

# Enedo

## Laaja raportti

15.10.2021 07.55



Joonas Korkiakoski  
+358 40 182 8660  
joonas.korkiakoski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Paremman tehon lähteellä

Enedo on parhaillaan viemässä läpi yhtiön tulevaisuuden suuntaa määrittävää käänneohjelmaa. Suunniteltujen toimenpiteiden onnistuessa ja omien kyvykkyyksien vahvistuessa näemme yhtiössä varteenotettavaa pidemmän aikavälin potentiaalia. Osakkeen hinnassa tätä potentiaalia on kuitenkin sisällä turhan paljon, eikä käänteeseen liittyviä riskejä huomioida riittävällä tavalla. Täten toistamme myy-suosituksemme ja 0,30 euron tavoitehintamme.

## Räätälöityjä teholähteitä

Enedo suunnittelee, valmistaa ja kehittää teholähdetuotteita sekä järjestelmäratkaisuita pääosin teollisten loppusovellusten vaateisiin. Teholähteet ovat laitteita, jotka muuttavat verkosta saatavan sähkövirran sovellukselle sopivaan muotoon. Teholähteitä hyödynnetään muun muassa erilaisissa prosessiteollisuuden ratkaisuissa (esim. automaatirobotit), terveydenhuollon diagnostisissa laitteissa ja energian tuotannossa. Enedon valmistamien teholähteiden ominaisuudet vaihtelevat aina tuotekohtaisesti riippuen tietyistä teknisistä elementeistä kuten jännitteestä ja sähkövirrasta sekä lopputuotteen itsensä asettamista vaatimuksista (mm. absoluuttinen tehotarve), mikä tekee tuotannon räätälöintiasteesta varsin korkean. Tämä taas kohottaa asiakkaan vaihdon kustannuksia, nostaa asiakasläheisyyttä ja parantaa asiakaspittoa. Toisaalta samat tekijät vaikeuttavat uusien asiakkaiden hankkimista. Näkemyksemme mukaan Enedon keskeisimmät vahvuudet löytyvät teknologisesta syväosaamisesta ja siten sekä vaativien ympäristöolosuhteiden että korkeaa luotettavuutta edellyttävien loppukäyttäjien ratkaisuista. Keskeisimmät heikkoudet taas liittyvät toistaiseksi liian raskaan kulurakenteen ja sen rasittaman tuloksenteokkyvyn kaksikkoon.

## Käänneohjelmalla kohti parempaa

Enedo toteutti alkuvuonna merkittävän rahoitusjärjestelyn, jossa yhtiö keräsi 12 MEUR:n verran uutta omaa pääomaa, sopi noin 3 MEUR:n suuruisista velkojen mitätöinneistä ja sai uudeksi aktiiviseksi pääomistajakseen ruotsalaisen elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja Inissionin. Toteutettu järjestely oli Enedon lähitulevaisuuden turvaamisen kannalta erittäin kriittinen, sillä yhtiön taloudellinen tila oli käynyt verrattain pitkään jatkuneiden operatiivisten vaikeuksien myötä hyvin tukalaksi. Näillä liikkeillä yhtiö loikin itselleen oleellisen määrän työrauhaa ja hyvän perustan yli 4 MEUR:n rakenteellisten säästöjen tavoittelemiselle, näihin pohjautuvan käänneohjelman kestäväälle toteuttamiselle sekä omien ydinvahvuuksien aikaisempaa kohdennetummalle kehittämiselle. Nykyiselle pääomistajalle sijoitus Enedoon on puolestaan strateginen, mikä arviomme voi ajan yli johtaa mielenkiintoisiin ja muutoin itsenäisten resurssien ulkopuolelle jääviin liiketoimintamahdollisuuksiin.

## Hinta ei anna armoa

Vuosi 2021 tulee olemaan Enedolle vielä operatiivisten rakenteiden kuntoon laittamista ja kestäväen tuloskäänteen edellyttämien pohjatöiden tekemistä. Arvostuksen tarkastelussa katseet tuleekin kiinnittää vuoteen 2022 ja tästä eteenpäin. Tällöin käänneohjelman toimien tulisi jo näkyä ja tuloksenteokkyvyn olla selvästi lähempänä potentiaaliaan. Ennusteidemme mukaiset EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2022 ja 2023 ovat 8x ja 6x, kun vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 19x ja 14x. Ensi vuoden kertoimet ovat Enedon yhtiöprofiiliin suhteutettuna hyvin korkeita, eikä isoista poistoista johtuen vuoden 2023 alempien rivienkään kertoimia voida mataliksi sanoa. Mielestämme osakkeeseen hinnoitellaankin jo todella suotuisa lähivuosien kehitys, eikä riskejä huomioida riittävällä tavalla.

## Suositus

### Myy

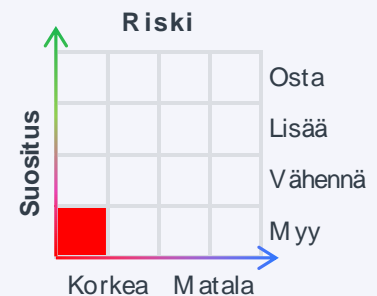
(aik. Myy)

### 0,30 EUR

(aik.0,30 EUR)

### Osakekurssi:

0,37



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	39	38	43	49
<b>kasvu-%</b>	-11 %	-2 %	15 %	12 %
<b>EBIT oik.</b>	-3,9	-3,9	1,5	2,0
<b>EBIT-% oik.</b>	-10,2 %	-10,3 %	3,5 %	4,1 %
<b>Nettotulos</b>	-6,2	-2,0	1,0	1,3
<b>EPS (oik.)</b>	-0,69	-0,02	0,01	0,02

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	25,9	18,6
<b>P/B</b>	neg.	3,2	2,8	2,5
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	neg.	19,1	13,8
<b>EV/EBITDA</b>	neg.	neg.	8,1	6,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,8	0,7	0,6

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

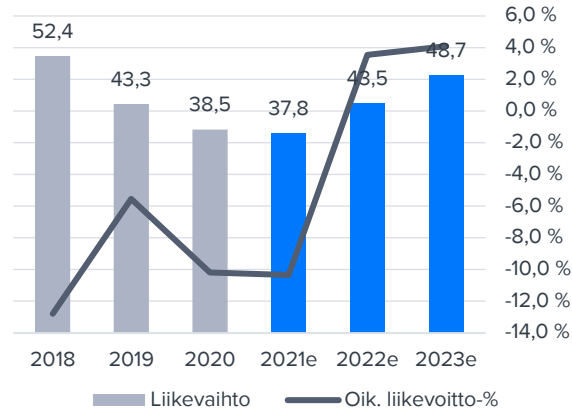
Yhtiö on päättänyt poistaa aiemman arvionsa ja ei anna uutta arviota vuoden 2021 taloudellisesta ohjeistuksesta johtuen konsernin käännesuunnitelmasta ja koronaviruksesta aiheutuvasta epävarmuudesta.

## Osakekurssi



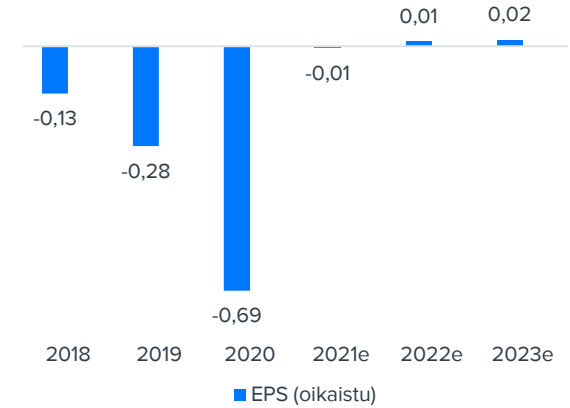
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Rakennejärjestelyt luovat edellytykset kestävään kannattavuuskäänteeseen
- Täydet Powernet-syngergiat ja kasvavien asiakassegmenttien uudet tuotelanseeraukset
- Uusiin teollisuudenaloihin laajentuminen
- Orgaanisen kasvun myötä realisoitavissa olevat skaalaedut



### Riskitekijät

- Terveen kannattavuustason saavuttaminen vaatii vielä paljon töitä
- Nykyistä strategiaa ei olla vielä päästy testaamaan kunnolla
- Tuotekehityksessä epäonnistuminen
- Kriittisten komponenttien saatavuustilanne voi lyhyellä ja osin myös keskipitkällä aikavälillä aiheuttaa toimituskykyhaasteita
- Tuloskäänteessä epäonnistuminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,37	0,37	0,37
Osakemäärä, milj. kpl	68,7	68,7	68,7
Markkina-arvo	25	25	25
Yritysarvo (EV)	31	29	27
P/E (oik.)	neg.	25,9	18,6
P/E	neg.	25,9	18,6
P/Kassavirta	neg.	12,2	10,7
P/B	3,2	2,8	2,5
P/S	0,7	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	neg.	8,1	6,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	19,1	13,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-13</b>
Toimiala	<b>14-16</b>
Kilpailu	<b>17-19</b>
Strategia	<b>20-23</b>
Taloudellinen tilanne	<b>24-26</b>
Ennusteet	<b>27-31</b>
Arvonmääritys	<b>32-36</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>37</b>

# Enedo

Enedo on vaativiin olosuhteisiin soveltuvia teholähderekaisuja suunnitteleva, kehittävä ja valmistava yhtiö

**1973**

Perustamisvuosi

**2004**

Listautuminen

**37 MEUR**

Liikevaihto 2021 (TTM)

**4,5 MEUR**

Oikaistu liiketappio 2021 (TTM)

**60 % / 40 %**

EMEA:n / muiden alueiden osuus liikevaihdosta 2021 (TTM)

**3**

Tuotelinjat

**359**

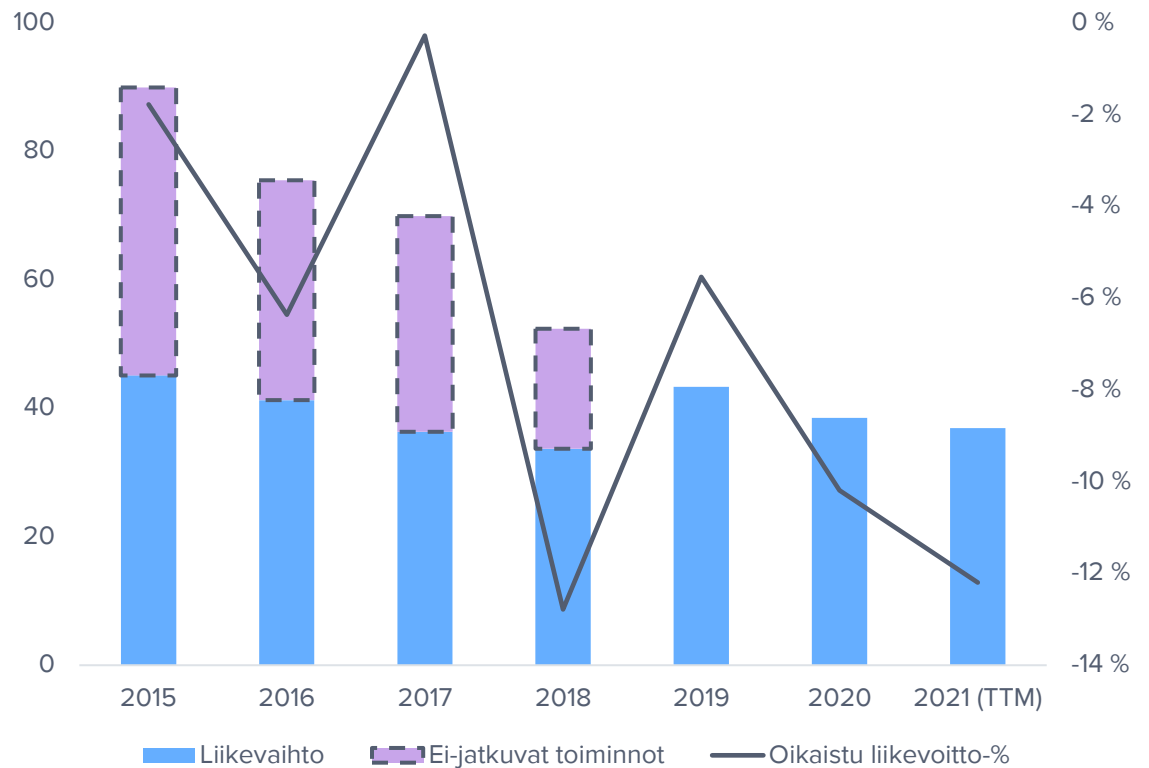
Henkilöstö H1'21:n lopussa

## Vuodet 2015-2017

- Yhtiö toteuttaa useita kiinteiden kulujen karsimiseen tähtääviä toimenpiteitä
- Toimet tuovat hetkellisiä hyötyjä ja kriittinen operatiivinen piste miltei saavutetaan
- Tuotekehityksessä panostukset uusissa sovelluksissa (mm. järjestelmäratkaisut ja skaalautuvuutta omaavat tuotealustat) ja etenkin korkeamman teholuokan tuotteissa

## Vuodet 2018-2021

- Merkintäoikeusanti ja Powernet-transaktio toteutetaan loppuvuonna 2018
- Telekommunikaatio-toiminnasta irtaannutaan vuoden 2019 aikana
- Koronapandemia pilaa vuoden 2020 ja ajaa yhtiön taloudellisesti tukalaan tilanteeseen
- Vuoden 2021 alun rahoitusjärjestelyllä tarvittavat resurssit kriittisten käännetöiden tekemiselle



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Yhtiökuvaus

### Teholähteiden suunnittelija ja valmistaja

Enedo on yhtiö, joka suunnittelee, valmistaa ja kehittää teholähdetuotteita sekä järjestelmäratkaisuita teollisten sovellusten vaateisiin. Käsitksemme mukaan Enedon toimittamat ratkaisut ovat parhaimmillaan vaativien keliolosuhteiden ja korkeaa luotettavuutta edellyttävien ympäristöjen loppukäytöissä. Tällaisten ympäristöjen lopputuotteiden elinkaaret ovat tyypillisesti pitkiä, mikä puolestaan Enedon päässä näyttäytyy niin valmistus- kuin tuotekehitystyönkin parempana ennustettavuutena. Varsinaisina tuotteina teholähteet taas ovat laitteita, jotka muuttavat verkosta saatavan sähkövirran sovellukselle sopivaan muotoon. Teholähteitä hyödynnetään muun muassa erilaisissa prosessiteollisuuden ratkaisuisissa — esimerkiksi automaattiorobotit —, terveydenhuollon diagnostisissa laitteissa ja energiantuotannossa. Yksittäisten teholähteiden ominaisuudet vaihtelevat aina tuotekohtaisesti riippuen tietyistä teknisistä elementeistä kuten jännitteestä ja sähkövirrasta sekä lopputuotteen itsensä asettamista vaatimuksista (mm. absoluuttinen tehotarve). Tätä mukailien myös Enedon tuotannon räätälöintiaste on varsin korkea.

Enedon pääkonttori sijaitsee Espoossa. Yhtiön omat tuotekehitysopeeraatiot sijaitsevat Suomessa ja Italiassa, kun taas myynti- ja markkinointitoimintoja on näiden maiden ohella myös Yhdysvalloissa. Yhtiöllä on yksi oma tuotantolaitos Tunisiassa, minkä lisäksi

tuotannossa hyödynnetään useita sopimusvalmistajia. Näistä valmistuskumppaneista merkittävimmät toimivat arviomme mukaan Suomessa ja Virossa. H1'21:n lopussa Enedolla oli yhteensä 359 työntekijää.

### Liikevaihto EMEA-vetoista

Vuonna 2021 (TTM) Enedon liikevaihto oli 37 MEUR ja oikaistu liiketappio 4,5 MEUR. Heikko kannattavuus voidaan tiivistää yhtiössä pitkään jatkuneisiin rakenteellisiin ongelmiin (mm. liian korkea kiinteä kulutaso) sekä viimeisen vuoden aikana rajusti vaikuttaneen koronapandemian aiheuttamiin rasitteisiin. Maantieteellisesti yhtiön liikevaihto painottuu vahvasti Euroopan, Lähi-Idän ja Afrikan (EMEA) talousalueelle, sillä viimeisen 12 kuukauden jaksolta hieman yli 60 % liikevaihdosta tuli tältä lohkolta. Amerikan osuus liikevaihdosta oli puolestaan noin 26 % ja Aasian ja Tyynenmeren vastaavasti noin 14 %.

Yhtiön asiakasportfolio on melko keskittynyt, sillä vuonna 2020 kaksi suurinta asiakasta toivat yhteensä 21 % liikevaihdosta. Tästä huolimatta Enedon asiakasriski ei mielestämme ole hälyttävän korkea, kun huomioidaan räätälöidyn tarjoaman luoma asiakaspito, asiakaskentän kypsät kehitysvaiheet sekä näiden yhdistelmänä muodostuneet pitkät asiakassuhteet.

### Liiketoiminnan rakenne

Enedo raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitasolla. Liikevaihto esitetään kuitenkin kolmen tuotelinjan kautta. Nämä linjat ja niiden pääpiirteet ovat seuraavat:



## Teholähteet tuotteina

### Asiakastoimialoja

- Sähkönsiirto- ja jakelu
- Energiateollisuus
- Raide- ja meriliikenne
- Prosessiteollisuus
- Puolustusala
- Terveysteknologia
- Tietoliikenneala

### Käyttökohteet

- Teollinen testaaminen
- Teollisuusautomaatio
- Led-näytöt
- Terveystieteiden mittarit
- Kuljetusvälineet
- Liiketoimintakriittiset varavirtaratkaisut



- Monivuotinen kokemus korkeiden teknisten ominaisuuksien ja vaativiin ympäristöolosuhteisiin soveltuvien ratkaisuiden suunnittelusta ja valmistuksesta
- Tuoteportfolion räätälöintiaste on korkea, mutta mukana myös standardoituja ja modulaarisia ratkaisuja
- Oma tuotantolaitos tukee tuotekehitystyössä onnistumista ja tätä kautta myös kokonaiskilpailukykyä
- Operatiivista toimintaa ohjataan kolmen tuotantolinjan kautta, mutta myyntityö on harmonisoitua

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

**Power Suppliesin** portfolio koostuu yksittäisistä teollisuuden tuotesovelluksiin osin tai täysin räätälöidyistä teho- ja virtalähdekomponenteista. Tuotelinjan tyypillisiä loppukäyttöjä ovat esimerkiksi diagnostiset mittauslaitteet ja LED-näytöt ja päämarkkina-alueita puolestaan Pohjois-Amerikka ja Eurooppa. Power Supplies on tuotelinjoista suurin ja vuonna 2021 (TTM) se toi noin 59 % koko konsernin liikevaihdosta. Tuotelinjan kysyntä on luonteeltaan varsin investointivetoista. Kysynnän vaihteluita kuitenkin osin tasaa alla olevien loppukäyttöjen runsas kirjo ja siten eriaikaiset kysyntääjurit. Pidemmän aikavälin kasvukuva on puolestaan maltillinen. Tässä tuotelinjassa Enedon keskeisimmät vahvuudet liittyvät arviomme mukaan pitkään operatiiviseen historiaan ja sen mukanaan tuomaan laaja-alaiseen asiakasymmärrykseen.

**Led Drivers -tuotelinjan** ratkaisut ovat ammattikäyttöön suunniteltuja ja valmistettuja yksittäisiä teholähteitä, joita hyödynnetään muun muassa vaihtelevien sekä vaativien sääolosuhteiden (mm. stadionit) valaisuratkaisuissa. Tätä heijastellen ratkaisukysyntä on jonkin verran muita linjoja alttiimpi eri B2C-markkinoissa tapahtuville muutoksille. Tuotelinjan keihäänkärkinä ovat Strato EVO -tuoteperehen sekä korkeamman teholuokan (1 500 W) sovellukset. Vuonna 2021 (TTM) tuotelinjaan osuus Enedon liikevaihdosta oli noin 24 %. Myös Led Driversin kysyntä on investointivetoista, mutta sen kasvupotentiaali on etenkin etenevän digitalisaation ajamana korkea.

**Power Systemsin** portfolio koostuu pääosin

kokoluokaltaan isoista, pitkälle räätälöidyistä ja korkeaa teknistä vaatimustasoa edellyttävistä teho- ja virtalähde-toimituksista (mm. junateollisuuden turnkey-projektit). Tuotelinjan tyypillisiä loppukäyttöjä ovat suuren tehotarpeen kohteet kuten esimerkiksi sairaaloiden tai energiantuottajien teho- ja varavirtaratkaisut. Käsitksemme mukaan tuotelinjan myynnistä noin puolet tulee teholähdejärjestelmistä ja toinen puoli yksittäisistä teholähdetuotteista. Viimeisen 12 kuukauden jaksolta Power Suppliesin osuus koko Enedon liikevaihdosta oli noin 16 %. Tuotelinjan suhteellinen kasvupotentiaali on arviomme mukaan houkutteleva etenkin Pohjois-Amerikan niin teknisiltä kuin kestävyysominaisuuksiltaan vaativissa markkinataskuissa. Power Systems -liiketoiminnassa Enedon erottautumistekijät kulminoituvat näkemyksemme mukaan kokonaisvaltaisen suunnittelu-, teknologia-, ja valmistusosaamisen yhdistämiseen (ts. ei olla asemoiduttu pelkän integraattorin rooliin).

## Liiketoimintamalli

### Tuotekehitystyö toiminnan ytimessä

Enedon liiketoimintamalli on valmistavassa teollisuudessa operoivalle toimijalle tyypillinen, sillä yhtiö myy ja valmistaa / valmistuttaa pääosin itse suunnittelemiaan teholähteitä. Enedon tuotteista suurin osa on arviomme mukaan suoraan asiakastarpeisiin räätälöityjä ratkaisuja, joskin portfolioon on myös sekä standardoituja että modulaarisia — standardirungon päälle tehty räätälöinti — sovelluksia. Räätälöity tuoteportfolio vaatii taakseen melko paljon henkilöntensivistä

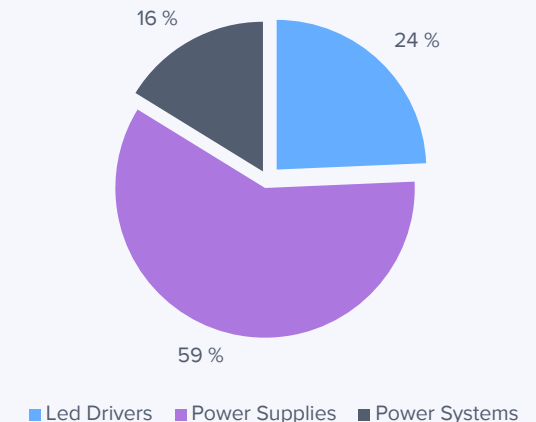


Arvioituja asiakkaita\*



\*Perustuu Inderesin arvioihin potentiaalisista asiakkaita. Enedo ei itse julkaise asiakkaitaan.

Liikevaihdon tuotelinjakohtainen jakautuminen



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

tuotekehitys- ja suunnittelutyötä, minkä lisäksi korkea räätälöintiaste kasvattaa oman tuotannon monimuotoisuutta ja vaikeuttaa jossain määrin sen optimointia. Tuotetason räätälöinti kuitenkin kohottaa asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia ja sitä kautta parantaa Enedon asiakaspitoa. Tätä heijastellen uskommekin räätälöidyn tuoteportfolion avaavan yhtiölle selvästi parempia arvoketjulohkoja suhteessa standardoiduilla ratkaisulla operoiviin toimijoihin.

Tuoteportfolion räätälöidystä perusuonteesta johtuen liiketoimintamallin toimivuuden ja etenkin pidemmän aikavälin kilpailukyvyyn kannalta keskeisin toiminto on juuri tuotekehitys. Käsityksemme mukaan yhtiön tuotekehityksessä on kaksi erilaista toimintatapaa tuotteen lopullisesta räätälöintiasteesta riippuen. Standardi- ja siten osittain myös modulaaristen sovellusten kohdalla tuotekehitys on arviomme mukaan markkinalähtöistä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö itse tunnistaa kaupallisen tarpeen ja potentiaalin tietynlaiselle ratkaisulle ja ryhtyy tämän jälkeen kehittämään tunnistetut tarpeet täyttävää ratkaisua. Tässä mallissa yhtiö kantaa itse täyden riskin sekä tuotekehitystyön että kaupallistamisprosessin onnistumisesta.

Räätälöidyn tuotteen kehitystyö puolestaan alkaa aina asiakkaan tarpeesta ja käsityksemme mukaan myös aloitteesta, mitä heijastellen yhteistyö on hyvin tiivis läpi tuotteen elinkaaren (ml. jatkuva kehitystyö myös valmistusvaiheen aikana). Tässä haarassa osa tuotekehitykseen liittyvästä riskistä on asiakkaan harteilla, sillä arviomme mukaan Enedo on tyypillisesti kyennyt laskuttamaan osan

toteutuneista panostuksista tietyn kehitysvaiheen tultua valmiiksi tai muun vastaavan ennalta sovitun etapin jälkeen. Räätälöidyssä tuotekehityksessä merkittävänä riskinä on kuitenkin asiakkaan mahdolliset päätökset lopettaa tuotteen kehitystyö tai tuotanto lopputuotteen odotettua heikomman markkinamenekin seurauksena. Tätä riskiä on historiallisesti myös realisoitunut tehtyjä tuotekehityspanosten alaskirjauksia mukaillen.

## Oma tuotantolaitos tukee tuotekehitystyötä

Tuotekehitystyön ohella Enedon toimintamallin toinen kulmakivi on Tunisiassa sijaitseva oma tuotantolaitos. Oman tuotantolaitoksen kautta yhtiö kykenee kontrolloimaan tuotekehitysprosessiaan tehokkaammin kuin tilanteessa, jossa valmistava tuotanto tukitoimineen olisi täysin sopimusvalmistusverkoston varassa. Arviomme mukaan oma tuotantolaitos on myös tiettyihin asiakkuuksiin pääsemisen perusedellytys asiakkaiden tuotelaatujen varmistamisiin ja ylläpitämisiin kohdistuvia vaateita heijastellen. Luonnollisesti oman tuotantolaitoksen rooli on oleellinen tilaus/toimitus-ketjun hallinnan ja siten riittävän toimituskyvyn turvaamisenkin kannalta.

Oma tuotantolaitos ei itsessään kuitenkaan tuo yhtiölle suhteellista etumatkaa, sillä arviomme mukaan omat tuotantolaitokset ovat keskeisissä rooleissa myös kilpailijoiden toimintapaaleissa. Näin ollen näemme Tunisian tuotantolaitoksen enemmänkin hygieniatekijänä kuin suoranaisena kilpailukyvyyn saati -edun lähteenä. Näkemystämme tästä tukee se, että



## Tuotelinjat



### Power Systems

- Tarjoama pitkälle räätälöity
- Keskeisenä tuotteena DC-varatehoratkaisu, joka kattaa tehotarpeet normaalin tehonsyötön katketessa
- Usein liiketoimintakriittisiä ratkaisuja
- Tuotanto pääosin sopimusvalmistajilla



### Led Drivers

- Tuotteet valaistuksissa käytettäviä matalan tai korkean tehon teholahteita
- Korkean tehon teholahteissa asiakasläheisyyden merkitys korostuneempi
- Tuotelinjan osaamisen juuret ja myös nykyinen ydin Italiassa



### Power Supplies

- Räätälöityjen tuotteiden pohjana kehitetyt tuotealustat, joilla haetaan tuotekehitystyöhön skaalautuvuutta
- Suuremmat tehonsyöttöjärjestelmät rakentuvat tämän tuotelinjan päälle
- Tuotteiden elinkaaret ja asiakassuhteet ovat tyypillisesti pitkiä

Suhteellinen kasvupotentiaali



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

teholähdevalmistajien tuotantolinjat ovat yleensä pitkälle standardoituja, minkä takia selkeän etumatkan hankkiminen kiintein pääomainvestoinnein on haastavaa. Tätä kokonaisuutta mukaillen näemmekin Enedon ydinvahvuuksien tulevan hyvästä teknologisesta osaamisesta, sen päälle rakentuvasta tuotekehitystyöstä sekä asiakasymmärryksestä.

## Asiakkaan liiketoiminta sanelee oman tahdin

Enedon liiketoimintamallin tuotekehityskeskisyys sekä tuoteportfolion korkea räätälöintiaste johtavat mielestämme siihen, että keskeisin menestystä määrittelevä tekijä on kilpailukykyisen kehitystyön ja tuotannon ohella oikeisiin asiakkuuksiin asemoituminen ja näissä asiakkuuksissa pysyminen. Tätä mukaillen Enedon kannalta keskeistä onkin päästä tiiviiseen yhteistyöhön sellaisen asiakkaan kanssa, jonka lopputuotteen kilpailukyky ja -edut ovat hyviä ja jonka kysyntä on pidempiluontoista. Pitkät tuotesykliä toisivatkin Enedon tuotekehitystyöhön tiettyä jatkuvuutta sekä laskisivat myös tuotannon lopettamiseen ja tuotekehityspanostusten alaskirjauksiin liittyvää riskiä. Erinomaisia asiakkaita ovat tietysti myös sellaiset toimijat, joiden tuoteportfoliot ovat Enedon keskeisimpiin vahvuuksiin suhteutettuna laajoja. Tällaiset asiakkaat tarjoaisivat yhtiölle sisäisesti kapeaan alueeseen keskittyneitä toimijoita houkuttelevampia kasvupolkuja.

Asiakkuuksissa pysymisen kannalta avainasemassa on puolestaan riittävä hintakilpailukyky sekä asiakkaan tuotteiden että niiden loppukäyttöjen syvä ymmärtäminen.

Asiakkaan loppukäyttöä ymmärtämällä yhtiön on mahdollista tehostaa omaa tuotekehitystyötään sekä jossain määrin myös skaalata sitä jo olemassa olevien tuotesovellusten ominaisuuksia hyödyntämällä. Lisäksi asiakkaan liiketoiminnan hyvä ymmärtäminen parantaa edellytyksiä pidempikestoisen lisäarvon luomisella, asiakkaan kohtaamien vaihdon kustannusten kohottamisella ja oman suhteellisen aseman vankistamisella. Näkemyksemme mukaan Enedo on näissä asioissa myös tyydyttävästi onnistunut pitkäkestoisiksi muodostuneita asiakassuhteita heijastellen. Valtaosa näistä onnistumisista on kuitenkin hautautunut raskaan kulurakenteen alle.

## Myynti kahden pääreitit kautta

Enedon myyntimalli on perinteinen ja se tapahtuu kahden pääreitit kautta: 1) myynti suoraan laitevalmistajalle (OEM-yhtiö) sekä 2) myynti tukkurin / jälleenmyyjän kautta. Jakelukanavan valintaan merkittävästi vaikuttava tekijä on tuotteen räätälöintiaste. Asiakaskohtaisesti räätälöidyt tuotteet myydään suoraan asiakkaalle, kun taas standardituotteen jakelu on tehokkaampaa kolmatta osapuolta hyödyntämällä.

Jakelukanavan valinta on yhtiön näkökulmasta oleellinen päätös, sillä kanava vaikuttaa sekä potentiaaliseen myyntivolyymiin että yksittäisen sovelluksen katerakenteeseen. Myynti suoraan loppuasiakkaalle on kateprofiililtaan kaikkien korkein, mutta volyympipotentiali on etenkin lyhyellä aikavälillä rajoittunut olemassa oleviin asiakkuuksiin. Tukkurin kautta kateprofiili on puolestaan hieman matalampi, mutta



## Enedon arvoketju

### Tuotekehitys



- Omat tuotekehitysresurssit ovat käsityksemme mukaan laajoja
- Korkean lisäarvon toiminto
- Erittäin kriittinen toiminto oman kilpailukykyyn säilyttämisen ja asiakassuhteiden keston kannalta
- Tuotekehitystyö joko markkinalähtöistä tai asiakkaan alulle panemaa

### Tuotanto



- Oma tuotantolaitos Tunisiassa mahdollistaa tuotteiden jatkuvaluontoisen kehitystyön
- Tunisian tuotantolaitoksen fokus pienten ja keskiuurien erien valmistuksessa (HM / LW)
- Volyymituotannossa hyödynnetään kulutehokkaita ja joustoa tuovia sopimusvalmistajia

### Myynti



- Myynti suoraan tai kolmannen osapuolen kautta
- Operaatiot eivät ole riippuvaisia tuotekehityksen sijainnista
- Korkeat räätälöintiasteet pidentävät myyntisyklejä

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

myyntivolyymi suurempi. Tukkurien kautta realisoitavissa olevaa potentiaalia rajaa kuitenkin Enedon asemoituminen räätälöityihin sovelluksiin.

## Kulurakenteessa on skaalautuvuutta

Enedon kulurakenteessa on skaalattavia elementtejä, sillä arviomme mukaan yhtiön kokonaiskustannuksista noin 70-80 % on muuttuvia, kun taas kiinteiden kustannusten osuus on noin 20-30 %. Kiinteiden kustannusten osuutta selittää etenkin liiketoimintamallin edellyttämät tuotekehitysresurssit. Kokonaisuudessaan Enedon kustannusrakenne on viimeisten vuosien aikana toteutetuista, mutta väliaikaisiksi jääneistä kululeikkauksista huolimatta yhä varsin jäykkä. Kulurakenteen kiinteät osat luovatkin Enedolle kohtuullisen operatiivisen vivun ja tiettyyn pisteeseen asti yhtiön on mahdollista kasvattaa operatiivista tulostaan selvästi liikevaihdon kasvua nopeammin.

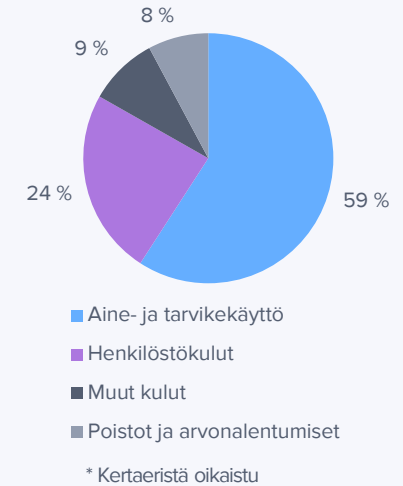
Toisaalta yhtiö on parhaillaan viemässä läpi yli 4 MEUR:n rakenteellisiin säästöihin tähtäävää toimenpidesarjaa. Suunnitelluista kulusäästöistä iso osa kohdistuu arviomme mukaan kiinteään puoleen, mitä heijastellen säästöohjelmassa onnistuminen keventäisi kulurakennetta ja siten myös operatiivista vipua oleellisesti. Samalla yhtiön toiminnasta tulisi joustavampaa ja ketterämpää, mikä puolestaan parantaisi sekä kokonaiskilpailukykyä että edellytyksiä kestävässä kannattavuuskäänteessä onnistumiselle. Pelkkien kulusäästöjen kautta tuloskäänteen maaliin vieminen on kuitenkin vaikeaa ja aidosti kestävä käänne vaatii taakseen myös liikevaihdon kasvua.

## Pääoman sitoutuminen on maltillista

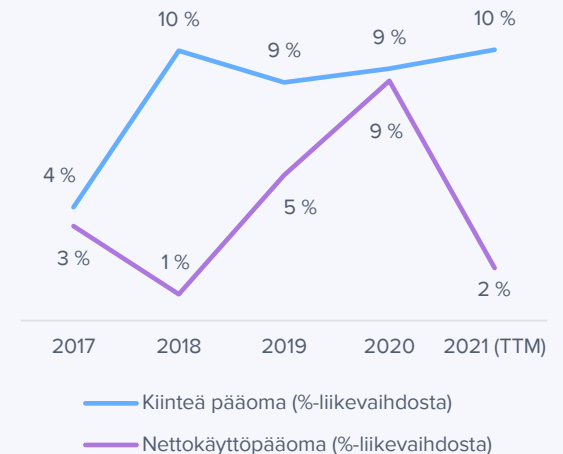
Yhtiön liiketoiminta ei sido poikkeuksellisia määriä pääomia, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa toimiikin. Kiinteän omaisuuden osuus liikevaihdosta vuonna 2021 (TTM) oli noin 10 %, mitä voidaan pitää hyvin maltillisena tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan noin 11 %. Myös tämä indikoi toiminnan suhteellisen matalasta pääomaintensiteetistä. Kiinteän pääoman matalaa sitoutumista selittää osaltaan se, että yhtiö hyödyntää oman valmistavan tuotannon rinnalla sopimusvalmistajien kyvykkyksiä. Enedon päässä tämä vapauttaa sekä pääomaa että resursseja korkeamman lisäarvon toimintojen kuten myynti- ja tuotekehitystyön toteuttamiseen. Sopimusvalmistajien kautta yhtiön on myös mahdollista vastata kasvavaan kysyntään ilman omaan tuotantokapasiteettiin kohdistuvia investointeja. Tätä kokonaisdynamiikkaa mukailien Enedon lähivuosien kiinteä investointitarve ei arviomme mukaan ole kovinkaan suuri.

Käyttöpääomaa toimintaan on puolestaan sitoutunut historiallisesti noin 4 %. Tästä on kuitenkin hyvä huomata se, että Enedon vaikean taloudellisen tilanteen takia ostovelkojen kiertajat ovat viimeisten vuosien aikana nousseet arviomme mukaan kestävämmän korkeiksi. Mielestämme Enedon todellinen käyttöpääomatarve onkin noin 10-15 % liikevaihdosta. Isossa kuvassa pääoman maltillinen sitoutuminen on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö luo yhtiölle terveet mahdollisuudet operatiivisen käänteen kassavirtapohjaista toteuttamistakin ajatellen.

Kustannusrakenne 2021 (TTM)



Pääoman sitoutumisen kehitys



# Sijoitusprofiili 1/2

## Käänteeseen tehdään töitä

Mielestämme Enedo on selkeä käännetyhtiö. Näkemyksemme taustalla on etenkin yhtiön vaikea tulohistoria. Käännetyhtiöksi profiloiminen on perusteltua myös pidemmän aikavälin arvonluonnin näkökulmasta, sillä se ei ole mahdollista ilman kestävästi kannattavaa liiketoimintaa. Kriisiyhtiöksi nimittäminen ei sen sijaan ole tällä hetkellä ajankohtaista vuoden alussa toteutettua isoa rahoitusjärjestelyä ja sen lähitulevaisuudelle tuomaa työrauhaa heijastellen.

Käännetyhtiön lisäksi Enedo voidaan nähdä myös kasvuyhtiönä. Käynnissä oleva säästöohjelma luo tulostulokänteelle hyvää perustaa, mutta pelkääntään kululeikkausten ja operatiivisten tehostusten kautta tuleva parannuspotentiaali on rajallinen. Tästä johtuen orgaanisen volyymikasvun rooli käänteeseen toteuttamisessa on hyvin oleellinen. Näkemystämme kasvuyhtiöksi profiloitumisessa tukee myös valikoitujen markkinasegmenttien verrattain suotuisat pidemmän aikavälin näkymät.

## Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Enedon keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat seuraavat:

### **Kestävä kannattavuuskäänte:**

Kannattavuuskäänteeseen kestävä toteuttaminen nostaisi myös tulostulokelman alimmat rivit positiivisiksi, mikä on omistaja-arvon luomisen kannalta välttämätöntä. Käänteessä onnistuminen ja suoritustason hilaaminen lähelle asetettuja taloudellisia tavoitteita (käyttökatemarginaali 8-10 % ja liikevoittomarginaali 2-5 %) sekä laskisi

riskiprofiilia että kohottaisi sijoittajien luottamusta. Näillä tekijöillä olisi puolestaan positiivinen vaikutus hyväksyttävään arvostustasoon.

**Orgaaninen kasvu:** Enedolle relevantit markkinalohkot kasvavat tyypillisesti hieman BKT:ta vauhdikkaammin, minkä lisäksi nämä osat ovat yhtiön omaan kokoluokkaan suhteutettuna valtavia. Tätä taustaa vasten Enedolla tulisi mielestämme olla jo itsenäisesti hyvät lähtökohdat yltää keskipitkällä aikavälillä useamman prosentin orgaanisen kasvuun. Tämän lisäksi uskomme, että Enedo voi löytää uutta liiketoimintaa pääomistaja Inission tuomista mahdollisuuksista. Tehostuva kustannusrakenne ja nykyiset resurssit (mm. valmistuskapasiteetti) huomioiden kasvun pitäisi skaalautua tulokseen varsin hyvällä tavalla.

**Teknologinen osaaminen:** Enedolla on takanaan monikymmenvuotinen operatiivinen historia, mitä mukaillen yhtiön teknologinen osaamistaso (ml. eri teollisuudenalojen erityispiirteiden hallitseminen) on arviomme mukaan kehittynyt hyvin vahvaksi erityisesti haastaviin ympäristöolosuhteisiin soveltuvissa tehölähdeteratkaisuissa. Vahvan teknologisen osaamisen kautta yhtiöllä on arviomme mukaan vähintäänkin riittävät kyvykkyydet vastata asiakkaiden vaativimpiinkin vaateisiin. Kokonaisuudessaan korkea tekninen osaamistaso luo hyvää pohjaa sekä olemassa olevien asiakassuhteiden vahvistamiselle, niiden sisällä kasvamiselle että myös kokonaan uusien asiakkuuksien hankkimiselle. Teknologinen taitotasoa on perusedellytys räätälöidyn tuoteportfolion kilpailukyvyille ja siten pidemmän

aikavälin arvonluonnille. Teknologisen osaamistason ja oman kilpailukyvyyn säilyttämisen kannalta taas keskiössä on aikaisemmin mainittuun tapaan Tunisian oma tuotantolaitos.

## Heikkoudet ja riskitekijät

Mielestämme Enedon keskeisimmät heikkoudet ja riskitekijät ovat:

**Kannattavuuskäänteeseen pitkittyminen / epäonnistuminen:** Kannattavuuskäänteeseen pitkittyminen ajaisi yhtiötä kohti taloudellista ahdinkoa, vaikka tällä hetkellä liikkumatila / työrauha käänteeseen eteenpäin viemiseksi onkin kohtuullinen. Operatiivisten tappioiden jatkumisella ja käänteeseen karkaamisella entistä kauemmaksi olisi arviomme mukaan selkeitä negatiivisia vaikutuksia yhtiön kykyyn hankkia uutta rahoitusta.

**Kysyntävaihtelut:** Enedon liikevaihdosta valtaosa tulee sellaisilta asiakassektoreilta, joiden loppukysynnät ovat alttiita maailmantalouden suhdannevaihteluille. Tästä ja kovan tilauskannan rakenteellisesta lyhydestä (arviomme mukaan noin kvartaali) johtuen kysyntäkuva voi heiketä nopeastikin ja nakertaa sekä liikevaihto- että tulostasoa. Etenkin lyhyellä aikavälillä nopeat muutokset rasittaisivat suorituskykyä merkittävästi, sillä kustannusrakenteen lyhyen jänteen joustovara on hyvin rajallinen. Tiettyä puskuria kysynnän vaihteluita vastaan tuo kuitenkin useille teollisuudenaloille ja siten eriaikaisille syklin vaiheille levittyvä asiakasportfolio.

# Sijoitusprofiili 2/2

**Materiaalien saatavuus:** Merkittävä osa yhtiön hankintakustannuksista kohdistuu komponentteihin (ml. sopimusvalmistajien palvelut), jotka hankitaan globaaleita toimittajilta vallitseviin markkinahintoihin. Komponenttien hinnat / saatavuudet voivat vaihdella kysyntä/tarjonta-tasapainon muutosten mukana voimakkaastikin, mikä altistaa yhtiön niin materiaalien hinta- kuin saatavuusriskeillekin. Komponenttien kohonneilla hinnoilla on etenkin lyhyellä aikavälillä kannattavuusvaikutuksia, sillä käsityksemme mukaan niiden siirtäminen asiakashintoihin tapahtuu aina viiveellä. Saatavuuteen liittyvät ongelmat voivat puolestaan aiheuttaa tuotantoon pullonkauloja, rasittaa sitä kautta toimituskykyä ja aiheuttaa viivästyneiden toimitusten mukana pieniä mainehaittoja.

## **Tuotekehityksessä epäonnistuminen:**

Liiketoimintamallin ydintoiminnossa epäonnistumisella olisi merkittävä vaikutus yhtiön kilpailukykyyn sekä standardituotteissa että erityisesti tarjoaman räätälöidymmässä päässä. Heikentyneellä kilpailukyvyllä olisi puolestaan suoria volyyymi- ja tulosvaikutuksia supistuvien asiakaskohtaisten markkinaosuuksien ja / tai kokonaan menetettyjen asiakkuuksien sekä vaikeutuneen uusasiakashankinnan myötä. Lisäksi tuotekehitystyössä epäonnistuminen nakertaisi kannattavuustasoa ja omaa pääomaa tehtyihin aktivointeihin kohdistuvia alaskirjauksia mukaillen.

**Hinnoitteluvoima / arvoketjuasema:** Pienenä yhtiönä Enedon suurten komponenttitoimittajien ja vaativien loppuasiakkaiden väliin asettuva arvoketjuasema on varsin haastava. Tästä johtuen

yhtiön hinnoitteluvoima arvoketjun molempiin suuntiin on rajallinen. Yhtiöllä voikin olla vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan omien lopputuotteiden myyntihintojen kohdatessa lasku- ja / tai komponenttien hintojen nousupainetta. Historiallisesti katsottuna Enedon myyntikate on kuitenkin ollut varsin vakaa, mitä peilaten ylärievien marginaalipuolustus on onnistunut melko hyvin. Oman mausteensa marginaalitasojen tulevien vuosien puolustamiseen tuo henkilöstökulujen tietyiltä osin krooninen inflaatio. Tämä asettaakin jatkuvia paineita tuottavuuden parantamiselle, sillä näitä kulunousuja on tyypillisesti hyvin vaikea siirtää täysimääräisesti asiakashintoihin.

**Asiakasportfolio:** Enedon asiakasportfolio on kohtuullisen keskittynyt, sillä vuonna 2020 kaksi suurinta asiakasta toivat yhteensä 21 % liikevaihdosta. Jommankumman asiakkaan menettäminen tai asiakaskohtaisen markkinaosuuden merkittävä lasku tekisi sekä liikevaihtoon että tulokseen varsin tuntuvan loven. Suoran asiakasriskin lisäksi Enedo kantaa ansaintalogiikastaan johtuen riskiä myös siitä, että keskeisten asiakkaiden lopputuotteiden kilpailukyvyt heikkenevät. Tällöin asiakkaiden omat liiketoiminnat mitä todennäköisimmin kohtaisivat haasteita, jotka puolestaan heijastuisivat väistämättä Enedonkin tilaus- ja toimitusvirtoihin. Keskeisimmät asiakkaat ovat arviomme mukaan kuitenkin omilla toiminta-alueillaan vakiintuneita toimijoita, toimitettavat ratkaisut räätälöityjä ja yhteistyösuhteet pitkäikäisiä. Näitä tekijöitä heijastellen asiakasriskin osuus kokonaisriskitasosta ei ole hälyttävä.



## SWOT-analyysi

### Vahvuudet

- Pitkä operatiivinen historia ja korkea teknologinen osaamistaso
- Asemoituminen vaativien teknisten ominaisuuksien markkinoille
- Tunisian tuotantolaitos tukee tuotekehitystyötä / kokonaiskilpailukykyä

### Heikkoudet

- Pieni koko rajaa hankintapuolen neuvotteluvoimaa
- Kiinteä kulutaso on vielä liian korkea
- Kova tilauskanta on lyhyt ja kysyntä investointivetoista
- Hinnoitteluvoima on rajallinen

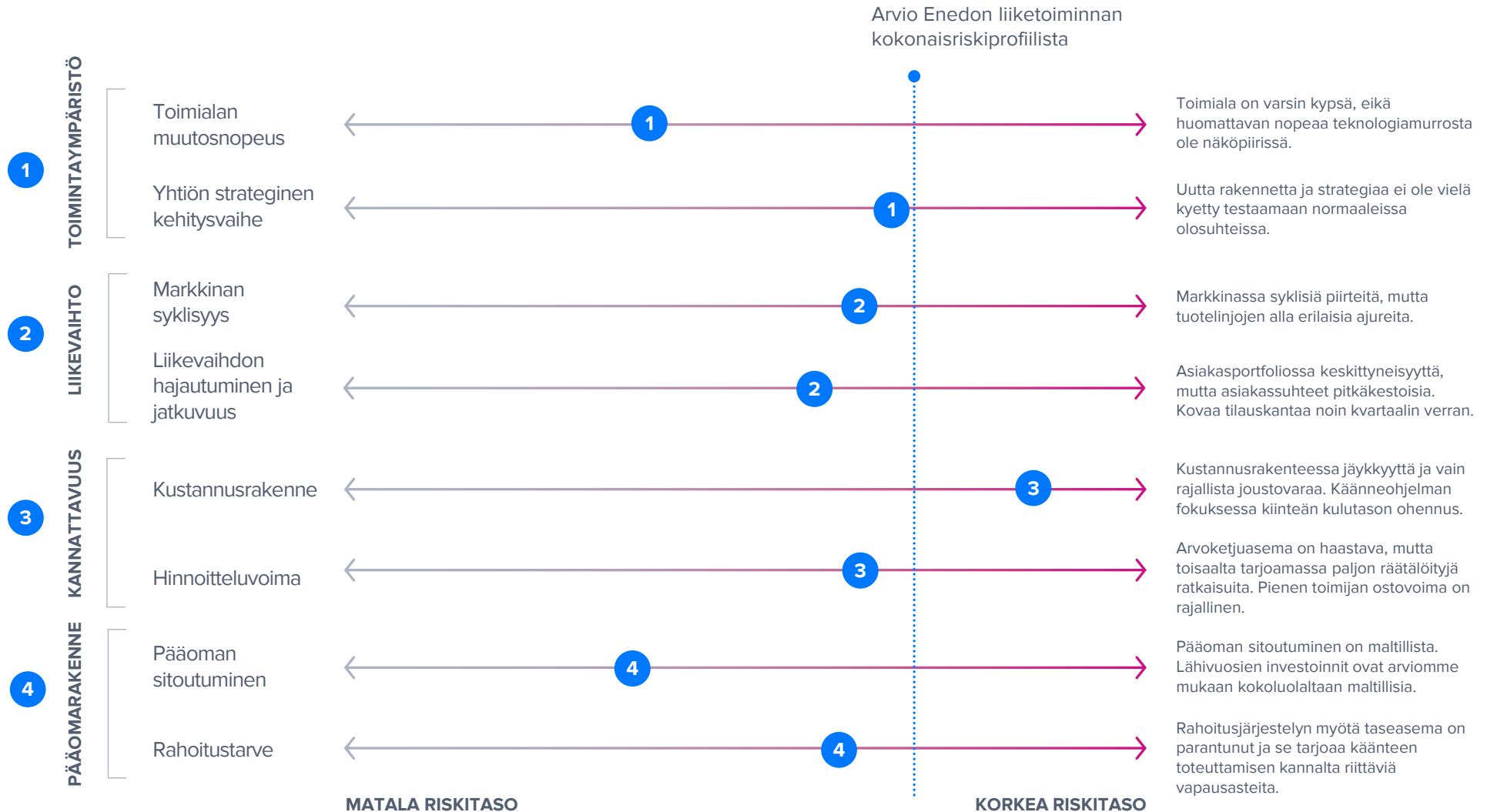
### Mahdollisuudet

- Terveet organiset kasvuedellytykset
- Kannattavuuskäanteen kestävä toteuttaminen
- Inissionin kautta löydettävät uudet liiketoiminnat
- Power Systemsin hyvien onnistumisten jatkuminen

### Uhat

- Suuren asiakkaan kokonainen menettäminen
- Tuotekehitystyössä epäonnistuminen
- Kannattavuuskäanteen viivästyminen / epäonnistuminen
- Lyhyellä aikavälillä globaalien toimitusketjujen tilat

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala 1/3

## Aasia hallitsee isoa markkinaa

Markkinatutkimusyhtiö Micro-Tech Consultantsin mukaan globaalin tehölähdemarkkinan koko vuonna 2020 oli noin 40 miljardia dollaria. Markkina muodostuu kaupallisesta lohokosta (myynti OEM-yhtiölle suoraan tai tukkurin / jakelijan kautta) sekä OEM-yhtiöiden itse omiin lopputuotteisiinsa valmistamien tehölähteiden lohokosta. Koska Enedo on tehölähdevalmistaja, operoi yhtiö ainoastaan kaupallisessa markkinassa. Yhtiön omaan kokoluokkaan suhteutettuna markkina on puolestaan valtava, eikä sen tulisi asettaa kasvulle rakenteellisia esteitä nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Kaupallisen markkina on arvioitu muodostavan noin 74 % koko tehölähdemarkkinasta. Maantieteellisesti toimialaa taas hallitsee Aasian ja Tyynenmeren alue, jossa valmistetaan ja myydään yli 45 % kaikista tehölähderatkaisuista. Yksittäisistä markkina-alueista Amerikka on noin 32 % osuudellaan toiseksi suurin Euroopan, Lähi-Idän ja Afrikan osuuden ollessa noin 22 % luokkaa. Tehölähdemarkkinan maantieteellistä rakennetta selittää arviomme mukaan pitkälti kustannuskilpailukyky, sillä Aasiassa esimerkiksi työvoimakustannukset ovat tyypillisesti olleet selvästi länsimaita matalammat. Tämän seurauksensa Aasiaan on muodostunut isoja OEM-yhtiöiden elektroniikkaklustereita, joiden perässä myös tehölähdevalmistajat ovat osin pakotettuina (ts. halu säilyttää oma kilpailukyky) siirtäneet omia operaatioitaan.

Tehölähdevalmistajien haastavien

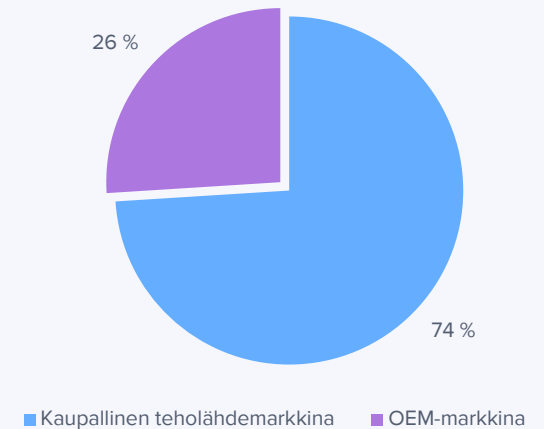
arvoketjuasemien ja luonteeltaan jatkuvien hintapaineiden johdosta uskomme etenkin suurivolyymisten tuotteiden (mm. kuluttajasektorin ratkaisut) tuotantojen pysyvän jatkossakin matalien kulutasojen alueilla. Korkeamman kustannustason alueilla sijaitsevien yksiköiden roolina onkin arviomme mukaan keskittyä pääosin tuotekehitystyöhön sekä jossain määrin myös eräkooltaan pienempien ja tekniseltä vaatimustasoltaan haastavampien tuotteiden valmistamiseen.

## Markkina voidaan jakaa kahdella tavalla

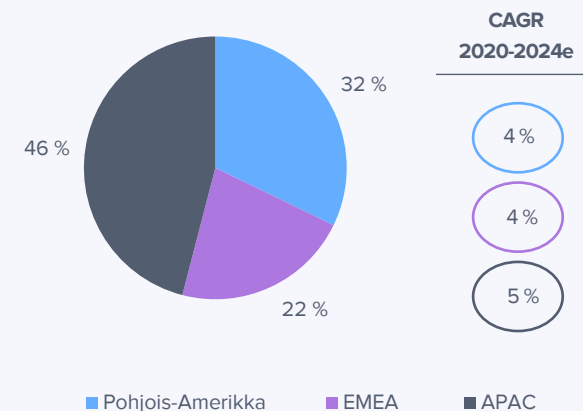
Tuotetasolta katsottuna markkina voidaan jakaa standardituotteisiin, modulaarisiin sekä täysin asiakaskohtaisesti räätälöityihin tuotteisiin. Standardituotteet eivät vaadi erillisiä asiakaskohtaisia muutoksia, kun taas modulaariset tuotteet sisältävät elementtejä sekä vakiomuotoisista että räätälöidyistä tuotteista. Räätälöidyt ratkaisut on suurin yksittäinen tuoteryhmä noin 71 % markkinaosuudellaan. Standardituotteiden osuus on noin 20 % ja modulaaristen vastaavasti noin 9 %. Viime vuosina räätälöityjen tuotteiden markkinaosuus on kasvanut. Markkinaosuusvoittojen taustalla on käsityksemme mukaan ollut se, että OEM-yhtiöt ovat pyrkineet omissa liiketoiminnoissaan erottautuman teknisillä differoinneilla, mikä on käytännössä tarkoittanut räätälöintivaateiden asteittaisia nousuja läpi koko tuotteen arvoketjun. Arviomme mukaan nämä ajurit ja siten myös markkinarakenteen muutos tulee tulevina vuosina pysymään samankaltaisena.

Tuotetyyppien lisäksi markkina voidaan jakaa

### Koko tehölähdemarkkinan jakautuminen 2020



### Kaupallinen tehölähdemarkkina maantieteellisesti 2020



# Toimiala 2/3

kahdeksaan asiakassegmenttiin. Nämä ovat: LED-valaistus, teollisuus, terveydenhuolto, kuljetus, puolustus, kuluttajatuotteet, tietokone- ja yritystuotteet sekä telekommunikaatio. Enedo on asemoitunut teollisen puolen segmentteihin, eikä yhtiö ole lainkaan mukana esimerkiksi suorissa kuluttajapuolen sovelluksissa. Mielestämme Enedon asemoituminen on perusteltua, sillä juuri kuluttajatuotteissa toimitusmäärät ovat suuria, tuotteet pitkälti standardoituja, tuotesykliä lyhyitä ja kateprofiilit näiden tekijöiden seurauksena matalia. Teollisissa segmenteissä tuotesykli taas ovat huomattavasti pidempiä ja kateprofiilit muun muassa korkeammista räätälöintitarpeista johtuen houkuttelevampia.

## Segmenttien kasvukuvat ovat erilaisia

Teholähdemarkkinan kasvua ajaa etenkin sähkölaitteiden ja sähkötekniikan ratkaisujen kysynnän kasvu. Näiden kysyntää puolestaan ohjaa digitalisaatio, elintason nousu ja teollisissa sovelluksissa energiatehokkuuden korostuminen. Megatrendinomaisten ajureiden tukemana eri tutkimusyhtiöt ovat arvioineet kokonaismarkkinan viime vuosien kasvuvauhdin olleen noin 3 % tasolla. Myös lähivuosina markkinakäytön arvioitu mukautuvan BKT:ta, joskin lyhyellä aikavälillä komponenttien globaali allokaatiotilanne ja siitä toimitusketjuihin osuneet vaikutukset todennäköisesti vauhtia jonkin verran jarruttavatkin. Isossa kuvassa teholähdemarkkinan kasvunäkymä on kuitenkin suotuisa ja valmistajille terveitä liiketoimintamahdollisuuksia tarjoava.

Segmenttikohteisesti kasvunäkymät vaihtelevat

varsin paljon, sillä esimerkiksi LED-valaistuksen lähivuosien kasvuvauhdin on arvioitu olevan selvästi BKT:n yleistä kehitystä vauhdikkaampaa. Tätä heijastellen asemoitumalla markkinan sisällä vauhdikkaimmin kasvaviin taskuihin toimialalla on mahdollista löytää oikeinkin mainioita laajentumistilaisuuksia.

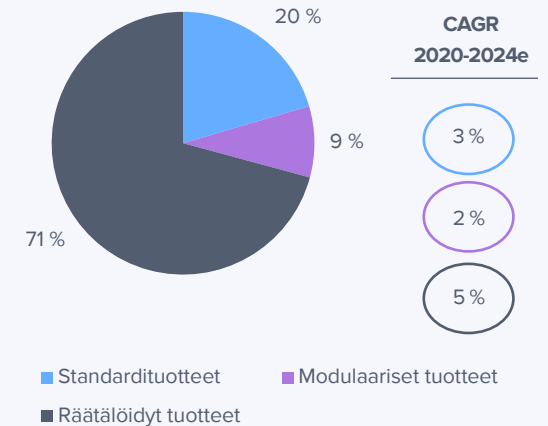
## Investoinnit kysynnän moottoreina

Toimialan ja erityisesti Enedolle tärkeiden segmenttien kysyntä taipuu sykliseksi, sillä asiakkaan lopputuote on tyypillisesti jonkinlainen investointihyödyke. Syklisyyden aste kuitenkin vaihtelee asiakastoimialoittain huomattavastikin, sillä esimerkiksi tiettyjen LED-valaisimien ja terveydenhuoltolaitteiden kysynät ovat käsityksemme mukaan selvästi raide- ja meriliikennesovellusten kysyntöjä defensiivisempiä. Luonnollisesti myös eri asiakassegmenttien investointivaihtoehdot kulkevat eriaikaisesti, mikä osaltaan tasaa Enedon tuoteportfolion sykliherkkyyttä. Selkeitä vastasyklisiä elementtejä tämä ei kuitenkaan tuo.

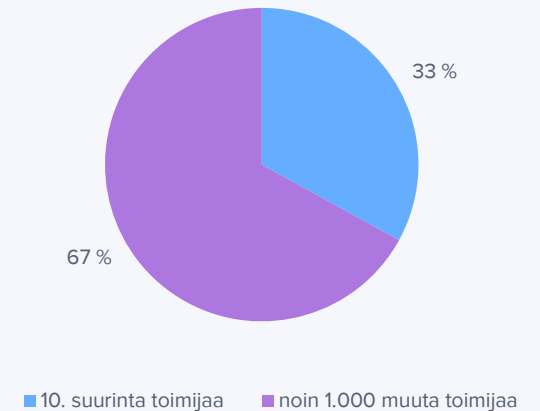
## Hajanainen rakenne

Kaupallinen teholähdemarkkina on rakenteeltaan hyvin hajanainen, sillä eri markkinalähteiden mukaan toimijoita on yhteensä yli tuhat. Kymmenen suurimman yhtiön yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin kolmannes loppuosan jakautuessa muiden toimijoiden kesken. Käsityksemme mukaan toimiala onkin varsin polarisoitunut suuriin, isot tuotekehitysmuskelit ja valmistusresurssit omaaviin aidosti globaaleihin toimijoihin sekä pieniin,

Kaupallinen teholähdemarkkina tuotetyypeittäin 2020



Kaupallisen teholähdemarkkinan markkinaosuudet 2020





# Toimiala 3/3

paikallisiin ja kapeisiin tuote- ja asiakasportfolioihin keskittyneisiin yhtiöihin. Toimialan hajanaista rakennetta mukaillen markkinassa on nähty jonkin verran yritysjärjestelyjä. Näiden liikkeiden teollisena logiikkana on arviomme mukaan ollut hankinnan mittakaavaetujen tavoittelu, uusille teollisuudenaloille laajentuminen (ml. erityisosaamiset tietyiltä niche-markkinoilta), asiakasportfolion laajentaminen ja näiden perusteesten summana tuleva oman arvoketjuaseman vahvistaminen. Edellä mainittujen tekijöiden toimivuuksia mukaillen uskomme yritysjärjestelyjen pysyvän myös jatkossa toimialan rakennetta ja samalla suhteellisia kilpailuasemia muokkaavana voimana.

## Asemoituminen oikeisiin asiakkuuksiin tärkeä

Näkemyksemme mukaan toimialalla olennaisimmin omaa menestystä määrittävä tekijä on oikeisiin asiakkaisiin asemoituminen, sillä teholähteen kysyntä on aina johdannainen varsinaisen lopputuotteen kysynnälle ja siten asiakkaan menestymiselle omista toiminnoistaan. Täten pelkästään teknisiltä ominaisuuksiltaan ylivertaisen teholähteen valmistaminen tai kulutehokkaiden tuotanto-operaatioiden omaaminen ei suoraan takaa menestymistä, vaikka laadukas ja hintakilpailukykyinen tuote pitkän aikavälin menestymisen kannalta tärkeää onkin.

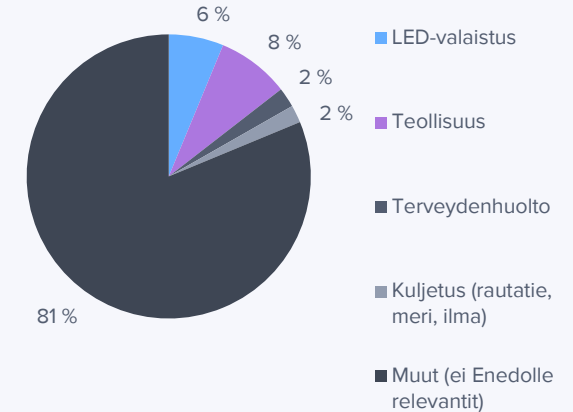
Arviomme mukaan toimialan tavoitelluimpia asiakkuuksia ovat sellaiset yhtiöt, jotka toimivat kasvavilla ja verrattain stabiileilla alueella (esim. terveydenhuolto), omaavat pitkän aikavälin

kilpailuetuja (esim. patenttioikeudet tai niche-markkinan johtava toimija) ja joiden tuotekysyntä on luonteeltaan jatkuvaa. Tällaisissa asiakkuuksissa kilpailu on kuitenkin äärimmäisen kovaa ja asiakkaiden neuvotteluvoima teholähdevalmistajien suuntaan on arviomme mukaan korkea. Lisäksi näissä asiakkuuksissa yhteistyösuhteet ovat käsityksemme mukaan pitkiä, mikä nostaa asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia ja vaikeuttaa kovan kilpailun ohella näihin asiakkuuksiin pääsemistä.

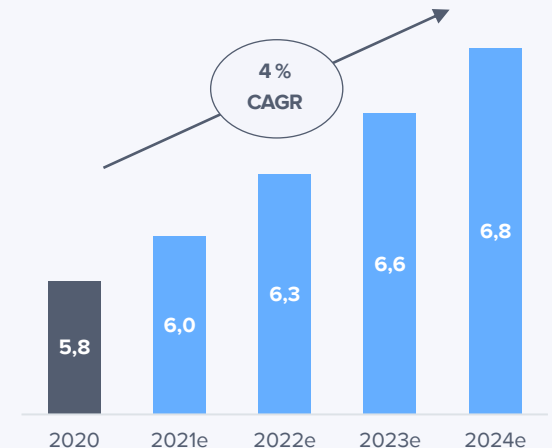
## Markkinassa eri kasvu- ja kannattavuustaskuja

Toimialan useaan eri tuotetyyppiin ja asiakassegmenttiin jakautumisen myötä kokonaismarkkinan sisällä on kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan houkuttelevia niche-taskuja. Näissä taskuissa alalle tulon esteet ovat arviomme mukaan korkeammat kuin koko teholähdemarkkinalla heijastellen muun muassa räätälöidympiä tarjoamia (ts. korkeampi differentiaaliaste). Toimintamalleiltaan ketterille pienille ja keskisuurille yhtiöille nämä taskut ovat arviomme mukaan hyvin houkuttelevia, kun taas kokonsa puolesta ne eivät ole suurille toimijoille riittävän mielenkiintoisia. Näin ollen oikeisiin tuotealueisiin ja näillä alueilla menestyviin asiakkuuksiin asemoitumalla myös pienemmät toimijat voivat luoda oleellista arvoa, vaikka näillä yhtiöillä ei lähtökohtaisesti olekaan suurempien toimijoiden resursseja ja siten tuotekehityksen, hankinnan ja valmistuksen mittakaavaetuja. Myös tätä taustaa vasten Enedon asemoituminen valitsemilleen alueille on mielestämme perusteltua.

### Kaupallisen teholähdemarkkinan markkinaosuudet 2020



### Enedon kohdemarkkinan arvioitu kehitys (miljardia USD)





# Kilpailu 1/3

## Kilpailuympäristö on kova

Vaikka tehölähteen rooli asiakkaan lopputuotteen toimivuuden ja sen vikasietoisuuden kannalta onkin oleellinen, on tehölähdevalmistajan luoma lisäarvo lopputuotteen valmistajalle ja käyttäjälle arviomme mukaan varsin maltillinen. Tästä johtuen tehölähdevalmistajan neuvottelu- ja hinnoitteluvoima on rajallinen sekä asiakas- että komponenttitoimittajakenttään, mitä heijastellen myös valmistajien arvoketjuasemat ovat arviomme mukaan haastavia. Kun tähän arvoketjudynamiikkaan yhdistetään OEM-yhtiöiden hintasensitiiviset luonteet sekä niistä kumpuavat kulu- ja tehokkuuspaineet, muodostuu kilpailuympäristöstä varsin kova. Kilpailuympäristön kovuus on puolestaan heijastunut toimijoiden keskimääräisiin ja tyypillisesti verrattain ohuisiin voittomarginaaleihin. Näkemyksemme mukaan toimialan ansainta- tai arvoketjudynamiikan taustalla ei vaikuta sellaisia ajureita (esim. vertikaalinen integraatio), joiden myötä kilpailutilanne tulisi lähivuosien aikana oleellisesti muuttumaan. Näin ollen odotamme kilpailun pysyvän myös jatkossa nykyisissä raameissaan.

## Kysyntä ja tarjonta ovat tasapainossa

Tehölähdevalmistajien pääomainvestoinnit on tyypillisesti kyetty toteuttamaan seinä- ja lattiatiilan asettamat rajoitteet huomioiden varsin nopeallakin aikataululla. Tätä heijastellen tehölähdevalmistajat ovatkin arviomme mukaan kyenneet viemään investointinsa läpi liki lineaarisessa suhteessa kasvaneeseen kysyntään, minkä lisäksi valmistajat ovat hyödyntäneet omassa kapasiteetin

hallinnassaan merkittävässä määrin myös sopimusvalmistajien tuotantoresursseja. Tästä johtuen toimiala on käsityksemme mukaan välttynyt katetasoille tuhoisilta ylikapasiteettitilanteilta (vrt. perusteollisuus). Arviomme mukaan myös yksittäisen tuotantolaitoksen sulkeminen on varsin yksinkertaista ja kohtuullisen edullista, sillä toimialan pääomakeveästä luonteesta johtuen tuotantolinjat ja -koneet ovat verrattain vaivattomasti liikuteltavissa olevia osia. Lisäksi matalan kustannustason maissa myös työvoimasta irtaantuminen on joustavaa ja kulutehokasta.

Edellä mainitut tekijät huomioiden kokonaiskuva viittaakin mielestämme siihen, että toimialan kysyntä- ja tarjontapuoleet ovat keskenään varsin hyvässä tasapainossa. Toimialan dynamiikkaa ja vallitsevia markkinanäkymiä peilaten pidämme nykyisen tasapainon säilymistä kaikkein todennäköisimpänä lopputulemana, vaikka ulkoiset rasitteet ja asiakassegmenttien erilaiset kehitysvaiheet voivatkin hetkittäisiä epäsuhtia alla olevaan viitekehikkoon aiheuttaa.

## Neljän kerroksen taisto

Tehölähdevalmistajien välinen kilpailu voidaan mielestämme nähdä neljän kerroksen taistona, sillä kilpailua käydään sekä tuoteteknisellä, suunnittelun joustavuuden (ts. kyky räätälöidä tuotteita), hinnan että tuotesaatavuuden tasolla. Näkemyksemme mukaan näistä tasoista kaksi ensimmäistä kulminoituvat vahvasti tuotekehitystyön toimivuuteen ja ovat siten toimialan ansaintalogiikka huomioiden



## Enedon valikoituja kilpailijoita



Merkittävällä skaalalla operoivat globaalit yhtiöt



Kooltaan pienemmät, mutta kansainvälisesti toimivat yhtiöt



Vertikaalisesti integroituneet laitevalmistajat

# Kilpailu 2/3

keskeisimpiä ajureita myös kilpailukykyjen taustalla. Jälkimmäiset kerrokset ovat puolestaan vahvemmin operatiiviseen tehokkuuteen (mm. kustannustehokkuus ja jakelukanavien hallinta) liitännäisiä elementtejä. Näistä tasoista on kuitenkin oleellista huomatta se, että tuotekehitystyö ja siten kahdessa ensimmäisessä kerroksessa menestyminen luovat kriittistä pohjaa seuraavissa osa-alueissa pärjäämiselle. Myös pidemmällä aikavälillä kerrosten välinen harmonia korostuu, sillä esimerkiksi suvereenit tuotetekniset ominaisuudet eivät takaa paikkaa toimialan parrasvaloissa (ts. luodun omistaja-arvon määrä), mikäli niiden hyödyt hautautuvat tehottomien tuotanto- ja toimitusprosessien alle.

## Alueellinen kilpailutilanne vaihtelee

Teholähdemarkkinan globaalista luonteesta huolimatta kilpailu on tuntuvaa myös alueellisesti. Alueellisen kilpailun koveneminen on arviomme mukaan ollut seurausta viimeisen vuosikymmenen myötä matalan kustannustason maihin syntyneistä elektroniikkaklustereista. Klustereiden syntyminen myötä haastavissa arvoketjuasemissa olevat teholähdevalmistajat ovat oman toimintansa turvaamiseksi ja kilpailukykyänsä säilyttämiseksi siirtäneet tuotantoaan näiden klustereiden lähetyville, millä on ollut merkittävä vaikutus alueellisten kilpailuasetelmien syntymiseen. Tästä johtuen myöskään Enedon kilpailukenttä ei arviomme mukaan ole universaali, vaan yhtiö kilpailee eri yhtiöiden kanssa Euroopassa, Pohjois-Amerikassa ja Aasiassa. Alueellisten tekijöiden lisäksi kilpailutilanteeseen vaikuttaa myös toimitettava ratkaisu ja asiakkaan kokoluokka.

Kovasta kilpailutilanteesta huolimatta toimialan asiakaspysyvyys on arviomme mukaan verrattain hyvä. Asiakaspysyvyyttä tukee se, että etenkin räätälöidyissä ja modulaarisissa tuotteissa teholähdevalmistajan vaihdon kustannukset voivat nousta korkeiksi, mistä johtuen asiakkaat pyrkivät pitäytymään samoissa valmistajissa mahdollisimman pitkään ja vaihtamaan toimittajaa vain vakavin perustein (mm. heikko laatu tai jatkuvat toimitusvaikeudet). Korkeat vaihdon kustannukset tuovat teholähdevalmistajille jatkuvuutta ja pientä kilpailuetua. Toisaalta samat tekijä vaikeuttavat uusien asiakkaiden hankkimista.

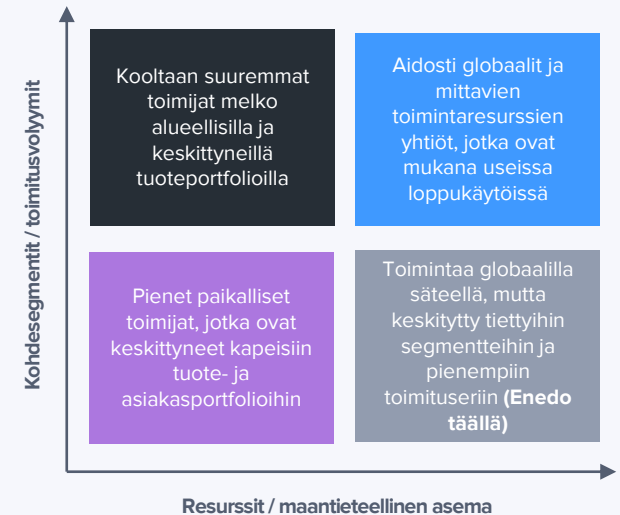
## Erilaisia kilpailijaprofiileja

Toimialan hajanaista rakennetta seuraten on loogista, että myös kilpailukentästä on muovautunut pirstaleinen. Kilpailukentän hajanainen rakenne ja toimijoiden pyrkimykset kohentaa haastavia arvoketjuasemiaan ovatkin arviomme mukaan olleet keskeisiä ajureita toimialalla viime vuosina edenneen konsolidaation taustalla. Arviomme mukaan konsolidaatio tulee myös tulevaisuudessa olemaan kilpailukentän rakenteeseen ja toimijoiden suhteellisiin asemiin vaikuttava voima ravintoketjussa korkeammalle olevien (ts. suurempien) yhtiöiden täydentäessä teknologista osaamistaan ja / tai murtautuessa uusille tuote- ja markkina-alueille keskittyneempiä toimijoita ostamalla.

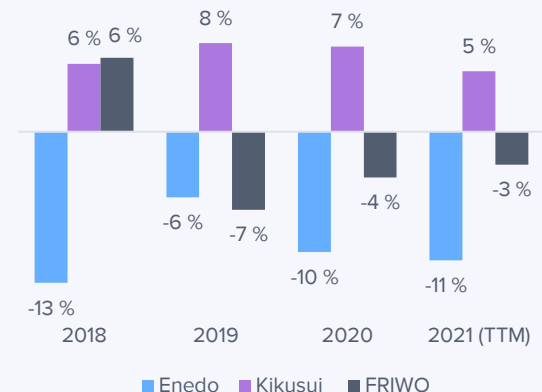
Kilpailukentän rakenteesta johtuen myös Enedon kilpailijat vaihtelevat arviomme mukaan tuote- ja segmenttikohtaisesti. Näin ollen yhtiön kilpailijoina onkin arviomme mukaan sekä pieniä toimijoita,



## Kilpailukentän rakenne



## Oikaistujen EBIT-%:n kehitys



# Kilpailu 3/3

joitka ovat rajallisten teknologisten sekä tuotannollisten resurssiensa (ml. tuotekehitystyö) ajamina keskittyneet operoimaan pääosiin kapeilla tuote- ja asiakasportfolioilla että suuria globaaleja ja isoilla tuotekehitys- ja valmistusmuskeleilla operoivia toimijoita. Suurimmat kilpailijat ovatkin mittavia toimintaresurssiaan heijastellen keskittyneet tyypillisesti operatiivisten mittakaavaetujen tavoitteluun ja siten suurempivolyymisten eräkokojen valmistamiseen. Pienemmillä kilpailijoilla fokus taas on arviomme mukaan vahvasti matalamman volyymitason, tiiviimpää asiakasläheisyyttä vaativien ja tätä kautta kannattavuuspotentiaaliltaan mielenkiintoisempien tuote- ja asiakassegmenttien alueilla.

Enedon suoria kilpailijoita ovat arviomme mukaan muun muassa isot taiwanilaiset Delta Electronics ja Mean Well, japanilaiset TDK ja Kikusui, yhdysvaltalainen Artesyn, italialainen TCI sekä itävaltalainen Tridonic ja saksalainen FRIWO. Näiden kilpailijoiden lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan useita paikallisen tason kilpailijoita, jotka operoivat kapeiden tuoteportfolioidensa johdosta korkeintaan yksittäisillä tuotealueilla. Varsinaisten tehölähdevalmistajien lisäksi yhtiö kilpailee jossain määrin myös vertikaalisesti integroituneiden OEM-yhtiöiden kuten Osramin ja Philipsin kanssa.

Enedon keskeisimmistä kilpailijoista ainoastaan eurooppalaiset TCI ja FRIWO sekä japanilainen Kikusui ovat kokoluokaltaan Enedoon verrattavissa olevia. Suurempien yhtiöiden vahvuuksia ovat etenkin laajat tuotekehitys- ja tuotantoresurssit, niiden mukanaan tuomat mittakaavaedut sekä parempi neuvotteluvoima suhteessa asiakkaisiin ja

komponenttitoimittajiin. Heikkouksia ovat puolestaan tietyt tuotannolliset ja rakenteelliset jäykkyydet, mistä johtuen isojen yhtiöiden suhteellinen kilpailukyky heikkenee tuotannon monimuotoistuksessa ja eräkoon pienentyessä.

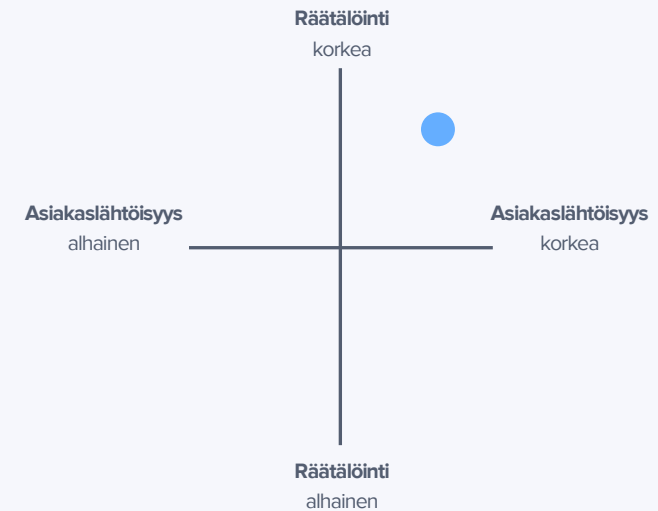
## Kilpailijat ovat polarisoituneita

Kannattavuusmielessä kilpailukenttä on varsin polarisoitunut. Käsitksemme mukaan tätä keskeisimmin selittävät tekijät löytyvät toimijoiden erilaisista markkina-asemoitumisista sekä kroonisesti haastavista arvoketjuasemista. Näin ollen kilpailukenttä onkin jakautunut varsin selvästi toimialan kontekstiin suhteutettuna erittäin hyvällä kannattavuustasolla (liikevoitto 6-10 %), terveellä tasolla (> 3 %) sekä matalalla tasolla tai suoranaississa kannattavuusvaikeuksissa (< 0 %) operoiviin tehölähdevalmistajiin.

Viime vuosina Enedon operatiivinen tekeminen on ollut erinäisten haasteiden seurauksena erittäin vaikeaa ja yhtiö on ajautunut toimialan heikoimmin kannattavien yhtiöiden joukkoon. Alkuvuodesta toteutetun rahoitusjärjestelyn, käynnistetyin säästöohjelman ja siitä asteittain tulevien hyötyjen tulisi kuitenkin tarjota yhtiölle riittävät lähtökohdat operatiivisen kurssin kääntämiselle. Tätä, alla olevia vahvuuksia sekä toimialan sisällään pitämiä kasvu- ja kannattavuustaskuja mukailien emme näe rakenteellisia syitä sille, miksi yhtiö ei voisi nostaa itseään kestävästi vähintäänkin tervettä kannattavuutta tekevien toimijoiden joukkoon. Onnistumisia tämä kuitenkin vaatii niin kulusäästöistä kiinni pitämisen kuin organisen kasvun tavoittelunkin saralla.



## Asemoituminen ja kilpailutekijät



### Kilpailutekijät

- + Pitkä operatiivinen historia ja korkea teknologinen osaamistaso
- + Hyvä tietotaito vaativien olosuhteiden loppusovelluksista
- + Oma tuotantokapasiteetti kantaa selvästi nykyistä suuremman kokoluokan
- + Pitkäkestoiset asiakassuhteet
- Pieni koko rajaa potentiaalista asiakaskuntaa ja heikentää hankinnan neuvotteluvoimaa
- Suurempia toimijoita kapeammat resurssit
- Kulurakenne rokottaa hintakilpailukykyä

# Strategia 1/4

## Pitkä historia ja osaamistausta runkona

Enedolla on takanaan pitkä operatiivinen historia melko tuoreesta nimestä ja viime aikoina toteutetuista mittavista rakennejärjestelyistä huolimatta. Pitkää toimintahistoriaa ei arviomme mukaan ole mahdollistaa saavuttaa ilman korkeaa teknologista osaamista ja asiakaskohtaisen lisäarvon luomista. Näkemyksemme mukaan Enedolla on myös hyvä maine erityisesti teknisiltä ominaisuuksiltaan vaativien teholähteiden ja kokonaisten tehonsyöttöjärjestelmien toimittajana.

Edellä mainittuja tekijöitä heijastellen näemmekin, että yhtiön strategian runko ja sitä kautta arvolupaus rakentuu vahvasti sekä pitkän operatiivisen historian että sen aikana kertyneiden osaamistasojen ja tietotaitojen varaan. Näin ollen Enedon varsinainen arvolupaus on arviomme mukaan toimia asiakkaille ratkaisukykyisenä, kokonaisvaltaisena sekä luotettavana teholähdetoimittajana ja vahvistaa näiden toimien kautta omia asemiaan asiakkaiden arvoketuissa. Arvolupauksen lunastaminen ja strategian toteuttaminen puolestaan perustuu neljään toiminnalliseen kulmakiveen:

1. Elinkaariajattelu
2. Älykäs räätälöinti
3. Yhteistyökumppanuudet
4. Kustannustehokkuus

## Tuotekehitystyö elinkaariajattelun ydintä

Arviomme mukaan elinkaariajattelun ytimessä on jatkuvat panostukset omaan tuotekehitys- ja

innovaatiotyöhön. Näiden panostusten kautta Enedo pyrkii syventämään yhteistyötä avainasiakkaiden kanssa erityisesti täysin räätälöityjen tuotteiden, mutta jossain määrin myös modulaaristen tuotteiden rintamalla. Tuotekehitystyön nostaminen keskiöön on mielestämme perusteltua, sillä omien tuotekehitysresurssien tukemana yhtiön on mahdollista murtautua asiakkaan arvoketuissa leveämpiin lohkoihin kuin sellaisten toimijoiden, joiden sisäiset painopistealueet ovat voimakkaasti tai puhtaasti valmistavissa toimissa / kolmansien osapuolien laiteintegraatioissa.

Tuotekehitykseen panostaminen on myös linjassa yhtiön markkina-asemoitumisen kanssa, sillä arviomme mukaan kilpailukykyinen operoiminen pääosin korkean räätälöintiasteen taskuissa ei etenkään pidemmällä aikavälillä ole mahdollista ilman jatkuvia panostuksia tuotekehitysosaamiseen (ml. tuotteen kokonaiskustannusten optimointi). Kokonaisuudessaan elinkaariajattelu taloudellinen kannustin nojaa kuitenkin vahvasti nykyisissä asiakkuuksissa pysymiseen, asiakkaan omien liiketoimintojen oikeansuuntaiseen kehittymiseen, onnistuneeseen uusasiakashankintaan ja siten riittävän suuriin tuotantovolyymeihin. Ilman kyseisiä tekijöitä tuotekehitystyön tuotto/panos-suhde jää väistämättä liian heikoksi, millä voi tuotekehitysfunktion kulurakennetta jäykistäviä vaikutuksia heijastellen olla voimakkaitakin vaikutuksia operatiiviseen kannattavuuteen.

## Älykkäällä räätälöinnillä skaalautuvuutta

Strategian toteuttamisen toisessa aallossa on tuoteportfolion älykäs räätälöinti. Arviomme mukaan älykäs räätälöinti tähtää sekä tuotekehitys- että tuotantoprosessin virtaviivaistamiseen tuotealustapohjaisuutta hyödyntäen. Operaatiotasolla tämä tarkoittaa näkemyksemme mukaan sitä, että tuotteen suunnitteluvaiheen fokus on vahvasti tuotteen universaalisuudessa eli siinä, että samaa ratkaisua voidaan tulevaisuudessa soveltaa myös muiden sovellusten (ml. eri teollisuudenalat) yhteydessä. Tätä dynamiikkaa mukaillen älykkään räätälöinnin keskeisin kulma onkin mielestämme tuotekehitystyön skaalautuvuuden hakeminen ja kustannustehokkaamman kokonaisprosessin tavoittelemisen.

Älykkään räätälöinnin operatiivisen toteuttamisen kannalta oleellinen alue on puolestaan asiakaskentän lopputuotekäyttöjen ja liiketoimintojen luonteiden laaja-alainen ymmärtäminen. Ilman näitä osaamisia asiakkaan ongelman sekä teholähteeltä vaadittavien ominaisuuksien ymmärtäminen jäisi liian pintapuoliseksi. Hyvää asiakaspysyvyyttä ja pitkäkestoisia asiakassuhteita heijastellen näemme, että yhtiö on historiassaan hallinnut näitä asioita vähintäänkin tyydyttävällä tavalla.

## Yhteistyökumppanit resurssivipuna

Strategian kolmantena tukipisteenä on yhteistyökumppanuuksien hyödyntäminen. yhteistyökumppanuuksien strategisena ajurina on omien resurssien kohdentaminen eniten lisäarvoa

# Strategia 2/4

tuottaviin toimintoihin. Kun huomioidaan yhtiön liiketoimintamalli ja strategiset kulmakivet, eniten lisäarvoa luovat toiminnot suuntautuvat yksiselitteisesti tuotekehityspuolelle. Näin ollen yhteistyökumppanien rooli strategian toteuttamisessa onkin arviomme mukaan omien tuotannollisten resurssien vivuttaminen (ts. sopimusvalmistajien hyödyntäminen) erityisesti korkeamman volyymitason tuotesovelluksissa.

Sopimusvalmistajien hyödyntäminen on myös kustannusrakenteeseen saavutettavissa olevien joustojen kannalta perusteltua, sillä toimivan sopimusvalmistajaverkoston kautta laskevan kysynnän tulosriveille osuvat vaikutukset jäävät arviomme mukaan pienemmiksi kuin tilanteessa, jossa valmistava tuotanto olisi täysin omien hartioiden varassa. Sopimusvalmistajien hyödyntäminen on myös pääoman allokoinnin kannalta järkevää, sillä niiden kapasiteettia hyödyntämällä Enedon on mahdollista vastata kohtuullisen lyhyelläkin vasteajalla voimakkaasti kasvavaan kysyntään ilman merkittäviä omaan tuotantokykyyn kohdistuvia investointeja.

## Kulutehokkuus nitoo strategian yhteen

Strategian neljäntenä ja mielestämme kokonaisuuden yhteen nitovana komponenttina on kustannustehokkuus, joka on etenkin kestävän kannattavuuskäänteen toteuttamista ajatellen perusedellytys. Toimialan arvoketjudynamiikan ja kysynnän verrattain hintasensitiivisen luonteen aiheuttamia jatkuvia tehostamisaineita mukaillen kustannustehokkuuden merkitys korostuu myös pidemmällä aikavälillä. Tätä taustaa vasten yhtiö

pyrkiikin arviomme mukaan jatkuvaluontoisesti tehostamaan toimintaansa muun muassa hankintaketjua kehittämällä ja tiettyjä tuotantoprosessin osia (ml. suunnittelu ja ohjaus) virtaviivaistamalla. Hankintaketjuun suuntautuvista tehostustoimista on kuitenkin hyvä korostaa sitä, että yhtiön pienen koon rajaamasta neuvotteluvoimasta sekä komponenttimarkkinan suhteellisen keskittyneestä luonteesta johtuen suorien toimenpiteiden (mm. volyyomialennukset tai paremmat maksuajat) purevuus on arviomme mukaan rajallinen. Näin ollen uskommekin hankintapuolen toimenpiteiden painottuvan lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä toimittajaverkoston hallintaan, komponenttien saatavuuden varmistamiseen sekä tiettyjen tilaus/toimitus-ketjussa olevien pullonkaulojen viilaamiseen.

Kokonaisuuden kannalta myös konsernintason kiinteiden kulujen karsiminen on korkealla yhtiön tämänhetkessä prioriteettilistassa. Näkemystämme tästä tukee vuoden alussa esitelty säästöohjelma ja sen puitteissa tavoiteltavat yli 4 MEUR:n rakenteelliset kulusäästöt. Etenkin pidemmällä aikavälillä kiinteiden kulujen karsiminen nykytasolta on looginen valinta, sillä kevyempi kulurakenne lisää yhtiön joustoa kysynnän vaihteluille ja toisaalta kasvattaa myös turvamarginaaleja tuotekehitystyön mahdollisia takaiskuja eli alaskirjauksia vastaan.

## Strategia tähtää kasvuun

Strategiassaan Enedo tähtää liiketoiminnan kokoluokan kasvattamiseen. Arviomme mukaan



## Strategian kulmakivet 1/2



### Elinkaariajattelu

- Enedon pitkä operatiivinen historia ja korkea teknologinen osaamistaso tukee tuotekehitystyössä onnistumista
- Uusien ratkaisuiden fokus koko elinkaaren hallinnassa ja kokonaiskustannusten optimoinnissa
- Keskiössä tiivis ja jatkuvaan kehittämiseen perustuva asiakasyhteistyö (ts. pyrkimys nostaa asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia)



### Älykäs räätälöinti

- Tuotekehitystyön skaalautuvuuden lisäksi älykkään räätälöinnin strateginen logiikka nojaa nopeutuviin vasteaikoihin
- Useissa eri loppukäytöissä toimiminen tuo tuotekehitykseen syvyyttä ja vahvistaa edellytyksiä älykkään räätälöinnin toteuttamiselle
- Alustapohjainen ajattelu vie standarditarjoamaakin pois perinteisistä bulkkituotteista
- Differoivina tekijöinä muun muassa etäohjattavuus ja ohjelmoitavuus

# Strategia 3/4

yhtiö pyrkii kasvamaan sekä nykyisten asiakkaiden tilausmäärien, ristiinmyyntiin (ml. Inissionin kautta tulevat mahdollisuudet) että uusasiakashankinnan kautta. Toimialan dynamiikan myötä nykyisissä asiakkaissa kasvamisen kannalta kriittistä on etenkin asiakkaiden omien liiketoimintojen oikeasuuntainen kehittyminen. Luonnollisesti myös yhtiön oman tuote- ja palvelutarjoaman kilpailukyyn rooli on asiakaskohtaisten markkinaosuuksien puolustamista ja nykyisten asiakkaiden tarjoamien kasvupolkujen realisoitua ajatellen tärkeä. Asiakkaan omien liiketoimintojen kehityessä suotuisasti, mutta Enedon omien ratkaisuiden kilpailukykyjen heiketessä olisi mielestämme epätodennäköistä, että asiakas allokoisi kasvanutta tehölähdetarvettaan kilpailukykyään menettäneelle toimittajalle. Strategisiin kulmakiviin suhteutettuna näemme etenkin elinkaariajattelun ja älykkään räätälöinnin olevan keskiössä sekä nykyisten asiakkaiden mukana kasvamista että uusien asiakkaiden voittamista ajatellen.

Uusasiakashankinnassa arvioimme painopisteen olevan puolestaan sellaisissa asiakkuuksissa, joiden lopputuotteilla on kestäviä pitkän aikavälin kilpailuetuja, ja joiden kysyntä osuu mahdollisimman laajalle alalle yhtiön omiin ydinosaa-alueisiin suhteutettuna. Tällaisia asiakkaita ovat arvioimme mukaan ja aikaisemmin todetun tapaan vaativissa ympäristöissä toimivat yhtiöt kuten energia- ja raideteollisuuden toimijat. Uusasiakashankintaa vaikeuttaa arvioimme mukaan kuitenkin se, että korkea räätälöintiaste voi kohottaa asiakkaan kohtaamat vaihdon

kustannukset verrattain korkeiksikin. Näin ollen uusasiakashankinta ei välttämättä takaa yhtiölle nopeaa orgaanista kasvua, ja lyhyellä aikavälillä volyymikasvun onkin ensikädessä nojattava vakiintuneiden asiakkaiden kasvaviin tilausmääriin ja ristiinmyyntihankkeiden onnistumisiin.

## Kasvun hakeminen on loogista

Mielestämme yhtiön kasvuhakuisuus on erittäin perusteltua ja käytännössä ainoa valinta, sillä orgaaninen kasvu on kannattavuuskäänteen kannalta kriittinen komponentti. Arviomme mukaan yhtiön omat tuotekehitys- ja tuotantoresurssit ovat nykyisellään riittäviä vastaamaan viime vuosia selvästikin korkeampaan kysyntään, eikä orgaanisen kasvun siten tulisi edellyttää merkittäviä panostuksia kiinteään omaisuuteen tai henkilöstöön. Käsitksemme mukaan merkittäviä kasvua rajoittavia rakenteellisia pullonkauloja ei tulisi löytyä myöskään yhtiön omasta tuotantokyvykkyydestä tai sopimusvalmistusverkostosta. Lisäksi yhtiöllä ei käsitksemme mukaan ole käynnissä olevan käänneohjelman ohella muita merkittävän kokoluokan sisäisiä kehityshankkeita. Näin ollen operatiivisten resurssien tulisi olla vapaasti käytettävissä käänteen eteenpäin viemistä, strategian toteuttamista ja siten pidemmän aikavälin arvonluontipohjan rakentamista varten.

## Tähtäimessä markkinaosuuksivoitot

Vuoden alussa tiedotetun rahoitusjärjestelyn yhteydessä yhtiö kommentoi tavoittelevansa vuoteen 2023 mennessä 5-10 % vuotuista liikevaihdon kasvua. Enedolle relevanttien



## Strategian kulmakivet 2/2



### Yhteistyökumppanuudet

- Kumppanuuksien hyödyntäminen leventää käytettävissä olevaa resurssimassaa
- Sopimusvalmistajien käyttö tuo joustoa pääoman hallintaan ja kysyntämuutoksiin sekä optimoi omia resurssien kohdentamista
- Yhteistyökumppaneiden vertikaalisen integraation uhka ei ole korkea
- Keskeisimpänä riskinä valittujen kumppanien laadun varmistaminen



### Kustannustehokkuus

- Kasvustrategian yhteen sitova elementti
- Muuttuvien kulujen puolella fokus prosessien virtaviivaistuksissa (mm. hankintaketjun kehittäminen ja tuotannon suunnittelu)
- Kiinteissä kuluissa painopisteenä myynti- ja tukifunktioiden tehostaminen (esim. tuotannonohjausjärjestelmän uusiminen)
- Kevenevä kulurakenne lisää liikkumatilaa ja ketteryyttä sekä kohottaa kokonaiskilpailukykyä



# Strategia 4/4

markkinalohkojen keskipitkän aikavälin kasvuvauhdin on arvioitu normaaleissa toimintaolosuhteissa olevan noin 4 %. Näin ollen kasvutavoitteeseen yltääkseen yhtiön tulisi napsia pieniä markkinaosuusvoittoja. Tähän yhtiöllä on mielestämme myös hyvät edellytykset kun huomioidaan rahoitusjärjestelyn myötä parantunut taloudellinen tilanne, uuden pääomistajan kautta tunnistettavat mahdollisuudet sekä Enedon omat ydinvahvuudet. Toimialan ansaintalogiikkaa mukaillen on kuitenkin huomioitava se, että pelkkä alla olevan markkinan kasvu ei automaattisesti takaa Enedon liiketoiminnan etenemistä. Yhtiölle tahtia lyökin etunenässä asiakkaiden liiketoimintojen kehittymiset, asiakaskohtaisten markkinaosuuksien muutokset sekä kokonaan uusien asiakkuuksien mukaan tuleminen.

Vaikka teollisiin arvoketjuihin etenkin komponenttien saatavuuden kautta yhä näkyvä koronapandemia voikin lyhyen ja osin myös keskipitkän aikavälin kasvumahdollisuuksiin vaikuttaa, ei pandemian tulisi jättää jälkiä toimialan rakenteellisiin kasvuajureihin (mm. tuotannon sähköistyminen). Näin ollen pidemmän aikavälin kasvukuva on mielestämme suotuisa. Kasvussa onnistuminen ja kannattavuuskäänteen toteuttaminen ovat luonnollisesti myös Enedon omistaja-arvon luonnin tärkeimmät ajurit.

Kannattavuuden osalta yhtiö on puolestaan todennut tavoittelevansa 8-10 % oikaistua käyttökate- ja 2-5 % oikaistua liikevoittomarginaalia. Asetetut tavoitteet ovat mielestämme yhtiön operatiivinen rakenne,

kokoluokka, asemoituminen, toimialan haastava arvoketjuasema ja siten molemminpuolisesti rajoittunut hinnoitteluvoima huomioiden järjeviä.

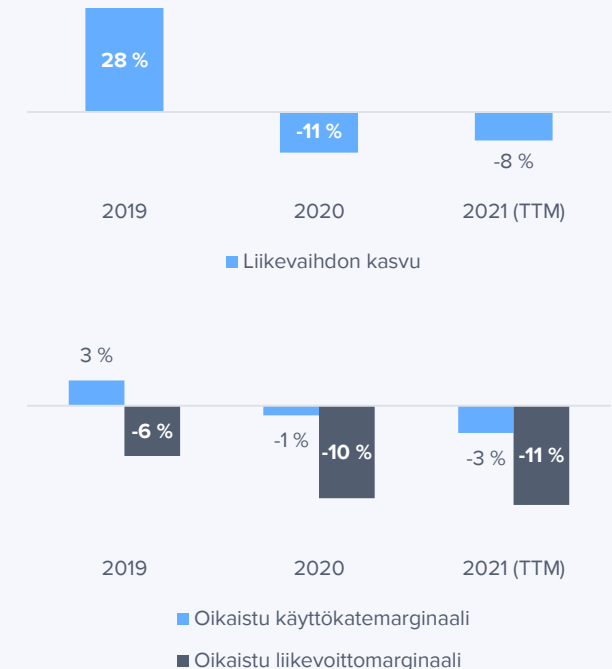
Kannattavuustavoitteisiin yltäminen vaatii yhtiöltä sekä orgaanista volyymikasvua että operatiivisen peruspelin tehostamista (ts. säästöohjelman suunniteltujen hyötyjen ulosmittaamista). Orgaaninen volyymikasvu takaisi yhtiölle riittävät työkalut kiinteästä kulurakenteesta löytyvien skaalautuvuuksien realisoinneille ja siten operatiivisen tuloksen liikevaihdon kasvua reippaammalle kasvattamiselle. Kasvun ohella yhtiön on välttämätöntä onnistua jatkamaan myös toiminnan virtaviivaistamista, sillä muutoin volyymiskasvun mukana tulevat hyödyt ovat vaarassa hautautua liikevaihdon perässä kohoavien kustannusten alle. Yhtiön uuden pääomistajan oma toimintakulttuuri on hyvin kulutietoinen ja näytöt vastaavanlaisten käänneohjelmien onnistuneesta toteuttamista vakuuttavat. Tämä tausta lisää luottamustamme myös Enedon käänteeseen liittyen.

Taseasemansa suhteen yhtiö on kommentoinut tavoittelevansa selkeää parantumista. Mittavan rahoitusjärjestelyn myötä tämänhetkinen taseasema on vakaahko (H1'21: omavaraisuusaste 27 % ja nettovelkaantumisaste 59 %) ja mielestämme sen tulisi tarjota käänteen eteenpäin viemiseen tarvittava työrauha. Näistä tasoista selkeä parantaminen taas voisi arviomme mukaan tarkoittaa omavaraisuusasteella katsottuna noin 40 % ja nettovelkaantumisasteella 10-20 %. Taseaseman kohenee luonnollisestikin tuloskäänteen etenemisen mukana.



## Taloudelliset tavoitteet

- **Kasvu:** liikevaihdon vuotuinen kasvu 5-10 %
- **Kannattavuus:** oikaistu käyttökatemarginaali 8-10 % ja oikaistu liikevoittoamarginaali 2-5 %.
- **Kulutaso:** vuosina 2021-2023 yli 4 MEUR:n vuotuiset pysyvät säästöt vuoden 2020 kulutasoon verrattuna
- **Rahoitusrakenne:** Pääomarakenteen selkeä parantaminen



# Taloudellinen tilanne 1/3

## Myyntikate pysynyt historiallisesti vakaana

Enedon suurin yksittäinen kuluerä on aine- ja tarvikkeikäyttö, joka on historiallisesti muodostanut noin 59-61 % kokonaiskustannuksista. Aine- ja tarvikkeikäytön kustannukset ovat liki täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia. Suhteelliseen osuuteen vaikuttaa kuitenkin jossain määrin aina kulloinkin tuotemix. Liikevaihtoon suhteutettuna aine- ja tarvikkeikäytön osuus on puolestaan ollut 64-67 % välissä. Näin ollen yhtiön historiallinen myyntikate on liikkunut 33-36 % haarukassa, mitä voidaan pitää toimintadynamiikka huomioiden varsin hyvänä. Oleellinen huomio on myös se, että haastavasta arvoketjuasemasta ja kroonisesta hintapaineesta huolimatta myyntikate on pysynyt hyvin vakaana. Tämä on positiivista tulevienkin vuosien katetasojen puolustamista ajatellen.

## Henkilöstö toiseksi suurin kuluerä

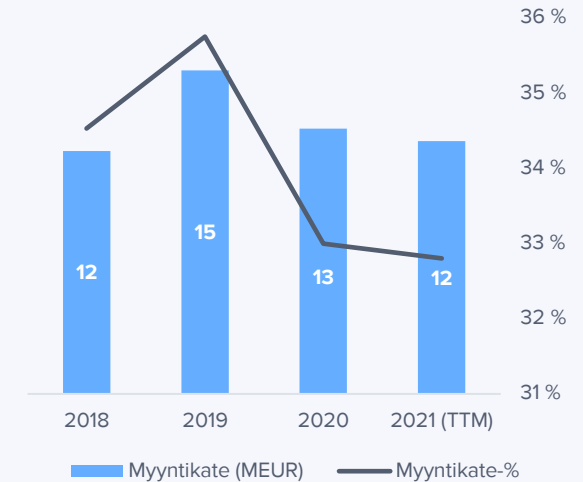
Enedon kulurakenteen toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, joiden osuus vuoden 2021 (TTM) kokonaiskustannuksista oli yhteensä 24 %. Liikevaihtoon suhteutettuna henkilöstökulujen osuus oli puolestaan viimeisen 12 kuukauden jaksolla 27 %. Yhtiön toiminta on varsin henkilöintensiivistä, vaikka oman tuotannon automaatioaste on käsityksemme mukaan viime vuosina noussut ja toisaalta sopimusvalmistajien kyvykkyyksiä on hyödynnetty enenevässä määrin. Henkilöstökulujen melko korkean suhteellisen osuuden taustalla on pitkälti yhtiön ansaintamalli, joka toimiakseen vaatii taakseen huomattavan määrän kiinteäpalkkaista tuotekehitysresurssia. Tuotekehitystyön lopputuotteeseen luoma lisäarvo

on huomattavasti kokoonpanevaa työtä korkeampi, mitä heijastellen myös sen yksikkökustannukset ovat suurempia. Tämän kokonaisuuden takia myös iso osa Enedon henkilöstökuluista on arviomme mukaan kiinteitä, vaikka absoluuttisesti suurempi osa henkilöstöstä työskentelee tuotannon puolella. Oma tuotantofunktio sijaitsee kuitenkin hyvin matalan kustannustason alueella, mikä osaltaan painaa muuttuvien henkilöstökulujen suhteellista osuutta. Tätä logiikkaa peilaten henkilökulurakenteessa onkin selkeää skaalautumispotentiaalia, sillä käsityksemme mukaan yhtiöllä on edellytyksiä (mm. älykkään räätälöinnin hyödyt) kasvaa ilman merkittäviä tuotekehitysresurssihin kohdistuvia panostuksia. Toisaalta nykyisellään henkilöstökulujen tarjoama joustovara on lyhyen tähtäimen kysyntämuutoksia ajatellen rajallinen.

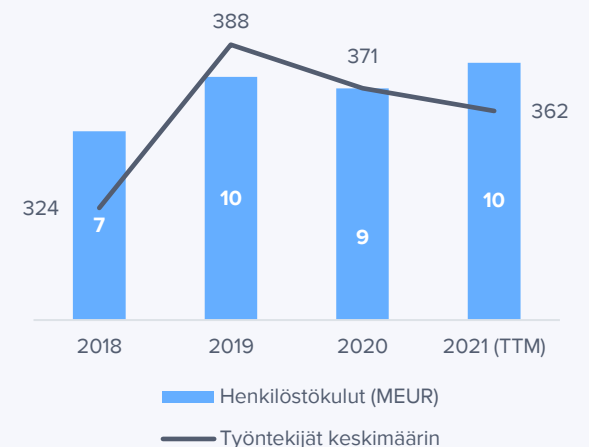
## Myös muissa kuluissa skaalautuvuutta

Enedon muiden kulujen osuus liikevaihdosta on historiallisesti ollut 12-16 %. Muut kulut ovat luonteeltaan pääosin kiinteitä, joskin mukana on myös joitain muuttuvia elementtejä. Viimeisten vuosien aikana muiden kulujen suhteellinen osuus on pysynyt hyvinkin vakaana, vaikka samaan aikaan liikevaihtotaso on heilunut melkoisesti. Tämän taustalla on arviomme mukaan ollut yhtiön viimeisten vuosien aikana toteuttamat tehostamistoimet ja niiden liikevaihdon laskun rasitteita kompensoineet vaikutukset. Tällä hetkellä yhtiö on viemässä läpi jo aikaisemmin mainittua yli 4 MEUR:n rakenteellisiin säästöihin tähtäävää ohjelmaa. Arviomme mukaan tavoiteltavista säästöistä osa kohdistuu

### Myyntikatteen kehitys



### Henkilöstökulujen ja henkilöstömäärän kehitys





# Taloudellinen tilanne 2/3

myös liiketoiminnan muihin kuluihin, mitä peilaten muiden kulujen absoluuttisen tason tulisi pienentyä. Vaikka muiden kulujen absoluuttinen lähtötaso säästöohjelman puitteissa toteutettavien toimien myötä todennäköisesti laskeekin, ei muun kulumassan perusluonne kuitenkaan muutu. Näin ollen näihin kuluihin jää pientä skaalautuvuutta, ja uskommekin muiden kulujen kehittyvän tulevina vuosina liikevaihdon kasvua hitaammalla tahdilla.

## Pääoman käytön tehokkuudessa ei ole ongelmia

Toiminnan maltillisesta pääomaintensiteetistä johtuen Enedon pääoma on ollut viime vuosina tehokkaassa käytössä ja sijoitetun pääoman kiertonopeus keskimäärin terveellä noin 2,3x tasolla. Tätä taustaa vasten yhtiöllä on mielestämme rakenteellisesti järkevät edellytykset yltää omistaja-arvoa luovaan sijoitetun pääoman tuottoon kroonisesti matalista voittomarginaaleista huolimatta. Historiallisella pääoman käytön tehokkuudella ja nykyisellä pääoman tuottovaateella (WACC 10 %) tähän pääsemisen tarkoittaisi kestävästi yli 4 % liikevoittomarginaalin tekemistä ja siten asetetun kannattavuustavoitteen paremmalle puoliskolle osumista. Säästöohjelman täysimääräisten hyötyjen mukaisella kulurakenteella tällainen marginaalitasoa taas vaatii taakseen arviomme mukaan noin 46-49 MEUR:n liikevaihtokuorman (2021e: 38 MEUR). Täten myös tästä kulmasta katsottuna volyymikasvu on kriittinen arvonluonnin ajuri.

## Taseasema tarjoaa tarvittavan työrauhan

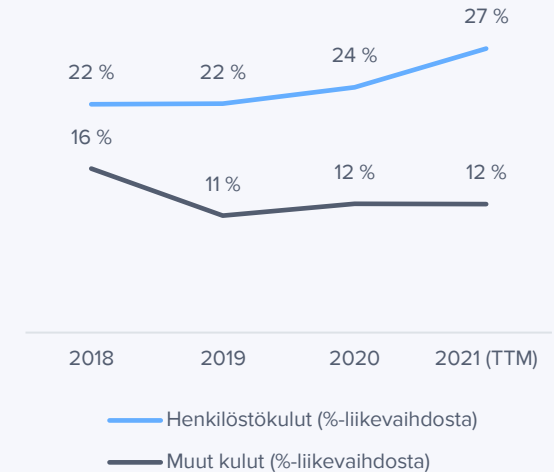
H1'21:n lopussa Enedon omavaraisuusaste oli 27 % ja nettovelkaantumisaste 59 %. Kassassa yhtiöllä

oli H1'21:n lopussa 3,6 MEUR, mikä on toiminnan nykyiseen kokoluokkaan ja ansaintalogiikkaan suhteutettuna varsin tukeva taso. Taseen loppusumma oli puolestaan noin 33 MEUR.

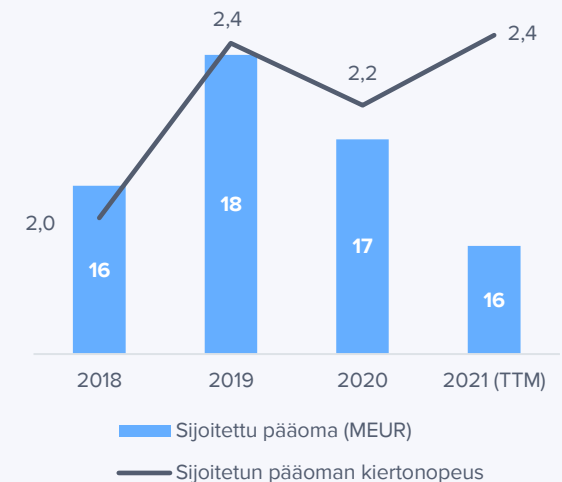
Yhtiön taseasemaa on alkuvuoden aikana toteutetuilla rahoitusjärjestelyillä (ml. velkojen mitätöinti) paikattu merkittävästi, sillä vielä vuoteen lähdeäessä omavaraisuusaste oli -7 % ja kassavarat ainoastaan hieman yli 1 MEUR. Näin ollen yhtiön taloudellinen liikkumatila ennen toteutettua järjestelyä oli käytännössä olematon ja ilman sitä kestävä käänteeseen vaatimien toimenpiteiden toteuttaminen olisi arviomme mukaan ollut liki mahdotonta. Tätä peilaten rahoitusjärjestely oli luonnollisestikin perusteltu strateginen liike, vaikka sen kustannuksena olikin vanhojen omistajien omistusosuuksien ikävä laimentuminen. Toisaalta vanhoille omistajille yhtenä realistisena vaihtoehtokustannuksena tilanteessa oli myös pääoman lopullinen tuho.

Tällä hetkellä yhtiön taseasema on vakaahko ja mielestämme se tarjoaa riittävät työkalut ja -rauhat käänteeseen vaatimien toimien tekemiselle. Toki täpötäysiä vapausasteita taseasema (mm. isommat kasvuinvestoinnit) ei kuitenkaan sisällään pidä, mikä korostaa operatiivisen käänteeseen oikeansuuntaisen etenemisen (ml. kassavirta) merkitystä. Käänteeseen viivästyessä merkittävästi tai pahimmassa skenaariossa kokonaan epäonnistuessa olisi uuden rahoituksen hankkiminen tällaisessa tilanteessa ja siten jo hyvin pitkään jatkuneiden taloudellisten vaikeuksien takia melkoisen vaikeaa.

## Henkilöstö- ja muut kulut

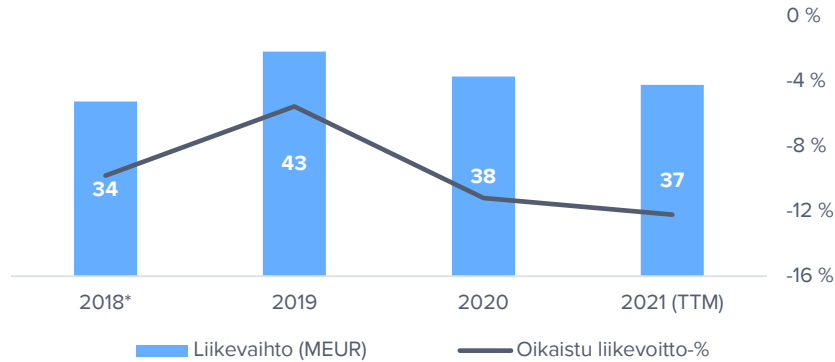


## Sijoitetun pääoman kiertonopeus



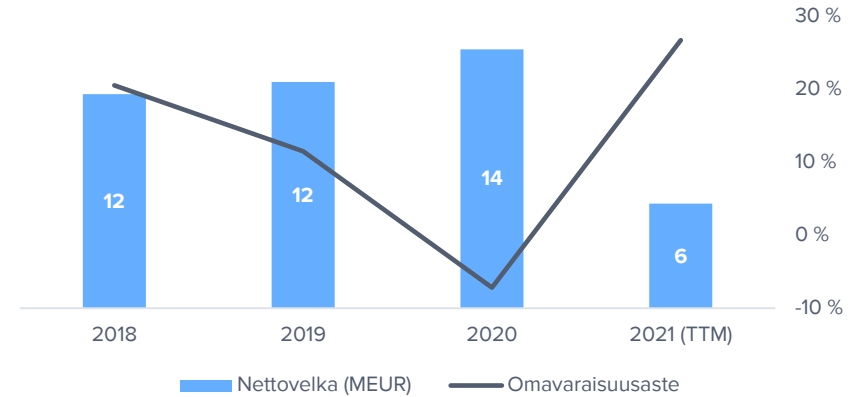
# Taloudellinen tilanne 3/3

### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

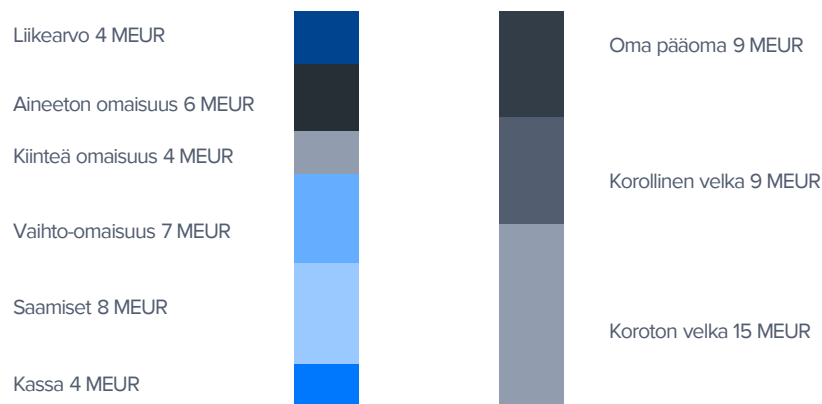


\*Jatkuvat toiminnot eli mukana ei ole telekommunikaatio-liiketoimintaa

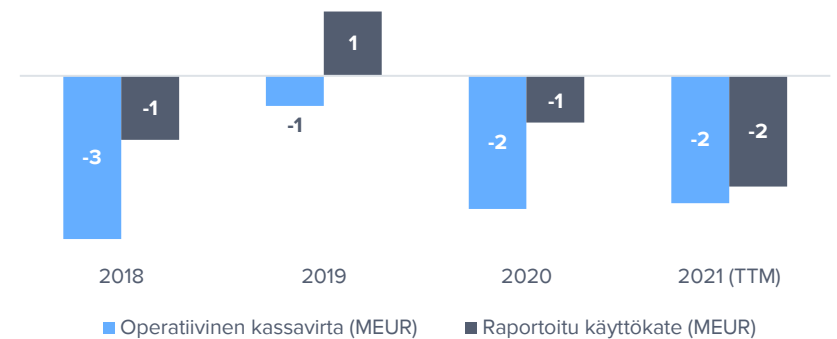
### Taseaseman kehitys



### Taserakenne H1'21:n lopussa



### Kassavirran kehitys



# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Enedon liikevaihdon lyhyen ja keskipitkän aikavälin kehitystä odotetun markkinakasvun, keskeisimpien asiakassegmenttien näkymien sekä arvioimiemme asiakaskohtaisten markkinaosuusmuutosten pohjalta. Pidemmällä aikavälillä ennusteemme puolestaan perustuvat Enedolle relevanttien loppumarkkinoiden arvioituihin kasvuihin, jotka taas mukailevat melko vahvasti kansantalouden yleistä kehitystä. Lyhyellä aikavälillä keskeisimmät kasvuennusteisiimme kohdistuvat riskit liittyvät pitkälti asiakkaiden tilausmäärien kehittymisiin ja oman toimituskyvyn kuntoon. Samat muuttujat pätevät tietysti myös pidemmällä aikavälillä, joskin tällöin kasvun tavoittelussa onnistuminen on selvästi riippuvaisempi oman kilpailukyvn kehittymisestä ja strategian suunnitelmien mukaisesta toteuttamisesta.

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuudessa keskitymme kasvun, myyntikatteen, säästöohjelman etenemisestä asteittain tulevien tehokkuusnostojen sekä siten kiinteän kulurakenteen mallintamiseen. Pitkällä aikavälillä ennakoimme kannattavuutta taas yhtiölle arvioimamme kestävän marginaalitason kautta. Keskeisimmät operatiiviseen kannattavuuteen kohdistuvat epävarmuudet liittyvät kuluprofiilia mukaillen sekä orgaaniseen kasvuun että säästöohjelman onnistumiseen ja sen todelliseen etenemisvauhtiin.

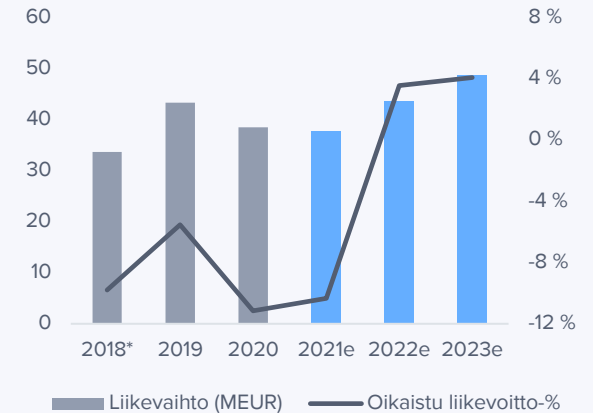
## Perustan valamista vuonna 2021

Vuoden 2021 ensimmäinen vuosipuolisko oli

Enedolle hyvin kaksijakoinen ja erityisesti operatiivisessa mielessä se voidaan perustellusti todeta valtavan haastavaksi. Kysyntäpuolella koronapandemian rooli pysyi oleellisena ja se aiheutti näkyviä vaikutuksia etenkin Power Suppliesin ja Led Driversin loppukysyntöihin. Power Systemsissä tilanne sen sijaan oli toisenlainen, sillä läpi pandemia-ajan hyvin suorittanut tuotelinja jatkoi terveellä kasvu-uralla etenemistään. Myöskään tarjontapuolen ylimääräisiltä harmeilta ei välttytty. Pääsyy tällä saralla kohdatuille haasteille löytyi varsin yllätyksettömästi komponenttien globaalin allokaatiotilanteen aiheuttamista saatavuusongelmista. Nämä ongelmat heijastuivat venyneiden toimitusaikojen kautta oman tuotantokyvyn haavoittumiseen (mm. toimitusten siirtymät), minkä lisäksi kokoluokaltaan hieman pienempää takapakkia Enedo kohtasi myös Tunisian tuotantolaitosta rasittaneista kapasiteettirajoituksista. Edellä mainittujen molemminpuolisten tekijöiden yhteisvaikutuksesta Enedon liikevaihto laskikin H1:llä 4 % ja operatiivinen tappio yli nelinkertaistui jo valmiiksi heikolla tasolla olleesta vastakaudesta.

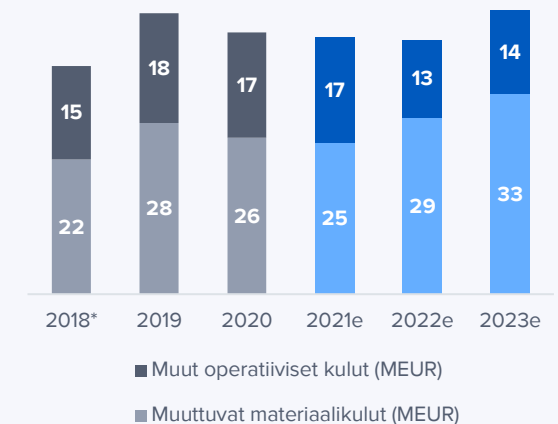
Strategisesti katsottuna alkuvuosi oli puolestaan huomattavasti parempi ja tehdyt liikkeet tulevaisuuden turvaamisen kannalta välttämättömiä. Luonnollisestikin toteutettu rahoitusjärjestely ja sen tiimoilta käynnistetty käänneohjelma olivat strategiatason kirkkaimpia virstanpylväitä. Käänneohjelman tiimoilta kuluva vuosi on vielä pitkälti perustan kuntoon valamista, mitä mukaillen varsinaisten hyötyjen

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



\* Jatkuvat toiminnot

## Operatiivisten kulujen kehitys



\* Jatkuvat toiminnot

## Ennusteet 2/3

realisoitumista on perusteltua odottaa vasta ensi vuodesta eteenpäin. Keskeisimpiä käänneohjelman nimissä tehtyjä alkuvuoden toimia olivat muun muassa liiketoimintojen uudelleenvastuuttaminen, Italian tuotannonjohdon siirtäminen Tunisiaan sekä uuden ERP-järjestelmän käyttöönotto. Isossa kuvassa näiden toimien teolliset logiikat kiteytyvät alla olevien prosessien virtaviivaistamisiin, mikä puolestaan operatiivisesti ajateltuna tarkoittaa toimintaan tulevia tehokkuus- ja kuluparannuksia ja sitä kautta kohenevaa kokonaiskilpailukykyä.

H1-raporttinsa yhteydessä Enedo poisti aikaisemman ohjeistuksensa, eikä yhtiölle siten ole voimassa olevaa arviota koskien vuoden 2021 taloudellista kehitystä. Ohjeistuksen pois vetäminen heijastelee käännesuunnitelman toteuttamista (mm. ylimääräisten kulujen aiheutuminen) sekä yhä pandemiaan ja sen seurannaisvaikutuksiin liittyvää epävarmuutta. Koko vuoden osalta odotamme Enedon liikevaihdon laskevan 2 % 38 MEUR:oon vuoden jälkimmäisellä puoliskolla piristyvän markkinan paikattessa tahmeaksi jäänyttä alkuvuotta. Yleisesti ottaen paranevan toimintaympäristön tulisi arviomme mukaan näkyä etenkin Power Suppliesin ja Led Driversin loppukysynnössä, mutta toki piristyvän kokonaiskuvan pitäisi tukea myös perusluonteeltaan hivenen vakaamman Power Systemsin ratkaisuja.

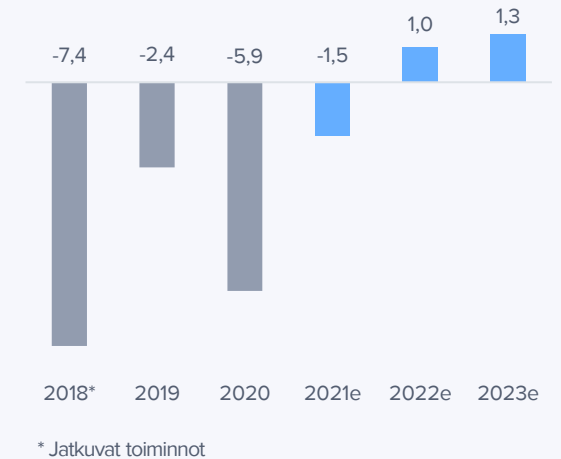
Oikaistun liiketappion odotamme jäävän vertailukauden tasalle 3,9 MEUR:oon vuositason volyymilaskun, alkuvuoden aikana syntyneen reippaan tappion ja käänneohjelman

ensimmäisten pienten hyötyjen nettovaikutusten ajamana. Koko vuoden rahoituserien arvioimme puolestaan netottuvan 2,3 MEUR:n verran positiiviseksi nykyiselle pääomarakenteelle arvioimiamme rahoituskuluja ja ensimmäisellä vuosipuoliskolla realisoitunutta 3,3 MEUR:n kertaluontoista tuottoa heijastellen. Näiden ja ennakoimiamme pienten veroerien jälkeen odotamme Enedolta koko vuodelta -1,5 MEUR:n oikaistua tilikauden ja vastaavasti -0,02 euron osakekohtaista tulosta. Tappiosta johtuen odotamme vuoden lopun taseaseman olevan piirun verran H1'21:n lopun tilannetta heikompi (2021e: omavaraisuusaste 22 % ja nettovelkaantumisaste 76 %).

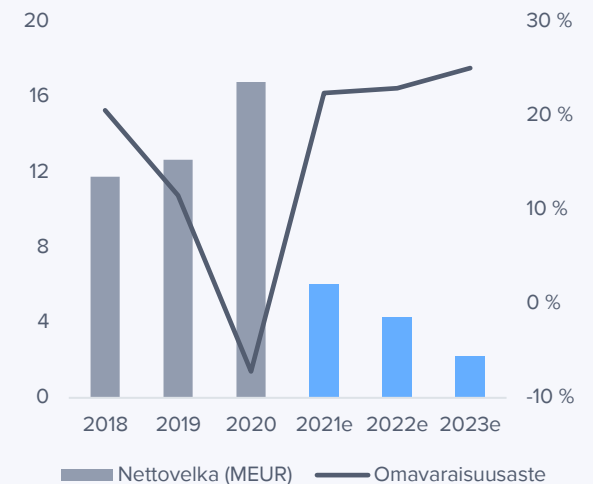
### Takaisin tuloksentekoon vuonna 2022

Vuonna 2022 odotamme Enedon suorituskyvyn nousevan uudelle tasolle ja liikevaihdon kiihdyttävän 15 % noin 43 MEUR:oon. Keskeisimpinä liikevaihdon kasvun ajureina pidämme relevanttien kohdemarkkinoiden piristyviä loppukysyntöjä (ts. eri teollisuudenalojen investointiaktiiviteettien nousut) sekä Enedon oman teknologisen kilpailukyvyn pitävyyttä. Toisaalta uskomme yhtiön löytävän ensi vuonna ensimmäiset uudet liiketoiminnat myös nykyisen pääomistaja Inissionin tarjoamista mahdollisuuksista. Konkreettinen esimerkki tällaisista mahdollisuuksista on mielestämme Enedon portfolion tarjoaminen sellaisille Inissionin asiakkaille, jotka ovat asemoituneet Enedon omia ydinosaamia vastaaville alueille kuten vaatvien loppukäyttöjen teollisuuselektronikkaan.

Oikaistun nettotuloksen (MEUR) kehitys



Taseaseman kehitys



# Ennusteet 3/3

Oikaistun liikevoiton arvioimme ponnistavan ensi vuonna 1,5 MEUR:oon reippaan liikevaihdon kasvun, sen skaalautumisen ja samaan aikaan läpi tulevien käänneohjelman tehokkuushyötyjen — eräänlainen operatiivinen tuplavipu myynnin mennessä ylös ja kulutason alas — ajamana. Tällainen tulostasosta vastaisi yhtiölle selvästi taloudellisten tavoitteiden sisään menevää ja toimialan kontekstissa verrattain mallikasta 3,5 % liikevoittomarginaalia. Tuloslaskelman alarivien jälkeen odotamme oikaistun nettotuloksen nousevan 1,0 MEUR:oon ja osakekohtaisen tuloksen 0,01 euroon. Tätä kehityskaarta mukaillen odotamme yhtiön palaavan takaisin tuloslaskelman alimman rivin tuloksenteleeseen ensimmäistä kertaa sitten vuoden 2011.

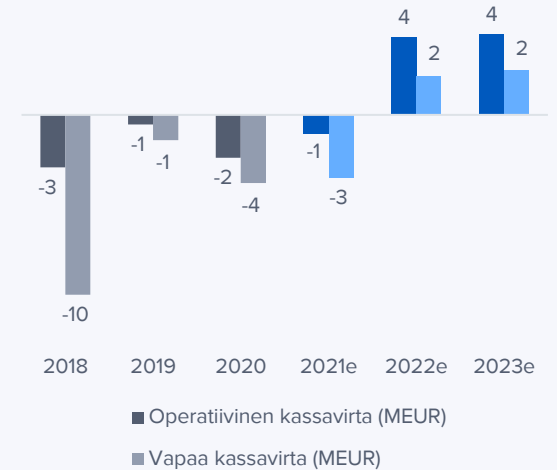
Operatiivisen kassavirran odotamme kohoavan petraavan tulostason ja tehokkaamman käyttöpääoman hallinnan (ml. Inissionin kautta tulevat pienet hankintasynergiat) myötä selvästi edellisvuotta korkeammalle. Tämän odotamme tavanomaiseen tapaan näkyvän vuoden loppuun mennessä 23 %:iin nousevassa omavaraisuusasteessa ja 48 %:iin laskevassa nettovelkaantumisasteessa. Pääoman allokoinnissaan uskomme yhtiön priorisoivan pääomarakenteen kestävästä vakauttamisesta ja pidemmän aikavälin kasvun vaatimia pieniä investointeja. Tätä peilaten emme näe minkäänlaisia voitonjaon muotoja todennäköisinä lähitulevaisuudessa, vaikka ennusteissamme yhtiön operatiivinen kurssi suoristuukin ja teoreettiset edellytykset voitonjaolle palautuvat.

## Pidemmän aikavälin ennusteet

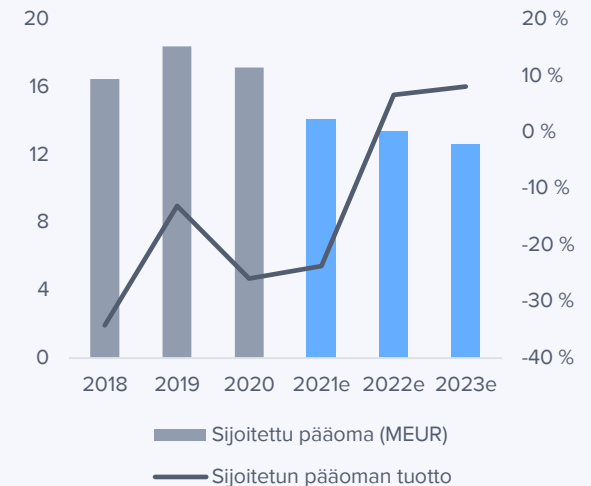
Odotamme Enedon jatkavan parantuneen operatiivisen tehokkuuden myötä tervettä kasvua myös vuodesta 2022 eteenpäin. Pidemmälle katsovassa ennusteessamme arvioimme yhtiön pysyvän kiinni hyvässä kasvuvauhdissa kohdesegmenttejä ohjaavien kysyntäajureiden sekä omien keskeisimpien vahvuuksien tukemana. Tätä mukaillen ennustamme Enedon liikevaihdon kasvavan pitkällä tähtäimellä 3-4 %, mikä on samalla linjalla yhtiön asemoitumisen alle menevien loppukäyttöjen arvioitujen kasvuvauhtien kanssa. Näin ollen pidemmän aikavälin ennusteemme ei itsessään ole tavattoman vaativa etenkin, kun huomioidaan Inissionin kautta jollain aikataululla hyvin todennäköisesti tulevat kokonaan uudet liiketoimintamahdollisuudet. Toisaalta Enedon omat viimeisten vuosien näytöt — osaltaan seurausta hyvin epätavallisista olosuhteista — orgaanisesta kasvusta eivät ole erityisen vakuuttavia, mitä mukaillen pidämme pidemmän aikavälin ennusteissimme sisällyttämäämme varovaisuutta perusteltuna.

Oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme asetettavan pitkällä aikavälillä 4-5 % tasolle, mikä on linjassa yhtiön asettamien taloudellisten tavoitteiden kanssa. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat liikevaihdon kasvu, käänneohjelman kestävä ja siten onnistunut toteuttaminen sekä tavanomaiset tehokkuusnostot. Pääriskit taas ovat tuttuja ja ne liittyvät edellä mainittujen ajureiden vastakohtiin.

## Kassavirran kehitys



## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>23,0</b>	<b>20,3</b>	<b>43,3</b>	<b>19,7</b>	<b>18,8</b>	<b>38,5</b>	<b>18,1</b>	<b>19,7</b>	<b>37,8</b>	<b>43,5</b>	<b>48,7</b>	<b>53,6</b>
Enedo	23,0	20,3	43,3	19,7	18,8	38,5	18,1	19,7	37,8	43,5	48,7	53,6
<b>Käyttökate</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,0	-1,7	-3,7	-1,8	-1,8	-3,6	-1,7	-1,4	-3,1	-2,7	-2,7	-2,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-1,1	2,5	-0,2	2,3	-0,4	-0,3	-0,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>-5,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>
Verot	0,0	0,2	0,2	0,1	-0,9	-0,8	0,0	0,2	0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,17</b>	<b>-0,28</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,69</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,17</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,46</b>	<b>-0,74</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>

Tunnusluvut	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	202,6 %	82,9 %	-17,4 %	-14,3 %	-7,4 %	-11,1 %	-8,1 %	4,8 %	-1,8 %	15,0 %	12,0 %	10,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-78 %	-44 %	-64 %	94 %	45 %	63 %	31 %	-25 %	-0,4 %	-139,4 %	28,9 %	28,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	3,9 %	1,0 %	2,5 %	-0,5 %	-3,0 %	-1,7 %	-6,5 %	-1,2 %	-3,7 %	9,8 %	9,6 %	9,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-3,9 %	-7,4 %	-5,5 %	-8,8 %	-11,6 %	-10,2 %	-12,6 %	-8,3 %	-10,3 %	3,5 %	4,1 %	4,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	-4,8 %	-7,1 %	-5,9 %	-12,1 %	-20,4 %	-16,2 %	-2,1 %	-8,1 %	-5,2 %	2,2 %	2,8 %	3,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>17,7</b>	<b>15,6</b>	<b>14,8</b>	<b>14,8</b>	<b>14,4</b>
Liikearvo	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Aineettomat hyödykkeet	7,0	6,0	6,6	5,9	5,5
Käyttöomaisuus	3,7	3,5	2,2	2,8	2,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	2,4	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>14,4</b>	<b>13,6</b>	<b>20,5</b>	<b>24,0</b>	<b>26,4</b>
Vaihto-omaisuus	7,6	6,6	6,0	6,5	6,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	5,6	5,8	6,0	6,5	7,3
Likvidit varat	1,1	1,1	8,3	10,9	12,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>32,1</b>	<b>29,2</b>	<b>35,3</b>	<b>38,8</b>	<b>40,8</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>3,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>10,2</b>
Osakepääoma	15,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-50,5	-56,3	-58,3	-57,3	-56,0
Omat osakkeet	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Muuntoerot	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Muu oma pääoma	38,9	53,8	65,8	65,8	65,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>8,2</b>	<b>11,4</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Lainat rahoituslaitoksilta	6,5	9,8	5,2	5,4	5,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>20,2</b>	<b>19,9</b>	<b>20,6</b>	<b>22,8</b>	<b>23,8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	7,3	8,1	9,1	9,7	9,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,5	11,3	11,0	12,6	14,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>32,1</b>	<b>29,2</b>	<b>35,3</b>	<b>38,8</b>	<b>40,8</b>

# Arvonmääritys 1/3

## Hinnoittelussa tulos- ja volyymipohjaisuutta

Mielestämme Enedon hinnoittelua on järkevintä katsoa sekä tulos- että volyymipohjaisten kertoimien kautta. Nykyiselle kehitysvaiheelle pidämme taserakenteen huomioivia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia käyttökelpoisimpina mittareina. Pidemmällä aikavälillä ja kannattavuuskäänteen juostessa selvemmin myös tuloslaskelman alariveille saakka on P/E-luvunkin soveltaminen mahdollista. Liikevaihtopohjaista EV/S-kerrointa pidämme puolestaan etenkin lyhyellä aikavälillä hyvänä tukimenetelmänä tappiollisia / mataliksi jääviä tulosrivejä ja siten tulospohjaisten kertoimien tarjoamaa rajallista tarttumapintaa heijastellen. Samalla EV/S-kerroin toimii myös eräänlaisena tarkistuspisteenä osakkeeseen kohdistettujen kasvu- ja kannattavuusodotusten tarkastelulle. Absoluuttisina kertoimina olemme käyttäneet määrittelemiämme hyväksyttäviä tuloskertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme yhtiön kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista.

## Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Enedon arvostukseen:

- **Kannattavuuskäänteen eteneminen ja sen onnistunut toteuttaminen** keventäisi yhtiön kiinteää kulurakennetta ja takaisi edellytykset kestävästi järkevän kannattavuustason tekemiselle. Pidemmällä aikavälillä tämä on omistaja-arvon luomisen perusedellytys. Käänteen hyvä eteneminen laskisi luonnollisesti

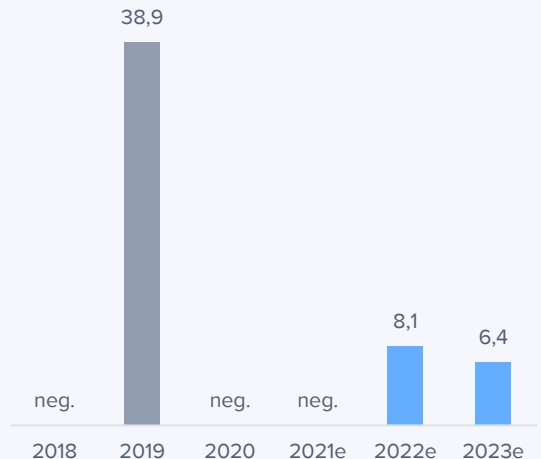
myös osakkeen verrattain korkeaa riskiprofilia, mikä puolestaan tukisi hyväksyttävää arvostustasoa.

- **Orgaaninen kasvunäkymä on terve** ja mielestämme Enedolla on todistettua teknologista kilpailukykyä. Kääntöohjelman etenemisen tulisi kevenevän kulurakenteen seurauksena parantaa yhtiön hintakilpailukykyä ja osaltaan vahvistaa orgaanisia kasvuedellytyksiä. Myös nykyisen pääomistajan operaatioista löytyy arviomme mukaan Enedolle mielenkiintoisia ja jossain määrin itsenäisen tekemisen ulkopuolisia mahdollisuuksia.
- **Haastavan tuloshistorian takia** sijoittajien luottamus yhtiötä kohtaan on väistämättä heikko. Tämä vaikeuttaa kääntöohjelman mahdollisen onnistumisen jälkeiseen hyvään nojaamista ja laskee nykyiselle kehitysvaiheelle hyväksyttävää arvostustasoa.
- **Haastava arvoketjupositio** komponenttitoimittajien ja asiakkaiden välissä sekä rajaa neuvotteluvoimaa että luo kulupaineita. Nämä tekijät taas rajaavat pidemmän aikavälin marginaalipotentialiaa ja sitä kautta myös arvonluontikykyä.
- **Kysyntäajurit ovat investointivetoisia**, mikä altistaa Enedon talouden suhdannevaihteluille. Alla on kuitenkin useita erilaisia teollisuudenaloja ja loppukäyttäjät, mikä osaltaan tasaa / rajaa sykliherkkyyttä.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,37	0,37	0,37
Osakemäärä, milj. kpl	68,7	68,7	68,7
Markkina-arvo	25	25	25
Yritysarvo (EV)	31	29	27
P/E (oik.)	neg.	25,9	18,6
P/E	neg.	25,9	18,6
P/Kassavirta	neg.	12,2	10,7
P/B	3,2	2,8	2,5
P/S	0,7	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	neg.	8,1	6,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	19,1	13,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

## EV/EBITDA



Lähde: Enedo, Inderes



# Arvonmääritys 2/3

Näiden tekijöiden pohjalta Enedolle hyväksyttävä ja kannattavuuskäänteeseen jälkeinen arvostus voisi mielestämme EV/EBITDA-kertoimella tarkoittaa 5x-7x ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimella 8x-10x. Volyympohjaisesti pidämme taas noin 0,5x-0,6x hahloa yhtiöllä järkevänä alueena. Näiden tasojen keskipisteet ovat Helsingin pörssin historiallisia mediaaneja matalammat. Yhtiön vaikea operatiivinen historia ja verrattain matala rakenteellinen kannattavuuspotentiaali huomioiden pidämme tätä perusteltuna, vaikka lähtökohtaisesti emme hinnoittelua suhteessa pörssin yleiseen tasoon tarkastelekaan.

Yhtiölle arvioimamme hyväksyttävät kerroinhaarukat eivät ole lukittuja. Mikäli käänneohjelma etenee odotuksiamme nopeammin ja / tai toteutuu ennakoimaamme paremmin (tällöin myös kasvuvauhti nykyisiä ennusteitamme voimakkaampi), on hyväksymissämme arvostustasoissa nostovaraa. Toisaalta sama logiikka toimii toiseenkin suuntaa, mitä peilaten käänneohjelman tökkiminen tai sen jääminen kokonaan piippuun laskisi jo ennestään varsin matalaa absoluuttista arvostustasoa.

## Arvostus on erittäin vaativa

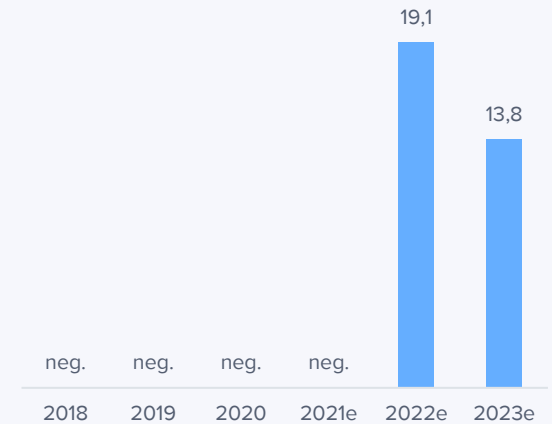
Aikaisemmin mainittuun tapaan vuosi 2021 tulee olemaan Enedolle vielä operatiivisten rakenteiden kuntoon laittamista ja kestävän tuloskäänteeseen edellyttämien pohjatöiden tekemistä. Tämän takia hinnoittelun tarkasteleminen vuoden 2021 kertoimilla ei ole mielekästä. Arvostuksen pohdinnassa katseet pitääkin siirtää täysimääräisesti vuoteen 2022 ja siitä eteenpäin.

Tällöin käänneohjelman mukaisten toimenpiteiden tulisi jo näkyä ja tuloksentelekkyyden olla siten merkittävästi tämänhetkistä parempi.

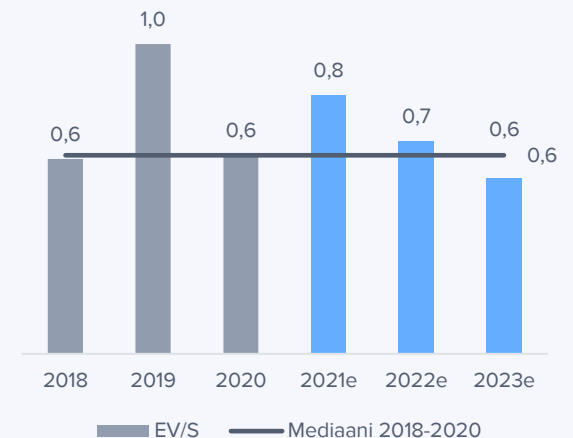
Ennusteidemme mukaiset EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2022 ja 2023 ovat 8x ja 6x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 19x ja 14x. Yleisilmeeltään ja Enedon yhtiöprofiili (mm. haastava arvoketjuasema ja rakenteellisesti lyhyt näkyvyys) huomioiden nämä kertoimet ovat korkeita, vaikka ennusteissamme on sisällä jo hyvinkin reipas tulosparannus. Myöskään ensi vuoden 0,7x tasolla olevaa volyympohjaista EV/S-kerrointa ei voida varsinaisena tukitasona saati turvaverkkona pitää. Toisaalta se ei ole myöskään täysin posketon, vaikka odottamaamme vahvaan orgaaniseen kasvuun epävarmuuksia liittyykin. Tätä kokonaiskuvaa peilaten näemme, ettei Enedon arvostuksen narratiivi ole viimeisten kuukausien aikana muuttunut juuri lainkaan. Näin ollen osakkeen hinnassa on mielestämme edelleen liikaa etukenoa ja käänneohjelman toteuttamisen jälkeisen ajan onnistumisia.

Jotta nykyinen arvostus olisi perusteltua ja tällä hinnalla tehtävä sijoitus osakkeenomistajalle tuottava, tulisi yhtiön jättää nykyiset ennusteemme suorasukaisesti ilmaistuna kilometrien päähän. Käytännössä tämä tarkoittaisi yhtä aikaa sekä ennakoimaamme volyymikkehitystä rutkasti vauhdikkaampaa kasvua että toteuttavien käännetoimien odotuksiamme parempaa purevuutta. Volyymikkehityksen osalta nykyiset ennakkokaavailumme (2021e-2024e: CAGR 9 %) voisivat osoittautua liian varovaisiksi, mikäli esimerkiksi nykyinen pääomistaja Inission

EV/EBIT (oik.)



EV/S



# Arvonmääritys 3/3

onnistuisi omasta liiketoiminnasta paikallistamaan oleellisia määriä Enedon itsensä hyödynnettävissä olevia rajapintoja. Toisaalta Enedolta tulisi näkemysmeksemme mukaan löytyä vähintäänkin riittävää kilpailukykyä myös omasta takaa erityisesti vaativien olosuhteiden sietokykyä ja korkeatasoista teknologiaa edellyttävien sovellusten (mm. Power Systemsin ratkaisut) saralla. Nykyisen pääomistajan historialliset näytöt kannattavuusvaikeuksissa painivien yhtiöiden kääntämisestä ovat puolestaan vahvat, mikä osaltaan parantaa luottamusta myös Enedon käynnissä olevan kääntöohjelman onnistunutta toteuttamista ajatellen.

Mikäli Enedo vuonna 2023 yltäisi 73 MEUR:n liikevaihtoon (50 % yli nykyisen ennusteemme), tekisi toimialan kontekstiin nähden erinomaisen kannattavuuden ja noin 4 MEUR:n operatiivisen tuloksen (100 % yli nykyisen ennusteemme), olisi yhtiön markkina-arvo hyväksyttäväksi arvioimallamme 9x EV/EBIT-kertoimella ja nettovelattomalla taseella noin 35 MEUR. Nykyiseen 25 MEUR:n markkina-arvoon peilattuna ja vuotuisiksi tuotto-odotukseksi käännettynä tällainen skenaario puolestaan tarkoittaisi noin 12 % vuosituottoa (vrt. oman pääoman tuottovaade noin 11 %). Mielestämme tämä konkretisoikin varsin hyvin sen, miten paljon tulevaa hyvää osakkeen hinta tällä hetkellä sisältää.

## Kassavirtamalli

Annamme arvonmäärityksessämme pienen painoarvon myös kassavirtamallille (DCF) huolimatta siitä, että se on hyvin herkkä

terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet terminaalijakson muuttujissa realistisesti saavutettavissa olevia parametrejä Tätä mukailien malli tarjoaa mielestämme riittävän käyttökelpoisen tuen osakkeen hinnoittelun tarkastelulle. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 0,22 euroa, mikä vahvistaa näkemystämme osakkeeseen tällä hetkellä kohdistettujen tulevaisuuden odotusten ylisuuresta mittaluokasta.

Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu vakiintuu pitkällä aikavälillä 3-4 %:iin ja liikevoittomarginaali asettuu 4-5 %:iin. Viimeisten vuosien tekemiseen suhteutettuna tällainen suoritustaso on merkittävästi parempi ja mallin mukainen suorittaminen onkin riippuvainen kääntöohjelman onnistumisesta. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä siedettävällä 64 % tasolla. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,6 % ja oman pääoman kustannus 11,1 %. Riskittömänä korkona olemme soveltaneet 2 % ja markkinan riskipreemiona vastaavasti 4,75 %.

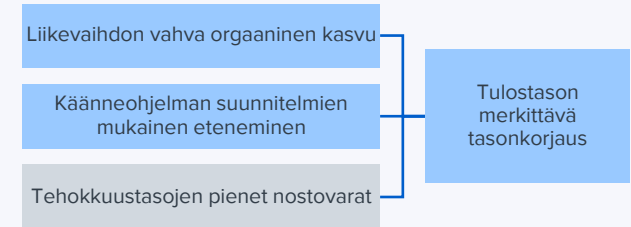
## Tuotto/riski-suhde ei ole palkitseva

Eri arvostusmenetelmien muodostama kokonaisuus on varsin yksiselitteinen ja haastavasta arvostuksesta indikoiva. Mielestämme osakkeeseen hinnoitellaan sisään jo todella suotuisa ja selvästi odotuksiamme parempi lähivuosisen operatiivinen meno, eikä keskeisimpiä riskejä huomioida riittävällä tavalla. Tämä epäsuhta pitää tuotto/riski-suhteen edelleen erittäin heikkona. Näin ollen toistamme myy-suosituksemme ja 0,30 euron tavoitehintamme.

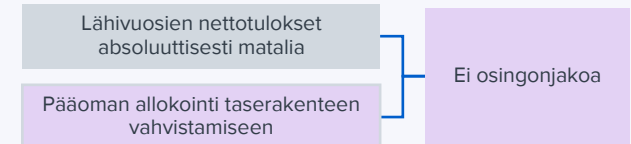
## Osaketuoton ajurit 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

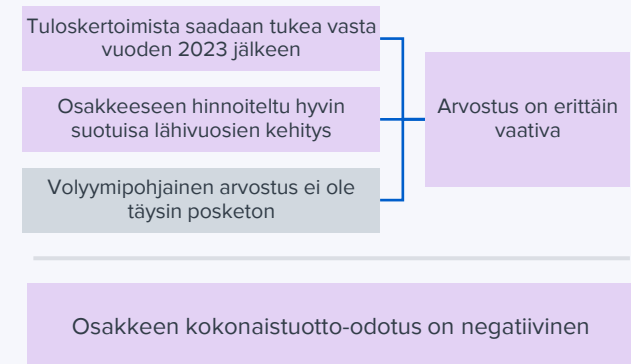
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Kassavirtamalli

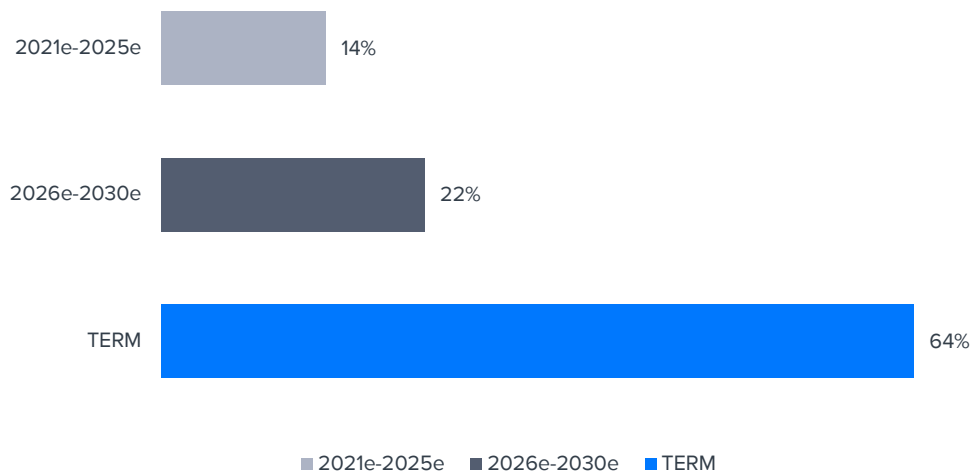
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	
+ Kokonaispoistot	3,6	3,1	2,1	2,3	2,2	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
- Maksetut verot	0,0	0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	
- verot rahoituskuluista	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,3	0,0	0,7	0,4	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,7	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,4	-2,3	-2,1	-2,0	-2,0	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,3	-3,3	2,1	2,4	2,3	3,3	2,4	2,5	2,7	3,4	2,9	47,4
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-3,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>20,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		31,9	35,2	33,3	31,4	29,7	27,4	26,0	24,6	23,2	21,6	20,3
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>31,9</b>										
- Korolliset velat		-17,9										
+ Rahavarat		1,1										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>15,1</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>0,22</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,55
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,75 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,6 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	52,4	43,3	38,5	<b>37,8</b>	<b>43,5</b>	EPS (raportoitu)	-0,92	-0,30	-0,74	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>
Käyttökate	-2,9	1,1	-0,7	<b>-1,4</b>	<b>3,6</b>	EPS (oikaistu)	-0,88	-0,28	-0,69	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>
Liikevoitto	-7,2	-2,6	-4,3	<b>-4,5</b>	<b>1,5</b>	Operat. kassavirta / osake	-0,15	0,03	-0,09	<b>-0,01</b>	<b>0,06</b>
Voitto ennen veroja	-8,5	-2,7	-5,4	<b>-2,2</b>	<b>1,1</b>	Vapaa kassavirta / osake	-1,22	0,00	-0,39	<b>-0,05</b>	<b>0,03</b>
Nettovoitto	-7,8	-2,6	-6,2	<b>-2,0</b>	<b>1,0</b>	Omapääoma / osake	1,11	0,44	-0,25	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>
Kertaluontoiset erät	-0,5	-0,2	-0,4	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	45,7	32,1	29,2	<b>35,3</b>	<b>38,8</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-25 %	-17 %	-11 %	<b>-2 %</b>	<b>15 %</b>
Oma pääoma	9,4	3,7	-2,1	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	Käyttökateen kasvu-%	-183 %	-138 %	-160 %	<b>112 %</b>	<b>-359 %</b>
Liikearvo	4,3	4,3	4,3	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	3250 %	-64 %	63 %	<b>0 %</b>	<b>-139 %</b>
Nettovelat	9,4	12,7	16,8	<b>6,0</b>	<b>4,3</b>	EPS oik. kasvu-%	1133 %	-68 %	145 %	<b>-97 %</b>	<b>-165 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	-5,5 %	2,5 %	-1,7 %	<b>-3,7 %</b>	<b>8,4 %</b>
Käyttökate	-2,9	1,1	-0,7	<b>-1,4</b>	<b>3,6</b>	Oik. Liikevoitto-%	-12,8 %	-5,5 %	-10,2 %	<b>-10,3 %</b>	<b>3,5 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	1,3	-1,8	-0,3	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	Liikevoitto-%	-13,7 %	-6,0 %	-11,2 %	<b>-11,9 %</b>	<b>3,5 %</b>
Operatiivinen kassavirta	-1,2	0,3	-0,8	<b>-1,0</b>	<b>4,1</b>	ROE-%	-94,9 %	-38,9 %	-778,9 %	<b>-68,2 %</b>	<b>11,5 %</b>
Investoinnit	-9,8	0,9	-2,4	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>	ROI-%	-34,2 %	-13,0 %	-25,9 %	<b>-23,7 %</b>	<b>6,7 %</b>
Vapaa kassavirta	-10,3	0,0	-3,3	<b>-3,3</b>	<b>2,1</b>	Omavaraisuusaste	20,6 %	11,5 %	-7,2 %	<b>22,4 %</b>	<b>22,9 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	100,0 %	341,9 %	-800,0 %	<b>76,0 %</b>	<b>48,4 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>						
EV/Liikevaihto	0,6	1,0	0,6	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	38,9	neg.	<b>neg.</b>	<b>8,1</b>						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>19,1</b>						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>25,9</b>						
P/B	2,5	8,1	neg.	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</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 (välttämät 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 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 arvion 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

## Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.6.2019	Myy	2,50 €	2,90 €
1.8.2019	Myy	2,50 €	3,15 €
16.8.2019	Myy	2,55 €	3,05 €
25.2.2020	Myy	1,80 €	2,41 €
27.5.2020	Myy	1,00 €	1,23 €
14.8.2020	Myy	1,00 €	1,30 €
19.10.2020	Myy	1,00 €	1,17 €
19.2.2021	Myy	0,60 €	0,70 €
12.3.2021		Merkintäoikeuden irtoaminen	
12.3.2021	Myy	0,23 €	0,28 €
29.4.2021	Myy	0,30 €	0,49 €
13.8.2021	Myy	0,30 €	0,42 €
15.10.2021	Myy	0,30 €	0,37 €

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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**