

Enersense

Laaja raportti

23.9.2021 8:15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Yrityskaupalla uusi lähtö

Reilu vuosi sitten toteutetun yritysoston ansiosta Enersensen liiketoiminnan painopiste on muuttunut selvästi. Lisäksi yhtiö on toteuttanut kannattavuuskäänteen sekä vahvistanut rahoitusasemaansa merkittävästi, mitkä ovat laskeneet yhtiön riskiprofiilia. Kannattavuuskäänteen, saavutettujen kustannussäästöjen sekä markkinoiden kohtuullisen lähivuosien kasvunäkymän ansiosta yhtiöllä on mielestämme tuloskasvun avaimet kädessään. Tähän peilattuna osakkeen arvostus on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena suhteellisen maltillinen ja siten pidämme riski/tuotto-suhdetta varsin hyvänä. Ennustemuutoksia mukaillen tarkistamme tavoitehintamme 11,0 euroon (aik. 12,0 euroa) ja laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta).

Liiketoiminnan painopiste muuttui Empower-yrityskaupalla

Aiemmin teollisuuden projektihallinnan ja -resurssoinnin asiantuntijayrityksenä toimineen Enersensen liiketoiminnan painopiste muuttui kesällä 2020, kun yhtiö osti Empowerin. Yrityskaupalla yhtiö laajensi palvelutarjontaansa merkittävästi, minkä ansiosta sen tulovirrat ovat myös selvästi aiempaa hajautuneemmat. Yhtiön palveluihin kuuluvat muun muassa teollisuuden käyttö- ja kunnossapitopalvelut sekä projektit ja voimansiirto- ja tietoliikenneverkkojen koko elinkaaren palvelut. Enersensen suurimmat asiakkaat ovat käsityksemme mukaan energia- ja metsäsektorin yhtiöt sekä voimansiirto- ja tietoliikenneverkkoyhtiöt. Yhtiön pääasialliset kohdemarkkinat ovat Suomen lisäksi Baltian maat, Saksa, Ranska ja Iso-Britannia.

Kohdemarkkinoiden investoinnit kasvun tekijänä, askelmerkit tuloskasvulle paikallaan

Yhtiön kasvunäkymä linkittyy liiketoiminta-alueiden kohdemarkkinoiden investointien tahtiin, joiden ansiosta odotamme lyhyen tähtäimen kasvunäkymän olevan hieman maltillista pitkän tähtäimen kasvunäkymää ripeämpi. Yhtiön kasvustrategiaa ja etenkin sen epäorganaisen kasvun haaraa mukaillen odotamme yhtiön kiihdyttävän lähivuosien kasvua kuitenkin yritysostoilla. Kuluvana vuonna odotamme yhtiöltä noin ohjeistushaarukan keskikohdan mukaista liikevaihtoa ja operatiivista tulosta, mutta ensi vuonna yhtiöllä on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset lievään liikevaihdon kasvuun ja tuntuvaan tuloskasvuun ennustamamme kestäväen kannattavuuskäänteen ja etenkin Empower-yritysoston jälkeen saavutettujen kustannussäästöjen ansiosta. Näkemyksemme mukaan keskeiset yhtiökohtaiset riskit liittyvät kohdemarkkinoiden kilpailutilanteeseen ja sen hintavetoisuuteen, mikä voi kilpailun kiristymisen kautta rokottaa liiketoiminta-alueiden kannattavuutta.

Ennustamastamme tulosparannuksesta kumpuava arvonnousupotentiaali on tuntuva

Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 20 ja 16x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 9x. Näkemyksemme mukaan lyhyen tähtäimen arvostuskuva on koholla, mutta etenkin vuoden 2022 tulosparannuksella arvostus painuu maltilliseksi ja siinä on mielestämme selvää nousuvaraa. Yhtiön nettokassan (H1'21: 8 MEUR) huomioivat EV-pohjaiset arvostuskertoimet ovat suhteellisesti reilu 20 % matalammat suhteessa mielestämme oikein hinnoiteltuun verokkir ryhmään, mikä tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta. Näkemyksemme mukaan yhtiön askelmerkit tuloskasvulle ovat selkeät ja samalla erittäin hyvän rahoitusaseman myötä on yhtiön riskiprofiili mielestämme myös kohtuullinen. Näin ollen pidämme nykyistä riski/tuotto-suhdetta varsin hyvänä.

Suositus

Lisää

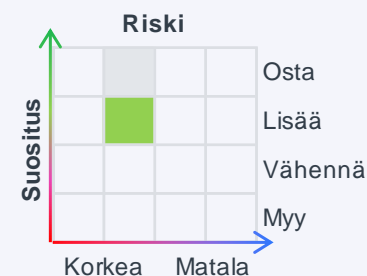
(aik. Osta)

11,00 EUR

(aik. 12,00 EUR)

Osakekurssi:

9,56



Avainluvut

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto | 147 | 235 | 242 | 249 |
| kasvu-% | 154 % | 60 % | 3 % | 3 % |
| EBIT oik. | 7,5 | 9,0 | 10,8 | 12,2 |
| EBIT-% oik. | 5,1 % | 3,8 % | 4,5 % | 4,9 % |
| Nettotulos | 2,4 | 4,8 | 7,9 | 9,5 |
| EPS (oik.) | 0,68 | 0,48 | 0,59 | 0,71 |
| P/E (oik.) | 12,2 | 19,8 | 16,3 | 13,5 |
| P/B | 3,9 | 2,6 | 2,3 | 2,1 |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 1,6 % | 2,6 % | 3,1 % |
| EV/EBIT (oik.) | 10,4 | 12,1 | 9,3 | 7,7 |
| EV/EBITDA | 8,0 | 5,9 | 4,9 | 4,4 |
| EV/Liikevaihto | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 |

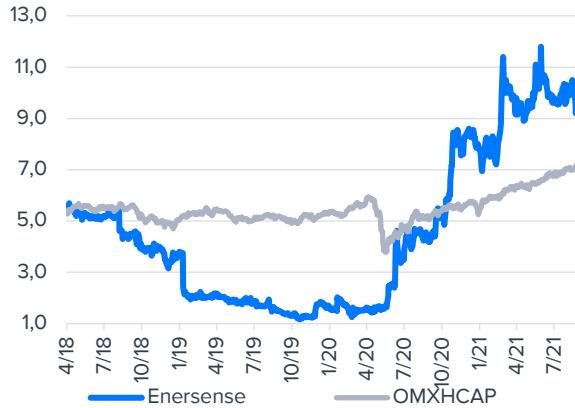
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

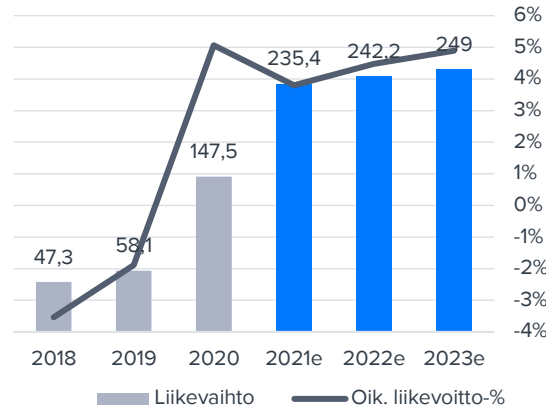
Vuoden 2021 liikevaihto 215-245 MEUR, oik. käyttökate 17-20 MEUR ja oik. liikevoitto 8-11 MEUR

Osakekurssi



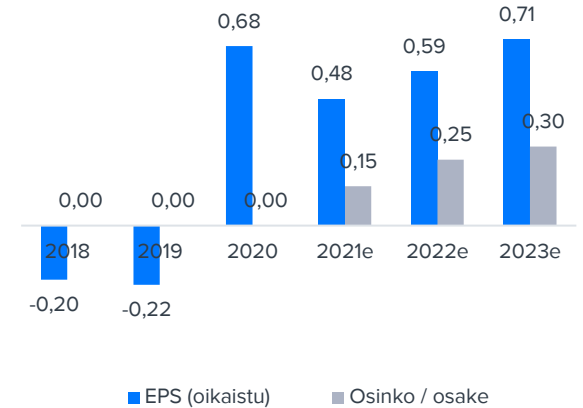
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Projektikannan kannattavuuden tervehtyminen
- 4-7 MEUR:n synergiat tukevat toteutuessaan tulostasoa huomattavasti
- Kustannusrakenteen joustavuuden lisäämisellä potentiaalia vahvistaa kannattavuutta selvästi
- Verkko- ja energialiiketoiminnan kysynnän kasvunäkymät



Riskitekijät

- Sopimus- ja luottotappioriskit
- Projektien hinnoittelun epäonnistuminen ja kannattavuuden heilahtelu
- Investointivetoisten projektien hidas eteneminen ja korkea epävarmuus
- Heikko läpinäkyvyys sopimusrakenteisiin ja projektikannan kehitykseen

| Arvostustaso | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 9,56 | 9,56 | 9,56 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 13,4 | 13,4 | 13,4 |
| Markkina-arvo | 128 | 128 | 128 |
| Yritysarvo (EV) | 108 | 101 | 94 |
| P/E (oik.) | 19,8 | 16,3 | 13,5 |
| P/E | 26,6 | 16,3 | 13,5 |
| P/Kassavirta | 14,8 | 11,8 | 10,9 |
| P/B | 2,6 | 2,3 | 2,1 |
| P/S | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| EV/Liikevaihto | 0,5 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA (oik.) | 5,9 | 4,9 | 4,4 |
| EV/EBIT (oik.) | 12,1 | 9,3 | 7,7 |
| Osinko/tulos (%) | 41,7 % | 42,6 % | 42,4 % |
| Osinkotuotto-% | 1,6 % | 2,6 % | 3,1 % |

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

| | |
|---|-------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli | 5-10 |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet | 11-14 |
| Markkinakatsaus | 15-18 |
| Taloudellinen tilanne | 19-20 |
| Ennusteet | 21-24 |
| Sijoitusprofiili | 25-26 |
| Arvonmääritys | 27-29 |
| Taulukot | 30-34 |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | 35 |

Enersense lyhyesti

Enersense palvelee pohjoismaisia sekä kansainvälisiä teollisuus-, energia- ja tietoliikennealan yhtiöitä, ja on päästöttömien energiaratkaisujen mahdollistaja.

147 MEUR (+ 154 %)

Liikevaihto 2020 (liikevaihdon kasvu-%)

11,5 MEUR (7,8 % %)

Oikaistu käyttökate 2020 (oikaistu käyttökate-%)

241 MEUR

Pro forma -liikevaihto 2020

16,8 MEUR (7,0 % %)

Pro forma oikaistu käyttökate 2020 (pro forma oikaistu käyttökate-%)

2013-2017

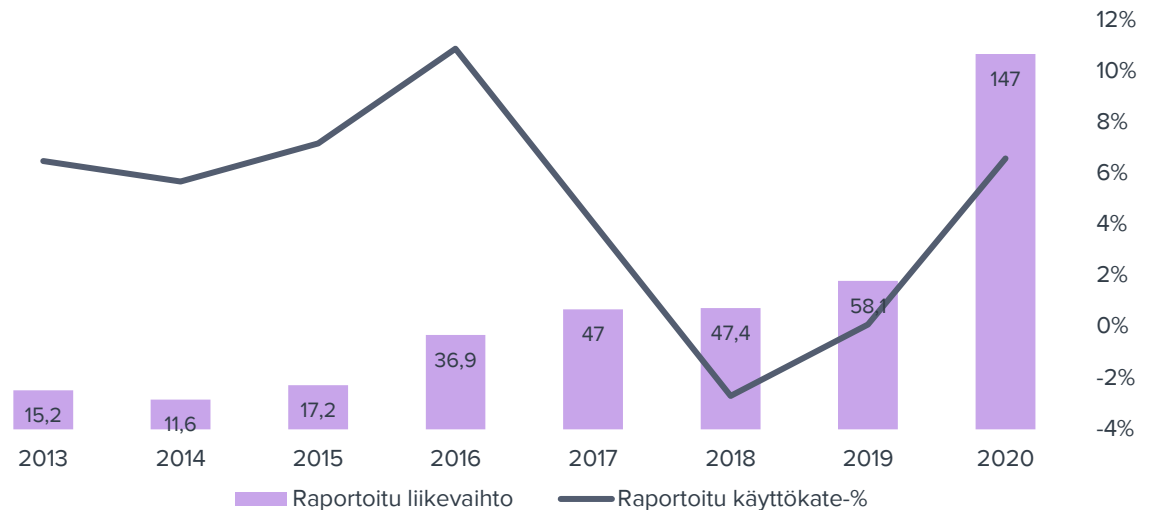
- Keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu (CAGR-%) noin 25 %
- Kasvun taustalla pääasiassa kasvu kotimaassa ja etenkin Okiluoto 3 -hankkeesta tulee yhtiölle merkittävä
- Kannattavuus vahvistuu kasvun mukana, projektihinnoittelu onnistunutta

2018-2019

- Listautuminen 2018
- Okiluoto 3 -hankkeen kysynnän huippu ohitettu, hankkeen tuoma liikevaihto lähes puolittuu vuonna 2018
- Kannattavuutta painaa liian raskas kulurakenne, ostetun liiketoiminnan tappiollisuus ja luottotappiot
- Värväämö-yritysosto ja kansainvälinen kasvu tukevat liikevaihtoa vuonna 2019

2020-

- Kansainvälinen kasvu vauhdittuu ja kannattavuuskäänteä alkaa
- Operatiivinen johto merkittäväksi omistajaksi
- Yhtiö ostaa itseään selvästi suuremman Empowerin osakekannan
- Liiketoiminnan painopiste muuttuu selvästi, integraatioprosessi alkaa ja kannattavuuskäänteä käynnistyy



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Päästöttömien energianratkaisujen toteuttaja

Aiemmin teollisuuden projektihallinnan ja -resurssoinnin asiantuntijayrityksenä toimineen Enersensen liiketoiminnan painopiste muuttui kesällä 2020, kun yhtiö osti Empowerin osakekannan. Yrityskaupalla yhtiö laajensi palvelutarjontaansa huomattavasti ja nyt yhtiön palveluihin kuuluvat muun muassa teollisuuden käyttö- ja kunnossapitopalvelut sekä projektit ja voimansiirto- ja tietoliikenneverkkojen koko elinkaaren palvelut. Yhtiön suurimmat asiakkaat ovat käsityksemme mukaan energia- ja metsäsektorin yhtiöt sekä voimansiirto- ja tietoliikenneverkko yhtiöt. Yhtiön pääasialliset kohdemarkkinat ovat Suomen lisäksi Baltian maat, Saksa, Ranska ja Iso-Britannia.

Enersensen raportoitu liikevaihto vuonna 2020 oli 147 MEUR ja sen oikaistu käyttökate oli 11,5 MEUR eli 7,8 % liikevaihdosta. Tämä heijastelee vanhan Enersensen koko vuoden lukuja, mutta sisältää Empowerin luvut vasta elokuusta 2020 alkaen. Toiminnan kokoluokkaa paremmin kuvaavatkin konsernin vuoden 2020 pro forma -luvut, jotka olivat 241 MEUR:n liikevaihto ja 16,8 MEUR:n käyttökate (7,0 % käyttökate-%).

Neljä liiketoiminta-aluetta

Enersensen liiketoiminta jakautuu 4 erilliseen liiketoiminta-alueeseen, joiden liikevaihdot raportoidaan erikseen. Liiketoiminta-alueiden vuoden 2020 pro forma -lukuja ei kuitenkaan ole saatavilla, joten haarukoimme liiketoiminta-alueiden kokoa ja osuutta konsernissa edellisen neljän kvartaalin lukujen kautta. Huomioitavaa on, että Empower-yrityksoston mukana tulleet uudet liiketoiminnat heijastuvat Q3'20-lukuihin vasta

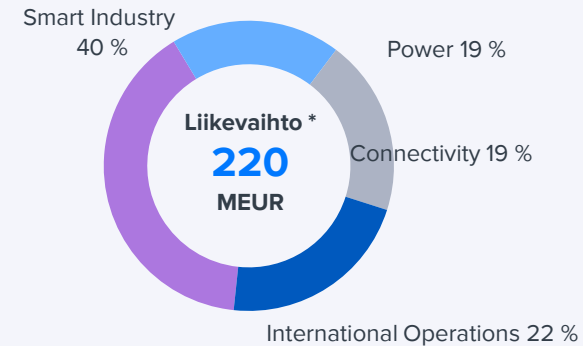
elokuusta alkaen, joten tiettyjen liiketoimintojen osalta edellisen neljän neljänneksen luvut ovat vain 11 kuukauden lukuja.

Liikevaihdoltaan suurin liiketoiminta-alue on **Smart Industry**. Sen edellisen neljän kvartaalin liikevaihto on 87 MEUR, joka vastaa noin 40 % konsernin liikevaihdosta samalla tarkastelujaksolla. Liiketoiminta-alue tuottaa teollisuusasiakkaille käyttö- ja kunnossapitopalveluita jatkuvana tai projektiluonteisena palveluna, huoltokeskuspalveluita, energiamittarointipalveluita sekä huoltoseisokkipalveluita. Arviomme mukaan nämä palvelut tuovat noin puolet segmentin liikevaihdosta ja tyypilliset asiakkaat ovat kotimaisia metsäteollisuuden ja energiasektorin yhtiöitä.

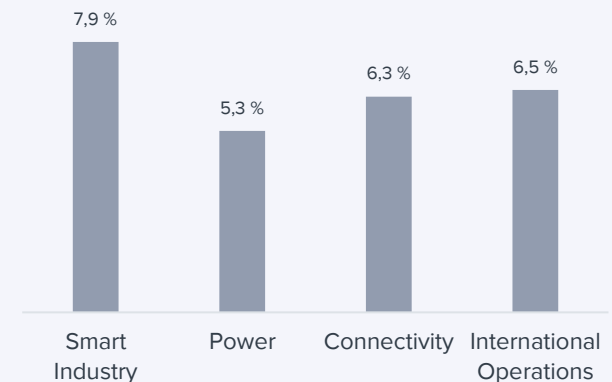
Smart Industry liiketoiminta-alueeseen lukeutuu lisäksi resurssi- ja urakointipalveluita ja alihankintaketjun hallintapalveluita aiemmin tuottanut Enersensen Projektit-liiketoiminta. Näihin palveluihin lukeutuvat mm. erilaiset teräs- ja putkistotyöt sekä pintakäsittelytyöt. Smart Industry -segmentin raportoitu käyttökatemarginaali (sisältää 12 kk:n luvut vanhasta Enersensestä ja Empowerin luvut elokuusta alkaen) vuodelta 2020 oli 7,9 %.

Power liiketoiminta-alueen palveluihin kuuluvat voimansiirtoverkkojen ja sähköasemien sekä tuulivoimapuistojen suunnittelu, rakentaminen ja kunnossapito, jotka tuovat arviomme mukaan valtaosan sen liikevaihdosta. Lisäksi se toimittaa ratkaisuja sähköisen liikenteen latausjärjestelmiin sekä sähköön varastointiin. Liiketoiminta-alueen edellisen neljän kvartaalin liikevaihto on noin 42 MEUR vastaten noin 19 % konsernin liikevaihdosta. Power segmentin vuoden 2020 raportoitu käyttökatemarginaali oli 5,2 %.

Liikevaihdon jakauma *



Käyttökate-% liiketoiminta-alueittain**



* Q3'20-Q2'21

** Raportoitu kannattavuus vuodelta 2020

Lähde: Enersense, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Kotimaisia operaattoreita palveleva **Connectivity** auttaa asiakkaita toimittamaan mobiili- ja kiinteän verkon palveluita. Sen palvelut kattavat verkon koko elinkaaren aina niiden suunnittelusta, asennukseen ja rakentamiseen sekä ylläpitoon. Connectivityn liikevaihto edelliseltä neljältä neljännekseltä oli noin 43 MEUR ja näin ollen se toi lähes 20 % konsernin liikevaihdosta. Liiketoiminta-alueen vuoden 2020 raportoitu käyttökate-% oli 6,3 %.

International Operations pitää sisällään Enersensen kansainväliset hankkeet Saksassa, Ranskassa ja Isossa-Britanniassa sekä Empowerin Baltian maiden liiketoiminnan. Enersensen kansainväliset hankkeet pitävät sisällään mm. ydinvoimahankkeen (Flamanville Ranskassa), kun taas Baltian hankkeet ovat pääosin tuulivoiman, suurjänniteverkkojen ja tietoliikenneverkkojen rakennushankkeita. Arviomme mukaan huomattava osa liiketoiminta-alueen liikevaihdosta muodostuu näistä Baltian maiden hankkeista. International Operationsin liikevaihto oli edellisen neljän kvartaalin aikana 48 MEUR eli lähes 22 % konsernin liikevaihdosta. Liiketoiminta-alueen vuoden 2020 raportoitu käyttökatemarginaali oli 6,5 %.

Edellä esitellyn neljän liiketoiminta-alueen lisäksi Enersensellä oli vielä kesään 2021 asti viides liiketoiminta-alue Staff Leasing. Se tuotti henkilöstövuokrauspalveluita Suomessa teollisuuteen ja etenkin rakennusteollisuuteen. Enersense myi liiketoiminnan kesäkuussa 2021 ja lopetti ulkoisen henkilöstövuokrausliiketoiminnan. Näin ollen tulevaisuudessa henkilöstövuokraus ei tuo yhtiölle liikevaihtoa, mutta tätä osaamista se pyrkii hyödyntämään omassa toiminnassaan.

Asiakaskunta liiketoiminta-alueittain

Enersensen merkittävimmät asiakkaat vaihtelevat liiketoiminta-alueittain, minkä ansiosta sen asiakasrakenne on näkemyksemme mukaan konsernitasolla hyvin hajautunut. Vanhalle Enersenselle merkittävä asiakkuus eli ydinvoimateollisuus, joka yhdessä muutamien muiden energiayhtiöiden sekä kotimaisten metsäyhtiöiden kanssa tuovat arviomme mukaan huomattavan osan Smart Industryn liikevaihdosta. Muita vanhan Enersensen mukana tulleita asiakasaloja on myös meriteollisuus, missä arviomme mukaan kohtuullisen kokoisen asiakkuuden muodostaa Suomen telakkateollisuus. Vuonna 2020 Smart Industryn yksi asiakas toi vajaa 27 MEUR segmentin liikevaihdosta eli reilu 11 % konsernin pro forma -liikevaihdosta.

Voimansiirtoverkonrakentamisen eli Powerin asiakkaita ovat sähkö- ja energiayhtiöt sekä tuulivoimayhtiöt. Tämän joukon suhteellisen rajallinen määrä rajoittaa asiakaskunnan hajautusta, mutta yhtiöllä on käsittääksemme näiden toimijoiden kanssa pitkä asiakassuhteet ja niissä on tyypillisesti matala vaihtuvuus.

Yhtiön arvion mukaan Powerin liikevaihdosta noin 20 % on jatkuvia ja/tai usean vuoden palvelusopimuksia. Siten segmentin arvioitu melko rajallinen asiakaskunta ei mielestämme kohota riskitasoa liiakseen, vaan riski linkittyy vahvemmin yleiseen investointiaktiiviteettiin markkinoilla. Powerin suurin asiakas toi noin 15 MEUR sen liikevaihdosta vuonna 2020 ja vastasi noin 6 % konsernin pro forma -liikevaihdosta.

Asiakaskunta liiketoiminta-alueittain



Smart Industry

- Metsäteollisuus
- Energiateollisuus
- Meriteollisuus



Power

- Sähkö- ja energiayhtiöt
- Tuulivoimayhtiöt



Connectivity

- Kotimaiset operaattorit



International Operations

- Verkkoyhtiöt
- Operaattorit
- Ydinvoiman rakentajat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Connectivity palvelee tietoliikenneverkkojen eli mobiili ja kiinteän verkon rakentajia. Tämä joukko muodostuu Suomessa käytännössä kolmesta operaattorista eli Elisasta, Teliasta ja DNA:sta. Yhtiön mukaan operaattoriasiakkuudet tuovat yli 80 % liiketoiminta-alueen liikevaihdosta ja yksi näistä asiakkaista toi vuonna 2020 Connectivityn suurimman liikevaihdon eli 15,2 MEUR, mikä vastaa reilua 6 % konsernin pro forma liikevaihdosta. Rajallinen asiakaskunta heijastelee Suomen keskittynyttä operaattorikenttää, eikä mielestämme kasvata riskitasoa liiaksi. Tämän taustalla on se, että operaattorit käsityksemme mukaan kilpailuttavat suurimmat verkon toimittajat pääosassa hankkeitaan ja oman toimintavarmuutensa ansiosta hajauttavat hankintojaan näiden kesken.

Nimensä mukaisesti International Operations toimii melko laajalla maantieteellisellä hajautuksella, minkä lisäksi se toimii maittain eri teollisuuden sektoreilla. Näin ollen sen asiakaskunta on arviomme mukaan hajautunut, eikä yksikään sen asiakkaista tuonut erityisen suurta osuutta liikevaihdosta vuonna 2020.

Kokonaisuutena Enersensen asiakasrakenteeseen liittyvät riskit ovat mielestämme kohtuulliset ja hallittavissa. Smart Industryn yksi suuri asiakkuus jossain määrin kohottaa riskitasoa, kun taas Powerin ja Connectivityn rajallinen ostajakunta huomioiden on asiakasrakenteen mielestämme luonnollinen, eikä ne ole erityisen riskiset kokonaiskuva huomioiden. Yhtiön asiakkuuksissa kuitenkin korostuu toimitusvarmuus ja asiakasreferenssit, minkä ansiosta korkea palveluiden ja projektien laatuvaatimus on edellytys asiakkuuksien jatkolle.

Tilaukanta antaa näkyvyyttä lähivuosille

Enersensen liikevaihto rakentuu eri pituisista projekti-, palvelu- ja puitesopimuksista. Yhtiö ei raportoi tarkkoja lukuja, mutta käsityksemme mukaan etenkin Smart Industryn teollisuusasiakkaiden huolto- ja kunnossapitosopimuksista ovat tavanomaisesti useiden vuosien pituisia kerrallaan, vaikka asiakkuudet ovat jatkuneet tätäkin pidempään. Nämä yhdessä Powerin ja Connectivityn puitesopimuksien kanssa tuovat liiketoimintaan jatkuvuutta ja parantavat yhtiön sisäistä ennustettavuutta, vaikka niille on tyypillistä sopimus kiinteästä ja muuttuvasta laskutuksesta.

Merkittävin indikaattori kysynnän tulevasta kehityksestä sijoittajien suuntaan on kuitenkin Enersensen raportoima tilaukanta. Yhtiön tilaukanta oli 301 MEUR Q2'21:n lopussa, josta käsityksemme mukaan vajaa puolet kohdistuu vuodelle 2021, kun taas loput jakautuvat 2-4 vuodelle.

Tilaukannan ansiosta liiketoiminnassa on ennustettavuutta ja yhtiöllä itsellään on kohtuullisen hyvä näkyvyys lyhyen tähtäimen liikevaihdon kehitykseen seuraavalle 12 kuukaudelle ja osin myös tätä pidemmälle 24 kk:n ajalle. Tämä edesauttaa henkilöstöresurssien tarpeen suunnittelua, mikä taas on kannattavuuden kannalta kriittistä.

Liikevaihdon sykliisyys ja kausivaihtelut

Liikevaihdon alttius muutoksille talouskasvun vauhdissa vaihtelee liiketoiminta-alueittain. Sekä Powerin että Connectivityn kysyntä on riippuvaista

voimansiirto- ja tietoliikenneverkkojen investointinäköymästä, johon vaikuttaa ennen kaikkea markkinan kehitysvaiheen määrittämä investointitarve. Vastaavasti Smart Industryn käyttö- ja kunnossapitopalveluiden tarve on pitkässä juoksussa suhteellisen vakaata, joskin korkeasuhdanne voi kasvattaa tarvetta huoltotoimille lievästi.

Segmenttien kokoluokkien pohjalta arvioimme yhtiön liiketoiminnan alttiuden perinteisille talouden syklien muutoksille maltillisiksi. Kohdemarkkinoiden riippuvuus investoinneista on sen sijaan mielestämme korkea ja etenkin teollisuuden investointitaso linkittyy myös talouskasvun kehitykseen.

Vuoden sisäisesti liikevaihdon kehitykselle on tavanomaista merkittävä kausiluonteisuus. Tämän taustalla on etenkin sääolojen vaikutus, jotka rajoittavat liiketoimintamahdollisuuksia esimerkiksi verkonrakentamisessa. Tämä vaikutus on riippuvainen mm. talven ankaruudesta ja kestosta. Kausiluonteisuuden ansiosta Q1 on yhtiölle tyypillisesti kysynnän osalta heikoin neljännes.

Liiketoimintamallissa on korkea henkilöstöintensiivisyys

Liiketoimintamalli on palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan erittäin henkilöstöintensiivinen. Tämä heijastuu myös yhtiön kulurakenteeseen, josta valtaosa muodostuu henkilöstökustannuksista. Korkean henkilöstöintensiivisyyden vuoksi kustannusrakenne koostuu suurelta osin jossain määrin joustavista kustannuseristä ja nämä ovat pidemmässä juoksussa muuttuvia kustannuksia, joiden skaalautuvuus on matala.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Liiketoiminnan pääomavaltaisuus on arviomme mukaan melko matala

Historiallisesti Enersensen liiketoiminta on sitonut käyttöpääomaa selvästi. Arviomme mukaan käyttöpääoman sitoutumisen tulisi kuitenkin nykyrakenteella olla aiempaa neutraalimpaa. Tämän taustalla on se, ettei liiketoiminnassa ole juurikaan varastotuotteita ja etenkin se, että yhtiö tyypillisesti myy myyntisaatavat rahoitusyhtiölle tai ”faktoroi” ne, jolloin se saa osan saataviin sitoutuneesta rahavaroista rahoitusyhtiöltä heti. Tämän kustannuksena on rahoitusyhtiön kate, mutta sen ansiosta liiketoiminnan kasvua ei hidasta käyttöpääoman sitoutuminen.

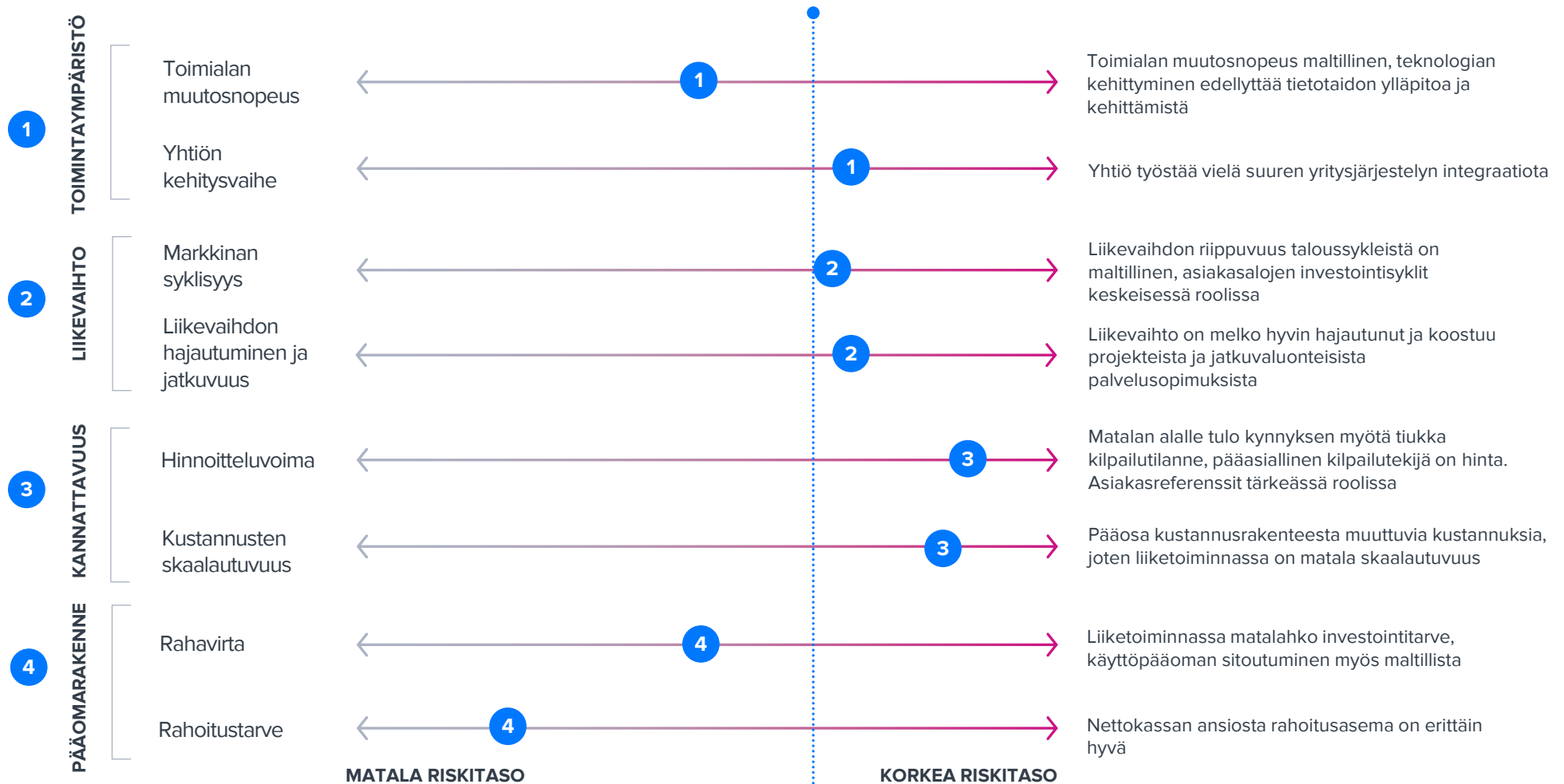
Tarkkaa tietoa käyttöpääoman sitoutumisesta nykyisellä liiketoimintarakenteella ei kuitenkaan ole saatavilla, sillä vuoden 2020 pro forma -luvut eivät käsityksemme mukaan heijastele normaalia käyttöpääomatasoa. Näiden maksaminen on sitonut hankinnan jälkeen käyttöpääomaa, eikä siten normalisoitua käyttöpääomaa voida vajavaisilla tiedoilla arvioida tarkkaan. Käsityksemme mukaan vuoden sisällä käyttöpääomaa sitoo tietyt kausiluonteiset tekijät, mutta yli ajan liiketoiminnan kasvun tulisi olla käyttöpääoman osalta maltillista tai jopa suhteellisen neutraalia.

Myös investointitarve on suhteellisen matala, sillä liiketoiminta ei edellytä merkittävästi kiinteää omaisuutta. Viime vuosina sekä Enersensen että Empowerin investoinnit ovat olleet suhteellisen maltilliset, mutta arviomme mukaan Empowerin tukalan taloudellisen aseman ansiosta sille on kertynyt jossain määrin investointivelkaa. Arviomme mukaan yhtiön lähivuosien investointitarpeet ovat

noin 8-10 MEUR vuodessa ja ne kohdistuvat liiketoiminnan edellyttämiin koneisiin ja kalustoon. Tämän lisäksi operatiiviset investoinnit tulevat jossain määrin edellyttämään pääomaa, kun konsernin hallinto vahvistaa resurssiaan.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia on markkinamurroksen mukainen

Enersensen syksyllä 2020 päivityn strategian pääasiallisena tavoitteena on olla keskeisesti mukana toteuttamassa energiamurrosta kannattavalla liiketoiminnalla. Yhtiö tavoittelee roolinsa kasvattamista asiakkaidensa vähäpäästöisissä ja päästöttömissä energiahankkeissa, kuten ydinvoimahankkeissa. Lisäksi yhtiö pyrkii hankkimaan uusia asiakkuuksia uusiutuvaan energiaan, kuten aurinko- ja tuulivoimaan tehtävistä investoinneista sekä myös uusiin energiateknologioihin, kuten vetyyn, tehtävistä investoinneista. Strategisena tavoitteena yhtiöllä on nostaa vähäpäästöisten ja päästöttömien energiahankkeiden osuus liikevaihdosta 75 %:iin vuoteen 2025 mennessä. Tämä tarkoittaa merkittävää kasvua nykyisestä 50 %:n tasosta (2020).

Maantieteellisesti yhtiö panostaa jatkossakin kotimaan markkinoihin sekä jatkaa kansainvälistymistä Pohjoismaissa, Baltiassa sekä valikoiduilla markkinoilla Saksassa, Ranskassa ja Isonsa-Britanniassa, joissa sillä on jo toimintaa. Pyrkimys kasvattaa vähäpäästöisen ja päästöttömän liiketoiminnan suhteellista osuutta on mielestämme strategisesti oikea ratkaisu, kun huomioidaan energiamarkkinan murros. Siten pidämmekin yhtiön strategisia valintoja oikeanlaisina.

Taloudelliset tavoitteet

Enersense on asettanut taloudelliset tavoitteet sekä liikevaihdon, että kannattavuuden osalta ja ne ulottuvat vuoteen 2025. Taserakenteen tai velkaantuneisuuden osalta Enersensellä ei ole

julkilausuttuja tavoitteita.

Yhtiön tavoite on saavuttaa 300 MEUR:n liikevaihtotaso orgaanisesti vuoteen 2025 mennessä. Tämä vastaa vajaan 6 %:n vuotuista kasvua vuoden 2020 pro-forma liikevaihdon tasosta (2020: 241 MEUR). Huomioitavaa on, että vuoden 2020 luvuissa on vielä sisällä henkilöstövuokrausliiketoiminta, josta on nyt luovuttu.

Kasvutavoitetta voidaan myös peilata vuoden 2021 ohjeistuksen keskiakohtaan, jonka tasolta tavoitteen saavuttaminen edellyttäisi noin 9 %:n vuotuista kasvua. Enersense on myös kertonut tavoittelevansa kasvun vauhdittamista yritysostoilla, joten todennäköisesti raportoitu kasvu lähivuosina ylittää orgaanisen kasvuvauhdin.

Kasvutavoite on korkealla

Suhteessa arvioomme yhtiön eri liiketoiminta-alueiden kohdemarkkinoiden kasvuvauhdista on liikevaihtotavoite mielestämme kunnianhimoinen. Tavoitteen saavuttaminen arvioimme mukaan edellyttää liiketoiminta-alueiden markkinakasvun ylittämistä lähivuosina, mikä taas vaatii markkinaosuuden kasvattamista. Tämä on markkinoiden kilpailutilanteet huomioiden haastava tavoite konsernitasolla yli ajan, vaikka lyhyellä aikavälillä markkinaosuudet voivat hieman vaihdellakin. Lisäksi on huomioitava, että kun markkinoiden keskeinen kilpailutekijä on hintataso, ei markkinaosuuden havittelemisen tiukasti hinnalla kilpailemalla ole todennäköisesti tuloskasvun näkökulmasta tavoiteltavaa. Siten kasvutavoitteen saavuttamista tärkeämpänä pidämme tuloskasvun edellytyksien vahvistamista.

Strategian painopisteet ja tavoitteet



- Olla mukana toteuttamassa energiamurrosta kannattavalla liiketoiminnalla
- Roolin kasvattaminen vähäpäästöisissä ja päästöttömissä energiahankkeissa ja niiden osuuden kasvu 75 %:iin liikevaihdosta vuoteen 2025 mennessä
- Kotimaan markkinat ja valikoidut kansainväliset markkinat
- Epäorgaaninen kasvu

Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka



- Liikevaihto 300 MEUR vuoteen 2025 mennessä
- 10 %:n käyttökatemarginaali vuoteen 2025 mennessä
- Tavoitteena on jakaa osinkoina vähintään 30 % osakekohtaisesta tuloksesta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Laajan kohdemarkkinan ansiosta tietyissä markkinantaskuissa yhtiö voi arviomme mukaan yltää ripeäänkin kasvuun, mutta konsernitasolla pidämme tavoitetta kuitenkin vaativana.

Kannattavuustavoite edellyttää nappisuoritusta

Kannattavuuden osalta Enersensen tavoitteena on saavuttaa 10 %:n käyttökatemarginaali vuoteen 2025 mennessä. Tavoitetta voidaan niin ikään suhteuttaa kuluvan vuoden ohjeistuksen keskikohdasta laskettuun kannattavuustasoon, joka on noin 8 %:n tasolla. Tähän peilattuna tavoiteltu kannattavuusparannus on huomattava. Myös historialliseen tasoon ja verrokkien kannattavuustasoon verrattuna on yhtiön kannattavuustavoite kunnianhimoinen. Nykyisellä liiketoimintarakenteella sen saavuttaminen on arviomme mukaan epävarmaa ja se edellyttää arviomme mukaan erinomaista onnistumista projektien hinnoittelussa ja suunnittelussa, vuoden sisäisen resurssoinnin joustavoittamista ja tiukkaa kulukuria. Liiketoiminta-alueiden kannattavuustasoissa on tuntuva eroa, joten tavoitteen saavuttamiseen vaikuttaa myös yhtiön liiketoiminnan painopiste.

Epäorgaaninen kasvu kiilaa arviomme mukaan voitonjaon ohi

Enersensen voitonjakopolitiikkana on tavoite jakaa vähintään 30 % osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina. Voitonjakopolitiikan mukainen osingonjakosuhteen lattiataso (30 %) on näkemysellemme mukaan matala ja liiketoimintamalli mielestämme mahdollistaisi tätä selvästi korkeamman tason. Arviomme mukaan pääoman allokoinnissa kuitenkin korostuu lyhyellä

ja keskipitkällä aikavälillä tavoiteltu epäorgaaninen kasvu, kun taas voitonjaon rooli on osin alisteinen epäorgaaniselle kasvulle. Huomioitavaa on lisäksi, että yhtiön rahoittajien asettamat kovenanttiehdot voivat rajata mahdollisuutta jakaa osinkoja. Ennusteillamme yhtiö kuitenkin täyttää nämä ehdot lähivuosina, eikä ne siten ennusteissamme rajoita mahdollisuuksia jakaa osinkoja.

Epäorgaanisen kasvun kriteerit

Epäorgaanisen kasvun osalta yhtiö on kertonut, että mahdollisten yritysostojen pääkriteereinä ovat uuden teknologian tai erityisosaamisen hankkiminen, mutta myös strategisten painopisteiden vahvistaminen. Yhtiö tulee myös harkitsemaan epäorgaanista kansainvälistä kasvua vahvistaakseen markkina-asemaansa tietyissä kohdemaissa tai laajentuakseen uusille maantieteellisille-alueille.

Arviomme mukaan yhtiö pyrkii yritysostostrategiassaan laajentumaan etenkin vähäpäästöisen tai päästöttömän energiatuotannon arvoketjussa. Tämä tarkoittaisi suuremman osuuden varmistamista arvoketjussa tapahtuvasta arvonluonnista.

Nykyisistä liiketoiminnoista todennäköisin kasvuarvo on arviomme mukaan Power, jossa yhtiö voisi laajentua nykyisestä liiketoiminnasta tuulivoimatuotannon omistajaksi. Pidemmällä tähtäimellä tämä voisi myös tarkoittaa esimerkiksi laajentumista energian varastointiteknologian saralla. Nämä kasvureitit laskisivat liiketoimintamallin henkilöstöintensiivisyyttä ja potentiaalisesti kasvattaisivat sen kasvupotentiaalia.

Epäorgaanisen kasvun pääkriteerit



- Uusien teknologioiden hankkiminen
- Erityisosaamisen hankkiminen
- Strategisten painopistealueiden vahvistaminen
- Harkinnassa on myös markkina-aseman vahvistaminen kansainvälisesti tai laajentuminen uusille maantieteellisille alueille

Arvio yritysostostrategian vaikutuksista



- Henkilöstöintensiivisestä liiketoiminnasta kohti pääomavaltaisempaa liiketoimintaa
- Teknologiavaltaisessa liiketoiminnassa korkeampi kannattavuuspotentiaali
- Korkeampi tuottopotentiaali sekä myös korkeampi riskitaso

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Pääomavaltaisempaan liiketoimintaan laajentuessa ovat keskiössä teknologisesti oikeat valinnat, tarvittavien pääomien sekä riittävän houkuttelevan pääoman tuoton varmistaminen.

Näkemyksemme mukaan pääomavaltaisempaan liiketoimintaan laajentumisen mukana riskit kasvavat, mutta samalla myös tuottopotentiaali nousee. Vastaavasti henkilöstöintensiivisemmässä liiketoiminnassa riskitaso on mielestämme tavanomaisesti matalampi, mutta kilpailutilanteen vuoksi yhtiön nykyisillä markkinoilla emme näe merkittävää arvonluontipotentialia epäorgaanisella kasvulla pitkässä juoksussa. Laajentumalla uusiin markkinataskuihin esimerkiksi Smart Industry-liiketoiminta-alueella yhtiöllä olisi mahdollisuus luoda arvoa, mutta arviomme mukaan näillä markkinoilla on ainakin valtaosin samat ominaispiirteet kuin nykyisissä liiketoiminnoissa ja ne eivät välttämättä täyttäisi strategiaan painopisteisiin linkittyviä kriteerejä.

Kokonaisuutena pidämme epäorgaanisen kasvun kriteerejä perusteltuina, mutta yritysostostrategian arvonluontipotentialia on vahvasti riippuvainen hankittavasta kohteesta ja siitä maksettavasta hinnasta, minkä takia tarkempi arvio epäorgaanisen kasvun arvonluontipotentialista etukäteen on haastavaa.

Enersensen strateginen kehitys

2013
-
2017

Voimakasta kasvua OL3-hankkeen mukana, laajentuminen muille teollisuuden alueille

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

2018
-
2019

Kasvu pysähtyy ja liiketoiminnan painopisteen muutos jatkuu

- Olkiluoto 3 -hankkeen valmistumisen lähestyessä sen tuoma liikevaihtokuorma kääntyy laskuun
- Kustannukset eivät sopeudu kysynnän laskun mukana ja yhtiön kannattavuus heikkenee huomattavasti
- Projektikannan kannattavuus laskee
- Paikatakseen laskenutta kysyntää yhtiö panostaa kansainväliseen kasvuun voimakkaammin ja uudelleen järjesteleä organisaatiotaan
- Väräämö-yritysostolla yhtiö laajentuu henkilöstövuokrausmarkkinalle

2020

Merkittävä yritysosto muuttaa liiketoiminnan painopistettä

- Enersense osti itseään suuremman Empowerin kesällä 2020 ja liiketoiminnan painopiste muuttui huomattavasti
- Empower-yritysosto rahoitettiin suunnatulla annilla, merkittävinä oli sijoittajia ja toimiva johto
- Rahoitusasemaa vahvistettiin entisestään lisäanneilla
- Kannattavuuskäänne saa vauhtia etenkin vuoden jälkimmäisellä puoliskolla
- Suuri integraatioprosessi ja kustannussäästöhanke alkaa

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Tulovirrat, asiakasjakauma ja palvelutarjonta on laajentunut teollisuussektorin sisällä
- Tuloksellisesti heikon jakson jälkeen kannattavuuskäänne alkoi H2'20:lla ja edelliset neljä neljänestä ovat osoittaneet kannattavuuskäanteen onnistuneen
- Fokus on siirtynyt kasvusta kannattavuuteen
- Valtaosa 4-7 MEUR:n Empower-yritysoston jälkeisestä säästötavoitteesta saavutettu

Lähtöleveys 1-2v

- Empower-integraation viimeistely
- Viimeistenkin säästötavoitteiden saavuttaminen ja aiempien vuosien investointivelan maksaminen
- Resurssoinnin joustavoittaminen henkilöstövuokrausosaamisen avulla
- Orgaaninen kasvu markkinoiden kasvun avittamana
- Kasvun kiihdyttäminen yritysostoilla, fokuksessa vähäpäästöinen ja päästötön energian tuotanto, uudet teknologiat sekä erityisosaaminen
- Fokus kannattavuudessa

Seuraavat 5 vuotta

- Orgaaninen kasvu markkinoiden investointisykliä mukaista
- Yritysjärjestelyiden avulla liiketoiminnan painopiste voisi siirtyä kohti vähemmän henkilöstöintensiivisiä liiketoimintoja
- Kannattavuuspotentiaalin nostaminen
- Osaaminen uusiutuvan energian markkinoilla korostuu energiamurroksen edetessä

Markkinakatsaus 1/4

Kohdemarkkinat koostuvat useista kokonaisuuksista

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

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

Teollisuuden kunnossapitopalvelut ja projektimarkkinat

Merkittävän osan Smart Industry-liiketoiminnan kohdemarkkinasta muodostavat kotimaisen teollisuuden kunnossapitopalvelut ja projektimarkkinat, joiden markkinakooksi on Enersensen kansainvälisellä konsulttitalolla teettämässä selvityksessä (pohjautuu vuoden 2019 lukuihin) arvioitu noin 2 miljardia. Tämä markkina muodostuu merkittävältä osin erilaisten sähkö-, automaatio-, pumppu- ja vastaavien järjestelmien huolto- ja ylläpitopalveluista, minkä lisäksi siihen lukeutuu erikoislaitteiden ja putkien huoltoa ja ylläpitopalveluja.

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

Noin 1,5-2 miljardin kunnossapito- ja projektimarkkinan lisäksi Smart Industryn kohdemarkkinaa kasvattaa meriteollisuuden markkina sekä teollisuuden rakennusmarkkinat. Yhtiö toimii näillä markkinoilla vain pienessä osassa kokonaismarkkinaa ja siten mielestämme niiden valtavat markkinat eivät kokonaisuutena muodosta yhtiölle relevanttia kohdemarkkinaa, vaikkakin ne kasvattavat Smart Industryn markkinapotentiaalia.

Markkinakasvun ajurit

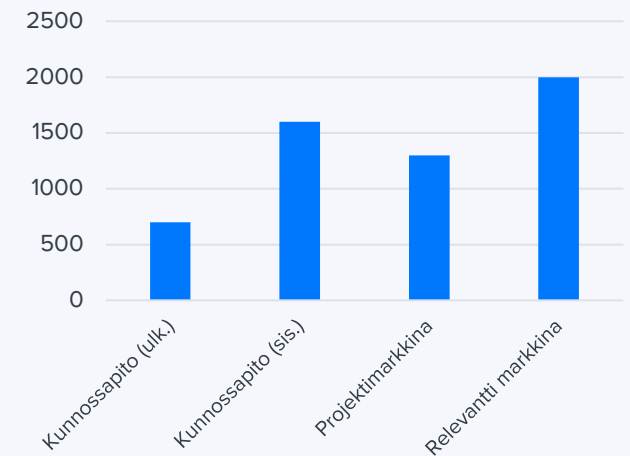
Arviomme mukaan keskeisin teollisuuden kunnossapito ja projektimarkkinoiden kasvun pidemmän aikavälin ajuri on teollisuuden investoinnit kiinteään omaisuuteen, mikä linkittyy talouden kasvuvauhtiin. Siten talouskasvu antaa hyvän pohjan markkinakasvun arvioinnille.

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

Kohdemarkkinoiden ominaispiirteitä

- Matala alalle tulon kynnyks
- Tiukka ja hintavetoinen kilpailutilanne
- Fragmentoitunut markkina ja pienet markkinaosuudet
- Korkea henkilöstöriippuvuus ja osaavan henkilöstön löytämisen haaste

Smart Industryn arvioitu kohdemarkkina



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

Markkinakatsaus 2/4

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

Smart Industryn kilpailukenttä

Edellä esiteltyjä markkinoiden ominaispiirteitä mukaillen Smart Industryn kohdemarkkina on hyvin pirstaloitunut. Markkinalla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita, kansallisia toimijoita sekä pieniä paikallisia toimijoita. Enersensen teettämän selvityksen mukaan markkinoiden suurin toimija on Caverion ja toiseksi suurin Stora Enson tytäryhtiö Efora, joiden markkinaosuus on noin 10-20 %. Seuraavaksi suurimpien eli Enersensen ja Viafin Servicesin markkinaosuudet ovat alle 5 %, kun taas pienet alle 2 %:n markkinaosuuden yhtiöt vastaavat yli 50 %:sta kokonaismarkkinaa. Siten yksittäiset suuremmat kilpailutusvoitot voivat muuttaa markkina-osuuksia selvästi.

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

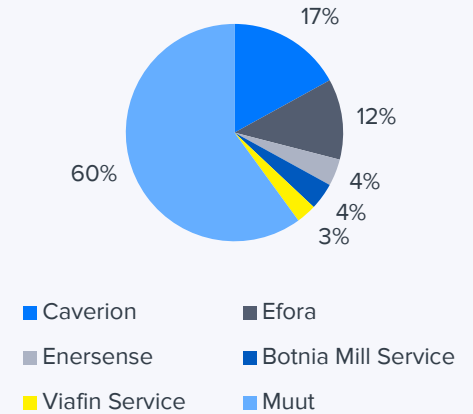
Powerin kohdemarkkina

Power-segmentin kohdemarkkina muodostuu etenkin voimansiirtoverkkojen infrastruktuuriin tehdyistä investoinneista, tuulivoimaloiden rakennushankkeista sekä näihin tarjottavista huolto- ja ylläpitopalveluista Suomessa. Lisäksi relevanttia markkinaa kasvattaa sähköisen liikenteen latausjärjestelmät ja energiavarastointiin liittyvät ratkaisut. Powerin markkinan koko oli Enersensen teettämän selvityksen mukaan yli 500 MEUR, kun tuulivoimamarkkinan kooksi arvioitiin noin 230 MEUR. Kun huomioidaan Fingridin lähivuosina kasvavat investoinnit (noin 200 MEUR/v), muiden verkkoyhtiöiden investoinnit, tuulivoima-investoinnit sekä palvelumarkkina vaikuttaa markkina-arvio mielestämme uskottavalta.

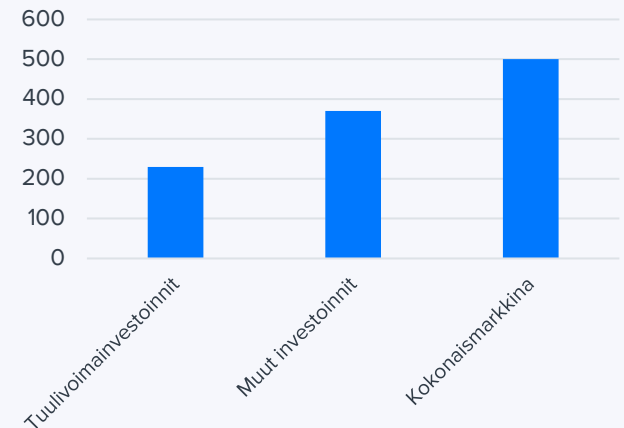
Markkinakasvun ajurit

Kohdemarkkinoiden kasvu pohjautuu myös jatkossa Fingridin ja muiden verkkoyhtiöiden investointien kasvuun ja tuulivoimatuotannon kasvuun. Fingrid on arvioinut sen kuluvaan vuosikymmenen investointien olevan noin kaksi miljardia, mitä kasvattaa tuulivoimatuotannon kasvu. Fingrid arvioi 2020-luvun investointien olevan hieman etupainotteiset ja vuosina 2022-2024 kantaverkkoinvestoinnit näillä näkymin ylittävät 200 MEUR:n rajan. Siten lähivuosina markkina voi arviomme mukaan kasvaa viime vuosia suuremmaksi, mutta pitkässä juoksussa Powerin kasvu on arviomme mukaan pitkälti markkinaosuuden voittamisen ja latausjärjestelmien kasvun sekä varastointiratkaisujen kasvun varassa.

Smart Industryn arvioidut markkinaosuudet



Powerin arvioitu kohdemarkkina



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

Markkinakatsaus 3/4

Powerin kilpailukenttä

Myös Powerin kilpailukenttä Suomessa on pirstaloitunut, minkä vuoksi kaikkien toimijoiden markkinaosuudet ovat melko pieniä. Enersensen teettämän selvityksen mukaan 4 suurinta jakavat noin puolet markkinasta ja loput markkinasta jakautuu pieniin osiin kokoluokaltaan pienemmille toimijoille. Suurimmat toimijat ovat Enersense ja Eltel 15 %:n markkinaosuuksilla, kun taas VEO:n ja Omexomin arvioidut markkinaosuudet ovat 11 % ja 9 %.

Connectivityn kohdemarkkina

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

Viestintäviraston mukaan investoinnit kiinteään ja mobiiliverkkoon olivat vuonna 2020 noin 400 MEUR. Näistä 182 MEUR kohdistui mobiiliverkkoon ja 212 MEUR kiinteään verkkoon. Kun huomioidaan että kaikki investoinnit eivät todennäköisesti kohdistu suoraan verkonrakentamiseen (esim. laitteet ja ohjelmistot todennäköisesti vievät osan investoinneista) on 250 MEUR:n arvio Connectivityn kohdemarkkinasta näkemyksemme mukaan uskottava.

Markkinakasvun ajurit

Viimeisen 5 vuoden aikana investointien pohjalta arvioitu markkinan koko on ollut vuositasolla keskimäärin noin 440 MEUR ja huippuvuotena 2018 se oli 490 MEUR, kun taas vuonna 2020

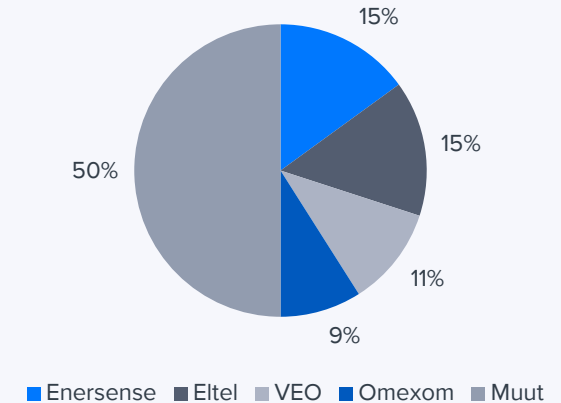
investoinnit laskivat noin 400 MEUR:oon. Suomessa toimivien operattoreiden Elisan, Telian ja DNA:n lähivuosien investointeihin vaikuttavat etenkin tarve päivittää verkkoja nopeammiksi ja 5G-investoinnit. Muun muassa näitä ajureita mukaillen arvioimme markkinan keskipitkän aikavälin keskimääräisen kasvun olevan karkeasti 0-5 %.

Connectivityn kilpailukenttä

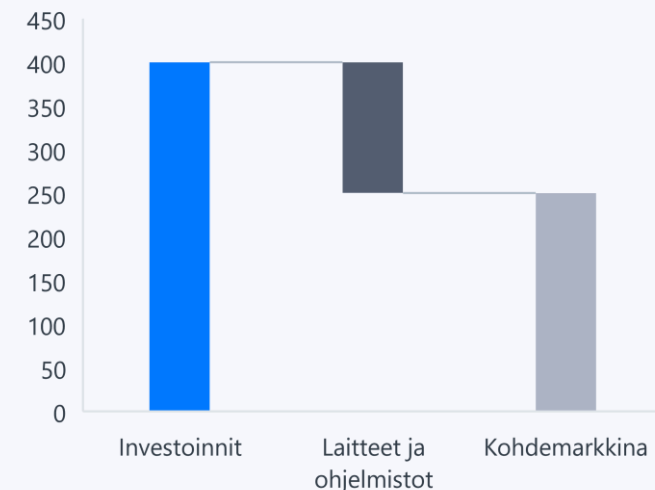
Connectivityn kilpailukenttä poikkeaa sekä Smart Industryn että Powerin kilpailukentästä siltä osin, että kilpailukenttä on selvästi keskittyneempi siitä huolimatta, että markkinoissa on muita samoja ominaispiirteitä. Tämän taustalla on arviomme mukaan se, että Suomen keskittynyt operaattorikenttä edellyttää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

Rajallista ostajakuntaa ja heidän vaikutusvaltoja mukaillen tietoliikenteen rakennusmarkkinaa hallitsee kolme toimijaa, jotka ovat Eltel, Voimatel ja Enersense. Enersensen teettämän selvityksen mukaan näistä suurin toimija on Eltel noin kolmanneksen markkinaosuudella. Toiseksi suurin toimija on Voimatel 29 %:n markkinaosuudella, kun taas Enersensen markkinaosuus on noin viidennes. Nämä toimijat hallitsevat yli 80 % kokonaismarkkinasta, kun taas viidennes markkinasta jakautuu pieniin markkinaosuuksiin muutaman toimijan kesken.

Powerin kilpailukenttä ja arvioidut markkinaosuudet



Connectivityn arvioitu kohdemarkkina



Markkinakatsaus 4/4

Arviomme mukaan suurimpien toimijoiden markkinaosuudet kehittyvät suhteellisen vakaasti pitkällä aikavälillä, sillä näillä toimijoilla on tyypillisesti pidemmät runkosopimukset tilaajien kanssa ja kotimaisten operaattoreiden intressissä on myös pitää yllä kilpailutilannetta suurimpien toimittajien kesken.

Kansainvälisten hankkeiden kohdemarkkina

International Operations palvelee muun muassa tuulivoimien rakennuttajia, voimansiirtoverkkoyhtiöitä, tietoliikenneverkko-yhtiöitä, ydinvoiman rakentajia sekä muita teollisuuden aloja. Yhtiö palvelee näitä aloja mm. Baltiassa, Saksassa, Ranskassa ja Isossa-Britanniassa. Tällä hetkellä sen toiminta eri aloilla kattaa vain tietyt asiakkuudet ja maat, eikä yhtiöllä ole näiden alojen hankkeita käynnissä kaikissa edellä esitellyissä maissa.

Enersensen teettämän selvityksen mukaan pelkästään Saksan ja Ranskan vuotuiset investoinnit (2019) suurjänniteverkkoihin mitataan yhteensä yli viidessä miljardissa, kun taas Baltian maissa vastaavat investoinnit olivat noin 310 MEUR. Vastaavat investoinnit tietoliikenneverkkoihin olivat Saksassa ja Ranskassa yli 8 miljardia ja Baltiassa noin 95 MEUR. Näin ollen Internationalin kohdemarkkina on sen mittakaavassa valtava, eikä kohdemarkkinan koko rajaa sen kasvupotentiaalia.

International Operationsin kilpailukenttä

Arviomme mukaan kansainvälisillä markkinoilla on samanlaiset markkinoiden ominaispiirteet kuin mitä kotimaisilla markkinoilla on. Matalan alalle

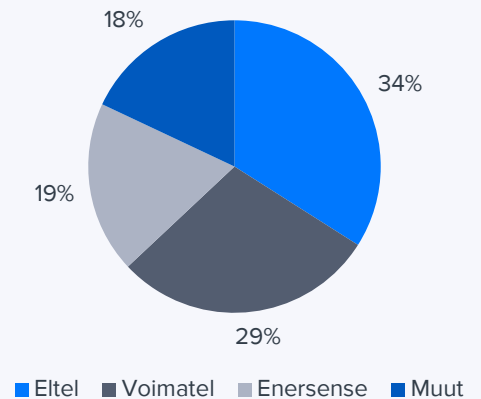
tulon kynnyksen ansiosta Enersensellä tulisi olla edellytykset murtautua uusille maantieteellisille alueilla. Arviomme mukaan näillä valtaosin kypsillä aloilla on kuitenkin jo tyypillisesti vakiintunut suurten toimijoiden kilpailijajoukko. Siten haastajan roolista lähteminen ja orgaaninen kasvu voi näkemyksemme mukaan osoittautua haastavaksi, eikä aggressiivinen markkinaosuuden hakeminen olisi mielestämme mielekäästä toimia-alojen tyypillisesti kireä kilpailutilanne ja hinnoittelu huomioiden.

International Operationsin yhteenveto

International Operationsin kohdemarkkina on valtava ja sen kasvuvauhti arviomme mukaan mukailee pääpiirteittäin edellä esitetyjä kotimaisten markkinoiden kasvujureita eli etenkin kohdemarkkinoiden investointinäköymää.

Kokonaisuutena valtava markkina ja sen kasvuvauhti ei mielestämme kuitenkaan muodosta liiketoiminta-alueen potentiaalille erityisen hyvää mittatikkua, sillä yhtiö toimii vain pienissä laajan kokonaisuusmarkkinan taskuissa. Näin ollen mielestämme sijoittajan kannalta parempi keino arvioida liiketoiminta-alueen tulevaa kasvuvauhtia on yhtiön aiemmat hankkeet ja niistä kertyvät referenssit sekä tilauskannan kehitys. Käsittelemme mukaan Enersense on yksi suurista toimijoista Baltian suurjänniteverkkojen rakennusmarkkinalla, minkä lisäksi yhtiöllä on referenssi ydinvoimahankkeista Suomessa ja sillä on käynnissä toinen hanke Ranskan Flamanvillessä. Näiden avulla yhtiön on mahdollista ylläpitää näiden alojen kysyntää ja kerryttää referenssejä tulevaisuuden kasvulle.

Connectivityn kilpailukenttä ja arvioidut markkinaosuudet



Lähde: Kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemä selvitys, Enersense ja Inderes

Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

Kustannusrakennetta dominoi työvoimakustannukset

Tarkastelemme Enersensen kustannusrakennetta vuoden 2020 pro forma -lukuilla. Mielestämme se antaa parhaan mahdollisen kuvan nykyisen liiketoiminnan kustannusrakenteesta, vaikkakin saatavilla on vain yksi tarkistuspiste. Empower-yrityskaupan vuoksi relevanttia pidempää aikasarjaa ei ole saatavilla.

Liiketoimintamallia ja sen henkilöstöintensiivisyyttä heijastellen Enersensen kustannusrakenteesta merkittävän osan muodostavat henkilöstökustannukset, jotka olivat 45 % liikevaihdosta ja 47 % kokonaiskustannuksista vuonna 2020 (pro forma-luvut).

Toinen merkittävä kustannuserä on materiaalit ja palvelut, jotka olivat noin 41 % suhteessa vuoden 2020 pro forma liikevaihtoon ja 43 % kokonaiskustannuksista. Tämä erä sisältää materiaalihankintoja, joita tarvitaan eri asiakasprojekteissa. Lisäksi ulkopuoliset ostot muodostuvat merkittävältä osin ulkopuolisesta vuokratyövoimasta, jota yhtiö ostaa alihankintana. Arviomme mukaan karkeasti noin puolet materiaali- ja palvelukustannuksista onkin työvoimakustannuksia ja siten henkilöstökulut ovat liiketoiminnassa suuremmat, kuin konsernin omat henkilöstökustannukset antavat ymmärtää.

Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Suhteessa liikevaihtoon muut kulut olivat vajaat 10 % liikevaihdosta ja kokonaiskustannuksista vuonna 2020 (pro forma).

Taseen varoja paisuttaa Empower-yrityskauppa

Tarkastelemme Enersensen tasetta vuoden 2021 H1-lopun luvuilla, koska se huomioi alkuvuonna tapahtuneet merkittävät muutokset taseessa. Näistä suurimmat ovat toteutetut annit sekä rahoituksen uudelleenjärjestely.

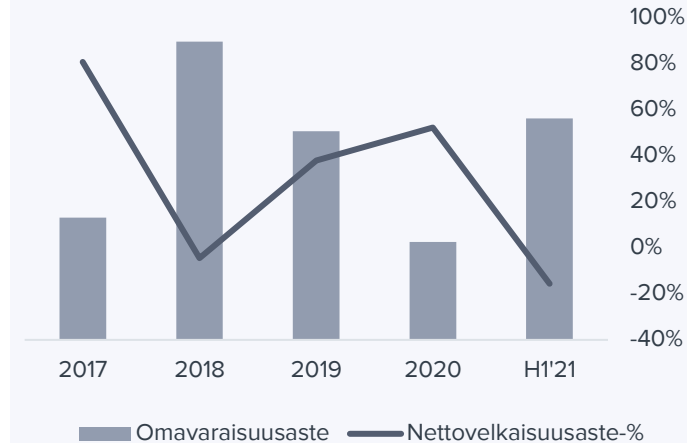
Enersensen H1'21:n lopun taseen loppusumma oli 138 MEUR. Taseen 56 MEUR:n pitkäaikaiset varat muodostuvat suurelta osin 26 MEUR:n liikearvosta ja 11,9 MEUR:n aineettomista ja 14,4 MEUR:n aineellisista hyödykkeistä. Liikearvo ja aineeton omaisuus on peräisin yrityskaupoista, nykyisistä asiakassuhteista sekä tilauskannasta.

H1-lopussa lyhytaikaiset varat koostuivat pääosin 20,3 MEUR:n (12,6 %) myyntisaamisista, 25,7 MEUR:n muista saamisista ja 32,3 MEUR:n kassavarajoista. Kassavarajoja on paisuttanut etenkin vuonna 2021 toteutetut osakeannit, minkä seurauksena kassavarat ovat arviomme mukaan suuremmat kuin mitä liiketoiminnan pyörittäminen edellyttää. Pidämme konsernin varoja kurantteina, eikä taseen omaisuuserien arvoihin mielestämme kohdistu huomioitavia riskejä.

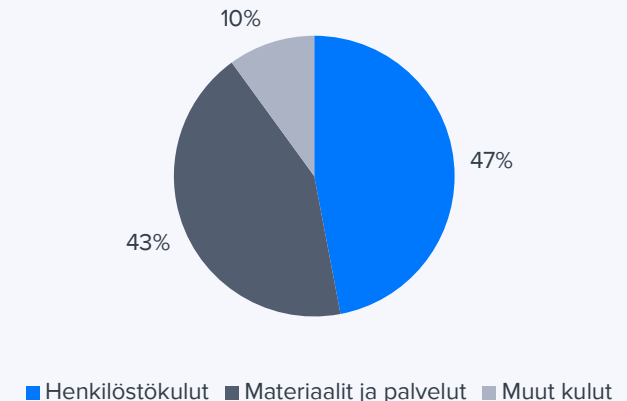
Korollista velkaa on maltillisesti

Omaa pääomaa taseessa oli H1:n lopussa 45,5 MEUR. Tästä valtaosa koostuu 43,8 MEUR:n sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta, mikä on paisunut tehtyjen antien myötä. Siten yhtiön omavaraisuusaste oli 34,4 % ja se täytti 27,5 %:n kovenanttiehdon selvästi. Vuoden 2022 lopusta alkaen kovenanttiehto kohoaa 37,5 %:iin, minkä yhtiö ennusteidemme mukaisella kehityksellä tulee myös täyttämään.

Taseen tunnusluvut



Kustannusrakenne 2020 (pro forma)



Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

Vastaavaa puolen 19,8 MEUR:n pitkäaikaiset velat muodostuvat valtaosin korollisista 9,8 MEUR:n lainoista sekä 7,5 MEUR:n vuokrasopimusveloista. Lyhytaikaista korollista velkaa yhtiöllä puolestaan oli H1'21:n lopussa 3,6 MEUR:n lainojen ja 3,8 MEUR:n vuokrasopimusvelkojen muodossa. Korotonta velkaa oli vastaavasti 16,4 MEUR:n ostovelat ja 42,7 MEUR:n muut velat. Muut velat koostuvat etenkin henkilöstö- ja alihankintakulujen jaksotuksista, mikä on ominaista liiketoiminnalle, joka on henkilöstöintensiivistä.

Rahoitusasema on vahva

Pitkä- ja lyhytaikaista korollista lainaa sekä leasingvastuita Enersensellä oli H1:n lopussa 24,8 MEUR. Näin ollen yhtiön korollinen nettovelka oli negatiivinen ja yhtiöllä onkin 7,5 MEUR:n nettokassa. Suhteessa vuoden 2021 oikaistun käyttökatteen ohjeistushaarukan keskikohtaan tämä vastaa -0,4x nettovelka/käyttökate kerrointa.

Näkemyksemme mukaan tämänkaltaisessa liiketoiminnassa nettovelka suhteessa käyttökatteeseen voisi olla yli ajan karkeasti 2-2,5x, ilman että riskitaso nousisi liiaksi. Empowerin heikon historiallisen kehityksen vuoksi yhtiön rahoittajapankki on kuitenkin asettanut mielestämme melko tiukat kovenanttiehtot. Ne edellyttävät, että yhtiön korollisen velan ja käyttökatteen suhde on H1'21-H2'22:n välisenä aikana enintään 2x ja sen jälkeen enintään 1,75x. Tämä rajaa yhtiön velanottokykyä, mikäli yhtiö ei neuvottele ehtoja uusiksi. Nykyisillä ehdoilla ja lähivuosien ennusteillamme yhtiön velanottokapasiteetti on noin 10-15 MEUR.

Velanottokapasiteetilla ja konservatiivisella

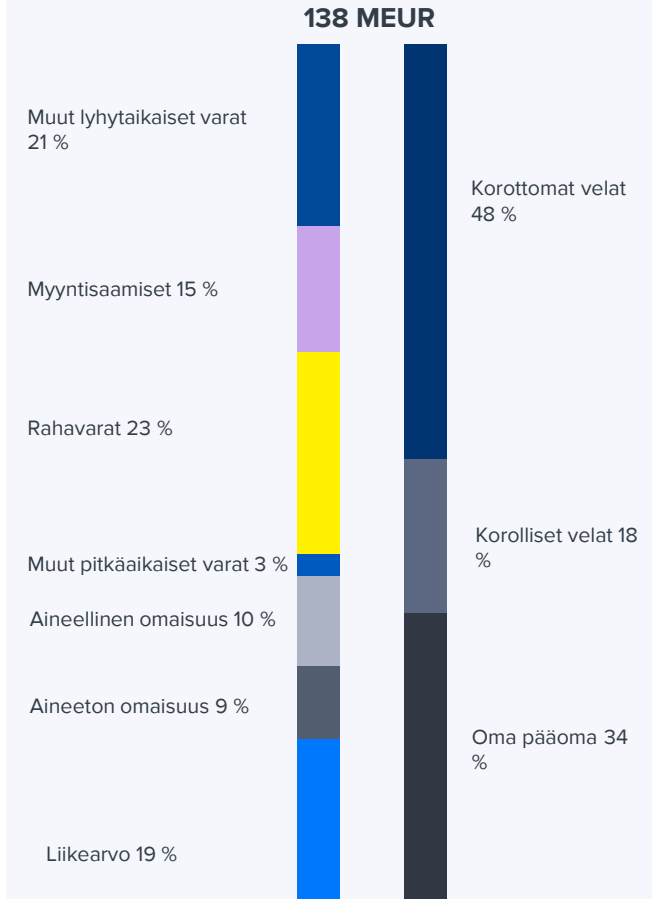
kassapuskurin arviolla yhtiön liikkumavara yritysostoja varten on arviomme mukaan noin 30-40 MEUR.

Käyttämättömien tappioiden ansiosta verorasite jää tavanomaista pienemmäksi

Enersenselle oli vuoden 2020 lopussa käyttämättömiä tappioita peräti 100 MEUR, mitkä olivat peräsin valtaosin Empowerin aikaisemmista tappioista. Näistä tappioista yhtiö oli kirjannut laskennallisia verosaamia 2,3 MEUR, kun taas kirjaamattoman laskennallisen verosaamisen osuus oli 20 %:n yhtiöverokannan ansiosta 17,6 MEUR. Näin ollen yhtiön lähivuosien veroaste tulee arviomme mukaan olemaan tavanomaista yhteisöverokantaa selvästi matalampi ja myös kassavirtavaikutteiset verot jäävät arviomme mukaan pieniksi.

Huomioitavaa on, että verotuksessa tappioita voi hyödyntää niiltä osin, kuin Empowerin vanhat liiketoiminnat tekevät verotettavaa tulosta ja siten tappioiden hyödyntäminen on riippuvainen siitä, miten eri segmentit tekevät tulosta lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä.

Taserakenne H1'21



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Enersensen liikevaihdon kehitystä lyhyellä tähtämellä liiketoiminta-alueiden arvioidun markkinakasvun sekä tilauskannan kehityksen kautta. Kulurakennetta ennustamme suhteessa liikevaihdon kehitykseen.

Keskipitkällä ja pitkällä tähtämellä ennustamme liikevaihdon kasvua odotetun investointitason kehityksen ja markkinoiden pitkän aikavälin kasvupotentiaalin kautta. Pitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme pohjana toimii markkinoiden keskimääräiset kannattavuustasot ja arviomme liiketoiminta-alueiden kannattavuuspotentiaalista.

Vuoden 2021 ennusteet

Enersense on ohjeistanut sen vuoden 2021 liikevaihdon olevan 215-245 MEUR, oikaistun käyttökateen olevan 17-20 MEUR ja oikaistun liikevoiton olevan 8-11 MEUR. Ensimmäisen vuosipuoliskon jälkeen yhtiöllä on kasassa 115 MEUR liikevaihtoa, 7,5 MEUR oikaistua käyttökateä ja 3,5 MEUR oikaistua liikevoittoa. H1'21:n lopussa yhtiön tilauskanta oli 301 MEUR.

Ennustamme Enersensen vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan peräti 60 % ja kohoavan 235 MEUR:oon, mikä on lievästi ohjeistushaarukan puolivälin yläpuolella. Voimakkaan kasvun taustalla on etenkin se, että vuonna 2020 Empowerin luvut heijastuivat konsernin lukuihin vasta elokuusta alkaen.

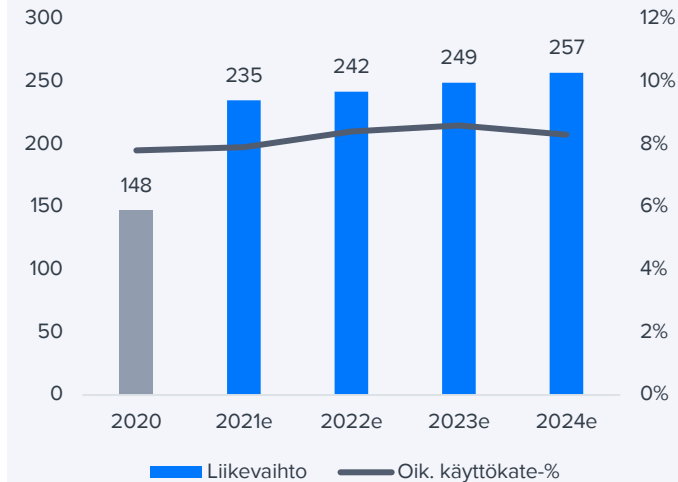
Näkemyksemme mukaan liiketoiminta-alueiden orgaaninen kasvu jää maltillisiksi vuonna 2021, sillä arviomme mukaan teollisuuden korkeat tilauskannat rajoittavat ylimääräisten huoltoseisokkien tuomaa

kysyntää Smart Industryssa, minkä lisäksi hyvien sääolosuhteiden vuoksi myöskään Powerin kysyntää ei ole kasvattanut ylimääräiset verkon korjausrakot. Myöskään 5G:n ennakoitu investointisykli ei käsityksemme mukaan olennaisesti heijastu vielä Connectivityn markkinaan.

Koko vuoden oikaistun käyttökateen ennusteemme on 18,2 MEUR:ssa (oik. käyttökate 7,9 %) eli lievästi ohjeistushaarukan keskikohtan alapuolella. Vuoden jälkimmäisellä puoliskolla tulostason tulisi saada hieman tukea jo saavutetuista kustannussäästöistä, mutta samalla odotamme kannattavuutta rajoittavan lyhyen toimitusajan projektien puute. Noin alkuvuoden tasoisia poistoja mukaillen on oikaistun liikevoiton ennusteemme 9 MEUR:ssa eli niin ikään lievästi ohjeistuksen keskikohtan alapuolella.

Loppuvuoden rahoituskustannusten odotamme olevan normaalilla tasolla yhtiön uudelleen rahoitettua velkansa, emmekä odota rahoituskustannuksiin kertaluonteisia eriä alkuvuoden tapaan. Merkittävien verotuksessa hyödynnettävien tappioiden ansiosta ennusteemme vuoden 2021 tuloslaskelmien veroiksi on nollassa. Siten osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,36 euroa osakkeelta. Alkuvuoden kertaeristä puhdistettu oikaistu osakekohtainen tuloksen ennusteemme on 0,48 euroa, kun emme odota loppuvuodelle kertaeriä. Mahdottomana emme kuitenkaan niitä pidä yhtiön yhä osin työstäessä Empower-integraatiota. Näkyvyys näihin on kuitenkin hyvin heikko emmekä ole sisällyttäneet niitä tästä syystä ennusteisiin. Mielestämme yhtiön nykyisessä kehitysvaihteessa sen tulospotentiaalista paremman kuvan antaakin oikaistu tulostaso.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 2/3

Vuonna 2020 alkaneen ja edelleen hyvässä vauhdissa jatkuneen tuloskäänteen ansiosta yhtiön tulos kasvaa selvästi vuodesta 2020, mutta tästä huolimatta kuluvan vuoden osakekohtainen tulos jää alle edellisvuoden tason. Tämän taustalla on antien myötä kasvanut osakemäärä. Ennusteemme vuoden 2021 osingoksi on 0,15 euroa/osakkeelta.

Odotamme yhtiön rahoitusaseman säilyvän vuonna 2021 erittäin hyvänä loppuvuonna vahvistuvan rahavirran sekä nykyisen nettokassan ansiosta, sillä emme ennusta yritysostoja sen ollessa käytännössä mahdotonta. Nettokassan ansiosta yhtiö täyttää rahoitusasemaa mittaavan kovenanttiehdon ja myös yhtiön omavaraisuusaste (2021e 35 %) täyttää ehdot.

Vuoden 2022 ennusteet

Vuoden 2022 liikevaihdon ennustamme kasvavan lähes 3 % 242 MEUR:oon ja odotamme kaikkien liiketoiminta-alueiden kysynnän säilyvän hyvänä ja kasvussa markkinoiden kasvunäkymiä ja tilauskannan kasvua mukaillen. Vastatuulta kasvulle

aiheuttaa Värviäämöstä luopuminen, mikä on heijastunut vielä H1'21:llä Smart Industryn lukuihin (arviolta noin 5 MEUR).

Olemme tarkastaneet kannattavuusennusteitamme lievästi alaspäin ja vuoden 2022 oikaistun käyttökateen odotamme kohoavan 20,4 MEUR:oon, mikä vastaa 8,4 %:n käyttökatemarginaalia. Ennusteissamme odotamme yhtiön projektikannan kannattavuuden säilyneen terveellä tasolla ja pääasiallinen tuloskasvun ajuri on tavoitellut 4-7 MEUR:n kustannussäästöt. Nämä säästöt yhtiö kertoi saavuttaneensa valtaosin jo H1'21:n aikana, joten toteumasta (ei julkistettu) noin puolet tukevat vielä vuoden 2022 tuloskasvun edellytyksiä. Lisäksi tuloskasvua avittaa Värviäämöstä luopuminen, joka oli vuonna 2020 tappiolla (-0,5 MEUR käyttökate) ja on arviomme mukaan myös painanut lievästi H1'21:n tulosta. Vastaavasti tuloskasvua arviomme mukaan jarruttaa yhtiön ”investointivelka”, mitä sille on arviomme mukaan kertynyt Empowerin toiminnassa sen heikon taloudellisen historian ansiosta.

Verotuksessa hyödynnettäviä tappioita ja Empowerin vanhojen yksiköiden kannattavaa liiketoimintaa mukaillen odotamme vuoden 2022 veroasteen jäävän matalaksi. Siten vuoden 2022 EPS:n ennusteemme on 0,59 euroa, josta odotamme yhtiön jakavan 0,25 euron osingon. Ennusteissamme yhtiön rahoitusasema ja tase vahvistuu tulosta ja hyvää kassavirtaa heijastellen ja omavaraisuusaste nousee ennusteillamme vuonna 2022 38 %:iin ja nettovelkaantumisaste säilyy selvästi negatiivisena (ts. yhtiön nettokassa vahvistuu).

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä Enersensen kasvun määrittelee aiemmin esitellyt kohdemarkkinoiden kasvuajurit eli pitkälti kotimaisen teollisuuden kilpailukyky verkko- ja tietoliikenneyhtiöiden investoinnit. Näitä mukaillen odotamme yhtiön kasvavan keskipitkällä aikavälillä vuosina 2023-2025 keskimäärin noin 3 %:n vuosittaista kasvuvauhtia.

| Ennustemuutokset | 2021e | 2021e | Muutos | 2022e | 2022e | Muutos | 2023e | 2023e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 235 | 235 | 0 % | 241 | 242 | 0 % | 248 | 249 | 1 % |
| Käyttökate | 18,2 | 18,2 | 0 % | 21,7 | 20,4 | -6 % | 22,5 | 21,4 | -5 % |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 9,0 | 9,0 | 0 % | 12,2 | 10,8 | -11 % | 13,3 | 12,2 | -8 % |
| Liikevoitto | 7,8 | 7,8 | 0 % | 12,2 | 10,8 | -11 % | 13,3 | 12,2 | -8 % |
| Tulos ennen veroja | 4,8 | 4,8 | 0 % | 9,8 | 8,4 | -14 % | 11,3 | 10,2 | -10 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | 0,48 | 0,48 | 0 % | 0,68 | 0,59 | -14 % | 0,78 | 0,71 | -10 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,15 | 0,15 | 0 % | 0,25 | 0,25 | 0 % | 0,30 | 0,30 | 0 % |

Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin kasvun ennusteemme markkinoiden maltillista kasvunäkymää ja talouskasvukuvaa mukaillen 2 %:ssa.

Yhtiön kannattavuus on näkemyksemme mukaan toimialan kontekstissa jo vuonna 2022 hyvällä tasolla, eikä siinä arviomme mukaan ole nykymuotoisella liiketoimintarakenteella merkittävää nousuvaraa. Siten keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme yhtiön kannattavuus kehitty melko vakaasti 8-9 %:n käyttökatemarginaalin tasolla.

Ennusteemme ovat alle taloudellisten tavoitteiden

Vuoden 2025 liikevaihdon ennusteemme on 262 MEUR ja vastaava käyttökate-%:n ennusteemme on 8,3 %. Siten ennusteemme ovat sekä alle yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaisen liikevaihtotason (300 MEUR 2025 mennessä) että myös yhtiön kannattavuustavoitteen (10 % käyttökate-% 2025 mennessä). Liikevaihdon kasvun osalta taustalla on se, että näkemyksemme yhtiön kohdemarkkinoiden kasvusta alittaa tavoitteiden saavuttamisen edellyttämän tason, emmekä näe markkinaosuuden voittamista realistisena yli ajan tiukasti kilpailuilla markkinoilla. Yhtiön työkalupakissa on myös yritysostot, mitä emme ole huomioineet ennusteissamme, koska se on käytännössä mahdotonta. Taloudellisen asemansa puitteissa yhtiöllä on tuntuvasti resursseja yritysostoilta. Siten arvioimme yhtiön raportoidun kasvun todennäköisesti ylittävän lähivuosien kasvun ennusteemme, kun odotamme yhtiön jatkavan epäorgaanista kasvua.

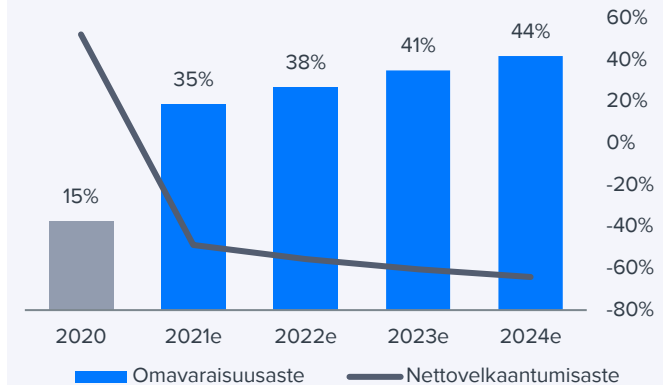
Kannattavuusennusteemme ovat niin ikään yhtiön tavoitteiden alapuolella. Siten suotuisassa

skenaariossa on myös kannattavuusennusteissamme keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä nousuvaraa. Näkemyksemme mukaan tavoitetaso on kuitenkin vaativa nykyisellä liiketoimintarakenteella ja siten emme pidä perusteltuna venyttää odotuksia tässä vaiheessa tavoitteen mukaiselle tasolle.

Ennusteisiin liittyvät epävarmuustekijät

Näkemyksemme mukaan keskeisin ennusteisiimme liittyvä epävarmuustekijä on heikko näkyvyys yhtiön tilauskannan kannattavuuden kehitykseen, mikä yhdessä markkinoiden tyypillisesti tiukan kilpailutilanteen kanssa kasvattaa ennusteriskejä alaspäin. Vastaavasti suurimpana positiivisena ennusteriskinä pidämme liikevaihdon ja tuloksen kasvua vauhdittavia yritysostoja.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet konsernitasonla

| Tuloslaskelma | 2019 | 2020 | Q1'21 | Q2'21 | Q3'21e | Q4'21e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
|------------------------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 58,1 | 147 | 53,3 | 61,6 | 60,4 | 60,1 | 235 | 242 | 249 | 257 |
| Smart Industry | 0,0 | 0,0 | 22,3 | 23,5 | 22,0 | 21,5 | 89 | 92 | 95 | 97 |
| Power | 0,0 | 0,0 | 10,8 | 12,0 | 12,3 | 10,5 | 45,6 | 47 | 49 | 51 |
| Connectivity | 0,0 | 0,0 | 8,5 | 11,4 | 13,3 | 13,8 | 47,0 | 48 | 50 | 51 |
| International operations | 0,0 | 0,0 | 11,6 | 14,8 | 12,7 | 14,3 | 53,4 | 54 | 56 | 58 |
| Käyttökate | -0,8 | 9,8 | 1,7 | 5,8 | 5,6 | 5,2 | 18,2 | 20,4 | 21,4 | 21,3 |
| Poistot ja arvonalennukset | -1,1 | -5,0 | -2,3 | -2,8 | -2,6 | -2,7 | -10,4 | -9,6 | -9,2 | -9,0 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | -1,1 | 7,5 | 0,8 | 2,8 | 3,0 | 2,5 | 9,0 | 10,8 | 12,2 | 12,3 |
| Liikevoitto | -1,9 | 4,8 | -0,6 | 3,0 | 3,0 | 2,5 | 7,8 | 10,8 | 12,2 | 12,3 |
| Nettorahoituskulut | -0,4 | -1,9 | -0,7 | -1,1 | -0,6 | -0,6 | -3,0 | -2,4 | -2,0 | -1,6 |
| Tulos ennen veroja | -2,3 | 2,9 | -1,3 | 1,9 | 2,4 | 1,9 | 4,8 | 8,4 | 10,2 | 10,7 |
| Verot | 0,0 | -0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,6 | -0,7 | -1,1 |
| Vähemmistöosuudet | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettotulos | -2,1 | 2,4 | -1,3 | 1,9 | 2,4 | 1,9 | 4,8 | 7,9 | 9,5 | 9,6 |
| EPS (oikaistu) | -0,22 | 0,68 | 0,01 | 0,16 | 0,18 | 0,14 | 0,48 | 0,59 | 0,71 | 0,72 |
| EPS (raportoitu) | -0,36 | 0,32 | -0,10 | 0,14 | 0,18 | 0,14 | 0,36 | 0,59 | 0,71 | 0,72 |

| Tunnusluvut | 2019 | 2020 | Q1'21 | Q2'21 | Q3'21e | Q4'21e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------------------------|--------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 22,8 % | 153,8 % | | | | | 59,6 % | 2,9 % | 3,0 % | 2,8 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | | | | | | | | 21,0 % | 12,5 % | 0,8 % |
| Käyttökate-% | -1,3 % | 6,6 % | 3,2 % | 9,4 % | 9,2 % | 8,6 % | 7,7 % | 8,4 % | 8,6 % | 8,3 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | -1,9 % | 5,1 % | 1,5 % | 4,5 % | 4,9 % | 4,1 % | 3,8 % | 4,5 % | 4,9 % | 4,8 % |
| Nettotulos-% | -3,7 % | 1,6 % | -2,5 % | 3,1 % | 3,9 % | 3,1 % | 2,0 % | 3,2 % | 3,8 % | 3,8 % |

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Enersensen sijoitusprofiili on viimeisen vuoden aikana annettujen kannattavuusnäyttöjen myötä muuttunut aiemmasta käänneyhtiön profiilista. Yhtiön kohdemarkkinoiden kasvuvauhtiin perustuva orgaaninen kasvupotentiaali on arviomme mukaan suhteessa tyypillisiin kasvuyhtiöihin maltillinen, siten yhtiö ei mielestämme lukeudu kasvuyhtiöksi pörssin kontekstissa. Yhtiö on kuitenkin kertonut, että osana sen strategiaa on myös epäorgaaninen kasvu eli yritysostot, mikä voi vauhdittaa lähivuosien kasvua ja vahvistaa profiloitumista kasvuyhtiöksi.

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

Potentiaaliset arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Enersensen keskeiset potentiaaliset arvoajurit ja vahvuudet ovat:

Kannattavuuden parantaminen: Viimeisen vuoden aikana toteutetun kannattavuuskäänteen jälkeenkin yhtiöllä on näkemyksemme mukaan vielä edellytyksiä nostaa kannattavuuttaan. Enersensen kannattavuus on arviomme mukaan vielä alle liiketoiminnan potentiaalin ja vuodelle 2025 asetetun 10 %:n käyttökatemarginaalin taloudellisen tavoitteen. Keskeisiä kannattavuusparannuksen ajureita on tavoitellut 4-7 MEUR:n synergiahyödyt Empower-yritysoston jälkeen, joiden odotetaan realisoituvan asteittain kuluvana vuonna ja tukevan tulosta

täysimääräisesti vuodesta 2022 alkaen.

Markkinoiden investointinäköm antaa yhtiölle näkemyksemme mukaan edellytykset kasvattaa liikevaihtoa lähivuosina. Markkinoiden kasvu on myös hyvän kannattavuuden kannalta olennaista, sillä arviomme mukaan kilpailuympäristö on ainakin lievästi maltillisempi kasvavassa markkinassa, kun taas supistuvassa markkinassa yksittäisistä projekteista käytävä kilpailu on ankarampaa. Markkinoiden hyvä vire mahdollistaa liikevaihdon kasvun, mitkä yhdessä kannattavuuden nousun kanssa antaa edellytykset keskeisimmälle arvoajurille eli tulokasvuulle.

Vahva tase ja matala pääoman tarve: Kahden suunnatun annin ja tulokäänteen jälkeen Enersensen tase on erinomaisessa kunnossa ja sillä on kohtuulliset nettovarot. Lisäksi liiketoiminta sitoo vähän pääomaa kiinteisiin investointeihin, eikä sen tulisi myöskään arviomme mukaan sitoa merkittävästi käyttöpääomaa. Näin ollen yhtiön edellytykset allokoida pääomaa strategian mukaisesti kasvuun ja etenkin epäorgaaniseen kasvuun on erittäin hyvä.

Riskit ja heikkoudet

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ja heikkoudet ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

Kireä kilpailutilanne: Enersense operoi pääasiassa tiukasti kilpailluilla ja matalan alalle tulokynnyksen markkinoilla, joilla ei ole palveluntarjoajien välillä suuria erottuvuustekijöitä. Näin ollen keskeinen kilpailukeino markkinoilla on hinnalla kilpaileminen. Tästä johtuen Enersensen

kannattavuuskehityksen kannalta on kriittistä, että yhtiö onnistuu jokaisen projektin suunnittelussa ja hinnoittelussa, eikä hinnoittelusta tingitä kasvun vuoksi. Tyypillisesti kilpailu kiristyy etenkin silloin, kun markkinoiden investointitaso laskee ja näin ollen kannattavuusriskit korostuvat heikomman investointisyklin vaiheessa.

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

Liikevaihdon riippuvuus investoinneista:

Merkittävä osa yhtiön liikevaihdosta on riippuvaista kohdemarkkinoiden investoinneista, jotka vaihtelevat alan toimijoiden investointisykliin mukana. Investointien tuoma liikevaihtokuorma myös elää projektien aikataulujen mukana. Valtaosin henkilöstökustannuksista muodostuva kulurakenne arviomme mukaan joustaa jossain määrin liikevaihtoa heikommin, minkä ansiosta yhtiön on tärkeä onnistua henkilöstötarpeen joustavoittamisessa ylläpitääkseen hyvää kannattavuustasoa. Työntekijöiden korkeiden työllistymisasteiden ylläpitäminen projektien vaihtuessa on kannattavuuden kannalta kriittistä.

Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden nousu

2.

Asiakasalojen investointinäkömä

3.

Hyvä kassavirtapotentiaali

4.

Projektiliiketoiminnan hinnoitteluriskit ja kireä kilpailutilanne markkinoilla

5.

Yritysostot (+/-)

Potentiaali



- Projektikannan tervehtyminen yhdessä kustannussäästöjen kanssa antaa edellytykset tuloskasvulle
- Kohdemarkkinoiden hyvä investointinäkömä tukee kasvun edellytyksiä lähivuosina
- Yritysjärjestelyt
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistaa hyvän kassavirran, joka taas mahdollistaa pääoman allokoinnin kasvuun ja/tai osinkoihin

Riskit



- Epäonnistuminen projektien hinnoittelussa tai suunnittelussa voi painaa kannattavuutta selvästi
- Matala alalle tulon kynnyks ja kireä kilpailutilanne markkinoilla, joissa pääasiallinen kilpailukeino on hinta
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen

Arvonmääritys 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Enersensen arvonmääritystä ensisijaisesti absoluuttisilla arvostuskertoimilla, joita suhteutamme myös kansainvälisen verrokkiryhmän kertoimiin. Yhtiön liiketoiminnalle relevanteimmat kertoimet ovat tulos pohjaiset P/E- ja taserakenteen ja etenkin tuntuvat nettokassan huomioivat EV/EBIT -kertoimet. Tarkastelemme yhtiötä ensisijaisesti kuluvan ja seuraavan vuoden kertoimilla, sillä näkyvyys tätä pidemmälle ajanjaksolle on rajallinen ja ennusteidemme sisältämä epävarmuus pidemmän jakson osalta on myös tämän takia merkittävä. Lisäksi käytämme arvonmäärityksessä kassavirtalaskelmaa (DCF) ja kokonaistuotto-odotus laskelmaa.

Olemme arvioineet epäorgaanisen kasvun tavoittelun olevan ensisijainen tavoite pääoman allokoinnissa ja siten näkyvyys osingon kehitykseen on näkemyksemme mukaan rajallinen. Näin ollen osinkotuottoon ei mielestämme ole perusteltua tukeutua erityisen vahvasti. Osinkoa onkin mielestämme perusteltua pitää pääasiassa tuotto-odotusta tukevana komponenttina.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

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

- + Näytöt kannattavuuskäanteestä mahdollistavan tulos pohjaiseen arvostukseen nojaamisen
- + Taseen tuntuva nettokassa
- + Tilaukskannan tuoma tuki lähivuosien ennusteille ja markkinoiden lähivuosien investointinäkymä
- + Yhtiön kassavirtaprofiili on arviomme mukaan

hyvä matalan investointitarpeen ansiosta, mikä antaa edellytykset pääoman allokoinnille epäorgaaniseen kasvuun

- Projektien tuomaan liikevaihtokuormaan ja kannattavuustasoon liittyvä epävarmuus

- Nykyisten kohdemarkkinoiden pidemmän aikavälin kasvunäkymä on rajallinen

- Vahvojen kilpailuetujen puute toimialalla ja hintavetoinen kilpailu

- Henkilöstöintensiivisyydestä johtuen liiketoimintamallin skaalautumis potentiaali on matala

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Enersensen vuoden 2021 EV/EBIT-kerroin on 12x, kun taas vastaava oikaistu P/E-kerroin on 20x. Vuoden 2022 vastaavat arvostuskertoimet ovat 16x ja 9x. Näkemyksemme mukaan kuluvan ja ensi vuoden P/E-kerroin pohjainen arvostus on kokonaisuutena korkea. Vastaavasti etenkin ensi vuoden taserakenteen huomioiva EV/EBIT-kerroin laskee maltilliselle tasolle. Tämän taustalla on yhtiön tuntuva nettokassa, minkä takia pidämme perusteltuna nojautua arvonmäärityksessä jossain määrin enemmän EV/-pohjaiseen arvostukseen.

Vuoden 2022 tulos saa ennusteissamme tukea edelleen hyvällä tasolla säilyneestä projektikannattavuudesta sekä etenkin tänä vuonna edenneestä kustannussäästöohjelmasta. Tämän vuoksi vuoden 2022 arvostuskertoimet ovat mielestämme tässä vaiheessa relevantimpi mittatikka. Tätä taustaa vasten on osakkeen absoluuttisissa arvostuskertoimissa nousuvaraa nykytasolta.

| Arvostustaso | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 9,56 | 9,56 | 9,56 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 13,4 | 13,4 | 13,4 |
| Markkina-arvo | 128 | 128 | 128 |
| Yritysarvo (EV) | 108 | 101 | 94 |
| P/E (oik.) | 19,8 | 16,3 | 13,5 |
| P/E | 26,6 | 16,3 | 13,5 |
| P/Kassavirta | 14,8 | 11,8 | 10,9 |
| P/B | 2,6 | 2,3 | 2,1 |
| P/S | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| EV/Liikevaihto | 0,5 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA (oik.) | 5,9 | 4,9 | 4,4 |
| EV/EBIT (oik.) | 12,1 | 9,3 | 7,7 |
| Osinko/tulos (%) | 41,7 % | 42,6 % | 42,4 % |
| Osinkotuotto-% | 1,6 % | 2,6 % | 3,1 % |

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Verrokkiryhmän arvostus

Enersensen liiketoiminta-alueisiin liittyvä mielestämme teollisuuden palveluyhtiöille tyypilliset lainalaisuudet, minkä ansiosta yhtiölle on mielestämme löydettävissä melko hyvä kansainvälisistä toimijoista ja osin myös yhtiön listautuneista kilpailijoista muodostuva verrokkiryhmä. Näin ollen suhteellinen arvostus on mielestämme yhtiölle relevantti arvostuksen mittatikka.

Verrokkiryhmän 2021 mediaani P/E-kerroin on 19, mihin suhteutettuna Enersense arvostetaan noin lievällä preemiolla. Vastaava EV/EBIT-kerroin taas on lähes 16x, mihin suhteutettuna Enersensen suhteellinen alennus on reilu 20 % %. Edellä esitellyistä tekijöistä johtuen tarkastelemme suhteellista arvostusta etenkin ensi vuoden osalta.

Verrokkiryhmän vuoden 2022 P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla suhteellinen arvostusero on +11 % ja - 21 %. Enersense on verrokkiryhmän keskimääräistä yhtiötä selvästi pienempi, mutta sen kasvu ja kannattavuuspotentiaali ei mielestämme poikkea verrokkiryhmän yhtiöistä olennaisesti. Pienestä koosta huolimatta mielestämme yhtiön riskitaso ei erotu joukosta merkittävästi, sillä yhtiön tulovirrat ovat hajautuneet hyvin eri liiketoiminta-alueille, eikä yhtiö ole yhden markkinan kysynnän varassa. Tätä taustaa vasten yhtiö on mielestämme perusteltua hinnoitella noin verrokkiryhmän tasolle.

Etenkin nettokassan huomioivan EV-pohjaisen arvostuseron vuoksi näemme vuoden 2022 suhteellisessa alennuksessa tuntuva kaventumisen varaa. Näin ollen suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta.

DCF-malli

DCF-mallin mukainen arvo yhtiön osakkeelle on 12,2 euroa osakkeelta. Siten kassavirtamalli indikoi osakkeelle muita arvonmääritysmenetelmiä suurempaa arvonnousupotentiaalia. On kuitenkin huomioitava, että liikevaihdon ja tuloksen kehitys voi olla Enersensellä epävakaata etenkin, mikäli markkinoiden kasvu hidastuu ja hintakilpailu kiristyy. Malli taas on herkkä ennustemuutoksille etenkin terminaaliarvon osalta, mikä heikentää sen soveltuvuutta arvonmääritykseen. Siten mielestämme houkuttelevan tuotto-odotuksen edellytyksenä on tuntuva arvonnousupotentiaali kassavirtamallissa.

Kassavirtamallimme pohjana käytämme pitkän aikavälin ennusteitamme ja terminaaliarvon liikevaihdon kasvun odotus on 2 % ja käyttökatemarginaalin 8 %. Mallissa terminaaliarvon painoarvo on 51 %, mitä pidämme kohtuullisena tasona. DCF-mallissa oman pääoman kustannus on suhteellisen korkea 9,4 %, mikä kuvastaa liiketoiminnan keskimääräistä korkeampaa riskiprofiilia. Matalan vieraan pääoman kustannuksen vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin 8 %:n tasolle. Tämä on pörssin kontekstissa keskimääräistä korkeampi taso, mitä pidämme perusteltuna edellä mainitut liiketoiminnan luonteeseen liittyvät tekijät huomioiden.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet



Arvonmääritys 3/3

Kokonaistuotto-odotus

Osakkeen tuotto-odotuksen ajurina toimii arviomme mukaan lähivuosina ennustamamme tuloskasvu, sillä näkemyksemme mukaan kuluvan vuoden tulos pohjaisessa arvostuksessa ei ole nousuvaraa. Pääoman allokoinnissa fokus on arviomme mukaan epäorgaanisessa kasvussa ja näin ollen osingon rooli on arviomme mukaan tuotto-odotuksen muodostumisen kannalta maltillinen.

Lähivuosien tuloskasvun odotamme olevan voimakasta, sillä vuonna 2020 toteutetun ja edelleen alkuvuonna 2021 jatkuneen tuloskäänteen ansiosta odotamme kannattavuuden asettuvan selvästi edellisiä vuosia korkeammalle tasolle. Tämän lisäksi tuloskasvua tukee se, että vuonna 2020 Empowerin luvut heijastuivat konsernin lukuihin elokuusta alkaen. Kolmas tekijä tuloskasvun taustalla on saavutetut kustannussäästöt, jotka heijastuvat täysimääräisesti vasta vuoden 2022 tulokseen.

Edellä esitettyä arvonmääritystä mukaillen ovat vuoden 2021 arvostuskertoimet mielestämme kokonaisuutena korkeahkot emmekä näe niissä nousuvaraa. Vastaavasti tuloskasvun ansiosta vuoden 2023 arvostuskertoimet painuvat varsin maltillisiksi. Tätä kokonaiskuvaa mukaillen lähivuosien vuotuinen tuotto-odotus asetuu arviomme mukaan karkeasti 10-15 %:iin ja se muodostuu tuloskasvusta ja saa maltillista tukea osinkotuotosta.

Tavoitehinta ja suositus

Tarkistamme Enersensen tavoitehinnan euroon 11,0 euroon (aik. 12,0 euroa) ennustemuutoksia heijastellen ja suosituksemme laskemme lisää-

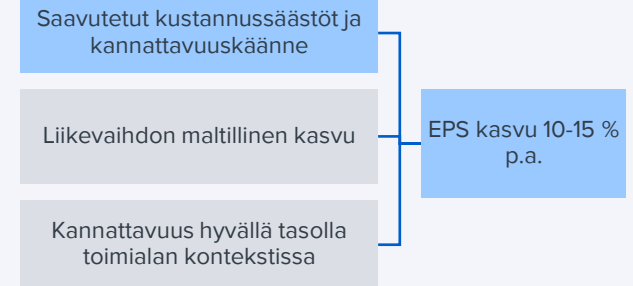
tasolle (aik. osta). Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on kasassa selkeät askelmerkit ennustamaamme tulosparannukseen, mihin suhteutettuna ensi vuoden arvostuskertoimet ovat maltilliset.

Osakkeen mukana sijoittaja saa yhtiön strategian ja erittäin hyvän rahoitusaseman myötä yritysjärjestelyoption. Historiassaan Enersense on toteuttanut yhden pienemmän kokoluokan epäonnistuneen yritysoston (Värväämö) ja suuremman kokoluokan Empower-yritysoston, joka on tähän mennessä osoittautunut erittäin onnistuneeksi. Tämän historian ja yhtiössä tapahtuneiden muutoksien myötä peruutuspeili ei mielestämme anna erityisen vahvaa signaalia yritysjärjestelyoption arvokkuudesta. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on kaikki edellytykset arvoa luoviin yritysjärjestelyihin, mutta järjestelyiden suhteellisen laaja pelikenttä huomioiden on niiden arvonluontipotentialin tarkempi arviointi etukäteen hyvin haastavaa.

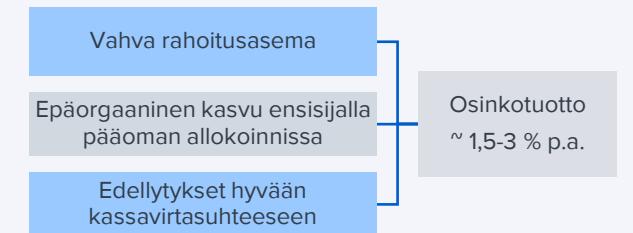
Osaketuoton ajurit 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

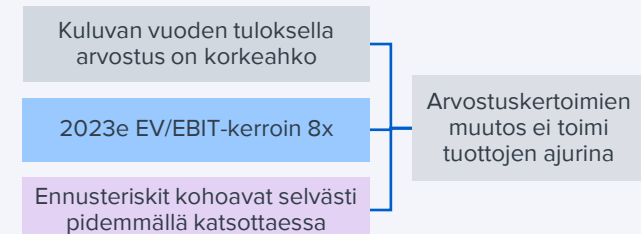
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuksen ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
~ 10-15 % p.a.

Arvostus

| Arvostustaso | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi | 5,90 | 3,25 | 1,78 | 8,30 | 9,56 | 9,56 | 9,56 | 9,56 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 4,53 | 5,95 | 5,9 | 7,4 | 13,4 | 13,4 | 13,4 | 13,4 |
| Markkina-arvo | 27 | 19 | 11 | 62 | 128 | 128 | 128 | 128 |
| Yritysarvo (EV) | 29 | 18 | 13 | 78 | 108 | 101 | 94 | 88 |
| P/E (oik.) | 26,8 | neg. | neg. | 12,2 | 19,8 | 16,3 | 13,5 | 13,3 |
| P/E | 26,8 | neg. | neg. | 25,9 | 26,6 | 16,3 | 13,5 | 13,3 |
| P/Kassavirta | 22,7 | 9,2 | neg. | neg. | 14,8 | 11,8 | 10,9 | 11,3 |
| P/B | 9,6 | 2,1 | 1,5 | 3,9 | 2,6 | 2,3 | 2,1 | 1,9 |
| P/S | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| EV/Liikevaihto | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| EV/EBITDA (oik.) | 14,9 | neg. | neg. | 8,0 | 5,9 | 4,9 | 4,4 | 4,1 |
| EV/EBIT (oik.) | 16,8 | neg. | neg. | 10,4 | 12,1 | 9,3 | 7,7 | 7,1 |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 41,7 % | 42,6 % | 42,4 % | 45,0 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 1,6 % | 2,6 % | 3,1 % | 3,4 % |

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

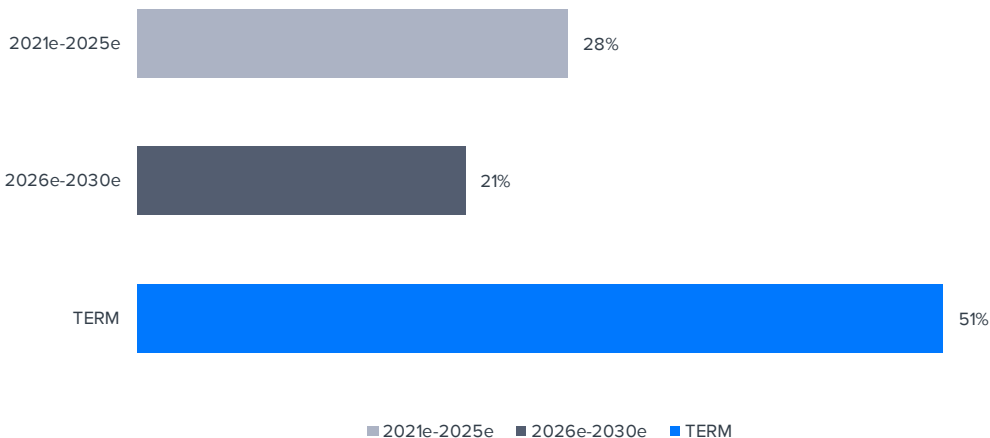
| Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo MEUR | Yritysarvo MEUR | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B 2021e |
|----------------------------------|-------------|-----------------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|-------------|-------------|----------------|--------------|--------------|
| | | | | 2021e | 2022e | 2021e | 2022e | 2021e | 2022e | 2021e | 2022e | 2021e | 2022e | |
| Bilfinger | 28,58 | 1264 | 1035 | 12,4 | 8,2 | 6,6 | 5,3 | 0,3 | 0,3 | 18,7 | 11,3 | 5,6 | 3,9 | 1,0 |
| Eltel | 19,20 | 295 | 411 | 24,3 | 16,7 | 9,0 | 7,5 | 0,6 | 0,5 | 30,5 | 17,5 | | 1,9 | 1,3 |
| Viafin | 15,00 | 54 | 41 | | | | | 0,6 | 0,6 | 17,9 | 16,5 | 2,7 | 3,0 | 2,6 |
| Engie | 11,84 | 28619 | 56966 | 12,7 | 11,8 | 7,0 | 6,7 | 1,2 | 1,1 | 11,2 | 10,3 | 6,3 | 6,8 | 1,0 |
| Caverion | 6,92 | 967 | 1114 | 15,9 | 12,2 | 7,8 | 6,7 | 0,5 | 0,5 | 19,6 | 15,5 | 2,3 | 3,2 | 4,4 |
| Spie | 20,14 | 3199 | 4819 | 12,9 | 11,3 | 8,8 | 8,0 | 0,7 | 0,7 | 13,7 | 12,0 | 3,1 | 3,5 | 2,0 |
| Mitie Group | 67,50 | 1154 | 1251 | | 5,2 | | 3,3 | | 0,2 | 19,1 | 11,7 | | 2,1 | |
| Lassila&Tikanoja | 13,70 | 531 | 714 | 15,4 | 13,8 | 6,9 | 6,5 | 0,9 | 0,8 | 16,0 | 14,0 | 4,4 | 4,9 | 2,5 |
| Bravida Holding | 121,90 | 2408 | 2378 | 18,8 | 16,7 | 14,4 | 13,0 | 1,2 | 1,1 | 22,5 | 21,0 | 2,2 | 2,4 | 3,8 |
| Duerr | 39,70 | 2724 | 2803 | 16,9 | 11,6 | 10,5 | 8,1 | 0,9 | 0,8 | 23,7 | 15,6 | 1,9 | 2,7 | 2,8 |
| Enersense (Inderes) | 9,56 | 128 | 108 | 12,1 | 9,3 | 5,9 | 4,9 | 0,5 | 0,4 | 19,8 | 16,3 | 1,6 | 2,6 | 2,6 |
| Keskiarvo | | | | 16,2 | 12,0 | 8,9 | 7,2 | 0,8 | 0,7 | 19,3 | 14,5 | 3,6 | 3,4 | 2,4 |
| Mediaani | | | | 15,7 | 11,8 | 8,3 | 6,7 | 0,7 | 0,6 | 18,9 | 14,8 | 2,9 | 3,1 | 2,5 |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | | -23 % | -21 % | -29 % | -26 % | -38 % | -34 % | 5 % | 11 % | -46 % | -16 % | 5 % |

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

Kassavirtamalli

| DCF-laskelma | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | TERM |
|---|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevoitto | 4,8 | 7,8 | 10,8 | 12,2 | 12,3 | 14,0 | 14,9 | 15,2 | 15,5 | 15,8 | 15,5 | 14,9 | 15,2 | |
| + Kokonaispoistot | 5,0 | 10,4 | 9,6 | 9,2 | 9,0 | 8,9 | 8,7 | 8,7 | 8,7 | 8,7 | 8,4 | 8,5 | 8,6 | |
| - Maksetut verot | -1,1 | 0,0 | -0,6 | -0,7 | -1,1 | -1,3 | -2,8 | -2,9 | -2,9 | -3,0 | -3,0 | -2,8 | -2,9 | |
| - verot rahoituskuluista | -0,3 | 0,0 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | |
| + verot rahoitustuotoista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Käyttöpääoman muutos | 37,2 | -6,6 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | |
| Operatiivinen kassavirta | 45,6 | 11,6 | 19,4 | 20,3 | 19,8 | 21,2 | 20,3 | 20,7 | 20,9 | 21,1 | 20,6 | 20,2 | 20,5 | |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis. | 1,4 | 5,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Bruttoinvestoinnit | -60,7 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | -8,5 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | -13,6 | 8,6 | 10,9 | 11,8 | 11,3 | 12,7 | 11,8 | 12,2 | 12,4 | 12,6 | 12,1 | 11,7 | 12,0 | |
| +/- Muut | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Vapaa kassavirta | -13,6 | 8,6 | 10,9 | 11,8 | 11,3 | 12,7 | 11,8 | 12,2 | 12,4 | 12,6 | 12,1 | 11,7 | 12,0 | 205 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 8,5 | 9,9 | 9,9 | 8,8 | 9,1 | 7,9 | 7,5 | 7,1 | 6,7 | 5,9 | 5,3 | 5,1 | 86,2 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 178 | 169 | 160 | 150 | 141 | 132 | 124 | 116 | 109 | 103 | 96,6 | 91,3 | 86,2 |
| Velaton arvo DCF | | 178 | | | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -27 | | | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 17,7 | | | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | | -4,6 | | | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | 0,0 | | | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 164 | | | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 12,2 | | | | | | | | | | | | |

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Tase

| Vastaavaa | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Pysyvät vastaavat | 2,2 | 61,9 | 60,0 | 58,9 | 58,2 |
| Liikearvo | 0,2 | 26,4 | 26,4 | 26,4 | 26,4 |
| Aineettomat hyödykkeet | 0,1 | 13,6 | 14,6 | 14,1 | 13,7 |
| Käyttöomaisuus | 0,6 | 18,8 | 15,9 | 15,3 | 15,0 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 1,2 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| Muut sijoitukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 0,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Laskennalliset verosaamiset | 0,0 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Vaihtuvat vastaavat | 15,0 | 54,0 | 83,6 | 89,0 | 94,4 |
| Vaihto-omaisuus | 0,4 | 3,6 | 4,7 | 4,8 | 5,0 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 3,3 | 8,6 | 8,6 | 8,6 | 8,6 |
| Myyntisaamiset | 10,0 | 24,2 | 23,5 | 24,2 | 24,9 |
| Likvidit varat | 1,3 | 17,7 | 46,7 | 51,3 | 55,9 |
| Taseen loppusumma | 20,4 | 116 | 144 | 148 | 153 |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 6,6 | 17,6 | 50,7 | 56,6 | 62,7 |
| Osakepääoma | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Kertyneet voittovarot | -1,8 | 0,2 | 5,1 | 10,9 | 17,0 |
| Oman pääoman ehtoiset lainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Uudelleenarvostusrahasto | 0,0 | 15,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muu oma pääoma | 8,6 | -0,1 | 43,8 | 43,8 | 43,8 |
| Vähemmistöosuus | -0,3 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Pitkäaikaiset velat | 1,1 | 10,7 | 25,0 | 23,0 | 21,0 |
| Laskennalliset verovelat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Varaukset | 0,0 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 1,1 | 9,2 | 18,0 | 16,0 | 14,0 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 0,0 | 1,0 | 6,5 | 6,5 | 6,5 |
| Lyhytaikaiset velat | 12,7 | 87,6 | 67,8 | 68,4 | 69,0 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 2,7 | 17,7 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 4,2 | 16,5 | 18,8 | 19,4 | 20,0 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 5,8 | 53,4 | 45,0 | 45,0 | 45,0 |
| Taseen loppusumma | 20,4 | 116 | 144 | 148 | 153 |

Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | Osakekohtaiset luvut | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 47,3 | 58,1 | 147,5 | 235,4 | 242,2 | EPS (raportoitu) | -0,32 | -0,36 | 0,32 | 0,36 | 0,59 |
| Käyttökate | -1,2 | -0,8 | 9,8 | 18,2 | 20,4 | EPS (oikaistu) | -0,20 | -0,22 | 0,68 | 0,48 | 0,59 |
| Liikevoitto | -1,7 | -1,9 | 4,8 | 7,8 | 10,8 | Operat. kassavirta / osake | 0,06 | -0,29 | 6,14 | 0,87 | 1,45 |
| Voitto ennen veroja | -2,7 | -2,3 | 2,9 | 4,8 | 8,4 | Vapaa kassavirta / osake | 0,35 | -0,35 | -1,83 | 0,65 | 0,81 |
| Nettovoitto | -1,9 | -2,1 | 2,4 | 4,8 | 7,9 | Omapääoma / osake | 1,52 | 1,16 | 2,14 | 3,65 | 4,09 |
| Kertaluontoiset erät | 0,0 | -0,8 | -2,7 | -1,1 | 0,0 | Osinko / osake | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,15 | 0,25 |
| Tase | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | Kasvu ja kannattavuus | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
| Taseen loppusumma | 19,1 | 20,4 | 115,9 | 143,5 | 147,9 | Liikevaihdon kasvu-% | 1 % | 23 % | 154 % | 60 % | 3 % |
| Oma pääoma | 8,8 | 6,6 | 17,6 | 50,7 | 56,6 | Käyttökateen kasvu-% | -164 % | -40 % | -1402 % | 86 % | 12 % |
| Liikearvo | 0,3 | 0,2 | 26,4 | 26,4 | 26,4 | Liikevoiton oik. kasvu-% | -197 % | -34 % | -781 % | 20 % | 21 % |
| Nettovelat | -0,4 | 2,5 | 9,2 | -24,7 | -31,3 | EPS oik. kasvu-% | -193 % | 10 % | -404 % | -29 % | 22 % |
| Kassavirta | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | Käyttökate-% | -2,6 % | -1,3 % | 6,6 % | 7,7 % | 8,4 % |
| Käyttökate | -1,2 | -0,8 | 9,8 | 18,2 | 20,4 | Oik. Liikevoitto-% | -3,5 % | -1,9 % | 5,1 % | 3,8 % | 4,5 % |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 1,3 | -1,0 | 37,2 | -6,6 | -0,3 | Liikevoitto-% | -3,5 % | -3,3 % | 3,2 % | 3,3 % | 4,5 % |
| Operatiivinen kassavirta | 0,4 | -1,7 | 45,6 | 11,6 | 19,4 | ROE-% | -32,5 % | -26,8 % | 20,9 % | 14,8 % | 15,1 % |
| Investoinnit | -4,7 | -0,3 | -60,7 | -8,5 | -8,5 | ROI-% | -17,9 % | -17,5 % | 17,6 % | 13,3 % | 14,5 % |
| Vapaa kassavirta | 2,1 | -2,1 | -13,6 | 8,6 | 10,9 | Omavaraisuusaste | 46,3 % | 32,4 % | 15,2 % | 35,3 % | 38,2 % |
| | | | | | | Nettovelkaantumisaste | -4,4 % | 38,0 % | 52,3 % | -48,7 % | -55,4 % |
| Arvostuskertoimet | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | | | | | | |
| EV/Liikevaihto | 0,4 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | | | | | | |
| EV/EBITDA (oik.) | neg. | neg. | 8,0 | 5,9 | 4,9 | | | | | | |
| EV/EBIT (oik.) | neg. | neg. | 10,4 | 12,1 | 9,3 | | | | | | |
| P/E (oik.) | neg. | neg. | 12,2 | 19,8 | 16,3 | | | | | | |
| P/B | 2,1 | 1,5 | 3,9 | 2,6 | 2,3 | | | | | | |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 1,6 % | 2,6 % | | | | | | |

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

| Pvm | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 25.4.2018 | Osta | 6,70 € | 5,30 € |
| 31.8.2018 | Osta | 6,00 € | 4,61 € |
| 5.10.2018 | Osta | 6,00 € | 4,56 € |
| 1.2.2019 | Myy | 3,00 € | 3,75 € |
| 18.3.2019 | Vähennä | 2,30 € | 2,24 € |
| 5.6.2019 | Vähennä | 2,00 € | 1,94 € |
| 18.7.2019 | Vähennä | 2,00 € | 2,00 € |
| 2.9.2019 | Vähennä | 1,65 € | 1,70 € |
| 14.11.2019 | Lisää | 1,35 € | 1,16 € |
| 23.12.2019 | Lisää | 1,75 € | 1,50 € |
| 17.3.2020 | Vähennä | 1,35 € | 1,41 € |
| 16.6.2020 | Osta | 2,50 € | 2,08 € |
| 3.7.2020 | Lisää | 3,60 € | 3,24 € |
| 18.8.2020 | Lisää | 5,00 € | 4,48 € |
| 3.11.2020 | Osta | 6,50 € | 5,45 € |
| 21.12.2020 | Lisää | 9,00 € | 8,30 € |
| 27.2.2021 | Lisää | 9,00 € | 7,90 € |
| 16.3.2021 | Lisää | 9,00 € | 8,50 € |
| 5.5.2021 | Lisää | 10,50 € | 9,60 € |
| 17.5.2021 | Osta | 10,50 € | 8,94 € |
| 16.8.2021 | Osta | 12,00 € | 10,15 € |
| 23.9.2021 | Lisää | 11,00 € | 9,56 € |

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 Oy

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.**