

SITOWISE

24.01.2025 06.00 EET



Olli Koponen
+358 44 274 9560
olli.koponen@inderes.fi



Lucas Mattsson
+46 731589485
lucas.mattsson@inderes.com

INDERESIN YHTIÖASIAKAS LAAJA RAPORTTI



Todisteita käänteestä odotetaan

Toistamme Sitowisen vähennä-suosituksen ja tarkistaen tavoitehintamme 2,70 euroon (aik. 2,50 €) laajan raportin päivityksen yhteydessä. Rakennusten ja infrastruktuurin tekniseen konsultointiin sekä digitalisointiin keskittyvä Sitowise on kärsinyt merkittävästi rakennusmarkkinan heikkoudesta viime vuosina. Alan paras kannattavuus on sulanut vähäisen työmäärän, kulujen kasvun sekä kansainvälisen kasvun haasteiden mukana. Markkinan piristytessä tulospivu toimii myös ylöspäin, mutta riskinä on kannattavuushaasteiden jatkuminen odotuksia pidempään. Arvostus on lähivuosille haastava eikä mielestämme ota riskejä tarpeeksi huomioon.

Rakennetun ympäristön asiantuntijatalo

Sitowise on suomalainen rakennetun ympäristön tekniseen konsultointiin ja suunnitteluun sekä sen digitaalisiin ratkaisuihin keskittynyt asiantuntijayhtiö. Vuonna 2023 Sitowisen liiketoiminnasta noin 86 % syntyi talo- ja inframarkkinan teknisestä konsultoinnista ja noin 14 % alan digitaalisista ratkaisuista. Vuoden 2017 lopussa syntynyt Sitowise on vuoteen 2023 asti kasvanut noin 11 %:n vuosivauhtia (18-23). Samana aikana kannattavuus on ollut noin 10,8 % (oik. EBITA-%), mikä on ollut alan parhaimmistoa. Viime vuosina kannattavuus on kuitenkin heikentynyt talorakennusmarkkinan kysynnän laskun heikentäessä yhtiön laskutusasteita, Ruotsiin laajentumisen tuomien kasvuhaasteiden, laaja-alaisesti heikomman markkinan ja kasvaneiden kulujen (palkka- ja IT-kuluinflaatio) vuoksi.

Sitowise pyrkii nostamaan kannattavuutensa takaisin 12 %:n paremmalle puolelle, mutta se vaatii mielestämme erittäin hyvin vetävää markkinaa ja sisäisten haasteiden taklaamista. Markkina ei todennäköisesti lähivuosina palaudu vuosien 20-21 tasolle etenäkään asuntomarkkinassa, mistä Sitowise on ollut yllättävänkin riippuvainen. Yhtiön tavoittelemaa yli 10 %:n vuosittaista kasvua (ml. yritysostot) vaikeuttaa nyt markkinan haastavuus, mutta myös taloudellisen tilanteen heikkous. Yhtiön

nettovelka/oik. EBITDA on 5x-tasolla tällä hetkellä (Q3'24) eikä epäorgaaniseen kasvuun ole varaa. Tuloksen piristymisen ja kassavirran oikeneminen seuraavina vuosina onkin tärkeää myös yhtiön taloudellisen tilanteen parantumiselle ja vuonna 2026 erääntyvän rahoituksen neuvotteluille.

Tulosvipua on markkinan jälleen vetäessä

Lähivuosien aikana odotamme selkeää markkinan piristymistä. Vuoden 2025 alkuvuosi on vielä arviomme mukaan haasteellinen, mutta ennusteissamme H2 näyttää hiljalleen piristymisen merkkejä. Odotamme Sitowisen lähivuosien kasvun piristyvän vahvemmin kuitenkin vasta vuodesta 2026 alkaen (+9 %) ja kasvun jatkuvan myös vuonna 2027 (+7 %). Volyymin ja laskutusasteiden nousun myötä kannattavuus nousee vivulla lähemmäs 9 %:n tasoja (EBITA-%) viime vuoden noin 6 %:sta (24e). Tämä on myös lähempänä Sitowisen normalisoitua tasoa (9-10 %). Hyvästä EBITA-kasvusta huolimatta ison osan nettotuloksesta lähivuosina vievät suuret rahoituskulut. Ennusteidemme suurimmat riskit liittyvät markkinan käänteen viivästykseen, Sitowisen sisäisten haasteiden jatkumiseen ja inflaatiopaineiden nousuun.

Arvostus lähivuosina haastava, mutta potentiaaliakin on

Odottamaamme tuloskäänteeseen nähden lähivuosien arvostus (25-26e ka.: EV/EBITDA: 8x, P/E: 17x) ei ole houkuttelevalla tasolla. Lähivuosien ennusteisiin ja hyväksymäämme arvostustasoon (EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x) nojaten osakkeessa olisi laskuvaraa. Vuonna 2026 tulos on lähempänä normalisoitua tasoa, minkä vuoksi painotamme sitä kuluvan vuoden arvostusta enemmän. Osinkotuotto ei lyhyellä aikavälillä tue tuotto-odotusta, sillä vuodelta 2024 emme odota osinkoja. DCF-laskelman arvo on osakekurssia korkeammalla (3,4 euroa) kertoen pidemmän aikavälin potentiaalista, mutta lyhyellä aikavälillä markkinan, yhtiön suorituskyvyn ja taloudellisen tilanteen riskit rajaavat mielestämme nousuvaraa.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

2,70 EUR

(aik. 2,50 EUR)

Osakekurssi:

2,85

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	210,9	193,7	196,5	213,4
kasvu-%	3 %	-8 %	1 %	9 %
EBITA oik.	17,0	11,8	14,0	18,9
EBITA-% oik.	8,1 %	6,1 %	7,1 %	8,9 %
Nettotulos	5,6	-0,5	3,9	9,0
EPS (oik.)	0,21	0,04	0,12	0,25
P/E (oik.)	15,2	76,4	23,3	11,3
P/B	0,9	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,5 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	14,5	28,0	17,3	10,7
EV/EBITDA	8,2	10,7	8,7	6,6
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,9	0,8

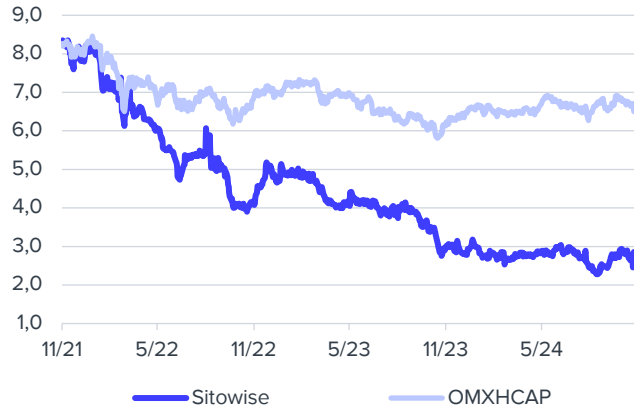
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

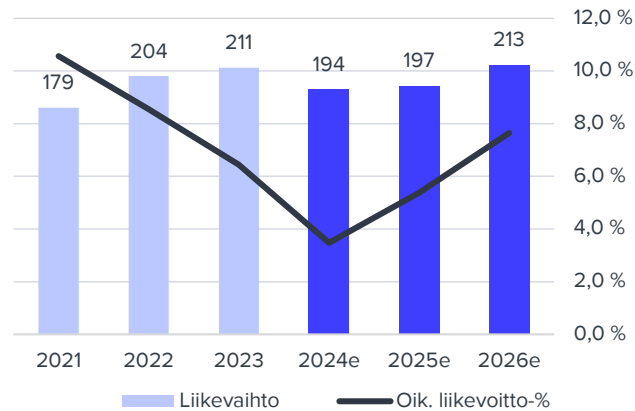
Liikevaihdon odotetaan laskevan vuonna 2024 (2023: 211 MEUR). Vuoden 2024 oikaistun EBITA-marginaalin (%) odotetaan olevan alempi kuin vuonna 2023 (2023: 8,1 %).

Osakekurssi



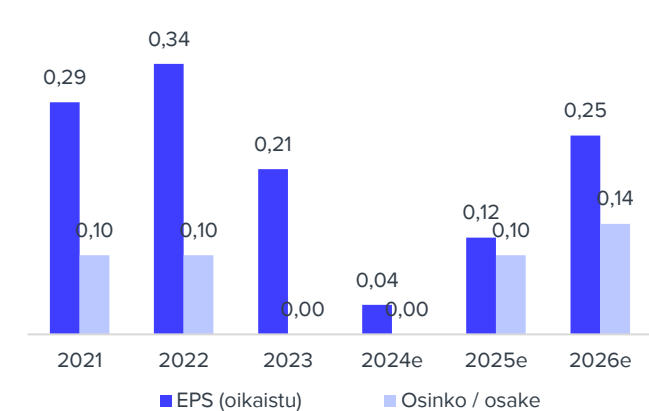
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Markkinaa vahvempi kasvu piristyvässä markkinassa
- Nousu takaisin vahvalle kannattavuustasolle
- Vahva kassavirta ja vähäinen investointitarve
- Tehokas ja hajautunut liiketoimintamalli sekä digitalisaatio-osaaminen luovat kilpailuetua
- Konsultoinnin ja suunnittelun osuuden kasvu rakentamisen arvoketjussa megatrendien siivittämänä
- Kestävän kehityksen regulaation luomat mahdollisuudet

Riskitekijät

- Alla olevan rakentamisen markkinan suhdanneherkkyys
- Hyvän kannattavuustason ylläpito kestävästi
- Markkinan selkeä ja pitkäkestoinen heikentyminen hyvien vuosien jälkeen
- Pohjoismaihin laajentumisen ja uuden markkinan tuomat haasteet
- Yrityssostojen epäonnistuminen
- Velkavipu ja kasvun rahoitus

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,85	2,85	2,85
Osakemäärä, milj. kpl	35,8	35,8	35,8
Markkina-arvo	102	102	102
Yritysarvo (EV)	189	183	175
P/E (oik.)	76,4	23,3	11,3
P/B	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,7	8,7	6,6
EV/EBIT (oik.)	28,0	17,3	10,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	92,3 %	55,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,5 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Strategia	15-17
Markkinat ja kilpailu	18-19
Taloudellinen tilanne	20-22
Ennusteet	23-27
Arvonmääritys	28-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38-

Sitowise lyhyesti

Sitowise on pohjoismainen rakennetun ympäristön ja metsäalan asiantuntija- ja digitalo.

2017

Sitowise-konserni muodostuu

2021

Listautuminen

197 MEUR

Liikevaihto Q3'24 LTM

+11 % CAGR

Liikevaihdon kasvu 2018-2023

10,7 MEUR (5,5 % lv:sta)

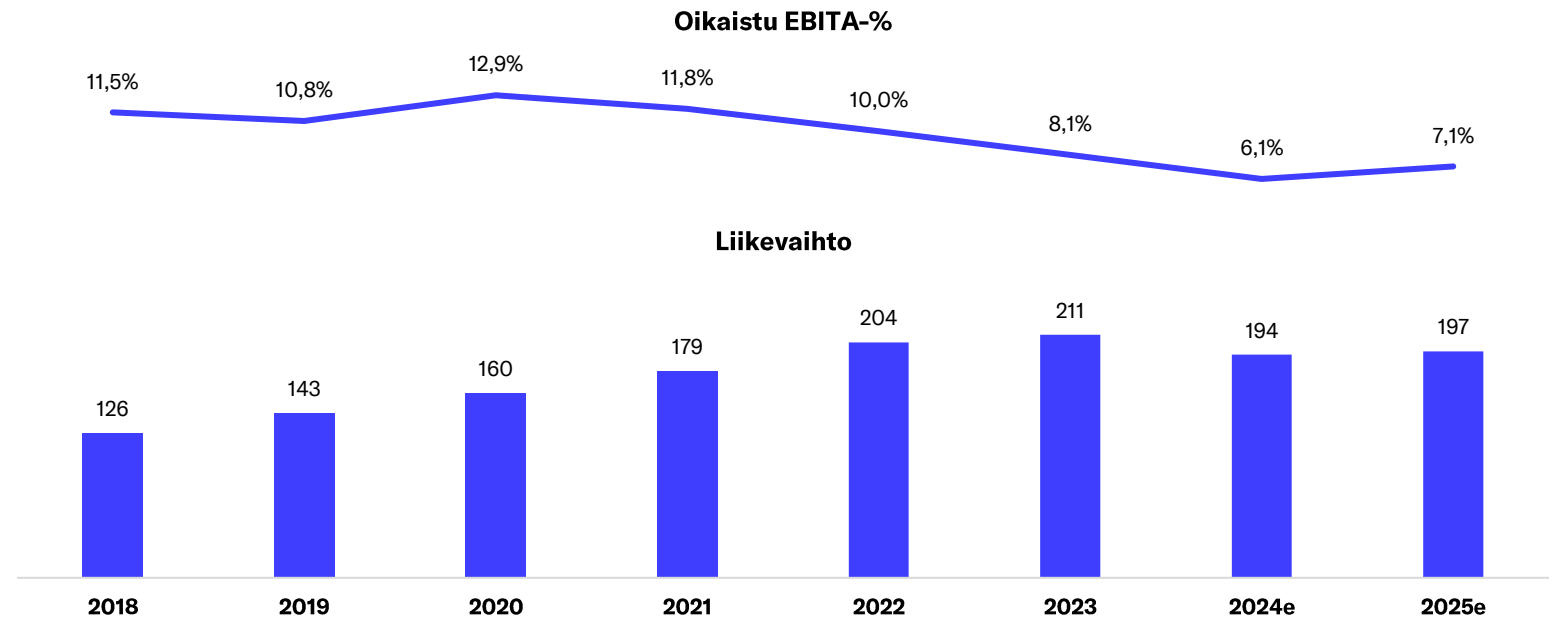
EBITA Q3'24 LTM

10,8 %

Oik. EBITA-% keskiarvo 2018-2023

- Vuoden 2017 lopussa Sitowise muodostettiin
- Yhtiön juurilla historiaa ja kokemusta alalta 70-luvulta asti
- Vuosien 2018-2020 aikana yhtiö kasvoi vauhdilla ja laajentui vuonna 2019 Ruotsiin
- Markkinatilanne tukenut nousua, mutta isoin osa kasvusta tullut yritysostoista
- Vuonna 2020 koronakriisi iskee, mutta liiketoiminta etenee suunnitellusti ja yhtiö hyötyy kulusäästöistä
- Listautuminen vuonna 2021

- Kasvu jatkui vahvana vuosina 2021-2023, mutta kannattavuus heikentyi merkittävästi korkeilta tasoiltaan
- Markkinan selkeä heikentyminen vuosina 2022-2024
- Ruotsin liiketoiminnassa haasteita
- Kustannukset nousussa
- Vuonna 2024 kannattavuus edelleen laskusuunnassa odottaen markkinan elpymistä
- Lähivuosina odotuksissa käänne markkinassa ja Sitowisen suorituksessa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Älykkäiden kaupunkien mahdollistaja

Sitowise on suomalainen rakennetun ympäristön ja metsäalan suunnittelu- ja konsulttipalveluita tarjoava asiantuntijaorganisaatio. Sitowise on luonut rakennettua ympäristöä jo yli 40 vuoden ajan tuoden vahvan kokemuspohjan liiketoimintaan. Vuonna 2023 Sitowisen liikevaihto oli 211 MEUR ja yhtiössä työskenteli keskimäärin 2 211 henkilöä.

Yhtiön strategia nivoutuu kaupunkien ja rakennetun ympäristön kehittämiseen. Esimerkkinä viime vuosien yksittäisiä suurimpia projekteja Sitowisella ovat olleet mm. Uusi Lastensairaala, Raide-Jokeri ja Helsingin Kalasataman keskuksen infrasuunnittelu. Tarjoama kattaa laaja-alaisesti hankkeiden erilaisia suunnittelu- ja konsultointipalveluita.

Talo- ja infrasuunnittelun asiantuntija

Sitowisen pääasiallinen liiketoiminta muodostuu talo- ja infrarakentamiseen liittyvien suunnittelu- ja asiantuntijapalveluiden tarjoamisesta asiakkaille koko rakentamisen elinkaaren ajan. Tämä osa-alue kattaa yhtiön liiketoiminnasta laskelmiemme mukaan noin 86 % (Q3'24 LTM). Loput noin 14 % yhtiön liiketoiminnasta tulee Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminnasta, missä keskitytään rakennetun ympäristön, metsäalan ja liikkumisen digitaalisten ratkaisujen tarjoamiseen asiakkaille.

Sijoittajien kannalta ajateltuna talonrakentamisen liiketoiminnan voi sanoa olevan syklinen ja liikkuvan rakentamisen suhdanteiden mukaisesti. Infrarakentamisen ja korjausrakentamisen iso paino (arviolta 50 % liikevaihdosta) Sitowisella tuo kuitenkin vakautta uudisrakentamiseen nähden. Rakennetun ympäristön

digitalisaatoratkaisut taas tarjoavat yhtiölle mielenkiintoisen kasvualustan, jossa hyödyntää vankkaa ja laajaa asiakaspohjaa perusliiketoiminnasta.

Merkittävä osa yhtiön liiketoiminnasta keskittyy Pohjoismaihin ja näistä etenkin Suomeen. Lähes 80 % liikevaihdosta tulee tällä hetkellä (Q3'24 LTM) Suomesta ja noin 20 % tulee Ruotsista. Sitowise on laajentunut Ruotsiin useamman yritysoston kautta ja osuus on kasvanut selvästi aikaisemmista vuosista (vuonna 2020 osuus oli vain noin 10 %).

Vahvasti kasvanut liiketoiminta on vaatinut veronsa

Sitowise on perustamisestaan lähtien kasvanut noin 11 % vuosittain (2018-2023 CAGR-%). Kasvu on tapahtunut sekä orgaanisesti että myös epäorgaanisesti yritysostojen kautta. Jatkossa yhtiö tavoittelee yli 10 %:n vuotuista kasvua (ml. yritysostot). Vuonna 2023 liikevaihdon (211 MEUR) kasvu oli hiipunut kolmeen prosenttiin vuoden takaisesta ja heikon talomarkkinan vuoksi vuoden 2024 aikana liikevaihto on laskenut (-9 % Q1-Q3). Heikosta markkinasta, inflaatiosta sekä kasvun haasteista (esim. Ruotsi) kärsinyt kannattavuus on laskenut vuodesta 2020 asti.

Vuoden 2020 huippukannattavuudesta (EBITA-%: 12,9 %) marginaali on laskenut vuoden 2024 Q3:n loppuun mennessä 5,5 %:iin (Q3'24 LTM). Sitowise tavoittelee strategiassaan vähintään 12 %:n marginaalia, mutta nykyisten näyttöjen valossa tavoite vaikuttaa epätodennäköiseltä. Sitowisen onkin seuraavien vuosien aikana jälleen todistettava kykynsä tehdä alan parhaimpia kannattavuuksia. Tämä vaatii kuitenkin talouden sekä rakentamisen markkinan selvää piristymistä nykytasoilta sekä myös Sitowisen omien haasteiden taklaamista.

SITOWISE

Liikevaihdon jakauma*



Talo- ja infrasuunnittelu

86 %



Digitaaliset ratkaisut

14 %

Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti



79 %



21 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoiminta-alueet

Sitowisellä on yksi raportoitava segmentti, mutta yhtiön liiketoiminnat voidaan jakaa eri alueisiin. Yhtiö raportoi näistä liiketoiminta-alueista liikevaihdon.

Talo-liiketoiminta

Talo-liiketoiminnan tarjoamat palvelut kattavat laajamittaisesti koko rakentamisen elinkaaren. Tämä tarkoittaa, että Sitowise voi olla hankkeissa mukana alkuvaiheen suunnittelussa ja kartoituksessa, kaavoituksen asiantuntija- ja suunnittelutehtävissä, projektin rakenne- ja rakennussuunnittelussa sekä projektin aikaisissa asiantuntijatehtävissä että myös valmistumisen jälkeisissä asiantuntijatehtävissä.

Talo-liiketoiminnan suurimmat palvelualueet ovat Sitowisen mukaan rakennetekniikka, talotekniikka ja korjausrakentamisen palvelut, joiden lisäksi liiketoiminnassa on lukuisia erityisosaamisalueita. Uudisrakentamisesta on historiassa tullut arviomme mukaan noin puolet Talo-liiketoiminnan liikevaihdosta, ja tästä puolet on arviomme mukaan ollut uudisasuntorakentamista. Toisen puolen muodostavan korjausrakentamisen osuuden voidaan nähdä vakauttavan Sitowisen Talo-liiketoimintaa, mutta alalla on yleisesti tällä hetkellä alhainen aktiviteetti ja lomautuksia alueella on jatkettu vuoden 2024 aikana. Etenkin asuntojen ja toimistojen uudisrakentaminen on tällä hetkellä heikolla tasolla eikä alkuvuoden aikana ole odotuksia merkittävästi piristyvistä kehityksestä. Sitowise panostaa kuitenkin aktiivisesti myyntityöhön ja pyrkii jatkossa keskittymään etenkin pitkäkestoisen kysynnän osa-alueisiin teollisuudessa, energiassa, yhteiskunnallisissa kiinteistöissä ja turvakriittisissä palveluissa.

Heikko talorakentamisen markkina on näkynyt hyvin

liiketoiminnan luvuissa. Talo-liiketoiminnan liikevaihto oli Q3'24 lopussa (LTM) 60 MEUR ja on laskenut vuodesta 2022 lähtien, kuten oikealla olevasta kuviosta voi huomata. Historiassa Talo on ollut suurin Sitowisen liiketoiminta-alueista, mutta nykyisellään osuus on laskenut 30 %:iin ja jäänyt Infra-liiketoimintaa pienemmäksi.

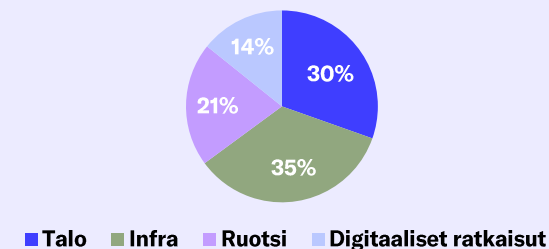
Infra-liiketoiminta

Tällä hetkellä suurin Sitowisen liiketoiminta-alueista on Suomessa toimiva infrarakentamisen suunnittelu- ja asiantuntijapalveluja tarjoava Infra-liiketoiminta. Liiketoiminta-alueen osuus konsernin liikevaihdosta oli Q3'24 lopussa 35 % tarjoten osuudellaan suojaa muun uudisrakentamisen suhdannevaihteluilta.

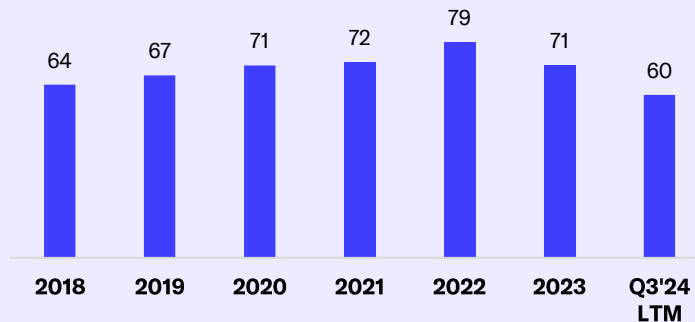
Infra-liiketoiminnan palvelut kattavat laajasti koko infrarakentamisen toimialan niin maanalaisista tiloista aina maanpäällisen kaupunkiympäristön suunnitteluun. Palveluita ovat mm. katujen, teiden ja rautateiden suunnittelu kaikkine liittyvine palveluineen kuten tunneleineen, siltoineen ja pohjanvahvistuksineen. Vihreään siirtymään liittyvät hankkeet (esim. ympäristöriskien hallinta, tuulivoiman suunnittelupalvelut, ympäristövaikutusten arvioinnit, ympäristöselvitykset jne.) ovat tukeneet vahvaa kasvua etenkin viime vuosien aikana.

Infran liikevaihto on kasvanut tasaisesti rakennusmarkkinan heikkoudesta huolimatta ja oli noin 68 MEUR:n tasolla Q3'24 lopussa (LTM). Sitowisen mukaan Infra-liiketoiminta on kasvanut markkinaa nopeammin viime vuosina mm. yritysostojen sekä kovan kasvun alueiden (esim. vihreän siirtymän palvelut) panostuksien avulla. Yleisesti markkina on ollut myös muuta uudisrakentamista parempi, vaikka Sitowisen mukaan perinteisessä infrasuunnittelussa kysyntä on heikentynyt ja kilpailu kiristynyt.

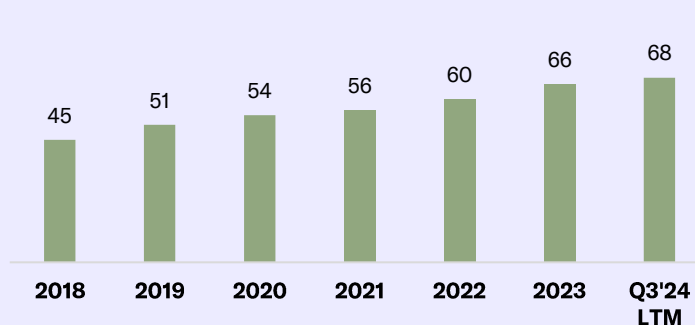
Liikevaihdon jakauma Q3'24 LTM



Talo-liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Infra-liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Ruotsin liiketoiminnot

Ruotsin liiketoiminnot ovat Sitowisella oma liiketoiminta-alue. Sitowise tarjoaa Ruotsissa rakennusten ja infran suunnittelu- ja konsultointipalveluja valikoiduilla segmenteillä. Liiketoiminta on kasvanut yrityskaupoilla viimeisen neljän vuoden aikana merkittävästi. Liikevaihto on kasvanut vuoden 2018 lähes nollatasoilta Q3'24 loppuun mennessä noin 41 MEUR:oon vastaten noin 21 % konsernin liikevaihdosta.

Vuonna 2024 kysyntä Ruotsin markkinoilla on ollut heikkoa ja työkanta riittämätön kantamaan kasvaneen organisaation kulutaakkaa. Tästä on koitunut Sitowiselle kustannuksia, minkä lisäksi Ruotsissa on ollut projektikustannusten ylityksiä (ts. haasteita). Sitowise on sopeuttanut toimintaansa Ruotsissa vuoden 2024 aikana, jotta se vastaisi paremmin nykyistä kysyntätilannetta, mutta liiketoiminta oli vielä Q3'24 aikana tappiollista Sitowisen mukaan.

Vastatakseen haasteisiin Sitowise on tehnyt muutoksia toimintamalliinsa Ruotsissa (aluekeskeinen → valtakunnallinen) ja keskittyy edelleen myyntikulttuurinsa kehittämiseen, ennakoiwaan myyntiin, hinnoitteluun ja täsmälliseen projektityöhön. Myynnin painopiste on kasvusektoreilla terveys ja tiede, puolustus ja asuntomarkkinat. Toimien ja markkinan piristymisen tulisi myös palauttaa liiketoiminta-alue kasvun tielle vuonna 2025.

Digitaaliset ratkaisut

Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminnassa Sitowise yhdistää rakentamisen osaamisensa IT-, ohjelmointi-, ja

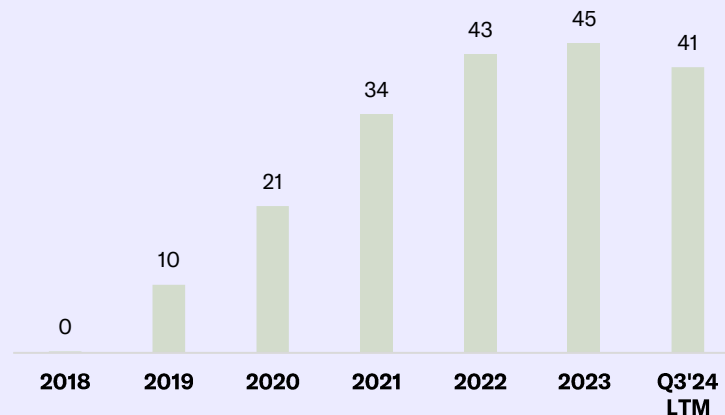
digiosaamiseen, mikä tekee Sitowisen tarjoamasta osaltaan yksilöllisen kilpailukentässä. Sitowise tarjoaa asiakkailleen räätälöityä ohjelmistokehitystä (noin 60 % Digin liikevaihdosta), SaaS- ja tuoteliiiketoiminnasta (30 % lv:sta) ja konsultoinnista (10 % lv:sta). Liiketoiminta-alueella on usein projektityyppisiä hankkeita, mutta myös hyvin paljon jatkuvaluonteista liiketoimintaa. Ohjelmistokehityksessä kehitys- ja ylläpitovaiheet kestävät vuosia projektin valmistumisen jälkeen ja tuoteliiiketoiminnassa on pyritty SaaS-mallin hyödyntämiseen. Sitowisen SaaS-tuoteportfolioon kuuluu seitsemän tuotetta: Louhi, Routa, Planect, Infracontrol Online, Smartlas, Foresta ja LeafPoint, joiden avulla Sitowise tarjoaa ratkaisuja muun muassa rakennetun ympäristön, liikenteen, metsän ja energian sekä teollisuuden aloille.

Digitaaliset ratkaisut toivat Q3'24 lopussa noin 14 % yhtiön liikevaihdosta ja liikevaihto oli noin 28 MEUR. Liikevaihto on kasvanut vahvasti viime vuosien aikana yritysostojen ja orgaanisen kasvun kautta. Liiketoiminta-alueen liikevaihto on noussut tärkeämmäksi osaksi konsernia digitalisaation megatrendin edetessä. Yhtiön perusliiketoiminnan laaja asiakaspohja luo arviomme mukaan myös liiketoiminnan tulevaisuuden kysynnälle hyvän pohjan vielä suhteellisen maltillisesti digitalisoidulla rakennusallalla.

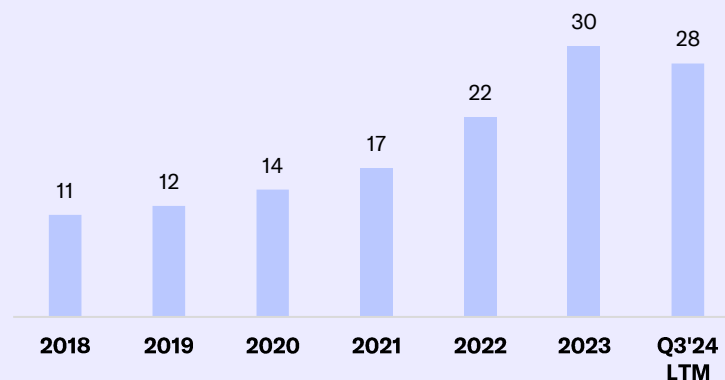
Pitkällä aikavälillä Sitowisen tavoitteena (2030 mennessä) on kaksinkertaistaa Suomessa ja Ruotsissa liiketoiminnan liikevaihto noin 70 MEUR:oon. Tähän tähdätään hakemalla merkittävää kasvua SaaS- ja tuoteliiiketoiminnassa, kansainvälistämällä tuoteliiiketoimintaa asteittain sekä hakemalla markkinoiden mukaista kasvua muilla alueilla. Tavoite on kunnianhimoinen, mutta historian kasvuun ja nykyiseen tarjoamaan nähden mahdollinen.



Ruotsin liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Digitaaliset ratkaisut liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Talo



- Talonrakentamisen suunnittelu- ja konsultointipalveluita
- Historiallisesti noin 50 % uudisrakentamista ja noin 50 % korjausrakentamista
- Tarjoama kattaa koko projektin elinkaaren aina hankekehityksestä kiinteistöjen käyttö- ja ylläpitovaiheeseen

Infra



- Infrarakentamisen suunnittelu- ja konsultointipalveluita
- Kaupunkien ja alueiden laaja-alainen kehitys
- Sisältää mm. tiet, verkostot, maanalaiset tilat, pohjatytöt, sillat, tunnelit, kaavoituksen, geotekniikan, tutkimukset
- Vihreän siirtymän hankkeet

Digitaaliset ratkaisut



- Digitaalisia palveluita rakennettuun ympäristöön ja metsäsektorille
- Yhdistää rakentamisen osaamisen IT-, ohjelmointi- ja teknologiaosaamiseen
- Palveluihin kuuluu mm. tietojärjestelmäkehitys, data-analysointi, digikonsultointi, tiedonhallinta, paikkatieto, palvelumuotoilu sekä omat tuotteet

Projektin elinkaari

Sitowisen mahdollinen rooli projektissa

Hankekehitys



Konsultointi investointivaiheessa

Suunnittelu



Projektin suunnittelu ja selvitystyöt

Projektien toteutus



Projektin johto, valvonta ja kokonaisuuden hallinta

Käyttövaihe



Ylläpito ja kestävä kiinteistökehitys

+ Digitaaliset ratkaisut jokaisessa vaiheessa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Liiketoimintamalli

Sitowisen liiketoiminta on henkilöstöriippuvaista asiantuntijatyötä. Vaikka yhtiö toimii rakentamisen alalla, Sitowise ei ole mukana itse rakentamisessa vaan tekee asiantuntija- ja konsulttiliiketoimintaa. Tätä peilaten projektiriskejä ei ole samalla tavalla kuin tavallisessa rakennusliiketoiminnassa. Lisäksi perinteiseen rakentamiseen verrattuna alan kannattavuus on yleisesti parempi, pääoman sitoutuminen vähäisempi, suhdannekestävyys parempi ja kassavirran generointi tasaisempaa. Liiketoimintamalli vastaa enemmän konsulttiyrityksiä kuin rakennusalan yrityksiä.

Laskutusasteen optimointia

Yksi tärkeimmistä asioista Sitowisen liiketoiminnassa on saada työntekijät tekemään mahdollisimman suuri osa työajastaan projekteja tai hankkeita asiakkaille. Näin resurssit olisivat mahdollisimman hyvin käytössä. Periaatteessa yhtiö liiketoiminnassaan pyrkii optimoimaan laskutusastettaan.

Laskutusasteen avulla nähdään, miten paljon työntekijät käyttävät työajastaan projektien laskutettavaan työhön. Toisella nimellä tätä voisi kutsua kapasiteetin tai resurssien käyttöasteeksi.

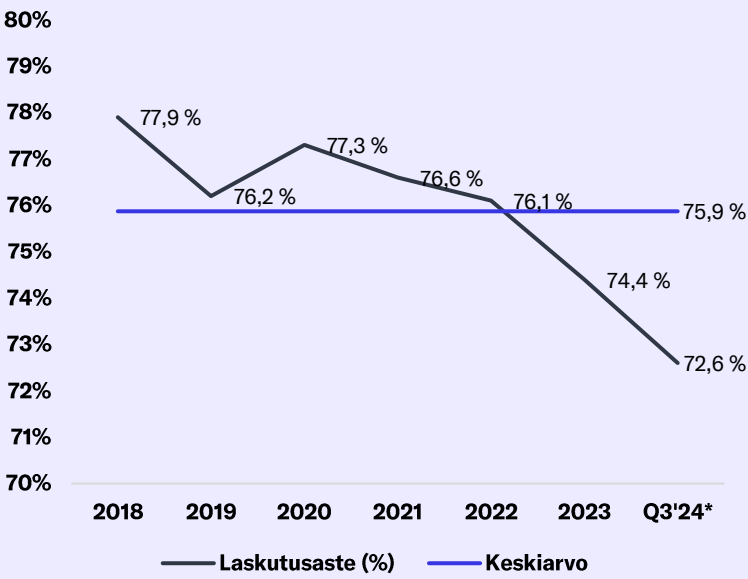
Laskutusasteen muutoksella on myös iso vaikutus yhtiön kannattavuuteen. Kun kulurakenne on suhteellisen kiinteä lyhyellä aikavälillä, valuu laskutusasteen muutos isolta osalta myös kannattavuuteen. Sitowisen kilpailijan, Swecon, teettämän oman herkkyyssanalyysin mukaan 1 %-yksikön nousu laskutusasteessa nostaisi operatiivista tulosta yli 10 %:lla. Sitowise ei ole antanut tarkkoja herkkyysslaskelmia

laskutusasteen osalta, mutta herkkyyys on samankaltaisen liiketoimintamallin vuoksi arviomme mukaan samassa mittakaavassa. Sitowise on antanut herkkyysslaskelmia kuitenkin työpäivien määrän, valuuttakurssimuutosten ja sairauspoissaolojen muutoksien vaikutuksesta tulostasoon, joilla on isoja vaikutuksia liikevaihtoon sekä tulokseen. Nämä ovat nähtävillä oikealla.

Arviomme mukaan hyvänä laskutusasteena voidaan alalla pitää yleisesti noin 70-80 % lukemia. Laskutusaste on Sitowisella historiallisesti ollut isoimpia kilpailijoitansa parempi ja alaan nähden hyvällä tasolla. Sitowise on näin ainakin yhdellä mittarilla ollut kilpailijoitaan tehokkaampi ja pystynyt myös tätä kautta tekemään kilpailijoihinsa nähden parempaa kannattavuutta. Sitowisella laskutusaste ja sitä myötä kannattavuus on kuitenkin viime vuosien aikana keskiarvoistunut ja suunta on edelleen huolestuttava.

Yksi liiketoimintaan vaikuttava tekijä on myös yhtiön resurssien keskimääräinen hinta, jonka nousulla tai laskulla on isoja vaikutuksia yhtiön liikevaihtoon ja tulokseen. Tässä näkemyksemme mukaan yhtiön kilpailuedut sekä erikoisosaaminen nousevat esiin. Helpoimmissa hankkeissa kilpailua on luultavasti enemmän ja ylihinnoittelulla voi usein jäädä projekteista ulkopuolelle. Vaativissa ja erikoisosaamisen hankkeissa yhtiöillä voi olla hinnoitteluvoimaa. Arviomme mukaan hinnoittelu on kilpailevilla yhtiöillä yleisesti lähellä toisiaan, mutta voi vaihdella projekti- tai erikoisosaamisen sekä maan mukaan.

Laskutusaste selvästi alle keskiarvon



Sitowisen herkkyysslaskelma	Muutos	Vaikutus (MEUR)	Alue
Työpäivien määrä	+/- 1 työpäivä	+/- 0,7-0,9	Liikevaihto + kannattavuus
Sairauspoissaolot	+/- 1 %-yksikköä	-/+ 2	Liikevaihto + kannattavuus
SEK/EUR -muutos	+/- 10 %	+/- 4	Liikevaihto

Lähde: Inderes, Sitowise
*tammi-syyskuu 2024

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Projektiluontoista liiketoimintaa pääosin laskutustyönä

Sitowisen liiketoiminta perustuu pääosin tuntiperusteiseen laskutustyöhön, missä kompensatio muodostuu projektiin tehdyn tuntimäärän mukaisesti. Tässä mallissa yhtiö ei siis itse investoi projektiin tai kanna projektiin liittyvää riskiä. Työn jatkuvuus on kuitenkin aina riippuvainen uusien projektien/hankkeiden onnistuneesta myynnistä. Vuoden 2023 CMD-materiaalin mukaan noin 60 % liikevaihdosta syntyi tuntipohjaisen mallin mukaisesti.

Noin kolmannes yhtiön liikevaihdosta syntyy joko kiinteähintaisen laskutuksen tai kustannuskaton sisältävän laskutustyön kautta. Kiinteähintaisessa hankkeessa yhtiö kantaa riskiä myös siitä, että sen oman työn kustannukset karkaavat hankkeesta saatavia tuloja suuremmiksi. Näitä riskejä on realisoitunut mm. Ruotsin liiketoiminnassa.

Puhtaasti jatkuvan (tai SaaS- ja tuoteliiketoiminnan) liikevaihdon osuus oli noin 6 % konsernin liikevaihdosta vuoden 2023 lopussa. Tavoite on kuitenkin nostaa tämä osuus 10 %:iin. Kumppanuussuhteet tai mahdolliset asiakkaiden kanssa tehdyt puitesopimukset sinänsä takaavat osittain liiketoimintaan jatkuvuutta, mutta puhtaasti jatkuvalaskutteista työtä on vielä vähän konsernin mittakaavassa. Digitaalisissa ratkaisuissa tähän on selkeitä kasvuaihioita tuotepuolella (25 % jatkuvaa liikevaihtoa Q3'24), mutta niiden osuus on vielä pientä kokonaisuudesta.

Jatkuvalaskutteisen liiketoiminnan tulisi olla vakaampaa kuin Sitowisen muun liiketoiminnan ja etenkin tuotepuolella kannattavuudessa on myös skaalautuvuuden elementtejä, mitä Sitowisella ei muuten ole. Näemmekin tavoitteet kasvattaa jatkuvalaskutteisen liiketoiminnan osuutta hyvinä Sitowisen suhdannekestävyyden ja tulokasvun näkökulmasta.

Suhdanteet vaikuttavat, mutta liiketoiminnassa myös vakauttavia elementtejä

Rakennusmarkkinoilla yhtiön painopisteenä ovat talonrakentamisen niin uudis- kuin korjauspuolikin sekä infrarakentaminen. Talonrakentamisen uudisrakentamisen puoli on suhdannevaihteluille alttiimpaa ja usein myös projektit ovat lyhyempiä infraan verrattuna.

Infrarakentaminen taas tasaa suhdannevaihteluiden vaikutuksia. Yleisesti voidaan sanoa, että infrarakentaminen pärjää kohtuullisen hyvin heikommassakin suhdanteessa. Heikossa talouden tilassa julkinen sektori elvyttää ja usein infrainvestoinnit ovat olleet varteenotettavia kohteita näille elvytysrahoille.

Sitowisen liiketoiminta itsessään ei arviomme mukaan ole läheskään niin herkkä suhdanteen muutoksille kuin itse rakentaminen, mikä näkyy myös Sitowisen liikevaihdon kehityksessä läpi nykyisen heikon suhdanteen. Projektit ja hankkeet ovat usein pitkäjänteisiä ja kestävät usein pidempään kuin itse rakentaminen.

Rakentamisen konsulttitoiminnalle on myös ominaista, että rakentamisen kiivaimman vaiheen hiipuessa uusia ruvetaan jo hyvissä ajoin suunnittelemaan seuraavaa nousukautta varten. Lisäksi käytön aikainen kiinteistökehitys sekä ylläpito ovat myös omiaan tasaamaan vaihteluita ja myös tuomaan palvelumaisuutta yhtiön liiketoimintaan.

Yhtiön asiakaskunta jakautuu myös laajalle ja koostuu isoilta osin vakaista lähteistä. Lähes puolet liikevaihdosta tulee julkiselta sektorilta ja näistä iso osa perustuu puitesopimuksiin. Myös taloyhtiöt ovat iso asiakasryhmä. Näiden lisäksi rakennusyhtiöt erottuvat omana asiakasryhmänä.

Sitowisen liiketoiminnan ominaispiirteitä

- Projektiluonteista liiketoimintaa
- Projektiriskit kuitenkin maltillisia
- Suurin osa työstä tunti- ja projektipohjaiseen laskutukseen perustuvaa
- Selkeästi jatkuvat liiketoiminnat vielä vähäisessä osassa, mutta tarkoitus nostaa näiden osuus 10 %:iin
- Infra- ja korjausrakentaminen vakauttavat liiketoimintaa suhdanteilta
- Useat projektit pitkäjänteisiä ja kestävät usein yli suhdanteiden
- Pienet ja keskisuuret projektit takaavat jatkuvuutta akuuteissa markkinatilanteen muutoksissa
- Hajautunut asiakaskunta
- Lähes puolet liikevaihdosta syntyy julkiselta sektorilta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Toimialan muutos kerää vauhtia

Toimialana rakentaminen ja siihen liittyvät palvelut muuttuvat hitaasti, mutta teknologia varsinkin talon ja kiinteistön sisällä on jatkuvassa muutoksessa, mikä lisää toimittajien tarvetta uudistaa tarjontaansa ja myös panostaa digitalisaatioon. Projekteista ja valmiista hankkeista kerätään yhä enemmän tietoa esimerkiksi kiinteistön olosuhteista, energiankulutuksesta, teiden kunnosta ja teiden käytöstä. Tämä lisää teknologia- sekä digitalisaatiovaatimuksia hankkeille ja hyödyttää näitä tarjoavia toimijoita. Näemme Sitowisen olevan hyvin asemoitunut digitalisaation ja teknologisen kehityksen kärjessä yhtiön Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminnallaan. Yhtiöllä on merkittäviä referenssejä, osaamista ja selkeää näyttöä digitalisaatiohankkeista, mikä on omiaan vahvistamaan yhtiön asemaa.

Kustannukset pääosin muuttuvia

Yhtiön liiketoiminta skaalautuu näkemyksemme mukaan suhteellisen heikosti, kun suurin osa kuluista (ennen käyttökattetta) on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön operatiivisista kuluista noin 85-90 % on muuttuvia ja loput kiinteitä kuluja. Yhtiön isoimmat kuluerät liittyvät odotetusti henkilöstökuluihin (2023: 74 %) ja loput muuttuvista tulee tuotettujen materiaalien ja palvelujen ostoista (2023: 11 %). Muut liiketoiminnan kulut (ICT, vuokrat, markkinointi) olivat vuonna 2023 noin 15 % kuluista ja näistä arviomme mukaan suurin osa on kiinteitä kuluja. Yhtiön liiketoiminta on näkemyksemme mukaan hyvin riippuvainen henkilöstömäärästä, ja liikevaihdon kasvattamiseksi täytyy myös henkilöstömäärää usein kasvattaa.

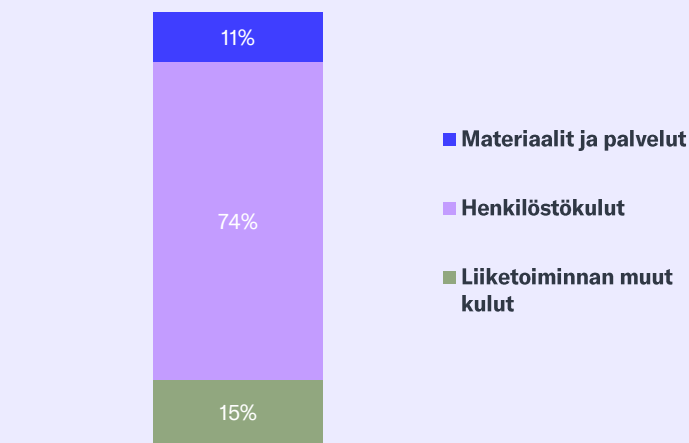
Pääomaintensiivisyys matala

Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä sen investointitarve ole kovinkaan suuri, sillä yhtiö ei tarvitse isoja laitteita tai kiinteistöjä liiketoiminnassaan. Viime vuosina yhtiön ylläpitoinvestoinnit (aineelliset ja aineettomat investoinnit) ovat olleet karkeasti 1-2 % liikevaihdosta, mikä on kohtuullisen alhainen taso. Kasvuinvestoinnit (esim. yritysostot) vievät kuitenkin pääomia.

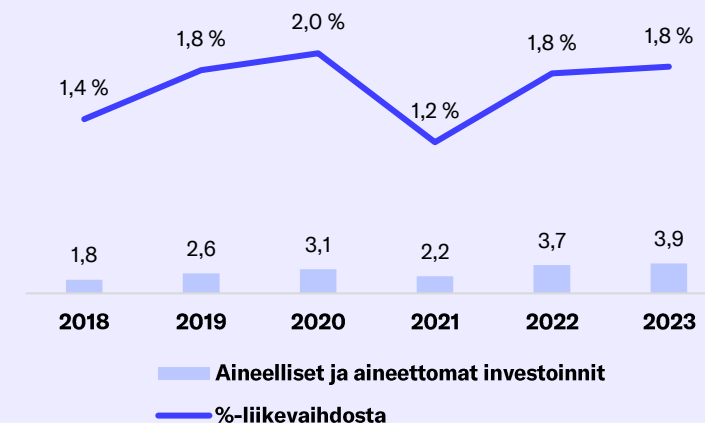
Liiketoimintamallin alhainen pääoman sitovuus ja matala investointitarve mahdollistavat vahvan kassavirran sekä hyvän pääoman tuottopotentialin. Sitowisen ROCE-% on tosin kasvaneen taseen (yritysostot) ja heikentyneen kannattavuuden yhdistelmänä laskenut jo heikolle tasolle (2023: 5,5 %). Kuuden vuoden keskiarvo on vielä 9 %:ssa, mutta sekään ei ole mielestämme Sitowisen liiketoimintaprofiili huomioiden kovinkaan hyvä. Mielestämme potentiaalin tulisi olla lähempänä 15 %:n tasoa Sitowisen liiketoimintamalli ja mm. kilpailijoiden suoritustaso (katso Markkinat ja kilpailu -osio) huomioiden.

Mielestämme alhainen pääomantuotto kertoo osaltaan myös Sitowisen yritysostojen onnistumisesta, sillä kasvaneella taseella ei ole pystytty ylläpitämään entisiä kannattavuustasoja. Yrityksistä on joko maksettu liikaa tai niiden kannattavuus on heikentynyt viime vuosina (tai molemmat). Mielestämme nykyinen konsernin suoritustaso myös aiheuttaa yritysostojen myötä kasvaneen liikearvon tasearvoon epävarmuuksia.

Kulurakenne 2023

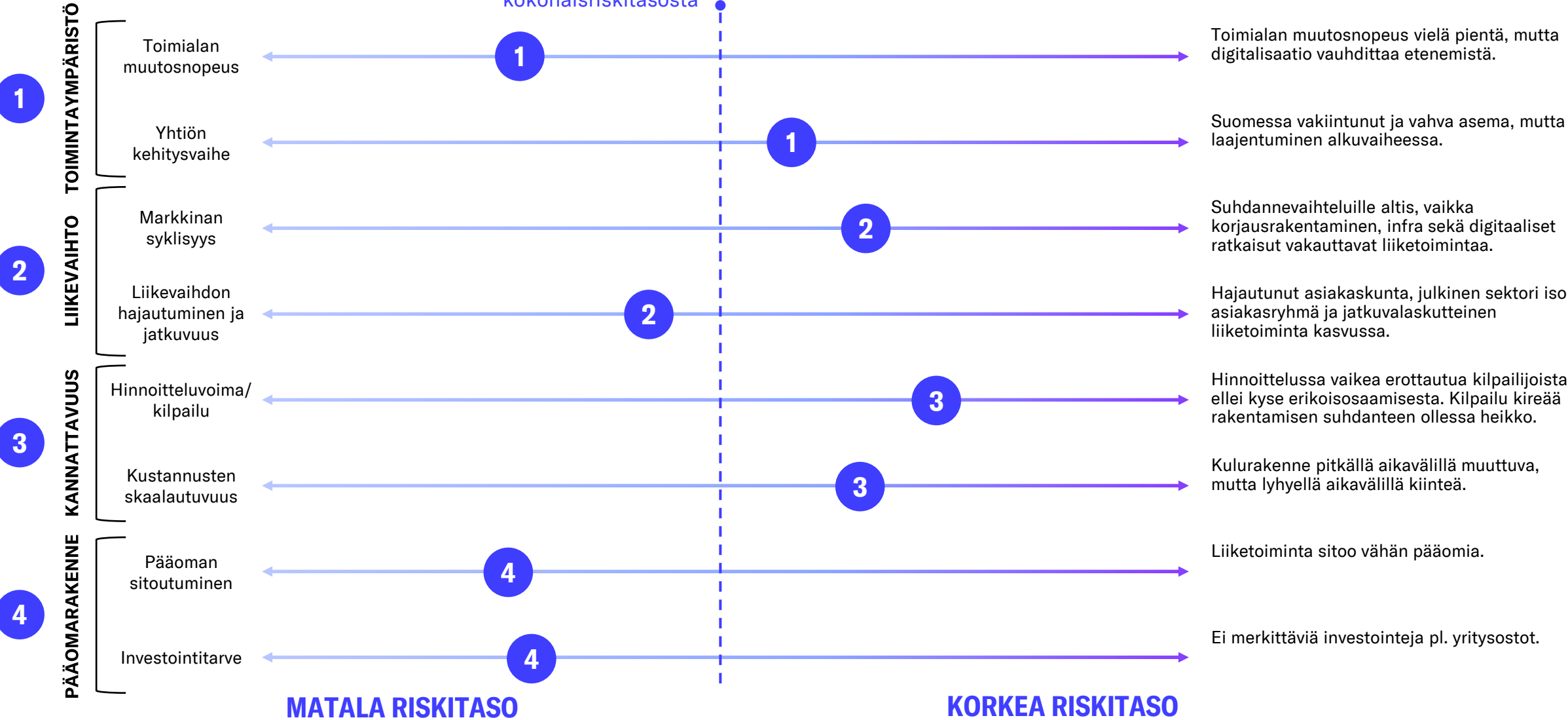


Investointitarve matala (MEUR)



Liiketoiminnan riskiprofiili

Arvio Sitowisen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili

1

Vahva asema rakennetun ympäristön arvoketjun korkean lisäarvon osa-alueilla

2

Markkinoita vahvempi kasvu ja kannattavuuden parantaminen historiallisille tasoille

3

Monipuolinen ja vakaa liiketoimintaportfolio laaja-alaisilla kasvuajureilla

4

Yritysstot ja kasvava tuoteportfolio luovat kasvumahdollisuuksia

5

Kevyt liiketoimintamalli ja vahva kassavirta takaavat resursseja yritysostoihin sekä osinkoihin

Potentiaali

- Ydinliiketoimintojen markkinakasvun piristyminen matalilta tasoilta ja markkinaosuuden kasvattaminen
- Markkinan kysyntänäkymiä tukee konsultoinnin penetraatioasteen kasvu sekä alan megatrendit
- Kasvua rakennusalan ulkopuolelta (metsäsektori, energia, teollisuus, turvallisuus)
- Alan digitalisaatio luo yhtiölle konkreettisen kasvuoption
- Tuoteliiketoiminnan kasvu mahdollistaisi hyvin kannattavaa kasvua

Riskit

- Markkinan suhdannevaihtelut
- Markkinan hintakilpailun kiristyminen
- Liiketoiminnan tehokkuuden (esim. laskutusaste) pienet muutokset aiheuttavat isoja muutoksia tulokseen
- Yritysstojen tai laajentumisen tuomat riskit
- Riippuvuus henkilöstöstä ja niiden riittävästä kannusteista

Strategia 1/2

Strategia 2023-2025

Sitowise julkisti vuoden 2023 alussa päivitetyn strategiansa vuosille 2023-2025, joka keskittyy innovaatioihin, vastuullisuuteen ja tehokkuuteen. Strategia pohjautuu Sitowisen vahvuuksiin alan asiantuntijana sekä aiemman strategian onnistumisiin.

Kasvu on ollut Sitowisen strategian kärkiteema ja Sitowise on lisäsi viime strategiansa aikana tarjoamaansa ilmasto- ja vastuullisuuspalveluita, SaaS-liiketoimintaa, erikoissuunnittelua, korjausrakentamista sekä kasvattanut Ruotsin liiketoimintaansa. Nykyisen strategian mukaisesti Sitowisella kasvu on edelleen tärkeässä osassa. Sitowise hakee kasvua sekä Suomessa että Ruotsissa nykyisissä liiketoiminnoissa niin talo- ja infrakonsultoinnissa kuin Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminnassa.

Sitowisen strategia nojaa mielestämme kestäviin hyväksi todettuihin teemoihin etenkin sijoittajan näkökulmasta katsottuna. Kestävän kehityksen sekä vastuullisuuden liiketoimintojen vahvistaminen on mielestämme megatrendit huomioiden tärkeää, vaikka osaltaan jo kaikki liiketoiminta tukeekin tätä.

Kasvu tulee jatkumaan samoilla askelmerkeillä (+10 % ml. yritysostot), mutta jatkossa myös selvästi toistuvaan liikevaihtoon (recurring) tullaan panostamaan. Digitaalisten projektien elinkaarimahdollisuudet tai digitaalisten SaaS-ratkaisuiden (Leafpoint, Louhi yms.) kehittäminen osaksi yhtiön tarjoamaa luo jatkuvuutta sekä hajautusta yhtiön ydinliiketoimintojen (Talo ja Infra) lisäksi. Kannattavuuden parannukseen myös askelmerkit ovat selvät, mutta vielä heikomman talomarkkinan armoilla lyhyellä aikavälillä.

Strategian kärkiteemoina innovatiivisuus, vastuullisuus ja tehokkuus

1) Innovatiivisin: Sitowise jatkaa alan innovaatioiden kehittämistä oman The Smart City Labin avulla. Smart City Lab on Sitowisen mukaan toimintamalli, joka vetää Sitowisen innovaatiotoiminnan yhteen ja mahdollistaa luovan, asiakastarpeita palvelevan ja uutta liiketoimintaa luovan kulttuurin. Strategiakaudella pyritään parantamaan innovaatiokulttuuria, löytämään uusia SaaS-ratkaisuita ja parantamaan suunnittelutyökaluja tuomalla esimerkiksi Sitowisen projektityöskentelyalusta Voima asiakkaiden käyttöön. Sitowisen innovatiivisuus näkyy myös meidän mielestämme selkeästi digitalisaatio-osaamisessa.

Innovaatioiden jatkuvan kehittämisen myötä Sitowisen tahtotilana on kasvattaa jatkuvalaskutteisten palvelujen (recurring revenue) osuus 10 %:iin liikevaihdosta strategiakaudella 2023-2025 (nyt noin 5 %). Tärkeässä osassa on arviomme mukaan Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminta. Liiketoiminta on yksi yhtiön kasvun kulmakivistä ja kehittää jatkuvasti uusia palveluita, joilla lisätä jatkuvaa/toistuvaa liiketoimintaa (SaaS).

2) Vastuullisin: Vastuullisuus on Sitowisen liiketoiminnan ytimessä. Sitowisen pyrkiikin kaksinkertaistamaan vastuullisuuspalveluihin liittyvän liikevaihdon strategiakauden alun 5 MEUR:sta. Sitä kehitetään yhtiön mukaan kolmesta näkökulmasta: 1) nykyisen liiketoiminnan vastuullisuusvaikutusten tunnistaminen ja kehittäminen, 2) uuden liiketoiminnan luominen vastuullisuuden nojalla ja 3) oman toiminnan vastuullisuuteen panostaminen. Sitowise on luonut oman projekteissa käytetyn vastuullisuustyökalun sekä vastuullisuuden sisäistä kehittämistä että asiakasprojekteja varten.

Strategian kärkiteemojen tavoitteet

Innovatiivisin

Toistuvan* liikevaihdon osuuden nostaminen 10 %:iin

Vastuullisin

Vastuullisuuspalveluiden** liikevaihdon tuplaaminen nykyisestä noin 5 MEUR:sta

Tehokkain

Laskutusasteen nostaminen yli 78 %:iin (2023: 74 %)

Lähde: Inderes, Sitowise

*SaaS, digitaaliset tuotteet ja jatkuvat palvelusopimukset

**tietoperusteiset strategiset vastuullisuuspalvelut

Strategia 2/2

3) Tehokkain: Sitowise ylläpitää ja kehittää omia järjestelmiään sekä projektityöskentelyn tehokkuutta parantavaa Voima-alustaansa edelleen.

Operatiiviseen tehokkuuteen Sitowisella ensisijaisesti on vaikuttanut yhtiön hajautunut liiketoiminta- ja organisaatiomalli. Yhtiöllä on kymmeniä eri toimipisteitä eri maissa, mistä käsin asiantuntijat tekevät töitään. Paikallinen päätöksenteko ja läsnäolo parantavat ketteryyttä reagoida markkinoiden muutoksiin sekä avittavat asiakassuhteita. Lisäksi kulutaso on alhaisempi maakunnissa kuin isoissa kaupungeissa. Toimistojen vuokrat ja palkkakulut ovat paikallisella tasolla, mutta töitä pystytään nykyisien järjestelmien avulla tekemään maanlaajuisesti tai jopa rajat ylittävästi.

Sitowise ei kuitenkaan ole pystynyt viemään mallin hyötyjä eteenpäin Ruotsiin, missä se on siirtymässä aluekeskeisestä hajautuneesta mallista valtakunnalliseen keskitetypäin malliin. Mielestämme tämä kyseenalaistaakin Sitowisen liiketoimintamallin tehokkuuden skaalautumisen muihin maihin tai tästä isommaksi. Sama tilanne voi olla nimittäin edessä myös Ruotsin lisäksi Suomessa, mikä osaltaan varmasti heikentäisi Sitowisen kannattavuuspotentiaalia lähemmäs alan keskiarvoja.

Positiivisesti Sitowisen tehokkuuteen mielestämme vaikuttaa yhtiön nykyaikaiset työkalut ja -järjestelmät. Ensisijaisena esimerkkinä voidaan mainita yhtiön kehittämä Voima-alusta, joka on tiedonhallinnan ja projektityöskentelyn työkalu, jolla pyritään varmistamaan yhteneväinen ja tehokas tapa toimia. Sen avulla työntekijät pystyvät käyttämään parhaiksi havaittuja tapoja

työskentelyssään ja välttää turhia toistoja sekä aikaa vieviä rutiinitoimenpiteitä. Voima-alusta sisältää keskeiset työkalut projektityöskentelyyn, projektihallintaan sekä suunnitteluun.

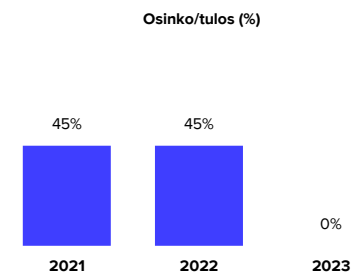
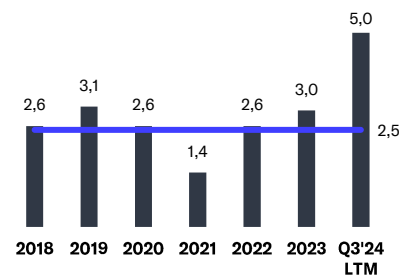
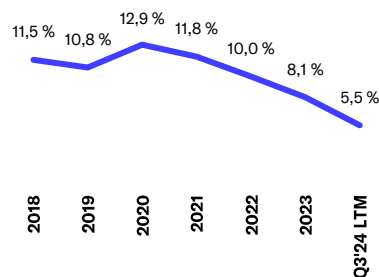
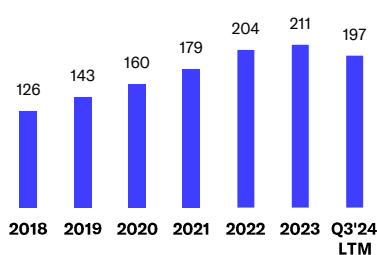
Voiman avulla Sitowise voi kasvattaa laskutettavia tunteja (eli nostaa laskutusastetta), kun kaikki muu kuin itse projektityöskentely on pyritty tekemään työkalun avulla mahdollisimman helpoksi. Voima antaa myös työkaluja kustannusten seurantaan, mikä vähentää yhtiön mukaan riskejä budjetin ylityksistä. Voiman avulla voidaan myös luoda kestäväen kehityksen tavoitteita projekteille sekä varmistua työn laadusta yhtenäisillä tavoilla toimia.

Yhtiön tekemien ja tulevien yritysostojen kannalta tärkeä ominaisuus on myös Voiman mahdollistama ostettavien yritysten integraatio. Työkalun avulla ostettavan yhtiön on helpompaa muokkaantua Sitowisen kulttuuriin ja samalla yhtiöistä voidaan saada irti operatiivista tehokkuutta.

Voima-alusta on myös osoitus yhtiön digitaalisista avuista, joka auttaa yhtiötä rakennusalan digitalisaation kilpailussa. Tulevaisuudessa Voimaan pyritään yhä enemmän tuomaan projektin tieto- sekä suunnittelujärjestelmiä, joilla voi olla vielä tehokkuuteen parantavia vaikutuksia. Asiakkaiden saaminen alustalle on myös tavoitteena, joka entisestään voisi syventää asiakassuhteita ja jopa luoda verkostovaikutuksia. Laskutusaste on tarkoitus nostaa entisille 78 %:n tasoille (2023: 74 %) tehokkuustoimien avulla, mutta arvioimme sen tarvitsevan vielä talomarkkinan piristymistä ja Ruotsin liiketoimintojen ongelmien selvittämistä.

Strategian taloudelliset tavoitteet

 Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet			
Kasvu Vuositainen kasvu yli 10 %, ml yrityssostot	Kannattavuus Vähintään 12 %:n oikaistu EBITA-%	Velkaantuneisuus* Nettovelat/oikaistu käyttökate < 2,5x	Osinkopolitiikka
- Sitowise tavoittelee kovan kasvun jatkoa strategiakaudella - Liikevaihdon kasvu on ollut historiassa vahvaa ja ylittänyt tavoitteen 2018-2023 (LTM) kasvu 11 % vuosittain (CAGR-%) - Kasvuvaiheessa kannattavuus ei kuitenkaan ole pysynyt ennallaan ja tulokasvu jää tästä selkeästi jälkeen 2018-2023 EBITA-kasvu vain 3,3 % (CAGR-%)	- Nykyisellä kannattavuustasolla (Q3'24 LTM 5,5 %) tavoite on hyvin kaukana - Kannattavuutta tukee paremman kate rakenteen liiketoiminnan osuuden nousu (SaaS, Digitaaliset ratkaisut, vastuullisuuspalvelut), mutta se vaatii myös markkinan selkeää parantumista - Mielestämme Sitowise tarvitsee optimaalisen markkina- ja työtilanteen, jotta laskutusaste sekä tätä kautta kannattavuus saataisiin tavoitetason yläpuolelle - Kestävästi tavoitetasolle yltäminen vaikuttaa tällä hetkellä epärealistiselta	- Velkavipu on Sitowisella tällä hetkellä korkea alhaisen tuloksen vuoksi - Q3'24 lopussa velkavipu oli merkittävästi yli tavoitteen 5x - Sitowisen tulisi parantaa tulostaan ja kassavirtaansa selkeästi, jotta nykyinen velkaantuneisuus olisi hyväksyttävissä - Sitowisella voi tulla ongelmia kovenanttiansa kanssa, mikäli tilanne ei korjaannu - Q4:n kassavirta yleensä hyvä, minkä pitäisi parantaa tilannetta 2024 vuoden lopussa	- Sitowise tavoittelee jakavansa 30-50 % tuloksesta osinkoja - Heikko tulos, rahavirta ja velkaantuneisuus kuitenkin laskivat osingon viime vuonna nolliille - Merkittävää osinkovirtaa ei mielestämme kannata odottaa ennen kuin kannattavuus ja kassavirta saadaan nousu-uralle



Lähde: Inderes, Sitowise

**pl. hetkellinen ylitys yritysoston seurauksena

Markkinat ja kilpailu 1/2

Suomi ja Ruotsi keskiössä

Sitowisen toimialaa kuvailtaessa Suomi ja Ruotsi ovat toistaiseksi tärkeimmät markkinat. Konsultointi- ja suunnitteluala on osa rakentamisen kokonaismarkkinaa, joka on Suomen ja Ruotsin osalta lähes 80 miljardin euron kokoinen Sitowisen listautumisen aikaisen analyysin perusteella. Suomen ja Ruotsin konsultointi- ja suunnittelumarkkinat ovat Sitowisen analyysin sekä kehityksen perusteella arviolta noin 5 mrd. euroa. Tästä Suomen osuus on noin 2 mrd. ja Ruotsin markkinan osuus noin 3 miljardia.

Suomessa markkina on vallan pirstaloitunut ja omaa selkeää konsolidointipotentiaalia. 45 % markkinaosuudesta oli listautumisanalyysin perusteella 10 suurimman hallussa, kun se luku Ruotsissa samaan aikaan oli 24 %. Ruotsissa konsolidointia on näin jo selvästi tapahtunut, mutta toisaalta pienempiä yrityksiä on Ruotsissa selvästi enemmän kuin Suomessa Sitowisen esitteen mukaan. Yllä olevat luvut ovat suuntaan antavia, sillä markkina on koronan ja esimerkiksi Venäjän hyökkäyssodan jälkeen muuttunut, mutta ne antavat osiittaa markkinoiden rakenteesta.

Toimialan kasvunäkymät ovat hyvät

Mielestämme toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset ja näemme kasvun ylittävän toimintamaiden bkt:n kasvun. Kasvu tulee myös arviomme mukaan ylittämään rakentamisen kokonaismarkkinan kasvun konsultoinnin markkinapenetraatioasteen noustessa. Sitowisen mukaan penetraatioaste voisi vuoteen 2025 mennessä nousta Suomessa 5,2 %:iin vuoden 2005 noin 3,6 %:sta. Ruotsissa kehityksessä ollaan jo pidemmällä, sillä penetraatioasteen odotetaan nousevan vuoteen 2025 mennessä noin 7,5 %:iin. Konsultoinnin markkinaosuuden

kasvua tukee arviomme mukaan mm. tekniikan lisääntyminen, tiiviin rakentamisen kasvu, infrastruktuurin vaatimuksien nousu, kestävä kehitys ja digitalisaatio.

Lyhyellä aikavälillä markkina kärsii kuitenkin uudisrakentamisen kuopasta, joka vaikuttaa etenkin yhtiön Talo-liiketoimintaan, jossa markkinatilanne on heikko. Vuosien 2023 ja 2024 heikoman kasvujakson jälkeen markkinanäkymät ovat väistämättä paremmat, mutta paluu entisille tasoille tulee etenkin Suomessa kestävä hetken. Heikoman kasvun jälkeen ajureina toimivat piristyvät uudisrakentamisen volyymit (25 H2 eteenpäin), energiaremontit sekä korjausvelka ja kasvava kysyntä tekniselle osaamiselle. Arviomme mukaan seuraavien vuosien markkinakasvu on alle 5 % vuosittain. Infrassa markkinatilanne on lyhyen aikavälin hidastumisen jälkeen nousujohteinen. Markkinanäkymä on tällä hetkellä (Q3'24) Sitowisen mukaan vakaa, mutta merkittävää markkinakasvua tasaisesti etenevältä osa-alueelta ei voi odottaa. Teollisuuden ja vihreän siirtymän investoinnit tukevat infraa, mutta talomarkkinan kaltaista palautumista ei voi odottaa. Digitaaliset ratkaisut kärsivät tällä hetkellä heikosta Suomen taloudesta sekä yksityisten investointien vähyydestä. Samalla kilpailu on kireää julkisissa kilpailutuksissa. Sitowisella on kuitenkin alueella selvä kasvupotentiaali omissa tuotekategorioissaan ja arviomme pystyy kasvamaan markkinaakin nopeammin. Ruotsin rakennusmarkkina odottaa myös palautumistaan ja se vaikuttaa myös Sitowisen kasvupotentiaaliin alueella. Mielestämme Ruotsin markkinan kasvunäkymä on Suomea tällä hetkellä parempi, mutta tällä hetkellä markkina on edelleen kuitenkin heikko ja Sitowisella on alueella myös omakohtaisia haasteita.

Markkinanäkymät

		Markkinanäkymä 12kk*	25-26 CAGR-%**
	Talo	Heikko	<5 %
	Infra	Vakaa	<5 %
	Digitaaliset ratkaisut	Heikko (paraneva)	5-10 %
	Ruotsi	Heikko (paraneva)	>5 %

Lähde: Inderes, Sitowise
*Sitowise Q3'24-raportti
**Inderes arvio

Markkinat ja kilpailu 2/2

Markkinajohtajien joukossa Suomessa, Ruotsissa haastaja

Sitowisen markkina-asema on Suomessa vahva ja Ruotsissa yhtiö profiloituu vahvasti kasvavana haastajana. Suomessa yhtiön asema on vakiintunut, mutta Ruotsin valloitus haastajan asemasta on vaikeampi tehtävä, sillä vakiintuneet toimijat ovat Ruotsissa paljon suurempia ja omaavat vahvat paikalliset suhteet. Arviomme ja laskelmiemme perusteella yhtiö sijoittuu neljän isoimman toimijan joukkoon Suomessa, mutta Ruotsissa yhtiön markkinaosuus on vielä hyvin pieni.

Suomessa kilpailuympäristö koostuu isoista pohjoismaisista ja kansainvälisistä toimijoista (Ramboll, Sweco, AFRY, WSP, Rejlers), isoista paikallisista toimijoista (esim. Granlund, A-Insinöörit) sekä pienemmistä toimijoista (Solwers, FCG). Ruotsissa kilpailuympäristö koostuu samoista isoista toimijoista kuin Suomessakin, minkä lisäksi markkinoilla on isoja ja puhtaasti paikallisia toimijoita (esim. Tyréns, Projektengagemang).

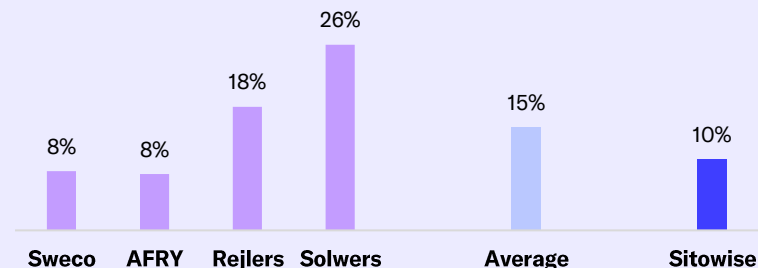
Kannattavuustrendi huolestuttava ja pääoman tuotossa jäädään selkeästi verrokeista

Saadaksemme käsitystä Sitowisen kilpailukyvystä, vertailimme Sitowisen taloudellisia lukuja lähimpiin listattuihin verrokkeihin nähden. Sitowisen kasvu on vuosina 2019-2023 ollut keskiarvoa heikompaa (+10 %), mutta isoimpien yhtiöiden kasvun tasolla. Arviomme mukaan tämä johtuu etenkin talomarkkina heikkoudesta, joka on Sitowisella verrattain isolla painolla. Teknisen konsultoinnin kasvu on ollut kokonaisuudessaan vahvaa, mutta isoilta osin epäorgaanista. Pienemmillä toimijoilla kasvu on matalilta lähtötasoilta ollut vahvempaa, kun isoimmilla yrityskaupat eivät heilauta kokonaiskuvaa kovinkaan merkittävästi. Tämän vuoksi kasvuvauhdin vertailu ei ole mielekäästä.

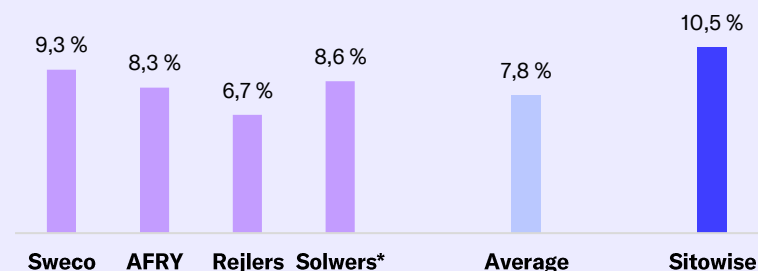
Viimeisen viiden vuoden aikana (19-23) EBITA-% on ollut Sitowisella alan kärkeä (10,5 %), mutta trendi on ollut keskiarvoa kohti laskeva viimeiset vuodet. Vuoden 2024 heikko suoritus mukaan lukien kannattavuus laskisi vielä selvästi ja on jäänyt mm. isoimpia verrokkejaan jälkeen. Arviomme mukaan kyse on Sitowisen isosta talorakentamisen painosta, kun muilla energia ja teollisuus (jossa markkina ollut parempi) on isommassa painossa. Esimerkiksi Sweco on vuoden 2024 kolmen ensimmäisen kvartaalin aikana pystynyt parantamaan kannattavuuttaan (EBITA-%) 9,6 %:iin vertailukauden 9,0 %:sta. Sitowisella kannattavuus oli vuoden 2024 kolmanteen kvartaalin mennessä laskenut 5,8 %:iin vertailukauden 9,2 %:sta (1-9/24). Tätä ei mielestämme voi selittää pelkästään markkinahaasteilla (talomarkkina ja vähemmät työpäivät) vaan Sitowisen aikaisempi verrokkeja selvästi tehokkaampi ja kannattava toiminta on kärsinyt yhtiökohtaisista haasteista. Mielestämme suoritus lisää epävarmuustekijöitä Sitowisen pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaalin tasoa kohtaan, kunnes yhtiö jälleen kestävästi todistaa hyvän suorituskykynsä tulevien vuosien aikana.

Sitowisen pääoman tuotto (ROCE-%: 8 %) on ollut selvästi alle verrokkien tason (11 %). Sitowisella olisi liiketoimintamallinsa mahdollistaman keveyden ja hyvän tulospotentiaalin yhdistelmänä mielestämme mahdollisuudet saavuttaa korkeampiakin pääoman tuottolukuja. Laskenut kannattavuus heikentää tasoa tällä hetkellä, mutta myös sitoutuneen pääoman määrä on korkeampi eikä tulostaso tuota siihen nähden yhtä hyvin. Näin mielestämme myös Sitowisen yritysostojen onnistuminen on lukujen valossa kyseenalaistettava ja tulevia ostoja on arvioitava kriittisemmin omistaja-arvon luonnin näkökulmasta.

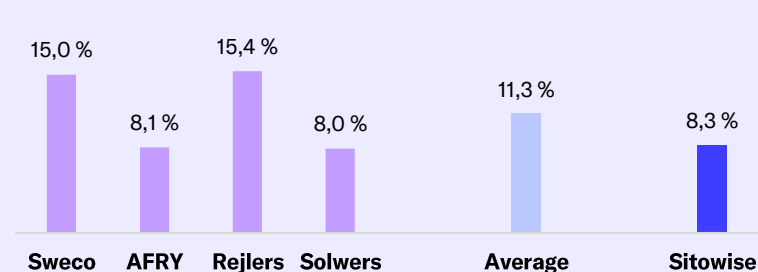
Liikevaihdon kasvu (CAGR-%, 19-23)



Vertailukelpoinen EBITA-marginaali (% , 19-23 ka.)



Pääomantuotto-% (ROCE-%, 19-23 ka.)



Lähde: yhtiöiden materiaali, Inderes
*Oikaistu IFRS 16-poistot EBITA:sta, ROIC-%

Taloudellinen tilanne 1/2

Taloudellinen tilanne heikentynyt tuloskehityksen mukana

Sitowisen taloudellinen asema on tällä hetkellä kohtalainen, mutta heikentynyt selvästi viime vuosien aikana. Yhtiön velkatasot ovat nousseet kasvun ja yritysostojen seurauksena, kun samalla kassavirta ja tulos ovat olleet laskusuunnassa. Tämän myötä yhtiö velkavipu (nettovelka / oikaistu EBITDA) on tällä hetkellä äärimmäisen korkea 5x, kun tavoitetaso on 2,5x-tasolla. Luku on myös yksi yhtiön rahoittajien kanssa sopimista kovenanteista ja arviomme mukaan se ei tällä hetkellä täytä alkuperäisiä vaatimuksia. Sitowise onkin sopinut rahoittajien kanssa kovenanttien väliaikaisista muutoksista. Vuoden 2024 Q4:n rahavirran arvioimme kuitenkin olevan kausiluonteisesti vahva, joten tilanne arviomme mukaan loppuvuonna paranee hieman. Nykyisellä tulostasolla on kuitenkin selvää, että nykyinen velkataakka ei ole kestävä.

Vaikka velkavipu on korkea, ei vakavaraisuus-tunnusluvut ole mielestämme Sitowisella hälyttävällä tasolla. Tarkasteltaessa Q3'24 lopun tilannetta omavaraisuusaste oli 45 % (2023: 43 %) ja velkaantumisaste- % noin 51 % (2023: 46 %). Lukemat ovat pysyneet suhteellisen tasaisena läpi listautumisen jälkeisen historian.

Tase koostuu pääosin liikearvosta

Tarkasteltaessa taseen koostumusta Sitowisella korostuu siinä liikearvo, jota on kertynyt lukuisista yritysostoista. Taseen loppusumma oli vuoden Q3'24 lopussa noin 264 MEUR, josta liikearvoa oli 159 MEUR. Se vastasi näin 60 % taseen loppusummasta. Liikearvoa kertyy taseeseen yritysostoista eikä sitä IFRS-standardin mukaisesti poisteta. Kauppojen myötä syntynyttä muuta aineetonta omaisuutta

kuitenkin poistetaan, minkä vuoksi EBITA-lukua käytetään kannattavuuden mittaamisessa vertailtavuuden parantamiseksi.

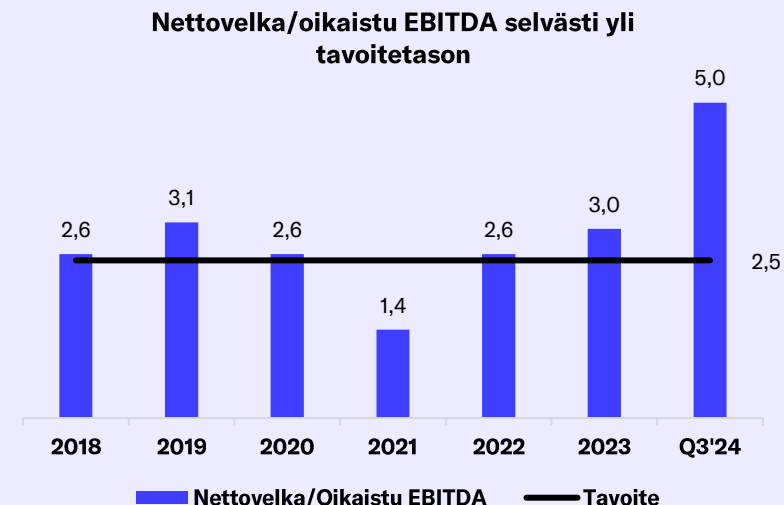
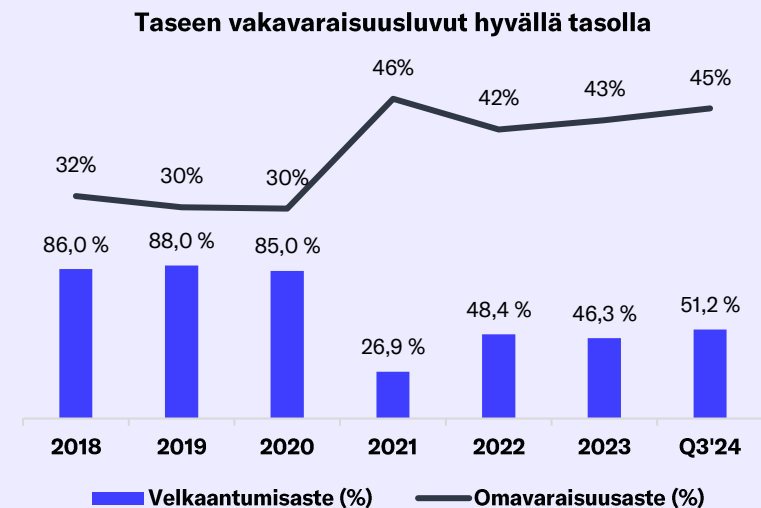
Mielestämme liikearvon alaskirjausriski on heikon tulostason ja heikon markkinan myötä noussut, mutta mielestämme merkittävät alaskirjaukset vaatisivat selkeästi pidempikestoisia haasteita liiketoiminnoissa ja arviomme mukaan yhtiön käyttämät parametrit ovat pitkällä aikavälillä kestäväällä tasolla.

Toiseksi isoin erä varojen puolella oli Q3'24 lopussa saamiset noin 51 MEUR:n osuudellaan. Kolmanneksi esiin nousee aineelliset hyödykkeet (27 MEUR), mutta tästä suurin osa on IFRS 16 -käyttöoikeusomaisuuseriä (24 MEUR). Muuten kiinteää omaisuutta yhtiöllä ei juuri ole ja tase on tässä mielessä kevyt.

Kassa nousee vielä varojen puolelta esiin oltua Q3'24 lopussa noin 10 MEUR. Kassatasot ovat laskeneet listautumisen aikaisista tasoista tehtyjen yritysostojen ja heikentyneen kassavirran myötä, mutta on likviditeetin näkökulmasta riittävällä tasolla.

Omaa pääomaa riittävästi, velkamäärä stabiili

Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli noin 118 MEUR. Oma pääoma kattaa ison osan taseesta, ja se on kasvanut tuloksen sekä aikaisemman listautumisen ansiosta. Liikearvon korkea määrä ja alaskirjausriskit huomioiden omaa pääomaa on riittävästi kestäämään pienet takaiskut. Tässä mielessä oman pääoman taseriskit ovat mielestämme maltilliset pois lukien merkittävät alaskirjaukset tai useita vuosia kestävät tappiot.



Taloudellinen tilanne 2/2

Velkojen puolella pitkäaikaisesta velasta korotonta oli Q3'24 lopussa noin 2 MEUR ja noin 88 MEUR korollista (2023: 90 MEUR). Pitkäaikaisista korollisista veloista 18 MEUR on kuitenkin vuokravelkoja (IFRS 16).

Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 9 MEUR, josta suurin osa vuokravelkoja (IFRS 16 -velka: 8 MEUR). Korotonta lyhytaikaista velkaa yhtiöllä oli Q3'24 lopussa 48 MEUR ja se koostui lähes kokonaan ostovelosta.

Korollista nettovelkaa (ilman IFRS 16 -velkoja) yhtiöllä on tällä hetkellä noin 60 MEUR. Likviditeetin näkökulmasta tarkasteltuna merkittäviä isoja maksuja ei ole tietojemme mukaan lähiaikoina tulossa, kun yhtiön rahoitusvelkojen sopimus on voimassa vuoden 2026 maaliskuuhun asti. Rahoituksen jatkoneuvotteluja varten on kuitenkin mielestämme kriittistä, että Sitowisen suorituskyky alkaa näyttämään paremmalta viimeistään vuoden 2025 loppupuolta kohti. Rahoituskulut lainoista ylittävät jo tällä hetkellä nykyisen tulostason (1-9/24) ja ehtojen heikentyminen voisi entisestään nostaa rahoituskuluja.

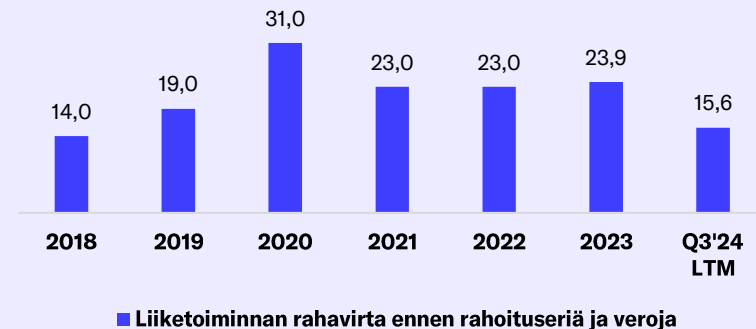
Kassavirtaa kertyy hyvin

Taseen velkavipu on noussut ja kiristänyt hieman taseasemaa. Sitowisen liiketoimintamalli tuottaa kuitenkin normaalisti hyvin kassavirtaa, millä kattaa liiketoiminnan tarpeet sekä ylläpitoinvestointeja. Viimeisen kuuden vuoden aikana yhtiö on tehnyt keskimäärin noin 22 MEUR operatiivista kassavirtaa (kassavirta ennen rahoituseriä ja veroja) vuosittain. Tämä vastaa noin 100 %:sti yhtiön oikaistua käyttökatetta kertoen kassakonversion olevan hyvällä tasolla (hyvä taso: yli 90 %).

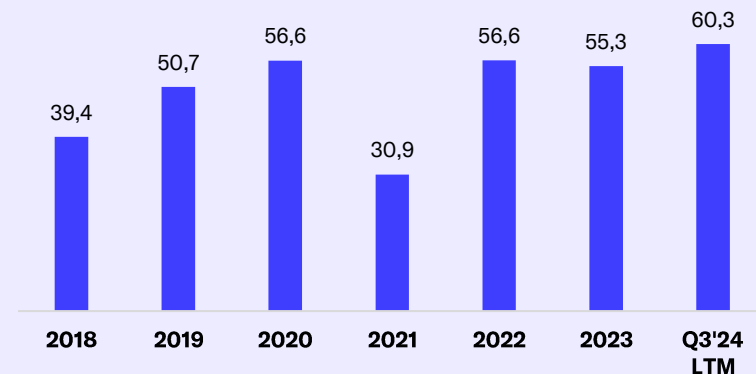
Kuten aikaisemmin esitimme Sitowisen ei tarvitse tehdä merkittävästi investointeja, minkä vuoksi kassa ja rahavirta vapautuvat yhtiölle kasvuinvestointeihin ja osinkoihin. Kassaa sekä rahoitusta on viime vuosina käytetty pääosin yhtiön tekemiin yritysostoihin. Viimeisen viiden vuoden aikaisista noin 125 MEUR:n investoinneista yli 100 MEUR on käytetty yritysostoihin.

Tuloksen parantuessa ennusteidemme mukaisesti, tulisi myös kassavirran jälleen parantua ja antaa Sitowiselle enemmän mahdollisuuksia osinkoihin sekä kasvuinvestointeihin. Heikomman tasetilanteen vuoksi Sitowise jätti vuoden 2023 tuloksesta osingot maksamatta. Vuoden 2024 heikko tulos ja kassavirta sekä velkavipu huomioiden odotamme, että osinko jää myös tänä vuodelta 2024 nolllille, jotta liiketoiminnan kehitykseen on varoja ja tasetta varten saadaan puskuria riskien varalta.

Operatiivinen kassavirta ollut tasaisesti positiivisen puolella (MEUR)



Nettovelka pysynyt tasaisena viime vuodet (MEUR)



Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	202	202	202	200	197
Liikearvo	158	158	159	159	159
Aineettomat hyödykkeet	10,2	11,9	11,2	8,8	6,1
Käyttöomaisuus	31,8	29,3	29,2	29,6	29,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	78,3	76,6	66,8	67,7	74,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	1,3	1,8	1,8	1,8	1,8
Myyntisaamiset	61,6	59,2	54,3	55,1	59,8
Likvidit varat	15,4	15,6	10,7	10,8	12,4
Taseen loppusumma	281	278	268	267	271

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	117	120	120	123	129
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	23,4	25,8	25,2	29,1	34,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muu oma pääoma	92,8	93,2	93,2	93,2	93,2
Vähemmistöosuus	0,3	0,3	0,8	0,8	0,8
Pitkäaikaiset velat	94,6	92,0	86,5	81,5	81,5
Laskennalliset verovelat	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	93,0	90,5	85,0	80,0	80,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	69,2	66,9	62,2	62,3	60,9
Korolliset velat	7,9	8,2	11,5	10,8	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	59,6	58,3	50,4	51,1	55,5
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Taseen loppusumma	281	278	268	267	271

Ennusteet 1/4

Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme Sitowisen liiketoiminnan kehitystä isossa kuvassa pääosin markkinoiden kehityksen, yhtiön toteutuneiden yrityskauppojen sekä kulurakenteen koostumuksen kautta. Sitowisessa tärkeää on huomioida työtuntien määrä vuodessa sekä myös kvartaaleittain, joka voi aiheuttaa isoja eroja vertailukelpoisuuteen. Samalla seuraamme Sitowisen laskutusasteen tasoa, sillä sen muutoksilla on isoja vaikutuksia yhtiön tuloksentekokykyyn.

Isossa kuvassa odotamme Sitowisen liikevaihdon sekä tuloksen palautuvan paremmalle tasolle lähivuosien aikana nykyisiltä erittäin alhaisilta tasoilta. Arviomme mukaan Sitowisen liiketoimintojen kannattavuus on kuitenkin kärsinyt viime vuosien aikana, eikä konsernin kannattavuus tule palaamaan historiallisille ennätystasoiille.

Arviomme mukaan Sitowise tulee tulevaisuudessa tekemään useita yritysostoja, mutta ennusteissamme ei ole otettu huomioon näitä niiden heikon ennustettavuuden vuoksi. Samalla arvioimme, että nykyinen taloudellinen tilanne ja suorituskyky rajaavat lähivuosien epäorgaanista kasvua ja kasvu muodostaa pääosin orgaanisesti.

Vuodesta 2024 tulee heikko

Vuosi 2024 on ollut Sitowiselle erittäin heikko, eikä vielä julkistamaton Q4-tulos tuo ennusteissamme tähän merkittävää parannusta. Sitowise on kärsinyt talomarkkinan heikkoudesta niin Suomessa kuin Ruotsissakin. Tämän lisäksi Ruotsissa on ollut yhtiökohtaisia haasteita organisaation ja projektien toteuttamisen suhteen. Nopeasti kasvaneelle organisaatiolle ei heikon kysynnän ympäristössä ole ollut tarpeeksi töitä, mikä on vaikuttanut merkittävästi yksikön kannattavuuteen. Digitaalisissa

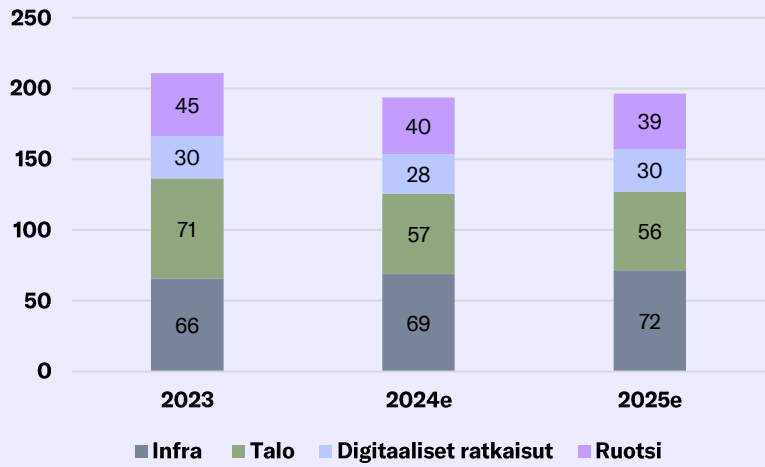
ratkaisuisa markkinatilanne on myös yksityisen kysynnän osalta ollut heikkoa ja kysyntä julkisella puolella on tämän vuoksi kohdannut kasvavaa kilpailua. Infra on kehittynyt vakaasti ja noussut Sitowisen isoimmaksi liiketoiminta-alueeksi. Vuoden 2024 osalta odotamme liikevaihdon laskevan jokaisessa muussa liiketoiminta-alueessa paitsi Infrassa.

Yhtiön ohjeistus odottaa liikevaihdon laskevan 2024 (2023: 211 MEUR), ja että oikaistu EBITA-marginaali on alempi kuin 2023 taso (2023: 8,1 %). Q1-Q3'24 yhtiön liikevaihto on laskenut 9 % 144 MEUR:oon ja oikaistu EBITA-marginaali oli 5,8 %:ssa (Q1-Q3'23: 9,2 %), joten kehitys on ollut ohjeistuksen mukaista.

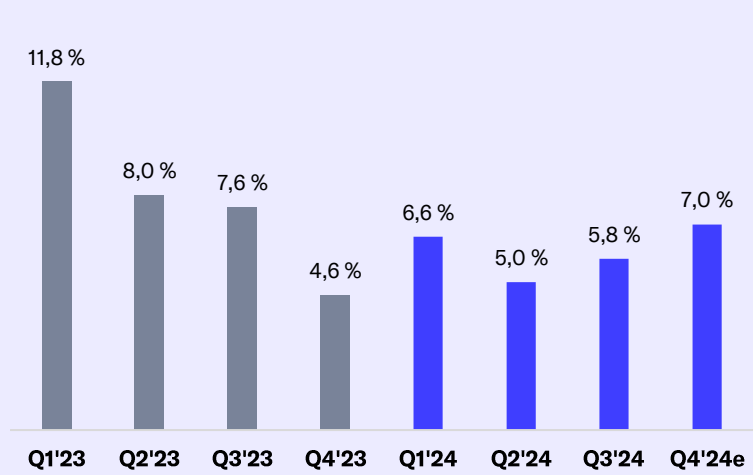
Koko vuodelta 2024 odotamme Sitowisen liikevaihdon laskevan 8 %:lla noin 194 MEUR:oon. Suurinta laskua odotamme Talo-liiketoiminnasta (-20 %), mutta myös Ruotsin haasteet heikentävät konsernin kehitystä tänä vuonna. Loppuvuoden eli Q4:n osalta odotamme tilanteen kääntyvän jo hieman parempaan suuntaan Digitaalisten ratkaisuiden osalta, mutta Talo-markkina on edelleen kvartaalin aikana ollut vakaan heikko ja osin Ruotsin korjaavat toimenpiteet vielä heijastuvat yksikön suoritukseen.

Heikon liikevaihdon kehityksen, matalan laskutusasteen (Q1-Q3'24: 72,6 % vs. Q1-Q3'23: 75,0 %) ja Ruotsin haasteiden vuoksi kannattavuus tulee olemaan Sitowisen mittarilla erittäin heikko vuonna 2024. Ennustamme oikaistun EBITA:n laskevan 30 %:lla 11,8 MEUR:oon ja marginaalin heikentyvän 6,1 %:iin vertailukauden 8,1 %:sta. Oikaisueriä mm. Ruotsin järjestelyihin liittyen on tänä vuonna ennusteidemme mukaan yli 2 MEUR, jonka vuoksi raportoidun EBITA:n ennusteemme on 9,6 MEUR.

Liikevaihdon kehitys liiketoiminnoittain (MEUR)



Kannattavuus heikentynyt (oik. EBITA-%)



Ennusteet 2/4

Alemmilla riveillä odotamme raportoidun liikevoiton olevan aineettomien poistojen vähennyksen jälkeen vuonna 2024 noin 4,9 MEUR (EBIT-%: 2,5 %) ja tuloksen ennen veroja kääntyvän tappiolle kasvavien rahoituskulujen jälkeen. Nettotulos painuu ennusteissamme 0,5 MEUR tappiolle ja osakekohtainen tulos -0,01 senttiin.

Ennusteiden toteutuessa kyseessä olisi ensimmäinen tappiolle ajautunut vuosi Sitowisen tiedossa olevassa historiassa. Nollatuloksen ja taloudellisen tilanteen vuoksi odotamme osingon olevan nolilla vuodelta 2024 (2023: 0 euroa).

Vuonna 2025 parempaa kohti, mutta hitaasti

Heikon vuoden 2024 jälkeen on helppo lähteä hakemaan parannusta vuonna 2025, mutta arvioimme mukaan palautuminen niin markkinalla kuin Sitowisella ottaa oman aikansa. Vuonna 2025 odotamme liikevaihdon nousevan 1,5 %:lla 197 MEUR:oon. Ennusteissamme liikevaihto pysyy näin lähes edellisvuoden tasolla lähinnä heikomman ensimmäisen vuosipuoliskon johdosta.

Arvioimme, että Sitowisen liiketoiminnoista Talo ja Ruotsi ovat vielä alkuvuonna laskusuunnassa, sillä markkinatilanne ei vielä ole näyttänyt selkeää piristymistä. H2:lla odotamme talouskasvun sekä käynnistyvien rakennusinvestointien piristävän kysyntää ja kääntävän liikevaihdon yksiköissä maltillisesti nousuun. Koko vuonna odotamme kuitenkin Talo-liiketoiminnan liikevaihdon laskevan vielä 2 %:lla 55,5 MEUR:oon ja Ruotsin-yksikön liikevaihdon 2 %:lla 39,1 MEUR:oon.

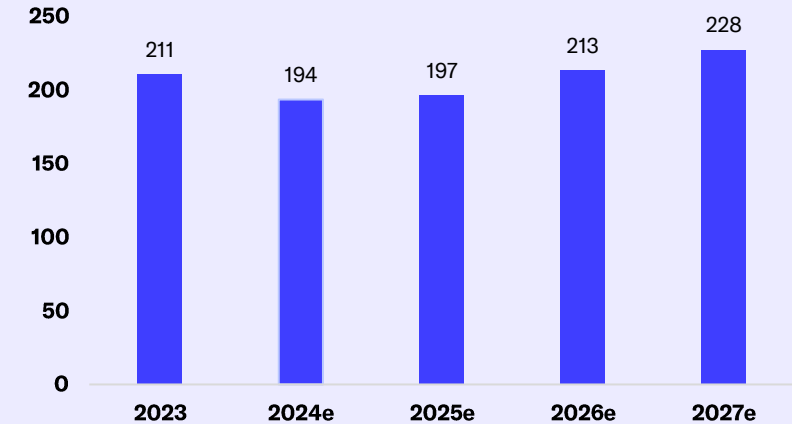
Kasvua tukee vahvemmin arvioimme mukaan Digitaaliset ratkaisut, jossa odotamme 7 %:n liikevaihdon kasvua 30,2

MEUR:oon. Taloustilanteen parantumisen tulisi näkyä alan investoinneissa em. yksiköitä nopeammin ja arvioimme myös yhtiön tuotemyynnin piristyvän viime vuosina tehtyjen panostusten vuoksi. Infrassa odotamme vakaan kasvun jatkuvan noin 4 %:n tahtia vuonna 2025 71,7 MEUR:oon. Infrassa markkinatilanne on lyhyellä aikavälillä tasaantunut, mutta Sitowisen markkinaa nopeampi kasvu on osoittanut yksiköllä olevan hyvä kilpailukyky markkinassa. Näkymää Infrassa tukee myös saadut tilaukset ja mm. Sitowisen mukana olo [Helsingin pikaratikkahankkeissa](#).

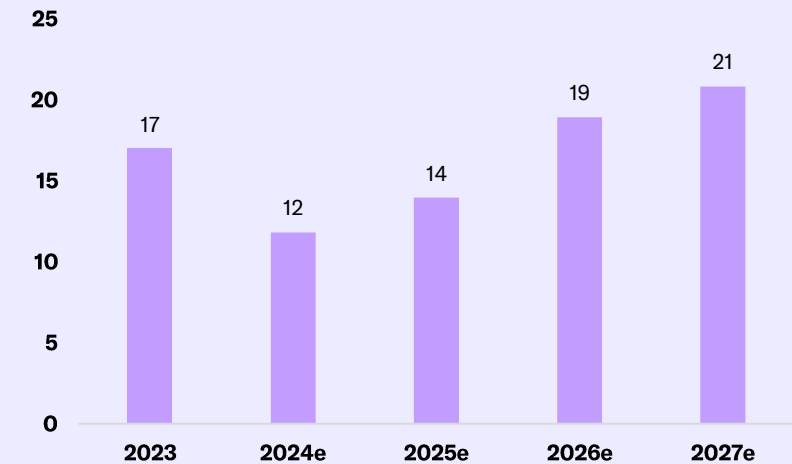
Hiljalleen piristyvän volyymin, markkinahaasteiden asteittaisen helpottumisen (kuluinflaatio, rakentamisen epävarmuus), resurssien paremman käytön ja laskutusasteen parantumisen odotamme vahvistavan operatiivisen tuloksen parannusmahdollisuuksia lähivuosina. Vuoden 2025 H1:llä odotamme kannattavuuden kuitenkin pysyvän maltillisena ja piristyvän vasta markkinan sekä volyymien kanssa H2:lla. Ennustamme oikaistun EBITA:n nousevan 18 %:lla 14,0 MEUR:oon.

Ennustamme kuluriveillä materiaalien ja palvelujen osuuden hiljalleen laskevan, kun alihankinnan määrä yhtiössä vähenee tarjoaman laajentumisen myötä. Henkilöstökuluissa näemme tänä vuonna suhteellisesti liikevaihtoon nähden parempaa kehitystä tehtyjen säästötoimenpiteiden vuoksi, mutta palkkainflaatio sekä volyymien nousu ja lomautuksien purku pitävät absoluuttisen tason ennusteissamme lähes ennallaan. Liiketoiminnan muiden kulujen odotamme säilyvän vertailukauden tasolla.

Liikevaihdon ennusteet (MEUR)



Kannattavuuden kehitys (oik. EBITA, MEUR)



Ennusteet 3/4

Rahoituskulujen odotamme olevan maltillisessa laskussa vuonna 2025. Viimeiseen päivitykseen nähden tosin nostimme hieman rahoituskuluja lähivuosille, kun korot ovat pysyneet odotuksiamme korkeammalla viime aikoina. Tämä laski selvästi alempien rivien tulosenennusteitamme. Ennustelaskuista huolimatta odotamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,11 euroon per osake vertailukauden pienistä tappioista.

Vuodet 2026-2027: kunnon kasvua

Muutaman heikomman vuoden jälkeen ennustamme vuosien 2026-2027 olevan kunnon kasvun vuosia myös Sitowiselle. Arvioimme markkinatilanteen olevan selvästi parempi ja palauttavan yhtiön jälleen kasvu-uralle Talo-liiketoiminnan vetämänä. Kasvua tukee lisäksi yhtiön laajentunut tarjoama, markkinan hyvät pitkän aikavälin trendit, konsultaation penetraatioasteen nousu sekä Sitowisen digitalisaatio-osaaminen. Odotamme liikevaihdon kasvavan vuonna 2026 noin 9 %:lla ja vuonna 2027 noin 7 %:lla päätyen 228 MEUR:oon.

Kannattavuuden odotamme hyötyvän selvästi nousevista volyymeista ja parantuvasta laskutusasteesta. Odotamme oikaistun EBITA:n nousevan vuosien 26-27 aikana keskimäärin noin 20 MEUR:oon ja marginaalin nousevan noin 9 %:n tasolle. Lähivuosina odottamamme kannattavuustaso on Sitowisen historiallinen taso huomioiden (oik. EBITA-% 18-23 ka.: 10,8 %) maltillinen. Kuitenkin Sitowisen kilpailukyvyssä sekä liiketoiminnan tehokkuudessa eteen tulleet haasteet eivät mielestämme oikeuta korkeampaa kannattavuutta ennusteissamme.

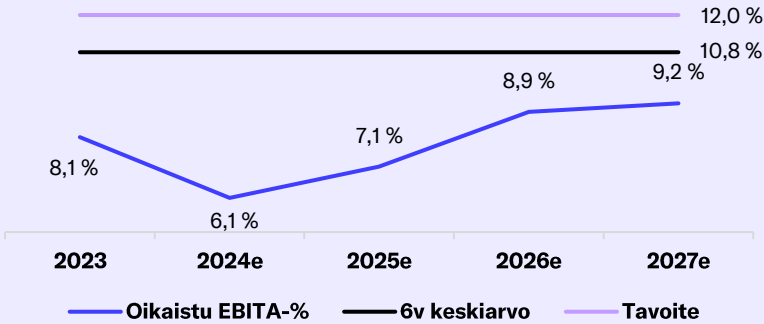
Isoimpana riskinä ennusteissamme on markkinan pidempikestoinen heikentyminen talouden ja

korkokehityksen mukana. Tällä olisi vaikutuksia Sitowisella niin liikevaihtoon kuin laskutusasteeseenkin. Lisäksi eteen tulleet Ruotsin haasteet nostavat myös mielestämme riskejä siitä, että onko viime vuosien aikana tehty kasvu niin orgaanisesti kuin yritysostoinakin ollut kestävä kasvua etenkin liiketoiminnan kannattavuuden näkökulmasta. Pääoman tuottoja tarkastelemalla voi todeta, että ei ole ollut, mutta toisaalta tästä on myös vaikea erottaa nyt vallitseva markkinaheikkous ja sen luomat vaikutukset kannattavuuteen.

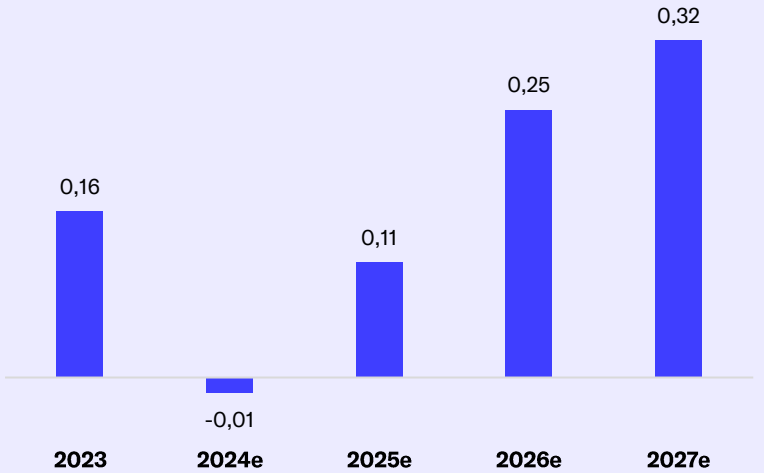
Positiivisella puolella markkinan piristymisen kulmakerroin voi olla meidän ja yhtiönkin odotuksia nopeampaa. Samalla on otettava huomioon, että ennustettu kannattavuus on Sltowisen historialliseen kannattavuustasoon nähden matala ja omaa selkeää parannuspotentiaalia, mikäli Sitowisen haasteet osoittautuvat lyhytkestoisiksi ja markkina piristyy vähintään odotuksien mukaisesti.

Yritysostojen osalta pidämme tässä vaiheessa todennäköisenä, että heikon markkinan vallitessa merkittävästi uusia yrityskauppoja ei tule. Menneiden yrityskauppojen sulattelu sekä tuloksen ja kassavirran parantaminen ja taloudellisen tilanteen vakauttaminen ovat mielestämme lyhyellä aikavälillä tärkeämpiä fokusalueita. Pienempiä hankintoja voi mielestämme tulla, mutta isompia hankintoja varten yhtiö tarvitsisi lisärahoitusta, mitä nykyinen velkataso ei salli.

Kannattavuus paranee, mutta kaukana tavoitteista (%)



Osakekohtainen tulos (raportoitu, €/osake)



Ennusteet 4/4

Pitkä aikaväli

Vuodesta 2027 eteenpäin odotamme yhtiön orgaanisen liikevaihdon kasvun olevan 2-4 %:n tasolla, josta pitkälle aikavälillä kasvuennustemme asettuu noin 1,0 %:iin mukaillen bkt:n kasvua. Kasvuennustemme pidemmälle tulevaisuuteen eivät ole optimistisia, mutta samalla on huomioitava, että Sitowise ei voi loputtomiin kasvaa markkinaa nopeammin eikä rakentamisen konsultointi voi loputtomasti kasvaa itse rakentamista nopeammin.

Kannattavuuden osalta odotamme, että pitkällä aikavälillä kannattavuus tasaantuu noin 9-10 %:n EBITA-marginaalin tasolle. Tämä on kohtalaisen linjassa yhtiön historiallisen tason (6v ka.: 10,8 %) kanssa ottaen huomioon edellä mainitut riskitekijät. Odottamamme taso on selvemmin alle yhtiön tavoitteen (vähintään 12 %). Mielestämme tavoitetaso vaatii selvästi nykyisiä odotuksia parempaa markkinaa ja operatiivisesti moitteetonta tekemistä. Arviomme mukaan entisille kysyntätasolle on vaikea yltää talonrakentamisen osalta, sillä aikaisempia vuosia on ajanut vahvasti sijoittajapohjainen kysyntä, minkä palautumisessa menee arviomme mukaan vuosia. Tällä hetkellä myös yhtiön operatiiviseen tehokkuuteen ja tekemiseen liittyy mielestämme selkeitä epävarmuustekijöitä, minkä vuoksi tavoite vaikuttaa saavuttamattomalta.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	204,4	56,0	56,5	45,6	52,8	210,9	51,5	50,9	41,8	49,5	193,7	196,5	213,4	227,7
Infra	60,0	15,8	17,8	14,5	17,5	65,6	17,0	18,0	15,5	18,4	68,9	71,7	73,8	76,1
Talo	79,4	19,9	19,1	15,8	16,1	70,8	16,1	15,5	12,2	12,9	56,7	55,5	62,7	70,3
Digitaaliset ratkaisut	22,1	8,0	7,7	6,7	7,6	29,9	7,0	7,0	6,5	7,7	28,1	30,2	34,8	37,4
Ruotsi	42,9	12,4	11,9	8,6	11,6	44,5	11,4	10,4	7,7	10,6	40,0	39,1	42,1	44,0
Käyttökate	23,8	8,5	6,4	5,2	3,2	23,2	5,1	4,3	3,3	5,1	17,7	21,1	26,6	28,6
Poistot ja arvonalennukset	-10,6	-3,0	-2,8	-2,9	-2,8	-11,5	-3,1	-3,2	-3,5	-3,0	-12,8	-11,0	-10,3	-9,6
EBITA (oik.)	20,4	6,6	4,5	3,5	2,4	17,0	3,4	2,6	2,4	3,5	11,8	14,0	18,9	20,8
EBITA	16,1	6,2	4,4	3,3	1,3	15,1	3,1	2,2	1,3	3,1	9,6	13,5	18,9	20,8
Liikevoitto	13,2	5,5	3,6	2,3	0,3	11,7	2,0	1,1	-0,2	2,1	4,9	10,1	16,3	19,0
Nettorahoituskulut	-2,9	-1,1	-0,9	-1,2	-1,3	-4,6	-1,2	-1,3	-1,6	-1,5	-5,6	-5,1	-4,8	-4,5
Tulos ennen veroja	10,3	4,4	2,7	1,0	-1,0	7,1	0,7	-0,2	-1,8	0,6	-0,7	5,0	11,5	14,5
Verot	-2,4	-0,9	-0,6	-0,3	0,1	-1,6	-0,2	0,0	0,4	-0,1	0,1	-1,1	-2,4	-3,0
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1
Nettotulos	7,8	3,5	2,2	0,8	-0,9	5,6	0,6	-0,1	-1,4	0,4	-0,5	3,9	9,0	11,4
EPS (oikaistu)	0,34	0,11	0,06	0,03	0,01	0,21	0,03	0,01	-0,01	0,01	0,04	0,12	0,25	0,32
EPS (raportoitu)	0,22	0,10	0,06	0,02	-0,02	0,16	0,02	0,00	-0,04	0,01	-0,01	0,11	0,25	0,32

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	14,0 %	13,9 %	9,2 %	-0,6 %	-8,3 %	3,2 %	-8,0 %	-9,9 %	-8,4 %	-6,2 %	-8,2 %	1,5 %	8,6 %	6,7 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%		40,7 %	-24,0 %	-29,6 %	-57,0 %	-16,6 %	-49,0 %	-43,4 %	-29,6 %	43,4 %	-30,5 %	18,2 %	35,6 %	10,0 %
Käyttökate-%	11,6 %	15,1 %	11,3 %	11,4 %	6,0 %	11,0 %	9,9 %	8,4 %	7,9 %	10,2 %	9,1 %	10,7 %	12,5 %	12,6 %
Oikaistu EBITA-%	10,0 %	11,8 %	8,0 %	7,6 %	4,6 %	8,1 %	6,6 %	5,0 %	5,8 %	7,0 %	6,1 %	7,1 %	8,9 %	9,2 %
Nettotulos-%	3,8 %	6,2 %	3,8 %	1,7 %	-1,6 %	2,6 %	1,1 %	-0,2 %	-3,4 %	0,9 %	-0,3 %	2,0 %	4,2 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	194	194	0 %	199	197	-1 %	214	213	0 %
Käyttökate	17,7	17,7	0 %	22,6	21,1	-7 %	26,7	26,6	0 %
EBITA (oik.)	11,8	11,8	0 %	15,0	14,0	-7 %	19,0	18,9	0 %
EBITA	9,6	9,6	0 %	15,0	13,5	-10 %	19,0	18,9	0 %
Tulos ennen veroja	-0,7	-0,7	0 %	7,1	5,0	-30 %	12,0	11,5	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,04	0,04	0 %	0,16	0,12	-21 %	0,26	0,25	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,10	0,10	0 %	0,14	0,14	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 1/3

Arvostuksen perusteet

Hinnoittellemme Sitowisea ensisijaisesti tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan hyvän ja laajan verrokkiryhmän kanssa. Sen lisäksi saamme pohjoismaisista verrokeista hyvän pohjan yhtiölle hyväksyttävästä arvostuksesta.

Suosimme arvomäärittelyssä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-tuloskertoimia. Sitowisen liiketoimintamallin ja kevyen taseen vuoksi tasepohjainen (P/B) arvostus ei ole mielestämme parhaita mahdollisia mittareita. Liikevaihtoon pohjautuva (EV/S) arvostus on mielestämme hyvä tulosneutraali tapa katsoa arvostusta, mutta siitä voi arvioida käytännössä vain selkeän väärinhinnoittelun mahdollisuutta.

Hyväksyttävä arvostus

Sitowisella on kevyt tase, vähän pääomia sitova liiketoiminta ja se tuottaa hyvää kassavirtaa. Kasvu on ollut vahvaa, mutta keskivertoa parempi kannattavuusprofiili on kokenut viime vuosien aikana ison kolauksen, mikä vaikuttaa Sitowiselle hyväksyttävään arvostustasoon heikentävästi.

Paras vertailukohta ja pohja hyväksytystä arvostustasosta löytyy mielestämme yhtiön pohjoismaisista verrokeista Swecosta, Rejlersistä ja AFRY:stä. Verrokkit ovat liiketoimintaprofiiltaan ja markkinoiltaan hyvin lähellä Sitowisea, vaikka Sweco ja AFRY ovat vielä selvästi isompia, hajautuneempia sekä vakiintuneempia toimijoita. Rejlersin ja Swecon suoritus on myös viimeisien vuosien aikana on ollut selvästi parempi kuin Sitowisellä (pääoman tuoton näkökulmasta) ja mielestämme Sitowise tulisi tässä tapauksessa olla alennuksella verrokkien historialliseen

arvostustasoon.

Vuodesta 2010 lähtien eteenpäin katsova P/E-kerroin on ollut näillä verrokeilla noin 16x ja EV/EBITDA-kerroin noin 9x. Kertoimet ovat laskeneet selvästi korkeilta tasoilta, mitä nähtiin 2017-2021. Silloiset korkeat tasot arvostuksessa mielestämme viestivät teknisen konsultoinnin yhtiöiden hyvästä suorittamisesta, mutta myös nollakorkoajan nostamista arvostuksista. Arvostukset ovat nyt lähentyneet keskiarvoja, mikä puoltaa näihin myös luottamista.

Sitowisen tapauksessa yhtiön hyvä tulospotentialiaali ja vahva kasvuhaluukkuus tukevat arvostusta verrokkien tasoon nähden. Kuitenkin Sitowisen kannattavuuden romahtamisen, verrokkeja alhaisemman pääoman tuoton ja kohonneiden riskitekijöiden vuoksi alennus verrokkien tasoon on mielestämme hyväksytty. Hyväksyttävä arvostushaarukkamme Sitowiselle on: P/E 12-16x ja EV/EBITDA: 7-9x.

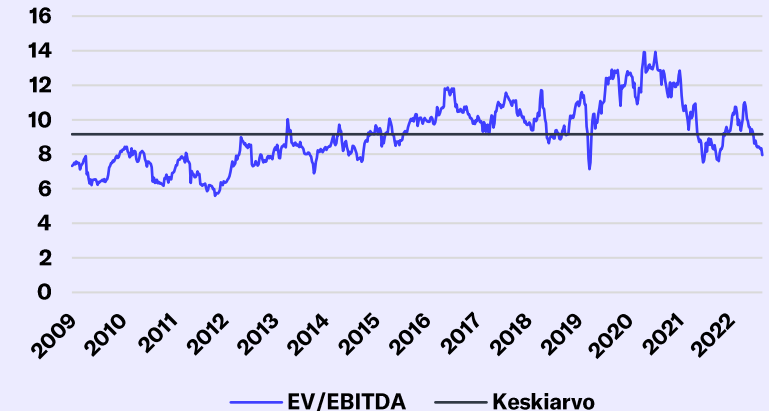
Tällä hetkellä haarukan keskitaso on lähellä Helsingin pörssin pitkän aikavälin arvostustasoa (PE: 14x), mikä on mielestämme suhteellisen linjassa Sitowisen suoritukseen. Nousuvaraa hyväksyttävässä haarukassa ei mielestämme ole nykyisessä ympäristössä, vaikka yhtiö onnistuisikin jatkamaan kasvuaan historialliseen tapaan ja nostamaan kannattavuutensa tavoitteiden tasolle. Mielestämme Sitowisen suorituksen tulisi parantua verrokkeja paremmaksi pidemmällä aikavälillä, jotta haarukan yläpäähän olisi tarve kajota. Sen sijaan laskuvaraa haarukassa voi olla, mikäli suoritustaso heikentyy tai pysyy nykyisellä tasollaan. Tuloskasvun puute, taloudellisen tilanteen haasteet ja strategian epäonnistuminen voisivat mielestämme laskea haarukan tasoa alemmas.

Verrokkien pitkän aikavälin arvostuskertoimet

Eteenpäin katsova P/E (12kk)



Eteenpäin katsova EV/EBITDA (12kk)



Arvostus 2/3

Absoluuttiset kertoimet

Sitowisen vuoden 2024 arvostus nousee korkealle tasolle heikon tulostason vuoksi. Tuluskäänteen ja markkinan piristymisen toteutuessa ennusteidemme mukaisesti laskevat lähivuosien kertoimet alhaisemmaksi (25-26e ka.: EV/EBITDA: 8x, P/E: 17x), mutta ovat edelleen haastavat. Vuosien 25-26 aikana Sitowisen suorituksen ja tulostason tulisi hiljalleen parantua lähemmäs yhtiön normaalia tulostasoa (EBITA-%: 9-10 %), minkä vuoksi näemme etenkin vuoden 2026 arvostuksen heijastavan paremmin Sitowisen arvoa. Lähivuosien ennusteisiin ja hyväksymämme arvostushaarukan alarajaan (EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x) nähden osakkeessa olisi kuitenkin laskuvaraa. Painotamme vahvemmin vuoden 2026 arvostusta päivityksen yhteydessä, sillä vuoden 2025 tulos on edelleen Sitowisen normaaliin tasoon nähden alhainen.

Nojaamme tällä hetkellä hyväksyttävän haarukan alatasolle. Sitowisen suoritus on heikentynyt jo monta vuotta eikä toistaiseksi käänteestä ole todisteita. Epävarmuustekijät markkinan piristymisen aikataulusta, Sitowisen sisäisten haasteiden taklaamisesta ja kestävänn kannattavuuden tasosta ovat tällä hetkellä suuret ja lisäävät osakkeen riskejä selvästi. Nousu haarukan sisällä vaatisi todisteita paremmasta suorituskyvystä ja markkinan merkkejä odotuksia nopeammasta piristymisestä.

Osinko jäähyllä, kunnes taloudellinen tilanne paranee

Ennustamme Sitowisen osingon olevan nolilla vielä vuoden 2024 tuloksesta eikä se näin tue lyhyen aikavälin tuotto-odotusta. Osingonmaksuun odotamme yhtiön palaavan vuoden 2026 aikana (osinkotuotto-% 25e: 3,5 %), mutta tämä on hyvin riippuvainen yhtiön tuloskehityksestä sekä vuonna 2026 erääntyvän rahoituksen neuvotteluista. Tällä hetkellä osingon ei siis voi nähdä tukevan osakkeen tuotto-

odotusta.

Verrokkiryhmän esittely

Sitowiselle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan kansainvälisistä ja pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat ruotsalaiset Sweco ja AFRY toisiaan muistuttavan sijoittajaprofiilin, kohtuullisen lähellä olevan liiketoiminnan, Pohjoismaisten markkinoiden ja samanlaisen kannattavuusprofiilin vuoksi.

Pienemmistä ja Pohjoismaihin keskittyneistä verrokeista myös ruotsalainen Rejlers on hyvä esimerkki, vaikka toimialajako on Sitowiseen nähden hieman erilainen. Norjasta olemme lisänneet vastikään listautuneen Norconsulting ASA:n, jolla on myös toimintaa Suomessa. Suomesta hyviä verrokkeja ovat Solwers ja Etteplan, jotka toimivat myös teknisen konsultoinnin osa-alueella.

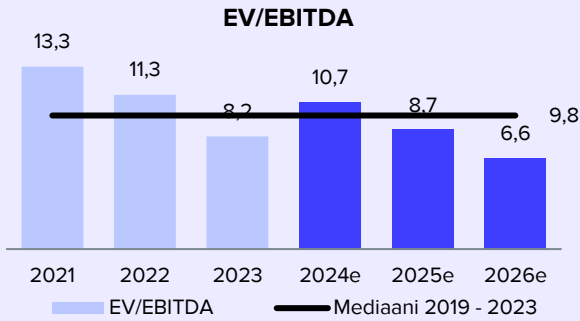
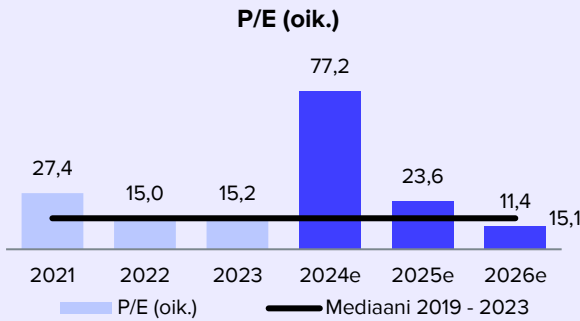
Verrokkiryhmän arvostustaso

Verrokkien keskimääräinen arvostustaso on laskenut selvästi muutaman vuoden takaa. Tällä hetkellä erot eri yhtiöiden arvostuksen ja odotuksien suhteen ovat erittäin suuria, mikä heikentää mielestämme lyhyellä aikavälillä suhteellisen arvostuksen käyttöä. Tästä esimerkkinä Swecon vuoden 2025 arvostus P/E-luvulla on tällä hetkellä lähempänä 30x-tasoa. Toisessa päässä Afry ja Rejlers arvostetaan P/E-luvulla 14x-tasolle vuonna 2025.

Keskimääräisesti (mediaani) verrokkiryhmän vuoden 2025e P/E-kertoimet ovat noin 17x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 9x. Arvostus on tällä hetkellä mielestämme mediaanisti suhteellisen neutraali. Verrokkiryhmästä näkee, että kansainväliset ja isot toimijat, joiden suorituskky sekä historiallinen suoritus on vahvaa, hinnoitellaan pörssissä muita korkeammalle (Sweco). Muut yhtiöt ovat kohtalaisen lähellä mediaanilukuja.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,88	2,88	2,88
Osakemäärä, milj. kpl	35,8	35,8	35,8
Markkina-arvo	103	103	103
Yritysarvo (EV)	190	184	176
P/E (oik.)	77,2	23,6	11,4
P/B	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,7	8,7	6,6
EV/EBIT (oik.)	28,2	17,4	10,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	92,3 %	55,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,5 %	4,9 %

Lähde: Inderes



Arvostus 3/3

Sitowise tulisi hinnoitella alennuksella verrokkeihin

Vuodelle 2025 Sitowisen tulostulokset ovat noin 20 % verrokkien yläpuolella. Mielestämme olisi perusteltua hinnoitella Sitowise vähintään verrokkiryhmän tasolle historiallisen kannattavuuden ja tulevaisuuden kasvupotentiaalin yhdistelmän ansiosta, mutta viime aikainen suorittaminen on ollut selvästi verrokkeja heikompaa. Lisäksi monella verrokillä toimialajakauma on osoittautunut suhdannekestävämmäksi sekä suorituskyvystä on parempi historia (esim. Sweco), minkä vuoksi on hyväksytty hinnoitella verrokkeja tällä hetkellä selvästi korkeammalle. Rahoitusriskit, Ruotsin haasteet sekä heikko nykyinen kannattavuus huomioiden diskontto (-10 %) on Sitowiselle perusteltu ja suhteellisen arvostuksen perusteella osakkeessa olisi selvää laskuvaraa.

DCF-arvonmäärittäminen

Annamme arvonmäärittämisessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 3,4 euroa, eikä siinä ole merkittävää nousuvaraa, kun huomioi pitkän aikavälin epävarmaan potentiaaliin nojaavat odotukset.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 9,0 %:iin liikevaihdosta. Tämä vastaa noin 9-10 %:n EBITA-marginaalia, joka on selvästi yhtiön tavoitetason (+12 %) alapuolella.

Kasvuennusteesi pidemmälle tulevaisuuteen eivät ole optimistisia, mutta samalla on huomioitava, että Sitowise ei voi loputtomiin kasvaa markkinaa nopeammin eikä rakentamisen konsultointi voi loputtomasti kasvaa itse

rakentamista nopeammin. Kannattavuusodotuksemme ovat nykyinen suoritus huomioiden optimistisia, mutta historia ja potentiaali huomioiden maltillisia. Tässä mielessä pidämme niitä tässä hetkessä realistisina.

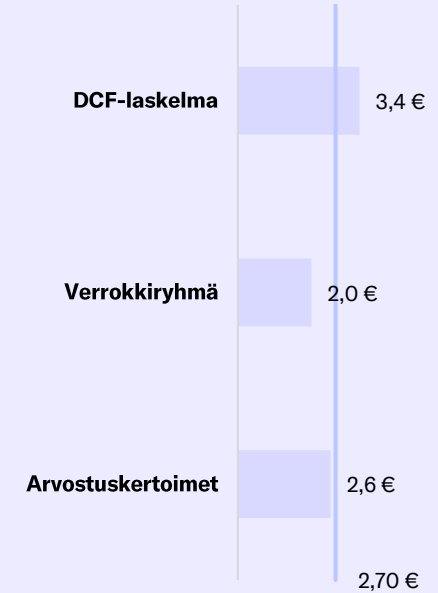
Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,0 % ja oman pääoman kustannus on 10,1 %. Mielestämme tuottovaatimustaso on pörssin keskiarvoon ja rakennusalan verrokkeihin nähden kohtuullisen neutraali eikä siinä ole mielestämme nykyisessä ympäristössä laskuvaraa. Riskien edelleen kasvaessa tuottovaatimustaso voi nousta.

Tavoitehintaa ja suositus

Tarkistamme Sitowisen tavoitehinnan 2,70 euroon (aik. 2,50 €) toistaen vähennä-suosituksemme. Tavoitehintaa nousi hieman painottaessamme enemmän vuoden 2026 tulosta ennusteissamme ja myös DCF-laskelman arvo nousi hieman edellisestä päivityksestä. Mielestämme Sitowisen arvostus on haastava ja riskit tulostulokäänteeseen taustalla ovat korkeat. Mikäli merkit tulostulokäänteestä vahvistuvat ja sisäiset haasteet saadaan lähikvartaalien aikana ratkaistua, on osakkeessa myös selkeitä ajureita nousulle. Mielestämme riskinä on kuitenkin pitkäkestoiset haasteet Ruotsissa, mutta myös talomarkkinan piristymisen lykkäytyminen sekä Sitowisen kilpailukyky heikentyminen nykyisessä markkinassa.

Arviomme osakkeen käyvästä arvosta tässä vaiheessa on 2-5 euroa. Käypä arvo pohjautuu soveltamiimme arvonmäärittämismenetelmiimme ja on normaalia laajempi yhtiön nykytilanne huomioiden. Nykykurssi ja tavoitehintamme ovat käyvän arvon alapäässä ja näemmekin osakkeessa merkittävää potentiaalia pidemmällä aikavälillä, mikäli riskit eivät realisoidu ja Sitowise palaa entisille raiteilleen.

Tavoitehinnan muodostuminen



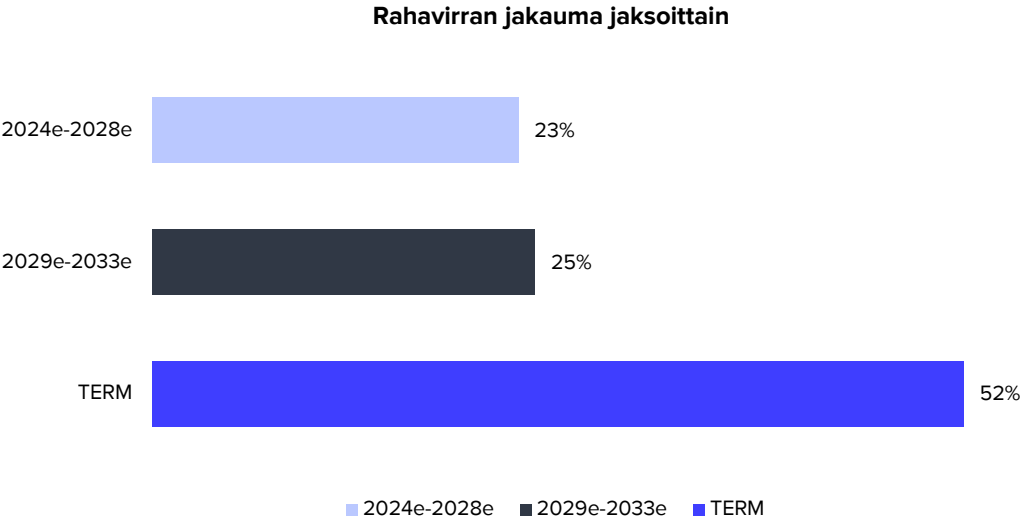
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,2 %	-8,2 %	1,5 %	8,6 %	6,7 %	4,0 %	2,5 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	5,5 %	2,5 %	5,1 %	7,6 %	8,3 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Liikevoitto	11,7	4,9	10,1	16,3	19,0	21,3	21,8	22,3	22,5	22,7	23,0	
+ Kokonaispoistot	11,5	12,8	11,0	10,3	9,6	9,1	8,8	8,5	8,4	8,3	8,2	
- Maksetut verot	-1,5	0,1	-1,1	-2,4	-3,0	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9	
- verot rahoituskuluista	-1,0	-0,7	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
+ 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	-0,7	-3,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	20,1	14,0	18,8	22,9	24,3	25,8	25,9	26,0	26,1	26,2	26,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-11,1	-12,5	-9,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,0	1,5	9,8	14,9	16,3	17,8	17,9	18,0	18,1	18,2	18,1	
+/- Muut	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,0	1,0	9,8	14,9	16,3	17,8	17,9	18,0	18,1	18,2	18,1	229
Diskontattu vapaa kassavirta		1,0	9,1	12,6	12,7	12,7	11,7	10,8	10,0	9,2	8,4	106
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		204	203	194	182	169	156	145	134	124	115	106
Velaton arvo DCF		204										
- Korolliset velat		-98,7										
+ Rahavarat		15,6										
-Vähemmistöosuus		-0,6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		121										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,4										

Pääoman kustannus (WACC)

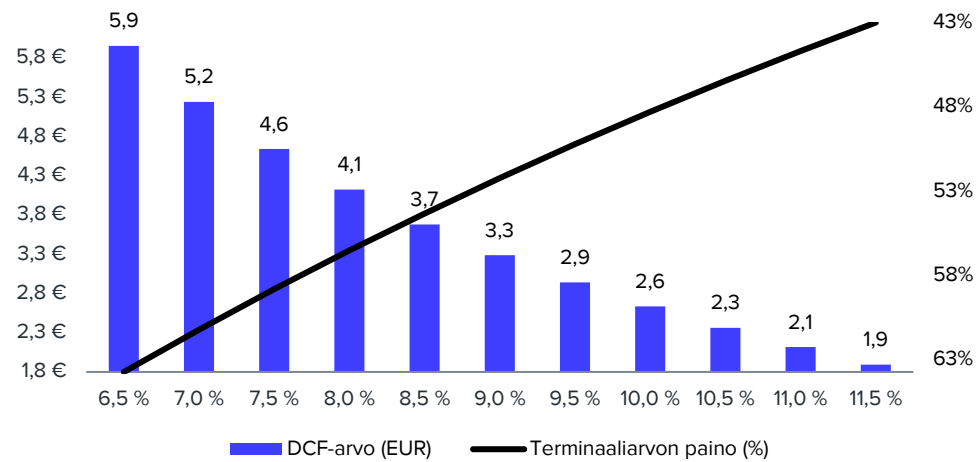
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,20 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

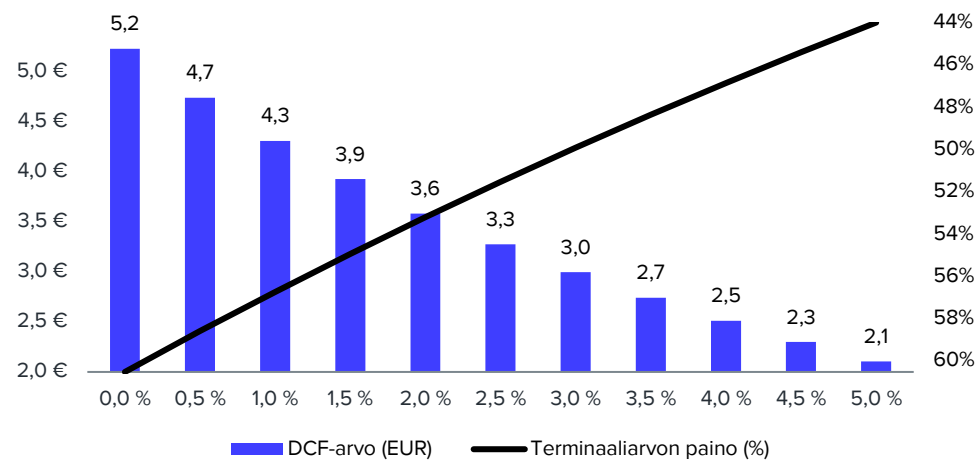


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

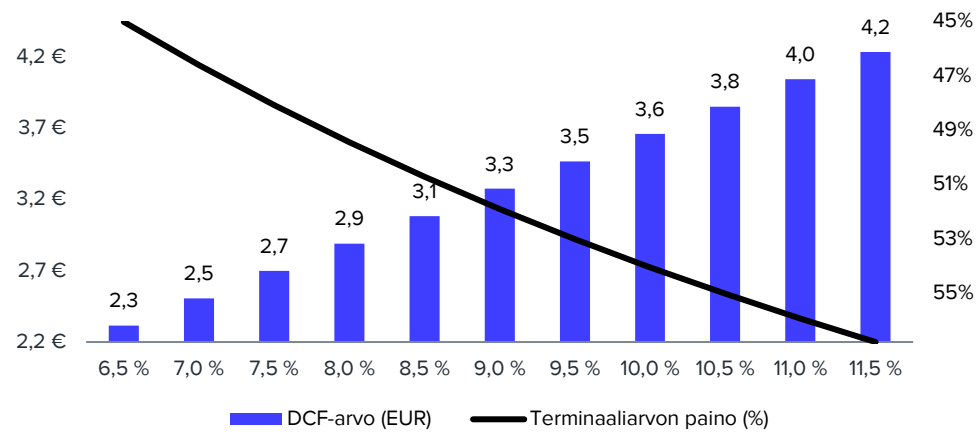
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



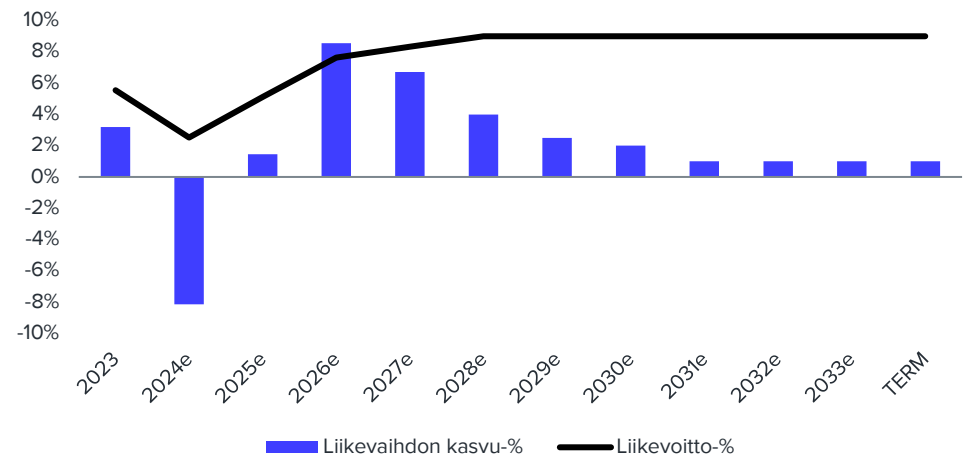
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	179,3	204,4	210,9	193,7	196,5	EPS (raportoitu)	0,22	0,22	0,16	-0,01	0,11
Käyttökate	25,8	23,8	23,2	17,7	21,1	EPS (oikaistu)	0,29	0,34	0,21	0,04	0,12
Liikevoitto	16,4	13,2	11,7	4,9	10,1	Operat. kassavirta / osake	0,50	0,50	0,56	0,39	0,53
Voitto ennen veroja	10,3	10,3	7,1	-0,7	5,0	Vapaa kassavirta / osake	-0,23	-0,51	0,25	0,03	0,27
Nettovoitto	7,8	7,8	5,6	-0,5	3,9	Omapääoma / osake	3,24	3,29	3,35	3,31	3,42
Kertaluontoiset erät	-2,6	-4,3	-1,9	-1,9	-0,5	Osinko / osake	0,10	0,10	0,00	0,00	0,10
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	249,8	280,7	278,4	268,3	267,3	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	14 %	3 %	-8 %	1 %
Oma pääoma	114,9	116,9	119,6	119,5	123,4	Käyttökatteen kasvu-%	-2 %	-8 %	-2 %	-24 %	19 %
Liikearvo	135,2	157,6	158,0	158,5	158,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	10 %	-8 %	-22 %	-50 %	57 %
Nettovelat	59,3	85,6	83,1	85,8	80,0	EPS oik. kasvu-%	-10 %	16 %	-39 %	-82 %	228 %
						Käyttökate-%	14,4 %	11,6 %	11,0 %	9,1 %	10,7 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Oik. Liikevoitto-%	10,6 %	8,5 %	6,4 %	3,5 %	5,4 %
Käyttökate	25,8	23,8	23,2	17,7	21,1	Liikevoitto-%	9,1 %	6,4 %	5,5 %	2,5 %	5,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,2	-3,0	-0,7	-3,1	-0,1	ROE-%	8,6 %	6,8 %	4,7 %	-0,4 %	3,2 %
Operatiivinen kassavirta	17,7	17,9	20,1	14,0	18,8	ROI-%	9,0 %	6,4 %	5,4 %	2,2 %	4,7 %
Investoinnit	-25,8	-36,1	-11,1	-12,5	-9,0	Omavaraisuusaste	46,0 %	41,6 %	42,9 %	44,6 %	46,2 %
Vapaa kassavirta	-8,2	-18,2	9,0	1,0	9,8	Nettovelkaantumisaste	51,6 %	73,2 %	69,5 %	71,8 %	64,8 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,9	1,3	0,9	1,0	0,9						
EV/EBITDA	13,3	11,3	8,2	10,7	8,7						
EV/EBIT (oik.)	18,2	15,4	14,5	28,0	17,3						
P/E (oik.)	27,4	15,0	15,2	76,4	23,3						
P/B	2,5	1,6	0,9	0,9	0,8						
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	3,5 %						

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 (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 tulevast. 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 sijoituspäätöstensä 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 sijoitusuusituksia 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 arvonmäärittämissuhteita: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuhteet 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 yhtiökohtaisia 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 otama 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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
29.3.2021	Vähennä	8,60 €	8,50 €
20.5.2021	Lisää	9,30 €	8,78 €
26.8.2021	Lisää	9,30 €	8,27 €
11.11.2021	Lisää	9,30 €	8,33 €
3.3.2022	Lisää	7,60 €	6,50 €
4.5.2022	Lisää	7,20 €	6,05 €
19.5.2022	Osta	7,20 €	5,74 €
18.8.2022	Lisää	6,50 €	5,50 €
27.10.2022	Osta	5,50 €	3,90 €
2.11.2022	Osta	5,50 €	4,15 €
29.11.2022	Lisää	5,50 €	4,75 €
1.3.2023	Lisää	5,40 €	4,89 €
10.5.2023	Lisää	5,10 €	4,40 €
17.8.2023	Osta	5,00 €	4,00 €
5.9.2023	Osta	5,00 €	3,99 €
20.10.2023	Lisää	4,00 €	3,38 €
3.11.2023	Lisää	3,30 €	2,88 €
28.2.2024	Lisää	3,00 €	2,65 €
10.5.2024	Lisää	3,20 €	2,88 €
15.7.2024	Vähennä	2,90 €	2,80 €
1.8.2024	Vähennä	2,70 €	2,89 €
14.8.2024	Vähennä	2,50 €	2,42 €
8.11.2024	Vähennä	2,50 €	2,41 €
24.1.2025	Vähennä	2,70 €	2,85 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**