

Eezy

Laaja raportti

10/2020

Myrskyn jälkeen tulee poutasää

Nostamme Eezyn tavoitehinnan 5,0 euroon (aik. 4,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Eezyn viime vuosien kasvu on ollut voimakasta, minkä taustalla ovat markkinoiden ripeä orgaaninen kasvu sekä näkemyksemme mukaan onnistuneet yritysostot. Lyhyellä tähtäimellä Eezy kärsii voimakkaasti koronapandemian talousvaikutuksista, mutta toimintaympäristön normalisoitumisen jälkeen vuosina 2021-2022 ennustamme yhtiön operatiivisen tuloksen kasvavan voimakkaasti. Tämä painaa arvostuskertoimet maltillisiksi ja näkemyksemme mukaan puoltaa yhä lisäostoja lyhyen tähtäimen epävarmuudesta huolimatta.

Laaja kattaus henkilöstöpalveluita valtakunnallisesti

Eezy on liikevaihdolla mitattuna Suomen toiseksi suurin henkilöstöpalveluyhtiö, jonka tulovirrat muodostavat henkilöstövuokraus-, kevytyrittäjä- sekä erilaiset asiantuntijapalvelut. Henkilöstövuokraus toi 88 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2019 ja sitä yhtiö harjoittaa sekä omien toimipisteiden kautta että franchise-mallilla. Yhtiön kohdemarkkina on laajan maantieteellisen peiton ja toimialahajautuksen ansiosta koko Suomen pirstaloinen henkilöstöpalvelumarkkina, jonka arvo vuonna 2019 oli 2,95 miljardia ja joka on kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana keskimäärin noin 10 % vuodessa. Strategiassaan yhtiö painottaa kasvua, jota tavoitellaan sekä orgaanisesti että yritysostojen kautta.

Ennustamme operatiivisen tuloksen kasvavan voimakkaasti toimintaympäristön normalisoituessa

Lyhyellä tähtäimellä kohdemarkkinan kasvuun vaikuttaa voimakkaimmin talouskehitys, kun taas pitkän aikavälin markkinakasuun vaikuttavat arviomme mukaan myös työmarkkinoiden suotuisat rakenteelliset ajurit. Koronapandemian aiheuttama talouden äkkijarrutus haukkaa ennusteissamme noin kolmanneksen yhtiön vuoden 2019 pro forma -liikevaihdosta. Yhtiön raportoitu liikevaihto kasvaa ennusteissamme tästä huolimatta myös vuonna 2020 epäorgaanisen kasvun myötä ja odotamme liikevaihdon kasvun jatkuvan talousympäristön toimintaympäristön normalisoitumisen jälkeen vuosina 2021-2022 (2020-2022e kasvu keskimäärin ~12 % vuodessa). Ennustamme yhtiön kannattavuuden normalisoituvan asteittain liikevaihdon kasvun mukana sekä käynnissä olevan kustannussäästöohjelman myötä. Tätä heijastellen ennustamme operatiivisen tuloksen vuotuiseksi kasvuksi keskimäärin noin 20 % vuosina 2020-2022. Lisäksi arvioimme, että yhtiö jatkaa lähivuosina yritysostoja tavoitellessaan strategista markkinajohtajuustavoitettaan sekä taloudellista tavoitettaan 400 MEUR:n liikevaihdosta vuonna 2023.

Arvostuskertoimissa nousuvaraa koronakuopan yli katsottaessa

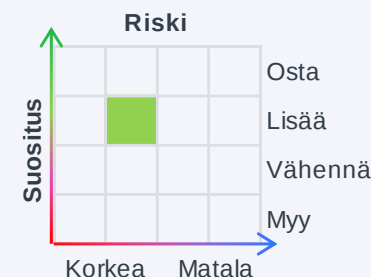
Eezyn ennusteidemme mukaiset P/E-kertoimet vuosille 2021 ja 2022 ovat noin 18x ja 11x, kun taas pääomarakenteen huomioivat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 9x ja 7x. Arvostuskertoimet ovat matalan tulostason vuoksi ensi vuoteen peilattaessa korkeat, mutta ennustamamme voimakas operatiivisen tuloksen kasvu painaa kertoimet näkemyksemme mukaan maltilliseksi vuoteen 2022 katsottaessa. Siten arvostuksen kokonaiskuva puoltaa mielestämme edelleen lisäostoja haastavasta lyhyen tähtäimen toimintaympäristöstä huolimatta. Historiallisiin näyttöihin perustuen sijoittajat saavat näkemyksemme mukaan osakkeen mukana odotusarvoltaan positiivisen yritysjärjestelyoption.

Analyttikko



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

Suositus ja tavoitehinta



Lisää

(aik. Lisää)

5,00 EUR

(aik. 4,00 EUR)

Osakekurssi:

4,59

Potentiaali:

8,9 %

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	170	198	218	244
kasvu-%	108 %	16 %	10 %	12 %
EBIT oik.	11,8	4,4	9,7	14,7
EBIT-% oik.	6,9 %	2,2 %	4,4 %	6,0 %
Nettotulos	4,6	2,1	6,4	10,5
EPS (oik.)	0,46	0,09	0,26	0,42
P/E (oik.)	13,8	50,3	17,8	10,9
P/B	1,6	1,1	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,2 %	3,3 %
EV/EBIT (oik.)	18,1	37,1	16,0	9,8
EV/EBITDA	18,6	13,6	9,1	6,6
EV/Liikevaihto	1,3	0,8	0,7	0,6

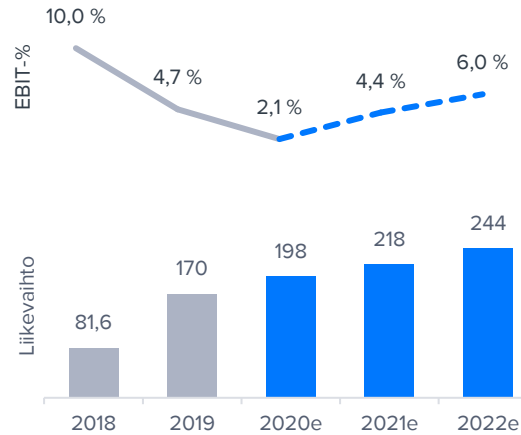
Lähde: Inderes

Osakekurssi



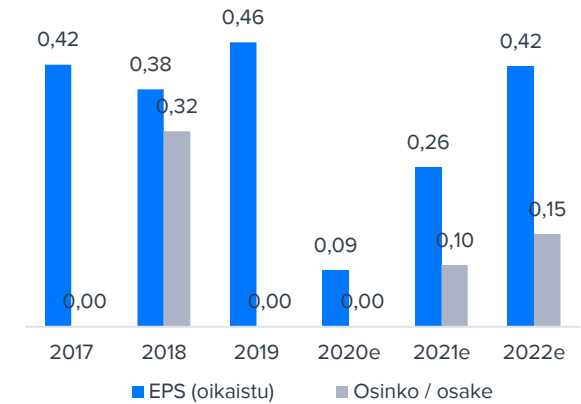
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinan pitkän aikavälin kasvua ajaa rakenteelliset tekijät
- Kannattavuudessa on nousuvaraa kustannussäästöjen realisoituessa ja toiminnan tehostuessa
- Yhtiöllä on edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla, mihin luottamusta nostaa hyvät historialliset näytöt



Riskitekijät

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



Arvostus

- Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat lyhyellä tähtäimellä korkeat, mutta painuvat mataliksi vuoteen 2022 katsottaessa
- Pitkän aikavälin kassavirtamallimme arvo (5,9e/osake) indikoi tuntuva nousuvaraa
- Vuoden 2022 ennusteilla suhteellinen arvostus on linjassa keskeisten verrokkien arvostuksen kanssa

MCAP

114

MEUR

EV

163

MEUR

EV/EBITDA

6,6x

2022e

P/E (oik.)

10,9x

20212

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	9-11
Markkina ja kilpailukenttä	12-18
Taloudellinen tilanne	19-20
Ennusteet	21-24
Sijoitusprofiili	25-26
Arvonmääritys	27-29
Taulukot	30-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	35

Eezy lyhyesti

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

170 MEUR (108 %)

Liikevaihto 2019 (liikevaihdon kasvu-%)

268 MEUR

Pro forma -liikevaihto 2019

11,8 MEUR (6,9 %)

Oikaistu liikevoitto 2019

60 toimipistettä

2011-2014

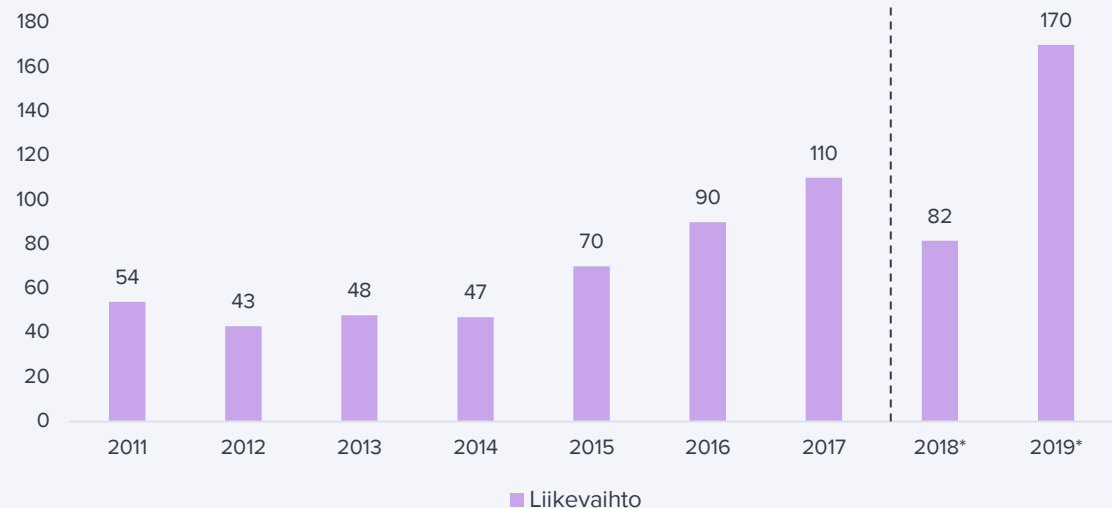
- Uudistetussa strategiassa syntyi franchise-konsepti
- Toimipisteiden määrää vähennettiin osana muutosta
- Laajentuminen kokonaisvaltaisemmin henkilöstöpalveluihin - vuokrauksen lisäksi

2015-2018

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

2019-

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



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Henkilöstöpalveluyhtiö Eezy

Eezy on henkilöstöpalveluyritys, joka tarjoaa laajan kattauksen henkilöstöpalveluita Suomessa valtakunnallisesti. Yhtiön liiketoiminta jakautuu kahteen palvelualueeseen, jotka ovat Henkilöstöpalvelut ja Asiantuntijapalvelut. Yhtiön tulovirrat muodostuvat kuitenkin neljästä erikseen raportoitavasta komponentista, jotka ovat Henkilöstöpalvelut liiketoiminta-alueen alle lukeutuvat Henkilöstövuokraus, Franchise-maksut, ja Kevytyrittäjäpalvelut sekä Asiantuntijapalvelut (aik. Rekrytoinnit ja organisaation kehittäminen).

Eezyn liikevaihto oli 170 MEUR vuonna 2019 ja sen oikaistu liikevoitto oli 11,8 MEUR (oik. liikevoitto-% 6,9 %). Huomioitavaa on kuitenkin, että Eezy toteutti vuoden aikana useita yrityskauppoja, joista merkittävin oli yhdistyminen henkilöstövuokraukseen keskittyneen Smilen kanssa (09/19 alkaen). Järjestely astui voimaan syyskuussa 2019, joten toiminnan vuositason kokoluokkaa parhaiten peilaavat yhdistyneiden yhtiöiden pro forma -luvut. Eezyn vuoden 2019 pro forma -liikevaihto oli 268 MEUR ja liikevoitto oli 14,3 MEUR (liikevoitto-% 5,3 %).

Vuonna 2019 Eezyn liikevaihdosta noin 98 % tuli Suomesta ja liikevaihdolla mitattuna konserni oli Suomen toiseksi suurin henkilöstöpalvelualan toimija. Konsernin muu liikevaihto tulee Ruotsin pienestä henkilöstövuokraustoiminnoista, joka on supistunut viime vuosina. Yhtiön strategiassa fokus on tällä hetkellä Suomen markkinassa ja arviomme mukaan Ruotsin merkitys on myös tulevaisuudessa hyvin pieni.

Yhtiöllä on kaiken kaikkiaan 52 toimipistettä Suomessa, joista 22 on sen omia toimipisteitä ja 30

franchise-yrittäjien toimipisteitä. Vastaavasti Ruotsissa yhtiöllä on 8 toimipistettä, joista 2 on franchise-yrittäjien toimipisteitä.

Henkilöstövuokraus tuo huomattavan osan liikevaihdosta

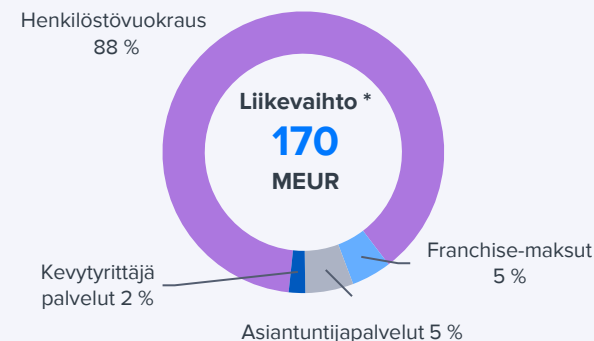
Yhtiön liikevaihdoltaan suurin palvelualue on henkilöstövuokraus, joka noin 149 MEUR:n liikevaihdolla mitattuna vastasi 88 % raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2019. Smile-yhdistymisen myötä henkilöstövuokrauksen suhteellinen osuus kasvaa entisestään, sillä Smilen liiketoiminta muodostui täysin henkilöstövuokrauksesta.

Henkilöstövuokrauksen liiketoiminta-alue palvelee laajalla säteellä eri asiakasaloilla, mutta käsityksemme mukaan suurimman kokonaisuuden muodostaa Teollisuuden, rakentamisen ja logistiikan kokonaisuus, joka muodosti lähes puolet yhtiön pro forma -liikevaihdosta vuonna 2019. Vastaavasti toiseksi suurin Horeca-ala vastasi noin 25 % pro forma -liikevaihdosta vuonna 2019.

Asiantuntijapalvelut

Asiantuntijapalvelut toi reilu 5 % konsernin raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2019. Sen palvelutarjontaan kuuluvat rekrytoinnin, soveltuvuusarvioinnin, koulutuksen ja suorahaun palveluita, jotka toimivat Eezy Personnel brändin alla. Vastaavasti Eezy Spirit -brändin alla toimii sen organisaation kehittämisen, kuten valmennuksen ja henkilöstötutkimuksien palvelut. Viimeisimmät yritysjärjestelyt Eezy teki Asiantuntijapalvelut palvelualueen kasvattamiseksi (09/20), mikä arviomme mukaan heijastelee yhtiön tavoitetta siirtää kasvupanostuksia entistä voimakkaammin tähän liiketoiminta-alueeseen.

Liikevaihton* jakauma, 2019



Suurimmat asiakasalat, 2019



Teollisuus, rakentaminen ja logistiikka
~ 50 % pro forma -liikevaihdosta vuonna 2019



Horeca ~ 25 % pro forma -liikevaihdosta
vuonna 2019

* Raportoitu luku, pro forma -jakaumaa ei saatavilla

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Franchise-maksut

Eezy konsernin franchise-maksut vastasivat 5 % konsernin vuoden 2019 raportoidusta liikevaihdosta ja ne muodostuvat Eezy brändin alla toimivista yksityisomisteisista henkilöstöpalvelualan yrityksistä, jotka maksavat konsernille franchise-maksuja korvauksena konsernitason hallinnon ja markkinoinnin palveluista. Maksut ovat tyypillisesti tietty osuus (%) ketjuyrityksen liikevaihdosta tai myyntikatteesta. Franchise-ketjussa on 19 franchise-yritystä, joista 17 toimii Suomessa ja 2 Ruotsissa. Franchise-yrityksillä on useita toimipisteitä ja franchise-toimipisteitä on yhteensä 32.

Kevytyrittäjäpalvelut

Kevytyrittäjät palvelut muodostivat konsernin vuoden 2019 raportoidusta liikevaihdosta selvästi pienimmän noin 2 %:n osuuden. Huomioitavaa on kuitenkin, että IFRS-raportoinnissa Eezyn liikevaihto muodostuu vain sen saamasta palkkio-osuudesta (n. 3,2 MEUR vuonna 2019) ja toiminnan kokoluokkaa paremmin kuvaava kevytyrittäjien laskutusvolyyymi vuonna 2019 oli noin 50 MEUR.

Kevytyrittäjäpalvelut mahdollistavat työntekijälle yrittäjänä toimimisen ilman yrityksen operointiin perustuvia hallinnollisia palveluita, sillä käyttäjä voi laskuttaa tekemästään työstä Eezyn palvelua hyödyntäen.

Palvelumaksua vastaan Eezy hoitaa laskutuksen lisäksi kevytyrittäjän lakisääteiset velvoitteet (mm. sivukulujen maksu ja vakuutukset). Palvelumaksu on sidottu kevytyrittäjän laskutukseen ja vaihtelee 7 %:sta (laskutuskertymä < 50 teur) 5 %:iin

(laskutuskertymä >300 teur). Eezy tarjoaa kevytyrittäjille maksullisia lisäpalveluita, kuten lakineuvontaa ja Express-palkka -palvelua.

Konsernin toiminnan kokoluokkaa voi hahmottaa konsernin liikevaihdon, kevytyrittäjäpalvelun käyttäjien laskutuksen sekä franchise-yrityksien liikevaihdon (vähennettynä franchise-maksuilla) summana, joka oli noin 286 MEUR vuonna 2019.

Kannattavuustasot vaihtelevat palvelualueittain

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

Skaalautuvuutta liiketoimintamalliin tuo Franchise-maksut sekä Kevytyrittäjäpalvelut, joissa liikevaihdon kasvu ei suoraan heijastu yhtiön kustannusrakenteeseen ja niiden myyntikate on arviomme mukaan tavanomaisesti korkea (> 80 % Eezyn IFRS-luvuissa).

Tulovirrat ei jatkuvia

Eezyn tulovirrat eivät pääsääntöisesti ole jatkuvia, sillä asiakassopimusten kesto ohjaa pääasiassa asiakkaiden tarve Eezyn palveluille. Henkilöstövuokrauksesta on kuitenkin tullut

tiettyillä aloilla, kuten esimerkiksi ravintola-alalla yleinen tapa, minkä takia merkittävä määrä ravintoloiden työvoimasta tulee jatkuvasti henkilöstövuokrausyhtiöistä. Lisäksi yhtiö solmii tiettyjen asiakkaiden kanssa muutaman vuoden pituisia puitesopimuksia, jotka tuovat asiakkuuteen jatkuvuutta. Tavanomaisesti henkilöstövuokrauksessa suuremmilla asiakkailla on kuitenkin useita palveluntarjoajia, minkä lisäksi vaihtamiskustannus on suhteellisen matala. Tätä heijastellen pääasiallinen kilpailutustekijä henkilöstövuokrauksessa on hinta. Suurissa asiakkuuksissa Eezyn kaltaisten isojen tarjoajien kilpailuvaltti on kuitenkin niiden suuri kokoluokka, jonka ansiosta asiakkaat voivat luottaa niiden kykyyn toimittaa suurenkin määrän työvoimaa.

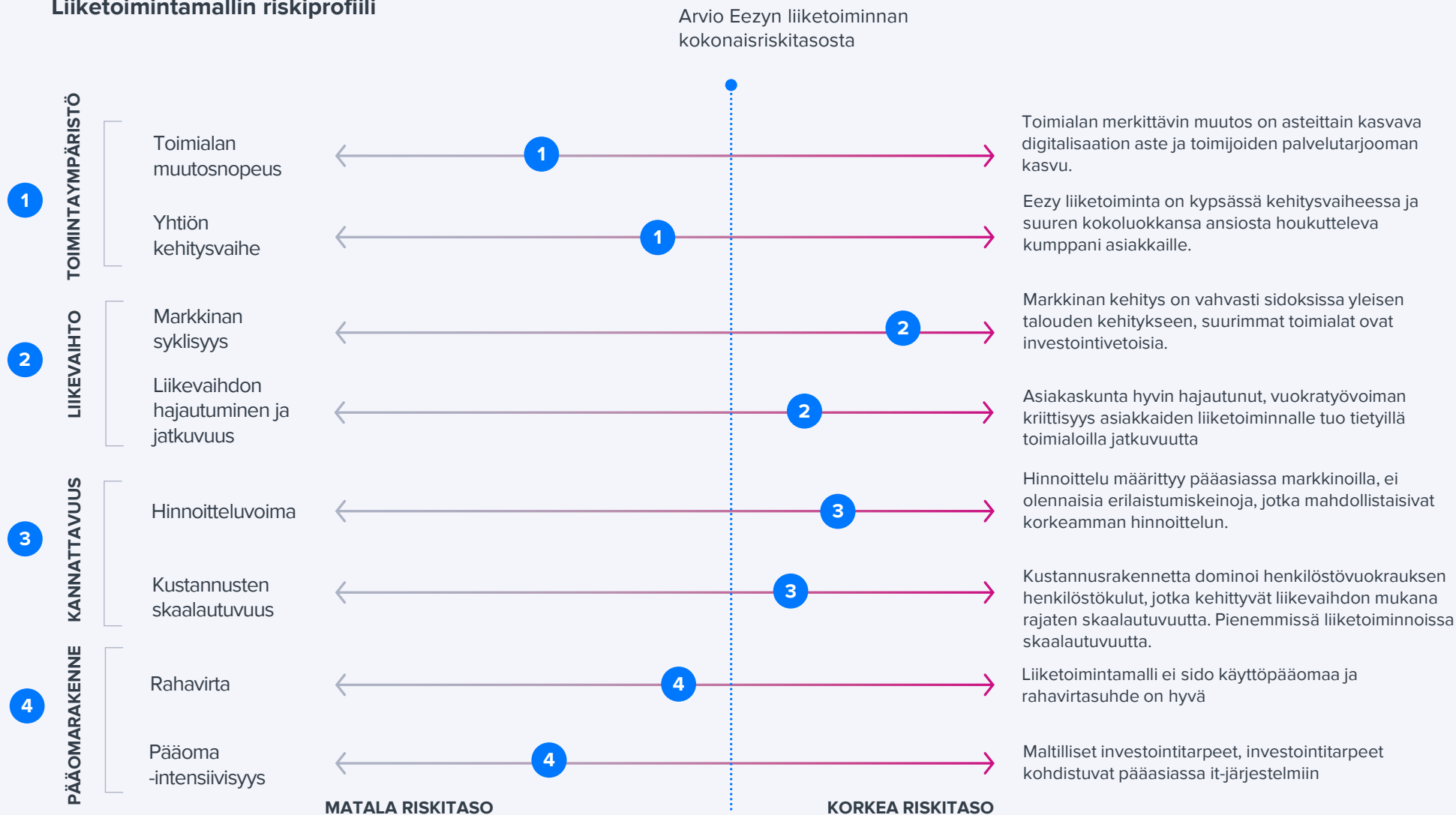
Liiketoimintamalli ei sido merkittävästi pääomaa

Eezyn liiketoimintamalli ei sido olennaisesti pääomaa, sillä henkilöstövuokraukselle tyypillistä lievää käyttöpääoman sitoutumista tasaa muun muassa Kevytyrittäjäpalveluiden rahavirtojen ajoitus, jonka ansiosta yhtiö tyypillisesti laskuttaa palvelujen ostajaa ennen kuin maksaa palvelun tuottajalle palkan. Tästä johtuen Eezyn liiketoiminnan rahavirta seuraa hyvin operatiivista tulosta.

Liiketoimintamallin investointitarpeet ovat myös matalat ja pääasialliset investointitarpeet muodostuvat hallinnon, kuten erilaisten it-järjestelmien, investointitarpeista. Matalasta investointitarpeesta johtuen liiketoiminnan kyky tuottaa vapaata rahavirtaa on vahva. Tämä mahdollistaa vahvan kasvuhakuisuuden tulorahoituksen turvin.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia vuosille 2020-2022

Smile-fuusion jälkeen päivitetty konsernin strategia vuosille 2020-2022 rakentuu kolmen avaintoimenpiteen päälle, jotka ovat Integraatio, Kasvu ja Tekijöiden vuosikymmen. Strategisena tavoitteena yhtiöllä on alan markkinajohtajuus vuoteen 2022 mennessä.

Vuonna 2020 keskiössä on integraatio

Aiempina vuosina toteutettujen yritysostojen myötä Eezy-konserni muodostui useista samoilla palvelualueilla toimivista brändeistä, minkä lisäksi konsernissa oli paljon päällekkäisiä toimenkuvia ja hallintojärjestelmiä. Näin ollen yhtiön strategiakauden ensimmäisen ja kuluvan vuoden pääosassa on yhtenäisen brändin vahvistaminen, järjestelmien yhdistäminen, organisaation päällekkäisyyksien karsiminen ja toiminnan tehostaminen.

Osana integraatioprosessia yhtiö muutti nimensä Eezyksi (aik. VMP) ja tavoittelee 5 MEUR:n kustannussynergioita vuosien 2020-2021 aikana. Arviomme mukaan tavoitetaso on realistinen ja saavutettavissa, mutta sijoittajalle sen mittaaminen ja todentaminen on haastavaa. Käsityksemme mukaan pääosa kustannussäästöistä realisoituu 2020 aikana ja vuonna 2021 viimeisistä it-järjestelmien päällekkäisyyksistä päästään eroon.

Kasvu strategian ytimessä

Kasvu Eezy tavoittelee jatkossakin yritysostoin konsolidoimalla pirstaloitunutta henkilöstöpalvelualaa. Lisäksi kasvu pyritään vauhdittamaan palvelutarjontaa laajentamalla, palveluiden ristiin myynnillä ja vahvistamalla Eezy-brändin tunnettuutta.

Arviomme mukaan yhtiön kasvuvauhdin määrittelee lähivuosina etenkin epäorgaaninen kasvu, sillä vallitsevassa ympäristössä orgaaninen kasvunäkymä (suhteessa vuoteen 2019) on rajallinen etenkin liikevaihdon merkittävien osin tuovassa henkilöstövuokrauksessa. Sijoittajan kannalta relevanttia onkin yhtiön onnistuminen yritysjärjestelyissä, mistä sekä konsernilla että yhtiön nykyisellä johdolla ja hallituksella on mielestämme hyvät näytöt. Vaikka epäorgaaninen kasvu on arviomme mukaan kasvun merkittävien moottori, on yhtiöllä näkemyksemme potentiaalia ristiin myydä konsernin laajaa palvelutarjontaa Smile-fuusion myötä aiempaa laajemmalle asiakaskunnalle.

Näkemyksemme mukaan yhtiön strateginen tavoite on ennen kaikkea viestinnällinen ja jopa osin markkinoinnin väline. Sijoittajille sen keskeinen viesti on mielestämme yhtiön strateginen fokus. Pidämmekin ns. pehmeitä mittareita (näkyvyys, tunnettuus yms.) parempina strategisen tavoitteen saavuttamisen mittareina kuin kovia lukuihin perustuvia mittareita (esim. liikevaihto).

Viimeisimmät yritysostot viitoittavat kasvun suuntaa

[Viimeisimmät yritysostot](#) arviomme mukaan viitoittavat tietä tulevan kasvun suhteen, sillä odotamme yhtiön kasvun (orgaaninen ja epäorgaaninen) painopisteen olevan tulevaisuudessa etenkin pienemmän kokoluokan Asiantuntijapalvelut-palvelualueella. Jo toteutettujen yritysostojen myötä yhtiöllä on näkemyksemme mukaan riittävää osaamista sekä valmiit palvelut ja prosessit, minkä päälle liiketoimintaa voidaan jatkossa kasvattaa.



Strategian avaintoimenpiteet 2020-2022

- **Integraatio**
 - Synergiahöytyjen ulosmittaaminen
 - 5 MEUR kustannussynergia
- **Kasvu**
 - Orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu
 - Ristiinmyynti
- **Tekijöiden vuosikymmen**
 - Digitaaliset palvelut
 - Automaatio
 - Palveluiden ja osaamisen kehittäminen



Strategisena tavoitteena markkinajohtajuus vuoteen 2022 mennessä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Emme kuitenkaan pidä pienempiä ns. täsmäostoja henkilöstövuokrauksen puolella poissuljettuna, mutta ostettavan kohteen tulisi arviomme mukaan olla jossain sellaisessa markkinan taskussa, missä yhtiöllä ei ole toimintaa tai sitä on vain hyvin pienessä kokoluokassa. Suurempi henkilöstövuokrausalan hankinta voi myös tulla kyseeseen, mikäli houkutteleva tilaisuus tarjoutuu markkinalla.

Orgaanista ja epäorgaanista kasvua

Suhteessa vuoden 2019 pro forma -liikevaihtoon (268 MEUR) Eezyn keskipitkän aikavälin kasvutavoite vastaa lähes 50 %:n kasvua vuosina 2020-2023. Näkemyksemme mukaan on erittäin todennäköistä, että Eezyn kokonaismarkkina ei tule kasvamaan vuositasolla keskimäärin noin 10,5 %:n vauhtia, nyt kun koronapandemia heikentää talouskasvunäkymää olennaisesti. Siten liikevaihtotavoitteeseen yltäminen tulee arviomme mukaan edellyttämään aktiivisuutta yritysjärjestelyissä, mikä on yhtiölle tyypillistä.

Arviomme mukaan yritysostoissa yhtiön painopiste tulee siirtymään entistä voimakkaammin henkilöstövuokrauksesta Asiantuntijapalvelut-palvelualueen kasvuun ja etenkin koulutuspalveluihin. Pidämme yritysostovetoista kasvua tällä liiketoiminta-alueella myös sijoittajien kannalta hyvänä strategiana. Lisäksi yhtiön historiallisten näyttöjen valossa uskomme yhtiön kykyyn luoda arvoa yritysostoilla myös jatkossa.

Kannattavuustavoite linkittyy liikevaihdon jakaumaan

Arviomme mukaan Eezyn tavoite 10 %:n liikevoittomarginaalista on henkilöstövuokrausliiketoiminnalle korkea

tavoitetaso ja konsernin liikevaihdon jakaumaa peilaten arvioimme henkilöstövuokrauksen kannattavuuspotentiaalin heijastelevan hyvin koko konsernin kannattavuuspotentiaalia. Tavoitetason saavuttamista ja konsernitason kannattavuuden nousua tukee käynnissä oleva säästöohjelma, mutta arviomme mukaan senkin jälkeen 10 %:n tavoitetasoon yltäminen tulee edellyttämään liikevaihdon painopisteen muutosta, siten, että korkeamman kannattavuuspotentiaalin liiketoimintojen suhteellinen osuus on nykyistä suurempi.

Pääoman allokointi tasapainoilua kasvun ja osingon välillä

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

Velkaantuneisuuden suhteen ei tavoitetasoa

Eezyllä ei ole tavoitteita pääomarakenteensa suhteen, mutta velkojen kovenanteissa yhtiö on sitoutunut siihen, että sen nettovelkaantumisaste on enintään 100 % (H1'20: 38 %) ja sen nettovelka/käyttökate on vuoden 2020 lopussa enintään 3,25x (H1'20: 2,1x), H1'21 lopussa enintään 3,25x ja tämän jälkeisinä tarkasteluajankohtina enintään 3x. Kovenantit asettavat raamit pääomarakenteella ja luonnollisesti yhtiön mukavuusalue on hieman kovenanttien tasoa matalammalla.



Taloudelliset tavoitteet

- **Liikevaihto 400 MEUR vuonna 2023**
 - Ajurina markkinan orgaaninen kasvu ja epäorgaaninen kasvu
 - Liikevaihto (pro forma) 268 MEUR vuonna 2019
- **Liikevoitto 10 % liikevaihdosta**
 - Synergiahyötyjen ulosmittaaminen
 - Liikevaihdon painopisteen muutos
 - Liikevoitto-% (oik.) 6,9 % vuonna 2019
- **Osinko 30-50 % tilikauden tuloksesta**
 - Hyvä rahavirtasuhde ja matala investointitarve tukevat voitonjaon edellytyksiä
 - Pääoman allokoinnissa kasvu on arviomme mukaan etusijalla

Eezyn strateginen kehitys



Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Voimakas kasvu henkilöstövuokrauksessa, toimintasäde valtakunnallinen
- Palvelutarjonnan laajentaminen henkilöstöpalveluissa
- Toiminnan tehostuminen kasvun ja kustannussäästöjen kautta
- Nimenmuutos ja brändiportfolioon yhtenäistäminen

Lähitulevaisuus 1-2v

- Yrityskauppojen integraation loppuun saattaminen ja kustannussynergioiden ulosmittaaminen
- Ristiinmyynti potentiaalin hyödyntäminen
- M&A vetoinen kasvu jatkuu, fokus todennäköisesti etenkin Asiantuntijapalveluissa
- Henkilöstövuokrauksessa yritysostot riippuvat markkinan tarjoamista mahdollisuuksista

Seuraavat 5 vuotta

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

Markkina ja kilpailukenttä 1/7

Eezyn kohdemarkkinat

Eezyn kohdemarkkina muodostuu koko Suomen henkilöstöpalvelumarkkinasta, sillä yhtiöllä on laaja palveluvalikoima ja sen maantieteellinen peitto kattaa käytännössä koko Suomen.

Henkilöstöpalvelumarkkina pitää sisällään pääosan kokonaismarkkinasta muodostavan henkilöstövuokrauksen markkinan sekä pienemmän osuuden muodostavan muiden palveluiden summana lisäksi yhtiön potentiaaliseen markkinaan lukeutuu Suomen kevytyrittäjyys markkina.

Henkilöstöpalvelumarkkina Suomessa

Tilastokeskuksen viimeisimpien tilastojen mukaan henkilöstöpalvelualan yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2019 noin 2,95 miljardia euroa.

Henkilöstöpalvelualan liitto (HPL) julkaisee kuukausitasolla tiedon sen 20 suurimman jäsenen liikevaihdon kehityksestä. 20 suurimman toimijan yhteenlaskettu liikevaihto vuonna 2019 oli noin 1,6 miljardia, joten 20 suurimman osuus kokonaismarkkinasta on noin 53 %. Suurimpien toimijoiden maltillinen markkinaosuus kuvastaa toimialan pirstaloituneisuutta. HPL:n tilastojen pohjalta arvioimme koko henkilöstöpalvelumarkkinasta karkeasti noin 85 % muodostuvan henkilöstövuokrauksesta ja loput 15 % muista palveluista, kuten rekrytointi- ja koulutuspalveluista.

20 suurimman toimijan edellisen 12 kuukauden kokonaisliikevaihto oli elokuun lopussa laskenut 8 % vuoden takaisesta ja tammi-elokuun liikevaihto oli 17 % alle vertailukauden tason. Voimakkaimmillaan markkina laski keväällä, mikä oli etenkin seurausta sulkutoimien aiheuttamasta äkkijarrutuksesta hotelli,

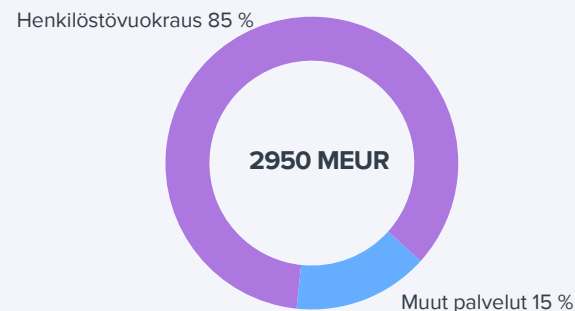
ravintola ja catering eli Horeca-alalla. Kausiluonteisesti vahvempina kesäkuukausina suhteellinen lasku (v/v) on loiventunut, mutta synkkiä pilviä markkinan ylle lisää koronapandemian toinen aalto ja sen kestoon sekä voimakkuuteen liittyvä epävarmuus. Edellä mainituilla tekijöillä on myös vaikutus talouden elpymiseen, mikä taas vaikuttaa olennaisesti henkilöstöpalveluihin.

Henkilöstöpalvelumarkkinan toimialajakauma

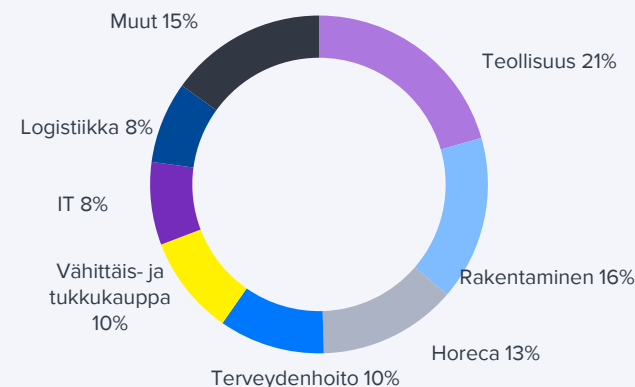
Arvioimme markkinan toimialajakaumaa HPL:n 20 suurimman yhtiön liikevaihdon jakauman pohjalta. Käytämme arviomme pohjana Q4'19 tietoja, sillä jo maaliskuusta 2020 alkaen Horeca-sektori kärsi voimakkaasti koronapandemian seurauksista. Tästä johtuen arvioimme H1-lukujen sijaan Q4'19-lukujen antavan paremman kuvan markkinan toimialajakaumasta normaaleissa olosuhteissa. Huomioitavaa on kuitenkin, että vuoden sisäisesti eri toimialojen kysynnässä on lievää kausiluonteisuutta, johtuen esim. erilaisten tapahtumien, festivaalien ja pikkujoulujen sekä rakentamisen sesongin ajoituksesta.

Suurimmat henkilöstöpalvelumarkkinan asiakasalat ovat Teollisuus, Rakentaminen sekä Horeca, jotka yhdessä muodostavat noin puolet kokonaismarkkinasta. Yhdessä logistiikka-alan kanssa ne muodostavat karkeasti noin 60 % koko alasta ja siten Eezyn liikevaihdon jakauma painottuu kokonaismarkkinaa lievästi enemmän suurimpiin asiakasaloihin. Arvioimme mukaan etenkin rakentamisen osuutta on kasvattanut yhdistyminen Smilen kanssa, joka oli suuri toimija rakentamisen toimialalla.

Henkilöstöpalvelumarkkina, 2019



Toimialajakauma (Q4'19)



Markkina ja kilpailukenttä 2/7

Henkilöstövuokrausmarkkina

Leijonanosan henkilöstöpalvelualan muodostavan henkilöstövuokrauksen kysyntä on suhdanneherkkää. Tilastokeskus on tilastoinut henkilöstövuokrauspalveluiden toimialan liikevaihdon kehitystä vuodesta 2009 saakka. Tilastoista nähdään, että markkinalle on ominaista yleistä talouskasvua (BKT) nopeampi kasvu hyvässä suhdanteessa ja vastaavasti BKT:ta ripeämpi lasku talouskasvun sakatessa.

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

muutoksia henkilöstövuokrausalan toimijoiden kysyntään.

Uskomme, että suhdanneriippuvaisen kehityksen lisäksi henkilöstövuokrauksen kasvua ajavat kuitenkin rakenteelliset trendit, jotka kasvattavat markkinaa yli ajan. Tätä heijastellen kokonaismarkkina kasvoi 2010-luvulla noin 10 %:n keskimääräistä vuosivauhtia vuoden 2009 vajaan miljardin euron arvosta vuoden 2019 noin 2,5 miljardiin, samalla kun BKT:n kasvu (käypiin hintoihin) oli keskimäärin vajaa 3 % vuodessa.

Henkilöstövuokraus vuonna 2020

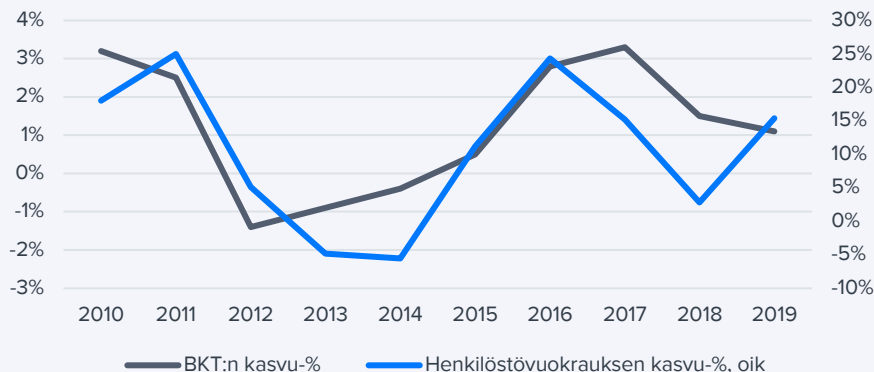
HPL:n julkaisemien tilastojen mukaan 20 suurimman liikevaihto laski elokuussa 16 % suhteessa edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan ja edellisen 12 kuukauden ajanjaksolta suurimpien yhteenlaskettu liikevaihto on noin 1,2 miljardia.

Kuukausitasolla tarkasteltuna liikevaihdon lasku

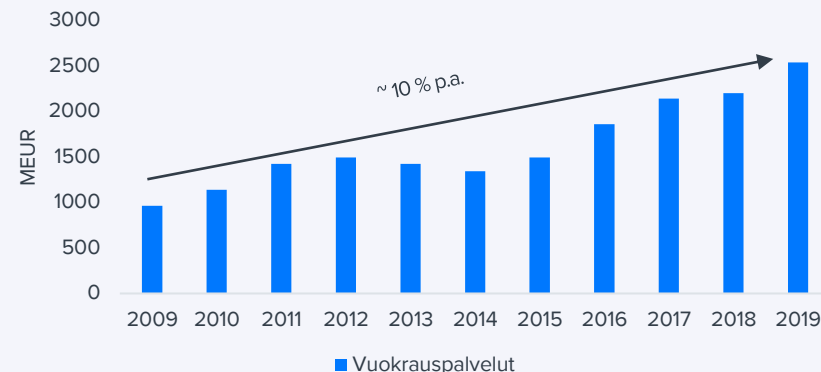
vuodentakaisin tasoihin nähden on nyt selvästi maltillisempi kuin synkimpinä hetkinä (huhti-heinäkuu - 20-30 %). Tämän perusteella voi olettaa, että markkinan jyrkin lasku on osunut keväälle, jolloin rajoitustoimet olivat voimakkaimmillaan. Huomioitavaa on kuitenkin, että tyypillisesti kesäkuukaudet ovat henkilöstövuokraukselle ja etenkin Horeca-sektorille kausiluonteisuuden vuoksi vahvoja kuukausia. Siten kausiluonteisuus yhdessä käsillä olevan koronan toisen aallon kanssa voi arviomme mukaan hidastaa markkinan elpymistä loppuvuoden aikana tai jopa kääntää kuukausitasolla kehityksen suunnan elokuun tasosta huonompaan.

Arviomme mukaan koronapandemian heijastevaikutukset tulevat vaikuttamaan henkilöstövuokraustoimintaan siihen asti, kunnes laumasuoja on saavutettu, mikä todennäköisesti edellyttää rokotetta.

Henkilöstövuokrauksen ja BKT:n kasvu



Henkilöstövuokrauksen kasvu



Markkina ja kilpailukenttä 3/7

Muut henkilöstöpalvelut

Eezy on arvioinut Asiantuntijapalvelut-palvelualueen markkinan kooksi noin 130 MEUR vuonna 2019. HPL:n lukujen mukaan henkilöstöpalvelualan 20 suurimman toimijan lisäpalveluiden (mm. koulutus- sekä uudelleensijoittumispalvelut) ja rekrytointipalveluiden yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 62 MEUR vuonna 2019. Arviomme mukaan muiden palveluiden osalta markkina on henkilöstövuokrausta pirstaloituneempi ja siten 20 suurimman suhteellinen osuus kokonaismarkkinasta on henkilöstövuokrauksen vastaavaa osuutta (noin 53 %) pienempi.

Etenkin rekrytointipalvelut ovat arviomme mukaan alttiita suhdannekehitykselle henkilöstövuokrauksen tapaan, mutta arviomme mukaan myös erilaisiin koulutuspalveluihin käytettävät varat riippuvat osin suhdannetilanteesta. Vaikka koronapandemian myötä toimintaympäristö on ollut poikkeuksellinen, kuvaa 20 suurimman toimijan alkuvuoden liikevaihdon lasku rekrytointipalveluiden riippuvuutta taloustilanteesta. Tammi-heinäkuussa rekrytointipalveluiden liikevaihto oli 14 % alle vertailukauden tason.

Vastasyklisiä palveluita ovat kuitenkin uudelleensijoittumispalvelut, joiden kysyntä tyypillisesti kasvaa heikossa suhdanteessa. Näissä palveluissa 20 suurimman toimijan liikevaihto on tammi-heinäkuun pienen otannan mukaan kasvanut alkuvuonna 2020 32 % vertailukauden tasosta.

Arviomme mukaan koulutuspalveluiden

kasvunäkymää tukee digitaalisten liiketoimintamallien kehittyminen ja erilaisten tiedon keruu ja analysointipalveluiden osalta kysyntä kasvaa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Asiantuntijapalveluiden markkinan koko ei arviomme mukaan Eezyn nykyisellä matalalla markkinaosuudella muodostu kasvua rajoittavaksi tekijäksi. Pelkästään Smile-järjestelyn myötä kasvanut henkilöstövuokrauksen asiakaskunta muodostaa tuntevan kasvumahdollisuuden liiketoiminta-alueelle suhteessa sen nykyiseen kokoluokkaan.

Kevytyrittäjäpalveluiden markkina

Kevytyrittäjäpalveluiden markkina on yhtiön markkinoista nuorin ja sen markkina on merkittävilta osin vasta muotoutumassa. Arviomme mukaan palveluiden käyttö kasvaa esimerkiksi luovilla aloilla ja asiantuntijatehtävissä tulevaisuudessa, joissa itsenäinen työskentely on ominaista. Mielestämme työelämän trendit, kuten joustavuuden tavoittelu ja projektiluonteisuuden kasvu tukevat markkinan kasvua ja sitä ajaa etenkin rakenteellinen murros työelämässä. Absoluuttisesta markkinan kokoluokasta ei ole tilastoja saatavilla, mutta Eezyn mukaan vuonna 2019 markkinan koko oli noin 190 MEUR, mitä pidämme realistisena arviona.

Henkilöstöpalvelumarkkinan kasvun rakenteelliset ajurit

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

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

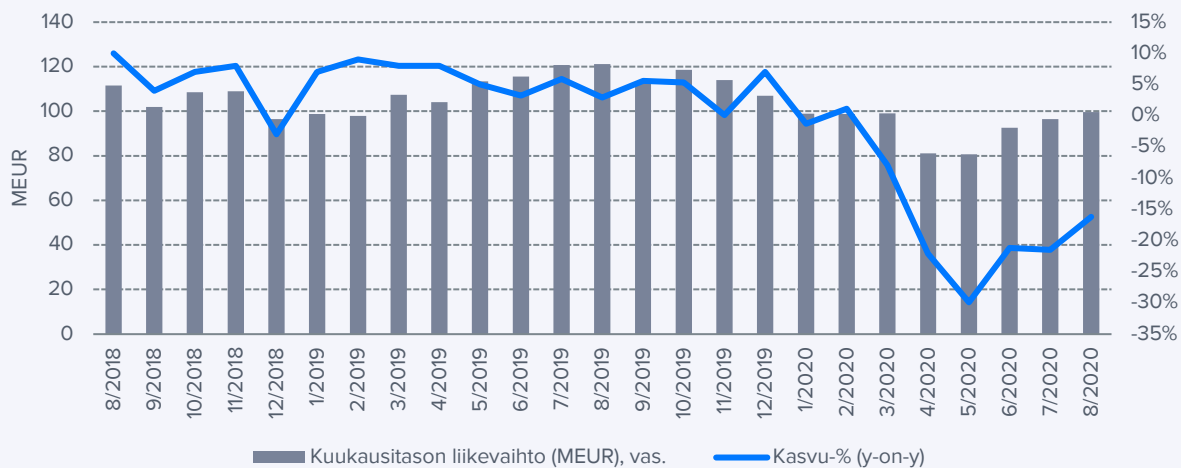
Ulkoistamisella on saatavilla tehokkuusetuja, kun ne hoidetaan tehokkaasti operoivan henkilöstöpalveluyrityksen toimesta. Hallinnon ulkoistaminen keventää organisaatiota siirtämällä yhden liiketoiminnan tukifunktion ulkopuolisen yrityksen operoitavaksi. Kasvava trendi on myös kokonaisten toimintojen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

Työvoiman saatavuus on yrityksille kasvava haaste. Tähän haasteeseen etsitään ratkaisuja tehokkaasti toimivista henkilöstövuokrausyrityksistä, jotka voivat rekrytää suurenkin joukon henkilöstöä nopeasti. Yksittäiselle yritykselle rekrytointiprosessi voi olla haastavampaa.

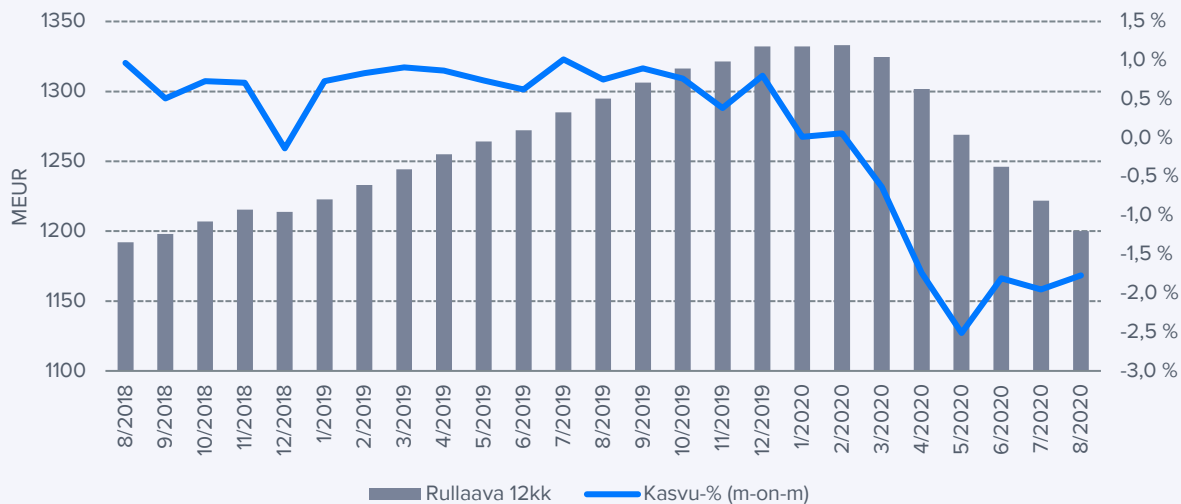
Digitalisaatio avaa uusia mahdollisuuksia oman toiminnan mittaamiselle sekä erilaisille henkilöstön koulutuksille. Henkilöstöpalveluyhtiöillä on edellytykset datan keräämiseen, jolloin datan ympärille voidaan luoda palveluita.

Markkina ja kilpailukenttä 4/7

20 suurimman henkilöstövuokraajan liikevaihdon kuukausitason kehitys



20 suurimman henkilöstövuokraajan liikevaihdon edellisen 12 kuukauden kehitys



Markkina ja kilpailukenttä 5/7

Henkilöstöpalveluiden kilpailukenttä

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

Suuret toimijat ovat viiden yrityksen kärkijoukko

Henkilöstöpalvelualan viiden suurimman toimijan kärkijoukon (vuoden 2019 liikevaihdolla mitattuna suuruusluokassa) muodostavat Barona, Eezy, Staffpoint sekä kansainvälisten toimijoiden Adecon ja Manpowerin Suomen toiminnot. Etenkin suurimmille toimijoille tavanomaista on, että henkilöstövuokrausta harjoitetaan kattavasti lukuisilla asiakastoimialoilla sekä laajalle levittäytynyt toimipisteverkosto, joka mahdollistaa palvelutarjonnan kautta maan. Lisäksi tyypillistä on henkilöstövuokrauspalveluiden ohessa kattava muiden henkilöstöpalveluiden tarjoaminen, joiden suuntaan yhtiöiden kasvustrategiat vaikuttavat painottuvan jatkossa aiempaa voimakkaammin.

Toimijoiden kannattavuuksien vertailusta haastavan tekee erilaiset omistus- ja liiketoimintarakenteet ja Eezyn muista poikkeava IFRS-kirjanpitostandardi. Arvioimme mukaan suuntaa antavana peukalosääntönä voidaan kuitenkin suurten toimijoiden osalta pitää noin 5-8 %:n liikevoittomarginaalia henkilöstövuokrauksessa. Muissa palvelualueissa yli 10 %:n liikevoittomarginaali on tyypillistä ja tietyillä palvelualueilla voidaan yltää jopa yli 20 %:n liikevoittomarginaaleihin riippuen mm. palvelun skaalasta.

Keskisuuret toimivat tyypillisesti rajatummalla alueella

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

Lukumäärältään suurimmat joukon muodostavat pienet alle 10 MEUR:n kokoluokassa olevat toimijat, kun vakiintuneita toimijoita alalla on eri arvioiden mukaan jopa 500-600.

Konsolidaatio jatkuu, mutta painopiste siirtynee

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

Henkilöstöpalvelumarkkinan viisi suurinta



- Pro forma- liikevaihto 405 vuonna 2019
- Osa Bravedo konsernia, joka omistaa mm. sote- ja teknologiayhtiöitä



- Pro forma -liikevaihto 268 MEUR vuonna 2019
- Poikkeuksellinen franchise-konsepti kasvattaa kokoluokkaa ketjuliikevaihdolla mitattuna



- Suomen henkilöstöpalveluiden liikevaihto 114 MEUR vuonna 2019
- Strateginen kumppanuus kansainvälisessä mittakaavassa suuren Randstadin kanssa



- Liikevaihto 67 MEUR vuonna 2019
- Osa maailmanlaajuista ja kansainvälisessä mittakaavassa suurta Adecco Groupia



- Liikevaihto 46 MEUR vuonna 2019
- Osa maailmanlaajuista ja kansainvälisessä mittakaavassa suurta ManpowerGroupia

Markkina ja kilpailukenttä 6/7

Yhä suhteellisen matalista markkinaosuuksista huolimatta, arvioimme, että suurimpien toimijoiden aktiviteetti yritysostoissa henkilöstövuokrauksen saralla tulee hidastumaan ja katseet epäorgaanisessa kasvussa suuntautuvat aiempaa enemmän muihin palvelualueisiin. Arvioimme kuitenkin, että yritysostoaktiviteettia tulee ylläpitämään keskisuuret toimijat, joilla on halua laajentaa uusille asiakasaloille ja/tai maantieteellisille alueille. Tällöin houkutteleva vaihtoehto voi olla yritysjärjestely, vaikkakin myös orgaaninen kasvu toimipisteitä avaamalla on pääomakevyn liiketoimintamallin vuoksi suhteellisen helppoa.

Suurta yritysostoa isojen pelureiden joukossakaan ei kuitenkaan voi mielestämme poissulkea, sillä omistusrakenteensa ansiosta pidämme todennäköisenä, että Staffpoint on osana jonkinlaista omistusjärjestelyä lähivuosina. Staffpointin merkittävä omistaja on pääomasijoittaja Sponsor Capital ja pääomasijoittajien tyypilliset sijoitusajat huomioiden arvioimme molempien yhtiöiden omistusrakenteessa tapahtuvan muutoksia lähivuosina. Pääomasijoittajalle mahdollisia irtautumiskeinoja on useita, joista yksi on omistuksen myynti toiselle alan suurelle toimijalle.

Digitalisaation rooli kasvaa

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

Viime vuosina digitalisaation rooli on kasvanut myös

henkilöstöpalvelualalla ja teknologiaa hyödynnetään aiempaa laajemmin henkilöstövuokrauksessa esim. työvoiman rekrytointiin liittyvissä haastatteluissa, koulutuksissa ja perehdyttämisessä sekä myös asiakkaan suuntaan myyntityössä. Muilla palvelualueilla digitalisaatio avaa uusia liiketoimintamahdollisuuksia, kuten dataan pohjautuvat tutkimukset.

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

Henkilöstöpalvelualan toimijoiden kolmijako

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

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

Toimialan trendejä ja ajureita



Digitalisaatio

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



Suhdanne- ja rakenteelliset tekijät

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



Työelämän murros

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



Kondolidaatio

Historiallisesti yrityskaupat on ollut houkutteleva keino laajentua suurille pelureille. Odotamme niiden fokuksen muuttuvan, mutta kasvuhaluukkuuden säilyvän. Aktiviteettia lisää keskisuurten mahdollinen järjestelyiden lisääntyminen.

Markkina ja kilpailukenttä 7/7

Keskimmäiseen kategoriaan eli sekä toimipistevetoiseen, mutta myös korkeamman digitalisaatioasteen toimijoihin voidaan näkemyksemme mukaan lukea Suomen markkinoilla Bolt.works. Boltin erottautumistekijä on teknologian tuominen vahvemmin palvelun asiakkaiden käyttöön (front end) itse kehitetyllä mobiilisovellusta, jonka kautta työvoiman hakija voi ilmoittaa työvoiman tarpeesta ja työnhakija voi etsiä töitä.

Tulevaisuuden kehityssuunnat

Arviomme mukaan teknologian rooli kasvaa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä henkilöstövuokrauksessa ja odotamme useimpien toimijoiden pyrkivän kentän keskimmäiseen lokeroon.

Esimerkiksi Eezy on maininnut kehittävänsä omaa sovellusta, minkä lisäksi yhtiö on panostanut teknologiaan Asiantuntijapalveluissa.

Kehitystä todennäköisesti vauhdittaa tarve helpottaa asiointia sekä asiakkaille ja työntekijöille. Arviomme mukaan tätä kehitystä kuitenkin osittain hidastaa esimerkiksi paikallisen työmarkkinamme sellaiset ominaisuudet, jotka tekevät yhdelle toimialalle kehitetyn teknologisen konseptin monistamisesta haastavaa. Näitä ominaisuuksia on esimerkiksi suuri määrä erilaisia työehtosopimuksia, joiden ansiosta esimerkiksi palkkaus ja ansaintamallit poikkeavat eri aloilla. Arviomme mukaan mm. näistä syistä alalle ei ole syntynyt rajat ylittävää teknologiavetoista alustayhtiötä.

Kilpailutilanne on tiukka, mutta kilpailutilanne on terve

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

Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

Kustannusrakenne muodostuu pääosin henkilöstökuluista

Eezyn kustannusrakennetta dominoi liiketoimintamallia peilaten henkilöstökustannukset, jotka muodostivat 88 % vuoden 2019 kokonaiskustannuksista. Toiseksi suurin, mutta selvästi pienempi kustannuserä on liiketoiminnan muut kulut, joka vastasi 10 %:sta yhtiön kustannuksia viime vuonna. Liiketoiminnan muut kulut muodostuvat tavanomaisista hallinnon eristä, kuten taloushallinnon, it-järjestelmien ja markkinoinnin kustannuksista. Arviomme mukaan yhtiön tavoittelemat 5 MEUR:n kustannussäästöt kohdistuvat merkittävältä osin tähän erään, joten tämän kustannuserän tulisi laskea vuosina 2020 ja 2021. Pienin erä, materiaalit ja palvelut vastasi noin 2 % kokonaiskustannuksista vuonna 2019.

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

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

Taseen varoista pääosan muodostaa aineeton omaisuus

Eezyn taseen loppusumma oli H1'20:n lopussa 213 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri ja heijastelee

yritystovetoista kasvua, minkä seurauksena taseessa on merkittävästi liikearvoa. H1'20-lopun taseen liikearvo (126 MEUR) ja aineettomat hyödykkeet (30 MEUR) muodostivat 73 % yhtiön taseen varoista. Liiketoimintamalli ei edellytä merkittävästi aineellista käyttöomaisuutta, joka olikin vain noin 6 MEUR H1-lopussa.

H1-lopussa lyhytaikaiset varat koostuivat pääosin 26 MEUR:n (12 %) myyntisaamisista sekä noin 21 MEUR:n (10 %) kassavaroista.

Nettokäyttöpääoma tukee rahavirtaa

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen arviomme mukaan lievästi positiivinen, koska henkilöstövuokrauksessa työntekijöiden palkkojen maksut tapahtuvat tyypillisesti ennen asiakkaiden laskujen maksua. Käyttöpääoman sitoutumista pienentää tukee kevytyrittäjyys-liiketoiminta, jossa ostaja tavanomaisesti (pl- Express-palkka palvelun käyttäjät) maksaa tehdystä työstä ennen kuin työn tekijälle maksetaan palkka. Henkilöstövuokrauksen dominoidessa tulovirtoja on sillä kuitenkin selvästi suurempi vaikutus käyttöpääomaan tulevaisuudessa.

Tase ja rahoitusasema hyvässä kunnossa

Eezyn oma pääoma oli H1'20:n lopussa 101 MEUR MEUR (4,07 euroa/osake). Korollista pankkilainaa yhtiöllä oli vastaavasti 55 MEUR, nettovelkaa oli 56,5 MEUR ja nettovelka ilman IFRS16-standardin vaikutusta oli 51,9 MEUR. Näin ollen yhtiön omavaraisuusaste oli noin 49 % ja nettovelkaantumisaste oli noin 56 %.

Pankkilainojen maturiteetti on 1-5 vuotta, mutta yli

80 % erääntyy 3-5 vuoden aikavälillä.

Vaihtuvakorkoisten lainojen uudelleenhinnoittelu tapahtuu 12 kuukauden välein ja niiden marginaalit ovat 1,7-2,45 tasolla. Siten yhtiön velkojen maturiteettiprofiili on mielestämme hyvä ja hintataso on maltillinen nykyistä korkotasoa peilaten.

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

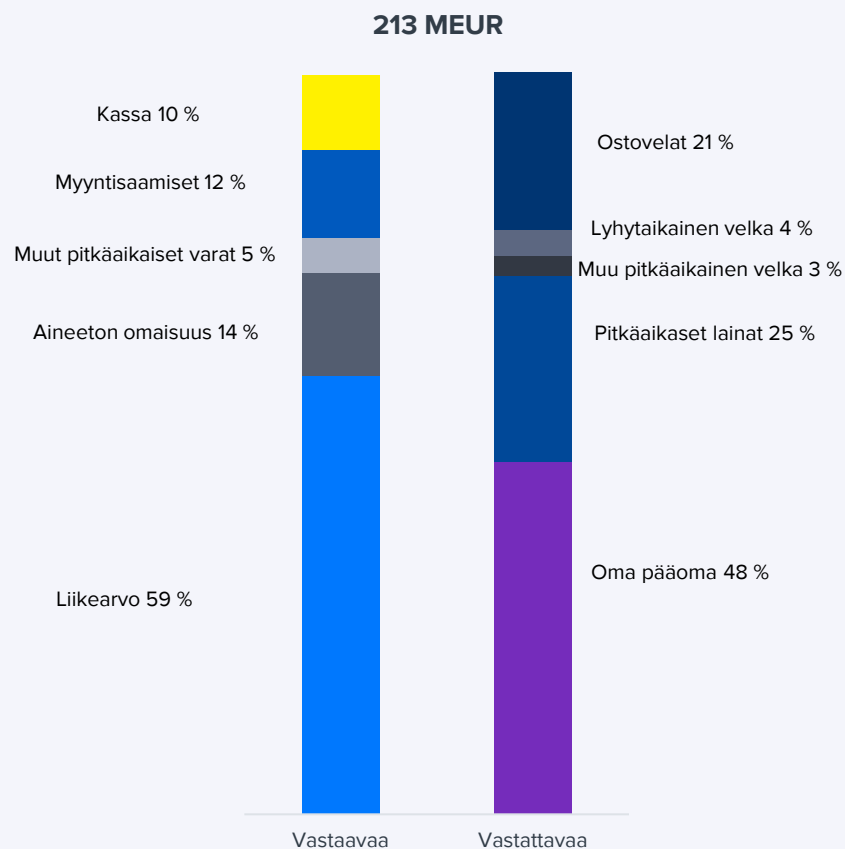
Kassavirta hyvällä tasolla

Negatiivista käyttöpääomaa peilaten Eezyn liiketoiminnan kassavirta seuraa hyvin operatiivista tulosta ja matalan investointitarpeen ansiosta myös liiketoiminnan vapaa rahavirta (ilman yritystoja) on hyvä. Vuosina 2018-2019 yhtiön investoinnit aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin olivat noin 0,7-1,7 MEUR ja siten konsernin vapaa kassavirta oli noin 80-88 % oikaistusta käyttökatteesta.

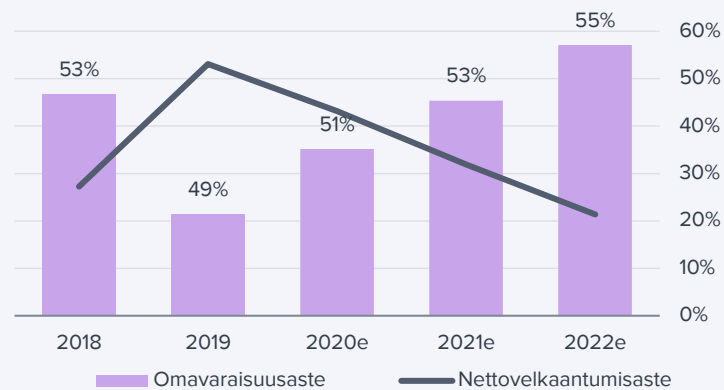
Arviomme mukaan edellisvuosien investointitaso kuvastaa karkeasti liiketoiminnan investointitarpeita vuositasolla, minkä lisäksi arvioimme yhtiön vuokramenojen (IFRS16 - standardi) olevan vajaa 1 MEUR vuositasolla. Siten liiketoiminnan kyky tuottaa kassavirtaa strategian mukaiseen kasvuun ja osinkojen maksuun on hyvä.

Taloudellinen tilanne

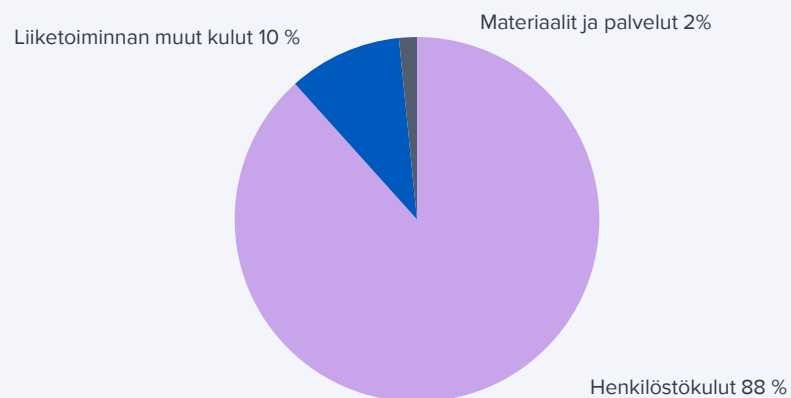
Taserakenne, H1'20



Taseen avainlukujen kehitys *



Kustannusrakenne, 2019



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

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

Pitkän aikavälin ennustemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja yhtiön historiallista ja arvioimaamme potentiaalista kannattavuustasoa. Ennusteissamme ei oteta huomioon etenkin keskipitkällä aikavälillä todennäköisten yrityskauppojen vaikutuksia, sillä kauppohen ajoituksia ja kokoluokkaa on mahdotonta ennustaa.

Makrotalouden ennusteet

Suomen talous on ollut koronavaiheissa euroalueen parhaimmin pärjänneitä, mutta kriisi on haastanut ja haastaa edelleen talousympäristöä. Tämänhetkisten ennusteiden mukaan BKT:ssa vuoden 2019 tasolle päästäisiin kahden vuoden sisällä. Esimerkiksi Bloombergin syyskuun puolivälissä kerätyissä konsensusennusteissa Suomen talouskasvuksi povataan vuonna 2020 -4 %, mutta jo vuosi 2021 olisi toipumisen aikaa (+3,0 %), samoin kuin vuosi 2022 (+2,0 %). Viimeisimpiä ennusteita on tarkistettu kevästä ylöspäin.

Positiivisella puolella taloudessa on luottamusindikaattorien elpyminen kevään jälkeen sekä yksityisen kulutuksen piristyminen pankkien

julkaiseman korttidatan perusteella. Työttömyystilanne heikentyi kevään aikana nopeasti, mutta pysyi kuitenkin selvästi aiempien vuosien kriisejä parempana ainakin työttömyysastetta tarkastellessa.

Negatiivisella puolella on maailmantalouden suhdanteiden vaikutus teollisuuden tilausvirtaan. Teollisuuden uudet tilaukset laskivat Tilastokeskuksen mukaan heinäkuussa 28,5 % vuodentakaisesta, ja heinäkuu oli samalla seitsemäs peräkkäinen laskukuukausi. Myöskään teollisuustuotannon volyymi ei vielä heinäkuussa näyttänyt piristymisen merkkejä, vaan laskua nähtiin vuodentakaiseen. Lisäksi kuluttajaluottamus sekä teollisuuden luottamus kääntyivät syyskuussa uudestaan synkempään suuntaan ja etenkin työllisyysodotukset heikentyivät, mikä kertoo hyvin epävarmasta taloustilanteesta. Tämän vuoksi myös talousennusteet ovat hataralla pohjalla. Suhdannekehitykseen liittyvä epävarmuus yhdessä koronapandemian keston ja voimakkuuden kanssa ovatkin näkemyksemme mukaan suurimmat ennusteisiimme liittyvät epävarmuustekijät.

Koronakriisi on iskenyt myös rakentamiseen. Rakennussektorilla pandemian välitöntä iskua ovat lievittäneet korkealla tasolla olevat tilauskannat ja käynnissä olevat hankkeet. Rakentamisen odotetaan hidastuvan kuitenkin merkittävästi lähivuosina. Rakennusteollisuus RT taas ennustaa asuntorakentamisen laskevan 20 %:lla kuluvana vuonna ja edelleen 11 %:lla vuonna 2021. Vuosittaisten asuntoaloitusten nähdään laskevan 45 tuhannesta asunnon huipusta noin 26 tuhanteen asuntoon vuosien 2021-2022 aikana.

Keskeiset ennusteparametrit

> Liikevaihdon kasvu

- Henkilöstövuokraus
- Franchise-maksut
- Asiantuntijapalvelut
- Kevyrittäjäpalvelut

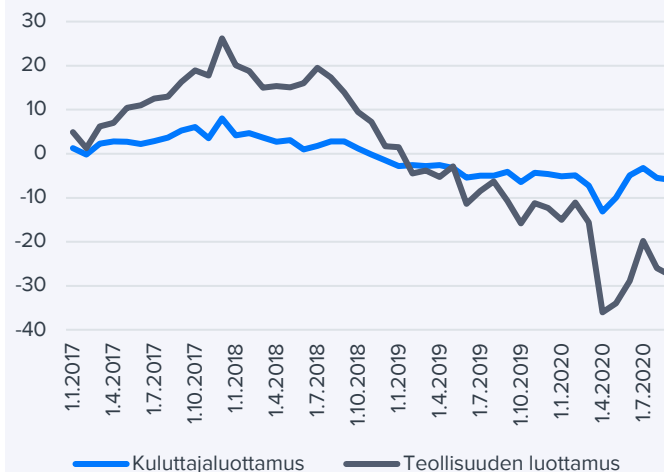
> Kannattavuus (EBIT-%)

Kustannukset suhteessa liikevaihtoon:

- Henkilöstökustannukset
- Materiaalit ja palvelut
- Liiketoiminnan muut kulut

> Epävarmuustekijät

- Koronapandemian keston ja voimakkuuteen liittyvä epävarmuus
- Suhdannekehitykseen liittyvä epävarmuus



Ennusteet 2/3

Vuosi 2020 on koronan sävyttämä

Eezy perui keväällä kuluva vuosi koskevan ohjeistuksensa koronapandemian aiheuttaman toimintaympäristön rajun muutoksen seurauksena ja on kertonut antavansa ohjeistuksen, kun yhtiöllä on paremmat edellytykset arvioida pandemian kestoja ja sen vaikutusten laajuutta.

H1'20:n lopussa Eezyn liikevaihto oli kasvanut 55 % vertailukaudesta 94,1 MEUR:oon ja sen oikaistu käyttökate oli 4,6 MEUR (oik. käyttökate-% 4,9 %) ja oikaistu liiketulos oli 1,0 MEUR (oik. liikevoitto-% 1,0 %). Liikevaihdon kasvun taustalla on vuonna 2019 tehdyt yritysjärjestelyt, joiden ansiosta henkilöstövuokrauksen liikevaihto kasvoi H1:llä 70 % vertailukauden tasosta.

Ennustamme yhtiön raportoidun liikevaihdon kasvavan vielä Q3:lla noin 14 %, sillä vertailukauden lukuihin Smilen luvut vaikuttivat vain yhden kuukauden verran. Q4:llä odotamme liikevaihdon kuitenkin laskevan reilu 17 % koronapandemian toisen aallon heikentäessä kysyntää ja siten koko vuoden liikevaihdon ennusteemme on 198 MEUR, mikä vastaa noin 16 %:n liikevaihdon kasvua vuoden 2019 raportoituun liikevaihtoon. Vuoden 2019 pro forma -liikevaihtoon nähden tämä kuitenkin vastaa lähes 36 %:n liikevaihdon laskua.

Tulovirroittain arvioitaessa odotamme raportoidun liikevaihdon kasvavan henkilöstövuokrauksessa Smile-fuusion myötä, kun taas muiden liikevaihtovirtojen ennustamme laskevan heikentynyttä markkinatilannetta heijastellen.

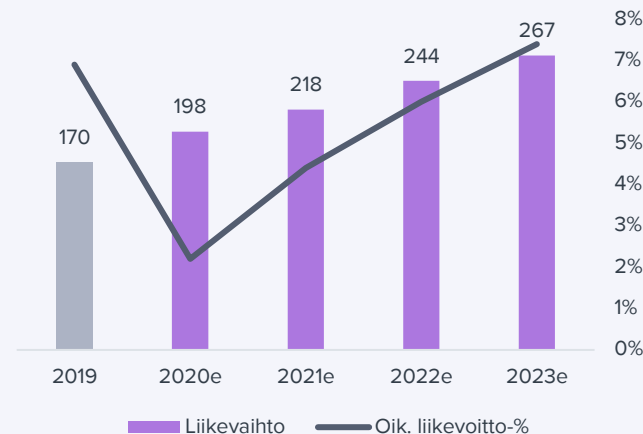
H1:n kannattavuuden osalta huomioitavaa on, että Q2:lla tehty myyntisaatavien alaskirjaus kasvatti muita kuluja 1,6 MEUR ja tätä erää yhtiö ei esittänyt

kertaluonteisena oikaisueränä. Tästä oikaistuna Q2:n kannattavuus olikin vahvalla tasolla 8,7 %:ssa. Arviomme mukaan kannattavuutta on tukenut Q2:lla toimihenkilöiden lomautukset, kustannussäästöohjelma sekä valtion antama 2,6 %:n väliaikainen TyEL-maksujen alennus. Arviomme mukaan edellä mainituista tekijöistä kaksi jälkimmäistä tukee kannattavuutta edelleen loppuvuonna, kun taas ensimmäisen vaikutus rajoittui pääosin Q2:lle.

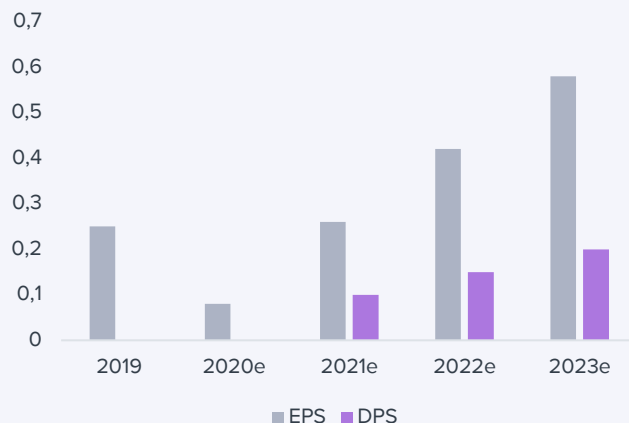
Odotamme H2:n kannattavuuden jäävän Q3:n alaskirjauksesta oikaistusta tasosta kustannustason nousua peilaten ennusteemme vuoden 2020 oikaistuksi käyttökateeksi on 12,2 MEUR (oik. käyttökate-% 6,2 %). Olemme sisällyttäneet Q3:n ennusteisiimme 0,8 MEUR:n positiivisen kertaerän valtion kustannustukiohjelmasta sekä yhteensä 0,4 MEUR:n negatiiviset kertaerät päälistalle siirtymisestä ja toteutetuista yritysostoista. Liikevoittoa rasittaa edelleen IFRS3-poistojen vuoksi kohollaan oleva poistotaso, minkä takia ennustamamme oikaistu liikevoitto painuu 4,4 MEUR:oon (oik. liikevoitto-% 2,2 %).

Rahoituskulujen ja verojen odotamme olevan noin normaaleilla tasoillaan ja siten odotamme vuodelta 2020 0,08 euron osakekohtaista tulosta. Emme odota yhtiön maksavan osinkoa vuodelta 2020 poikkeustilannetta ja heikkoa tulostasoa heijastellen emmekä odota yhtiön maksavan vuodelta 2019 osinkoa loppuvuoden aikana. Eezy muutti keväällä osinkoesitystään ja sen hallitus on valtuutettu päättämään 0,2 euron osingosta vielä loppuvuoden aikana, joten osingon maksu ei kuitenkaan olisi yllätys. Odotamme yhtiön rahavirran vastaavan

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

hyvin operatiivisen tuloksen tasoa ja yhtiön likviditeettitilanne huomioiden sillä olisi edellytykset maksaa osinkoja. Näkemyksemme mukaan yhtiön kasvuhakuisuutta peilaten osinkojen sijaan pääomien allokointi kasvuun on mielestämme kuitenkin ensisijaisesti houkuttelevampi vaihtoehto. Tuloksen ja rahavirran kehitystä peilaten odotamme yhtiön taseaseman pysyvän nykyisellä hyvällä tasolla vuoden loppuun katsottaessa ja velkaantuneisuuden kohtuullisena.

Vuodet 2021-2023

Vuoden 2021 ennusteidemme taustalla on oletus, että korona vaikuttaa talous- ja toimintaympäristöön vielä H1'21:n aikana, mutta H2:lla tilanne normalisoituu ja talouden elpyminen pääsee vauhtiin ilman toimintaympäristöön liittyviä rajoitteita. Näin ollen odotamme vielä Q1'21:lla yhtiön liikevaihdon laskevan vertailukauden tasosta, mutta kasvavan Q2:lla lievempiä rajoituksia heijastellen. Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan 10,5 % 218 MEUR:oon.

Vuoden 2022 ennusteemme pohjautuvat kohtuullisen talouskasvun ennusteeseen, mutta odotamme yhtiön kohdemarkkinoiden kasvun olevan voimakkaampaa selvästi normaalimpaa toimintaympäristöä peilaten. Ennustamme vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan lähes 12 % 244 MEUR:oon.

Tehostusohjelman läpivientiä ja liikevaihdon kasvua heijastellen odotamme vuoden 2021 käyttökatemarginaalin nousevan 7,7 %:iin ja liikevoittomarginaalin 4,4 %:iin vastaten 16,9 MEUR:n käyttökatetta ja 9,7 MEUR:n liikevoittoa. Vuoden 2022 ennusteessamme Eezyn käyttökatemarginaali

nousee 9 %:iin ja liikevoittomarginaali nousee 6 %:iin kasvun tuoman toiminnan tehostumisen mukana.

Vuosien 2021 ja 2022 osakekohtaisen tuloksen ennusteemme nousevat 0,26 euroon ja 0,42 euroon operatiivisen tuloksen kasvua heijastellen. Tuloskasvua heijastellen vuosien 2021 ja 2022 osingon ennusteemme ovat 0,10 ja 0,15 euroa osakkeelta.

Ennusteissamme vuoden 2019 pro forma -liikevaihdon taso saavutetaan vuonna 2023 (liikevaihto 2023e 267 MEUR), jolloin odotamme yhtiön kannattavuuden (liikevoitto-%) nousevan hyvälle 7,4 %:n tasolle.

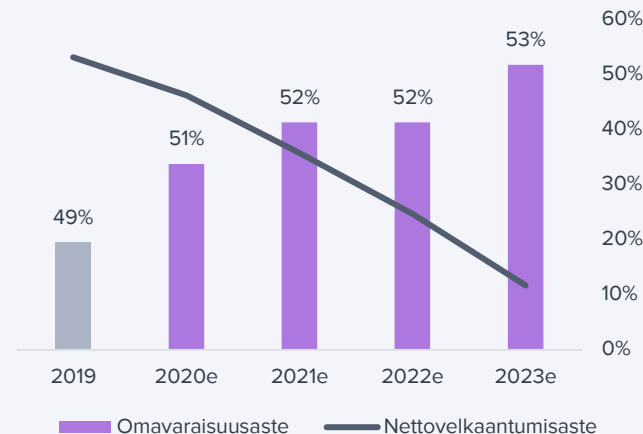
Ennusteemme eivät sisällä epäorgaanista kasvua ja siten nousujohteista tuloksen ja rahavirran kehitystä peilaten yhtiön tase vahvistuu lähivuosina ja yhtiön velanhoidotkykyä mittaava nettovelka/käyttökate laskee maltilliselle 1,3x tasolle vuoden 2022 lopun ennusteissamme.

Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan pitkän aikavälin ennusteissamme vuosina 2024-2030 noin 2-3 %:n vuosivauhtia terminaalikasvun ollessa 1,5 %:n tasolla talouden pitkän aikavälin kasvunäkymää peilaten. Pitkällä aikavälillä odotamme konsernitason liikevoitto-%:n asettuvan noin 5-8 %:iin.

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

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	81,6	170	55,1	39,0	49,2	54,3	198	218	244	267
Henkilöstövuokraus	61,1	149	51	35	46	48	180	196	219	241
Franchise-maksut	8,9	7,8	1,4	1,3	1,4	1,5	5,6	6,0	6,3	6,5
Asiantuntijapalvelut	8,7	9,4	2,0	1,9	1,1	4,0	9,0	13,6	15,0	16,2
Kevyrittäjäpalvelut	2,9	3,2	0,7	0,6	0,7	0,8	2,8	3,0	3,3	3,6
Käyttökate	10,1	12,6	2,8	1,8	3,6	3,8	12,0	16,9	22,0	27,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-4,6	-1,8	-2,3	-1,8	-1,8	-7,8	-7,2	-7,3	-7,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,2	11,8	1,0	0,0	1,4	2,0	4,4	9,7	14,7	19,7
Liikevoitto	8,2	8,0	1,0	-0,5	1,8	2,0	4,2	9,7	14,7	19,7
Nettorahoituskulut	-2,8	-1,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,6	-1,5	-1,5
Tulos ennen veroja	5,4	6,7	0,7	-1,0	1,4	1,6	2,7	8,1	13,2	18,2
Verot	-0,8	-2,1	-0,2	0,3	-0,4	-0,3	-0,6	-1,6	-2,6	-3,6
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	4,6	4,6	0,5	-0,7	1,0	1,3	2,1	6,4	10,5	14,5
EPS (oikaistu)	0,38	0,46	0,02	-0,01	0,03	0,05	0,09	0,26	0,42	0,58
EPS (raportoitu)	0,31	0,25	0,02	-0,03	0,04	0,05	0,08	0,26	0,42	0,58

Tunnusluvut	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-25,5 %	108,1 %	94,3 %	19,9 %	13,8 %	-17,3 %	16,4 %	10,5 %	11,7 %	9,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	14,4 %	27,6 %	-54,3 %	-99,4 %	-64,7 %	-30,8 %	-62,7 %	119,3 %	51,8 %	34,2 %
Käyttökate-%	12,3 %	7,4 %	5,1 %	4,6 %	7,3 %	7,0 %	6,1 %	7,7 %	9,0 %	10,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,3 %	6,9 %	1,8 %	0,0 %	2,8 %	3,7 %	2,2 %	4,4 %	6,0 %	7,4 %
Nettotulos-%	5,6 %	2,7 %	0,9 %	-1,8 %	2,1 %	2,4 %	1,1 %	2,9 %	4,3 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Eezy on kasvuyhtiö

Eezy profiloituu selkeästi kasvuyhtiöksi ja yhtiöllä on mielestämme vahvat näytöt kasvusta viime vuosilta. Vaikka kasvu on yhtiön strategian keskiössä, on alalla mahdollista yltää kasvuvaiheessakin toimialan mittapuulla hyvään kannattavuuteen, kuten Eezy on osoittanut.

Pitkällä aikavälillä liikevaihtoon, sen kasvuun ja sitä kautta myös kannattavuuteen vaikuttaa suhdanneherkkyys, mistä ääriesimerkki on koronapandemian aiheuttama talouden äkkijarrutus. Suhteellisen lyhyen otannan pohjalta koronapandemian aikana yhtiö on mielestämme kuitenkin osoittanut yhtiön kustannusrakenteen joustokyvyn volyymin laskiessa.

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

Positiiviset arvo-ajurit ja mahdollisuudet

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

työmarkkinoiden murros ja työnantajien toimintatapojen muutokset.

Synergiat: Merkittävä kannattavuuden lyhyen tähtäimen ajuri on lukuisten ja etenkin Smile-fuusion jälkeen tavoiteltavat 5 MEUR:n synergiat, jotka ovat yhtiön tuloksen kokoluokassa mittavat. Kustannussynergioiden lisäksi yhtiöllä on mielestämme potentiaalia kaupallisille synergioille, mutta näiden arvioiminen ja mittaaminen ulkopuolelta sijoittajan näkökulmasta on haastavaa.

Yritysosot: Eezy on todistetusti onnistunut vauhdittamaan kasvuaan onnistuneilla yritysostoilla, joissa keskeisimmät arvonaluonnin komponentit ovat nk. arvostuskerroin arbitraasi sekä hallinnollisen puolen kustannussynergiat. Arviomme mukaan yhtiö on myös jatkossa aktiivinen osapuoli henkilöstöpalvelualan konsolidaatiossa, mutta odotamme yritysjärjestelyiden painopisteen olevan jatkossa muissa kuin henkilöstövuokrauspalveluissa viimeisimpien yritysostojen tapaan. Näissä kannattavuuspotentiaali on tyypillisesti henkilöstövuokrausta suurempi, joten kasvu muissa palveluissa tukee kannattavuuden nostotavoitetta.

Työmarkkinoiden joustavoittaminen: Suomen työmarkkinoiden sääntelyn keventäminen arviomme mukaan lisäisi työvoiman liikkuvuutta ja vähentäisi työmarkkinoiden kohtaanto-ongelmaa. Nämä tekijät todennäköisesti tukisivat henkilöstöpalvelualan kasvupotentiaalia, mutta muutoksia lainsäädännössä edellyttävät tekijät tyypillisesti etenevät hitaasti.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

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

Työvoiman saatavuus: Työvoiman saatavuushaasteet ja kohtaanto-ongelmat ovat arviomme mukaan jossain määrin rajoittaneet alan kasvua viime vuosina.

Kilpailun kiristyminen: Henkilöstöpalvelualalla alalle tulon kynnys on mielestämme hyvin matala eikä merkittäviä erikoistumistekijöitä ole löydettävissä. Siten kilpailutilanteen voidaan arviomme mukaan odottaa pysyvän alan konsolidaatiosta huolimatta kireänä. Kilpailun osalta keskeisimpänä pitkän aikavälin riskinä pidämme sen mahdollista heijastumista nykyistä voimakkaammin toimijoiden hinnoitteluun.

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

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

Sijoitusprofiili

1.

Markkinoiden pitkän aikavälin kasvu

2.

Toteutetut yritysjärjestelyt ja toiminnan tehostaminen luovat potentiaalia liikevaihdon kasvulle ja kannattavuuden nousulle

3.

Suhdanneherkkyys

4.

Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta

5.

Kilpailutilanteeseen ja hinnoitteluun liittyvät pitkän aikavälin riskit

Potentiaali



- Pirstaloituneella markkinalla potentiaalisia yritysostokohteita
- Markkinan pitkän aikavälin rakenteellinen ja BKT-vetoinen kasvu
- Yritystojen kovat kustannussynergiat ja pehmeät kaupalliset synergiat
- Jäykkien työmarkkinoiden sääntelyn keventäminen

Riskit



- Suhdanneherkkyys hidastaa kasvua lyhyellä tähtäimellä, koronapandemia korostaa riippuvuutta talouskehityksestä
- Kilpailutilanteen kiristyminen, joka voi johtaa hintakilpailuun pitkällä aikavälillä
- Yritysjärjestelyjen epäonnistumisen riski
- Työvoiman saatavuushaasteet ja työmarkkinoiden kohtaanto-ongelmat hidastanevat kasvua
- Osakkeen rajallinen likviditeetti

Arvonmääritys 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Eezyn arvonmäärityksemme perustuu tulos pohjaisista kertoimista hyvän kassavirran ja taserakenteen huomioivaan EV/EBITDA-kertoimeen sekä P/E-kertoimeen. Absoluuttisten kertoimien lisäksi tarkastelemme arvostusta verrokkiryhmän kertoimien kautta ja myös pidemmän tähtäimen potentiaalia kuvaavalla kassavirtalaskelmalla. Kassavirtalaskelma on kuitenkin erittäin herkkä parametrien muutokselle, minkä takia sen soveltuvuus suhdanneherkän liiketoiminnan arvonmääritykseen on keskimääräistä heikompi. Tästä syystä annamme kassavirtamallimme suhteellisen pienen painoarvon Eezyn arvonmäärityksessä.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan seuraavat tekijät tukevat/painavat Eezyn arvostusta:

- + Vahvat näytöt kasvusta ja markkinoiden kasvunäkymä
- + Toimialan parhaita kannattavuuksia ja hyvä kassavirtasuhde
- + Yrityskauppojen selvä omistaja-arvoa luova potentiaali ja hyvät näytöt onnistuneista järjestelyistä tuovat mukanaan odotusarvoltaan positiivisen yritysjärjestelyoption
- Talouskehitykseen ja sitä kautta markkinan kasvuun liittyvät riskit
- Vahvojen kilpailuetujen puute toimialalla
- Osakkeen rajallinen likviditeetti

Näkemyksemme mukaan Eezyn osaketta tulisi

hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioon ottaen noin EV/EBITDA-kertoimella 7x-9x ja vastaavasti P/E-kertoimella 11x-14x.

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

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Eezyn vuoden 2020 tulostaso jää heikoksi ja koronapandemian romautettua yhtiön liikevaihdon. Siten poikkeuksellisen kuluva vuoden tulostaso on näkemyksemme mukaan heikko mittari yhtiön arvostukselle ja suhteutammekin arvostusta tässä vaiheessa vuotta jo seuraavien kahden vuoden arvostuskertoimiin.

Eezyn ennusteidemme mukaiset vuosien 2021 ja 2022 EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 9x ja 7x ja vastaavat P/E-kertoimet ovat noin 18x ja 11x. Vuoden 2021 kertoimet ovat selvästi arvostushaarukkamme yläpuolella ja mielestämme selvästi yli perustellun tason. Odotamme ennusteissamme koronapandemian edelleen rokottavan yhtiön tulostusta ja vasta vuosi 2022 on ennusteissamme suhteellisen normaali tuloksellisesti. Tämä painaakin vuoden 2022 arvostuskertoimet näkemyksemme mukaan maltillisiksi ja kerroinhaarukan alalaidalle. Siten vuoden 2022 arvostuskertoimissa on mielestämme nousuvaraa nykytasolta.

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,59	4,59	4,59
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	24,8	24,8
Markkina-arvo	114	114	114
Yritysarvo (EV)	163	154	144
P/E (oik.)	50,3	17,8	10,9
P/E	54,1	17,8	10,9
P/Kassavirta	15,8	11,4	8,2
P/B	1,1	1,0	1,0
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	13,6	9,1	6,6
EV/EBIT (oik.)	37,1	16,0	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	38,7 %	35,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,2 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Suhteellinen arvostus ja verrokki

Olemme koonneet Eezyille kansainvälisistä verrokeista koostuvan laajan verrokkiryhmän, jossa suurimmat toimijat, kuten Randstad, Manpower ja Adecco, ovat maailmanlaajuisesti toimivia henkilöstöpalvelualan yhtiöitä. Suhteellisen arvostuksen soveltuvuutta heikentää mielestämme tällä hetkellä eri markkinoilla eri tavoin vaikuttava koronapandemia, joka myös heikentää ennusteiden luotettavuutta olennaisesti. Lisäksi suhteellista arvostusta tarkasteltaessa on huomioitava Eezy:n verrokkeja parempi kasvunäkymä ja korkeampi kannattavuus.

Tarkastelemme Eezy:n suhteellista arvostusta vuosien 2021 ja 2022 ennusteilla, joilla verrokkien mediaani P/E-kertoimet ovat 15x ja 12x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 7x ja 6x. Siten vuoden 2021 arvostuskertoimet osoittavat Eezy:n osakkeen arvostuksen olevan nyt noin 20 % preemiolla suhteessa verrokkiryhmään ja kokonaisuutena arvostus on vuoden 2022 kertoimilla suhteellisen neutraali. Absoluuttisesti verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat vuoteen 2022 katsottaessa mielestämme maltilliset ja suhteessa edellä mainittujen suurten verrokkien keskimääräiseen tasoon Eezy:n vuoden 2022 P/E-kerroin on 9 %:n diskontolla. Mielestämme Eezylle on perusteltavissa mm. korkeamman kannattavuuden ansiosta arvostuspremio ja siten kokonaisuutena suhteellisen arvostuksen pohjalta ei lievää arvostuskertoimien nousua voi mielestämme pitää perusteettomana.

Tulostuotto-odotus on korkea

Ennustamme Eezy:n lähivuosien operatiivisen tuloksen kasvun olevan kysynnän elpymisen ja

hyvin edenneen kustannussäästöohjelman myötä voimakasta (CAGR 2020-2022 noin 20 %). Huomioitavaa on, että ennustamaamme tuloskäänteen toteutumiseen liittyy kuitenkin epävarmuutta, sillä koronapandemian päättymisen ajankohdasta ei ole varmuutta ja jatkuessaan se vaikuttaa väistämättä henkilöstöpalvelumarkkinaan negatiivisesti. Lisäksi koronapandemian pitkittyminen lisää asteittain pitkäkestoisempien taloudellisten vaurioiden todennäköisyyttä.

Osinkotuotto on tuotto-odotusta tukeva komponentti

Eezy:n vuosien 2020-2022 osinkotuotto on lähivuosien ennusteillamme ja nykyisellä 4,6 euron kurssitasolla laskettuna suhteellisen maltillisella noin 0-3 %:n tasolla lähivuosina. Yhtiö voisi rahoitusasemansa ja kassavirtansa myötä harjoittaa voitonjakopolitiikkaa, mutta mielestämme sillä on hyvät edellytykset luoda arvoa allokoimalla pääomaa kasvuun. Siten näkemyksemme mukaan sijoittajan tulee arvioida osinkoa yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa tuotto-odotusta tukevana komponenttina pääasiallisen tuottolähteen sijaan.

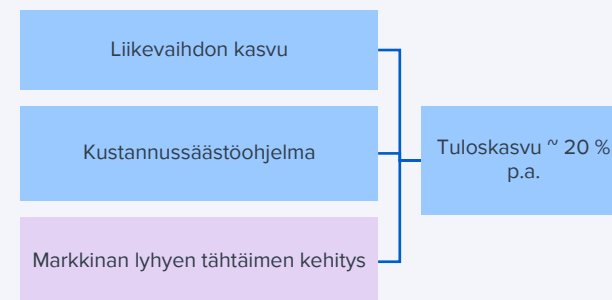
Kokonaistuotto-odotus

Eezy:n osakkeen tuotto-odotuksen ajurina toimii arviomme mukaan lähivuosina odottamamme operatiivisen tuloksen noin 20 %:n keskimääräinen vuotuinen kasvu. Ennusteissamme tuloskasvu painaa vuoden 2020 heikon tulostason vuoksi korkeat arvostuskertoimet kohtuullisen maltillisiksi vuoden 2022 ennusteillamme. Tuloskasvuvetoista kokonaistuottoa tukee ennustamamme maltillinen osinkotuotto.

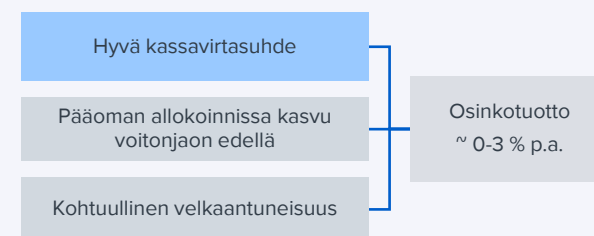
Osaketuoton ajurit 2020-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

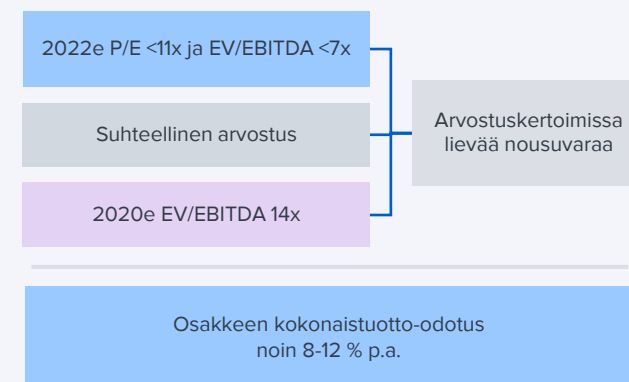
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuksen ajurit



Arvonmääritys 3/3

Näin ollen etenkin tuloskasvusta, arvostuskertoimien lievästä nousuvarasta ja maltillisesta osinkotuotosta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus on ennusteillamme noin 8-12 % vuositasolla. Tuotto-odotuksen lisäksi osakkeen mukana tulee yritysjärjestelyoptio, joka on näkemyksemme mukaan positiivinen perustuen yhtiön jo toteuttamiin onnistuneisiin yritysjärjestelyihin ja kohdemarkkinoiden tarjoamiin edellytyksiin luoda arvoa myös tulevaisuudessa.

Kassavirtalaskelma (DCF-malli)

Kassavirtalaskelmamme Eezyn osakkeelle indikoima arvo on 146 MEUR tai 5,9 euroa osakkeelta. Siten pitkän tähtäimen potentiaalia painottava kassavirtalaskelmamme indikoi osakkeeseen tuntuva nousuvaraa nykytasolta.

DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Mallissa terminaalijakson painoarvo on maltillinen 49 %, joten pitkällä tulevaisuudessa olevat rahavirrat ovat mallissa mielestämme kohtuullisessa painoarvossa.

Rahavirtamallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 10 %, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 8,6 %.

Arvostus

Arvostustaso	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	3,28	6,35	4,59	4,59	4,59	4,59
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	18,2	24,8	24,8	24,8	24,8
Markkina-arvo	49	158	114	114	114	114
Yritysarvo (EV)	62	213	163	154	144	131
P/E (oik.)	8,5	13,8	50,3	17,8	10,9	7,9
P/E	10,6	25,3	54,1	17,8	10,9	7,9
P/Kassavirta	1,3	neg.	15,8	11,4	8,2	6,1
P/B	1,0	1,6	1,1	1,0	1,0	0,9
P/S	0,6	0,9	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,8	1,3	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	13,6	9,1	6,6	4,8
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	37,1	16,0	9,8	6,6
Osinko/tulos (%)	101,9 %	0,0 %	0,0 %	38,7 %	35,6 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	9,6 %	0,0 %	0,0 %	2,2 %	3,3 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Manpowergroup	74,80	3674	3363	8,0	6,4	6,8	5,7	0,2	0,2	15,0	10,9	3,0	3,6	1,7
Cross Country Healthcare	7,27	231	268	19,7	8,1	10,2	5,9	0,4	0,3	39,6	17,8			1,6
Adecco	50,80	7645	8216	9,8	8,4	8,3	7,1	0,4	0,4	13,8	12,0	4,7	4,9	2,2
Staffline Group	26,65	20	68			7,1		0,1			8,2			
BG Staffing	9,64	84	118							11,3		2,1		
Trueblue	17,08	521	502	11,2		7,0	5,5	0,2	0,2	18,2	10,3			0,9
Kforce	36,31	674	714	11,6	9,7	9,9	8,0	0,6	0,5	14,9	13,7	2,3		12,6
Hays	117,00	2151	1888	27,8	11,4	15,3	8,7	0,3	0,3	56,3	22,0	3,1	3,4	2,4
Sthree	261,50	383	393	8,1	6,4	7,0	5,6	0,2	0,2	13,0	10,9	4,1	4,7	2,3
Groupe Crit	49,40	553	362	14,6	8,4	5,4	4,1	0,2	0,2	60,0	26,0	2,3	2,0	0,9
Randstad	45,93	8372	9316	11,8	9,4	7,7	6,7	0,4	0,4	13,9	11,9	4,2	5,4	1,7
Eezy (Inderes)	4,59	114	163	16,0	9,8	9,1	6,6	0,7	0,6	17,8	10,9	2,2	3,3	1,1
Keskiarvo				13,6	8,5	8,5	6,4	0,3	0,3	25,6	14,4	3,2	4,0	2,9
Mediaani				11,6	8,4	7,4	5,9	0,3	0,3	14,9	12,0	3,1	4,1	1,7
Erotus-% vrt. mediaani				38 %	17 %	23 %	11 %	151 %	100 %	19 %	-9 %	-29 %	-21 %	-36 %

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

Kassavirtamalli

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	8,0	4,2	9,7	14,7	19,7	22,0	22,7	23,4	24,0	22,9	23,4	23,2	23,5	
+ Kokonaispoistot	4,6	7,8	7,2	7,3	7,3	7,0	4,9	4,9	4,3	4,4	4,4	4,3	4,3	
- Maksetut verot	3,8	-0,7	-1,6	-2,6	-3,6	-4,1	-4,2	-4,4	-4,5	-4,3	-4,4	-4,3	-4,4	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	2,6	0,7	-0,5	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	18,7	11,7	14,5	18,4	23,0	24,5	22,9	23,5	23,6	22,8	23,2	23,0	23,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-104,0	-4,5	-4,5	-4,6	-4,4	-4,3	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-85,6	7,2	10,0	13,8	18,6	20,2	18,9	19,5	19,6	18,8	19,2	19,0	18,9	
+/- Muut	51,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-34,6	7,2	10,0	13,8	18,6	20,2	18,9	19,5	19,6	18,8	19,2	19,0	18,9	
Diskontattu vapaa kassavirta		7,1	9,0	11,5	14,2	14,2	12,3	11,6	10,8	9,5	9,0	8,1	7,5	106
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		231	224	215	203	189	175	162	151	140	131	122	113	106
Velaton arvo DCF		231												
- Korolliset velat		-60												
+ Rahavarat		5,7												
-Vähemmistöosuus		-1,1												
-Osinko/pääomapalautus		0,0												
Oman pääoman arvo DCF		146												
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,9												

Rahavirran jakauma jaksoittain

2020e-2024e

26%

2025e-2029e

25%

TERM

49%

■ 2020e-2024e ■ 2025e-2029e ■ TERM

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,35 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	68,6	168	164	162	159
Liikearvo	59,9	126	126	126	126
Aineettomat hyödykkeet	4	32	28	24	21
Käyttöomaisuus	3	7	7	8	10
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut sijoitukset	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	1,9	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	28	42	41	52	65
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	17	35	32	36	40
Likvidit varat	9	6	9	16	24
Taseen loppusumma	96	210	206	214	224

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	50,8	102	104	110	118
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-7,3	-5,9	-3,8	2,7	10,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	58	107	107	107	107
Vähemmistöosuus	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pitkäaikaiset velat	22	60	58	56	54
Laskennalliset verovelat	0,5	6,0	6	6	6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	21	54	52	50	48
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	23	48	44	48	51
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	5,6	5	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	1	41	38	41	45
Muut lyhytaikaiset velat	21	1	1	1	1
Taseen loppusumma	96	210	206	214	224

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	109,6	81,6	169,8	197,6	218,3
Käyttökate	9,3	10,1	12,6	12,0	16,9
Liikevoitto	6,1	8,2	8,0	4,2	9,7
Voitto ennen veroja	5,7	5,4	6,7	2,7	8,1
Nettovoitto	4,3	4,6	4,6	2,1	6,4
Kertaluontoiset erät	-2,0	-1,1	-3,8	-0,2	0,0

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	79,0	96,3	209,6	205,7	214,1
Oma pääoma	5,2	50,8	101,8	103,9	110,3
Liikearvo	0,1	59,9	125,8	125,8	125,8
Nettovelat	50,1	13,8	54,1	48,0	39,3

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	9,3	10,1	12,6	12,0	16,9
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	0,5	2,6	0,7	-0,5
Operatiivinen kassavirta	8,6	10,1	18,7	11,7	14,5
Investoinnit	-44,1	-11,8	-104,0	-4,5	-4,5
Vapaa kassavirta	-35,5	36,1	-34,6	7,2	10,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Noho Partners Oyj	30,3 %
Sentica Buyout V Ky	24,6 %
Meissa-Capital Oy	13,0 %
Sami Asikainen	1,6 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	1,6 %
Sijoitusrahasto Taaleri Mikro Markka	1,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,29	0,31	0,25	0,08	0,26
EPS (oikaistu)	0,42	0,38	0,46	0,09	0,26
Operat. kassavirta / osake	0,58	0,68	1,03	0,47	0,58
Vapaa kassavirta / osake	-2,40	2,44	-1,90	0,29	0,40
Omapääoma / osake	-0,02	3,43	5,54	4,14	4,40
Osinko / osake	0,00	0,32	0,00	0,00	0,10

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	22 %	-26 %	108 %	16 %	10 %
Käyttökateen kasvu-%	81 %	8 %	25 %	-4 %	41 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	208 %	14 %	28 %	-63 %	119 %
EPS oik. kasvu-%		-9 %	20 %	-80 %	183 %
Käyttökate-%	8,5 %	12,3 %	7,4 %	6,1 %	7,7 %
Oik. Liikevoitto-%	7,4 %	11,3 %	6,9 %	2,2 %	4,4 %
Liikevoitto-%	5,6 %	10,0 %	4,7 %	2,1 %	4,4 %
ROE-%	201,3 %	18,2 %	6,0 %	2,1 %	6,1 %
ROI-%	15,4 %	12,2 %	6,8 %	2,6 %	5,9 %
Omavaraisuusaste	6,6 %	52,8 %	48,6 %	50,5 %	51,5 %
Nettovelkaantumisaste	962,3 %	27,2 %	53,1 %	46,2 %	35,7 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	neg.	0,8	1,3	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,2	18,6	13,6	9,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	6,7	18,1	37,1	16,0
P/E (oik.)	13,0	8,5	13,8	50,3	17,8
P/B	neg.	1,0	1,6	1,1	1,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	9,6 %	0,0 %	0,0 %	2,2 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.12.2018	Vähennä	3,80 €	3,64 €
15.2.2019	Lisää	4,40 €	3,95 €
29.2.2019	Osta	4,60 €	3,95 €
3.4.2019	Lisää	5,00 €	4,54 €
3.5.2019	Osta	5,75 €	4,96 €
23.5.2019	Lisää	5,75 €	5,10 €
8.7.2019	Lisää	6,00 €	5,30 €
22.8.2019	Lisää	6,00 €	5,25 €
4.10.2019	Lisää	5,75 €	5,00 €
13.11.2019	Osta	7,00 €	5,85 €
6.3.2020	Osta	7,00 €	5,75 €
16.3.2020	Osta	5,00 €	4,10 €
30.3.2020	Vähennä	3,00 €	3,00 €
13.5.2020	Vähennä	3,50 €	3,70 €
12.8.2020	Lisää	4,00 €	3,65 €
12.10.2020	Lisää	5,00 €	4,59 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**