

Solwers

Seurannan aloitus

21.6.2021 08:15



Petri Gostowski
+358 40 8215982
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Ketterä ja tehokas kasvaja

Aloitamme Solwersin seurannan vähennä-suosituksella ja 8,20 euron tavoitehinnalla. Lyhyen toimintahistoriansa aikana Solwers on kasvanut voimakkaasti ja etenkin yritysostoilla. Poikkeuksellisen liiketoimintamallin ja listautumisella kerättyjen varojen ansiosta yhtiöllä on arviomme mukaan hyvät edellytykset toteuttaa epäorgaanisen kasvun strategiaansa pirstaloituneella markkinalla myös tulevaisuudessa. Ensimmäisen kaupankäyntipäivän kurssinousun jälkeen osakkeen arvostus on näkemyksemme mukaan koholla ja pitää jo sisällään odotuksia arvonluonnista yrityskaupoilla.

Asiantuntijayritysten muodostama konserni

Solwers on vuonna 2017 perustettu teknisen konsultoinnin ja suunnittelun asiantuntijayritysten muodostama konserni, jonka omistamien 19 operatiivisen yrityksen palveluihin lukeutuvat arkkitehtuuri, tekninen konsultointi, ympäristövaikutusten valvonta, projektijohtaminen ja -valvonta, kiertotalouden ratkaisut ja digitaaliset palvelut. Solwersilla on toimialallaan poikkeuksellinen liiketoimintamalli, sillä konsernin ostamia yrityksiä ei konsolidoida, vaan ne operoivat itsenäisinä yhtiöinä omilla brändeillään myös omistajanvaihdon jälkeen. Liiketoimintamallinsa ansiosta Solwers on onnistunut toteuttamaan lyhyen historiansa aikana harvinaisen ripeää epäorgaanisen kasvun strategiaa.

Kohdemarkkina mahdollistaa rivakan kasvun jatkamisen

Solwersin strategian keskiössä on kasvu, mitä tavoitellaan jatkossakin epäorgaanisen kasvun avulla. Yhtiön kohdemarkkinat ovat tällä hetkellä Suomen ja Ruotsin teknisen konsultoinnin ja suunnittelun markkinat, jotka ovat yhtiön kokoluokkaan peilattuna suuret sekä pirstaloituneet. Arviomme mukaan yhtiön nykyinen markkina yhdessä tehokkaan yritysostoprosessin kanssa mahdollistavat ripeän ja taloudellisten tavoitteiden mukaisen > 20 %:n vuotuisen kasvuvauhdin ylläpitämisen. Yritysostostrategian keskeisimpinä riskeinä pidämme tavanomaisten riskien lisäksi henkilöstöintensiivisille liiketoiminnalle tyypillisiä henkilöriskejä sekä kasvun hallitsemiseen liittyviä mahdollisia haasteita. Lähivuosien pääosin orgaaniseen kasvuun pohjautuvissa ennusteissamme odotamme yhtiön kasvavan keskimäärin noin 4 %:n vuotuista kasvuvauhtia (pro forma 2020-2023e). Tarkastelujakson liikevoiton kasvun odotamme jäävän hienoisen kannattavuuden laskun vuoksi kuitenkin maltillisemmaksi 3 %:iin. Kuluvana vuonna raportoidun liikevaihdon kasvu ylittää tämän vauhdin selvästi jo toteutettujen yritysostojen ansiosta.

Arvostus on vaativalla tasolla ja edellyttää arvonluontia yritysostoilla

Osakkeen ennusteidemme mukaiset vuosien 2021-2022 P/E-kertoimet ovat 25x ja 24x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 13x. Absoluuttisesti tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena vaativat ja suhteellisesti osake arvostetaan lähes linjaan verrokkiryhmän korkeahkon arvostuksen kanssa. Odotamme lähivuosien osinkotuoton jäävän matalaksi noin 1 %:n tasolle epäorgaanista kasvua painottavaa pääoman allokoitua heijastellen. Arviomme mukaan yhtiöllä on listautumisannin jälkeen tuntuva rahoitusreservi, mikä mahdollistaa ripeän epäorgaanisen kasvun jatkamisen myös lähivuosina. Näkemyksemme mukaan osakkeen nykyarvostus kuitenkin pitää jo sisällään tiettyjä oletuksia arvonluonnista. Siten hahmottelemillamme epäorgaanisen kasvun skenaarioilla tuotto-odotus jää näkemyksemme mukaan liian matalaksi perustellakseen lisäostot.

Suositus

Vähennä

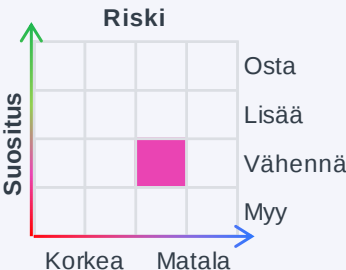
(aik. -)

8,20 EUR

(aik. -)

Osakekurssi:

8,35



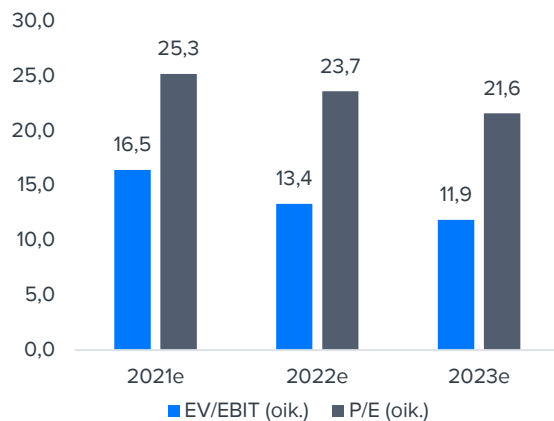
Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	32,6	43,8	46,2	48,1
kasvu-%	27 %	34 %	6 %	4 %
EBIT oik.	3,5	3,9	4,4	4,7
EBIT-% oik.	10,8 %	8,9 %	9,5 %	9,8 %
Nettotulos	1,7	2,2	3,0	3,3
EPS (oik.)	7,98	0,33	0,35	0,39

P/E (oik.)	0,0	25,3	23,7	21,6
P/B	0,0	2,2	1,9	1,8
Osinkotuotto-%		1,0 %	1,1 %	1,2 %
EV/EBIT (oik.)	3,0	16,5	13,4	11,9
EV/EBITDA	2,1	11,1	9,4	8,5
EV/Liikevaihto	0,3	1,5	1,3	1,2

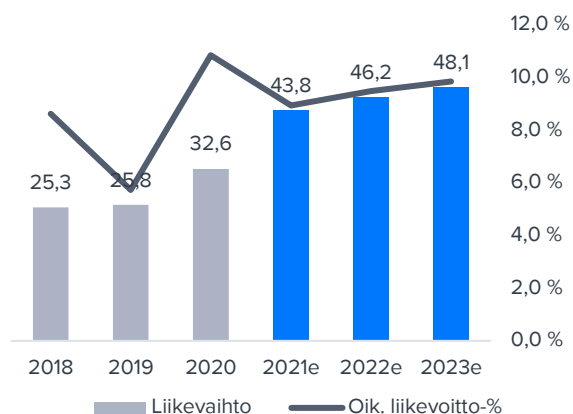
Lähde: Inderes

Arvostustaso



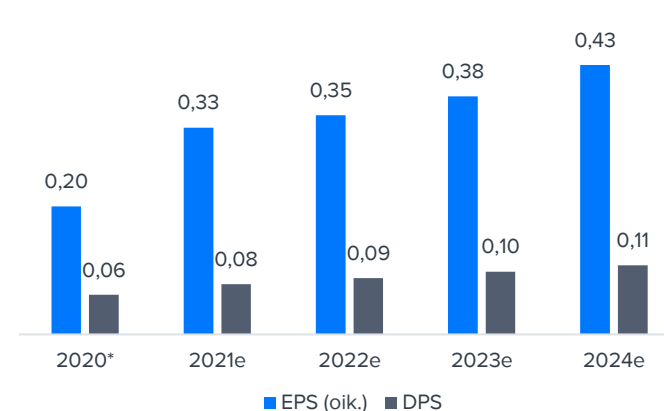
Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes, * laskettu annin jälkeisellä osakemäärällä

MCAP
71
MEUR

EV
65
MEUR

EV/EBIT
13,4
2022e

P/E (oik.)
23,7
2022e



Arvoajurit

- Markkinan kasvun vauhdittama orgaaninen kasvu
- Hyvän kannattavuuden ja kassavirta
- Edellytykset jatkaa ripeää epäorgaanista kasvua
- Tehokas ja ketterä yritystostoprosessi



Riskitekijät

- Rakentamisen markkinan suhdanneherkkyys
- Korkean kannattavuuden kestävyyyteen liittyvät riskit
- Epäorgaaniseen kasvuun liittyvät riskit
- Henkilöriippuvuus ja henkilöstöintensiivisen liiketoimintamallin riskit



Arvostus

- Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat korkeat, mutta laskevat selvästi lähivuosina tuloskasvun mukana
- Suhteellinen arvostus ja kassavirtamalli indikoivat noin neutraalilla tasolla olevaa arvostusta
- Nykykurssi hinnoittelee jo osin arvonluontia yritysostoilla
- Matala osinkotuotto

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Markkina ja kilpailukenttä	13-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-18
Taloudellinen tilanne	19
Ennusteet	20-22
Arvonmääritys	23-25
Sijoitusprofiili	26-27
Taulukot	28-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

Solwers lyhyesti

Solwers-yhtiöt ovat erikoistuneet arkkitehtuuriin, teknisen konsultointiin, ympäristövaikutusten valvonnan, projektijohtamisen ja -valvonnan ja kiertotalouden sekä digitaalisten ratkaisujen tarjoamiseen.

2017

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

32,6 MEUR (+26,5 % vs. 2019)

Raportoitu liikevaihto 2020

4,4 MEUR (EBITA-% 13,6 %)

Raportoitu EBITA 2020

42,3 MEUR / 12,9 %

Pro forma liikevaihto ja EBITA-% 2020

371

Henkilöstö vuoden 2020 lopussa

2017

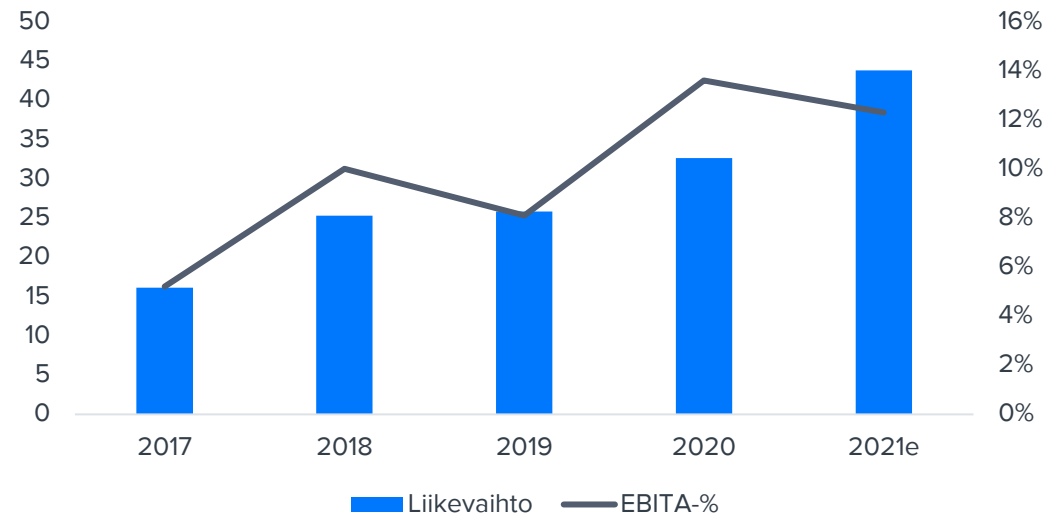
- Konserni perustettiin
- Ensimmäinen yritysosto on Finnmap Infra, joka on toiminut alalla yli 20 vuotta
- Yhtiö kasvatti toimialahajautusta lisäksi kuudella yrityskaupalla

2018-2020

- Yhteensä kymmenen yritysostoa
- Laajentuminen muun muassa arkkitehtuuriin ja digitaalisiin ratkaisuihin
- Ensimmäiset yritysostot Ruotsissa laajentavat maantieteellistä peittoa
- Ostettuja kohteita ei integroida, mikä keventää yritysostoprosessia

2021-

- Alkuvuonna jo kaksi toteutunutta yrityskauppaa
- Listautuminen First North-listalle
- Arviomme mukaan aktiivisuus yritysostorintamalla säilyy korkeana



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Asiantuntijayritysten muodostama konserni

Solwers on vuonna 2017 perustettu asiantuntijayritysten muodostama konserni, joka suunnittelee yksilöllisiä ja kestäviä elinympäristöjä. Konsernin palveluihin kuuluvat arkkitehtuuri, tekninen konsultointi, ympäristövaikutusten valvonta, projektijohtaminen ja -valvonta, kiertotalouden ratkaisut ja digitaaliset palvelut.

Konserni toimii alustana omistamilleen yhtiöille, tukee niiden kasvua ja erottautuu perinteisistä konsultointialan yhtiöistä sillä, että omistetut yhtiöt toimivat osaamisalueillaan omilla nimillä ja brändeillä, eikä omistettuja yhtiöitä integroida Solwers-brändin alle. Konserni muodostuu tällä hetkellä emoyhtiöstä ja 19 operatiivisesta yrityksestä, jotka toimivat Suomessa ja Ruotsissa.

Solwers-konsernin vuoden 2020 raportoitu liikevaihto oli 32,6 MEUR ja raportoitu aineettomien oikeuksien poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) oli 4,4 MEUR (EBITA-% 13,6 %). Lyhyen historiansa aikana yhtiö on toteuttanut useita yrityskauppoja, jotka huomioiva vuoden 2020 pro forma liikevaihto oli 42,3 MEUR ja EBITA oli 5,4 MEUR (EBITA-% 12,9 %). Vuonna 2021 yhtiö on toteuttanut tähän mennessä jo kaksi yritysostoa.

Suomi suhteellisesti suurempi

Konsernin 19 yrityksestä 14 ovat kotimaisia toimijoita ja viisi yhtiötä toimii Ruotsissa. Suomen painoarvo yhtiön liiketoiminnalle on tällä hetkellä suurempi ja vuoden 2020 raportoidusta liikevaihdosta Suomen osuus oli 79 % (pro forma

liikevaihdosta 66 %), kun Ruotsin osuus oli loput 21 % (pro forma 34 %). EBITA:sta Suomen raportoitu osuus oli 74 % (pro forma 64 %) ja Ruotsin vastaavasti 26 % (pro forma 36 %)

Yhtiö raportoi liikevaihdon vain konsernitasolla, mutta yhtiön mukaan sen pro forma -liikevaihdosta tilikaudella 2020 arviolta yli 50 prosenttia tuli julkiselta sektorilta, pääosin infrastruktuuriprojekteista.

Julkisen puolen infrastruktuurihankkeet suurimmassa painossa

Infrastruktuurisuunnittelun ja projektinjohtamisen palveluihin on erikoistunut konsernissa kuusi yhtiötä, joista suurimmat toimijat ovat Suomessa toimiva Finnmap Infra ja Pohjois-Ruotsissa toimiva projektinjohtoon erikoistunut Licab. Näiden kahden yhtiön osuus konsernin vuoden 2020 pro forma liikevaihdosta oli noin 43 % ja niillä työskenteli 124 henkeä, mikä vastaa noin kolmannesta konsernin henkilöstömäärästä (2020 lopussa 371).

Infrastruktuurisuunnittelun ja projektinjohtamisen yhtiöiden tyypilliset projektit ovat raidesuunnittelua, taitorakennesuunnittelua, geoteknistä suunnittelua ja maaperätutkimuksia, silta- ja tunnelisuunnittelua sekä projektinjohtopalveluja. Julkisen puolen infrastruktuurihankkeiden houkuttelevuutta kasvattaa niiden kysynnän vakaa luonne ja matalampi riippuvuus yleisestä talouskehityksestä. Karkean arviomme mukaan näiden palveluiden osuus vuoden 2020 liikevaihdosta oli noin 55%.

SOLWERS

- Arkkitehtuuri
- Tekninen konsultointi
- Ympäristövaikutusten valvonta
- Projektinjohtaminen ja -valvonta
- Kiertotalousratkaisut
- Digitaaliset ratkaisut

- 14 operatiivista yritystä Suomessa
- 5 operatiivista yritystä Ruotsissa

Tuottojen jakauma 2020 (pro forma)



- 79 % liikevaihdosta (66 %)
- 74 % EBITA:sta (64 %)



- 21 % liikevaihdosta (34 %)
- 26 % EBITA:sta (36 %)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Arkkitehtuuri, rakenne- ja LVI-suunnittelu

Puhtaita arkkitehtitoimistoja konsernin yhtiöistä on kaksi, joista Suomessa ja Ruotsissa toimivia on yksi kummassakin. Näiden yhtiöiden hankkeet ovat tyypillisesti uudishankkeiden pääsuunnittelua, peruskorjauksia, restaurointisuunnittelua ja sisustussuunnittelua. Lisäksi osana tätä palvelukokonaisuutta ovat kaksi yritystä, joiden palveluihin lukeutuu arkkitehtisuunnittelun lisäksi myös maanalaista ja maanpäällistä suunnittelua sekä yksi rakennesuunnitteluun erikoistunut yhtiö. LVI-suunnittelua konsernissa toteuttaa kolme yhtiötä, joista lisäksi ruotsalainen Enerwex tarjoaa passiivitaloratkaisuja. Karkean arviomme mukaan näiden suhteellinen osuus liikevaihdosta on tällä hetkellä noin 30 %.

Tämän palvelukokonaisuuden hankkeet ovat tyypillisesti yksityisen sektorin toteuttamia, mikä kasvattaa niiden riippuvuutta yleisestä talouskehityksestä. Tämän vaikutus yhtiö pyrkii tasaamaan tulevaisuudessa laajentamalla suunnittelupalvelujen valikoimaa rakentamisen eri osa-alueilla.

Digitaaliset palvelut

Konsernin digitaaliset palvelut muodostuvat värähtely- ja riskianalyysipalveluista, etävalvontaan ja ympäristömittauksiin tarjottavista digitaalisista palveluista ja taloushallinnon palveluista. Näitä palveluita konsernissa tuottaa Suomessa kaksi yritystä ja Ruotsissa konsernilla on yksi taloushallinnon palveluihin erikoistunut yhtiö. Keskeinen syy omistaa taloushallinnon palveluita on se, että nämä yhtiöt vastaavat samalla konsernin omien yhtiöiden taloushallinnosta (mm.

reskontra ja kirjanpito), minkä lisäksi niillä on myös konsernin ulkopuolisia asiakkuuksia. Karkean arviomme mukaan näiden palveluiden osuus on nyt noin 15 % kokonaisliikevaihdosta.

Kiertotalous

Kiertotalouden kokonaisuus on Solwersin pienin palvelukokonaisuus, eikä se ole toistaiseksi tuonut yhtiölle liikevaihtoa. Se muodostuu tällä hetkellä pääasiassa käynnissä olevasta suunnitteluhankkeesta, jonka tavoitteena on luoda kiertotalouden periaatteiden mukainen asuin- ja toimistokortteli. Solwersin kiertotalouskorttelikonseptissa vanha esikaupunkikortteli muutetaan nykyaikaisiksi toimistotiloiksi ja asunnoiksi. Mikäli korttelihanke toteutuu, tulee siihen Solwers-yhtiöiden vuokraamien toimitilojen lisäksi muita liiketiloja ja asuntoja.

Voimakasta epäorgaanista kasvua

Historiansa aikana Solwers-konserni on kasvanut voimakkaasti, sillä ensimmäisellä tilikaudella (16kk) vuonna 2017 sen raportoitu liikevaihto oli 16,1 MEUR, kun taas vuoden 2020 raportoitu liikevaihto oli 32,6 MEUR. Tämä vastaa lähes 27 %:n vuosittaisen liikevaihdon kasvua. Kasvun ajurina on arviomme mukaan toiminut pääasiassa toteutetut yrityskaupat, kun taas yhtiön mukaan sen vuoden 2020 orgaaninen kasvu oli noin 3 %.

Poikkeuksellisen yhtiön liiketoimintamallista tekee se, että ostettuja kohteita ei integroida Solwers brändin alle, vaan ne jatkavat itsenäisinä. Näin yhtiö pyrkii vaalimaan yritysten kulttuurillisia tekijöitä.

Palvelukokonaisuuksien suhteellinen osuus *



Historiallinen kehitys



Lähde: Solwers, Inderes
Huom. 2017 tilikausi 16kk

* Inderesin karkea arvio yksittäisten yritysten 2020 liikevaihtojen perusteella

Solwers-yhtiöt



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Poikkeuksellisen liiketoimintamallin ansiosta yhtiö on myös pystynyt ylläpitämään ripeää yritysostotahtia, sillä se ei joudu toteuttamaan aikaa ja resursseja edellyttäviä integraatiohankkeita. Lisäksi yhtiön mukaan itsenäisyyden säilyttämisen ansiosta se on alan suurempiin toimijoihin verrattuna houkuttelevampi ostaja pienemmille ja tyypillisesti yrittäjä/omistaja-vetoisille ostokohteille.

Kasvu on ollut kannattavaa

Kasvun mukana myös yhtiön kannattavuus on noussut vuoden 2017 5 %:n (EBITA-%) tasosta vuoden 2020 pro forma lukujen mukaiseen 12,9 %:iin (liikevoitto-% 10,2%), mikä on toimialalla erittäin hyvä taso. Keskimäärin vuosien 2017-2020 raportoitu EBITA-marginaali on ollut 8,7 % (liikevoitto-% 7,3 %). Ostettavan yhtiön avainhenkilö(t) ovat tyypillisesti säilyttäneet pienen omistusosuuden omassa yrityksessään, millä yhtiö on pyrkinyt säilyttämään yhtenäiset intressit myyjän kanssa. Tästä johtuen osa konsernin operatiivisesta tuloksesta on kuulunut vähemmistöomistajille. Ennen listautumista Solwers on lunastanut useita vähemmistöomistuksia ja listautuessa se omistaa yli 90 % konserniyrityksistä pois lukien kolme yhtiötä.

Konsernin hallintorakenne on kevyt

Liiketoimintamallista johtuen Solwersilla on pieni johtoryhmä, joka koostuu toimitus- ja talousjohtajan lisäksi henkilöstö-, viestintä- ja lakiasiaintohtajasta. Näin ollen konsernin hallintorakenne on varsin kevyt.

Liikevaihto muodostuu pienistä puroista

Solwers-yhtiöt toteuttivat vuonna 2020 yli 2100 toimeksiantoa, joista yli 1500 hanketta oli kooltaan alle 10 TEUR. Vastaavasti yhtiön suurimmat yksittäiset projektit, jotka jaksottuvat usealla vuodelle ovat kooltaan 3-4 MEUR:n luokkaa. Siten Solwersin konsernirakennetta ja sen omistamien yhtiöiden kokoluokkaa peilaten konsernin asiakaskunta on arviomme mukaan hyvin hajautunut. Pienen kokoluokan vuoksi yhtiön kyky tuottaa suuria hankkeita on rajallinen suhteessa alan suuriin toimijoihin, mutta toisaalta pienen kokoluokan ja paikallisen läsnäolon ansiosta konsernin yhtiöillä on tyypillisesti vakiintuneet asemat paikallisilla markkinoilla. Tämä yhdessä paikallisen markkinan tuntemuksen kanssa antaa yhtiöille etua paikallisten hankkeiden kilpailutuksissa, mikä tuo liiketoimintaan jatkuvuutta.

Projektiliiketoiminnassa pienempiin hankkeisiin keskittyminen on tavanomaisesti myös maltillisemman riskin strategia, sillä tämänkaltaisessa liiketoiminnassa voimakkaan kasvuhakuiselle ja projektien absoluuttista kokoa voimakkaasti kasvattamalla toimijalle kannattavuushaasteet eivät ole epätyypillisiä.

Projekti- ja tunti hinnoittelua

Solwersin liikevaihto muodostuu sekä projekti hinnoittelusta että tunti laskutuksesta, jonka osalta johto on arvioinut jaon olevan noin 50-50 konsernitasolla. Tyypillisesti esimerkiksi Suomessa toteutettavien infrarakentamisen hankkeiden kilpailutus toteutetaan

projekti hinnoittelulla. Vastaavasti yhtiön suurin Ruotsalainen yritys Licab, joka tarjoaa projekti johtopalveluita, tarjoaa pääsääntöisesti tunti laskutettavia palveluita.

Projekti hinnoittelumalli on arviomme mukaan selvästi korkeamman riskin malli, sillä tällä hinnoittelumallilla yhtiö kantaa jossain määrin riskejä projektin aikataulun venymisestä tai epäonnistuneesta kustannuslaskennasta. Koska hinnoittelumalli on tietyn tyyppisissä hankkeissa alan standardi, ei yhtiö arviomme mukaan voi optimoida laskutusmallia. Alan käytäntö on kuitenkin, että kulujen ylittyessä ylimenevästä osuudesta neuvotellaan erikseen.

Suhdanneriskit kohtuulliset

Solwers-konsernin yhtiöt toimivat rakennusmarkkinoilla niin uudis- kuin korjausrakentamisessa sekä infrarakentamisessa. Talonrakentamisen uudisrakentaminen on suhdannevaihteluille alttiimpaa ja usein myös nämä projektit ovat lyhyempiä infrahankkeisiin verrattuna. Infrarakentaminen vastaavasti tasaa suhdannevaihteluiden vaikutuksia. Yleisellä tasolla voidaan näkemyksemme mukaan arvioida, että infrarakentamisen kysyntä säilyy heikommassakin suhdanteessa. Tämän taustalla on tyypillisesti se, että heikossa talouden tilassa julkinen sektori elvyttää infrainvestoinneilla. Tämä nähtiin myös koronaviruksen aikaan, kun esimerkiksi väylien kunnossapitoon panostettiin. Lisäksi jatkuvuutta liiketoimintaan tuovat yli 100 puitesopimusta, joiden ansiosta yhtiö on hyvässä asemassa toteuttamaan julkisen puolen hankkeita.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Kokonaisuutena Solwersin kysyntä ei arviomme mukaan ole niin herkkä suhdanteen muutoksille kuin itse rakentaminen, vaikkakin tietyt konsernin yhtiöt ovat alttiita toimintaympäristön syklisille muutoksille. Rakentamisen konsulttitoiminnalle on myös ominaista, että rakentamisen voimakkaimman kasvuvaiheen päätyttyä seuraavia hankkeita suunnitellaan jo hyvissä ajoin seuraavaa nousukautta varten.

Kustannusrakenne valtaosin joustavia kiinteitä kustannuksia

Solwersilla on henkilöstösidonnaiselle palveluyhtiölle tyypillinen kustannusrakenne, jonka suurin erä on henkilöstökulut. Vuosien 2019 ja 2020 aikana henkilöstökustannukset ovat olleet noin 59-61 % suhteessa liikevaihtoon. Vuoden 2020 pro forma -lukuilla vastaava suhdeluku oli 57 %. Liiketoiminnan henkilöstösidonnaisuudesta johtuen henkilöstökulujen skaalautuvuus on matala, sillä liikevaihdon kasvu edellyttää rekrytointeja. Lievää skaalautuvuutta tuovat hallintopuolen kustannusten skaalautuminen, mutta näiden osuus on kuitenkin pieni henkilöstökustannusten kokonaisuudesta.

Toiseksi suurin kustannuserä selvällä erolla henkilöstökustannuksiin on materiaalit ja palvelut, joka on ollut vastaavalla kahden vuoden tarkastelujaksolla noin 16-17 % liikevaihdosta. Vuoden 2020 pro forma lukuilla kustannuserän koko suhteessa liikevaihtoon oli 18 %. Tämä erä koostuu merkittävältä osin alihankintapalveluista. Kustannuserä on suurelta osin muuttuva erä, sillä yhtiö ostaa alihankintapalveluita, kun sen omat resurssit eivät riitä hankkeiden toteuttamiseen tai

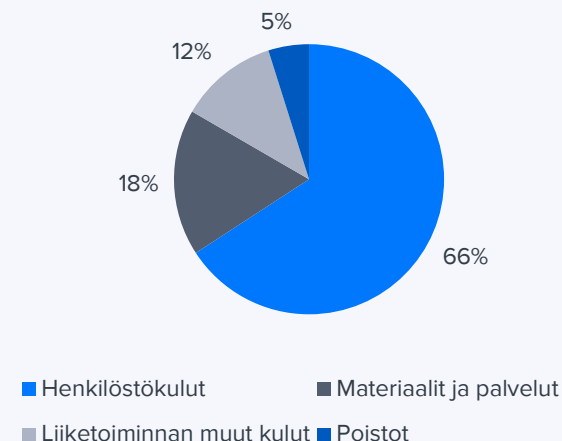
konsernin yhtiöillä ei ole tarvittavaa hankkeen edellyttämää osaamista. Tästä johtuen alihankintapalveluiden kustannusten skaalautuvuus on matala.

Pienin kustannuserä on liiketoiminnan muut kulut, joka muodostuu pääosin ICT-kuluista ja tavanomaisista hallinnollisista kuluista. Muut kulut ovat olleet vuosina 2019-2020 noin 10-13 % suhteessa liikevaihtoon (pro forma 2020 liiketoiminnan muut kulut/lv 10,8 %). Palveluyhtiöllä liiketoiminnan muissa kuluissa on tavanomaisesti maltillista skaalautuvuutta. Solwersilla tätä skaalautuvuutta arviomme mukaan laskee konsernirakenne, kun epäorgaanisen kasvustrategian mukaisesti ostettavia yrityksiä ei integroida. Kokonaisuutena liiketoiminnan kustannusrakenne koostuu isossa kuvassa joustavista kiinteistä kustannuksista, kun huomioidaan lomautusten tuoma joustovara henkilöstökustannuksissa.

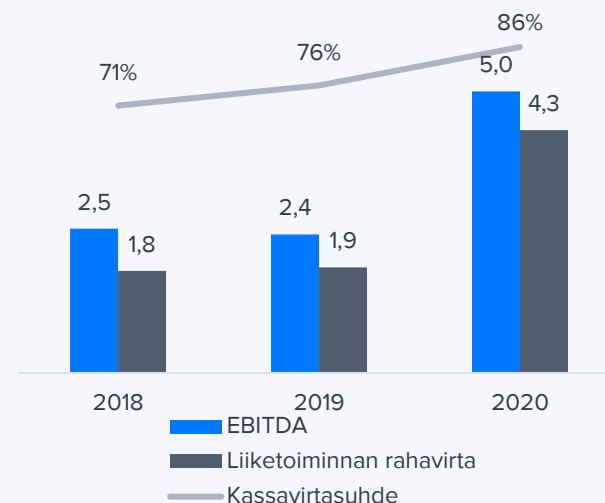
Liiketoimintamalli ei sido huomattavasti pääomaa

Solwersin liiketoiminnalla ei arviomme mukaan sido merkittävästi käyttöpääomaa (2019-2020 käyttöpääoma/liikevaihto keskimäärin 0,9 %). Tämän taustalla on se, että yhtiöllä ei ole varastoa juurikaan ja sen lyhytaikaiset varat ja velat, jotka koostuvat valtaosin myyntisaamisista ja ostovelloista, ovat tyypillisesti melko hyvin tasapainossa. Arviomme mukaan käyttöpääoman sitoutumisessa voi kuitenkin olla tiettyä kausiluonteisuutta vuoden loppua kohden. Tämän taustalla on se, että selvästi suurempi osuus yhtiön

Kustannusrakenne 2020



Käyttökate, rahavirta ja kassavirtasuhde



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

tuotoista tulee vuoden jälkimmäisellä puoliskolla kausiluonteisuudesta johtuen.

Liiketoimintamallille on myös ominaista palveluyhtiöiden tapaan, että vuotuinen investointitarve on matala ja rajoittuu pääasiassa järjestelmäinvestointeihin. Näin ollen myös pienet vuotuiset poistot koostuvat suuremmalta osin yrityskauppojen myötä syntyneen aineettoman omaisuuden poistoista. Arviomme mukaan yhtiön vuotuinen investointitarve ilman yritysostoja onkin vain noin 0,5-1 MEUR ja leasingvastuut (IFRS 16) huomioiden noin 2-2,5 MEUR.

Näin ollen yhtiön pääasiallinen tarve pääomalle kohdistuu epäorgaanisen kasvun strategian toteuttamiseen, minkä ansiosta myös tase muodostuu merkittävältä osin aineettomasta omaisuudesta.

Laskutusasteen hallinta keskiössä

Solwersin liiketoiminnan henkilöstösidonnaisuutta ja sitä kautta myös yhtiön kustannusrakennetta peilaten kannattavan liiketoiminnan keskiössä on konsernin laskutusasteen kehitys, joka on henkilöstösidonnaisille palveluille toimiva mittari. Yksinkertaistettuna laskutusaste heijastelee sitä suhteellista osuutta työajasta, minkä työntekijät käyttävät asiakkailta laskutettavaan työhön.

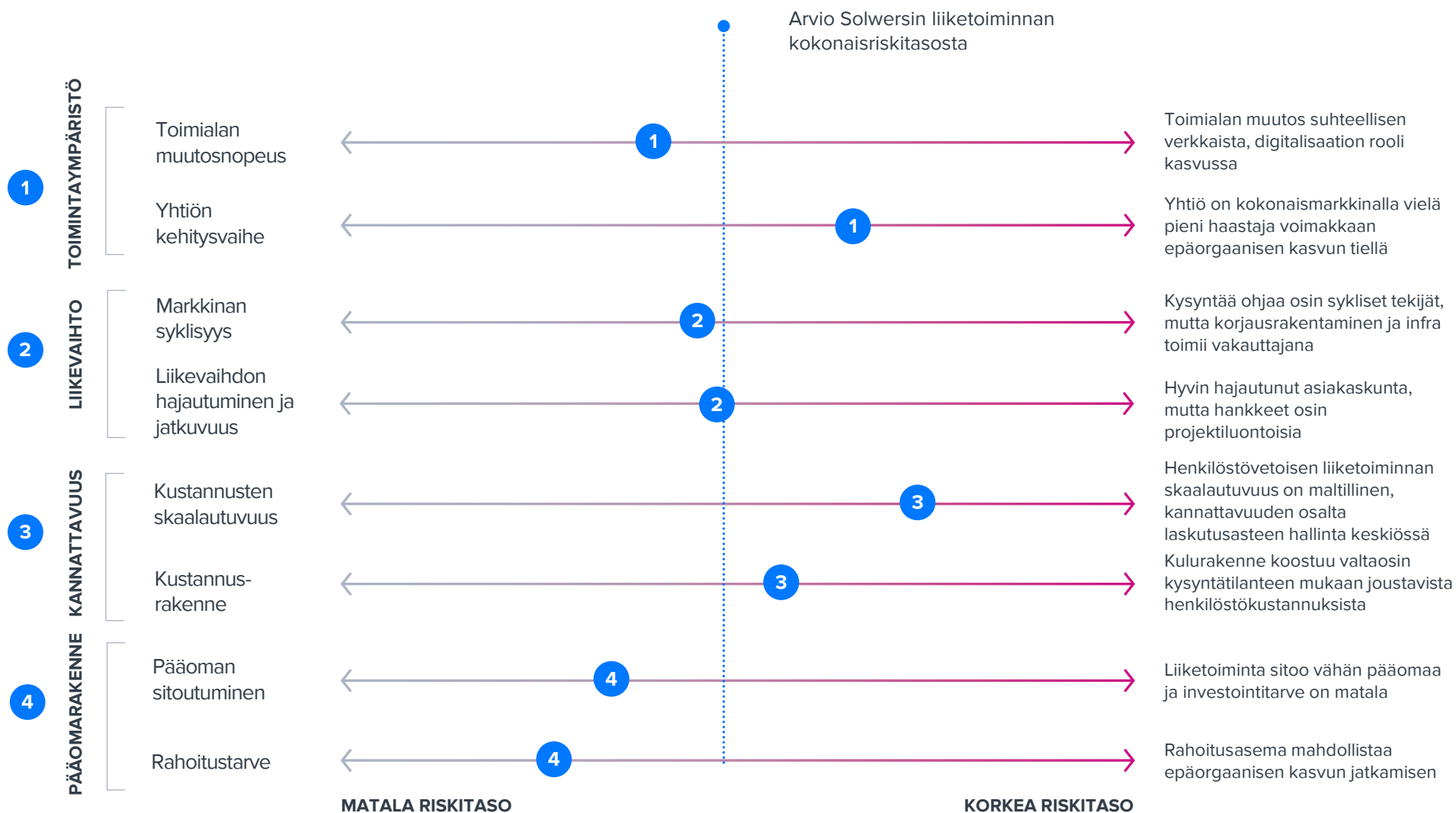
Laskutusasteen hallinnassa korostuu sekä yksilökohtaiset tekijät, mutta myös se, miten yhtiön onnistuu voittamaan henkilöstölle uusia hankkeita edellisten päättyessä ja sopeutumaan mahdollisiin projektien viivästymisiin, päättymiseen ja/tai peruuntumisiin.

Yleisellä tasolla hyvänä laskutusasteena voidaan pitää 70-80 %:n tasoa ja tällä mittarilla Solwers suoriutui erinomaisesti vuonna 2020, jolloin sen laskutusaste oli yli 85 %. Hyvää toteutunutta laskutusastetta kuvaa myös se, että Solwersin vuoden 2020 taso oli selvästi verrokkien kuten Sitowisen (2018-2020 ~76-78 %) ja Swecon (~74 %) viimeisten vuosien tasoa korkeampi.

Huomioitavaa kuitenkin on, että laskutusaste ei sellaisenaan sovellu konsernin kaikkien yhtiöiden kehityksen mittatikuksi eikä laskutusasteen laskennassa ole huomioitu kaikkia yhtiöitä tästä syystä. Laskentatapa ei myöskään ole täysin vertailukelpoinen edellä mainittuihin verrokkeihin ja se ei siten arviomme mukaan ole sellaisenaan vertailukelpoinen mittari.

Laskutusasteeseen olennaisesti vaikuttava tekijä on hinnoitteluvoima, ja korkeampi hinnoittelu valuu tehokkaasti yhtiön kannattavuuteen. Arviomme mukaan yleisellä tasolla alan hintatasoissa ei kuitenkaan esiinny merkittäviä eroja, vaikkakin ostajien puolelta hankinnoissa tyypillisesti painotettava tekijä on laatu ja referenssit.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkina ja kilpailukenttä 1/3

Kohdemarkkinat Suomessa ja Ruotsissa

Solwersin kohdemarkkinat muodostuvat pääasiassa Suomen ja Ruotsin teknisen konsultoinnin ja suunnittelun markkinoista, jotka ovat osa valtavaa usean kymmenen miljardin rakentamisen kokonaismarkkinaa.

Suunnittelu ja konsultointialan yritysten toimialajärjestön (SKOL) pohjalta Solwers arvioi kohdemarkkinoidensa olleen suomessa 6,5 miljardia vuonna 2020. Tämän markkina on kasvanut vuosina 2014-2020 keskimäärin 5,3 %:n vuosivauhtia. Vastaavasti Ruotsalaisen toimialajärjestön (Innovationsföreningen) pohjalta tehdyn arvion mukaan Ruotsin vastaava markkina oli 97,2 miljardia kruunua (~9,6 miljardia euroa) vuonna 2020. Markkina on kasvanut vuosina 2014-2020 keskimäärin 8,4 %:n vuosivauhtia.

Kokonaismarkkinan kokoon vaikuttaa sisällytettävät alatoimialat ja etenkin se sisällytetäänkö suuri teollisuuden suunnittelu kokonaismarkkinan arvioon. Esimerkiksi samalla alalla toimivan Sitowisen kansainvälisellä konsulttiyhtiöllä teettämän arvion mukaan Suomen teknisen konsultoinnin ja suunnittelun kokonaismarkkina on noin 1,5-1,7 miljardia euroa, joka muodostuu talonrakentamisen noin 1-1,1 miljardin euron ja infrarakentamisen noin 0,5-0,6 miljardin euron markkinoista. Vastaavasti Ruotsin teknisen konsultoinnin ja suunnittelun markkinoiden koon arvioidaan olevan tämän selvityksen mukaan noin 3,1 miljardia euroa.

Kohtuullisen mittatikun kokonaismarkkinasta antaa myös SKOLlin jäsenien liikevaihtotilasto vuodelta

2020. Sen mukaan 62 alan toimijan yhteenlaskettu Talonrakentamisen toimialan liikevaihto oli noin 667 MEUR vuonna 2020. Vastaavasti saman tilaston mukaan Yhdyskunta toimialan (infrarakentaminen) liikevaihto oli noin 397 MEUR. Pienempää arviota selittää etenkin se, että kaikki alan toimijat eivät ole toimialajärjestön jäseniä ja arviomme mukaan lukuisat etenkin pienemmät toimijat jäävät tämän arvion ulkopuolelle. Siten SKOLlin tilasto antaa markkinasta arviomme mukaan todellista pienemmän kokonaiskuvan.

Riippumatta tarkastelukulmasta ja sisällytettävistä toimialoista voidaan eri arvioiden pohjalta näkemyksemme mukaan kuitenkin todeta, että kokonaismarkkina on Solwersin kokoluokkaan suhteutettuna valtava. Siten yhtiön kohdemarkkinoiden koko ei näkemyksemme mukaan rajaa yhtiön kasvumahdollisuuksia nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

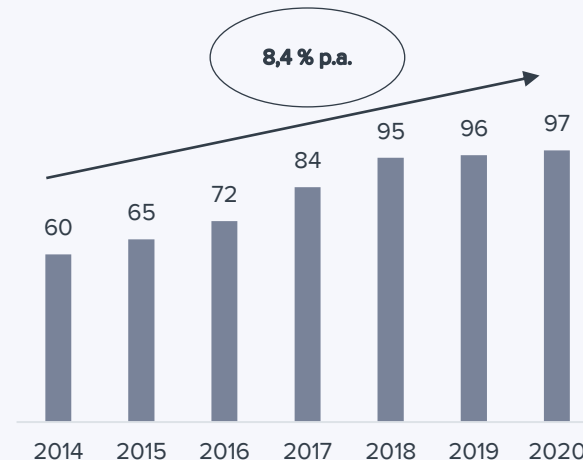
Kasvun takana tutut trendit

Arviomme mukaan kohdemarkkinoiden kasvunäkymät ovat yleistä talouskasvua paremmat, sillä kasvuun vaikuttaa talouskasvun lisäksi rakennusalan trendit ja rakenteelliset tekijät. Arvioimmekin, että Solwersin kohdemarkkinan kasvu hieman ylittää BKT:n kasvuvauhdin keskipitkällä aikavälillä. Konsultoinnin suhteellisen osuuden kasvua tukee arviomme mukaan mm. tekniikan lisääntyminen, tiiviin rakentamisen kasvu, infrastruktuurirakentamisen vaatimuksien nousu, kestävä kehitys ja digitalisaatio.

Suunnittelu ja konsultointialan markkina Suomessa (miljardia euroa)



Suunnittelu ja konsultointialan markkina Ruotsissa (miljardia kruunua)



Markkina ja kilpailukenttä 2/3

Kohdemarkkinoiden kasvuvauhtiin vaikuttavat megatrendit ja/tai rakenteelliset tekijät ovat:

Kaupungistuminen lisää tiivistä, korkeaa, maanalaista ja muuta vaativaa rakentamista, jossa suunnittelulla on tärkeä rooli.

Rakennuskannan ikääntyminen lisää tarvetta sekä korjausrakentamiselle että infran ylläpidon suunnittelulle, mitkä tukevat vakaata kysyntävirtaa.

Ilmastomuutos edellyttää ympäristöasioiden aiempaa huomioimista rakentamisessa, mikä taas kasvattaa tarvetta suunnittelun lisäämiselle ja resurssien optimoinnille. Tämä tukee myös yhtiön **kiertotalousratkaisujen** kysyntää. Pyrkimykset ilmastomuutoksen hillitsemiseen korostavat myös energiatehokkuuden ja kiertotalousratkaisujen roolia. Kasvavat energiatehokkuusvaatimukset ja kehittyvät kiertotalouden tuotantomallit vahvistavat suunnittelu- ja konsultointipalveluiden kysyntänäkymää.

Kasvunäkymä

Arviomme mukaan yhtiön kohdemarkkinoiden kasvuvauhtia määrittää yleinen talouskasvu, mutta edellä esiteltyjen trendien ja rakenteellisten muutosten ansiosta markkinan kokonaiskasvulla on edellytykset ylittää talouskasvu vuositasolla. Yhtiön positioituminen hankkeiden elinkaaren eri vaiheisiin yhdessä infrarakentamisen palveluiden kanssa tuovat kysyntään lisäksi tiettyä vakautta, jonka ansiosta yhtiön kasvu ei todennäköisesti kulje täysin käsi kädessä talouskasvun mukana. Karkeasti arvioimme yhtiön ydinmarkkinoiden

keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvupotentiaalin olevan 0-5 % normaalin talouskasvun ympäristössä.

Toimiala on pirstaloitunut

Solwersin toimiala on pirstaloitunut, sillä pelkästään Suomessa toimii teknisen konsultoinnin, suunnittelun ja arkkitehtipalveluiden toimialoilla Tilastokeskuksen mukaan reilu 3000 yritystä. Selvästi suurempaa markkinaa peilaten on Sitowisen teettämän markkinatutkimuksen mukaan Ruotsissa talon- ja infrarakentamisen toimialalla yli 9000 toimijaa, kun taas Ruotsin tilastokeskuksen mukaan arkkitehtitoimistoja on reilu 4000.

Näin ollen kohdemarkkinat ovat pirstaloituneet, mikä on näkemyksemme mukaan tyypillistä henkilösidon naiselle palveluliiketoiminnalle. Tämä myös peilaa toimialojen suhteellisen matalia alalle tulon kynnyksiä. Tätä matalaa kynnystä peilaten alan suurimpien toimijoiden markkinaosuudet ovat kokonaisuutena melko maltilliset huolimatta siitä, että ne ovat konsolidoineet yritysostoilla markkinaa historiassa.

Kaikki alan toimijat eivät luonnollisesti täytä yhtiön ostettaville kohteilla asettamia edellytyksiä toiminnan historiasta tai kannattavuudesta. Arviomme mukaan pirstaloituneiden toimialojen joukko on riittävän suuri, että yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa epäorgaaniseen kasvuun nojaavan kasvustrategian toteuttamista.

Kasvuajurit ja markkinan trendit



Kaupungistuminen



Korjausvelka



Ilmastomuutos



Energiatehokkuus ja kiertotalous

Markkina ja kilpailukenttä 3/3

Teknisen konsultoinnin ja suunnittelun kilpailukenttä

Suomessa teknisen konsultoinnin ja suunnittelun toimiala koostuu muutamista suurista pohjoismaisista ja kansainvälisistä toimijoista (Ramboll, Sweco, AFRY, WSP ja Rejlers) sekä isoista paikallisista toimijoista (mm. Granlund, Vahanen, FCG ja A-Insinöörit). Kymmenen suurinta toimijaa edustavat kuitenkin vain noin 55-62 %:n markkinaosuutta, mikäli kokonaismarkkinan kokona käytetään 1,5-1,7 miljardin arviota. Suurimpien toimijoiden melko pieni markkinaosuus heijastelee sekin pirstaloitunutta markkinaa.

Ruotsissa kilpailuympäristö koostuu samoista suurista toimijoista kuin Suomessakin, minkä lisäksi markkinoilla on isoja ja puhtaasti paikallisia toimijoita (esim. Tyréns, Projektengagemang). Nämä toimivat edustavat vastaavasti selvästi suurempaa 77 %:n markkinaosuutta, kun niiden liikevaihto suhteutetaan Sitowisen teettämän selvityksen arvioon vuoden 2019 kokonaismarkkinasta. Siten Ruotsin markkinalla konsolidaatio on selvästi Suomea edellä.

Kilpailuympäristöä tarkasteltaessa on mielestämme huomioitava, että Solwers toimii markkinalla tietyillä aloilla, joissa edellä esitellyt suuret pelurit eivät toimi. Lisäksi sen omistamat yritykset ovat huomattavasti pienempiä toimijoita, minkä takia se ei todennäköisesti kilpaile selvästi suurimpia hankkeita toteuttavien isojen toimijoiden kanssa samoista hankkeista. Siten yhtiön

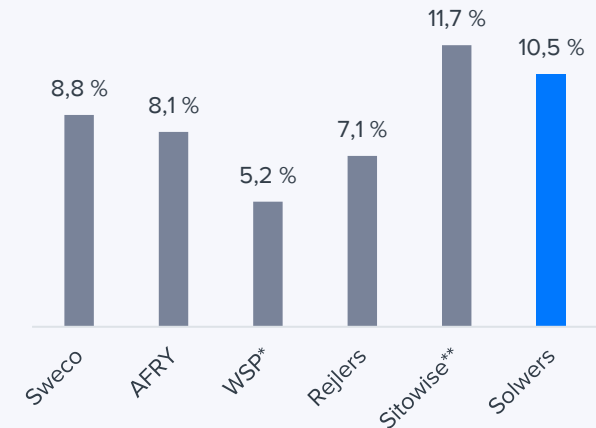
kilpailukenttä muodostuukin arviomme mukaan suuremmalta osin pienemmistä paikallisista toimijoista, mutta kilpailijat vaihtelevat riippuen siitä, mitä Solwersin yhtiötä tarkastellaan.

Kannattavuustasoissa erot maltillisia

Alalla toimivien listattujen yhtiöiden kannattavuudet (EBITA-%) ovat olleet viimeisen kolmen vuoden aikana keskimäärin 5-12 %:n tasolla. Solwersin kannattavuus on ollut vastaavalla jaksolla keskimäärin 10,5 %.

Kilpailukentän toimijoiden joukosta yksittäiset yhtiöt eivät erotu kannattavuudella mitattuna merkittävästi toisistaan. Tämä arviomme mukaan heijastelee varsin samanlaisia liiketoimintamalleja ja liiketoiminnan henkilöstösidonnaisuuden määrittämää kustannusrakennetta. Lievää eroa kannattavuuksissa selittää erilaiset raportointitavat, mutta arviomme mukaan melko yhtenevät edellisen kolmen vuoden keskimääräiset kannattavuudet kuvaavat hyvin teknisen konsultoinnin ja suunnittelun kannattavuuspotentiaalia.

Kannattavuus keskimäärin (2018-2020)



Lähde: Yhtiöt, Inderes

* Operatiivinen marginaali

**oikaistu EBITA-%

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategian keskiössä kasvu

Solwersin strategian keskiössä on kasvu niin palvelutarjontaa laajentamalla kuin kasvattamalla maantieteellistä peittoa. Kasvustrategia pohjautuu sekä yritysostoihin että orgaaniseen kasvuun. Lisäksi yhtiö korostaa strategiassaan konsernin houkuttelevuutta hyvänä työnantajana eri alojen ammattilaisille ja osaamisen jatkuvaa kehittämistä.

Työnantajamielikuvan kannalta keskiössä on konsernin omistamien yhtiöiden kulttuuri, joita konsernistrategiassa pyritään ylläpitämään ja kehittämään. Näin yhtiö pyrkii varmistamaan henkilöstön viihtyvyyden työssään, edistämään innovointia ja luovuutta. Konsernin yhteisillä taloushallinnon palveluiden ja järjestelmien avulla yhtiö pyrkii mahdollistamaan sen, että omistetut yhtiöt voivat keskittyä ydinosaamiseen ja asiakastyöhön.

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta yhtiön strategian toteutuksen näkökulmasta selkein seurattava mittari on epäorgaanisen kasvustrategian eteneminen. Henkilöstövetoisessa liiketoiminnassa ihmislähtöiset kulttuuritekijät ovat avainasemassa yhtiön kehityksessä, mutta näiden kehityksen mittaaminen yhtiön ulkopuolelta on haasteellista.

Taloudelliset tavoitteet

Solwersin taloudelliset tavoitteet ovat

> 20 %:n liikevaihdon kasvu

> 12,0 %:n EBITA-marginaali

> 40 %:n omavaraisuusaste

Tuottojen osalta yhtiön tavoitteena on tasapainottaa tulonlähteitä niin, että liikevaihdosta noin 50 % tulisi julkisista ja infrastruktuurihankkeista.

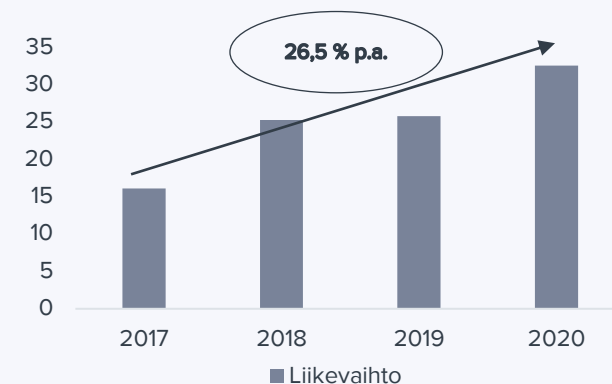
Kasvun osalta tavoitetaso ylittää selvästi markkinan orgaanisen kasvuvauhdin ja siten kasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää epäorgaanisen kasvun jatkamista strategian mukaisesti. Pirstaloituneella toimialalla yhtiöllä on kuitenkin arviomme mukaan edellytykset ylittää tavoitteen mukaiseen ripeään kasvuun edellisvuosien tapaan.

Kannattavuustavoite on mielestämme yhtiölle realistinen ja vuonna 2020 yhtiön raportoitu sekä pro forma kannattavuus ylittivät tämän tason. Tulevaisuudessa yhtiön kannattavuustaso on kuitenkin riippuvainen tehtävistä yritysostoista ja ostettavien yhtiöiden liiketoimintojen kannattavuuspotentiaalista.

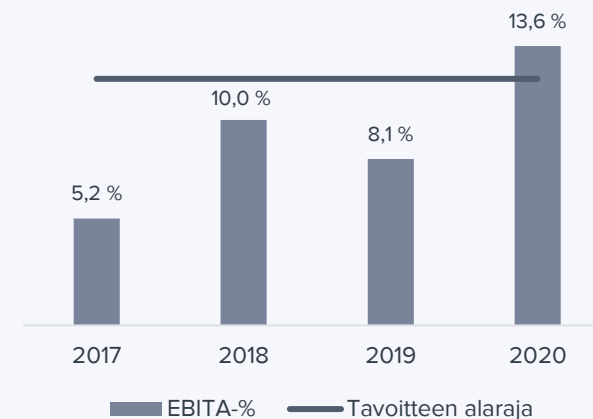
Vuoden 2020 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 45 %. Listautumisesta saatujen varojen ja tuloskehityksen myötä odotamme yhtiön omavaraisuusasteen kohoavan 57 %:iin (2021e) ja siten yhtiö ylittää tavoitetason selvästi. Pidämme > 40 %:n tasoa hyvänä pitkän tähtäimen tavoitteena.

Yhtiön osingonjakopolitiikka on 20-40 % tilikauden voitosta. Matala voitonjaon taso arviomme mukaan heijastelee yritysostojen painottamista pääoman allokoinnissa, sillä liiketoimintamalli mahdollistaisi selvästi korkeamman voitonjakosuhteen.

Liikevaihdon kehitys



Kannattavuuden kehitys



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Yritysostostrategia

Solwersin kasvutavoite on selvästi markkinan orgaanista kasvua kunnianhimoisempi ja näin ollen sen saavuttaminen tulee edellyttämään yritysostojen jatkoa. Yhtiö tavoittelee yritysostoilla tulospuskun lisäksi laajempaa palveluhajautusta, minkä ansiosta sen tulovirta hajautuu tasaisemmin rakennusprojektien eri vaiheiden välille. Laajentamalla ja tasaamalla tarjontaa aina alkupään hankekehityksestä myöhemmin tapahtuvaan projektin valvontaan tai jopa ylläpitovaiheeseen, yhtiö tasaa liiketoiminnan alttiutta suhdannevaihteluille.

Palvelutarjonnan kasvattamisen lisäksi yhtiö tavoittelee yritysostostrategialla maantieteellisen peiton kasvattamista. Yhtiö onkin kertonut tavoitteekseen kasvaa Pohjoismaissa ja Baltiassa. Tällä hetkellä yhtiön toiminta ulottuu Suomeen ja Ruotsiin, joten maantieteellisesti yhtiön strategian mukainen pelikenttä tarjoaa laajentumismahdollisuuksia.

Yritysostojen kohteena ovat yhtiön mukaan etenkin pienemmät ja yli 10 vuoden toimintakokemuksen omaavat eli vakiintuneet yhtiöt. Lisäksi yhtiö tyypillisesti edellyttää ostokohteelta todistetusti hyvää kannattavuutta, jonka rajana on pääsääntöisesti > 10 %:n EBIT-marginaali.

Yritysostostrategian swot-analyysi

Solwers ei integroi ostettuja yhtiöitä, minkä ansiosta sen yritysostoprosessi on tehokas, ei aiheuta integraatiokustannuksia ja siinä ei korostu

henkilöstöliiketoiminnalle ominaiset kulttuurilliset riskit. Tehokkaasta yritysostostrategiasta johtuen yhtiö on pystynyt ylläpitämään poikkeuksellisen nopeaa yritysostojen sarjaa.

Yhtiön mukaan yritysostot toteutetaan tyypillisesti maltillisilla noin 5-6,5x liikevoitto-kertoimilla. Kauppahintaan tyypillisesti sisällytetään ns. earn out -malli, joka perustuu ostohetken jälkeisen ajan tulostavoitteisiin. Listattuna yhtiön perusteltu arvostustaso on listaamattomasta yhtiöstä maksettua korkeampi ja siten maltillinen ostohinta antaa edellytykset arvonluonnille.

Yritysostostrategiassa yhtiö altistuu sille riskille, että itsenäisesti johdettujen kohteiden tyypillisesti omistajista koostuvat avainhenkilöt vaihtuvat. Tätä riskiä yhtiö pyrkii pienentämään sillä, että vanhat omistajat jäävät usein vähemmistöomistajiksi yrityksiin. Yritysten lukumäärän kasvaessa riskinä on myös, että kokonaisuuden johtaminen vaikeutuu. Lisäksi nopean kasvun strategiassa korostuu kasvun hallitseminen, joka voi osoittautua haastavaksi tahdin ollessa ripeä. Tavanomaisista epäorgaanisen kasvun riskeistä mallissa korostuu myös ostettavien kohteiden laadun varmistuksen kriittisyys.

Näkemyksemme mukaan tehokas ja maltillisiin arvostustasoihin perustuva yritysostostrategia antaa kuitenkin hyvät edellytykset arvonluonnille. Sijoittajan kannalta on tästä huolimatta keskeistä seurata, että konsernin sekä mahdollisesti ostettavien kohteiden koon kasvaessa strategian riskit eivät realisoidu.



Yritysostostrategian SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Tehokas ja nopea prosessi
- Ei kustannuksia integraatiosta
- Ostokohteen kulttuurillisten tekijöiden säilyminen

Heikkoudet

- Kokonaisuuden johtaminen voi olla haastavampaa
- Ristiinmyynnin toteuttaminen voi olla haastavampaa

Mahdollisuudet

- Listaamattomien maltilliset arvostustasot mahdollistavat arvonluonnin
- Tasaa palveluiden jakaumaa ja kysynnän riskiprofilia
- Mahdollistaa markkinakasvua nopeamman kasvun

Uhat

- Avainhenkilöiden menettäminen
- Kasvun hallitseminen
- Ostokohteiden laadun varmistamisessa epäonnistuminen

Epäorgaanisen kasvun strategia



Toteutunut

- 19 toteutettua yrityskauppaa listautumishetkeen mennessä
- Hankitut liiketoiminnot kattavat hankkeiden elinkaaren alusta loppuun
- 14 operatiivista yritystä Suomessa ja 5 operatiivista yritystä Ruotsissa
- Ostetut kohteet kokoluokaltaan hyvin pieniä
- Tehokas epäorgaanisen kasvun malli on mahdollistanut neljä yrityskauppaa edellisen 12 kuukauden aikana

Keskipitkä aikaväli

- Maantieteellisen peiton laajentaminen Pohjoismaissa ja Baltiassa
- Palvelutarjonnan vahvistaminen pienemmän suhteellisen osuuden palvelu-alueilla, kuten infrarakentamisen suunnittelu Ruotsissa ja pienemmät erikoisalat Suomessa
- IPO-varat ja tulorahoitus mahdollistavat ripeän yritysosotahdin ylläpidon ja myös astetta suuremmat yritysosot

Taloudellinen tilanne

Rahoitus- ja taseasema

Solwersin tase- ja rahoitusasema olivat ennen listautumista hyvällä tasolla ja annista saatujen varojen ansiosta yhtiöllä on erinomaiset edellytykset toteuttaa epäorgaanisen kasvun strategiaa. Liiketoimintamallia ja epäorgaanisen kasvun strategiaa mukaillen taseen varat koostuvat valtaosin aineettomasta omaisuudesta.

Tarkastelemme taseasemaa viimeisten raportoitujen eli vuoden 2020 lopun lukujen pohjalta. Huomioitavaa on kuitenkin, että vuoden 2021 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana toteutettujen yritys- ja rahoitusjärjestelyiden myötä on yhtiön taserakenne osin muuttunut. Siten peilaamme tase- ja rahoitusasemaa myös vuoden 2021 ennusteisiimme.

Taseen varat

Vuoden 2020 lopun taseen 40 MEUR:n varoista 19 MEUR koostui aineettomasta omaisuudesta, josta 16,6 muodostui liikearvosta ja loput muista aineettomista omaisuseristä. Pitkäaikaiset varat sisälsivät lisäksi arvoltaan vain 2,8 MEUR:n aineellisen omaisuuden, kun taas lyhytaikaisia varoja yhtiöllä oli pääasiassa vain 9,4 MEUR:n saamisissa ja 6,1 MEUR:n rahavaroissa.

Vuoden 2021 ensimmäisen puoliskon aikana yhtiö on toteuttanut kaksi yrityskauppaa, joiden yhtiö on kertonut kasvattaneen taseen liikearvoa noin 1,6 MEUR:lla. Siten taseen varojen puolella odotamme yhtiön aineettoman omaisuuden hieman lisääntyneen vuonna 2021.

Rahoitusrakenne uusittiin ennen antia

Solwers teki ennen listautumistaan rahoittajapankin kanssa uuden rahoitussopimuksen, joka korvasi yhtiön aikaisemmat rahoitussopimukset. Uudella rahoitussopimuksella maksettiin aikaisemmat 7,5 MEUR:n pankkilainat takaisin.

Uusi yhteissummaltaan 10 MEUR:n rahoitussopimus koostuu 8 MEUR:n ja 20,3 MSEK:n vakuudellisesta term-lainasta. Uuden rahoitussopimuksen mukaiset lainat erääntyvät toukokuussa 2026. Velkojen korko muodostuu viitekorosta ja marginaalista, joka voi vaihdella 1,65-2,95 %:n välillä. Lisäksi yhtiö on sopinut kahdesta 5 MEUR:n rahoituslimiiteistä, joista toinen on komitoitu (pankkia sitova). Näkemyksemme mukaan lainojen korkotaso on kilpailukykyinen ja uuden velkarahoituksen maturiteettiprofiili on hyvä.

Taseen muut velat

Muita korollisia velkoja yhtiöllä oli vuoden 2020 lopun taseessa pitkäaikaiset (1,8 MEUR) ja lyhytaikaiset (1,5 MEUR) leasingvastuut. Vuoden 2020 lopun taseen koroton velka (9,5 MEUR) muodostui etenkin 1,3 MEUR:n ostovelosta, 4,2 MEUR:n siirtovelosta ja 4 MEUR:n muista veloista. Arviomme mukaan nämä heijastelevat yhtiölle tavanomaisia tase-eriä ja siten emme odota näihin tase-eriin merkittäviä muutoksia vuoden 2021 lopun taseessa.

Solwersin oma pääoma oli vuoden 2020 lopussa 10,5 MEUR ja määräysvallattomien omistajien

osuus oli 2,3 MEUR. Siten yhtiön omavaraisuusaste oli pitkäaikaisissa veloissa esitetty 5,1 MEUR pääomalaina huomioiden noin 45 %. Yhtiö järjesti toukokuussa pre-ipo annin, jolla se keräsi 3 MEUR:n varat. Tätä antia, listautumisantia ja muun muassa vuoden 2021 tuloskehitystä peilaten odotamme yhtiön oman pääoman kohoavan noin 33 MEUR:oon ja vuoden 2021 lopun omavaraisuusasteen noin 57 %:iin.

Annilla pelimerkkejä kasvuun

Solwers keräsi listautumisannilla noin 9 MEUR:n bruttovarat. Olemme olettaneet annin kustannuksiksi yhtiön antaman arvion mukaisesti 0,6 MEUR ja siten odotamme yhtiön keränneen listautumisannilla 8,4 MEUR:n nettovarot. Tätä sekä pre-ipo antia ja 3/2021 kassatilannetta peilaten arvioimme yhtiöllä olevan reilun 3 MEUR:n nettokassa. Tämä yhdessä komittoidun limiitin kanssa antaa yhtiölle karkeasti 8 MEUR:n liikkumavaran yritysjärjestelyihin. Näkemyksemme mukaan yhtiön velkaantuneisuus pysyisi mukavuusalueen asettamien rajojen sisäpuolella, vaikka yhtiö nostaisi myös toisen (ei komittoidun) limiitin. Siten pidämme todennäköisenä, että yhtiöllä on käytettävissään noin 13 MEUR:n varat yritysjärjestelyihin.

Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Ennustamme Solwersin liikevaihdon kehitystä arvioidun markkinakasvun, toteutettujen yritysostojen sekä arvioidun tilauskannan kehityksen kautta. Yhtiön kulurakennetta ennustamme vastaavasti suhteellisesti liikevaihtoon peilattuna, jonka pohjana käytämme historiallisia tasoja sekä ennusteitamme tulevasta kehityksestä.

Emme ole sisällyttäneet ennusteisiimme jo lyhyellä tähtäimellä todennäköisenä pitämiämme yritysostoja, sillä niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

Taloukasvunäkymät kohdemarkkinoilla

Suomen talous oli koronakriisissä euroalueen parhaimmin pärjänneitä, ja toipuminenkin on alkanut epävarmuuden hälventyessä. Esimerkiksi Bloombergin kesäkuun puolivälissä kerätyissä konsensusennusteissa Suomen talouskasvuksi povataan 2021 2,5 % ja 2022 2,6 % (2020: -2,7 %). Ruotsinkin kasvuennusteita on nostettu ja nykyisellään ne ovat 3,5 % vuodelle 2021 ja 3,1 % vuodelle 2022 (2020: -2,9 %). Koronakuopasta päästäisiin siis takaisin entiselle kasvu-uralle viimeistään ensi vuoden aikana. Merkittävänä tekijänä kasvuodotusten kohenemisessa ovat olleet etenevät koronarokotukset, mutta myös talous- ja rahapolitiittinen elvytys on tukenut talousnäkömää. Tämän voidaan odottaa tukevan myös rakentamisen markkinaa lähivuosina.

Vuoden 2021 ennusteet

Solwers ei ole antanut ohjeistusta vuodelle 2021, mutta on kommentoinut sen tilauskannan olevan listautumishetkellä keskimäärin hyvällä tasolla. Yhtiön mukaan muutama suurempi projekti on kuitenkin päättymässä, ja näiden projektien korvaaminen uusilla saattaa kestää ja vaikuttaa tulokseen tilapäisesti. Lisäksi yhtiön johdon näkemyksen mukaan, mikäli koronapandemia saadaan taltutettua Solwersin näkymät vuodelle 2021 ovat hyvät, sillä infrastruktuurin suunnittelupalvelujen kysyntä Suomessa ja Ruotsissa on tällä hetkellä vahvaa ja kaivosteollisuuden suurinvestoinnit Pohjois-Ruotsissa lisäävät paikallista kysyntää teollisuus- ja infrasuunnittelussa.

Ennustamme Solwersin raportoidun liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 reilu 34 % 43,8 MEUR:oon. Kasvun taustalla on viime vuonna sekä alkuvuonna 2021 toteutetut yritysostot, sillä suhteessa vuoden 2020 pro forma liikevaihtoon on vajaan 4 %:n kasvun ennusteemme selvästi maltillisempi. Pro forma lukuihin peilattuna maltillisen kasvun ennusteemme taustalla on oletus, että viime vuonna korona pandemia on hidastanut markkinakysyntää, joten lyhyellä aikavälillä Solwers ei ole saanut paikattua suurempien projektien päättymisen aiheuttamaa kysynnän laskua täysimääräisesti.

Odotamme markkinan kysynnän kuitenkin piristyneen jo kuluvan vuoden aikana, mikä heijastuu etenkin ensi vuoteen. Vuoden 2021 liikevaihdon ennusteissamme kasvua suhteessa

vuoden 2020 pro forma lukuihin vetää maalisi- ja toukokuussa 2021 tehdyt pienet yritysostot.

Odotamme kannattavuuden laskevan erittäin hyvältä tasolta hyvälle tasolle

Vuoden 2021 liikevoitto-%:n odotamme laskevan edellisvuoden (raportoitu liikevoitto-% 10,8 % ja pro forma 10,2 %) erittäin hyvältä tasolta 8,9 %:iin, mikä on sekin hyvä taso. Tämä vastaa 3,9 MEUR:n liikevoittoa (2020 raportoitu 3,5 MEUR ja pro forma 4,3 MEUR). Kannattavuuden laskun taustalla ennusteissamme on lievä nousu henkilöstökustannuksissa sekä listautumisen aiheuttamat kustannukset.

Maltillisia rahoituskustannuksia ja laskenutta vähemmistöjen tulososuutta peilaten ennustamme vuoden 2021 oikaistuksi osakekohtaiseksi tulokseksi 0,33 euroa osakkeelta. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme kuitenkin painuvan 0,26 euroon osakkeelta, minkä taustalla on noin 0,6 MEUR:n kertaluonteisten listautumiskulujen ennuste. Maltillista voitonjakopolitiikkaa peilaten ennusteemme vuodelta 2021 maksettavaksi osingoksi on 0,08 euroa osakkeelta.

Suurimman ennusteisiin liittyvän epävarmuuden aiheuttaa kuluvan vuoden tähtäimellä nykyiseen tilauskantaan liittyvä epävarmuus, etenkin kun päättyvien suurempien hankkeiden arvo ei ole tiedossa. Lisäksi lyhyen historian sekä viime vuoden erittäin vahvan tason jälkeen myös marginaaliennusteeseen liittyy tavanomaista enemmän epävarmuutta.

Ennusteet 2/2

Vuosien 2022-2023 ennusteet

Vuosien 2022 ja 2023 liikevaihdon kasvun ennusteemme ovat lähes 6 % ja 4 %. Liikevaihdon kasvun ennusteidemme taustalla on oletus H2'21:sta alkaen piristyvistä markkinakysynnästä. Vuoden 2022 osalta liikevaihdon kasvu on pääosin orgaanista kasvua, mutta toukokuussa 2021 toteutettu pieni yritysosto heijastuu lievästi myös H2'22 liikevaihtoon epäorgaanisena kasvuna.

Vuosien 2022-2023 liikevoitto-%:n ennusteemme ovat 9,5 % ja 9,8 %. Ennusteissamme odotamme liikevaihdon kasvun tukevan kannattavuutta lievästi vuoden 2021 tasosta hallinnollisten kulujen lievän skaalautumisen ansiosta, kun taas henkilöstön tuottavuuden (ts. laskutusasteen nousun) emme odota tukevan marginaaleja nykyiseltä hyvältä tasolta. Edelleen maltilliselle tasolla säilyviä rahoituskustannuksia ja maltillista vähemmistöjen tulososuutta peilaten vuosien 2022 ja 2023 osakekohtaisen tuloksen ennusteemme ovat 0,35 euroa ja 0,38 euroa osakkeelta.

Odotamme yhtiön korottavan lievästi osinkoaan tuloskasvun myötä, mutta epäorgaanista kasvua painottavasta pääoman allokoinnista johtuen vuosien 2022 0,09 euron ja vuoden 2023 0,10 euron osakekohtaisten osinkojen ennusteemme odottavat vain maltillista voitonjaon kasvua.

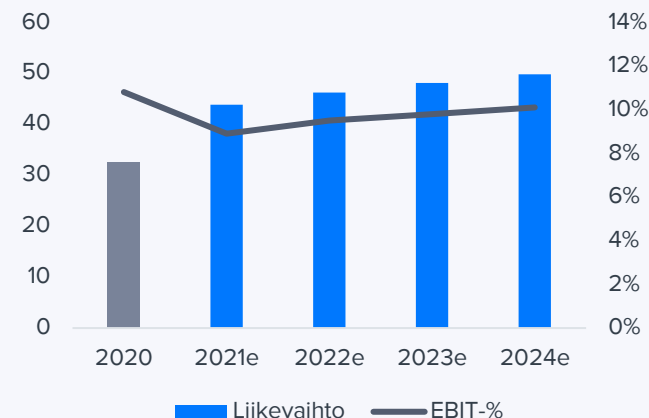
Ennusteemme eivät sisällä epäorgaanista kasvua ja näin ollen ennusteissamme yhtiön tase jatkaa vahvistumista tuloskehitystä ja hyvää

kassavirtasuhdetta peilaten. Arviomme mukaan yhtiöltä voidaan odottaa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä epäorgaanisen kasvun jatkamista, minkä takia toteutunut liikevaihdon ja tuloksen kasvu tulee todennäköisesti eroamaan ennustetusta kasvusta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan lievästi odotettua talouskasvua ripeämmin, kun vuosien 2025-2029 liikevaihdon kasvun ennusteemme ovat 2,5-3,5 %:ssa. Vastaavasti keskipitkän ja pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme ovat 10,5-11 %:ssa, mitkä heijastelevat arviotamme liiketoimintamallin pidemmän aikavälin kannattavuuspotentiaalista. Kannattavuusennusteet ovat myös linjassa yhtiön > 12 EBITA-%:n taloudellisen tavoitteen kanssa (2025e-2030e EBITA-% noin 12-13 %).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	25,8	32,6	19,5	24,3	43,8	46,2	48,1	49,8
Konserni	25,8	32,6	19,5	24,3	43,8	46,2	48,1	49,8
Käyttökate	2,4	5,0	2,4	3,4	5,8	6,3	6,6	6,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-1,4	-1,0	-1,0	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,5	3,5	1,5	2,4	3,9	4,4	4,7	5,0
Liikevoitto	1,5	3,5	1,5	2,4	3,9	4,4	4,7	5,0
EBITA	2,1	4,4	2,1	3,0	5,1	5,5	5,8	6,0
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,8	-0,2	-0,9	-0,4	-0,4	-0,2
Tulos ennen veroja	1,3	3,4	0,7	2,3	3,0	4,0	4,3	4,8
Verot	-0,3	-0,8	-0,1	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	0,6	1,7	0,5	1,7	2,2	3,0	3,3	3,7
EPS (oikaistu)		7,98	0,13	0,20	0,33	0,35	0,39	0,43
EPS (raportoitu)		7,98	0,06	0,20	0,26	0,35	0,39	0,43

Tunnusluvut	2019	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	1,8 %	26,5 %		-25,7 %	34,2 %	5,6 %	4,0 %	3,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-32,4 %	139,4 %		-30,8 %	10,7 %	12,0 %	8,0 %	6,0 %
Käyttökate-%	9,5 %	15,2 %	12,4 %	14,0 %	13,3 %	13,6 %	13,8 %	13,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,7 %	10,8 %	7,5 %	10,1 %	8,9 %	9,5 %	9,8 %	10,1 %
EBITA-%	8,1 %	13,6 %	10,6 %	12,6 %	11,7 %	11,9 %	12,0 %	12,1 %
Nettotulos-%	2,3 %	5,3 %	2,7 %	7,0 %	5,1 %	6,5 %	6,8 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvostuksen perusta

Hinnoittelimme Solwersia tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita vertaamme myös verrokkiryhmän arvostukseen suhteellisessa arvostuksessa.

Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBIT- ja P/E-kertoimia. EV-pohjaisten kertoimien käyttöä puoltaa yhtiön nettokassa, mutta konsernirakenteen vähemmistöjen takia operatiivinen tulos ei valu täysimääräisesti Solwersin osakkeenomistajille. Tämä taas puoltaa P/E-pohjaisten arvostuskertoimien käyttöä, jotka huomioivat vähemmistöjen tulososuuden. Kokonaistuotto-odotuksessa osingon rooli on yhtiön voitonjakopolitiikkaa ja pääoman allokoinnin strategiaa peilaten pieni.

Lähi vuosien absoluuttiset arvostuskertoimet ovat vaativia

Solwersin ennusteidemme mukaiset vuosien 2021 ja 2022 oikaistut P/E-kertoimet ovat 25x ja 24x. Vastaavat vahvan taseen huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 13x. P/E-kertoimet ovat mielestämme haastavat, kun taas EV/EBIT-kerroin painuu etenkin vuoden 2022 vahvalla nettokassalla kohtuulliselle tasolle. Näkemyksemme mukaan yhtiölle perusteltu absoluuttinen arvostustaso on noin P/E-kerroin 16-20x ja vastaavasti EV/EBIT-kerroin 12-14x.

Suhteellinen arvostuskuva on neutraali

Laatimamme verrokkiryhmä koostuu liiketoimintamalliltaan vastaavanlaisista yhtiöistä,

joiden orgaaninen kasvu ja kannattavuuspotentiaali on melko hyvin linjassa Solwersin kanssa. Verrokkiryhmän yhtiöistä etenkin Sitowise, Sweco ja AFRY toimivat Solwersin kanssa samoilla markkinoilla kilpailijoina. Vastaavasti verrokkiryhmän yhtiöistä esimerkiksi Etteplanin kohdemarkkinat eroavat Solwersin markkinoista, mutta liiketoimintamallin yhteneväisyys puoltaa niiden sisällyttämistä verrokkiryhmään. Myös verrokkiryhmän yhtiöille on ominaista aktiivinen epäorgaanisen kasvun tavoittelu.

Verrokkiryhmän vuosien 2021 ja 2022 mediaani P/E-kertoimet ovat 24x ja 20x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 19x ja 16x. Tulospohjaisilla arvostuskertoimilla Solwers arvostetaan 7 % alennuksella suhteessa verrokkeihinsa. Suhteellinen arvostus kuitenkin painuu lähes linjaan verrokkien kanssa (-2 %), kun huomioimme myös liikevaihtopohjaisen EV/S-kertoimen.

Solwersin selvästi verrokkeja pienempi koko ja lyhyempi historia mielestämme puoltaisi alennusta suhteessa verrokkeihin, mutta kun huomioidaan yhtiön hyvät näytöt kannattavuudesta, on yhtiö mielestämme perusteltu arvottaa linjaan verrokkien kanssa. Näkemyksemme mukaan verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti korkeahkot ja verrokkiryhmän arvostustasossa ei mielestämme ole perusteltua nousuvaraa. Kokonaisuudessaan suhteellinen arvostus mielestämme indikoikin osakkeelle neutraalia arvostuskuva.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,35	8,35	8,35
Osakemäärä, milj. kpl	8,5	8,5	8,5
Markkina-arvo	71	71	71
Yritysarvo (EV)	65	59	56
P/E (oik.)	25,3	23,7	21,6
P/E	31,9	23,7	21,6
P/Kassavirta	6,3	21,2	20,6
P/B	2,2	1,9	1,8
P/S	1,6	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	11,1	9,4	8,5
EV/EBIT (oik.)	16,5	13,4	11,9
Osinko/tulos (%)	30,6 %	25,5 %	25,9 %
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,1 %	1,2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Suhteellista arvostusta tarkastellessa on huomioitava, että myös verrokkiyhtiöiden kasvu pohjaa osin epäorgaaniseen kasvuun, jota verrokkiyhtiöt toteuttavat aktiivisesti. Verrokkiyhtiön yritysten suuremman koon vuoksi niiden epäorgaaninen kasvupotentiaali ja siten arvонуontipotentiaali on todennäköisesti jossain määrin Solwersin vastaavaa potentiaalia matalampi. Tämän taustalla on se, että tyypillisesti epäorgaanisen kasvun lähteenä on verrokkien mittakaavassa pienemmät yritykset. Näkemyksemme mukaan pelkästään suuremman epäorgaanisen kasvupotentiaalin vuoksi Solwersia ei kuitenkaan tule hinnoitella preemiolla verrokkeihin nähden.

Kassavirtamalli

Näkemyksemme mukaan kassavirtamalli soveltuu melko hyvin Solwersin liiketoiminnan arvонmäärittämiseen. Solwersin kohdalla mallin käyttökelpoisuutta kuitenkin heikentää epäorgaanisen kasvun arvонуontipotentiaali, jota kassavirtamalli ei täysimääräisesti huomioi.

Kassavirtamallimme nojaa keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiimme ja terminaalijakson liikevaihdon kasvun ennuste on 2,5 % ja vastaava kannattavuusennuste on 10,5 % (liikevoitto-%). Kassavirtamallissamme oman pääoman kustannus on 9,1 % ja vastaavasti pääoman kustannus (WACC-%) on 7,6 %. Näillä oletuksilla kassavirtamallimme indikoima osakkeen arvo on 81 MEUR tai 8,2 euroa osakkeelta.

Mallin arvosta lähes 60 % muodostuu

terminaalista, mikä on melko neutraali taso. Näkemyksemme mukaan kassavirtamallin ennusteparametrien asettama odotusrima on korkeahko. Näillä parametreillä nykykurssi ylittää mallin indikoiman osakkeen arvon kuvastaen nykykurssiin ladattuja korkeahkoja odotuksia epäorgaanisen kasvun strategian toteutukseen.

Yrityskauppaskenaario

Olemme hahmotelleet yhtiön arvонуontimahdollisuuksia olettamalla, että yhtiö jatkaa epäorgaanisen kasvun sarjaa lähivuosina ja käyttää arvioimamme yrityskauppareservit.

Olemme hahmotelleet lähivuosien tuotto-odotusta oletuksilla, jossa lähivuosien liikevaihdon kasvu on 20-25 % ja konsernin kannattavuus on 8-10 %. Alarajan oletuksilla yhtiön liikevaihto kasvaa vuoteen 2023 mennessä 63 MEUR:oon ja ylärajalla reiluun 68 MEUR:oon.

Kannattavuusolettamalla yhtiö tekee vastaavasti liikevoittoa 5-6,8 MEUR. Jos sovellamme näille tulostasoille perustellun arvostustasohaarukan keskikohtaa 13x olisi yhtiön yritysarvo tarkastelujakson lopussa 66-89 MEUR. Haarukan alarajasta laskettava vuotuinen tuotto-odotus jäisi noin nollan tuntumaan, kun taas ylärajan tuotto-odotus olisi korkea kaksinumeroinen luku, mikä on houkutteleva taso. Soveltamalla 9 %:n kannattavuutta olisi vuotuinen tuotto-odotus noin 7 % matalammalla kasvuoletuksella. Vastaavasti korkeammalla kasvuoletuksella ja 9 %:n kannattavuudella tuotto-odotus matala kaksinumeroinen luku, joka ylittäisi tuottovaateen

Epäorgaanisen kasvun skenaariot

	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	44		
Vuotuinen kasvu 20 %		52,6	63,1
Vuotuinen kasvu 25%		54,8	68,4

20 %:n kasvuvauhdin skenaario

Liikevoitto-% 2023e	8 %	9 %	10 %
Liikevoitto	5,0	5,7	6,3
EV/EBIT 13x	66	74	82
EV 2021e	65	65	65
Tuotto-odotus, p.a.	1 %	7 %	13 %

25 %:n kasvuvauhdin skenaario

Liikevoitto-% 2023e	8 %	9 %	10 %
Liikevoitto	5,5	6,2	6,8
EV/EBIT 13x	71	80	89
EV 2021e	65	65	65
Tuotto-odotus, p.a.	5 %	11 %	17 %

Arvonmääritys 3/3

lievästi.

Huomioitavaa on että, esittelemämme skenaario sisältää lukuisia oletamia ja lähivuosina Solwersin toteutunut kehityskaari voi olla myös hyvin erilainen useiden parametrien osalta. Siten skenaariomalli on vain havainnollistava.

Näkemyksemme mukaan tuotto-odotus yltää houkuttelevalle tasolle skenaariohaarukoiden ylälaidalla, mikä mielestämme pitää sisällään melko vaativia odotuksia keskipitkälle tähtäimelle. Siten mielestämme epäorgaanisen kasvun hyvät arvonluonnin edellytykset hinnoitellaan jo osin nykykurssiin, eikä yrityskauppaoptio riitä perustelemaan nykykurssille nousuvaraa.

Lähivuosien tuotto-odotus

Olemme haarukoineet lähivuosien tuotto-odotusta ennustettuun orgaaniseen liikevaihdon kasvuun ja kannattavuusennusteisiimme pohjautuen. Tuloskasvun lisäksi tuotto-odotuksen ajurina toimii osinkotuotto sekä arvostustason muutos.

Ennusteidemme mukainen vuosien 2021-2023 orgaaninen tuloskasvu yltää noin 20 %:n tasolle. Lisäksi tuotto-odotusta tukee hyvin lievästi noin 1 %:n tasolla olevat lähivuosien osinkotuoton ennusteemme. Ennustamamme lähivuosien voimakas tuloskasvu laskee vuoden 2021e korkeaa arvostustasoa ripeästi, mutta myös vuoden 2023e arvostuskertoimet (P/E 21x ja EV/EBIT 12x) ovat lievästi koholla. Siten mielestämme lähivuosien tuotto-odotus jää nykyennusteillamme matalaksi. Näin ollen nykykurssi mielestämme jo osin hinnoittelee

epäorgaanisen kasvun strategian mukaista hyvää arvonluontipotentiaalia. Tämän seurauksena nykykurssilla riski/tuotto-suhde ei mielestämme puolla lisäostoja. Aloitamme Solwersin seurannan 8,20 euron tavoitehinnalla sekä vähennä-suositukselle ja jäämme odottamaan parempaa ostopaikkaa yhtiön kasvutarinaan.

Sijoitusprofiili

Kasvuyhtiö hyvällä kannattavuudella

Sijoitusprofiililtaan Solwers profiloituu kasvuyhtiöksi, sillä vaikka kokonaismarkkina kasvaa arviomme mukaan hieman talouden kasvuvauhtia nopeammin, on yhtiön kasvutavoite selvästi markkinan odotettua kasvua korkeampi. Näin ollen yhtiön voi odottaa jatkavan ripeää kasvua markkinakasvun sekä epäorgaanisen kasvun yhdistelmällä. Listautumisannilla kerättyjen varojen, hyvän historiallisen kannattavuuden ja kassavirran turvin on yhtiöllä arviomme mukaan hyvät edellytykset jatkaa epäorgaanisen kasvustrategian toteuttamista.

Osingonjakopolitiikan mukaisesti Solwersin voidaan odottaa maksavan osinkoa, mutta arviomme mukaan pääoman allokoinnissa epäorgaaninen kasvu on ensisijalla. Näin ollen osinko on arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä liiketoiminnan kasvun tuotto-odotusta vain maltillisesti tukeva komponentti.

Arvoajurit ja vahvuudet

Näkemyksemme mukaan Solwersin merkittävimmät arvoajurit ja vahvuudet ovat:

Solwersin **kannattavuus** on ollut konsernin lyhyen historian aikana nousujohteisella kehityskaarella. Yhtiö ylsi vuonna 2020 toimialan kontekstissa erinomaiseen kannattavuustasoon ja siten liiketoiminnan tuloksentekokyky on todistettu. Hyvää kannattavuuskehitystä tulevaisuudessa tukee arviomme mukaan digitaalisten palveluiden kasvu, mille näemme hyvät edellytykset.

Vahvan taseen ja **tehokkaan yritysostoprosessin** ansiosta yhtiöllä on erinomaiset edellytykset jatkaa ripeää ja taloudellisten tavoitteiden mukaista >20 %:n kasvua. Yhtiö myös keskittyy yritysostoissa kannattavuutensa todistaneisiin ja vakiintuneisiin usean vuoden historian omaaviin yrityksiin, minkä ansiosta yritysostostrategia ei arviomme mukaan vaaranna kannattavuustavoitetta. Yritysostoilla on myös hyvät arvonluontiedellytykset, mikäli yhtiö onnistuu jatkamaan listaamattomien pienempien kohteiden ostoa maltillisilla arvostuskertoimilla.

Pienen **kokoluokan** myötä Solwers yhtiöillä on vakiintuneet asiakassuhteet paikallisesti ja hyvä markkinan tuntemus. Solwers-yhtiöt toteutti vuonna 2020 yli 2100 toimeksiantoa, minkä ansiosta sen toimeksiannot muodostuvat pienistä kokonaisuuksista. Näkemyksemme mukaan suuren ja hajautuneeseen **toimeksiantojen määrään** liittyvä riskitaso on keskittynyttä kantaa maltillisempi.

Riskit

Näkemyksemme mukaan Solwersin suurimmat heikkoudet ja riskit ovat:

Kohdemarkkinan syklisyys ja kysynnän vaihtelu ovat kasvustrategian toteuttamiselle ja tulokasvulle riski. Keskeinen yhtiön kysynnän ajuri on rakentaminen, joka on syklistä. Tämän vaikutusta kuitenkin tasapainottaa korjaus- ja infrarakentaminen, jotka ovat vähemmän alttiita taloussuhdanteille ja kysynnän vaihtelulle.

Kustannusrakenne muodostuu merkittävältä osin

lyhyellä aikavälillä joustamattomista kiinteistä henkilöstökustannuksista. Hyvän kannattavuuden ylläpitämiseksi yhtiön tulee onnistua sopeuttamaan henkilöstökustannuksia mahdollisen kysynnän vaihtelun mukaan, jotta hyvän kannattavuuden kannalta kriittinen laskutusaste säilyy korkealla tasolla. Etenkin kotimaassa joustoa kustannusrakenteeseen tuo lomautusmahdollisuus.

Yritysostojen epäonnistuminen on keskeinen riski, sillä yhtiön kasvustrategian kulmakivenä on epäorgaaninen kasvu. Lukuisten yrityskauppojen jälkeen yhtiöllä on testattu ja todistettu yrityskauppaprosessi, mutta jokainen yrityskauppa on erillinen hanke, joka voi epäonnistua. Solwers ostaa pääasiassa melko pieniä toimijoita, joita ei integroida täysimääräisesti osaksi konsernia. Näin ollen yritysostostrategiassa on mielestämme tavanomaista suuremmat **avainhenkilöriskit**, mitä yhtiö kuitenkin pyrkii pienentämään osakeomistuksilla.

Konserni- ja organisaatorakenteesta johtuen Solwers on riippuvainen sekä omistettujen yhtiöiden avainhenkilöistä että tämän lisäksi myös konsernin avainhenkilöistä eli johdosta. Tehokkaan yritysostostrategian ja kevyen hallintorakenteen vastapainona on mielestämme myös riski siitä, että hajautuneen konsernin kasvaessa kokonaisuutta on vaikeampi hallita, kun yhtiö ei integroi hankittavia kohteita.

Sijoitusprofiili

1.

Voimakas kasvuhakuisuus ja tehokas yritysostoprosessi

2.

Suhdanteita tasaava liiketoimintaportfolio ja hyvä kannattavuus

3.

Listautuminen, matala investointitarve ja kassavirta tukevat epäorgaanisen kasvun edellytyksiä

4.

Epäorgaaniseen kasvuun ja henkilöstösidonnaisuuteen liittyvät riskit

5.

Laskutusasteen hallinta avainasemassa

Potentiaali



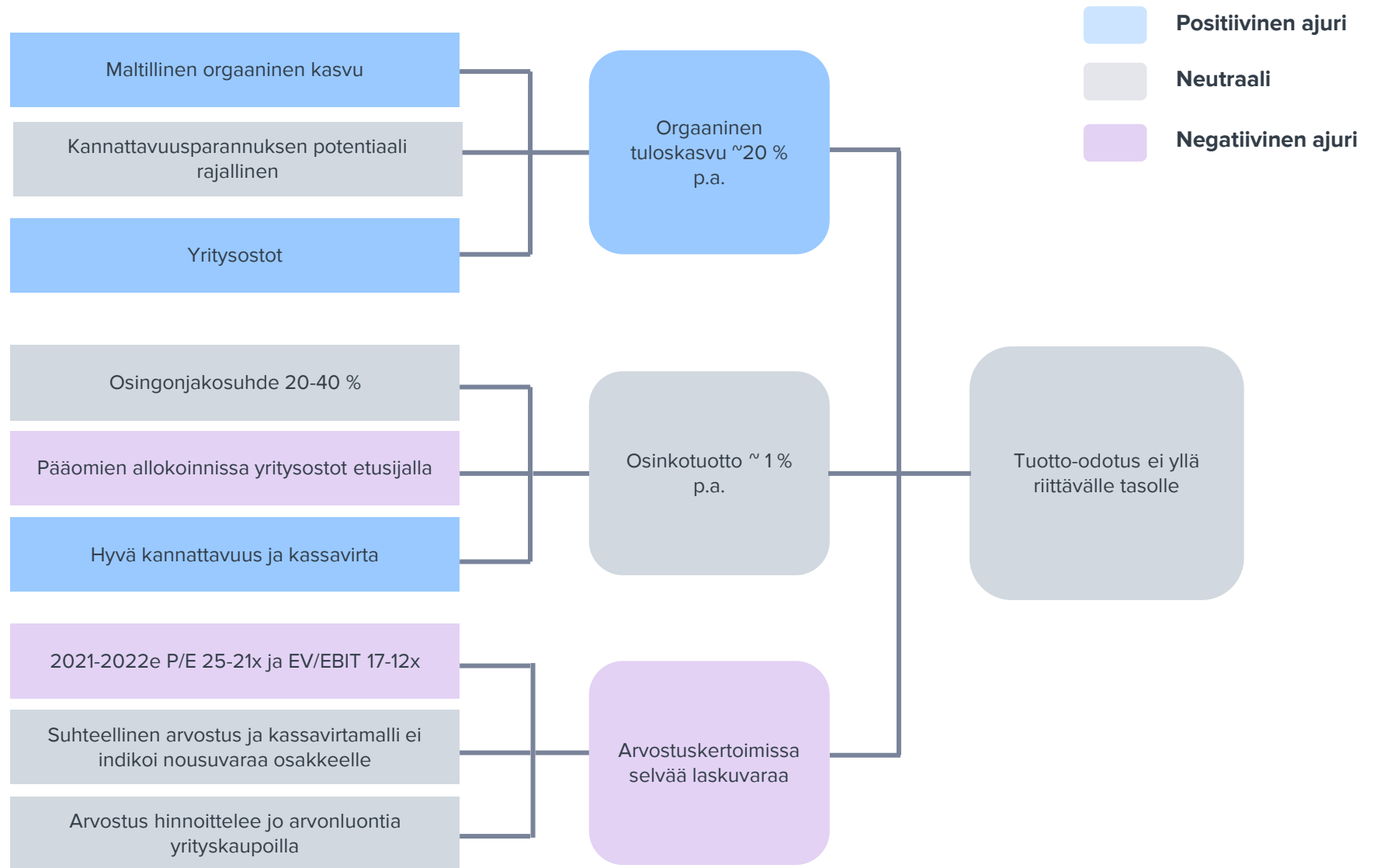
- Maltillista orgaanista ja kannattavaa kasvua ydinliiketoiminnassa
- Tehokas ja vakiintunut yritysostoprosessi vauhdittaa liiketoiminnan kasvua
- Matala investointitarve ja hyvä kassavirta mahdollistaa pääoman allokoinnin kasvuun
- Vakiintuneet asiakassuhteet ja suuri pienten toimeksiantojen määrä

Riskit



- Tavanomaiset yritysostoihin liittyvät riskit
- Riippuvuus henkilöstön saatavuudesta ja sitouttamisesta osaajapulasta kärsivällä alalla
- Arviomme mukaan laskutusasteen muutokset heijastuvat kannattavuuteen suhteellisen voimakkaasti

Tuotto-odotuksen ajurit 2021-2023e



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Sitowise	8,56	302								23,8	18,8	1,5	1,9	2,6
Sweco AB	150,10	5372	5716	27,7	24,6	20,6	18,6	2,7	2,5	33,2	29,5	1,5	1,8	6,4
AF Poyry	278,20	2990	2802	17,1	14,5	11,4	10,1	1,4	1,4	23,6	20,0	2,2	2,5	2,9
Rejlers AB	140,00	248	268	19,4	15,5	8,8	7,8	1,0	1,0	23,0	20,2	1,8	2,1	2,1
WSP Global Inc	135,89	10785	11476	23,8	20,8	13,3	12,0	2,2	2,0	29,3	25,8	1,1	1,1	
Etteplan Oyj	17,00	426	471	17,7	16,1	10,5	9,6	1,6	1,5	20,8	19,0	2,4	2,6	4,3
Arcadis NV	35,36	3232	3570	15,8	14,5	9,7	9,2	1,1	1,0	19,3	17,5	2,0	2,2	3,2
Solwers (Inderes)	8,35	71	65	16,5	13,4	11,1	9,4	1,5	1,3	25,3	23,7	1,0	1,1	2,2
Keskiarvo				20,2	17,7	12,4	11,2	1,7	1,6	24,7	21,5	1,8	2,0	3,6
Mediaani				18,5	15,8	11,0	9,9	1,5	1,4	23,6	20,0	1,8	2,1	3,0
Erotus-% vrt. mediaani				-11 %	-15 %	1 %	-5 %	-3 %	-11 %	7 %	18 %	-47 %	-49 %	-27 %

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	TERM
Liikevoitto	3,5	3,9	4,4	4,7	5,0	5,4	5,8	5,9	5,9	6,1	6,2	
+ Kokonaispoistot	1,4	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	
- Maksetut verot	0,0	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	4,5	5,0	5,3	5,4	5,7	6,0	6,3	6,5	6,4	6,5	6,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-8,7	-3,6	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,1	1,4	3,3	3,4	3,7	4,0	4,3	4,5	4,4	4,5	4,7	
+/- Muut	0,0	9,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,1	11,2	3,3	3,4	3,7	4,0	4,3	4,5	4,4	4,5	4,7	93,0
Diskontattu vapaa kassavirta		10,7	3,0	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8	2,5	2,4	2,3	46,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		81,4	70,6	67,6	64,8	61,9	59,1	56,2	53,4	50,9	48,5	46,2
Velaton arvo DCF		81,4										
- Korolliset velat		-16,7										
+ Rahavarat		6,1										
-Vähemmistöosuus		-1,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		70										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,2										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,5 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,35 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

2021e-2025e

27%

2026e-2030e

16%

TERM

57%

■ 2021e-2025e ■ 2026e-2030e ■ TERM

Taserakenne

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	16,7	23,9	25,6	25,7	25,8
Liikearvo	11,1	16,6	18,2	18,2	18,2
Aineettomat hyödykkeet	1,9	2,4	2,2	2,1	2,1
Käyttöomaisuus	1,5	2,8	3,1	3,3	3,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	11,2	16,1	31,8	34,8	35,8
Vaihto-omaisuus	0,6	0,3	0,4	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	6,0	9,4	10,7	11,2	11,5
Likvidit varat	4,3	6,1	20,4	23,2	23,9
Taseen loppusumma	27,9	40,0	57,4	60,5	61,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	5,9	12,7	32,7	38,5	41,0
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	1,7	3,3	5,0	7,3	9,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,5	6,2	26	30	30
Vähemmistöosuus	1,7	2,3	0,5	0,5	0,5
Pitkäaikaiset velat	7,4	14,1	13,9	11,1	9,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	7,4	13,0	12,9	10,0	8,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Lyhytaikaiset velat	14,6	13,2	10,8	11,0	11,1
Lainat rahoituslaitoksilta	7,8	3,7	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,5	1,3	2,6	2,8	2,9
Muut lyhytaikaiset velat	5,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Taseen loppusumma	27,9	40,0	57,4	60,5	61,6

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	25,3	25,8	32,6	43,8	46,2	EPS (raportoitu)			7,98	0,26	0,35
Käyttökate	2,5	2,4	5,0	5,8	6,3	EPS (oikaistu)			7,98	0,33	0,35
Liikevoitto	2,2	1,5	3,5	3,9	4,4	Operat. kassavirta / osake			20,51	0,58	0,63
Voitto ennen veroja	2,5	1,3	3,4	3,0	4,0	Vapaa kassavirta / osake			-14,31	1,32	0,39
Nettovoitto	2,0	0,6	1,7	2,2	3,0	Omapääoma / osake			48,05	3,78	4,47
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	2,06	0,08	0,09
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	21,3	27,9	40,0	57,4	60,5	Liikevaihdon kasvu-%		2 %	27 %	34 %	6 %
Oma pääoma	3,9	5,9	12,7	32,7	38,5	Käyttökateen kasvu-%		-4 %	103 %	17 %	8 %
Liikearvo	9,4	11,1	16,6	18,2	18,2	Liikevoiton oik. kasvu-%		-32 %	139 %	11 %	12 %
Nettovelat	6,9	10,9	10,6	-7,5	-13,2	EPS oik. kasvu-%				-96 %	7 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	10,0 %	9,5 %	15,2 %	13,3 %	13,6 %
Käyttökate	2,5	2,4	5,0	5,8	6,3	Oik. Liikevoitto-%	8,6 %	5,7 %	10,8 %	8,9 %	9,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	Liikevoitto-%	8,6 %	5,7 %	10,8 %	8,9 %	9,5 %
Operatiivinen kassavirta	2,3	1,9	4,5	5,0	5,3	ROE-%	180,7 %	18,5 %	23,7 %	10,4 %	8,6 %
Investoinnit	-11,9	-6,1	-8,7	-3,6	-2,0	ROI-%	29,1 %	8,2 %	14,0 %	10,4 %	9,3 %
Vapaa kassavirta	-8,6	-5,3	-3,1	11,2	3,3	Omavaraisuusaste	18,1 %	21,0 %	31,8 %	56,9 %	63,6 %
						Nettovelkaantumisaste	178,2 %	186,1 %	83,4 %	-23,1 %	-34,4 %
						Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
						EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	1,5	1,3
						EV/EBITDA (oik.)	2,7	4,4	2,1	11,1	9,4
						EV/EBIT (oik.)	3,1	7,4	3,0	16,5	13,4
						P/E (oik.)			0,0	25,3	23,7
						P/B	0,0	0,0	0,0	2,2	1,9
						Osinkotuotto-%				1,0 %	1,1 %

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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.6.2021	Vähennä	8,20 €	8,35 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa 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.**