

SOLWERS

03.02.2026 8.12 EET



Olli Vilppo
+358 40 515 2811
olli.vilppo@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Potentiaali on selvästi nykyistä korkeammalla

Solwers on asiantuntijapalveluyhtiöiden muodostama konserni, joka pyrkii luomaan arvoa sekä yhtiöiden operatiivisten liiketoimintojen avulla että konsolidoimalla toimialaa yritysoistoilla. Vuonna 2026 yhtiön pitää päästä jälleen kiinni kriittiseen tuloskasvuun, sillä nykyisellä tulostasolla konsernin pääomantuotto on valahtanut alhaiseksi. Näemme tähän hyvät mahdollisuudet, sillä tilauskannan ja henkilöstömäärän suhde on jo lähtenyt kohenemaan ja kertakulujen pitäisi myös laskea. Toistamme 2,5 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen.

Asiantuntijayritysten muodostama konserni

Solwers on vuonna 2017 perustettu teknisen konsultoinnin ja suunnittelun asiantuntijayritysten muodostama konserni, joka omistaa 29 operatiivista tytäryritystä Suomessa, Ruotsissa ja joulukuusta lähtien myös Puolassa. Liikevaihto on jakautunut Suomen ja Ruotsin kesken suhteellisen tasaisesti. Solwers-yhtiöiden asiantuntijapalvelut kattavat laaja-alaisesti hankkeiden elinkaaren eri vaiheet, minkä lisäksi ne hajautuvat laajalti rakennetun ympäristön eri suunnittelualueille. Yritysoistoilla hankittavia yrityksiä ei integroida, vaan ne jatkavat omilla brändeillään omistajanvaihdoksen jälkeen. Liiketoimintamallinsa ansiosta Solwers on toteuttanut lyhyen historiansa aikana ripeään kasvuun tähtäävää epäorganaisen kasvun strategiaansa ahkerasti ja konserni on kasvanut vuosittain noin 25 %.

Kannattavuushuolien kanssa painittu vuodesta 2024

Vuodesta 2024 alkaen Solwersin kannattavuus on laskenut merkittävästi (2025e: EBITA 5,4 %), kun töitä ei ole riittänyt kaikille konsulteille ja kiristyneessä markkinassa hintatasot ovat myös laskeneet. Samalla yhtiön muut kulut ovat kasvaneet osin kertaluontoisten kulujen myötä. Tuloskuopassa myös epäorganaiseen kasvun edellytykset ovat heikentyneet. Lähivuosina yhtiön pitääkin saada konsernin kannattavuus palautettua lähemmäs historiallisia tasoja (2019-2023 ka. EBITA 10,9 %) todistaakseen aiempien yritysoistojen olleen onnistuneita

ja sen myötä edellytykset myös uusien yhtiöiden hankinnoille ovat paremmat.

Syklin pohjalta pitäisi markkinan lähteä elpymään

Solwersin kohdemarkkinoiden pitkän ajan orgaaninen kasvu on yleisen talouskasvun tasolla tai hieman sen yläpuolella rakenteellisten ajureiden turvin. Vaikka markkinan elpyminen nykyisestä kuopastaan onkin ollut pitkään odotuksia hitaampaa, on kasvun kiihtymiselle selvät rakennuspalikat olemassa. Keskeisiä talouskasvun ajureita ovat Saksan ja EU:n mittavien investointipakettien heijastevaikutukset, kuluttajien parantuva ostovoima sekä korkojen lasku. Tätä taustaa vasten odotamme teknisen suunnittelun ja konsultoinnin markkinan alkavan saada vetoapua yleisestä talouskehityksestä etenkin vuoden 2026 jälkipuolikkaalla. Myös yhtiön tuloksen pitäisi asteittain elpyä, kun käyttöasteet paranevat, säästöt realisoituvat ja markkinan hintatasojen voi myös olettaa alkavan elpyä. Vuoteen 2027 mennessä odotamme EBITA-marginaalin elpyvän 9,8 %:iin. Ennusteemme eivät huomioi tulevia yritysoistoja, mutta nykyisillä päämarkkinoilla riittää edelleen runsaasti konsolidoitavaa.

Tuloskasvun toteutuminen ajaa osaketta

Solwersin riskiprofiili on riippuvainen sen normaalista kannattavuustasosta, sillä yhtiön velanhoitokyky ja samalla velkaan liittyvä riskitaso riippuu tulostasosta. Hieman kärjistäen voidaan todeta, että mikäli kannattavuustaso jäisi lähelle 2024-2025 aikana nähtyjä tasoja, olisi osake kallis, yritysoistostrategia epäonnistunut ja velkataakka haaste. Vastaavasti jos kannattavuus elpyy ennusteidemme mukaiselle tasolle, on osakkeen arvostus jo varsin edullinen (2027e P/E 8x ja EV/EBIT 9x), velkataso hallinnassa ja uusia yritysoistojakin voidaan alkaa jälleen miettiä. Osakkeen tuotto-riskisuhde on matalalla nykykurssilla mielestämme riittävän houkutteleva. Tuloskasvun kulmakerroin on silti vielä hämärän peitossa, mikä pitää rahoitusriskit edelleen koholla.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:
2,50 EUR
(aik. 2,50 EUR)

Osakekurssi:
2,23 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	78,3	83,3	89,4	91,6
kasvu-%	19 %	6 %	7 %	3 %
EBIT oik.	2,7	1,0	4,2	5,2
EBIT-% oik.	3,5 %	1,2 %	4,7 %	5,6 %
Nettotulos	1,1	-0,5	2,1	3,0
EPS (oik.)	0,11	-0,05	0,20	0,29

P/E (oik.)	28,2	neg.	11,0	7,6
P/B	0,8	0,6	0,5	0,5
Osinkotuotto-%	0,7 %	0,0 %	2,0 %	2,2 %
EV/EBIT (oik.)	21,0	51,9	11,8	9,0
EV/EBITDA	8,9	9,8	5,7	4,8
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

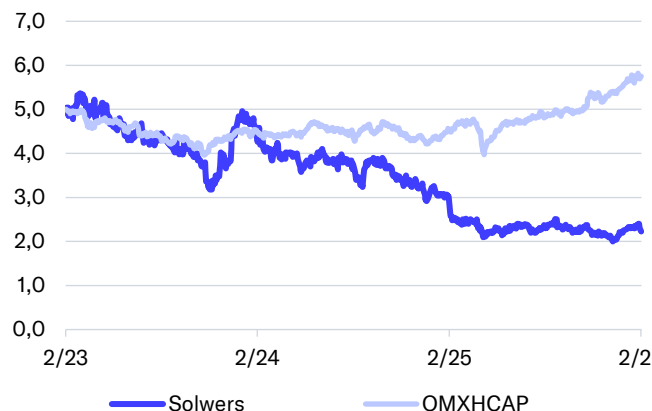
(Ennallaan)

Markkinoiden epävarmuus rajoittaa tulevaisuuden näkyvyyttä. Koska Solwersin toiminta on riippuvainen investoinneista, yhtiö hyötyy yleisestä markkinan piristymisestä. Piristymisen odotetaan vahvistuvan vuoden loppua kohden.

Sisällysluettelo

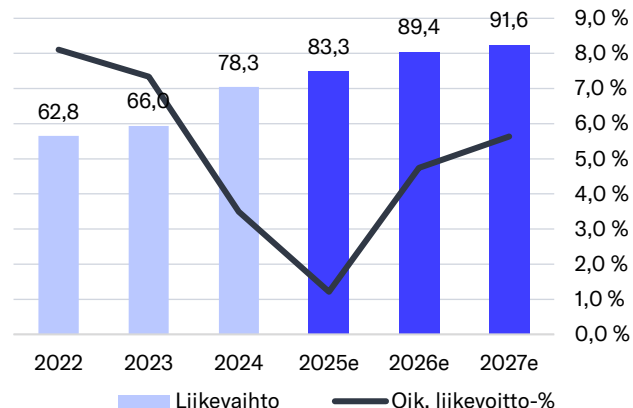
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Markkina ja kilpailukenttä	12-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-18
Taloudellinen tilanne	19
Sijoitusprofiili	20
Ennusteet	21-24
Arvonmääritys ja suositus	25-31
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	32

Osakekurssi



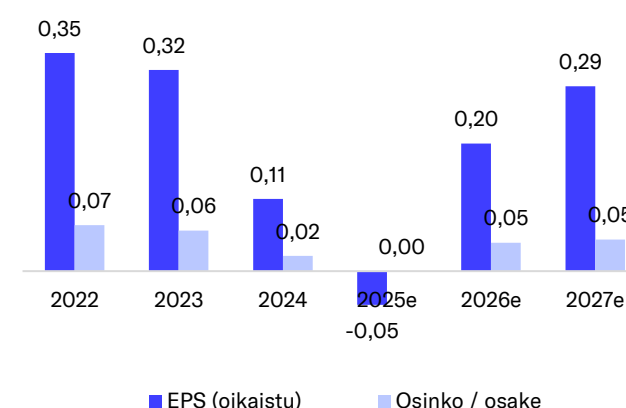
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Markkinan investointiaktiviteetin piristytessä ja hintatasojen elpyessä tulosvivun pitäisi olla voimakas nykyiseltä heikolta tasolta
- Voimakas kasvuhakuisuus ja kevyttä integraatiota hyödyntävä yritysostoprosessi
- Pääoman allokoinnissa onnistuminen määrittää pitkän aikavälin arvonluonnin tason
- Pääomakevyt liiketoimintamalli

Riskitekijät

- Asiakasalojen suhdanneherkkyys
- Markkinan hintatasojen ja sitä kautta kannattavuuden kehitykseen liittyvä epävarmuus ja heikko näkyvyys
- Epäorgaaniseen kasvuun liittyvät riskit
- Henkilöriippuvuus
- Osakkeen alhainen likviditeetti
- Kohonnut velkaantuneisuus

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,23	2,23	2,23
Osakemäärä, milj. kpl	10	10	10
Markkina-arvo	23	23	23
Yritysarvo (EV)	52	50	47
P/E (oik.)	neg.	11,0	7,6
P/E	neg.	11,0	7,6
P/B	0,6	0,5	0,5
P/S	0,3	0,3	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	9,8	5,7	4,8
EV/EBIT (oik.)	51,9	11,8	9,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	22,3 %	17,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,0 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Solwers lyhyesti

Solwers-yhtiöt ovat erikoistuneet arkkitehtuuriin, teknisen konsultoinnin, sähkö-, automaatio- ja sähkönsiirtosuunnittelun, ympäristövaikutusten valvonnan, projektinjohtamisen ja -valvonnan, kiertotalouden, taloushallinnon ja digitaalisten ratkaisujen sekä logistiikkaratkaisujen tarjoamiseen.

2017

Perustamisvuosi

81,6 MEUR

Liikevaihto (TTM)

4,1 MEUR

EBITA-liikevoitto (TTM)

29

Omalla nimellä toimivaa tytäryhtiötä

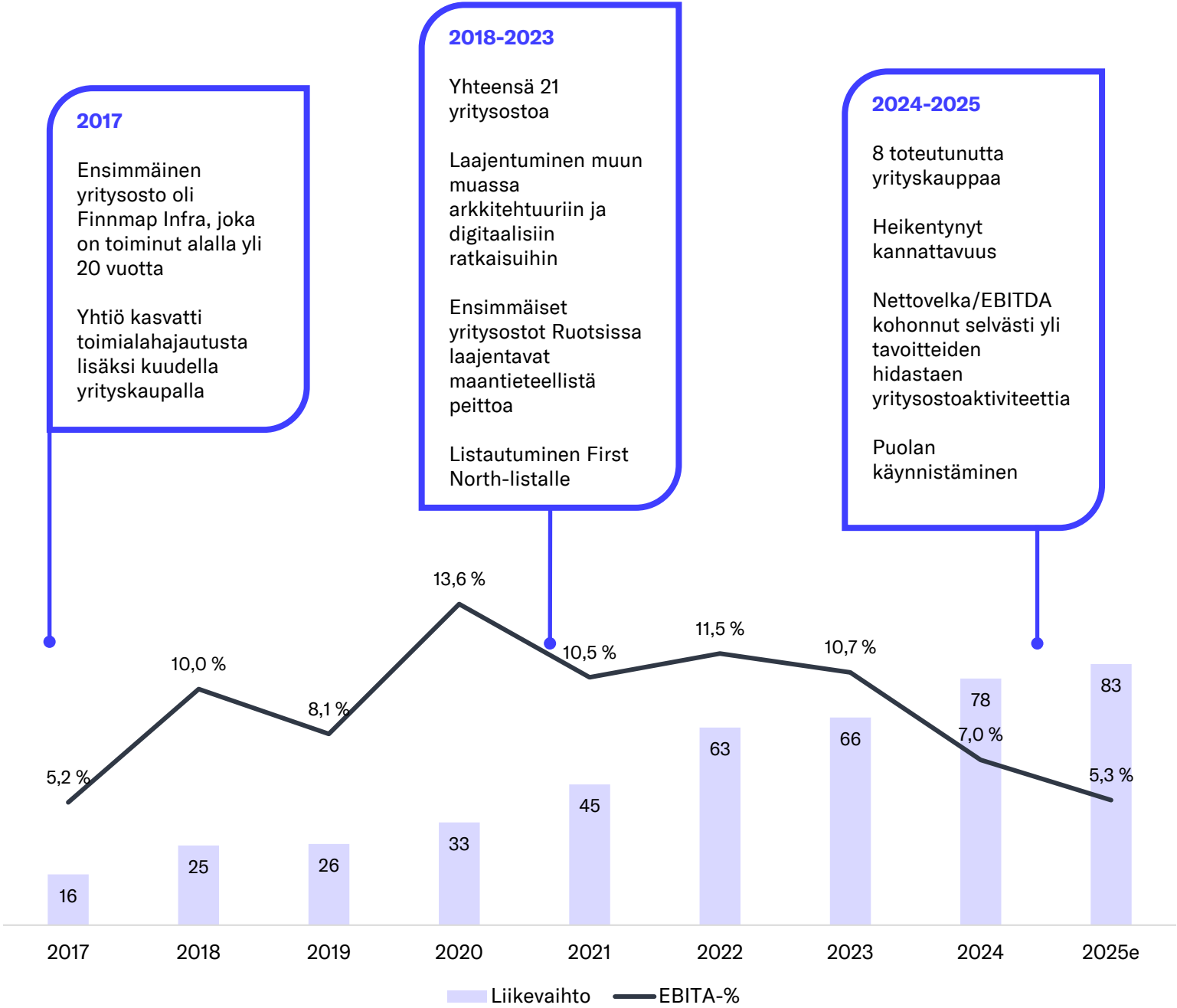
692

Henkilöstö Q3'25 lopussa

3

Toimintamaata

Lähde: Inderes, Solwers



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Asiantuntijayritysten muodostama konserni

Solwers on vuonna 2017 perustettu asiantuntijayritysten muodostama konserni, joka suunnittelee yksilöllisiä ja kestäviä elinympäristöjä. Konsernin palveluihin kuuluvat muun muassa projektijohtaminen ja -valvonta, arkkitehtuuri, infra- ja rakennesuunnittelu, tehdassuunnittelu, sähkö- ja automaattioratkaisujen suunnittelu, LVI- ja akustiikkasuunnittelu, ympäristöpalvelut ja analyysit, johdon konsultointi logistiikassa ja rataliikennetoiminnassa sekä taloushallinnon palvelut.

Konserni toimii alustana omistamilleen yhtiöille, tukee niiden kasvua ja erottautuu perinteisistä konsultointialan yhtiöistä sillä, että omistetut yhtiöt toimivat osaamisalueillaan omilla nimillä ja brändeillä, eikä omistettuja yhtiöitä integroida Solwers-brändin alle. Joitakin saman alan tytäryhtiöitä on kuitenkin fuusioitu toisiinsa, jos ne toimivat samalla alalla kuten viimeisimpänä Davidsson Tarkela ja Siren Arkkitehdit. Myös osa yritysostoista on ollut selkeitä add-on-yritysostoja, kuten tuore Odigo Consulting AB:n hankinta, joka integroidaan Wisegate AB:n alle.

Konserni koostuu 29 omalla nimellä toimivasta tytäryhtiöstä, joista 14 toimii Suomessa ja 14 Ruotsissa. Puolasta yhtiö osti hiljattain taloushallinnon palveluita tarjoavan yrityksen. Solwersin Q3'25 (TTM) liikevaihto oli 81,6 MEUR ja aineettomien oikeuksien poistoista ja IFRS 16- poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) oli 4,1 MEUR (EBITA-% 5,0 %). Sijoittajien on hyvä huomata, että yhtiö soveltaa IFRS16 -standardia toimialan tavanomaisesta käytännöstä poikkeavalla tavalla, kun se lukee vuokravastuiden lyhennykset (poistot) aineettomiin eriin. Tämä kohottaa sen EBITA-marginaalia arviomme mukaan n. 3 prosenttiyksikköä suhteessa perinteisempään soveltamistapaan.

Suomen ja Ruotsin osuus nykyisin melko tasan

Suomen painoarvo liiketoiminnalle on historiassa ollut suurempi, mutta ero on tasoittunut maiden välillä yritysostoaktiviteetin oltua viime vuosina vilkkaampaa Ruotsissa. Vuoden 2024 liikevaihdosta Suomen osuus oli enää 52 %, kun se vuonna 2020 oli vielä 79 %.

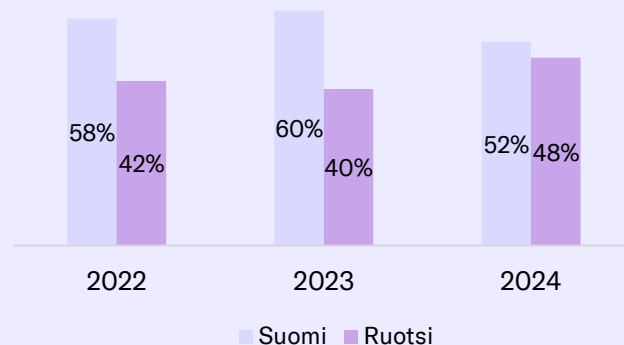
Yhtiö raportoi liikevaihdon vain konsernitasolla, joten liikevaihdon tarkemman rakenteen arviointi on haastavaa. Yhtiön kertoman mukaan kuitenkin karkeasti puolet konsernin liikevaihdosta muodostuu julkiselta sektorilta, ja tästä noin puolet koostuu infrastruktuuriprojekteista. Myös tytäryhtiöiden omat tilinpäätökset perkaamalla olemme muodostaneet karkean jaottelun eri toimialojen osuudesta.

Infrastruktuurihankkeet suurimmassa painossa

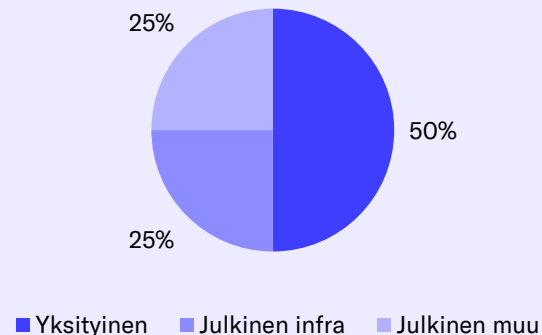
Tytäryhtiöille tekemämme jaottelun perusteella Infrastruktuurin suunnittelun ja projektinjohton konsultointipalveluihin on erikoistunut konsernissa 8 yhtiötä. Näistä suurimmat toimijat ovat Suomessa toimiva Finnmap Infra ja Ruotsissa toimivat projektinjohtoon erikoistunut Licab sekä sähkö- ja automaattioratkaisujen suunnitteluun keskittynyt ELE Engineering. Infrastruktuuriin keskittyneiden yhtiöiden osuus konsernin vuoden 2024 liikevaihdosta oli laskelmiemme mukaan 41 %.

Infrastruktuurin suunnitteluun ja projektinjohtoon keskittyvien yhtiöiden tyypilliset projektit ovat raidesuunnittelua, taitorakennesuunnittelua, geoteknistä suunnittelua ja maaperätutkimuksia, silta- ja tunnelisuunnittelua sekä projektinjohtopalveluja. Julkisen puolen infrastruktuurihankkeiden houkuttelevuutta kasvattaa niiden kysynnän vakaa luonne ja matalampi riippuvuus yleisestä talouskehityksestä.

Liikevaihdon jakauma maittain



Liikevaihdon jakauma eri asiakassegmenteissä



Lähde: Inderes, Solwers

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Teollisuuden konsultointia hankittu etenkin Ruotsissa

Erilaisiin teollisuuden sekä energia- ja prosessiteollisuuden konsultointiin erikoistuneita yhtiöitä löytyy etenkin Ruotsista. Näistä suurin on Wisegate. Myös Establish Scheening on iso toimija, joka keskittyy liikkeenjohdon konsultointiin logistiikassa. Muita tähän segmenttiin sisällyttämämme yrityksiä ovat Spectra Consulting, Demab, North 68 ja Relitor Engineering. Näiden yhtiöiden osuus konsernin vuoden 2024 konsolidoidusta liikevaihdosta oli laskelmiemme mukaan 21 %.

Arkkitehtuuri, rakenne- ja LVI-suunnittelu

Puhtaita arkkitehtitoimistoja konsernin yhtiöistä on kolme, joista Suomessa toimii kaksi (Lukkaroinen, Davidsson Tarkela Siren) ja Ruotsissa yksi (Dreem). Näiden yhtiöiden hankkeet ovat tyypillisesti uudishankkeiden pääsuunnittelua, peruskorjauksia, restaurointisuunnittelua ja sisustussuunnittelua. Lisäksi osana tätä palvelukokonaisuutta on yksi yhtiö (Polyplan), jonka palveluihin lukeutuu arkkitehtisuunnittelun lisäksi myös maanalaista ja maanpäällistä suunnittelua. Contria on rakennesuunnitteluun erikoistunut yhtiö Suomessa ja ruotsalainen Falk CM on erikoistunut projektinjohtoon sekä suunnittelun ja rakennesuunnittelun palveluihin. LVI-suunnittelua toteuttaa Suomessa kaksi yhtiötä (W.Zenner, Plan Air) ja lisäksi ruotsalainen Enerwex tarjoaa mm. LVI-suunnittelua ja passiivitalojen suunnittelua.

Laskelmiemme mukaan näiden yhtiöiden suhteellinen osuus konsolidoidusta liikevaihdosta oli vuoden 2024 luvuin noin 27 %. Tämän palvelukokonaisuuden hankkeet ovat tyypillisemmin yksityisen sektorin toteuttamia, mikä kasvattaa niiden riippuvuutta yleisestä talouskehityksestä.

Hankkeiden kohteena on kuitenkin myös kouluja ja kunnan rakennuksia, jolloin loppukäyttäjää on julkinen sektori.

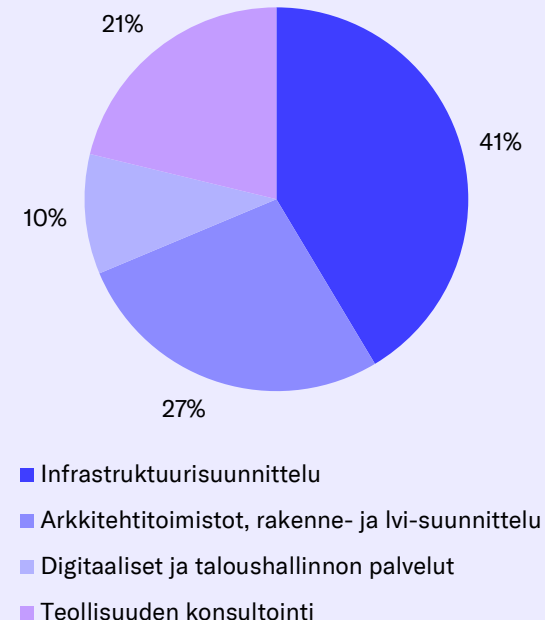
Digitaaliset ja taloushallinnon palvelut

Digitaaliset palvelut muodostuvat jaottelussamme värähtely- ja riskianalyysipalveluista (Kalliotekniikka Consulting Engineers) sekä etävalvontaan ja ympäristömittauksiin tarjottavista digitaalisista palveluista (Taitotekniikka). Taloushallinnon palveluita yhtiö tarjoaa kaikissa toimintamaissa (Accado, KAM Redovisning ja Szwak & Spółka). Keskeinen syy omistaa taloushallinnon palveluita on se, että nämä yhtiöt vastaavat samalla konsernin omien yhtiöiden taloushallinnosta (mm. reskontra ja kirjanpito), minkä lisäksi niillä on myös konsernin ulkopuolisia asiakkaita. Laskelmiemme mukaan näiden palveluiden osuus oli vuoden 2024 luvuin noin 10 % konsolidoidusta liikevaihdosta.

Voimakasta epäorgaanista kasvua

Solwers on historiassaan kasvanut voimakkaasti, sillä sen liikevaihto on tilikaudesta 2017 kasvanut vuosittain noin 25 % (CAGR). Kasvun ajurina on toiminut pääasiassa toteutetut yrityskaupat, kun taas orgaaninen kasvu on arviomme mukaan ollut karkeasti markkinakasvun mukaisesti linjassa talouskasvun kanssa. Tavanomaisesta poikkeavan yhtiön liiketoimintamallista tekee se, että ostettuja kohteita ei integroida Solwers brändin alle, vaikkakin niiden johtamiseen ja ohjaamiseen osallistutaan konsernin tasolta. Omat brändit säilyttämällä yhtiö pyrkii vaalimaan yritysten kulttuurillisia tekijöitä. Jokseenkin tavanomaisesta poikkeavan liiketoimintamallinsa ansiosta konserni on onnistunut ylläpitämään ripeää yritysostotahtia, sillä se ei juuri toteuta aikaa ja resursseja vieviä integraatiohankkeita.

Tytäryritysten liikevaihdon jakautuminen



Lähde: Inderes, Solwers

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Lisäksi konsernin mukaan tytäryhtiöiden itsenäisyyden säilyttämisen ansiosta se on alan suurempiin toimijoihin verrattuna houkuttelevampi omistaja pienemmille ja tyypillisesti yrittäjä/omistaja-vetoisille ostokohteille.

Liikevaihto muodostuu etupäässä pienistä puroista

Solwers-yhtiöillä oli syksyllä 2025 käynnissä yli 5 500 projektia. Suurin osa projekteista (noin 70 %) on kooltaan alle 10 TEUR. Vastaavasti yksittäiset suuret yli 1 MEUR:n projektit ovat käsityksemme mukaan harvassa. Yksi esimerkki niistä on Finnmap Infran hiljattain solmima 2 MEUR:n [tiesuunnitteluprojekti](#). Konsernirakennetta ja sen omistamien yhtiöiden kokoluokkaa peilaten konsernin asiakaskunta on arviomme mukaan varsin hyvin hajautunut.

Pienen kokoluokan vuoksi yhtiön kyky tuottaa suuria hankkeita on rajallinen suhteessa alan suuriin toimijoihin, mutta toisaalta pienen kokoluokan ja paikallisen läsnäolon ansiosta konsernin yhtiöillä on tyypillisesti vakiintuneet asemat alueellisilla markkinoilla. Tämä yhdessä paikallisen markkinan tuntemuksen ja pienen kokoluokan tuoman ketteryyden kanssa voi antaa Solwers-yhtiöille etua paikallisten hankkeiden kilpailutuksissa. Projektiliiketoiminnassa pienempiin hankkeisiin keskittyminen on tavanomaisesti myös maltillisemman riskin strategia. Palveluliiketoiminnassa projektien absoluuttista kokoa voimakkaasti kasvattaville toimijoille kannattavuushaasteet ovat tyypillisiä.

Projekti- ja tuntihinnoittelua

Solwersin liikevaihto muodostuu sekä projektihinnoittelusta että tuntilaskutuksesta. Tuntilaskutuksen osuus oli syksyllä 2025 yli 60 % liikevaihdosta, ja se on siten selvästi käytetyin malli Solwersin yrityksissä. Projektihinnoittelumalli

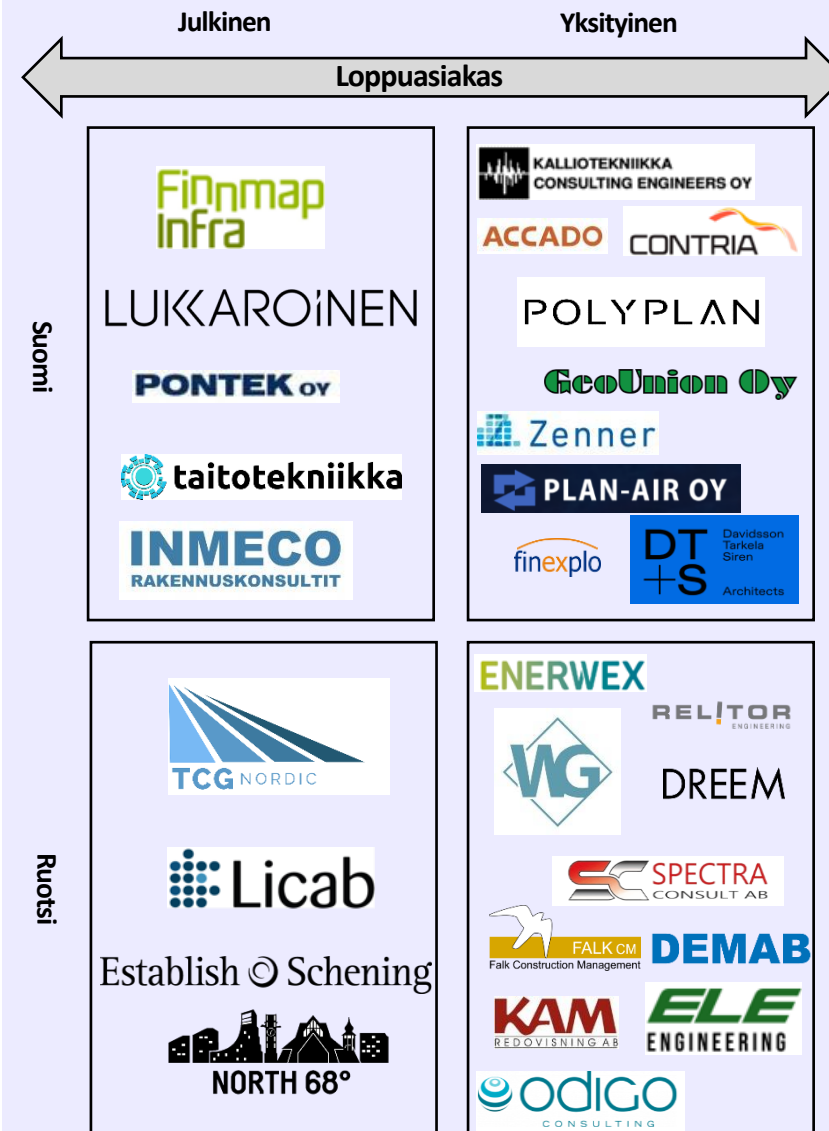
on korkeamman riskin malli, sillä tällä hinnoittelumallilla yhtiö kantaa riskejä projektin aikataulun venymisestä tai epäonnistuneesta kustannuslaskennasta. Koska hinnoittelumalli on tietäntyyppisissä hankkeissa alan standardi, ei yhtiö arviomme mukaan voi optimoida laskutusmallia.

Tyypillisesti esimerkiksi Suomessa toteutettavien infrarakentamisen hankkeiden kilpailutus toteutetaan projektihinnoittelulla. Vastaavasti Ruotsissa tuntilaskutusmalli on käsityksemme mukaan tavanomaisempi toimintamalli ja yhtiön suurin ruotsalainen yritys Licab, joka tarjoaa projektinjohtopalveluita, tarjoaa pääsääntöisesti (> 90 %) tuntilaskutettavia palveluita.

Suhdanneriskit kohtuulliset

Solwers-konsernin yhtiöt toimivat rakennusmarkkinoilla niin uudis- kuin korjausrakentamisessa sekä infrarakentamisessa. Talonrakentamisen uudisrakentaminen on suhdannevaihteluille alttiimpaa ja usein myös nämä projektit ovat lyhyempiä infrahankkeisiin verrattuna. Infrarakentaminen vastaavasti tasaa suhdannevaihteluiden vaikutuksia. Yleisellä tasolla voidaan näkemyksemme mukaan arvioida, että infrarakentamisen kysyntä säilyy heikommassakin suhdanteessa. Tämän taustalla on tyypillisesti se, että heikossa talouden tilassa julkinen sektori elvyttää infrainvestoinneilla. Tämä on havaittu nykyisen rakentamisen alakulon aikana (s. 12 markkinakatsaus) ja se nähtiin myös koronaviruksen aikaan, kun esimerkiksi väylien kunnossapitoon panostettiin.

Lisäksi jatkuvuutta liiketoimintaan tuovat yli 250 puitesopimusta, joiden ansiosta yhtiö on hyvässä asemassa toteuttamaan julkisen puolen sekä isompien yritysten kilpailuttamia hankkeita. Solwersin kysyntä ei arviomme



Lähde: Inderes, Solwers

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

mukaan ole niin herkkä suhdanteen muutoksille kuin itse rakentaminen, vaikkakin tietyt yhtiöt ovat alttiita toimintaympäristön syklisille muutoksille.

Henkilöstökustannukset selvästi isoin erä

Solwersilla on henkilöstösidonnaiselle palveluyhtiölle tyypillinen kustannusrakenne, jonka suurin erä on henkilöstökulut. Vuosien 2019-H1'2025 aikana vuositason henkilöstökustannukset ovat olleet 59-65 % suhteessa liikevaihtoon. Solwersin liiketoiminnot ovat vahvasti henkilöstöriippuvaista asiantuntijapalveluliiketoimintaa, jolloin henkilöstön korkea osaamistaso on kriittinen tekijä ja asettaa henkilöstön pysyvyyden kriittiseksi tekijäksi. Myytävien palveluiden ja projektien määrä on sidottu henkilöstön ajankäyttöön ja tehokkuuteen, jolloin henkilöstökulujen skaalautuvuus on rajallista.

Liikevaihtokuorman kasvattaminen tietyn pisteen jälkeen vaatii rekrytointeja eli lisäksi investoimista. Tyypillisesti nämä ovat etupainotteisia investointeja ja voivat heikentää tilapäisesti kannattavuutta, koska palkattu työntekijä ei heti ensimmäisestä päivästä lähtien ole kiinni laskuttavassa työssä. Nykyisessä laskusuhdanteessa yhtiö on puolestaan hyödyntänyt Suomessa lomautuksia tuomaan joustovaraa henkilöstökustannuksissa, mutta Ruotsissa näiden käyttö ei ole lainsäädöllisesti samalla tavalla mahdollista.

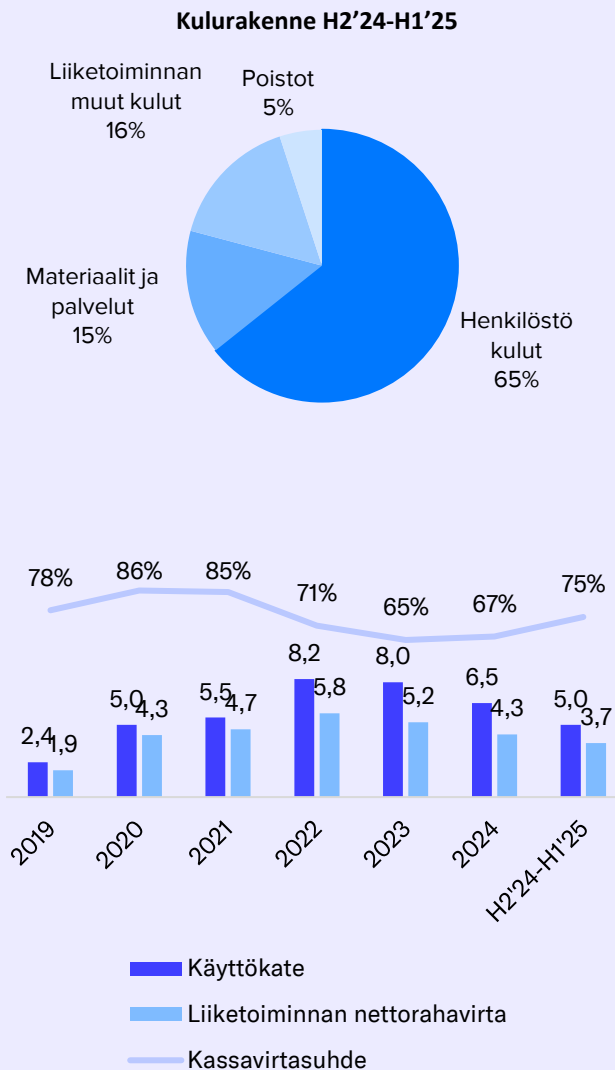
Selvästi henkilöstökuluja pienempi erä on materiaalit ja palvelut, jotka ovat olleet tarkastelujaksollamme 13-17 % liikevaihdosta. Tämä kustannuserä koostuu merkittävältä osin alihankintapalveluista. Se on suurelta osin muuttuva erä, sillä yhtiö ostaa alihankintapalveluita, kun sen omat resurssit eivät riitä tai konsernin yhtiöillä ei ole tarvittavaa hankkeen edellyttämää osaamista.

Liiketoiminnan muut kulut muodostuvat ICT-kuluista ja

tavanomaisista hallinnollisista kuluista ja kiinteistökuluista. Ne ovat olleet tarkastelujaksollamme 11-16 % suhteessa liikevaihtoon. Palveluyhtiöllä liiketoiminnan muissa kuluissa on tavanomaisesti pientä skaalautuvuutta. Solwersilla tätä skaalautuvuutta arviomme mukaan laskee konsernirakenne, kun epäorgaanisen kasvustrategian mukaisesti ostettavia yrityksiä ei integroida. Verrattuna alan isoimpiin toimijoihin muiden kulujen osuus on Solwersilla noussut H2'24-H1'25 hyvin korkeaksi (16 % liikevaihdosta). Osin tämä on johtunut kertakuluista (päälistalle siirtymiseen valmistelu, saatavien alaskirjaus, yritystuen palautus Ruotsissa). Lisäksi muihin kuluihin on kirjattu jonkin verran lisäkauppahintojen korotuksia, kun osa ostetuista kohteista on suoritunut odotuksia paremmin. Yhtiön tulisi saada muiden kulujen osuus jälleen lähemmäs historiallisia tasoja osoittaakseen, että liiketoimintamalli pysyy tehokkaana koon kasvaessa.

Liiketoimintamalli ei sido huomattavasti pääomaa

Solwersin liiketoiminnalla ei sido juuri käyttöpääomaa, sillä vuosien 2019-2024 tarkastelujaksolla käyttöpääoma/liikevaihto on ollut keskimäärin noin 2 %. Yhtiön liiketoimintojen ollessa palveluliiketoimintoja ne eivät sido pääomaa varastoon lainkaan vaan käyttöpääoma muodostuu myyntisaamisista ja lyhytaikaisista korottomista veloista, jotka ovat olleet tarkastelujaksolla melko hyvin tasapainossa. Liiketoimintamallille on myös ominaista palveluyhtiöiden tapaan, että vuotuinen investointitarve on matala ja rajoittuu pääasiassa järjestelmäinvestointeihin. Arviomme mukaan yhtiön vuotuinen investointitarve ilman yritysostoja on nyt noin 0,5 MEUR ja lisäksi leasingvastuihin (IFRS 16) liittyvät vuokrat ovat noin 3 MEUR. Nämä erät pitää vielä vähentää liiketoiminnan nettorahavirrasta, jotta nähdään kuinka paljon yhtiölle jää ylimääräisiä pääomia myös epäorgaanisen kasvun strategian toteuttamiseen.



Lähde: Inderes, Solwers

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Yhtiön tulostulokunnon heikennyttä vuodesta 2024 alkaen ei rahavirtaa ole enää jäänyt juurikaan velkojen lyhennykseen tai yritysostoihin. Konsernin onkin tärkeää saada tulostaan jälleen parannettua ja lisäheikentymiseen ei ole enää varaa.

Laskutusasteen hallinta kriittinen toiminto

Liiketoiminnan tehokkuuden hyvä mittari on laskutusaste, joka kuvaa miten paljon työntekijät käyttävät työajastaan projektien ja palveluiden laskutettavaan työhön. Laskutusasteella on suora yhteys toisaalta yhtiön operatiiviseen kannattavuuteen ja toisaalta myös pääoman käytön tehokkuuteen. Laskutusasteen hallinnassa korostuu se, miten yhtiö onnistuu voittamaan henkilöstölle uusia hankkeita edellisten päättyessä sekä, miten yhtiö pystyy sopeutumaan mahdollisiin projektien viivästymisiin, päättymiseen ja/tai peruuntumisiin. Tässä epäonnistuminen usein johtaa resurssien käytön epätehokkuuteen, jolla on suora yhteys myös yhtiön laskutusasteisiin ja sitä kautta kannattavuuteen. Tätä vaikutusta kuitenkin pehmentää Solwersin useita pieniä liiketoimintoja omistava ja itsenäisiin operaatioihin nojaava toimintamalli, jolloin yhden yrityksen tai projektin sekä laskutusasteen hallinnan epäonnistumisen suhteellinen merkitys konsernille on pieni.

Yleisellä tasolla hyvänä laskutusasteena voidaan pitää 75-80 %:n tasoa. Tällä mittarilla Solwers on suoriutunut varsin hyvin vuosina 2020-H1'2025, jolloin sen laskutusaste on ollut keskimäärin 82 %. Toisaalta on huomioitava, että yhtiön mukaan laskutusaste ei ole hyvä operatiivinen mittari kaikille sen omistamille yhtiöille, jolloin nämä on jätetty laskutusastetta mitattaessa tarkastelun ulkopuolelle.

Myös nykyisessä haastavassa taloussympäristössä yhtiön laskutusasteet (H1'25: 82,6 %) ovat pitäneet hyvin pintansa

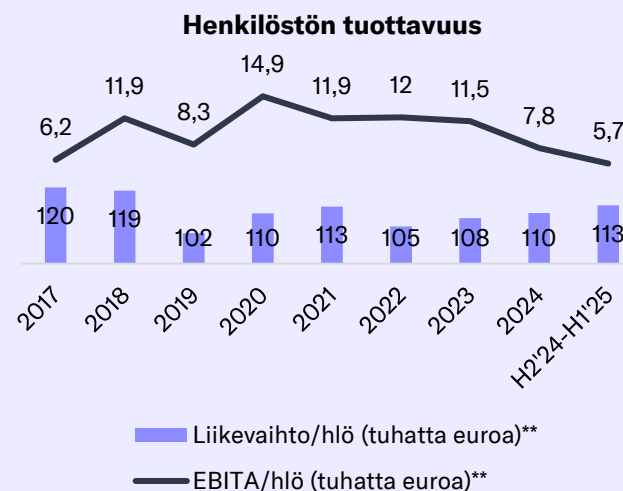
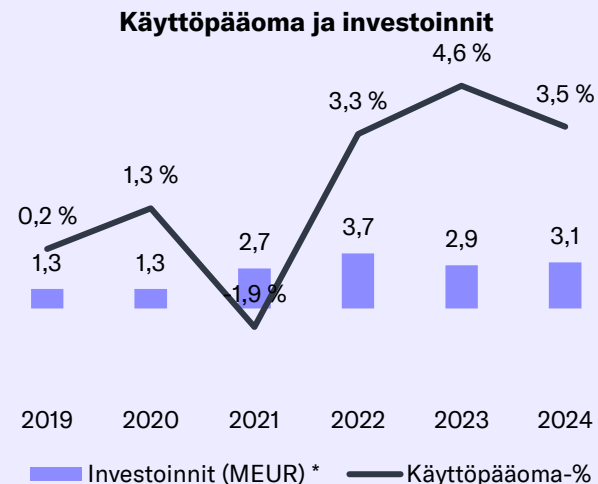
osin lomautusten ja irtisanomisten turvin. Q3'25 katsauksessa yhtiön henkilöstömäärä oli laskenut 692:een, kun se vuoden 2024 lopussa oli 724.

Haasteeksi tulostulomiesässä on kuitenkin muodostunut kiristynyt hinnoittelu ympäristö projektien ja puitesopimusten kilpailutuksissa, kun markkinalla on ollut selvästi enemmän tarjontaa kuin kysyntää.

Henkilöstön tuottavuus tehokkuuden mittarina

Solwersin operatiivisen liiketoiminnan tehokkuuden kehitystä voidaan mitata myös tarkastelemalla liikevaihtoa työntekijää kohden, kuten yhtiö itse tekee tulosraporteissaan. Vuosien 2017-H1'2025 (TTM) välillä liikevaihto/työntekijä on vaihdellut 102-120 tuhannen/henkilö välillä ja on ollut keskimäärin 111 TEUR. Näemme operatiivisen kannattavuuden työntekijää kohden vielä edellistä parempana mittarina, sillä se huomioi mm. palkka- ja kustannusinflaation paremmin. Vuosien 2017-H1'2025 (TTM) operatiivinen tulos eli EBITA/työntekijä on vaihdellut 5,7-14,9 TEUR:n välillä ollen keskimäärin noin 10 TEUR. Tämä mittari on heikentynyt selvästi tuloskehityksen mukana, ja se oli H2'24-H1'25 tarkastelujakson pohjilla.

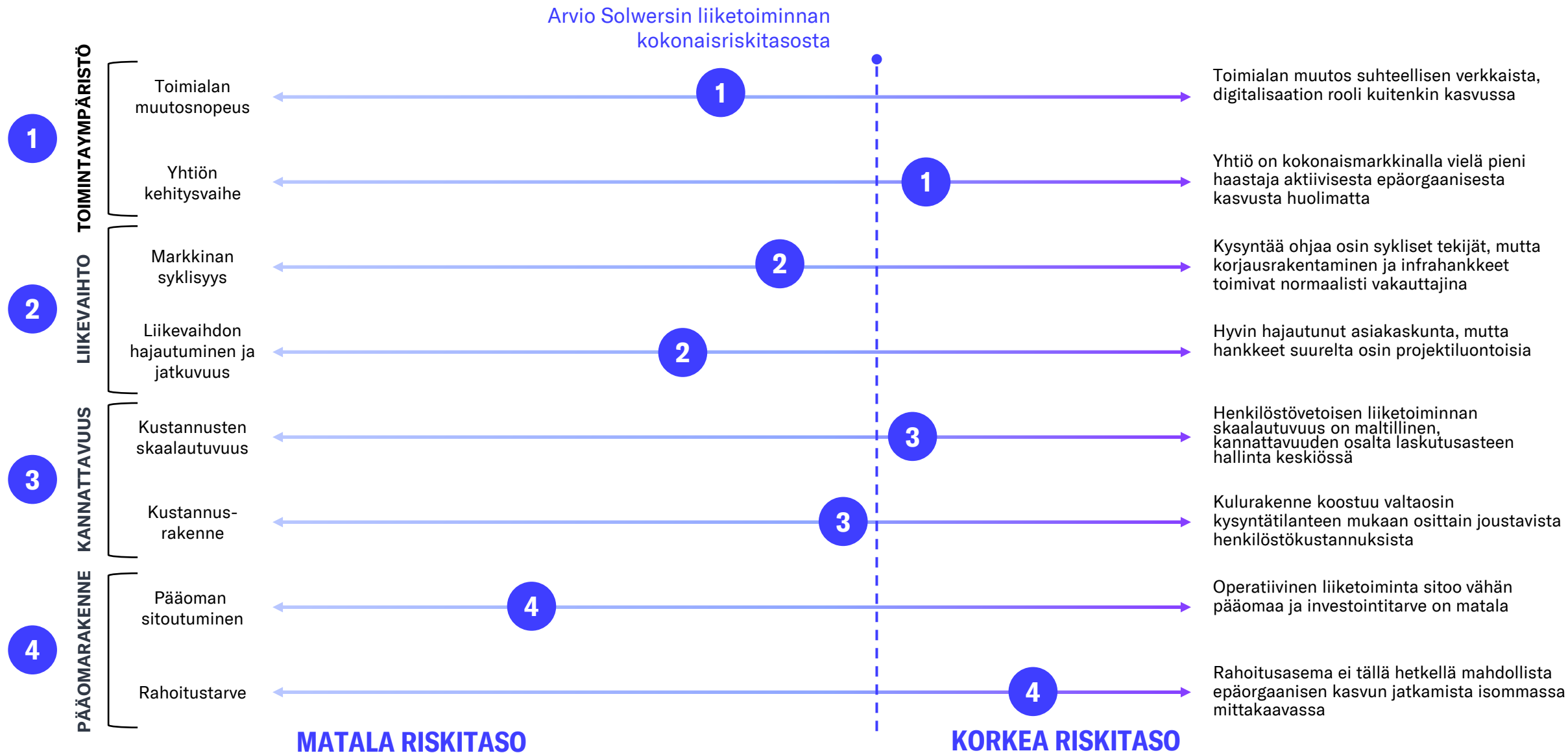
Pitkällä aikavälillä molemmat edellä esitellyistä henkilöstömäärään pohjautuvista tunnusluvuista kuvastavat toiminnan tehokkuutta. Siten sijoittajan näkökulmasta niiden nousujohteinen kehitys kuvastaisi konserniyhtiöiden laadun ja/tai tehokkuuden parantumista, kun taas lasku viittaisi päinvastaiseen kehitykseen. Arviomme mukaan viime aikojen heikentyminen Solwersin EBITA/työntekijä parametrissa johtuu ensisijaisesti vaikeasta taloussyklistä ja markkinan hinnoittelupaineesta, mutta yhtiöllä on ollut myös sisäisiä haasteita ja kertakuluja tuloksessaan.



Lähde: Inderes, Solwers*Investoinnit=investoinnit aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen + IFRS 16 lyhennykset

**Henkilöstö keskimäärin

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkina ja kilpailukenttä 1/3

Kohdemarkkinat Suomessa ja Ruotsissa

Solwersin kohdemarkkinat muodostuvat tällä hetkellä Suomen ja Ruotsin teknisen konsultoinnin ja suunnittelun markkinoista. Suunnittelu- ja konsultointialan yritysten toimialajärjestö (SKOL) jaottelee Suomen markkinan kolmeen osa-alueeseen (Talorakennus, Teollisuus, Infra/Yhdyskuntasuunnittelu). SKOL arvioi vuoden 2024 tilastoissaan alan toimijoiden liikevaihdon olevan noin 7,5 mrd. euroa Suomessa. Alan toimija Sweco puolestaan arvioi Ruotsin kohdemarkkinan olevan n. 10 mrd. euron arvoinen ja Suomen 6 mrd. euron arvoinen (2023). Kokonaismarkkinan kokoon vaikuttaa sisällytettävät alatoimialat ja etenkin se sisällytetäänkö suuri teollisuuden suunnittelu kokonaisuudessaan markkinan arvioon. Esimerkiksi Solwersin kanssa samalla alalla toimivan Sitowisen kansainvälisellä konsulttiyhtiöllä teettämän arvion (2021) mukaan Suomen teknisen konsultoinnin ja suunnittelun kokonaismarkkina oli noin 1,5-1,7 mrd. euroa, joka muodostui talonrakentamisen noin 1-1,1 mrd. euron ja infrarakentamisen noin 0,5-0,6 mrd. euron markkinoista. Vastaavasti Ruotsin teknisen konsultoinnin ja suunnittelun markkinoiden koon arvioitiin olevan noin 3,1 mrd. euroa.

Kohtuullisen mittatikun Suomen kokonaismarkkinasta antaa myös SKOLin jäsenten liikevaihtotilasto vuodelta 2024. Sen mukaan 51 alan toimijan yhteenlaskettu Talonrakentamisen toimialan liikevaihto oli 906 MEUR. Vastaavasti saman tilaston mukaan infrarakentamisen liikevaihto oli 702 MEUR ja teollisuuden 657 MEUR. Kaikki alan toimijat eivät ole toimialajärjestön jäseniä. Siten SKOLin tilastoon tulee mielestämme suhtautua suuntaa antavana arviona. Huomattavaa markkinadynamiikassa on kuitenkin se, kuinka suunnittelualalla infrarakentamisen kasvu on paikannut talorakentamisen laskua viime vuosien osalta

(kts. sivupalkki). Inframarkkinan kasvua ovat Suomessa tukeneet mm. puhtaan siirtymän hankkeet sekä raidehankkeet. Käsityksemme mukaan isoissa infrahankkeissa suunnittelun osuus hankkeen kokonaisarvosta on yleensä noin 7-10 %.

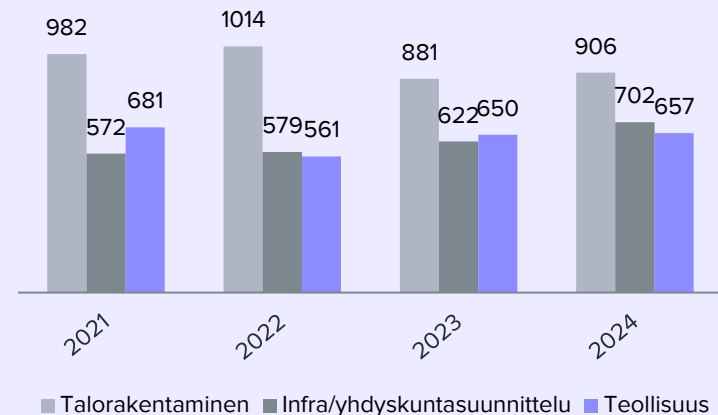
Myös suunnittelu- ja konsultointialan tilauskantakysely antaa suuntaa Suomen markkinan kehityksestä. Tilauskanta oli huipussaan vuonna 2022, mutta vuonna 2024 se oli laskenut huipultaan noin 15 %:lla (kts. sivupalkki). SKOLin tuoreimman heinä-syyskuun suhdannekatsauksen perusteella alan kotimaan tilauskanta talorakentamisessa oli noussut suhteessa vuodentakaiseen 11,6 %, infrassa 13,4 % ja pysynyt ennallaan teollisuudessa. Elpyminen ei ole ollut kuitenkaan suoraviivaista, sillä suhteessa edelliseen kvartaaliin infran tilauskanta oli 3 %:n laskussa sekä teollisuuden tilauskanta 5 %:n laskussa ja talorakentaminen samalla tasolla. Solwersin kommenttien perusteella sen kohdemarkkinoiden pohja nähtiin Q1'25:llä, mikä on linjassa sen kanssa, että alan tilauskanta pohjasi hieman aiemmin.

Yhtä tarkkoja ja ajantasaisia tilastoja Ruotsin markkinan kehityksestä ei ole saatavilla, mutta myös siellä talorakentaminen on hyytynyt ja infra pysynyt suhteellisen vakaana. Solwers toimii markkinalla kuitenkin enemmän energia-alalla, jossa kysyntä on ollut hyvää sekä muussa teollisuudessa, joka vetää Pohjois-Ruotsin isojen projektien osalta hyvin, mutta muuten teollisuuden kysyntä on ollut yleisesti vaisua (lähde: Sweco Q3'25 osavuosikatsaus).

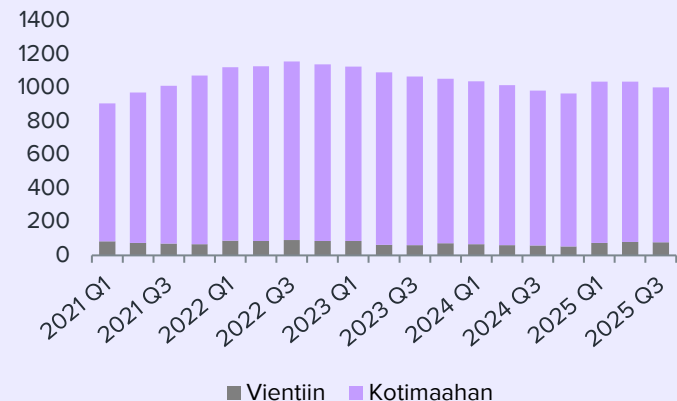
Kasvun takana tutut trendit

Suunnittelu- ja konsultointialan markkinan kasvu oli vuosina 2014-2020 vahvaa, sillä Suomen markkina kasvoi 5,5 % vuodessa ja Ruotsin jopa 8,4 %:n vuotuista vauhtia (lähde: Solwersin listalleottoesite). Markkinan kasvuun ovat

SKOL jäsenyritysten liikevaihto (MEUR)



Suunnittelu- ja konsultointialan tilauskanta Suomessa (MEUR)



Lähde: Inderes, Teknologiateollisuuden kysely SKOL jäsenyrityksille

Markkina ja kilpailukenttä 2/3

vaikuttaneet talouskasvun lisäksi rakennusalan trendit ja rakenteelliset tekijät, mikä on johtanut konsultoinnin penetraatioasteen nousuun. Kohdemarkkinoiden kasvuvauhtiin vaikuttavat megatrendit ja/tai rakenteelliset tekijät ovat muun muassa:

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

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

Ilmastonmuutos puolestaan edellyttää ympäristöasioiden aiempaa suurempaa huomioimista rakentamisessa, mikä taas kasvattaa tarvetta suunnittelun lisäämiselle ja resurssien optimoinnille. Tämä tukee myös yhtiön kiertotalousratkaisujen kysyntää. Pyrkimykset ilmastonmuutoksen hillitsemiseen korostavat myös **energiatehokkuuden** ja **kiertotalousratkaisujen** roolia. Näin ollen on nähtävissä, että kasvavat energiatehokkuusvaatimukset ja kehittyvät kiertotalouden tuotantomallit vahvistavat suunnittelu- ja konsultointipalveluiden kysyntänäkymää.

Arviomme mukaan kohdemarkkinoiden pidemmän ajan kasvunäkymät ovat yleistä talouskasvua edelleen hieman paremmat. Arvioimmekin, että Solwersin kohdemarkkinan kasvu ylittää BKT:n kasvuvauhdin hieman ja markkinan kasvupotentiaali on karkeasti 0-3 % yli ajan.

Toimiala on pirstaloitunut

Solwersin toimiala on pirstaloitunut, sillä pelkästään Suomessa toimii Tilastokeskuksen mukaan yli 2000 Arkkitehtipalveluja tarjoavaa yritystä ja lähes 10 000

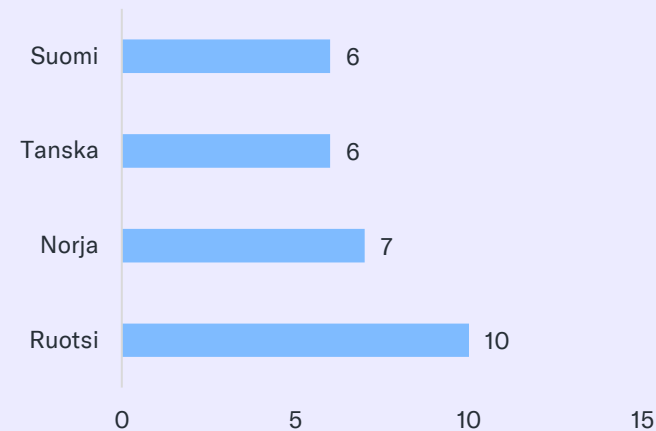
insinööripalveluja ja niihin liittyvää teknistä konsultointia tekevää yritystä. Ruotsissa toimijoiden lukumäärä on sen talouden kokoluokkaa heijastellen arviomme mukaan selvästi suurempi. Toimialan pirstaloituneisuus on arviomme mukaan tyypillistä henkilösidon naiselle palveluliiketoiminnalle, missä on matala alalle tulon kynnys.

Tätä matalaa kynnystä peilaten alan suurimpien toimijoiden markkinaosuudet ovat kokonaisuutena melko maltilliset huolimatta siitä, että ne ovat konsolidoineet yritysostoilla markkinaa historiassa. Alalla toimiikin arviomme mukaan merkittävä määrä pieniä muutaman henkilön yrityksiä. Tätä heijastellen kaikki alan toimijat eivät ole Solwersille mielekkäitä yritysostokohteita, eivätkä kaikki alan toimijat arviomme mukaan täytä yhtiön ostettaville kohteilla asettamia kriteereitä. Arviomme mukaan pirstaloituneiden toimialojen yritysjoukko on silti riittävän suuri, jotta yhtiöllä on sen osalta hyvät edellytykset jatkaa epäorgaaniseen kasvuun nojaavan kasvustrategian toteuttamista.

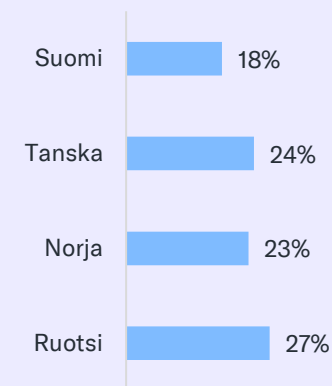
Teknisen konsultoinnin ja suunnittelun kilpailukenttä

Suomen suurimpia suunnittelu- ja konsultointiyrityksiä ovat muun muassa Etteplan, AFRY Finland, Sweco Finland, Ramboll Finland, Sitowise Group, Granlund, A-Insinöörit, Rejlers Finland ja WSP Finland. Ruotsissa kilpailuympäristö koostuu samoista suurista toimijoista kuin Suomessakin, minkä lisäksi markkinoilla on isoja paikallisia toimijoita esim. Tyréns. Markkinoiden pirstaloituneisuutta kuvastaa se, että Swecon mukaan alan viiden suurimman markkinaosuus Suomen markkinoista on vajaan viidenneksen. Muissa Pohjoismaissa viiden suurimman markkinaosuudet ovat karkeasti noin neljänneksen kokonaismarkkinasta. Konsolidaatio jatkuu, sillä mm. Sweco osti hiljattain

Markkinakoot Pohjoismaissa (mrd. €)



Viiden suurimman toimijan markkinaosuus



Markkina ja kilpailukenttä 3/3

ruotsalaisen Projektengagemangin (liikevaihto 70 MEUR) ja suomalaisen Fimpec Groupin (liikevaihto 50 MEUR).

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

Arviomme mukaan yhtiön kilpailukenttä muodostuu sekä suuremmista kansainvälisistä toimijoista että pienemmistä paikallisista toimijoista. Kilpailijat vaihtelevat riippuen siitä, mitä Solwersin yhtiötä tarkastellaan. Välillä Solwersin yhtiöt tekevät myös yhteistarjouksia isojen toimijoiden kanssa saadakseen täydet laatupisteet kilpailutuksissa. Solwersilla on erikoisosaamista mm. kalliorakentamisesta. Yksittäisiä selkeitä kilpailuetuja Solwersin yhtiöryppästä on vaikea nostaa esiin, mutta asiantunteva henkilöstö ja aiemmin hyvin onnistuneet projektit luovat asiakaspitoa. Yleisesti Solwersin asiakassuhteisiin liittyviä vahvuuksia ovat paikallinen läsnäolo, vakiintuneet asiakassuhteet ja markkinan hyvä tuntemus.

Solwersin kasvu on ollut vahvaa toimialaan nähden

Alalla toimivien listattujen yhtiöiden viime vuosien kasvuvauhteissa on eroavaisuuksia, mikä arviomme mukaan heijastelee niiden epäorgaanista kasvua, jolla markkinaosuutta on haalittu. Solwers erottuu kasvuluvuissa edukseen tiiviin yritysostotahdin kautta (kts. kuva) ja sen myötä, että pientä kokoa on ollut ketterä kasvattaa nopeasti ja samalla raskaita integrointiprosesseja ei ole tehty.

Alan yhtiöiden toimialafokuksella on ollut ratkaiseva

merkitys niiden viime vuosien orgaanisen kasvun kehityksessä. Hyvin pärjänneitä segmenttejä ovat olleet mm. Infrastruktuuri-, Energia-, Vastuullisuus-, Turvallisuus- ja Puolustussektori. Myös toimintamailla on ollut jonkin verran merkitystä Euroopan sisällä, sillä talouskasvun vauhti on vaihdellut eri markkinoiden välillä. Etenkin Suomessa ja Ruotsissa on käytetty paljon vaihtuvakorkoisia lainoja ja kohonnut korkotaso on iskenyt näiden markkinoiden rakentamiseen.

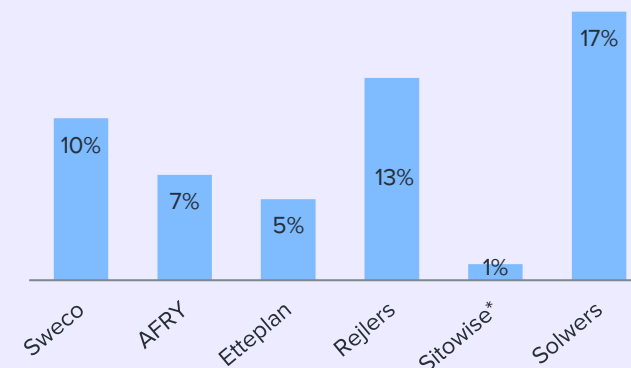
Toimijoiden orgaaninen kasvu puolestaan on luonnollisesti linkittynyt paljon yhtiöiden kannattavuuteen, sillä kasvavien markkinoiden sisällä on mahdollista tehdä hyvää kannattavuutta työntekijöiden tehdessä laskuttavaa työtä, eikä hintakilpailu pääse kiristymään töiden riittäessä.

Solwersin kannattavuus jäänyt jälkeen toimialasta

Toimijoiden kannattavuudet (EBITA-%) olivat vuosina 2017-2023 keskimäärin noin 5-10 %:n tasolla. Myös Solwersin kannattavuus oli vastaavalla jaksolla keskimäärin vajaa 8 %. Huomautamme että olemme tässä vertailussa vähentäneet IFRS16 -standardin mukaiset poistot Solwersin EBITA:sta parantaaksemme vertailukelpoisuutta muihin yhtiöihin.

Viimeisen 12 kuukauden lukuja tarkasteltaessa kannattavuuskehitys on ollut eri yrityksillä kuitenkin hyvin eri suuntaista. Solwers ei tässä vertailussa erotu edukseen, päinvastoin, sillä sen kannattavuus on romahtanut historiallisista keskiarvoista. Vaisussa markkinassa Sweco ja Rejlers ovat onnistuneet parantamaan kannattavuuksiaan. Näkemyksemme mukaan tämä perustuu yhtiöiden paremmin vetäneisiin toimialoihin, ja samalla toiminnan tehostamisessa ja resurssoinnissa on onnistuttu Solwersia selvästi paremmin.

Liikevaihdon kasvu CAGR-% (2021-2025e)



Verrokkien EBITA-%:n kehitys



Lähde: Yhtiöt, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategian keskiössä yritysostot

Solwersin strategian keskiössä on kasvu niin palvelutarjontaa laajentamalla kuin kasvattamalla maantieteellistä peittoa. Synergiaetuja haetaan laajemman palveluportfolion mahdollistamasta yritysten välisestä ristiinmyynnistä ja yhteisprojekteista.

Kasvustrategia pohjautuu sekä yritysostoihin että orgaaniseen kasvuun. Lisäksi yhtiö korostaa strategiassaan konsernin houkuttelevuutta hyvänä työnantajana eri alojen ammattilaisille ja osaamisen jatkuvaa kehittämistä.

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta yhtiön strategian toteutuksen näkökulmasta selkein seurattava mittari on epäorgaanisen kasvustrategian eteneminen ja arvonluonti. Henkilöstövetoisessa liiketoiminnassa ihmislähtöiset kulttuuritekijät ovat avainasemassa yhtiön kehityksessä, mutta näiden kehityksen mittaaminen yhtiön ulkopuolelta on haasteellista. Yhtiö mittaa eNPS-lukua, mutta sitä ei ole toistaiseksi kerrottu ulospäin.

Taloudelliset tavoitteet

Solwersin taloudelliset tavoitteet ovat

- > 20 %:n liikevaihdon kasvu
- > 12 %:n EBITA-marginaali
- > 40 %:n omavaraisuusaste

Kasvutavoite edellyttää yritysjärjestelyjen jatkamista

Kasvutavoite ylittää selvästi markkinan orgaanisen kasvuvauhdin, ja siten kasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää epäorgaanisen kasvun jatkamista strategian mukaisesti. Solwers on historiassaan päässyt kasvutavoitteeseensa, sillä sen liikevaihto on tilikaudesta

2017 kasvanut vuosittain noin 25 % (CAGR). Sivulla 18 on nähtävillä ajanjaksolla suoritettut yritysostot.

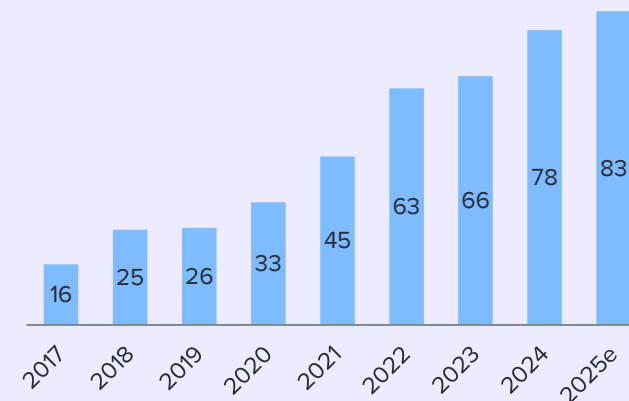
Pirstaloituneella toimialalla yhtiöllä on arviomme mukaan edellytykset jatkaa epäorgaanista kasvua, mutta kokoluokan kasvaessa suhteellisen kasvuvauhdin ylläpitäminen edellyttää useampia ja/tai suurempia yritysostoja. Tällä hetkellä myös vaisu tulostaso suhteessa velkamäärään rajoittaa arviomme mukaan epäorgaanista kasvua, sillä H1'25-raportissa nettovelan ja edellisen 12 kuukauden käyttökateen suhde oli hyvin korkea, noin 5x.

Kannattavuustavoite on nykymarkkinassa vaativa

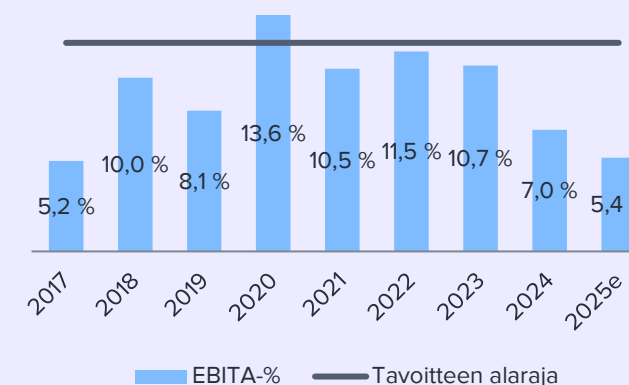
Arviomme mukaan yhtiön 12 %:n EBITA-marginaalitavoite on erittäin vaativa etenkin nykymarkkinassa. Toimialaan suhteutettuna vain parhaat toimijat tekevät nykymarkkinassa noin 10 %:n EBITA-marginaaleja, mikä Solwersin raportointitavalla vastaa noin 13 %:n marginaalia.

Vuonna 2020 Solwersin EBITA-marginaali kävi parhaimmillaan jo 13,6 %:ssa. Kyseisenä vuonna markkinaolosuhteet olivat kuitenkin selvästi nykyistä paremmat ja sairauspoissaolot epänormaalin alaiset koronarajoituksista johtuen, jolloin muutkaan taudit eivät jyllänneet. Rohkaisevaa on kuitenkin, että myös vuonna 2022 yhtiö pääsi lähelle tavoitetta EBITA-marginaalin oltua 11,5 %, jolloin sairauspoissaolojen vähäisyys ei enää avittanut lukuja. Tällöin kysyntätilanne oli silti kokonaisuutena vielä selvästi nykyistä parempi. Pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna on huomioitava, että tavoitteen saavuttaminen on myös riippuvainen siitä, millaisia yritysostoja yhtiö toteuttaa. Solwersin lähtökohtana on, että ostokohteet ovat kannattavia ja niiden EBIT-marginaali on pääsääntöisesti yli 10 %, jolloin myös yritysostojen pitäisi tukea konsernin kannattavuustavoitteen saavuttamista.

Liikevaihdon kehitys



Kannattavuuden kehitys



Lähde: Solwers, Inderes
Huom. 2017 tilikausi 16kk

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taserakenne ja voitonjako

H1’2025 lopussa Solwersin omavaraisuusaste oli 42 % ja siten taloudellisen tavoitteen mukainen. Yleisellä tasolla pidämme yli 40 %:n tasoa hyvänä pitkän tähtäimen tavoitteena.

Yhtiön osingonjakopolitiikkana on jakaa 20-40 % tilikauden voitosta. Tämä on melko matala voitonjakotavoite ja kuvastaa sitä, että pääoman allokoinnissa tullaan lähivuosina painottamaan yritysostoja. Huomautamme kuitenkin sijoittajille, että tällä hetkellä yhtiön tulostilasto suhteessa velkamäärään on alamaissa. Siten emme odota osinkoa tilikaudelta 2025, vaikka yhtiö onkin historiassaan maksanut osingonjakopolitiikan mukaista osinkoa.

Yritysostostrategia

Yhtiö tavoittelee yritysostoilla tulokasvun lisäksi laajempaa palveluhajautusta, minkä ansiosta sen tulovirta hajautuu tasaisemmin rakennetun ympäristön ja teollisuuden eri suunnittelualoille. Laajentamalla ja tasaamalla tarjontaa aina alkupään hankekehityksestä myöhemmin tapahtuvaan projektin valvontaan tai jopa ylläpitovaiheeseen, yhtiö tasaa liiketoiminnan alttiutta suhdannevaihteluille.

Palvelutarjonnan kasvattamisen lisäksi yhtiö tavoittelee yritysostostrategialla maantieteellisen peiton kasvattamista. Tällä hetkellä yhtiön toiminta ulottuu Suomeen, Ruotsiin ja uusimpana maana Puolaan, ja pelkästään näissä maissa yhtiön strategian mukainen pelikenttä tarjoaa vielä runsaasti laajentumismahdollisuuksia.

Yritysostojen kohteena ovat yhtiön mukaan etenkin pienemmät ja yli 10 vuoden toimintakokemuksen omaavat eli vakiintuneet yhtiöt. Lisäksi yhtiö tyypillisesti edellyttää

ostokohteelta todistetusti hyvää kannattavuutta.

Yritysostostrategian SWOT-analyysi

Solwers ei pääsääntöisesti integroi ostettuja yhtiöitä, minkä ansiosta sen yritysostoprosessi on tehokas, ei aiheuta integraatiokustannuksia ja siinä ei korostu henkilöstöliiketoiminnalle ominaiset kulttuurilliset riskit. Tehokkaasta yritysostostrategiasta johtuen yhtiö on pystynyt historiassaan ylläpitämään nopeaa yritysostojen sarjaa.

Yritysostokohteiden alkuperäisten yrittäjien sitouttaminen on arviomme mukaan pitkässä juoksussa kriittistä, sillä ostokohteiden ollessa kooltaan pieniä, on avainhenkilöiden ja etenkin itse yrittäjän merkitys koko liiketoiminnalle tavanomaisesti suuri ihmislähtöisen liiketoiminnan ja pitkäikäisten asiakassuhteiden takia. Tätä kautta myös uusien liiketoimintojen löytäminen ja niiden kauppahintojen pitäminen maltillisena vaatii sen, että yhtiön arvolupauksen tulee olla yritysostokohteiden yrittäjille ymmärrettävä ja houkutteleva. Tämä arviomme mukaan myös voi jossain määrin laskea yritysostostrategian riskejä, sillä se todennäköisesti tukee avainhenkilöiden pysyvyyttä yhtiöissä.

Solwersin alla yrittäjät pystyvät jossain määrin luopumaan liiketoimintaan liittyvistä hallinnollisista tehtävistä, kun konsernin tukifunktiot (HR, taloushallinto, markkinointi, rahoitus) ovat jatkossa yrityksen apuna. Tätä kautta yrittäjän ja avainhenkilöiden aikaa vapautuu operatiiviseen toimintaan, joka voi luoda arvoa pitkässä juoksussa, sillä monesti itse yrittäjät tuntevat parhaiten asiakaskentän ja asiakkaiden liiketoiminnat sekä omaavat pitkän suhteen asiakkaisiin.



Yritysostostrategian SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Tehokas ja nopea prosessi
- Integraatioehdottomuus vähentää alkuvaiheen kustannuksia sekä asiakas- että henkilöstöpoistumaa
- Ostokohteen kulttuurillisten tekijöiden ja yrittäjien pysyminen liiketoiminnoissa

Heikkoudet

- Kokonaisuuden johtaminen ja ristiinmyynnin toteuttaminen voi olla haastavampaa
- Muiden kulujen skaalautuminen voi olla matalampaa
- Erillisten brändien hinnoitteluvoima ei välttämättä ole yhtä vahvaa asiakkaiden suuntaan verrattuna vahvan pääbrändin alla toimimiseen
- Erillisten brändien alhaisempi tunnettuus voi olla hidaste uusien asiantuntijoiden houkuttelussa

Mahdollisuudet

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

Uhat

- Avainhenkilöiden menettäminen
- Kasvun hallitseminen
- Kauppahintojen karkaaminen liian korkeaksi
- Ostokohteiden laadun varmistamisessa epäonnistuminen

Lähde: Inders

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Yritysostrategiassa yhtiö altistuu riskille, että itsenäisesti johdettujen kohteiden tyypillisesti omistajista koostuvat avainhenkilöt vaihtuvat. Yritysten lukumäärän kasvaessa riskinä on myös, että kokonaisuuden johtaminen vaikeutuu. Lisäksi nopean kasvun strategiassa korostuu kasvun hallitseminen, joka voi osoittautua haastavaksi tahdin ollessa ripeä. Tavanomaisista epäorgaanisen kasvun riskeistä mallissa korostuu myös ostettavien kohteiden laadunvarmistuksen kriittisyys.

Yhtiön liiketoimintamalli eroaa alan standardista, jossa ostokohteet integroidaan pääbrändin alle. Näemme, että tämä laskee jossain määrin etenkin muiden kulujen skaalautuvuutta, kun tytäryhtiöiden taustajärjestelmät ja taustatoiminnot ovat erilliset. Tytäryhtiöiden erillisillä vähemmän tunnetuilla brändeillä voi olla myös vaikutusta yritysten kykyyn viedä läpi hinnankorotuksia tai houkuttaa osaajia verrattuna yhdellä vahvalla B2B-brändillä toimiviin yhtiöihin. Osa tilauksista voitetaan kuitenkin kilpailutusten kautta, jolloin tarjoajan nimi ei ole ratkaiseva kriteeri.

Yhtiön mukaan yritysostot toteutetaan tyypillisesti maltillisilla noin 5-6,5x liikevoittokertoimilla. Kauppahintaan tyypillisesti sisällytetään ns. earn out -malli, joka perustuu ostohetken jälkeisen ajan kasvu- ja/tai tulostavoitteisiin. Tämä laskee riskejä ylihinnan maksamisen osalta. Näkemyksemme mukaan tehokas ja maltillisiin arvostustasoihin perustuva yritysostostrategia antaa hyvät edellytykset arvonluonnille pitkässä juoksussa.

Yritysostostrategian onnistumisen arviointi

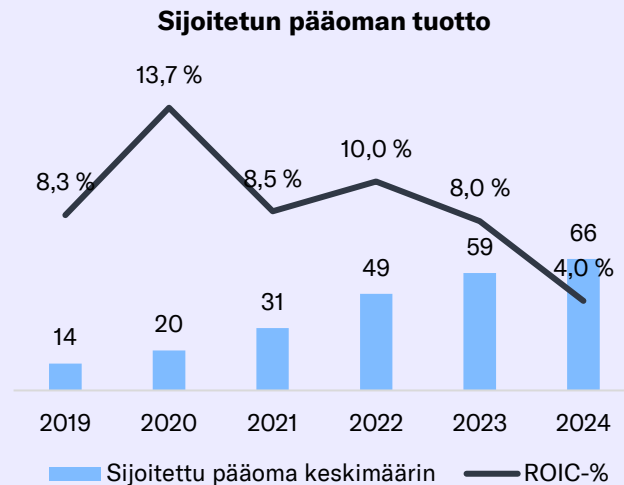
Konsernin yritysostostrategiaa tulee mielestämme tarkastella etenkin sijoitetun pääoman tuotto kautta. Mielestämme yritysostoja silmällä pitäen konsernin taloudellisissa tavoitteissa olisi myös hyvä olla mukana

pääoman tuoton tavoite, jotta yhtiö ei ajaudu maksamaan ylihintaa hyvin kannattavista ostokohteista pyrkiessään kohti 12%:n EBITA-tavoitettaan.

Viime vuosien yritysostojen osalta tavoitetason (5-6,5x EV/EBIT) arvostuskertoimiin ei ole laskelmiemme mukaan aina päästy, joskin yleisellä tasolla ostettujen liiketoimintojen arvostuskertoimet eivät ole nähdäksemme olleet korkeita suhteessa yhtiöiden senhetkisiin tulokuntoihin. Arviomme mukaan viime vuosien aikana tehtyjen yritysostojen osalta kannattavuustavoite (ostokohteen yli 10 %:n EBIT-marginaali) on suuremmalta osin toteutunut. Yhtiö on kuitenkin ostanut joitain selvästi tavoitetasoa matalamman kannattavuuden kohteita. Siten marginaalitavoite ei vaikuta olevan täysin kiveen hakattu.

Vuosien 2019-2023 aikana yhtiön sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) on ollut keskimäärin 9,7 % eli kohtalainen. Käyrä on kuitenkin ollut voimakkaasti laskeva ja viimeisen 12 kuukauden aikana sijoitetun pääoman tuotto on jäänyt vain noin 1 %:iin, mikä alittaa soveltamamme tuottovaateen selvästi. Sijoitetun pääoman laskevan kehityksen taustalla on ollut etenkin konsernin romahtanut kannattavuus. Hieman kärjistäen voidaan todeta, että mikäli kannattavuustaso jäisi lähelle vuonna 2024 ja 2025 nähtyjä tasoja olisi yritysostostrategia pahasti epäonnistunut.

Pidämme kuitenkin nykyistä vaisua tulostasoa etupäässä heikon markkinasyklin aiheuttamaksi, vaikka osassa yrityksistä on ollut myös sisäisiä haasteita (mm. ELE-Engineering). Siten yhtiöllä on hyvät edellytykset saada myös pääoman tuottonsa jälleen nousuun tulevina vuosina. Mikäli kannattavuustaso ei lähtisi selvästi elpymään, on tehtyjä ja tulevia yritysostoja kuitenkin arvioitava selvästi kriittisemmin omistaja-arvon luonnin näkökulmasta.



Lähde: Inders, Solwers

Epäorgaanisen kasvun strategia



Toteutunut

- Operatiivisten yhtiöiden kasvattaminen 28 yhtiöön listautumishetken 19 yhtiöstä
- Hankitut liiketoiminnot kattavat laajalti alan hankkeiden elinkaaren eri vaiheita
- Suomessa 14, Ruotsissa 14 ja Puolassa 1 omalla brändillä toimivaa yritystä
- Ostetut kohteet kokoluokaltaan pieniä
- Maakohtainen hajautus parantunut Ruotsin osuuden kasvun myötä
- Yritysostot ovat myös laajentaneet toimialahajautusta
- Konsernin tulostaso ja pääoman tuotto syklin pohjalla heikkoja suhteessa potentiaaliin

Keskipitkä ja pitkä aikaväli

- Maantieteellisen peiton laajentaminen Pohjoismaissa ja Itäisessä Euroopassa
- Palvelutarjonnan vahvistaminen pienemmän suhteellisen osuuden palvelualueilla, kuten infrarakentamisen suunnittelu Ruotsissa ja pienemmät erikoisalat Suomessa
- Ristiinmyynnin vahvistaminen ja enemmän yhteisprojekteja
- Kannattavuuden palauttaminen kohti historiallisia tasoja ja sen myötä tulorahoituksen tuoma kassavirta mahdollistavat toteutuessaan ripeän yritysostotahdin jatkamisen

Taloudellinen tilanne

Taseen varat

Solwersin vuoden 2025 H1:n lopussa taseen 96 MEUR:n varoista 50 MEUR koostui aineettomasta omaisuudesta. Tästä valtaosa muodostuu yritysostojen seurauksena syntyneestä liikearvosta (48 MEUR) ja loput muista aineettomista omaisuuseristä. Pitkäaikaiset varat sisälsivät lisäksi arvoltaan reilut 8 MEUR aineellista omaisuutta ja tästä osa on IFRS 16 -käyttöoikeusomaisuuseriä (n. 5 MEUR) sekä noin 3,5 MEUR erilaisia pitkäaikaisia saamisia. Lyhytaikaisia varoja yhtiöllä oli 34 MEUR, josta suurimmat erät olivat 21 MEUR:n saamiset ja 11,2 MEUR:n kassavarat.

Solwersin epäorgaanisen kasvustrategian takia yhtiön tase on sitonut ja tulee sitomaan aineetonta omaisuutta yritysostoista koituvan liikearvon muodossa. Itse operatiivinen toiminta sitoo vähän pääomaa, mitä heijastellen aineettoman (ilman liikearvoa) ja aineellisen käyttöomaisuuden määrä taseessa on vähäinen. Yhtiön pääomatarpeet liittyvät asiantuntijapalveluliiketoiminnalle tavanomaiseen tapaan käyttöpääomaan myyntisaamisten ja ostovelkojen muodossa.

Pääomarakenne

Solwersin oma pääoma oli 2025 H1:n lopussa 40,7 MEUR sisältäen pienen määräysvallattomien omistajien 0,2 MEUR:n osuuden. Yhtiön omavaraisuusaste oli vastaavasti 42 %, joka ylitti yhtiön oman 40 %:n tavoitetasen ja yhtiön päärahoittajapankin kanssa solmitussa rahoitussopimuksessa määritellyn 35 %:n vähimmäismäärän. Vierasta pääomaa taseessa oli 55,5 MEUR. Tästä pitkäaikaista korollista velkaa oli 3 MEUR ja lyhytaikaista korollista velkaa oli 33 MEUR. Korolliset velat sisältävät myös vuokrasopimukseen liittyvät leasing-velat, joita on taseessa 5,2 MEUR. Ehdollisia kauppahintavelkoja

oli taseessa käsityksemme mukaan vain 0,4 MEUR, niistä suuren osan (8,7 MEUR) tultua maksuun H1'25 aikana.

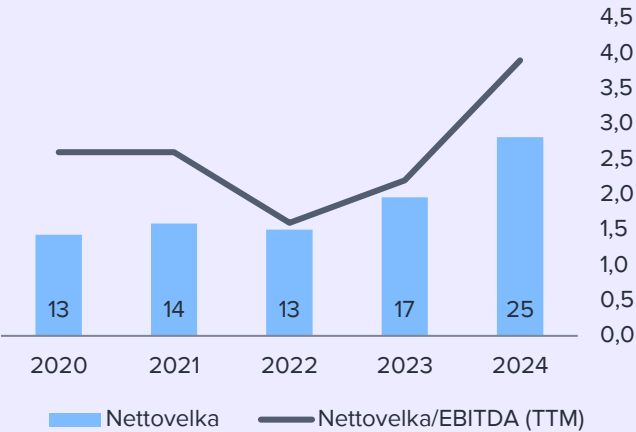
Huomioitavaa on, että ehdolliset kauppahintavelat lasketaan yhtiön taseessa mukaan korolliseen velkaan, vaikkakaan niiden ehtojen toteutumisesta ei ole varmuutta. Pidämme niiden huomioimista nettovelassa perusteltuna, sillä maksuehtojen toteutuessa ne heijastuvat nettovelkaan kassavarojen pienentymisen kautta. Samalla on kuitenkin huomioitava, että liikevaihto- ja tulosenusteemme eivät sisällä varsinaisia oletuksia lisäkauppahintojen ehtojen toteutumisesta tai toteutumattomuudesta, koska niiden arviointi ja mallintaminen lukuisten tytäryhtiöiden tasolla on käytännössä mahdotonta. Korotonta velkaa taseessa oli noin 19 MEUR ja se koostuu tavanomaisista osto-, siirto-, ja muista veloista.

Velkamäärä suhteessa tulokseen on selvästi koholla

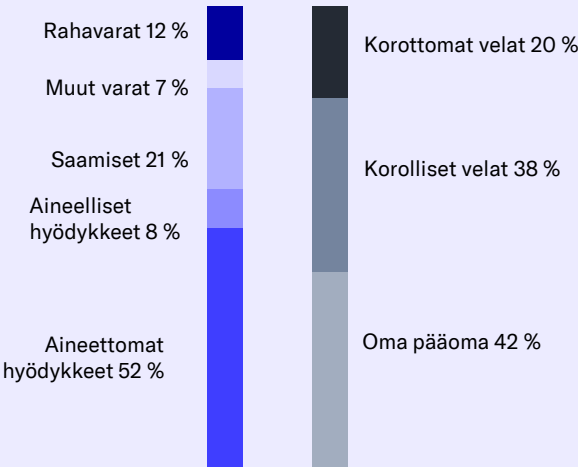
Nettovelan ja edellisen 12 kuukauden käyttökatteen suhde oli H1'25 taseessa noussut korkeaksi noin 5x, mikä on yli yhtiön tavoitteiden ja lainojen kovenanttitasojen. Tästä syystä yhtiön pitkäaikaiset pankkilainat (28 MEUR) on taseessa luokiteltu lyhytaikaisiin, vaikka niiden maturiteettiprofiili ei ole muuttunut ja suuri osa lainoista erääntyy vasta vuonna 2029.

Yhtiö on saanut poikkeusluvan 30.6.2026 tarkasteluajankohtaan saakka poiketa lainojen kovenanttitasosta ja ne kiristyvät asteittain kohti 3,5x tavoitetta. H1'25 aikaisella noin 25 MEUR:n nettovelalla tämä tarkoittaisi noin 7 MEUR:n käyttökatetta H2'25-H1'26 periodilta. Joulukuussa toteutettujen yritysostojen myötä velkamäärä on hieman noussut tästä, mutta ostokohteet olivat myös hyvin kannattavia tukien yhtiön käyttökatetta.

Nettovelka ja velkaantumisaste



Tase H1'2025 (96 MEUR)



Lähde: Solwers, Inderes

Sijoitusprofiili

1

Voimakas kasvuhakuisuus ja kevyttä integraatiota hyödyntävä yritysostoprosessi

2

Liiketoiminnan matala pääomatarve luo edellytykset arvonaluonnille orgaanisesti ja epäorgaanisesti

3

Yritysostojen onnistumiseen ja henkilöstösidonnaisuuteen liittyvät riskit

4

Laskutusasteen hallinta ja tarjousten hinnoittelu avainasemassa

5

Tulostaso on tällä hetkellä matala suhteessa yhtiön potentiaaliin ja nykytulostasolla myös velkataakka on haaste

Potentiaali

- Vakiintuneet asiakassuhteet ja suuri pienten toimeksiantojen määrä ja toimialahajautus luovat defensiivisyyttä
- Markkinan investointiaktiiviteetin piristyessä ja hintatasojen elpyessä tulosvivun pitäisi olla voimakas nykyiseltä heikolta tasolta
- Tulokunnon elpyminen mahdollistaa myös yritysostostrategian jatkamisen
- Matala investointitarve ja hyvä kassavirta mahdollistavat arvonaluonnin ja pääoman allokoinnin yritysostoihin

Riskit

- Epäorgaaniseen kasvuun ja henkilöstösidonnaisuuteen liittyvät riskit
- Markkinan kysynnän elpyminen on toistaiseksi ollut odotuksia hitaampaa
- Arviomme mukaan laskutusasteen muutokset ja tarjousten hinnoittelussa onnistuminen heijastuvat kannattavuuteen suhteellisen voimakkaasti
- Osakkeen alhainen likviditeetti

Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Ennustamme Solwersin lyhyen ja keskipitkän aikavälin liikevaihdon kehitystä arvioidun markkinakasvun, toteutettujen yritysostojen sekä arvioidun tilauskannan kehityksen kautta. Yhtiö ei kerro tilauskantansa numeerista kokoa vaan kuvailee sen kehitystä sanallisesti, mikä heikentää hieman näkyvyyttä verrattuna moneen listattuun verrokkiin. Kulurakennetta ennustamme suhteellisesti liikevaihtoon peilattuna, jonka pohjana käytämme ennusteitamme tulevasta henkilömäärien kehityksestä sekä käyttöasteista. Myös projekteissa saavutettu hintataso on keskeisessä roolissa ja odotamme hintatasojen elpyvän kunhan markkinan kysyntä alkaa ensin vahvistua.

Taloukasvunäkymät kohdemarkkinoilla

Suomen talous on ennusteiden perusteella kasvamassa vuonna 2025 vain hieman ja vuodelle 2026 Suomen Pankki ennakoi taloukasvuksi 0,8 % ja vuodelle 2027 1,7 %. Ruotsin talouden odotetaan puolestaan kasvavan Suomea ripeämmin. Vaikka markkinan elpyminen onkin ollut pitkään odotuksia hitaampaa, on kasvun kiihtymiselle selvät rakennuspalikat olemassa. Keskeisiä taloukasvun ajureita ovat Saksan ja EU:n mittavat investointipaketit, kuluttajien parantuva ostovoima sekä korkojen lasku, jonka vaikutus talouteen tulee läpi tyypillisesti viiveellä. Tätä taustaa vasten odotamme teknisen suunnittelun ja konsultoinnin markkinoiden alkavan saada vetoapua yleisestä talouskehityksestä vuoden 2026 jälkipuoliskolla.

Vuoden 2025 ennusteet

Solwers ei ole tapansa mukaisesti antanut numeerista ohjeistusta vuodelle 2025. Näkymissään yhtiö kuitenkin arvioi, että markkinoiden epävarmuus rajoittaa

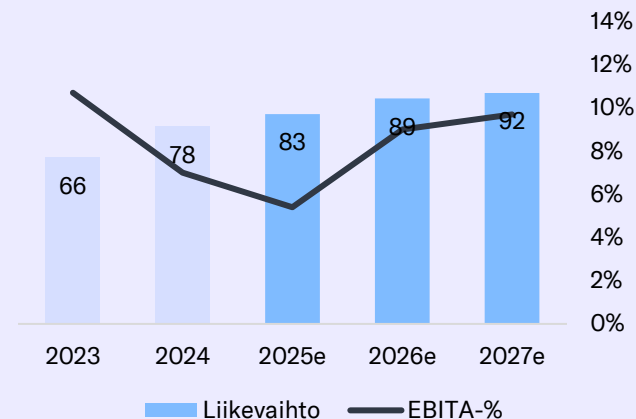
tulevaisuuden näkyvyyttä. Koska Solwersin toiminta on riippuvainen investoinneista, yhtiö arvioi hyötyvänsä yleisestä markkinan piristymisestä. Piristymisen on läpi vuoden odotettu vahvistuvan vuoden loppua kohden.

Ennusteissamme odotamme Solwersin kuluvaan vuoden liikevaihdon kasvavan noin 6 %:lla 83 MEUR:oon, mistä noin puolet on yritysostojen tuomaa kasvua. Ruotsin kruunun vahvistuminen tukee osaltaan euomääräisiä liikevaihtolukuja, mutta liiketuloksen näkökulmasta vaikutus on pitkälti neutraali Ruotsin kulujen ollessa myös kruunuina. Valuutoista oikaistuna arvioimme yhtiön koko vuoden orgaanisen liikevaihdon olevan marginaalisesti positiivinen.

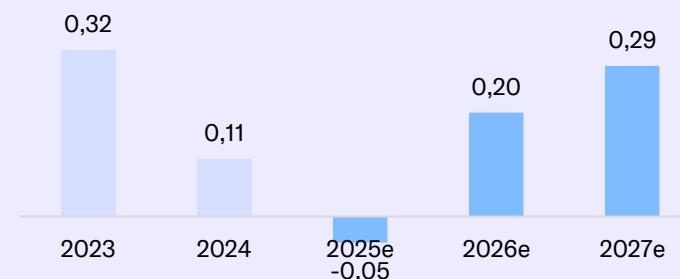
Odotamme yhtiön tekevän 4,5 MEUR:n EBITA-tuloksen, mikä vastaa vain 5,4 %:n marginaalia (2024: EBITA 7,0 %). Kehitys heijastelee H1'25:llä nähtyä 1,8 MEUR:n EBITA-tulosta, joka oli selvä heikennys vertailukauteen (H1'24: EBITA 3,2 MEUR). Tässä oli sisällä kuitenkin myös kertakuluja 1,0 MEUR:lla, jotka liittyivät päälistavalmisteluihin ja Ruotsissa projektiylitykseen liittyneisiin tytäryhtiön johdon vaihdoksiin.

Q3:lla EBITA-tulos oli saatu jälleen vertailukauden tasolle 1,2 MEUR:oon, kun kiinteitä kuluja oli saatu laskettua kvartaalilla 0,3 MEUR:lla mm. toimitiloja yhdistelemällä. Q3:lla yhtiön keskimääräinen henkilöstömäärä oli laskenut 687 henkilöön (Q3'24: 717 henkilöä), ja samalla yhtiö kommentoi tilauskannan nousseen ja vaikuttaakin siltä, että eteenpäin mentäessä työkuorma suhteessa henkilöstöön on aiempaa paremmassa tasapainossa. Siten Q4:lle odotamme EBITA:lta noin 50 %:n parannusta 1,5 MEUR:oon suhteessa erittäin heikkoon vertailukauteen. Ennustamme rahoituskulujen kohoavan selvästi 1,6 MEUR:oon vuonna 2025 lainojen kovenanttien ylityttyä ja odotamme vuoden

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos (raportoitu)



Ennusteet 2/2

2025 osakekohtaisen tuloksen jäävän selvästi tappiolle - 0,05 euroon osakkeelta (2024 0,11 euroa/osake).

Vuoden 2026 ja 2027 ennusteet

Vuonna 2026 ennustamme orgaanisen kasvun kiihtyvän markkinan asteittaisen investointiaktiviteetin vahvistumisen ja vuoden loppua kohden helpottavan hintakilpailun myötä. Koko vuoden raportoidun liikevaihdon odotamme kasvavan noin 7 %:lla reiluun 89 MEUR:oon, mikä heijastelee noin 3 %:n orgaanista ja 4 %:n epäorgaanista kasvua. Epäorgaanisen kasvun taustalla ovat joulukuussa toteutetut yritysostot (Szwak & Spółka ja Odigo). Inflaation rauhoittumisen myötä emme odota kustannusrakenteen kehityksen poikkeavan olennaisesti tavanomaisesta palkkainflaation tahdista. Ennustamallamme liikevaihtokuormalla ja vertailukautta kevyemmällä kulurakenteella odotamme vuodelta 2026 8,0 MEUR EBITA-tulosta (EBITA 9,0 %). Tulospaannusta avittaa osaltaan se, että emme odota edellisvuodenkaltaisia kertakuluja (~1 MEUR) ja yllä mainittujen yritysostojen tulokontribuutio on noin 0,7 MEUR.

Ennustamme yhtiön rahoituskulujen olevan lähellä edellisvuoden noin 1,6 MEUR:n tasoa. Ennusteissamme yhtiön nettovelka/EBITDA suhde taittuu H2'26 alle rahoittajien vaatiman 3,5x tason, jonka jälkeen rahoituskuluilla on edellytykset laskea. Kokonaisuutena odotamme vuoden 2026 osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,20 euroon osakkeelta. Uskomme yhtiön tältä vuodelta jälleen maksavan myös pientä osinkoa.

Vuoden 2027 ennusteissamme odotamme talouskasvun vahvistumisen pitävän orgaanisen kasvun 2,5 %:ssa ja liikevaihdon kohoavan 92 MEUR:oon. Tämä heijastelee etenkin yksityisen sektorin investointiaktiviteetin

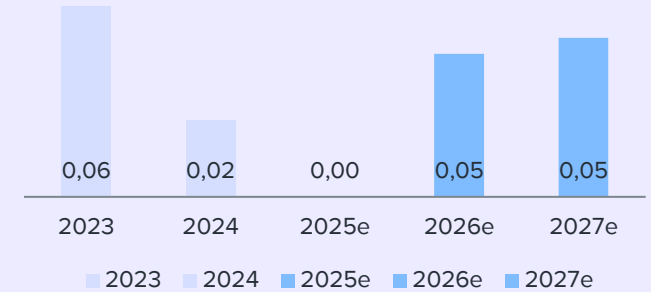
kohentumista. Kannattavuutta tukevat edelleen henkilöstön käyttöasteiden parantuminen sekä etenkin markkinan hintatasojen elpyminen. Odotamme yhtiön parantavan EBITA-tulostaan 8,9 MEUR:oon (EBITA 9,7 %). Odotamme tässä vaiheessa myös nettovelan sulaneen ja tuloksen vahvistumisen myötä yhtiö on päässyt alle normaalien kovenanttitasojensa, mikä laskee rahoituskuluja. Tätä peilaten odotamme vuoden 2027 osakekohtaisen tuloksen kohoavan 0,29 euroon, mikä on silti edelleen alle yhtiön vuoden 2023 tason (0,32 euroa/osake).

Pidemmän aikavälin ennusteet ja ennusteriskit

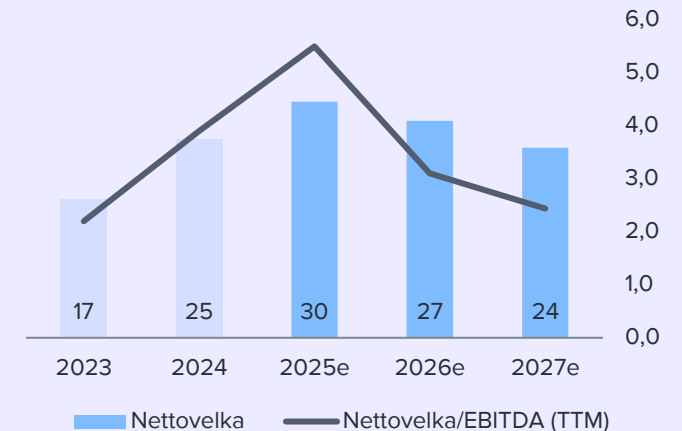
Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme liikevaihdon kasvavan lievästi odotettua talouskasvua ripeämmin, kun vuosien 2029-2034 liikevaihdon kasvun ennusteemme ovat 2,0 %:ssa. Vastaavasti Solwersin pitkän aikavälin EBITA-kannattavuusennusteemme on reilussa 10 %:ssa tarkoittaen noin 7 %:n EBIT-marginaalia. Toimialan parhaimmisto tekee karkeasti tätä tasoa vielä noin 3 %-yksikköä parempaa marginaalia ja myös Solwers on yltänyt lähelle tätä parhaimpina vuosinaan. Yhtiön oma tavoite (EBITA 12 %) on myös ennustettamme korkeammalla.

Ennen rohkeampaa etunojaa ennusteissamme haluamme kuitenkin nähdä ensin selvempiä merkkejä Solwersin tuloksen elpymisestä. Mielestämme ennusteisiimme liittyvät keskeisimmät riskit liittyvät markkinan kysynnän ja hintatasojen kehityksen arviointiin. Niiden kehitys vaikuttaa osaltaan ratkaisevasti Solwersin liikevaihdon ja liiketuloksen kasvun kulmakertoimeen. Huomautamme sijoittajille, että ennusteemme eivät sisällä epäorgaanista kasvua, sillä sen ennustaminen järkevällä tarkkuudella on käytännössä mahdotonta. Emme ole tehneet raportin yhteydessä ennusteisiimme muutoksia.

Osinkoennuste



Nettovelka ja velkaantumisaste



Lähde: Indersin arvio

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	66,0	39,9	38,4	78,3	42,3	40,6	82,9	85,4	87,5	89,7
Konserni	66,0	39,9	38,4	78,3	42,3	40,6	82,9	85,4	87,5	89,7
Käyttökate	8,0	3,8	2,7	6,5	2,3	3,1	5,3	7,6	8,5	8,7
Poistot ja arvonalennukset	-3,1	-1,8	-1,9	-3,7	-2,1	-2,3	-4,4	-4,0	-3,9	-3,8
Liikevoitto	4,8	2,0	0,8	2,7	0,2	0,8	1,0	3,6	4,5	4,9
EBITA	7,0	3,3	2,2	5,5	1,8	2,6	4,4	7,2	8,2	8,2
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	-0,6	-1,4	-1,1	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	3,9	1,1	0,3	1,4	-0,6	0,2	-0,4	2,5	3,5	4,0
Verot	-0,7	-0,4	0,2	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,7	-0,8
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,2	0,8	0,4	1,1	-0,6	0,2	-0,4	2,0	2,8	3,1
EPS (oikaistu)	0,32	0,07	0,04	0,11	-0,06	0,02	-0,04	0,19	0,27	0,31
EPS (raportoitu)	0,32	0,07	0,04	0,11	-0,06	0,02	-0,04	0,19	0,27	0,31

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	20,2 %	17,0 %	18,6 %	6,0 %	5,8 %	5,9 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Käyttökate-%	12,1 %	9,4 %	7,1 %	8,3 %	5,4 %	7,5 %	6,4 %	8,9 %	9,7 %	9,7 %
EBITA-%	10,6 %	8,2 %	5,9 %	7,0 %	4,3 %	6,4 %	5,3 %	8,4 %	9,4 %	9,2 %
Nettotulos-%	4,8 %	1,9 %	1,0 %	1,5 %	-1,3 %	0,4 %	-0,5 %	2,3 %	3,2 %	3,5 %

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	55	63	61	60	60
Liikearvo	42,0	46,9	46,9	46,9	46,9
Aineettomat hyödykkeet	1,0	3,0	1,5	1,6	1,7
Käyttöomaisuus	7,3	7,4	7,8	6,8	6,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Muut pitkäaikaiset varat	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Laskennalliset verosaamiset	1,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Vaihtuvat vastaavat	32	31	34	34	35
Vaihto-omaisuus	0,1	0,6	0,4	0,2	0,2
Muut lyhytaikaiset varat	5,3	0,8	0,8	0,8	0,8
Myyntisaamiset	10,9	18,3	19,1	19,6	20,1
Likvidit varat	16,0	11,6	13,3	13,7	14,0
Taseen loppusumma	87	94	95	95	95

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	40	41	40	42	44
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	2,4	1,7	1,1	3,0	5,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	36,5	38,0	38	38	38
Vähemmistöosuus	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	29	24	23	21	19
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	28,3	22,8	21,0	19,0	17,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	1,5	1,5	1,5	1,5
Lyhytaikaiset velat	18	29	32	32	32
Korolliset velat	4,7	14,0	17,0	16,9	16,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	2,0	2,2	2,3	2,4
Muut lyhytaikaiset velat	11,4	12,9	12,9	12,9	12,9
Taseen loppusumma	87	94	95	95	95

Arvonmääritys 1/2

Arvostuksen perusta

Hinnoittelimme Solwersia tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita vertaamme myös verrokkiryhmän arvostukseen. Suosimme arvomäärityksessä EV/EBIT- ja P/E-kertoimia. EV-pohjaisten kertoimien käyttöä puoltaa taserakenteen huomioiminen ja ne kertovat miten pääomat kokonaisuutena tuottavat suhteessa arvostukseen. P/E-pohjaisten arvostuskertoimien käyttöä puoltaa taas se, että ne ottavat huomioon myös kohollaan olevat rahoituskulut sekä pienten vähemmistöjen osuuden heijastellen siten paremmin omistajille kuuluvaa kassavirtaa. Tulospohjaisen arvostuksen lisäksi tukeudumme myös kassavirtamalliin. Kokonaistuotto-odotuksessa osingon rooli on pääoman allokoinnin strategiaa peilaten pieni.

Osake on edullinen vasta, jos tulosparannus realisoituu

Solwersin vuoden 2025e tappiollisesta nettotuloksesta johtuen P/E-kerrointa ei voida laskea. Kuitenkin vuonna 2026e oikaistu P/E-kerroin laskee nopeasti neutraalille 11x tasolle, mikäli tuloskasvuennustemme toteutuvat. Vastaavat taserakenteen huomioivat oikaistut 2025e ja 2026e EV/EBIT-kertoimet ovat 52x ja 12x. Vuoden 2025e kerroin on absoluuttisesti erittäin korkea, mutta 2026e arvostuskerroin on melko neutraali. Yhtiölle hyväksymämme kertoimet ovat viime vuosina laskeneet suhteessa historiaan. Tämä johtuu pääosin kahdesta tekijästä. Ensinnäkin korkojen nousun myötä myös osakkeen tuottovaade on kohonnut. Myös yhtiön vaisu performanssi on vaikuttanut hyväksyttäviin kertoiimiin laskevasti. Siten pidämmekin nykyistä hyväksyttävää arvostustasoa matalampana verrattuna nollakorko-aikaan (vrt. sivupalkki).

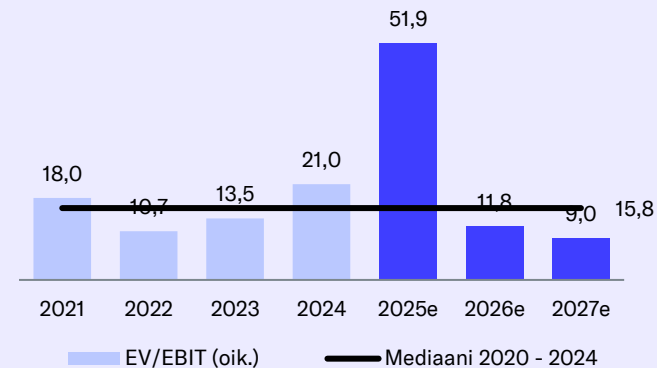
Suhteellinen arvostuskuva on mielestämme neutraali

Suhteellisesti Solwersia hinnoitellaan 2026 kertoimilla noin 20 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Alennus on mielestämme nykyinen kannattavuustaso huomioden perusteltu. Solwersin selvästi verrokkeja pienempi koko ja lyhyempi historia puoltavat alennusta suhteessa verrokkeihin. Näkemyksemme mukaan verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti järkevällä tasolla.

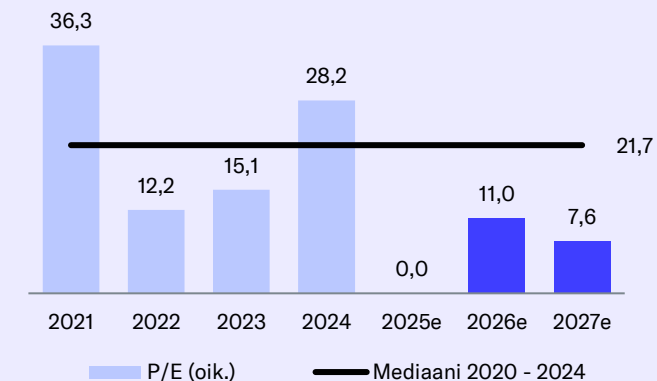
Laatimamme verrokkiryhmä koostuu liiketoimintamalliltaan vastaavanlaisista yhtiöistä, joiden orgaaninen kasvu ja kannattavuuspotentiali on melko hyvin linjassa Solwersin kanssa. Verrokkiryhmän yhtiöistä etenkin Sitowise, Sweco ja AFRY toimivat Solwersin kanssa samoilla markkinoilla kilpailijoina. Vastaavasti esimerkiksi Etteplanin kohdemarkkinat eroavat Solwersin markkinoista selvemmin niiden painottuessa teollisuuteen, mutta asiantuntijapalveluyhtiön liiketoimintamallin yhteneväisyys puoltaa niiden sisällyttämistä verrokkiryhmään.

Myös verrokkiryhmän yhtiöille on ominaista epäorgaanisen kasvun tavoittelu, mutta arvonluontimalliltaan Solwers vertautuu myös niin kutsuttuihin sarjayhdistelijöihin. Toisaalta sarjayhdistelijöiden näytöt arvoa luovista yritysjärjestelyistä ovat selvästi pidemmät ja myös niiden historialliset sijoitetun pääoman tuotot ovat merkittävästi Solwersin omaa historiaa korkeammat. Näin ollen Solwersia ei mielestämme ole tässä vaiheessa perusteltua arvottaa sarjayhdistelijöiden verrokkiryhmän tasolle. Mikäli yhtiö onnistuu keskipitkällä aikavälillä luomaan systemaattisesti arvoa epäorgaanisella kasvulla, kohottamaan pääoman tuottoaan ja vahvistamaan arvonluontimallin skaalautuvuutta voisi arvostuksessa tukeutua mielestämme sarjayhdistelijöiden arvostustasoihin vahvemmin.

EV/EBIT



P/E (oik.)



Arvonmääritys 2/2

Kassavirtamalli

Näkemyksemme mukaan kassavirtamalli soveltuu hyvin Solwersin liiketoiminnan arvonmäärittämiseen, joskin huomioitavaa on, ettei se huomioi potentiaalista arvonluontia epäorgaanisella kasvulla. Sivulla 29 esitetty DCF-laskelmamme antaa yhtiön arvoksi 2,9 euroa tarjoten osakkeelle nousuvaraa yhtiön kyetessä parantamaan kannattavuuttaan asteittain kohti 7 %:n EBIT-marginaalia.

Hyvässä markkinassa yhtiön liiketoiminnat tuottavat tervettä ja ennustettavaa rahavirtaa, eikä liiketoiminta juuri tarvitse investointeja. Syklin pohjilla nykyisellä tulokunnolla rahavirta hupenee kuitenkin jo rahoituskuluihin, eikä omistajille jää jaettavaa. Oleellinen kysymys myös DCF-laskelman antaman arvon näkökulmasta onkin se, koska markkina ja Solwersin tulos alkavat elpyä ja millä kulmakertoimella elpyminen tapahtuu.

Olemme käyttäneet pääoman kustannuksena korkeahkoa (WACC 9,7 %), sillä ennusteriskit ovat koholla. Mallin arvosta 53 % muodostuu terminaalista, mikä on mielestämme hyväksyttävä taso. Laskelma on kuitenkin hyvin herkkä sille, millaiseen kannattavuuteen yhtiön arvioi kykenevän terminaalissa (herkkyysanalyysi s. 30). Hieman kärjistäen voidaan todeta, että mikäli kannattavuustaso jäisi lähelle vuonna 2025 nähtyä tasoa (EBIT 1 %) olisi osake erittäin kallis ja tasetta pitäisi vahvistaa esim. osakeannilla tai kalliilla hybridilainalla. Mielestämme on kuitenkin selvää, että vuonna 2025 nähty tulostasota on kaukana yhtiön normaalista tulostasosta ja kysymys on lähinnä tulosparannuksen ajoituksesta sekä kulmakertoimesta.

Mikäli kannattavuus palautuisi nopeasti lähelle 2019-2023 keskimääräisiä tasojä (EBIT 7 %) olisi osake halpa. Emme

kuitenkaan tällä hetkellä ennusta yhtiön palaavan tähän tasoon kuin vasta vuonna 2030 ja ennen rohkeamman etunojan ottoa ennusteisiimme haluamme ensin yhtiöltä nykyistä vahvempia näyttöjä tulokunnan kohenemisesta.

Lähivuosien tuotto-odotusta ajaa aikaansaatu tulokasvu

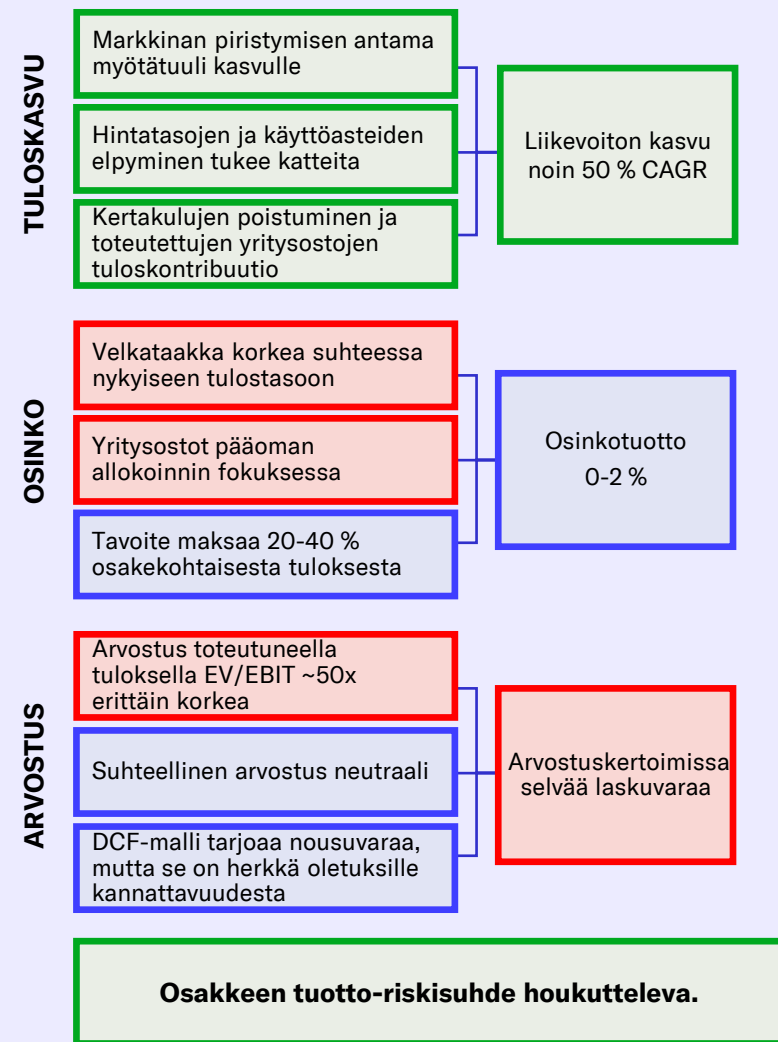
Olemme haarukoineet lähivuosien tuotto-odotusta sivupalkin graafissa. Ennusteidemme mukainen vuosien 2025-2029 tulokasvu on liikevoittotasolla erittäin reipasta noin 50 % CAGR ja tämän komponentin uskomme realisoituessaan ajavan osaketta. Nykyisellä vaisulla tulostasolla arvostus on kuitenkin niin korkea, että osa vahvasta tulokasvusta hupenee ennusteperiodin alkupuolella kertoimien sulatteluun. Tuotto-odotus saa vain marginaalista tukea ennusteidemme mukaisesta 0-2 %:n lähivuosien osinkotuotosta.

Yhteenveto

Eri arvonmääritysmenetelmien kautta arvioituna pidämme Solwersin osakkeen nykyistä arvostusta tuotto-riskisuhteeltaan riittävän houkuttelevana positiiviselle suositukselle, vaikkakin sekä potentiaaliset tuotot ja riskit ovat tällä hetkellä molemmat korostuneessa roolissa. Kuten edellä totesimme keskeinen kysymys sijoitustarinan ja tuotto-odotuksen osalta on yhtiön normaali kannattavuustaso. Lisäksi huomautamme, että myös yhtiön riskiprofiili on riippuvainen normaalista kannattavuustasosta, sillä yhtiön velanhoitokyky ja samalla velkaan liittyvä riskitaso riippuu tulostasosta ja kassavirrasta. Eri arvonmääritys menetelmien pohjalta olemme haarukoineet osakkeelle 2,2-2,9 euron osakekohtaisen käyvän arvon ja asettaneet tavoitehinnan 2,5 euroon osake.

Osaketuoton ajurit 2025e-2029e

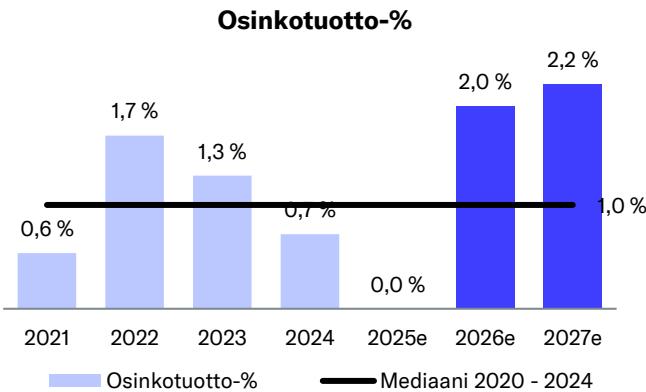
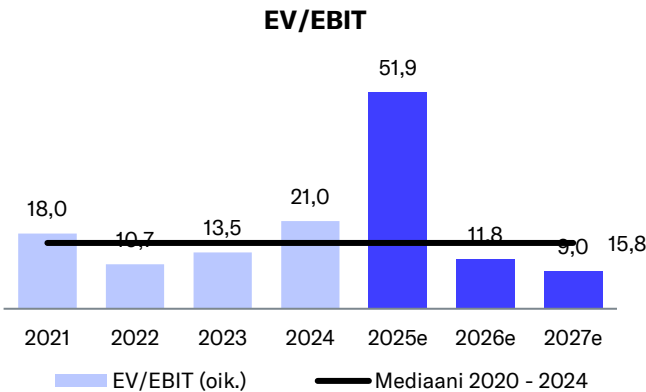
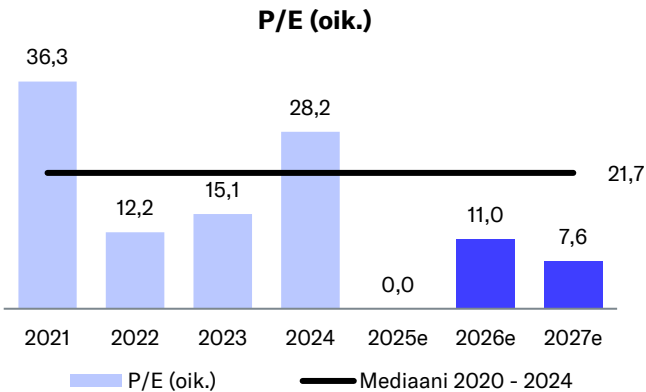
■ Positiivien ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi		7,20	4,22	4,82	3,22	2,23	2,23	2,23	2,23
Osakemäärä, milj. kpl		7,24	9,83	9,92	10	10	10	10	10
Markkina-arvo		52	41	48	32	22,7	22,7	22,7	22,7
Yritysarvo (EV)		61	54	66	58	52,5	50,1	46,7	42,9
P/E (oik.)		36,3	12,2	15,1	28,2	neg.	11,0	7,6	6,9
P/E		36,3	12,2	15,1	28,2	neg.	11,0	7,6	6,9
P/B		1,7	1,1	1,2	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5
P/S		1,2	0,7	0,7	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto		1,4	0,9	1,0	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA		11,0	6,7	8,2	8,9	9,8	5,7	4,8	4,2
EV/EBIT (oik.)		18,0	10,7	13,5	21,0	51,9	11,8	9,0	8,1
Osinko/tulos (%)		20,2 %	21,1 %	20,1 %	21,0 %	0,0 %	22,3 %	17,1 %	20,0 %
Osinkotuotto-%		0,6 %	1,7 %	1,3 %	0,7 %	0,0 %	2,0 %	2,2 %	2,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Sitowise	86	173		25,8	12,1	9,6	0,9	0,9		120,0		0,4	1,2
Sweco AB	5088	5707	18,8	16,8	14,4	13,0	1,9	1,8	22,1	20,1	2,4	2,6	4,2
Afry AB	1520	2116	14,6	11,2	9,4	7,9	0,9	0,8	17,2	12,1	3,9	4,9	1,2
Rejlers AB	391	463	16,2	13,3	8,9	8,1	1,0	1,0	17,5	14,0	2,7	3,2	2,0
WSP Global	22027	24700	23,1	18,7	15,6	13,2	2,9	2,5	27,5	23,5	0,6	0,6	3,6
Etteplan	243	330	17,7	15,0	8,8	7,7	0,9	0,9	18,4	14,6	2,2	3,1	2,0
Arcadis NV	3421	4461	11,2	9,9	8,4	7,5	1,0	1,0	12,6	10,9	2,8	3,2	2,6
Multiconsult ASA	412	535	15,4	12,0	9,3	7,8	1,1	1,0	16,5	13,0	4,8	5,9	3,7
Solwers (Inderes)	23	52	51,9	11,8	9,8	5,7	0,6	0,6	-41,9	11,0	0,0	2,0	0,6
Keskiarvo			16,7	15,3	10,8	9,3	1,3	1,2	18,8	28,5	2,8	3,0	2,6
Mediaani			16,2	14,1	9,3	8,0	1,0	1,0	17,5	14,3	2,7	3,1	2,3
Erotus-% vrt. mediaani			221 %	-16 %	5 %	-29 %	-38 %	-42 %	-339 %	-23 %	-100 %	-35 %	-75 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

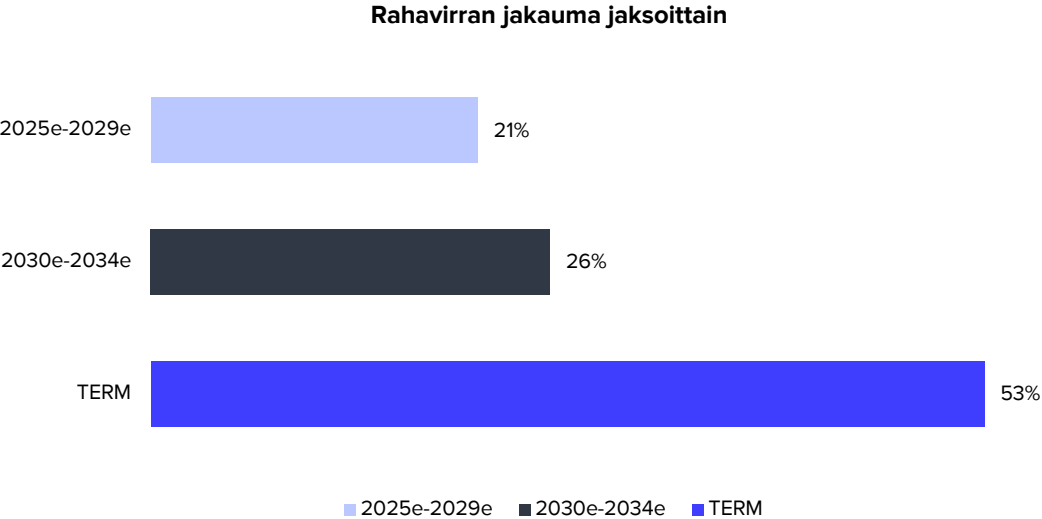
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	6,4 %	7,4 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,5 %	1,2 %	4,7 %	5,6 %	5,6 %	6,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	2,7	1,0	4,2	5,2	5,3	5,7	6,8	7,0	7,1	7,3	7,4	
+ Kokonaispoistot	3,7	4,4	4,6	4,6	4,9	4,2	3,9	4,0	4,0	4,0	3,8	
- Maksetut verot	-1,0	0,0	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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	-1,8	-0,5	-1,0	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	3,5	4,8	6,8	8,3	8,7	8,4	8,9	9,1	9,2	9,3	9,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,6	-7,9	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8	-4,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,9	-3,1	3,6	4,9	5,2	4,8	5,2	5,4	5,4	5,5	5,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-5,9	-3,1	3,6	4,9	5,2	4,8	5,2	5,4	5,4	5,5	5,1	67,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,1	3,4	4,1	3,9	3,3	3,3	3,1	2,8	2,7	2,2	29,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		55,3	58,4	55,1	51,0	47,0	43,7	40,4	37,3	34,5	31,8	29,6
Velaton arvo DCF		55,3										
- Korolliset velat		-37										
+ Rahavarat		11,6										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		-0,2										
Oman pääoman arvo DCF		30										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,9										

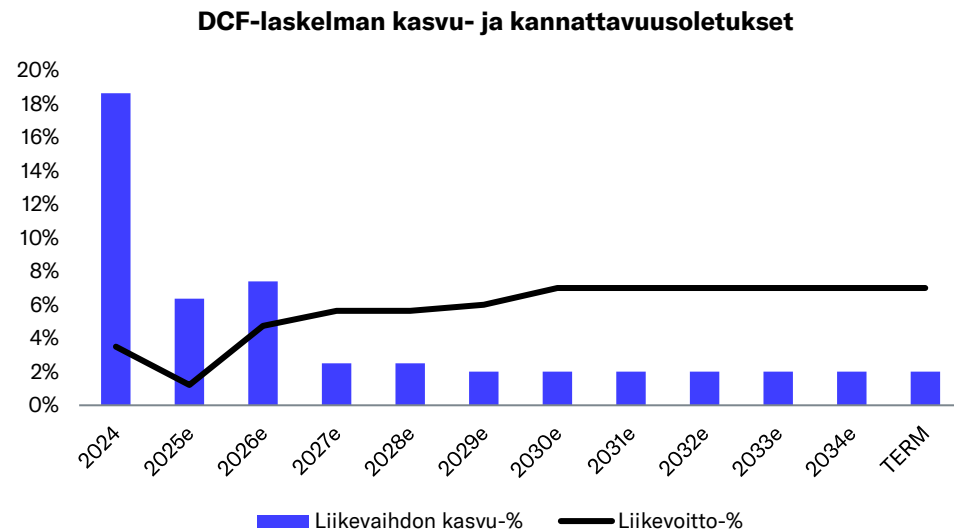
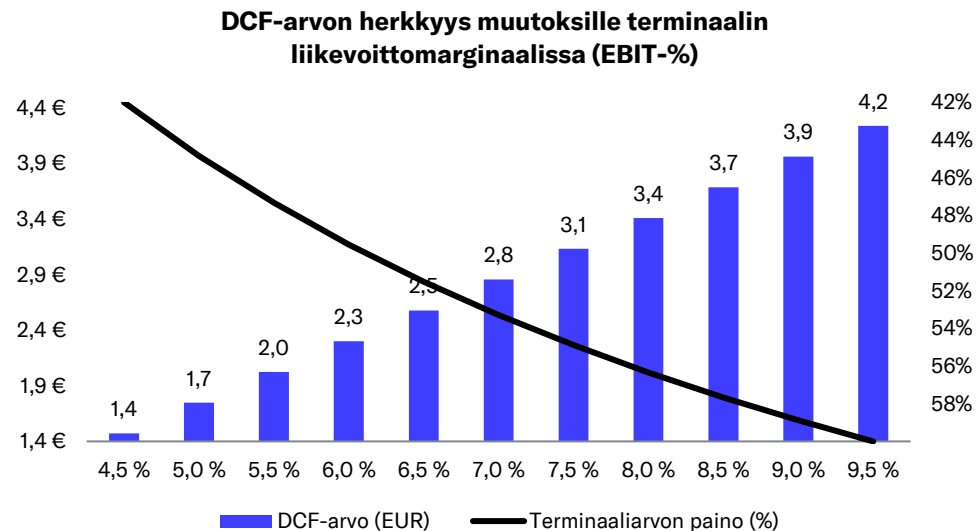
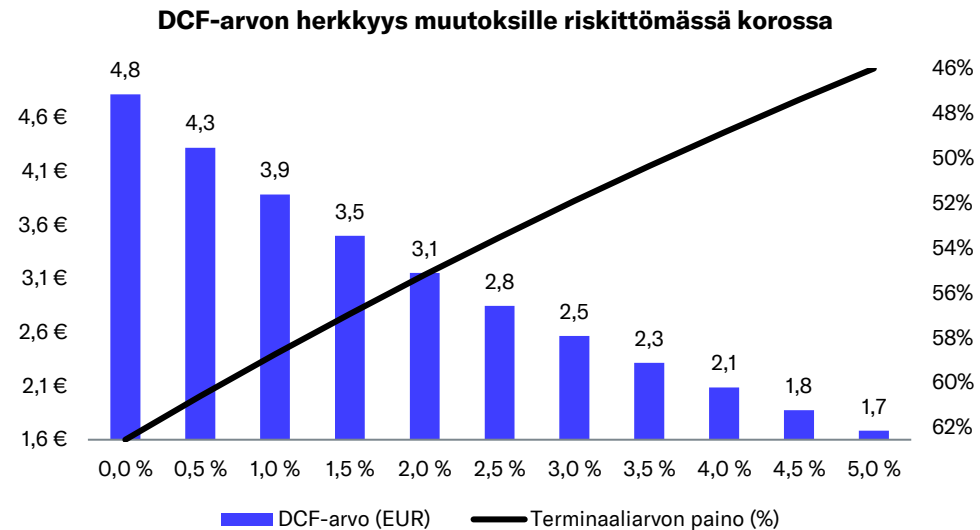
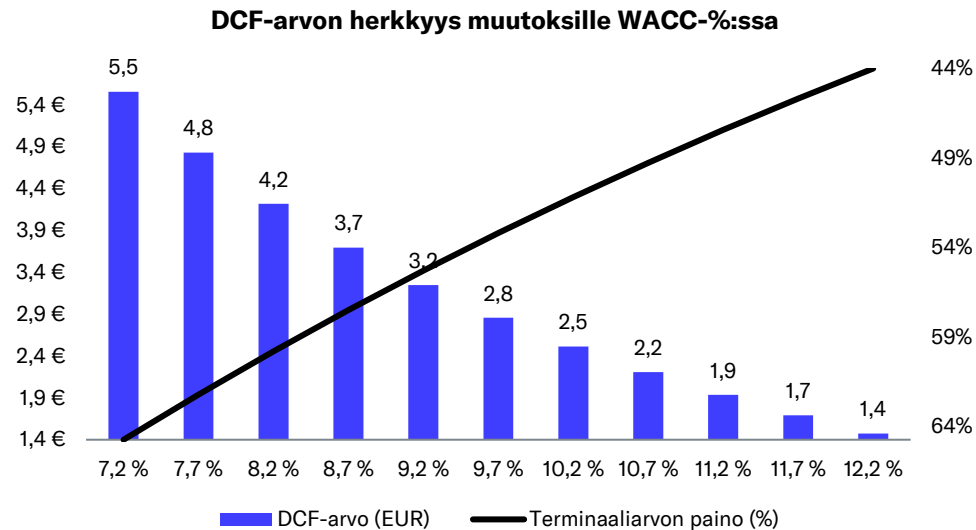
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,60 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	62,8	66,0	78,3	83,3	89,4
Käyttökate	8,2	8,0	6,5	5,4	8,8
Liikevoitto	5,1	4,8	2,7	1,0	4,2
Voitto ennen veroja	4,6	3,9	1,4	-0,6	2,6
Nettovoitto	3,4	3,2	1,1	-0,5	2,1
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	81,7	87,0	94,1	99,7	100,5
Oma pääoma	38,1	40,4	40,9	40,1	42,1
Liikearvo	37,8	42,0	46,9	46,9	46,9
Nettovelat	12,2	17,1	25,1	29,7	27,3

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	8,2	8,0	6,5	5,4	8,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,9	-1,0	-1,8	-0,5	-1,0
Operatiivinen kassavirta	3,8	5,9	3,5	4,8	6,8
Investoinnit	-7,6	-8,5	-10,6	-7,9	-3,2
Vapaa kassavirta	-7,0	-3,1	-5,9	-3,1	3,6

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,7	8,2	8,9	9,8	5,7
EV/EBIT (oik.)	10,7	13,5	21,0	51,9	11,8
P/E (oik.)	12,2	15,1	28,2	neg.	11,0
P/B	1,1	1,2	0,8	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,3 %	0,7 %	0,0 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,35	0,32	0,11	-0,05	0,20
EPS (oikaistu)	0,35	0,32	0,11	-0,05	0,20
Operat. Kassavirta / osake	0,39	0,59	0,35	0,47	0,67
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,71	-0,32	-0,59	-0,30	0,36
Omapääoma / osake	3,81	4,02	4,05	3,92	4,12
Osinko / osake		0,06	0,02	0,00	0,05

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	41 %	5 %	19 %	6 %	7 %
Käyttökateen kasvu-%	48 %	-2 %	-19 %	-17 %	64 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	51 %	-5 %	-44 %	-63 %	320 %
EPS oik. kasvu-%	74 %	-8 %	-64 %	-147 %	-479 %
Käyttökate-%	13,0 %	12,1 %	8,3 %	6,4 %	9,8 %
Oik. Liikevoitto-%	8,1 %	7,3 %	3,5 %	1,2 %	4,7 %
Liikevoitto-%	8,1 %	7,3 %	3,5 %	1,2 %	4,7 %
ROE-%	9,9 %	8,2 %	2,8 %	-1,3 %	5,0 %
ROI-%	8,4 %	6,8 %	3,6 %	1,3 %	5,1 %
Omavaraisuusaste	46,6 %	46,4 %	43,4 %	40,2 %	41,9 %
Nettovelkaantumisaste	32,0 %	42,3 %	61,5 %	74,0 %	64,8 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 laativeen 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
21/06/2021	Vähennä	8,20 €	8,35 €
16/09/2021	Lisää	8,20 €	7,40 €
03/11/2021	Lisää	8,60 €	7,34 €
01/12/2021	Lisää	9,00 €	7,90 €
09/03/2022	Lisää	8,00 €	7,20 €
16/03/2022	Vähennä	7,00 €	6,97 €
16/09/2022	Vähennä	5,50 €	5,34 €
25/01/2023	Osta	5,50 €	4,39 €
01/03/2023	Lisää	6,00 €	5,36 €
01/09/2023	Lisää	5,00 €	4,32 €
15/09/2023	Osta	5,00 €	4,06 €
30/01/2024	Lisää	5,00 €	4,60 €
11/03/2024	Lisää	5,00 €	4,24 €
14/05/2024	Osta	5,00 €	3,70 €
03/06/2024	Osta	5,00 €	4,00 €
30/08/2024	Osta	5,00 €	3,74 €
02/12/2024	Lisää	4,20 €	3,42 €
03/02/2025	Vähennä	2,80 €	3,02 €
28/02/2025	Vähennä	2,65 €	2,50 €
30/05/2025	Lisää	2,65 €	2,24 €
27/08/2025	Vähennä	2,50 €	2,32 €
Analyytikko vaihtuu			
24/11/2025	Lisää	2,50 €	2,19 €
07/01/2026	Lisää	2,50 €	2,28 €
03/02/2026	Lisää	2,50 €	2,23 €



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.**