %) viimeaikaista yleistä korkotasoa ja -odotusten nousua peilaten. Olimme jo aikaisemmin huomioineet korkotasojen vaikutusta pääoman kustannusta laskiessamme ja tätä peilaten mallissa käyttämämme keskimääräisen pääoman kustannus (WACC: 9,0 % vs. aik. 8,6 %) ja oman pääoman kustannus (CoE: 10,4 % vs. aik. 10,1 %) nousivat hieman riskitöntä korkoa maltillisemmin. Kyseiset tasot ovat arviomme mukaan hieman pörssin keskimääräistä tasoa korkeammalla, mikä kuvastaa liiketoiminnan keskimääräistä korkeampaa riskiprofiilia. Lisäksi viimeaikaiset operatiiviset kannattavuushaasteet heijastuvat edelleen tuottovaatimukseemme. Mielestämme tuottovaatimuksessa onkin asteittaista laskuvaraa, mikäli yhtiö onnistuu kannattavuuskäänteessään.

## Tavoitehinta ja suositus

Olemme arvioineet Enersensen arvostusta useammasta kulmasta. Tällä hetkellä yhtiön arvonmääritys on suhteellisen hankalaa strategisen arvoketjulaajenemisen alkumetreistä ja erilaisista liiketoimintaprofiileista ja omaisuuseristä johtuen. Arvioimmekin arvonmäärityksen tulevan elämään keskipitkällä aikavälillä voimakkaasti tavoitellun oman energiantuotannon rahoituksen mahdollisesti toteutuessa ja / tai maatuulivoiman hankekehityksen edistyessä. Oman energiantuotannon tuottopotentiaalin osalta on hyvä huomata, että se on vahvasti sidoksissa rahoituksen lopulliseen hintaan ja siten sen arviointi on vielä tässä kohtaa hyvin haastavaa. Lyhyellä aikavälillä yhtiön arvonkehitys on

kuitenkin näkemyksemme mukaan riippuvainen nykyliiketoimintojen kannattavuuskehityksestä. Arviomme mukaan yhtiöllä on edellytykset myös nykyisiin odotuksiimme voimakkaampaan kannattavuuskäänteeseen, mikä tukisi sekä ennusteitamme että hyväksyttävää arvostusta. Näkyvyys tähän on kuitenkin tällä hetkellä hyvin rajallinen.

Osake tarjoaa myös arviomme mukaan keskipitkällä - pitkällä aikavälillä yritysjärjestelykortin (ml. Voimatel-järjestely jo lyhyellä aikavälillä), mutta näiden arvonluontipotentiaalin on vielä tässä vaiheessa liian varhaista ottaa kantaa. Voimatelin osalta on hyvä huomioida, että myös se on historiassaan kärsinyt kannattavuushaasteita, mitkä käsityksemme mukaan linkittyvät toimialan tiukkaan kilpailutilanteeseen ja lähihistoriassa vallinneeseen aggressiiviseen hintakilpailuun. Tätä taustaa vasten arvioimme, että yritysoston arvonluonti edellyttää sekä tieto- että energiamarkkinoiden kasvavan investointinäkömän toteutumista keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä sekä yritysjärjestelyn mahdollisesti toteutuessa saavutettavia kulusynergioita. Mutta kuten aiemmin todettua on yritysjärjestely toistaiseksi KKV:n hyväksyttävänä ja emme pidä yrityskaupan läpimenoa itsestään selvänä.

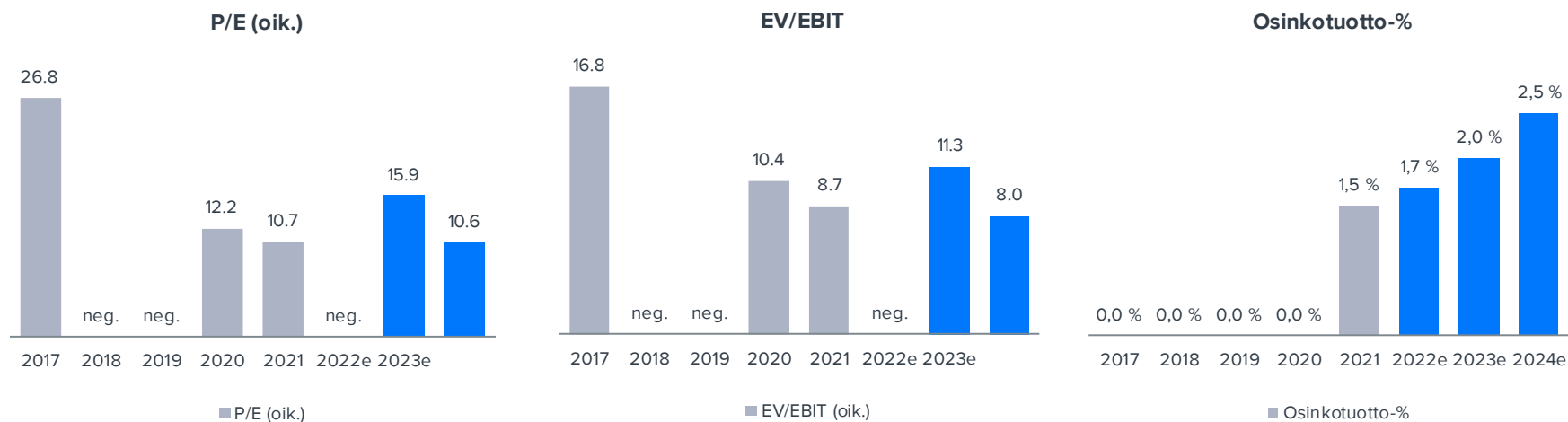
Kokonaisuutena seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä osake on kuitenkin nykyliiketoiminnan tulospohjaisen arvostuksen perusteella kallis ja siten osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus jää arviomme mukaan heikoksi. Pidemmän aikavälin potentiaalia (etenkin tuulivoimaportfolio) heijastelevan osien summa -laskelmamme

perusteella nostamme osakkeen tavoitehintamme kuitenkin 6,0 euroon (aik. 5,0 euroa) ja tarkistamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy).

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	5,90	3,25	1,78	8,30	6,84	6,00	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	4,53	5,95	5,95	7,4	13	16,3	16,3	16,3	16,3
Markkina-arvo	27	19	11	62	92	98	98	98	98
Yritysarvo (EV)	29	18	13	78	95	121	119	114	107
P/E (oik.)	26,8	neg.	neg.	12,2	10,7	neg.	15,9	10,6	8,6
P/E	26,8	neg.	neg.	25,9	23,1	neg.	15,9	10,6	8,6
P/B	9,6	2,1	1,5	3,9	1,9	1,6	1,6	1,6	1,5
P/S	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,39	0,36	0,35	0,34
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,2	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	14,9	neg.	neg.	8,0	5,7	13,4	6,1	4,9	4,3
EV/EBIT (oik.)	16,8	neg.	neg.	10,4	8,7	neg.	11,3	8,0	6,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	33,7 %	neg.	31,7 %	26,4 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,7 %	2,0 %	2,5 %	4,1 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Bilfinger SE	1090	987	7,0	6,2	4,1	3,8	0,3	0,2	12,6	10,7	3,9	4,1	0,9
Eitel AB	96	231	36,5	13,9	6,2	4,7	0,3	0,3		13,1	0,2	0,5	0,4
Viafin	51	40	9,9	7,9	7,9	6,6	0,5	0,5	16,2	14,1	3,0	3,6	2,2
Engie SA	28181	19671	2,6	2,8	1,6	1,7	0,3	0,3	6,8	7,5	9,4	8,9	0,8
Caverion	600	851	11,1	9,8	5,7	5,3	0,4	0,4	10,9	9,7	4,6	5,4	2,7
Spie SA	3643	5402	11,8	11,1	7,8	7,4	0,7	0,7	12,3	11,4	3,3	3,7	2,0
Mitie Group	993	920	5,0	5,8	3,8	4,3	0,2	0,2	8,0	9,4	2,0	3,0	2,2
Lassila & Tikanoja	382	583	14,4	12,3	6,0	5,6	0,7	0,7	13,0	11,3	4,8	5,1	1,8
Bravida Holding	1632	1620	11,3	10,8	8,7	8,4	0,7	0,7	15,0	14,1	3,5	3,7	2,4
Duerr AG	1626	1716	8,0	6,2	5,0	4,3	0,4	0,4	12,2	9,2	3,2	4,2	1,5
Netel	134	190	9,5	8,0	7,5	6,5	0,7	0,6	8,9	7,5	3,8	5,0	1,4
<b>Enersense (Inderes)</b>	<b>98</b>	<b>121</b>	<b>-535,1</b>	<b>11,3</b>	<b>13,4</b>	<b>6,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-23,0</b>	<b>15,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>11,6</b>	<b>8,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>11,6</b>	<b>10,7</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>1,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>9,9</b>	<b>8,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>12,3</b>	<b>10,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>1,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-5494 %</b>	<b>42 %</b>	<b>124 %</b>	<b>15 %</b>	<b>15 %</b>	<b>11 %</b>	<b>-287 %</b>	<b>49 %</b>	<b>-52 %</b>	<b>-51 %</b>	<b>-10 %</b>

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

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>61,9</b>	<b>73,0</b>	<b>103</b>	<b>99,0</b>	<b>95,1</b>
Liikearvo	26,4	26,2	26,2	26,2	26,2
Aineettomat hyödykkeet	13,6	18,6	40,2	36,9	33,5
Käyttöomaisuus	18,8	21,7	21,4	20,8	20,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,5	1,6	10,1	10,1	10,1
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,1	3,9	3,9	3,9	3,9
Laskennalliset verosaamiset	0,6	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>54,0</b>	<b>73,6</b>	<b>61,6</b>	<b>64,9</b>	<b>66,5</b>
Vaihto-omaisuus	3,6	6,5	7,5	8,1	8,3
Muut lyhytaikaiset varat	8,6	16,4	16,4	16,4	16,4
Myyntisaamiset	24,2	21,5	25,1	26,9	27,8
Likvidit varat	17,7	29,2	12,5	13,5	13,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>116</b>	<b>147</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>162</b>

Lähde: Inderes

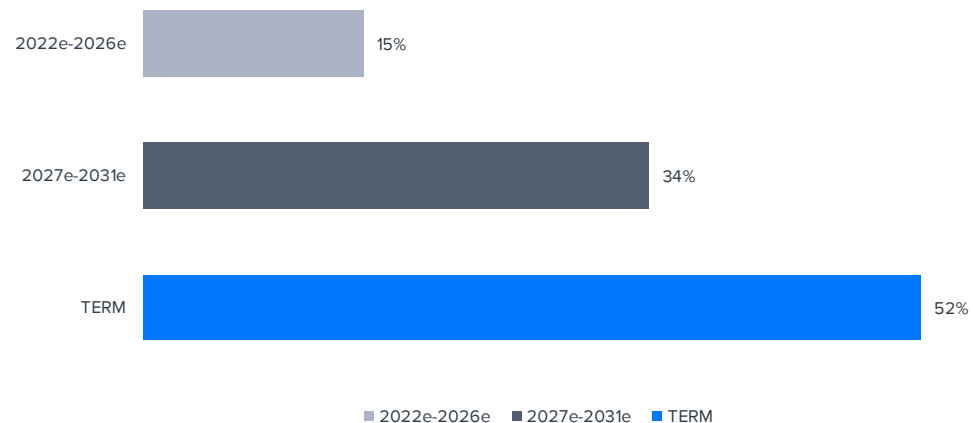
Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>17,6</b>	<b>49,7</b>	<b>62,5</b>	<b>61,5</b>	<b>63,3</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,2	4,4	-3,3	-4,4	-2,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	15,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-0,1	44,1	64,8	64,8	64,8
Vähemmistöosuus	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10,7</b>	<b>28,0</b>	<b>30,4</b>	<b>28,9</b>	<b>25,1</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	1,5	1,5	1,5	1,5
Varaukset	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Lainat rahoituslaitoksilta	9,2	22,9	25,3	23,9	20,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,0	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>87,6</b>	<b>69,1</b>	<b>71,5</b>	<b>73,4</b>	<b>73,3</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	17,7	7,5	8,8	9,1	8,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	16,5	22,0	23,1	24,8	25,6
Muut lyhytaikaiset velat	53,4	39,6	39,6	39,6	39,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>116</b>	<b>147</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>162</b>



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	62,1%	4,9%	7,3%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
Liikevoitto-%	2,9%	0,1%	3,9%	5,1%	5,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,8</b>	<b>0,3</b>	<b>10,5</b>	<b>14,2</b>	<b>16,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,2</b>	
+ Kokonaispoistot	9,8	8,7	8,9	9,0	8,7	8,6	8,5	8,4	8,2	8,2	8,7	6,6	
- Maksetut verot	1,4	-1,5	-1,1	-1,7	-1,7	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	
- verot rahoituskuluista	0,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-16,5	-3,5	-0,7	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,0</b>	<b>3,4</b>	<b>17,2</b>	<b>20,6</b>	<b>22,7</b>	<b>16,8</b>	<b>16,6</b>	<b>16,6</b>	<b>16,4</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>	<b>14,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-20,3	-30	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-6,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-16,2</b>	<b>-26,6</b>	<b>12,1</b>	<b>15,5</b>	<b>17,6</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>	<b>11,5</b>	<b>11,3</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	<b>7,8</b>	
+/- Muut	0,0	8,4	-5,6	-5,6	-5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-16,2	-18,2	6,5	10,0	12,0	11,7	11,5	11,5	11,3	11,2	11,4	7,8	114
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-17,9</b>	<b>5,8</b>	<b>8,2</b>	<b>9,1</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>3,2</b>	<b>47,4</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		95,0	113	107	98,8	89,7	81,6	74,2	67,5	61,4	55,8	50,7	47,4
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>95,0</b>											
- Korolliset velat		-30											
+ Rahavarat		29,2											
-Vähemmistöosuus		-1,7											
-Osinko/pääomapalautus		-1,3											
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>90,7</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>5,6</b>											

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	58,1	147,5	239,1	<b>250,7</b>	<b>269,0</b>	EPS (raportoitu)	-0,36	0,32	0,30	<b>-0,24</b>	<b>0,38</b>
Käyttökate	-0,8	9,8	16,6	<b>9,0</b>	<b>19,4</b>	EPS (oikaistu)	-0,22	0,68	0,64	<b>-0,26</b>	<b>0,38</b>
Liikevoitto	-1,9	4,8	6,8	<b>0,3</b>	<b>10,5</b>	Operat. kassavirta / osake	-0,29	6,14	0,15	<b>0,21</b>	<b>1,05</b>
Voitto ennen veroja	-2,3	2,9	3,5	<b>-3,0</b>	<b>7,6</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,35	-1,83	-1,21	<b>-1,12</b>	<b>0,40</b>
Nettovoitto	-2,1	2,4	4,0	<b>-3,9</b>	<b>6,2</b>	Omapääoma / osake	1,16	2,14	3,63	<b>3,77</b>	<b>3,71</b>
Kertaluontoiset erät	-0,8	-2,7	-4,1	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,10	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	20,4	115,9	146,7	<b>164,4</b>	<b>163,9</b>	Liikevaihdon kasvu-%	23 %	154 %	62 %	<b>5 %</b>	<b>7 %</b>
Oma pääoma	6,6	17,6	49,7	<b>62,5</b>	<b>61,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	-40 %	-1402 %	70 %	<b>-46 %</b>	<b>115 %</b>
Liikearvo	0,2	26,4	26,2	<b>26,2</b>	<b>26,2</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-34 %	-781 %	46 %	<b>-102 %</b>	<b>-4743 %</b>
Nettovelat	2,5	9,2	1,3	<b>21,6</b>	<b>19,5</b>	EPS oik. kasvu-%	10 %	-404 %	-6 %	<b>-141 %</b>	<b>-245 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	-1,3 %	6,6 %	7,0 %	<b>3,6 %</b>	<b>7,2 %</b>
Käyttökate	-0,8	9,8	16,6	<b>9,0</b>	<b>19,4</b>	Oik. Liikevoitto-%	-1,9 %	5,1 %	4,6 %	<b>-0,1 %</b>	<b>3,9 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,0	37,2	-16,5	<b>-3,5</b>	<b>-0,7</b>	Liikevoitto-%	-3,3 %	3,2 %	2,9 %	<b>0,1 %</b>	<b>3,9 %</b>
Operatiivinen kassavirta	-1,7	45,6	2,0	<b>3,4</b>	<b>17,2</b>	ROE-%	-26,8 %	20,9 %	12,3 %	<b>-7,1 %</b>	<b>10,1 %</b>
Investoinnit	-0,3	-60,7	-20,3	<b>-30,0</b>	<b>-5,1</b>	ROI-%	-17,5 %	17,6 %	11,0 %	<b>0,3 %</b>	<b>11,0 %</b>
Vapaa kassavirta	-2,1	-13,6	-16,2	<b>-18,2</b>	<b>6,5</b>	Omavaraisuusaste	32,4 %	15,2 %	33,9 %	<b>38,0 %</b>	<b>37,5 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	38,0 %	52,3 %	2,5 %	<b>34,5 %</b>	<b>31,7 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	0,2	0,5	0,4	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	8,0	5,7	<b>13,4</b>	<b>6,1</b>						
EV/EBIT (oik.)	neg.	10,4	8,7	neg.	<b>11,3</b>						
P/E (oik.)	neg.	12,2	10,7	neg.	<b>15,9</b>						
P/B	1,5	3,9	1,9	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,5 %	<b>1,7 %</b>	<b>2,0 %</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 (välttämättä 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin 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 yksilöityinä 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 liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.11.2019	Lisää	1,35 €	1,16 €
23.12.2019	Lisää	1,75 €	1,50 €
17.3.2020	Vähennä	1,35 €	1,41 €
16.6.2020	Osta	2,50 €	2,08 €
3.7.2020	Lisää	3,60 €	3,24 €
18.8.2020	Lisää	5,00 €	4,48 €
3.11.2020	Osta	6,50 €	5,45 €
21.12.2020	Lisää	9,00 €	8,30 €
27.2.2021	Lisää	9,00 €	7,90 €
16.3.2021	Lisää	9,00 €	8,50 €
5.5.2021	Lisää	10,50 €	9,60 €
17.5.2021	Osta	10,50 €	8,94 €
16.8.2021	Osta	12,00 €	10,15 €
23.9.2021	Lisää	11,00 €	9,56 €
3.11.2021	Vähennä	8,00 €	7,88 €
21.12.2021	Vähennä	7,00 €	6,54 €
23.12.2021	Lisää	7,00 €	6,36 €
1.3.2022	Vähennä	7,00 €	6,94 €
2.5.2022	Vähennä	7,00 €	7,64 €
28.7.2022	Myy	5,00 €	6,40 €
5.8.2022	Myy	5,00 €	6,20 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
13.10.2022	Vähennä	6,00 €	6,00 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä 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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**