

Sitowise

Laaja raportti

4.5.2022 06:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Sitovasti kasvussa

Toistamme Sitowisen suosituksen lisää-puolella tarkistaen tavoitehintamme 7,20 euroon (aik. 7,60 euroa) laajan raportin päivityksen yhteydessä. Rakennetun ympäristön asiantuntija Sitowise toimii rakentamisen arvoketjussa korkean lisäarvon osa-alueella osin tunnistettavilla kilpailueduilla. Sitowisen tehokas liiketoimintamalli, kevyt tase ja vahva kassavirta antavat yhtiölle hyvät edellytykset jatkaa kannattavaa orgaanista sekä epäorgaanista kasvua. Arvostus on yhtiön suorituskykyyn nähden lähivuosille mielestämme maltillinen nostaen tuotto-odotuksen osingon kanssa houkuttelevaksi. Lisäksi jatkuvat yritysostot tarjoavat selkeän kasvumahdollisuuden optiona sijoittajille.

Älykkään ympäristön mahdollistaja

Sitowise on suomalainen rakennettuun ympäristöön sekä sen digitalisointiin keskittynyt asiantuntijayhtiö. Sitowisen liiketoiminta koostuu noin 90 %:sti talo- ja infrasuunnittelusta ja noin 10 %:sti yhtiön tarjoamista digitaalisista ratkaisuista. Vuoden 2017 lopussa syntynyt Sitowise on kasvanut viimeisen neljän vuoden aikana noin 13 %:n vuosivauhtia. Samana aikana kannattavuus on pysynyt oikaistulla EBITA-marginaalilla mitattuna noin 12 %:ssa, mikä on ollut alan parhaimmistoa. Yhtiö havittelee strategian mukaisesti kannattavaa kasvua myös jatkossa tavoitteenaan yli 10 %:n vuotuinen kasvu (ml. yritysostot) samalla säilyttäen vähintään 12 %:n oikaistun EBITA-marginaalin. Sitowisella on yritysostovetoisesta kasvusta hyvät näytöt ja yhtiön tehokas sekä kannattava liiketoimintamalli tuottaa vahvaa kassavirtaa kasvuinvestointeja varten. Vahva ja kevyt tase, vahva tulovirta sekä velkavipu mahdollistavat yritysostovetoisen kasvun sekä strategian onnistuessa myös korkeamman tulostason ja pääoman tuoton.

Tuloskasvulle hyvät edellytykset

Yhtiö odottaa vuonna 2022 liikevaihdon (2021: 179 MEUR) sekä oikaistun EBITA:n (2021: 21,1 MEUR) kasvavan euroissa mitattuna. Yhtiö näkee myös markkinan kasvavan jokaisella liiketoiminta-alueella, jota tukee yhtiön ennätyskorkealla oleva tilauskanta. Markkinanäkymät ovat näin kohtuullisen hyvät, vaikka taloudellisessa aktiviteetissa on nyt epävarmuuksia. Lähivuosina ennustamme kasvun olevan noin 6 % vuosittain maltillistuen vuoden 2022 jälkeen. Kannattavuus paranee ennusteissamme kahden heikomman vuoden jälkeen kohti entisiä tasoja ja yhtiön tavoitteita (22-24e: 12,0 %) volyymien nousun ja digitaalisten palvelujen osuuden kasvun myötä. Odotamme näin tuloskasvun olevan lähivuosille hyvällä noin 10 %:n tasolla. Orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö havittelee aktiivisesti yritysostoja, jotka luovat hyvän kasvuoption yhtiölle.

Arvostuksessa nousuvaraa

Vuodelle 2022 osakkeen arvostus on laskenut maltilliseksi (2022e: oik. EV/EBITDA: 9x, oik. P/E: 15x) Sitowisen hyvään suorituskykyyn ja tuloskasvunäkymiin nähden. Yhtiön profiilin ja listattujen verrokkien kautta muodostettuun hyväksyttävän arvostustason alarajaan (EV/EBITDA: 11x, P/E: 18x) nähden osakkeessa olisi selvää nousuvaraa. Laajempaan verrokkiryhmään nähden yhtiö on vuodelle 2022 mittareillamme verrokkien alapuolella, kun historiallisen suorituksen perusteella mielestämme Sitowiselle tulisi hyväksyä preemio (+10 %). Arvostuksen nousuvaran lisäksi 2-3 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. Myös DCF-laskelmamme arvo (8,8 euroa) on nykyistä kurssia korkeammalla tukien suositustamme.

Suositus

Lisää

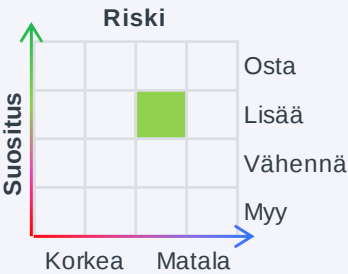
(aik. Lisää)

7,20 EUR

(aik. 7,60 EUR)

Osakekurssi:

6,05



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	179,3	193,3	203,8	213,8
kasvu-%	12 %	8 %	5 %	5 %
EBITA oik.	21,1	22,5	24,7	26,1
EBITA-% oik.	11,8 %	11,6 %	12,1 %	12,2 %
Nettotulos	7,8	14,4	15,7	16,8
EPS (oik.)	0,29	0,41	0,44	0,47

P/E (oik.)	27,4	14,8	13,7	12,7
P/B	2,5	1,7	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,3 %	2,6 %	3,0 %
EV/EBIT (oik.)	18,2	12,9	11,4	10,3
EV/EBITDA	13,3	8,6	8,0	7,3
EV/Liikevaihto	1,9	1,4	1,2	1,1

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

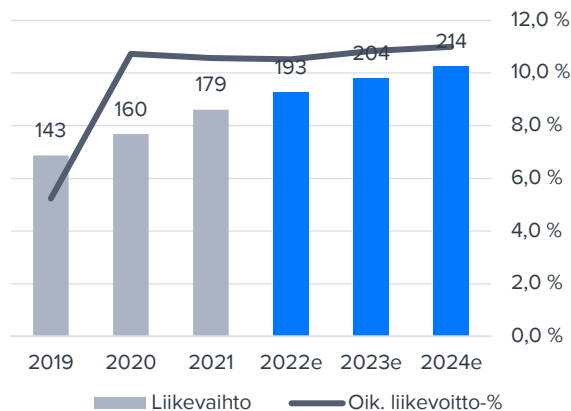
Yhtiö arvioi sekä liikevaihdon että oikaistun EBITA:n euroissa kasvavan verrattuna vuoteen 2021.

Osakekurssi



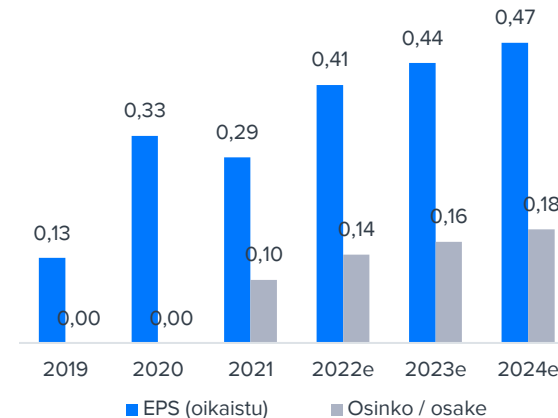
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu ja yritysostot
- Korkean kannattavuuden ylläpito
- Pohjoismaihin laajentuminen
- Tarjoaman laajentaminen
- 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
- Korkean kannattavuustason ylläpito kestävästi
- Markkinan heikentyminen hyvien vuosien jälkeen
- Pohjoismaihin laajentumisen ja uuden markkinan tuomat haasteet
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Henkilöstöriippuvuus ja avainhenkilöiden kannusteiden riittävyys

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,05	6,05	6,05
Osakemäärä, milj. kpl	35,4	35,4	35,4
Markkina-arvo	214	214	214
Yritysarvo (EV)	262	252	242
P/E (oik.)	14,8	13,7	12,7
P/B	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,6	8,0	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,9	11,4	10,3
Osinko/tulos (%)	34,3 %	36,1 %	37,9 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,6 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-14
Sijoitusprofiili	15-16
Strategia	17-21
Markkinat ja kilpailu	22-24
Taloudellinen tilanne	25-26
Ennusteet	27-31
Arvonmääritys	32-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41-

Sitowise lyhyesti

Sitowise on talo- ja infrarakentamisen suunnitteluun sekä rakennetun ympäristön digitalisaatioon erikoistunut asiantuntijaorganisaatio.

2017

Sitowise-konserni muodostuu

2021

Listautuminen

179 MEUR (12,0 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

+12,6 % 2018-2021

Liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvu

21,1 MEUR (11,8 % lv:sta)

Oikaistu liiketulos ilman aineettomien hyödykkeiden poistoja (EBITA)

11,8 % 2018-2021

EBITA-marginaalin (oik.) keskiarvo

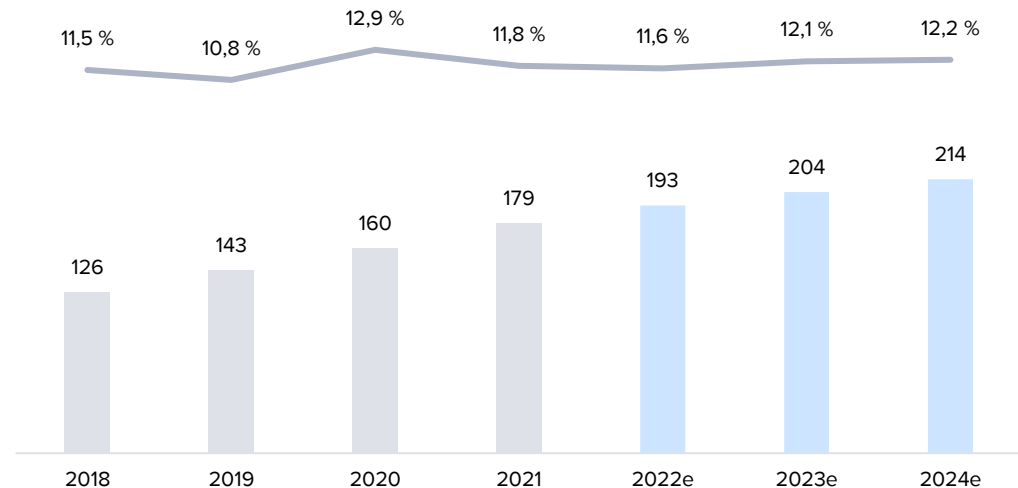
15 %

Oman pääoman tuotto-% ka. 2020-2021

Liikevaihdon ja EBITA:n (oikaistu) kehitys sekä ennusteet 2018-2024e

- Vuoden 2017 lopussa Sitowise syntyi
- Yhtiön juurilla historiaa ja kokemusta alalta 70-luvulta asti
- Vuosien 2018-2020 aikana yhtiö kasvoi vauhdilla ja laajentui vuonna 2019 Ruotsiin
- Kannattavuus nousujohteista
- Markkinatilanne tukenut nousua, mutta isoin osa kasvusta tullut yritysostoista
- Vuonna 2020 koronavirüs iskee, mutta liiketoiminta etenee suunnitellusti
- Listautuminen vuonna 2021
- Kasvu jatkui vahvana, mutta kannattavuus tasaantui korkeilta tasoilta

- Vuonna 2022 odotuksissa vahvaa kasvua pirstyneen markkinatilanteen myötä
- Investoinnit strategian mukaiseen kasvuun ja taseen optimointiin jatkuvat
- Tavoitteena jatkaa yritysostovetoista kasvua laajentamalla Ruotsiin sekä myöhemmin muihin Pohjoismaihin
- Kannattavuus tarkoitus pitää hyvällä historiallisella tasolla
- Ennätyskorkea tilauskanta, yritysostot ja vakaana pysyvä kannattavuus luovat hyvät tulospotentialit lähivuosille



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Älykkäiden kaupunkien mahdollistaja

Sitowise on suomalainen rakennetun ympäristön suunnittelu- ja konsulttipalveluita tarjoava asiantuntijaorganisaatio. Sitowise on luonut rakennettua ympäristöä jo yli 40 vuoden ajan tuoden vahvan kokemuspohjan liiketoimintaan.

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 konsulttipalveluita.

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 90 %. Loput noin 10 % yhtiön liiketoiminnasta tulee Digitaaliset ratkaisut - liiketoiminnasta, missä keskitytään rakennetun ympäristön ja liikkumisen digitaalisten ratkaisujen tarjoamiseen asiakkaille.

Sijoittajien kannalta ajateltuna talonrakentamisen liiketoiminnan voi sanoa olevan osin syklinen ja liikkuvan rakentamisen suhdanteiden mukaisesti. Infrarakentamisen ja korjausrakentamisen iso paino tuo kuitenkin vakautta uudisrakentamiseen nähden. Rakennetun ympäristön digitalisaattoratkaisut 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 tuli vuonna 2021 Suomesta ja noin 20 % tuli Ruotsista. Sitowise on viime vuosina laajentunut Ruotsiin useamman yritystoston kautta ja osuus on kasvanut selvästi toissa vuodesta (2020: noin 10 %).

Kasvuhakuisuus näkyy numeroissa

Yhtiön liikevaihto vuonna 2021 oli 179 MEUR, jossa kasvua edellisvuoteen oli 12 %. Sitowise on perustamisestaan lähtien kasvanut noin 13 % vuosittain (2018-2021 CAGR-%). Kasvu on tapahtunut sekä orgaanisesti että myös epäorgaanisesti yritystosten kautta. Jatkossa yhtiö tavoittelee yli 10 %:n vuotuista kasvua (ml. yritystostot).

Kannattavuus on pysynyt myös hyvin kasvun mukana. Vuonna 2021 yhtiön oikaistu EBITA-marginaali oli 11,8 %, kun se viimeisen 4 vuoden aikana on keskimäärin ollut sama 11,8 %. Vähintään 12 %:n marginaalia yhtiö tavoittelee strategiassaan. Kannattavuus on rakentamisen noususuhdanteen aikana pitänyt perinteisiä rakennusyhtiöitä paremmin pintansa, ja on ollut myös sektorin parhaimmistoa.

Sitowisen työntekijämäärä on kasvanut yhtiön mukana ja tällä hetkellä Sitowisessa työskentelee keskimäärin lähemmäs 2000 henkilöä. Toimistot ovat maantieteellisesti hajautettu paikallisen palvelun ja paikallisen alhaisemman kustannustason varmistamiseksi.

SITOWISE

Liikevaihdon jakauma*



Talo- ja infrasuunnittelu

89 %



Digitaaliset ratkaisut

11 %

Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti



81 %



19 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoiminta-alueet

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

Talo-liiketoiminta

Isoin Sitowisen liiketoiminta-alue on talonrakentamisen suunnittelu- ja konsultointiliiketoiminta-alue. Talo-liiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2021 noin 2 % kasvussa päätyen 72,1 MEUR:oon (2020: 70,8 MEUR). Taloliiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta oli noin 40 % vuonna 2021 (2020: 44 %) tuoden suurimman osan yhtiön liikevaihdosta. Talo-liiketoiminnassa markkinan hiljentyminen koronapandemian seurauksena näkyi yleisenä varovaisuutena vielä vuonna 2021, mutta loppuvuonna tilanne parantui selvästi.

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. Rakentamisen valmistuttua yhtiö voi olla mukana hankkeiden kunnossapitovaiheen asiantuntijatehtävissä ja elinkaaren loppupäässä tapahtuvassa kiinteistökehityksessä.

Talo-liiketoiminnan suurimmat palvelualueet ovat Sitowisen mukaan rakennetekniikka, talotekniikka

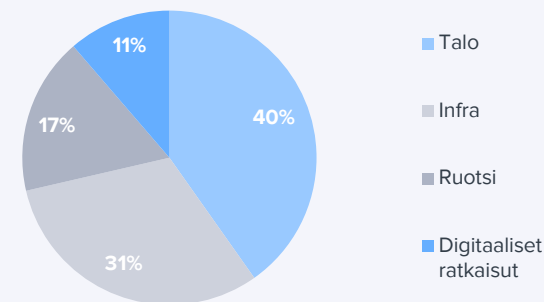
ja korjausrakentamisen palvelut, joiden lisäksi liiketoiminnassa on lukuisia erityisosaamisalueita. Uudisrakentamisesta tulee arviomme mukaan noin puolet ja korjausrakentamisesta noin puolet liikevaihdosta. Korjausrakentamisen ison osuuden voidaan nähdä vakauttavan Sitowisen liiketoimintaa suhdannevaihteluiden varalta. Viimeaikaisina referensseinä toimii mm. Aalto yliopiston Väre-kampus, Espoon Sairaala ja Helsingin Oodi-kirjasto.

Infra-liiketoiminta

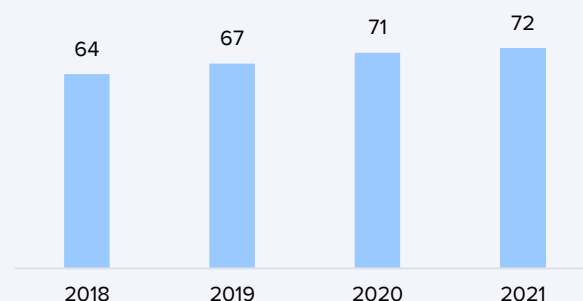
Toiseksi suurin liiketoiminta-alueista on Suomessa toimiva infrarakentamisen suunnittelu- ja asiantuntijapalveluja tarjoava Infra-liiketoiminta. Infra-liiketoiminnan liikevaihto kasvoi vuonna 2021 noin 3 % päätyen 55,9 MEUR:oon (2020: 54,2 MEUR). Infra-liiketoiminta on kasvanut viime vuosina hyvin vetäneen markkinan avustuksella. Viime vuonna markkina kasvu alkoi piristymään vuoden loppua kohti ja näkymät kuluvaan vuoteen ovat paremmat. Liiketoiminta-alueen osuus konsernin liikevaihdosta oli 31 % vuonna 2021 (2020: 34 %) tarjoten isolla osuudellaan suojaa muun uudisrakentamisen suhdannevaihteluilta.

Infra-liiketoiminnan palvelut kattavat laajasti koko infrarakentamisen toimialan niin maanalaisten tiloista aina maanpäällisen kaupunkiympäristön suunnitteluun. Palveluita ovat mm. katujen, teiden ja rautateiden suunnittelu kaikkine liittyvine palveluineen kuten tunneleineen, siltoineen ja pohjanvahvistuksineen. Viimeaikaisina referensseinä liiketoiminta-alueella toimii mm. Raide-Jokeri, Kruunusillat-hanke, Kalasataman alueen kehitys sekä E18-moottoritiehanke.

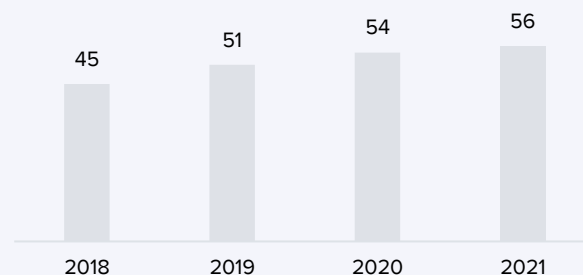
Liikevaihdon jakauma 2021



Talo-liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Infra-liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Ruotsin liiketoiminnot

Ruotsin liiketoiminnot ovat Sitowisella oma liiketoiminta-alue (pl. Digitaaliset ratkaisut). Liiketoiminta on kasvanut onnistuneilla yrityskaupoilla viimeisen kolmen vuoden aikana merkittävästi. Liikevaihto on kasvanut vuoden 2018 lähes nollatasoilta vuoden 2021 loppuun mennessä noin 31 MEUR:oon vastaten noin 17 % konsernin liikevaihdosta. Ruotsi ja muut Pohjoismaat ovat strategian kasvun lähteitä, joten lisää yritysostoja voidaan odottaa.

Sitowise tarjoaa Ruotsissa rakennusten ja infran suunnittelu- ja konsultointipalveluja kattavasti koko rakennetun ympäristön elinkaarelle mukaan lukien rakennesuunnittelu, geotekninen suunnittelu, infrasuunnittelu, talotekninen suunnittelu ja suunnittelun digitaaliset ratkaisut.

Vuonna 2021 Ruotsissa valmisteltiin aiempien yritysostojen (Byggnadstekniska Byrån Sverige AB, Technology for Infrastructure projects Sweden) integraatiota osaksi Sitowiseä ja sen brändiä. Sitowise nimitti myös vuonna 2021 Ruotsiin toimintojen johtajan, Jonas Larssonin, viemään kasvua eteenpäin. Yritysostot jatkuivat vuonna 2021, kun talotekniikkaosaaja Stockholms VVS-Kompetens AB liittyi osaksi Sitowiseä. Vuoden 2022 alussa Sitowise osti Mavacon AB:n, jonka ydinosaamista ovat etenkin konsultointi ja suunnittelupalvelut infrassa.

Digitaaliset ratkaisut

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

Sitowisen tarjoamasta osaltaan yksilöllisen kilpailukentässä. Osaltaan sen voi nähdä myös kilpailuutena yhtiölle.

Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminta kehittää rakennetun ympäristön, väylien ja liikkumisen digitaalisia palveluita. Digitaaliset ratkaisut toivat vuonna 2021 noin 11 % yhtiön liikevaihdosta ja ovat yksi yhtiön kasvun kulmakivistä. Liikevaihto kasvoikin viime vuonna yli 40 % noin 20,3 MEUR:oon (2019: 14,1 MEUR).

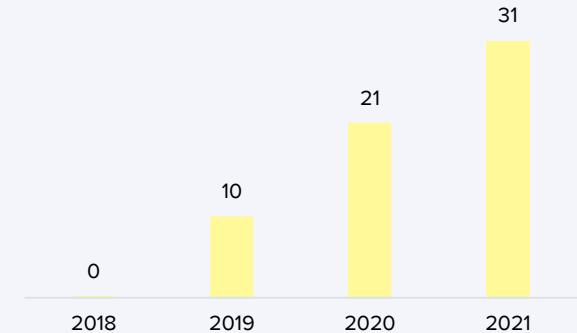
Yhtiöllä on vahva asema etenkin liikkumisen ja väylien tietojärjestelmä- ja palvelutoimittajana Suomessa kaikissa väylämuodoissa (tiet, kadut, kevyt liikenne, meriväylät ja rautatiet). Omien tuotteiden kehityksen ytimessä ovat paikkatiedolla johtamisen ratkaisu Louhi, rakennetun ympäristön virtuaaliratkaisu AURA sekä integroitujen liikkumispalveluiden MaaS-ratkaisu Sampo.

Vuoden 2021 aikana Sitowise vahvisti digitaalisten ratkaisujen liiketoimintaansa kolmella yritysostolla. Konserniin liittyi pilvi- ja mobiilikehitykseen sekä turvallisuusalan tietojärjestelmäratkaisuihin erikoistunut Sweetlakes Oy, kestävän kehityksen digiratkaisua tarjoava MSDI Oy ja ruotsalainen liikenteen ja infrastruktuurin IT-talo Infracontrol AB.

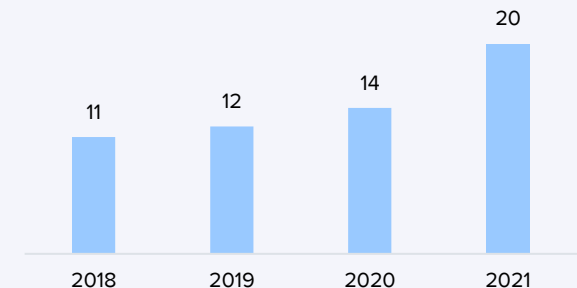
Liiketoiminta-alueen liikevaihto on vielä pientä kokonaisuuteen nähden, mutta voi nousta tärkeämmäksi osaksi konsernia tulevaisuudessa digitalisaation megatrendin edetessä. Yhtiön perusliiketoiminnan laaja asiakaspohja luo arviomme mukaan myös liiketoiminnan tulevaisuuden kysynnälle hyvän pohjan vielä suhteellisen maltillisesti digitalisoidulla rakennusallalla.



Ruotsin liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Digitaaliset ratkaisut liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Talo



- Talonrakentamisen suunnittelu- ja konsultointipalveluita
- Noin 50 % uudisrakentamista
- 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, pohjatyöt, sillat, tunnelit, kaavoituksen, geotekniikan, tutkimukset

Digitaaliset ratkaisut



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

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, yhtiö ei ole mukana urakkaliiketoiminnassa vaan konsulttiliiketoiminnassa. Tätä peilaten projektiriskejä ei ole samalla tavalla kuin esimerkiksi tavallisessa rakennusliiketoiminnassa. Lisäksi perinteiseen rakentamiseen verrattuna alan kannattavuus on yleisesti parempi, pääoman sitoutuminen vähäisempi, suhdannekestävyys parempi, kassavirran generointi tasaisempaa ja pääoman tuottopotentiali parempi. Liiketoimintamalli vastaa enemmän konsulttiyrityksiä kuin rakennusalan yrityksiä.

Laskutusasteen optimointia

Yksi tärkeimmistä asioista Sitowisen liiketoiminnassa on saada työntekijät tekemään mahdollisimman paljon projekteja tai hankkeita asiakkaille heidän työajastaan. Näin resurssit olisivat mahdollisimman hyvin kokoajan käytössä. Periaatteessa yhtiö liiketoiminnassaan pyrkii optimoimaan niin sanottua 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 yhden laskutusasteen muutos isolta osalta myös kannattavuuteen. Tällä on iso vipuvaikutus myös alariville. Esimerkkinä mainittakoon, että Sitowisen

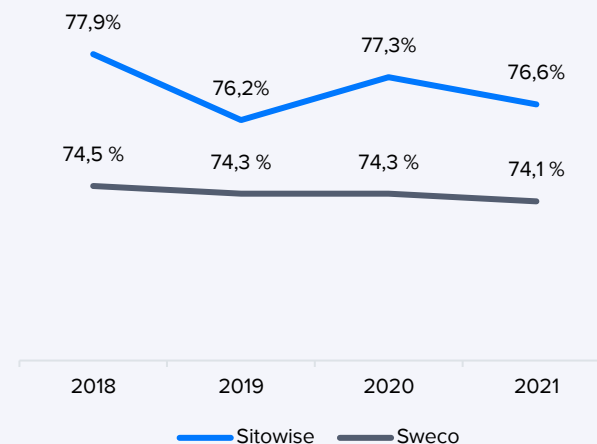
kilpailijan, Swecon, teettämän oman herkkyyssanalyysin mukaan 1 %-yksikön muutos laskutusasteessa nostaisi osakekohtaista tulosta yli 10 %:lla. Sitowise ei ole antanut tarkkoja herkkyysslaskelmia, mutta herkkyys on samankaltaisen liiketoimintamallin vuoksi todennäköisesti samassa mittakaavassa.

Arviomme mukaan hyvänä laskutusasteena voidaan alalla pitää yleisesti noin 70-80 % lukemia. Sitowisella lukemat ovat olleet alan yleisessä mittakaavassa todella hyvällä tasolla, kuten oikealla nähtävästä graafista huomataan. Tämä kertoo, että Sitowise on yhdellä mittarilla kilpailijoitaan tehokkaampi ja pystyy myös tämän kautta tekemään lähimpiin kilpailijoihinsa nähden parempaa kannattavuutta.

Toinen liiketoimintaan vaikuttava tekijä on 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 ylihinnottelulla voi usein jäädä projekteista ulkopuolelle. Vaativissa ja erikoisosaamisen hankkeissa yhtiöillä voi olla hinnoitteluvoimaa.

Arviomme mukaan hinnoittelu on kilpailevilla yhtiöillä yleisesti aika lähellä toisiaan, mutta voi vaihdella projekti- tai erikoisosaamisen sekä maan mukaan. Sitowise tai kilpailijatkaan eivät ole keskimääräisiä hintojansa suoraan julkaisseet, mutta tässäkin muutokset valuvat hyvin pitkälti suoraan kannattavuuteen.

Sitowisen laskutusaste hyvällä tasolla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Projektiluontoista liiketoimintaa, mutta riskit hallittuna

Sitowisen liiketoiminta perustuu pääosin laskutustyöhön, missä kompensaatio muodostuu projektiin tehdyn tuntimäärän mukaisesti. Tässä mallissa yhtiö ei siis itse investoi projektiin tai kannan projektiin liittyvää riskiä. Noin 70 % liikevaihdosta syntyy Sitowisen mukaan tämän mallin mukaisesti.

Loput yhtiön liikevaihdosta syntyy joko kiinteähintaisen laskutuksen tai kustannuskaton sisältävän laskutustyön kautta. Kiinteähintaisessa hankkeessa yhtiö kantaa riskiä myös siitä, että kustannukset karkaavat tuloja suuremmiksi. Kuitenkin suurilta osin hankkeet pyritään tekemään laskutustyön kautta.

Vaikka hankkeet perustuvat laskutustyöhön, voidaan yhtiön liiketoimintaa silti luonnehtia projektiluonteiseksi, sillä puhtaasti jatkuvia elementtejä on yhtiön liiketoiminnassa vähän. Kumppanuussuhteet tai mahdolliset asiakkaiden kanssa tehdyt puitesopimukset sinänsä takaavat osittain liiketoimintaan jatkuvuutta, mutta puhtaasti jatkuvalaskutteista työtä on vähän. Digitaalisissa ratkaisuissa tähän on jo aihioita, mutta niiden osuus on vielä pientä kokonaisuudesta.

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 elvytyksille.

Sitowisen liiketoiminta itsessään ei arviomme mukaan ole läheskään niin herkkä suhdanteen muutoksille kuin itse rakentaminen. Projektit ja hankkeet ovat usein pitkäjänteisiä ja kestävät usein pidempään kuin itse rakentaminen. Sitowise voikin olla mukana jossain määrin koko rakennusprojektin elinkaaren ajan.

Rakentamisen konsulttitoiminnalle on myös ominaista, että rakentamisen kiivaimman vaiheen hiipuesssa 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. Noin 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

- Projektiluontoista liiketoimintaa
- Projektiriskit kuitenkin maltillisia
- Suurin osa työstä laskutukseen perustuvaa
- Selkeästi jatkuvat liiketoiminnat vähäisessä osassa
- Infra- ja korjausrakentaminen vakauttaa liiketoimintaa suhdanteilta
- Useat projektit pitkäjänteisiä ja kestävät usein yli suhdanteiden
- Pienet ja keskisuuret projektit takaavat jatkuvuutta akuuteissa markkinatilanteen muutoksissa
- Hajautunut asiakaskunta
- Noin 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 asemia murroksessa.

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 (noin 75 %) ja loput muuttuvista tulee tuotettujen materiaalien ja palvelujen ostoista (noin 9 %). Muut liiketoiminnan kulut (ICT, vuokrat, markkinointi) ovat noin 16 % kuluista. Näistä suurin osa on kiinteitä kuluja. Yhtiön liiketoiminta on näkemyksemme mukaan hyvin riippuvainen henkilöstömäärästä, ja liikevaihdon kasvattamiseksi täytyy myös henkilöstömäärää usein kasvattaa.

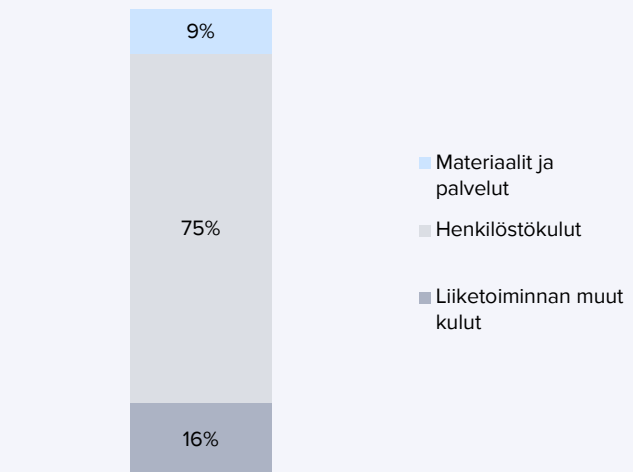
Yhtiön liikevaihdesta noin 10 % tuo yhtiön digitaalisten ratkaisujen liiketoiminta-alue. Tämä alue on kuitenkin myös pitkälti asiantuntijatyötä, missä skaalautuvia digitaalisia tuotteita tai palveluita on vielä vähän tarjolla. Skaalautuvien palveluiden tai tuotteiden osuus voi kuitenkin tulevaisuudessa kasvaa, mutta näkemyksemme mukaan niiden osuus yhtiön toiminnasta on vielä suhteellisen alhainen. Näitä lisäämällä yhtiön tuottavuus kuitenkin paranee ja kulujen skaalautuvuutta voi alkaa esiintymään. Hyvin pitkälti kuitenkin yhtiön liiketoiminta on vielä henkilöstöriippuvaista ja uuden projektin aloittaminen vaatii lisää käsipareja.

Pääomaintensiivisyys matala

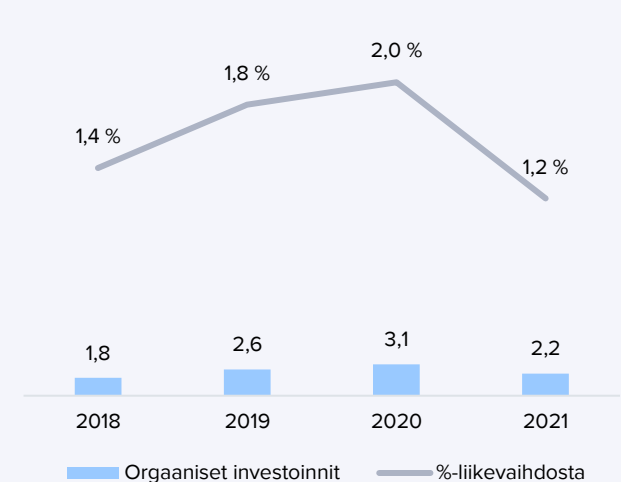
Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä sen investointitarve ole kovinkaan suuri. Yhtiö ei nimittäin tarvitse isoja laitteita tai kiinteistöjä liiketoiminnassaan. Viime vuosina yhtiön ylläpitoinvestoinnit (orgaaniset investoinnit) ovat olleet karkeasti 1-2 % liikevaihdon tasosta, mikä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

Alhainen pääoman sitovuus, matalat investoinnit ja hyvä kannattavuus tarjoavat vahvaa kassavirtaa ja myös pääomat tuottavat hyvin. Oman pääoman tuotto oli vuonna 2021 noin 9 % (2020: 21 %). Vertailukautta alhaisempaan tasoon vaikutti etenkin listautumisen myötä vahvistunut tase. Yhtiön kassakonversio luvut ovat myös olleet historiassa 80-100 %:n välillä kertoen vahvasta kassavirrasta. Kassakonversio mittaa kuinka suuri osa käyttökatteesta muodostuu vapaaksi rahavirraksi.

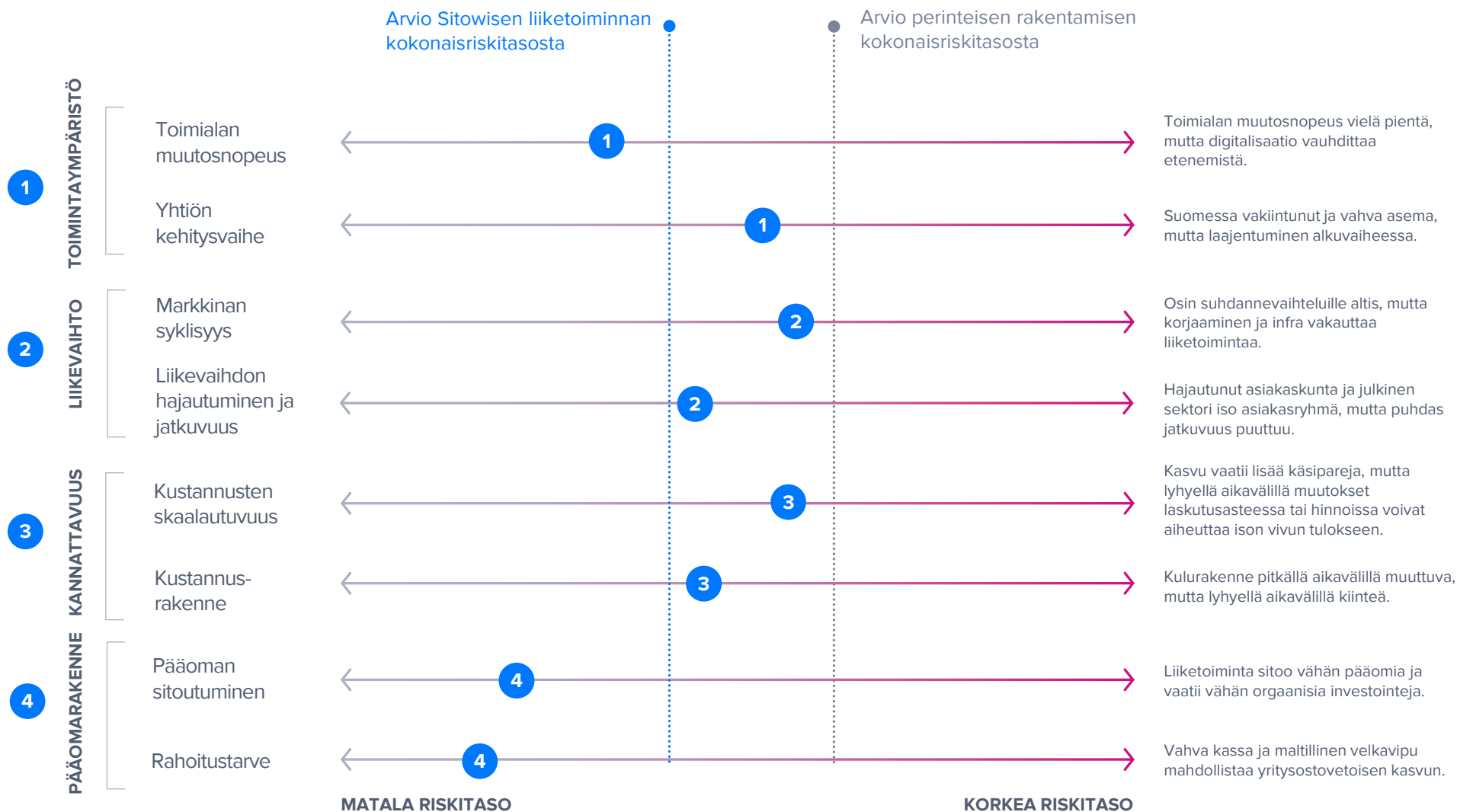
Kulurakenne 2021



Orgaaninen investointitarve hyvin matala



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Vakaa kasvuyhtiö

Sitowisen sijoitusprofiilia kuvastaa vakaan kasvuyhtiön ominaisuudet. Sitowise on ollut olemassa olonsa aikana hyvin vahvasti kasvava (CAGR-% 18-21: 13 %) ja hakee kasvua myös jatkossa strategiansa mukaisesti (yli 10 % vuosittainen kasvu ml. yritysostot).

Markkinan kasvaessa yhtiön toimintamaissa yksinumeroisia lukuja (2020-2025e CAGR-%: noin 3-4 %), on kasvua synnyttävä myös yritysostoista. Yritysostoja yhtiö on 2010-luvun alusta alkaen tehnyt jo yli 50 kappaletta. Sitowisen yritysostomalli on näyttänyt siis jo toimivuutensa.

Kasvua on suhteellisen helppo saada aikaan, mutta kannattavuuden ylläpito tai kasvatus samaan aikaan voi olla haasteellista. Vuosien 2018-2020 aikana yhtiö on hankki yli 20 yritystä ja samaan aikaan oikaistu EBITA nousi lähes 14 % vuosittain (CAGR-%). Tulos on noussut liikevaihtoa nopeammin kertoen parantuneesta suhteellisesta kannattavuudesta myös kovan kasvun aikana. Tulevaisuudessa yhtiö tavoittelee kannattavuustason (EBITA-%) ylläpitoa vähintään 12 %:ssa. Tavoitteen uskottavuutta lisää merkittävästi jo saavutettu kannattavuustaso vuonna 2020 (oik. EBITA-% 12,9 %) ja vuonna 2021 (11,8 %).

Tuloskasvun jatkumiselle on Sitowisessa selvät ainekset, jota myös vahvuudet ja mahdollisuudet tukevat. Riskit on kuitenkin myös hyvä muistaa.

Mahdollisuudet ja vahvuudet

Vahva asema rakentamisen konsultaatiossa.

Sitowisella on vahva asema rakentamisen arvoketjussa etenkin suunnitteluvaiheessa ja yhtiö on ollut mukana monessa viime vuosien merkittävässä hankkeessa. Tätä tukee monet eri asiantuntijatehtävät elinkaaren aikana aina uuden hankkeen tarveselvityksestä korjausvaiheeseen.

Digitaaliset ratkaisut antavat konkreettisen

jalansijan rakennusalan digitalisaatioon. Vanhoillisen rakennusalan digitalisaatiossa on isoja mahdollisuuksia, jotka luovat Sitowiselle mielenkiintoisen kasvuoption ydinliiketoiminnan tueksi.

Vahva kannattavuus ja tuloskasvuhistoria

vahvistaa luottamusta yhtiön strategian tavoitteisiin. Yhtiöllä on ollut kyky kasvaa vahvasti samalla nostaen kannattavuutta. Sitowisen hajautunut liiketoimintamalli, alhaiset paikalliset kulut, omat digitaaliset työkalut (Voima) sekä sitoutunut henkilöstö tuovat Sitowiselle sektorin parhaimpia marginaaleja.

Yritysostot kasvun lähteenä. Sitowisella on yritysostoista hyvä historia ja yhtiö on myös houkutteleva kumppani yritysostoissa. Hajautunut liiketoimintamalli antaa valtaa paikalliselle johdolle ja ostoissa usein osa kauppahinnasta ehtojen mukaan sijoitetaan Sitowiseen. Tämä toimii yhteisen edun tavoittelun kannusteena alusta alkaen luoden yrittäjähenkisiä sekä hajautuneita liiketoimintayksiköitä.

Sitoutunut henkilöstö ja vahva yrittäjähenkisyys.

Avainhenkilöstön omistuksessa ennen listautumista oli Sitowisen mukaan 51 % ja listautumisen jälkeen noin puolet henkilöstöstä on omistajina.

Vahva tase ja hyvä kassavirta antavat liikkumavaraa kasvuinvestointeihin sekä maltillistavat ulkoisen rahoituksen tarvetta.

Riskit

Markkinakasvun hidastuminen ja

suhdannevaihtelut luovat riskejä lähivuosille, mutta yhtiön korjaus- sekä infrarakentamisen suuri osuus tasapainottaa näitä.

Kannattavuuden ylläpito. Markkinoiden vedon hidastuminen, jo korkea kannattavuus, kiristytvä hintakilpailu ja kiivas kasvuvaihe voivat luoda paineita kannattavuudelle.

Kansainvälisen laajentumisen haasteet.

Pohjoismaiden osuus on yhtiössä pieni ja Sitowisen on lähdettävä luomaan liiketoimintaa lähes alusta alkaen. Kilpailu on kovaa ja samaa korkeaa kannattavuutta voi olla vaikea ylläpitää monessa maassa.

Yritysostojen integraation epäonnistuminen.

Suomen yritysostojen hyvä historia ei takaa, että sama toimisi muualla. Laajentuminen Suomen rajojen ulkopuolelle lisää mm. kulttuurillisia sekä markkinaan liittyviä riskejä.

Avainhenkilöstön sitovuus. Henkilöstön kannusteiden toimivuus, kasvun mahdollisesti luomat haasteet ja kulttuurinmuutokset voivat aiheuttaa riskejä avainresurssien menetyksestä.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva asema rakentamisen arvoketjun korkean lisäarvon osa-alueella

2.

Vahvaa kasvua sektorin kärkipäässä olevalla kannattavuudella

3.

Suhdanteita tasaava liiketoimintaportfolio

4.

Yrityssostojen ja laajentumisen onnistuminen muissa Pohjoismaissa

5.

Kevyt liiketoimintamalli ja vahva kassavirta takaavat resursseja yritysstoihin sekä osinkoihin

Potentiaali



- Vahva ja kannattava kasvu ydinliiketoiminnassa
- Rakennusalan digitalisaatio luo yhtiölle konkreettisen kasvuoption
- Kilpailuetuina mm. hajautunut organisaatio, paikallinen kulurakenne, omat digitaaliset työkalut, yritysostomalli, merkittävät referenssit, taloudellinen vakaus
- Markkinan kysyntänäkymiä tukee konsultoinnin penetraatioasteen kasvu sekä alan digitalisointi
- Pienet parannukset tuovat isoa vipua liiketoimintaan

Riskit



- Markkinan suhdannevaihtelut voivat asiakasrajapinnassa olla isoja
- Markkinan hidastuminen voi johtaa hintakilpailun kiristymiseen
- Liiketoiminnan tehokkuuden (esim. laskutusaste) pienet muutokset aiheuttavat isoja muutoksia tulokseen
- Yrityssostojen tai laajentumisen tuomat riskit
- Riippuvuus henkilöstöstä ja niiden riittävästä kannusteista

Strategia 1/5

Yritystoin kasvua

Sitowisen strategiassa haetaan selkeästi kasvua uusilta, mutta myös vanhoilta markkinoilta. Laajentuminen muihin Pohjoismaihin Suomen lisäksi on agendalla, josta hyvä alku on saatu Ruotsista. Samanaikaisesti yhtiö pyrkii ylläpitämään hyvää kannattavuutta sekä myös jakamaan osinkoja omistajille.

Kestävästi älykkäitä ympäristöjä

Sitowisen kasvustrategian ytimessä on älykkäiden ja kestävien ympäristöjen sekä kaupunkien kehitys. Seuraavien vuosien aikana yhtiö pyrkii luomaan arvoa kasvun kautta eri sidosryhmilleen.

Kasvustrategiassa on viisi selkeää painopistettä:

- 1) Jatkuva operatiivinen tehokkuus
- 2) Orgaaninen kasvu laajentuneella tarjoamalla
- 3) Digitaalisten ratkaisujen hyödyntäminen
- 4) Laajentuminen Ruotsiin ja Pohjoismaihin
- 5) Valikoivat yritysostot

1) Operatiivisessa tehokkuudessa näkyy yhtiön kilpailuetu

Yhtiön tavoitteena on jatkaa hyvää operatiivista tehokkuutta myös kasvustrategian aikana, ja sen nostaminen ensimmäiseksi painopisteeksi kertoo myös sen tärkeydestä. Arviomme mukaan yhtiö uhraakin ennemmin liikevaihdon kasvun kuin hyvän operatiivisen tehokkuuden tasonsa.

Yhtiön hyvään kannattavuuteen ja operatiiviseen tehokkuuteen tiivistyy myös yhtiön yksi kilpailuetu,

minkä vuoksi yhtiö on viime vuosina pystynyt tekemään parempaa kannattavuutta kuin kilpailijat.

Operatiivisen tehokkuuden taustalla on kolme selkeää vaikuttavaa tekijää. Ensimmäisenä nousee esiin yhtiön **hajautunut liiketoiminta- ja organisaatiomalli**. Yhtiöllä on neljässä maassa kymmeniä eri toimipistettä, mistä käsin asiantuntijat tekevät töitään. Paikallinen päätöksenteko ja läsnäolo parantavat ketteryyttä reagoida markkinoiden muutoksiin sekä avittaa asiakassuhteita. Lisäksi ehkä tärkeimpänä asiana on se, että 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. Kun työn hinta määräytyy markkinoiden mukaisesti lähes samalla tavalla, mutta kulut joustavat, syntyy siitä operatiivista tehokkuutta ja hyvää kannattavuutta.

Osallistuva henkilöstö on myös omiaan parantamaan operatiivista tehokkuutta. Sitowise on houkutteleva työnantaja ja työntekijöiden viihtyvyys on Sitowisen mittauksien mukaan alan kärkeä ja vaihtuvuus pientä. Hajautunut organisaatiomalli, paikallinen päätöksenteko, vahva omistajuus sekä yrittäjähenkisyys myös sitouttaa henkilöstöä toimimaan yhteisen edun ja operatiivisen tehokkuuden eteen.

Kolmantena ja ehkä selkeimpänä erottavana tekijänä toimii yhtiön omakehittämä digitaalinen yhteistyöalusta **Voima**. Voima on tiedonhallinnan ja projektityöskentelyn työkalu, joka varmistaa

Sitowisen operatiivisen tehokkuuden lähteet luovat kilpailuetua

Hajautunut liiketoimintamalli



Osallistuva henkilöstö



Voima-alusta



Kilpailuetu

Strategia 2/5

yhteneväisen, tehokkaan tavan 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.

Selvää on, että Voiman avulla Sitowise voi kasvattaa laskutettavia tunteja (eli nostaa laskutusastetta), kun kaikki muu kuin itse projektityöskentely on pyritty tekemään digitalisaation avulla mahdollisimman helpoksi. Samalla järjestelmällä voidaan varmistua jatkuvasti laadukkaasta työstä, kun kaikki tehdään samoilla ehdoilla ja sopimuksilla. Voima antaa myös työkaluja kustannusten seurantaan, mikä vähentää yhtiön mukaan riskejä budjetin ylityksistä. Voiman avulla voidaan myös luoda kestävä kehityksen tavoitteita projekteille ja seurata niitä vaivattomasti.

Yhtiön yritysostostrategian ja kasvun kannalta tärkeä ominaisuus on myös Voiman mahdollistama ostettavien yritysten integraatio. Työkalun avulla ostettavan yhtiön on helpompi muokkaantua Sitowisen kulttuurin mukaiseksi ja samalla myös yhtiöistä voidaan saada entistä enemmän myös operatiivista tehokkuutta tuomalla tärkeät järjestelmät yhteen paikkaan.

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. Myös vastuullisuuden aspektiin tullaan yhä enemmän panostamaan. Asiakkaiden saaminen myös alustan päälle on tulevaisuudessa yhtiön tavoitteena, joka entisestään voisi syventää yhtiön asiakassuhteita ja jopa luoda verkostovaikutuksia.

2) Kasvu laajentuvalle tarjoamalla selektiivisissä asiakassegmenteissä

Toinen strategian painopisteistä on kasvaa laajentuneella tarjoamalla eri asiakassegmenteissä yhtiön Talo- ja Infra-liiketoiminnoissa. Yhtiö on tehnyt täydentäviä yritysostoja eri rakentamisen osa-alueilla ja omaa myös selkeää niche-osaamista, jota voidaan helposti yhdistää isoimpiin projekteihin. Näin alihankinnan määrä vähenee ja usein myös laatu sekä kustannustaso pysyvät paremmin hallussa. Tämä antaa myös selkeitä ristiinmyyntimahdollisuuksia, kun osaamista on hankittu yhtiöön laajalta alueelta.

Kaikkineen voidaan nähdä, että kokonaisvaltainen tarjoama paranee, jolloin yhtiö pääsee osallistumaan täysipainoisesti merkittävimpiin hankkeisiin. Arviomme mukaan tämä voisi johtaa myös siihen, että yhtiö voisi hinnoitella itseään paremmin oman erikoisosaamisensa vaatimalle tasolle. Erikoisosaamisella ja laajalla tarjoamalla voidaan näin ollen mahdollisesti parantaa omaa hinnoitteluvoimaa. Myös korjausrakentamisen osuutta on tarkoitus kasvattaa, kun taas Infrassa pyritään laajentamaan geo- ja ympäristötekniistä osaamista.

Kasvua laajentamalla tarjoamaa

Talo-liiketoiminta

- korkean profiilin hankkeisiin osallistuminen
- niche-alueisiin laajentuminen (paloturvallisuus, digitalisaatio)
- Sitowisen osuuden kasvatus projekteissa
- jalansijan vahvistus korjausrakentamisessa

Infra-liiketoiminta

- kasvu yksityisellä sektorilla
- kaupunkikehityshankkeiden osuuden kasvatus
- geotekniikan ja liikenteen osaamisen laajentaminen
- ympäristötekniikan osaamisen laajentaminen

Strategia 3/5

3) Digitaalisten ratkaisujen hyödyntäminen

Digitaaliset ratkaisut ovat tärkeä osa Sitowisen tulevaisuuden strategiaa. Tällä hetkellä ne kattavat vain noin 11 % yhtiön liikevaihdosta, mutta niiden osuuden voi odottaa kasvavan. Rakennusalan digitalisaatio on vasta alussa ja mielestämme Sitowise on omalla palvelualueellaan tähän hyvin asemoitunut.

Digitalisaatiota tarvitaan rakentamisen eri vaiheissa. Suunnittelu- ja rakennusvaiheessa esiin nousee esimerkiksi digitaalisen infran ja rakentamisen konsultointi sekä projektien tiedonhallinta. Rakennetun ympäristön puolella esiin nousee mm. liikenteen, logistiikan, älykkäiden kaupunkien, liikkumisen, tietoverkkojen, teiden ja vesiväylien digitaaliset ratkaisut.

4) Laajentuminen Ruotsissa ja muissa Pohjoismaissa

Suomen lisäksi yhtiö hakee vahvaa jalansijaa muista Pohjoismaista aloittaen Ruotsista. Yhtiö on tehnyt 6 yritysostoa Ruotsista vuodesta 2019 alkaen tähän päivään. Ruotsin osuus yhtiön liikevaihdosta oli vuonna 2021 jo noin 17 %, kun se vuonna 2019 oli noin 7 %.

Ensimmäinen yritysosto Byggnadstekniska Byrån tapahtui vuoden 2019 toukokuussa. BTB keskittyi geotekniikkaan ja rakennustekniikkaan. BTB:n liikevaihto ennen ostoja oli noin 15 MEUR, joten sillä saatiin vahva alusta kasvuille. Joulukuussa 2019 tehtiin myös pienempi K&S Construct AB:n osto. Vuoden 2020 marraskuussa hankittiin TFIP, joka keskittyy infrastruktuurin projektien

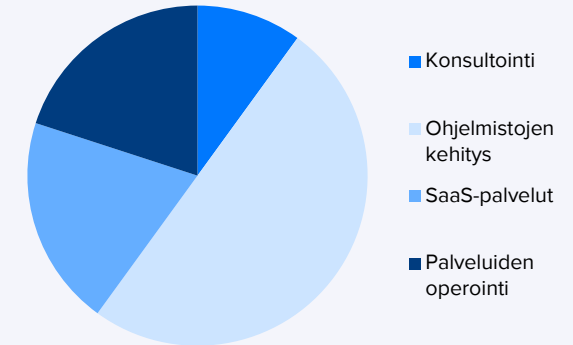
konsultointiin etenkin maanalaisissa rakennelmissa. Vuonna 2021 yhtiö hankki VVS-Kompetenssin ja Infracontrolin. VVS on keskittynyt talotekniikan (LVI) konsultointiin ja Infracontrol on erikoistunut liikenteen ja infrastruktuurin digitaalisiin ratkaisuihin. Yksityiskohtaisia arvioita kauppohennoista ei ole, mutta Sitowise on maininnut listautumisen yhteydessä, että 2016-2020 yritysostojen historiallisen EV/EBITDA-kertoimen olleen 5,5x. Ruotsissa hinnat voivat arviomme mukaan olla hieman tätä korkeampia, mutta jäänevät selvästi alle Sitowisen omien kertomien.

Kasvun askeleina Sitowise pyrkii vahvistamaan jalansijaa infrarakentamisen konsultoinnissa, joista useat yritysostot ovat hyvä esimerkki. Tämän ohessa yhtiö pyrkii laajentumaan talotekniikan palveluissa, mistä VVS:n osto on esimerkkinä. Lisäksi vahvistuva jalansija muissa Pohjoismaissa voi antaa mahdollisuuksia tarjota myös digitaalisia ratkaisuita projekteihin luoden vahvemman tuotteen. Tässä esimerkkinä toimii Infracontrol.

Pohjoismaihin laajentuminen on vielä alkuvaiheissa, mutta lähtenyt vauhdilla käyntiin. Hyvin sujunut integraatio ja Sitowisen kulttuurin omaksuminen on tärkeässä osassa. Laajentumisen yksi haasteista tulee kuitenkin olemaan kova kilpailu ostettavista kohteista sekä myös projekteista. Myös muut havittelevat yritysostoin kasvua, joten Sitowisen on onnistuttava erottumaan muista yritysostostrategiallaan ja myöhemmin myös tuotetarjoaman osalta.

Digitalisaatio iso osa strategiaa

Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminnan havainnollistava jako*



Pohjoismaihin laajentumisen kasvuvaihtot

- Tarjoaman vahvistus infrakonsultoinnissa
- Talotekniikkakonsultoinnin laajennus
- Sitowisen osuuden kasvatus pääasiakassegmenteissä
- Digitaalisten ratkaisuiden ristiinmyynti

Strategia 4/5

5) Valikoivat yritysostot

Hyvinkin tärkeässä osassa Sitowisen strategiassa ovat yritysostot. Yhtiö on tehnyt lähemmäs 60 yritysostoa vuodesta 2010 lähtien ja hankkinut tätä kautta yli 100 MEUR liikevaihtoa. Markkina on etenkin Suomessa vielä hyvinkin pirstaloitunut ja omaa konsolidoitumispotentiaalia.

Sitowisen listautumisesitteen aikaan ja mukaan Suomen noin 1,7 miljardin euron markkinan 10 suurinta toimijaa edustivat noin 55 % markkinasta, kun loput 2000 yritystä edustivat loppua 45 %. Ruotsissa konsolidointi on ollut jo pitkään pidemmällä, kun listautumisesitteen mukaan 3 miljardin euron markkinasta 10 suurinta yritystä edustivat noin 80 % ja loput 700 yritystä vastasivat noin 20 % markkinasta. Yhtiön silloisen haarukoinnin perusteella 11 000 yrityksen listalta löytyi noin 600 varteenotettavaa kohdetta, joista 60 on selkeämmin erottunut tavoitekohteeksi. Näistä osan Sitowise on jo listautumisen jälkeen toteuttanut.

Kriteereinä yhtiöille on, että ne ovat hyvässä taloudellisessa kunnossa. Sitowise ei arvioimme mukaan ole ostamassa huonoa liiketoimintaa kääntääkseen sen kannattavuutta, vaan mieluummin hakee hyviä liiketoimintoja, joissa voi tapoja sekä järjestelmiä yhdistelemällä olla tehostusvaraa sekä synergioita. Tämän vuoksi ostettavien yritysten tulee täydentää Sitowisen tarjontaa tai luoda uusia palveluita ja/tai asiakkaita. Yritysostoilla on tarkoitus myös saavuttaa laajempi maantieteellinen kattavuus eri puolelle toimintamaita. Lisäksi viimeisimpinä, mutta ehkä yritysoston onnistumisen kannalta tärkeimpänä

asiana on se, että johto sekä henkilöstö ovat sitoutuneita ja sopivat hyvin Sitowisen hajautuneeseen yrityskulttuuriin.

Kilpailu ostettavista yrityksistä on kovaa, mutta näemme Sitowisen kulttuurin, hajautuneen liiketoimintamallin, omistajuuden ja yrittäjähenkisyyden houkuttelevan yhtiöitä liittymään joukkoihin. Sitowisen mukaan vuosien 2016-2020 aikana yhtiön yritysostoista maksama EV/EBITDA-kerroin on ollut keskimäärin 5,5x, mikä on kohtuullinen hinta yksityisellä markkinalla, mutta halpa listattuun markkinaan nähden.

Sitowisen ollessa pörssissä, ja ostokertoimien pysyessä maltillisina, luo yhtiö merkittävää omistaja-arvio yrityskaupoilla. Isoimmista yrityksistä joutuu maksamaan hieman isompaa hintaa ja Ruotsissa hinnat ovat aavistuksen korkeampia kuin Suomessa Sitowisen mukaan. Tämä on ymmärrettävää konsolidoitumisen ollessa kypsemmässä vaiheessa ja kilpailun ollessa ostettavista kohteista kovempaa.

Sitowisen hyvät digitaaliset järjestelmät sekä integraatioprosessi varmistavat nopean sulautumisen, mikä osaltaan madaltaa ostojen kustannuksia. Merkittävä sitouttava elementti Sitowisen yritysostoissa on ollut myös se, että osana sopimusta myyjä on historiallisesti sijoittanut noin 20 % hinnasta takaisin Sitowiseen. Tämä kannustaa toimijoita jatkamaan liiketoimintansa menestyksestä pyörittämistä. Samalla yhtiöt saavat nykyaikaiset järjestelmät käyttöönsä sekä voivat saada aikaan myös synergioita yhteiskulujen hallintaan.

Yritysostokriteerit

Vahva taloudellinen suorituskyky

Täydentää tarjoamaa ja mahdollisuuksia

Luo uusia palveluita ja asiakassegmenttejä

Laajentuminen maantieteellisesti

Sitoutunut henkilöstö

Kulttuurillinen vastaavuus

Strategia 5/5

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Sitowisen pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet keskittyvät kannattavaan kasvuun. Yhtiön tavoitteena on kasvaa yli 10 %:n vuosivauhtia yritysostot mukaan lukien. Samalla yhtiö pyrkii pitämään kannattavuutensa vahvana vähintään 12 %:n oikaistun EBITA-marginaalin tasolla. Velkaisuustavoite on sidottu kannattavuuden kanssa yhteen ja nettovelkojen suhde oikaistuun käyttökatteeseen ei tulisi nousta yli 2,5-kertaiseksi. Väliaikaisesti raja voidaan kuitenkin ylittää yritysostojen seurauksena. Osinkoa yhtiö pyrkii vahvasta kasvuhalukkuudesta huolimatta maksamaan 30-50 % nettotuloksestaan.

Tavoitteet vaikuttavat mielestämme hyvinkin realistisilta saavuttaa lähivuosien aikana. Kasvun osalta ennustamme vain orgaanisen kasvun, mutta vahvan yritysostohistorian ja 3-4 %:n markkinakasvun myötä tavoite vaikuttaa helposti saavutettavissa olevalta. On hyvä kuitenkin muistaa, että jokin vuosi kasvu voi olla tavoitetta vahvempaa ja jokin vuosi heikompaa. Keskimääräisesti kasvun pitäisi kuitenkin olla yli 10 %.

Kannattavuuden osalta yhtiö on jo viimeisten vuosien aikana osoittanut tavoitteen olevan helposti saavutettavissa. Sen ylläpito kiivaassa kasvuvaiheessa on avainkysymys, ja myös tässä vaihtelua voi hieman vuosittain tulla. Paljon on kiinni yhtiön saavuttamasta laskutusasteesta ja myös markkinatilanteen tarjoamista projektimahdollisuuksista. Jos töitä ei ole, laskee laskutusaste nopeasti, mikä myös näkyy nopeasti

kannattavuudessa. Lähivuosina tavoitteen selkeä ylittäminen on mielestämme haasteellista koronan säästöjen poistuman ja inflaatiopaineiden vuoksi, mutta ennustamme silti kannattavuuden pysyvän hyvällä tasolla yleisesti alaan nähden. Potentiaalisesti kannattavuus voisi arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä nousta lähemmäs 14 %:n tasoa, mutta se vaatisi digitaalisten ratkaisuiden osuuden nousua, laskutusasteen erinomaista tasoa ja yritysostojen integraatioiden onnistumisia.

Velkaantuneisuus-tunnusluku tulee heilumaan paljon yhtiön yritysostojen myötä. Alkuun tavoite on listautumisen myötä hyvällä tasolla, mutta mielestämme liiketoimintamalli mahdollistaa korkeammankin velkaantuneisuuden asteen. Tämän myötä tavoitetason ylitys lyhyellä aikavälillä ei ole mielestämme ongelma.

Samalla, kun yhtiö kasvaa, haluaa yhtiö myös jakaa osinkoa. Yhtiön hyvää kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli antaa tähän mahdollisuudet, mutta omistajien kannalta isompi ajuri mielestämme tässä vaiheessa on kasvun ja kannattavuuden yhdistelmänä tuleva tuloskasvu. Kasvuvaiheen jälkeen on yhtiöllä hyvät saumat nousta vahvaksikin osingonmaksajaksi. Niin kauan kuin yhtiö pystyy jatkuvasti investoimaan kassavirtaansa hyvällä pääoman tuotolla markkinaan ja yritysostoihin, on sijoittajien mielestämme turha haikailla isojen osinkojen perään.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Kasvu

Vuosittainen kasvu yli 10 %, ml yritysostot

Kannattavuus

Vähintään 12 %:n oikaistu EBITA-%

Velkaantuneisuus*

Nettovelat/oikaistu käyttökatte < 2,5x

Osinko

30-50 % nettotuloksesta

Markkinat

Suomi ja Ruotsi keskiössä

Sitowisen toimialaa kuvailtaessa Suomi ja Ruotsi ovat toistaiseksi tärkeimmät markkinat, joihin myös raportissa keskitymme. Konsultointi- ja suunnitteluala on osa rakentamisen kokonaismarkkinaa, joka on Suomen ja Ruotsin osalta lähes 80 miljardin euron kokoinen. Suomen ja Ruotsin konsultointi- ja suunnittelumarkkinat ovat Sitowisen listautumisesitteen mukaan yhteensä noin 5 miljardia euroa. Tästä Suomen osuus on alle 2 miljardia ja Ruotsin markkinan osuus selvästi yli 3 miljardia.

Suomessa markkina on vallan pirstaloitunut ja omaa selkeää konsolidointipotentiaalia. Ruotsissa konsolidointia on jo tapahtunut ja siellä mahdollisuudet ovat vähäisempiä. Tosin vaikka konsolidoituminen on Ruotsissa pidemmällä, riittää pienempiä yrityksiä selvästi enemmän kuin Suomessa. Lisäksi Ruotsin markkinan koko on lähes kaksinkertainen Suomeen verrattuna. Sitowisen oma koko antaa myös mahdollisuuksia voimakkaaseenkin kasvuun pienempiä yrityksiä ostamalla.

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.

Sitowisen vuoden 2020 lopussa listautumisen yhteydessä teettämän markkinatutkimuksen mukaan vuodesta 2005 vuoteen 2020 Suomen markkina on kasvanut vuosittain noin 5 %. Vuonna 2020 kasvu oli arvioiden mukaan koronan vuoksi nollassa, vaikka alkoi loppuvuoden aikana parantua. Vuoden 2021 aikana aktiviteetti on selvästi palautunut, mistä Sitowisen ennätyskorkea tilauskanta on hyvä esimerkki. Näin kasvunäkymät kuluvalle vuodelle ovat varsin vahvat. Markkina on historiassa ollut myös kohtuullisen hyvin suhdannekestävä. Vuonna 2009 markkina laski vain 3 %:lla oltuaan pari edellistä vuotta yli 10 %:n nousussa. Vastavuoroisesti koko rakentamisen markkina sukelsi vuonna 2009 lähes 13 %:lla.

Ruotsissa kasvu oli vuosien 2015-2020 aikana ollut noin 7 % vuosittain kertoen hyvin vahvasta markkinasta. Vuoden 2020 ja 2021 aikana kysynnässä nähtiin pientä tasaantumista, mutta pidemmällä aikavälillä kasvun nähdään jatkuvan. Suomessa vuosien 2020-2025 kasvun ennustetaan olevan vuosittain noin 3 % ja Ruotsissa kasvu yltäisi lähes 4 %:iin. Kasvuluvut ovat alle historiallisten tasojen, mikä viittaisi

lähivuosina kasvun tasaantumiseen. Geopoliittisen tilanteen aiheuttamat epäsuorat vaikutukset talouteen ja rakentamiseen aiheuttavat kuitenkin pieniä epävarmuuksia lähivuosien kasvuun. Trendit pitkällä aikavälillä kuitenkin tukevat kasvunäkymiä ja näemme alan tulevaisuuden olevan valoisa.

Taustalla on vahvoja megatrendejä

Kasvava rakentamisen monimutkaisuus ja ahtaus, tekniikan lisääntyminen, teknologian kehittyminen ja digitalisaatio vaativat koko ajan lisää eri alojen asiantuntemusta rakentamisessa. Sitowise on itse avannut pitkän aikavälin näkymiä neljän merkittävän megatrendin kautta:

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

Rakennuskannan ikääntyminen lisää tarvetta korjausrakentamisen sekä ylläpidon suunnittelulle ja konsultoinnille.

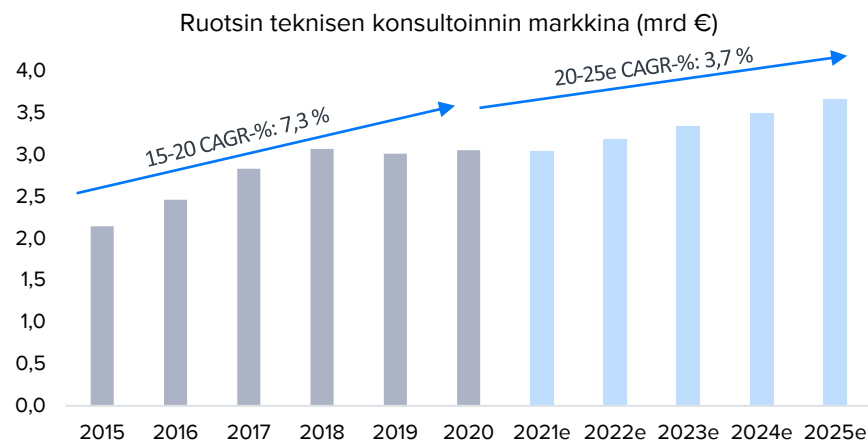
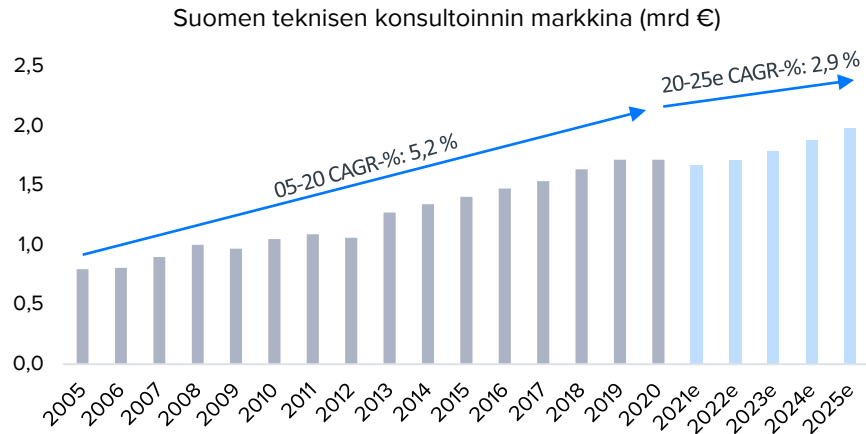
Energia- ja resurssitehokkuus pakottaa yhtiöitä, kiinteistöjä, yhteiskuntaa prosessien yhä tarkempaan suunnitteluun ja resurssien optimointiin.

Digitalisaatio ja älykäs infra muuttaa yhtiöiden ja yhteiskunnan toimintaa ja mahdollistaa uudenlaisia liiketoimintoja.

Näistä erityisesti kaupungistuminen, kestävä kehitys ja ilmaston muutos, digitalisaatio ja resurssitehokkuus korostuvat läpi koko toimialan.

Markkinat

Markkinoiden odotetaan kasvavan



Lähde: Sitowise, Inderes

Megatrendit läsnä liiketoiminnassa



Kaupungistuminen



Korjausvelka



Kestävä kehitys

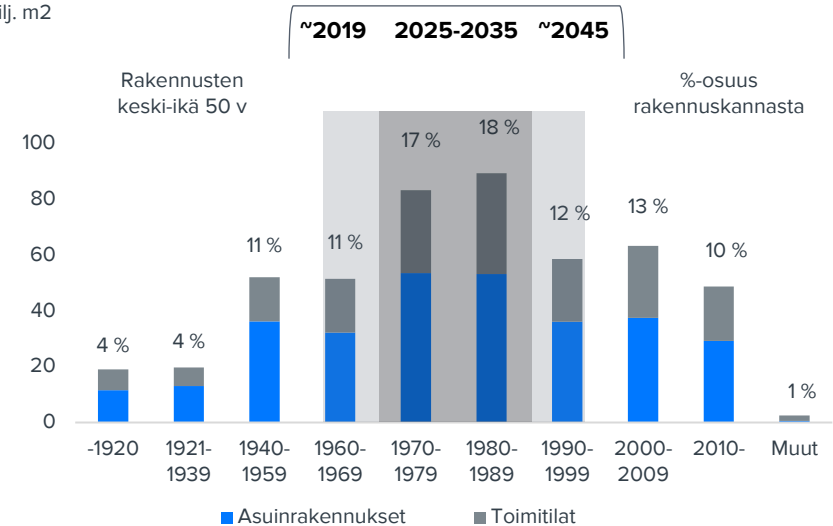


Digitalisaatio

Isoin osa Suomen rakennuskannasta tulossa korjausikään

Rakennuskannan osuudet vuosikymmenittäin ja arvioitut korjausajankohdat

Milj. m²



Kilpailu

Markkijohtajien joukossa Suomessa, Ruotsissa haastaja

Sitowisen markkina-asema on Suomessa vahva ja Ruotsissa yhtiö profiloituu vahvasti kasvavana haastajana. Arviomme ja laskelmiemme perusteella yhtiö sijoittuu kolmen isoimman toimijan joukkoon Suomessa, mutta Ruotsissa yhtiö sijoittuu vielä 10 suurimman ulkopuolelle.

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

Suomessa Sitowisen asema on varsin vahva ja yhtiö pystyy hyödyntämään kokoaan isoissa projekteissa. Ruotsin valloitus haastajan asemasta voi olla vaikeampi tehtävä, sillä vakiintuneet toimijat ovat siellä paljon isompia ja omaavat vahvat paikalliset suhteet. Tehtyjen yritysostojen perusteella Sitowise näyttäisi kuitenkin pystyvän houkuttelemaan taloudellisesti hyvin vahvoja paikallisia toimijoita liittymään yhtiöön, mikä kertoo Sitowisen vetovoimasta.

Listattuihin verrokkeihin nähden alanärkeä

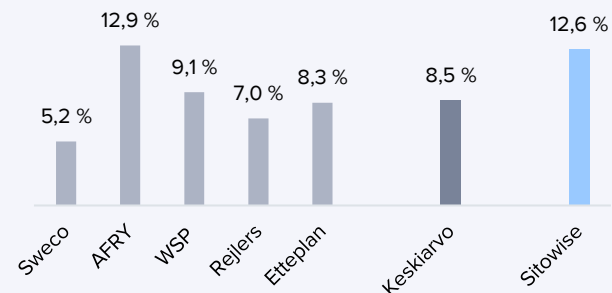
Saadaksemme hieman käsitystä Sitowisen kilpailukykyä, vertailimme Sitowisen taloudellisia lukuja lähimpiin listattuihin verrokkeihin nähden. Sitowisen kasvutarinaan luottamustamme lisää, että vuosittainen kasvu on historiassa ollut tavoitteiden (yli 10 %:n kasvu) mukaista. Viimeisen

neljän vuoden aikana Sitowise on jäänyt jälkeen kasvussa vain AFRY:lle (Pöyryn ja ÅF AB:n fuusio). Sitowisen lähes 13 %:n vuotuinen kasvu on muihin nähden selvästi vahvempi. Kaikilla yritysostot näyttelevät omaa osaansa viime vuosien kasvussa.

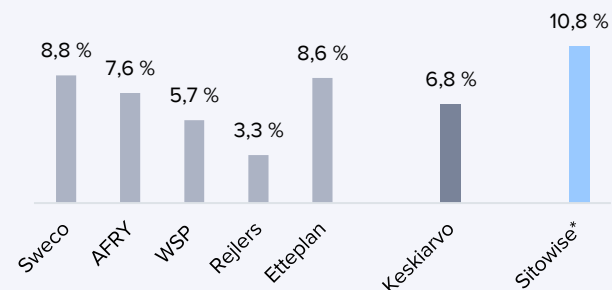
Kannattavuus on ollut Sitowiselle alanärkeä. Viimeisen neljän vuoden keskiarvo verrokkien EBIT-marginaalille on ollut noin 6,8 %. Verrokeista korkeimmat kannattavuudet ovat keskimäärin olleet lähempänä 9 %:n tasoa. Sitowisella sen sijaan liikevoittomarginaali (oikaistu) on ollut noin 11 % viimeisen neljän vuoden aikana. Hyvään kannattavuuteen vaikuttaa arviomme mukaan Sitowisen nykyaikaisten järjestelmien sekä sitoutuneen että yrittäjähenkilöstön luoma operatiivinen tehokkuus. Voima-alustalla kaikki ylimääräinen hallinnollinen työ on viety minimiin ja iso osa työajasta vietetään projektissa. Tämä nostaa laskutusastetta ja antaa vipuvoimaa kannattavuuteen. Samalla laaja paikallinen läsnäolo varmistaa myös paikallisen kulutason palkkoineen ja toimistovuokrineen, kun töitä pystytään nykyisin vielä yhä paremmin tekemään myös etänä.

Pääoman tuotto-% Sitowisella on vielä alle verrokkien lähinnä listautumisen vahvistaman taseen vuoksi. Sitowisella on liiketoimintamallinsa, kevyen taseensa ja hyvän kannattavuuden yhdistelmänä mielestämme mahdollisuudet saavuttaa selvästi korkeampia pääoman tuottolukuja kuin mitä keskiarvo nyt antaa olettaa. Vuonna 2020 yhtiö ylsi jo 21 %:n ROE:en, mikä kertoo potentiaalista. Pidämmekin Sitowiselle noin 20-25 %:n ROE-tasoa mahdollisina saavuttavia.

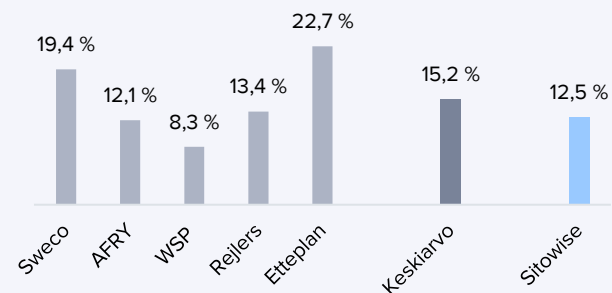
Liikevaihdon kasvu (CAGR-%, 4v ka.)



Liikevoittomarginaali (% , 4v ka.)



Pääomantuotto-% (ROE-%, 4v ka.)



Lähde: yhtiöiden materiaali, Inderes
*oikaistu EBIT-marginaali

Taloudellinen tilanne

Taloudellinen asema on hyvä

Sitowisen taloudellinen asema on listautumisen myötä todella hyvässä kunnossa. Yhtiön taseen tunnusluvut ovat liiketoimintamalliin nähden mielestämme olleet kohtuullisen hyvällä tasolla myös historiassa.

Omavaraisuusaste on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut keskimäärin noin 36 % ja gearing-% noin 67 %. Näissä on vielä otettava huomioon se, että IFRS-16 on nostanut velkamäärää merkittävästi ja ilman näitä tunnusluvut olisivat vielä selvästi parempia. Vuonna 2021 omavaraisuusaste nousi (2021: 46 %) ja velkaantumisaste (2021: 27 %) laski merkittävästi.

Nettovelka / oikaistu käyttökate -tunnusluku on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut noin 2,4x, mikä on myös hyvä taso. Vuonna 2021 luku laski 1,4x tasolle. Yhtiö ei ole velkaantunut ennen listautumistaan yli oman suorituskyvyn ja on nyt tälläkin mittarilla selvästi alle tavoitetason (alle 2,5x).

Kevyen liiketoimintamallinsa ansiosta orgaanisia investointeja yhtiö joutuu tekemään vain vähän. Ylläpitoinvestointien ollessa alhaiset (alle 2 % liikevaihdosta) ja taseen ollessa kevyt, jää liiketoiminnan rahavirtaa enemmän käytettäväksi kasvuun ja osinkoihin. Kevyen taseen ansiosta myös pääoman tuottopotentiali on korkealla, kuten aikaisemmilta sivuilta näimme.

Tase koostuu pääosin liikearvosta

Yrityssostojen myötä taseessa korostuu liikearvo.

Taseen loppusumma oli vuoden 2021 lopussa noin 250 MEUR, josta liikearvoa oli 135 MEUR. Se vastasi näin 54 % 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 tässä vaiheessa liikearvon alaskirjausriski on pieni, mutta isommat muutokset markkinatilanteessa tai parametreissa voivat aiheuttaa riskejä alaskirjauksista. Tämän vuoksi ison liikearvon kanssa tulee huomioida myös mahdolliset negatiiviset skenaariot. Arviomme mukaan yhtiön käyttämät parametrit ovat kuitenkin kestäväällä tasolla tällä hetkellä.

Toiseksi isoin erä varojen puolella oli vuoden 2021 lopussa saamiset noin 53 MEUR:n osuudellaan. Kolmanneksi esiin nousee aineelliset hyödykkeet (31 MEUR), mutta tästä suurin osa on ollut IFRS-16-vuokravastuita (noin 27 MEUR). Muuten kiinteää omaisuutta yhtiöllä ei juuri ole ja tase on kevyt.

Kassa nousee vielä varojen puolelta esiin oltua vuoden 2021 lopussa noin 19 MEUR. Yhtiöllä on vahva kassa listautumisen ansiosta, mutta myös terveen liiketoiminnan ja hyvän kassavirran generoinnin myötä.

Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli noin 115 MEUR. Yhtiöllä oli vuoden 2020 lopussa taseessaan noin 14 MEUR:n oman pääoman ehtoinen osakaslaina, mutta se maksettiin

listautumisen yhteydessä pois. Tämä oli mielestämme järkevää taserakenteen optimoinnin ja osakkeenomistajien etujen kannalta.

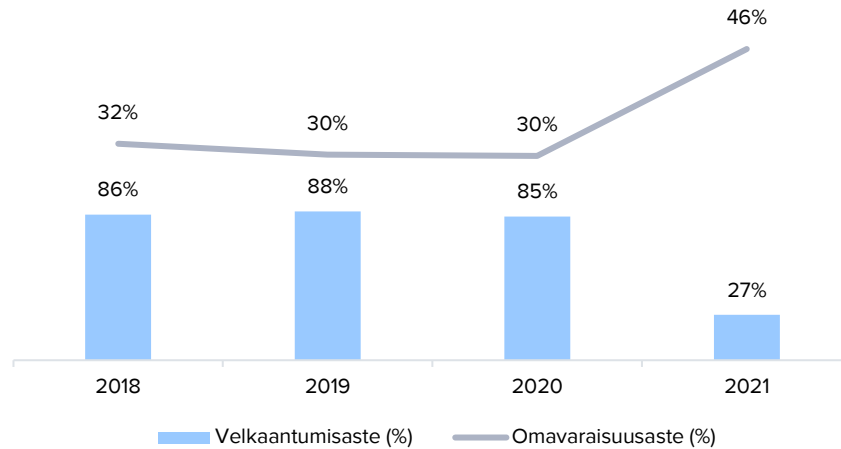
Velkojen puolella pitkäaikaisesta velasta korotonta oli vuoden 2021 lopussa noin 2 MEUR ja noin 71 MEUR korollista. Korollisista veloista 22 MEUR oli vuokrasopimusvelkoja (IFRS 16) ja loput 49 MEUR lainoja rahoituslaitoksilta.

Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 8 MEUR, josta noin 7 MEUR koostui vuokrasopimusveloista ja 1 MEUR lainoista rahoituslaitoksilta. Korollista nettovelkaa (ilman IFRS 16 -velkoja) yhtiöllä oli vuoden 2021 lopussa 31 MEUR.

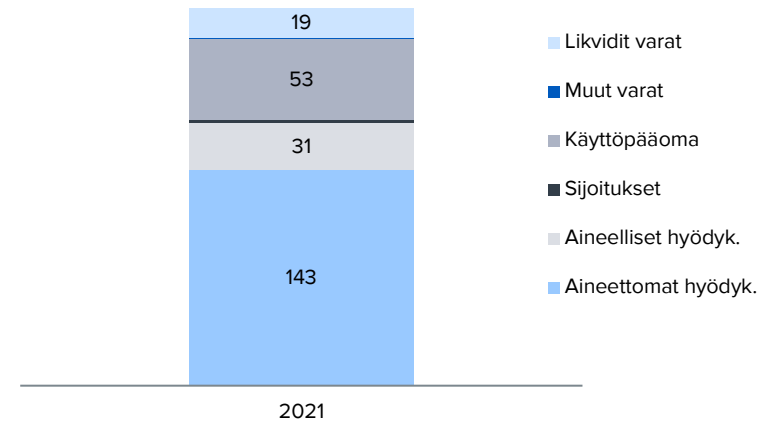
Kaiken kaikkeaan tase on ollut jo ennen listautumista hyvässä kunnossa ja taseasema on parantunut listautumisen myötä entisestään. Tase antaa hyvät eväät jatkaa tavoitteiden mukaista kasvua niin yritysostoin kuin orgaanisestikin.

Taloudellinen tilanne

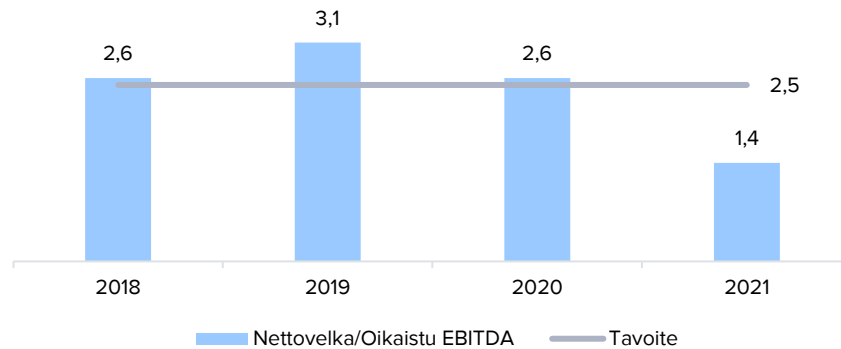
Taseen tunnusluvut vahvat listautumisen myötä



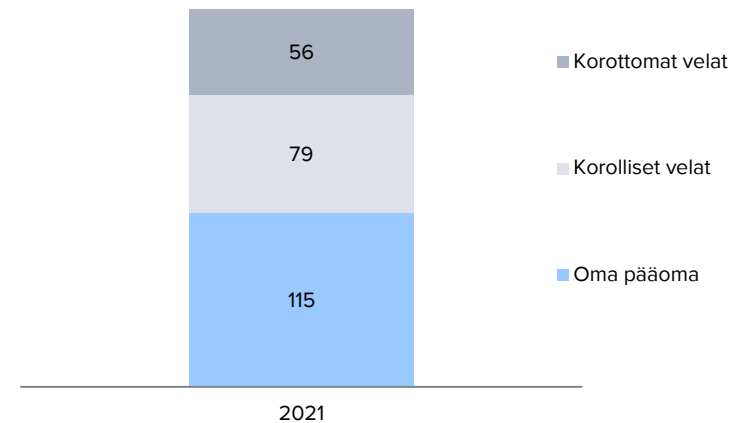
Vastaavaa (2021, MEUR)



Velkaantuneisuus ei rajoita kasvua



Vastattavaa (2021, MEUR)



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

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

Isossa kuvassa näemme Sitowisen kasvun jatkuvan. Lähivuosien aikana yhtiö tulee arviomme mukaan tekemään useita yritysostoja ja kasvamaan myös orgaanisesti hieman markkinoita nopeammin laajan sekä kilpailukykyisen tarjoaman sekä digitaalisten palveluidensa myötä. Voimakas laajentuminen yrityskaupoilla yhdistettynä uuden maan (Ruotsi) valloitukseen tulee kuitenkin ennusteissamme pitämään marginaalitasot vuoden 2020 (oik. EBITA-%: 12,9 %) alapuolella. Tähän vaikuttaa myös koronavuoden tuomat kulusäästöt etenkin henkilöstö- ja matkakuluissa, joiden voi odottaa osin palautuvan talouden mukana. Lisäksi inflaatio tuo mukanaan myös yhtiön kustannuksiin nousupaineita.

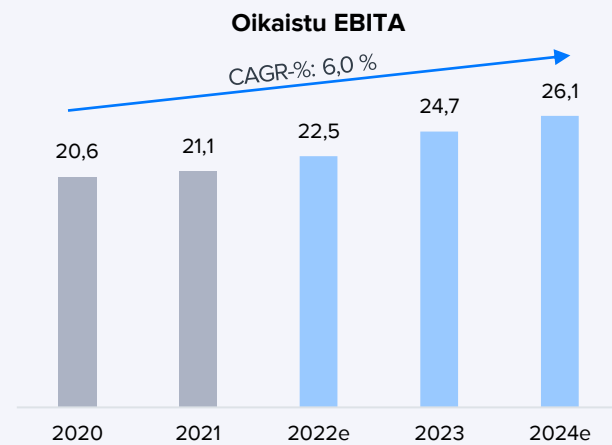
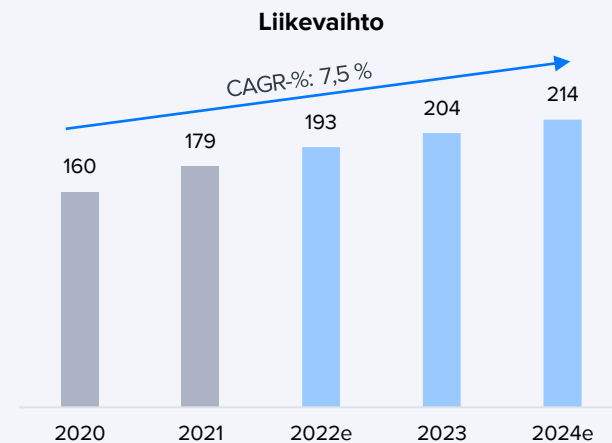
Ennusteissamme ei ole otettu huomioon mahdollisia yritysostoja, mutta olemme pyrkineet hahmottamaan näiden toteutumista mahdollisen skenaarion kautta.

Vuonna 2022 vahvaa kasvua

Odotamme vuodelta 2022 vahvaa kasvua, mutta tahdin hidastuvan hieman edellisistä vuosista.

Markkinatilanne vuoteen 2022 on ollut oikein hyvä, kun aktiviteetti on koronasta alkanut selkeästi palautumaan. Sitowisen tilauskanta oli vuoden 2021 lopussa ennätyskorkealla tasolla 162 MEUR:ssa kasvaen 41 % vertailukaudesta. Tässä mielessä vahvallekin kasvulle on mahdollisuudet vuonna 2022. Geopoliittisen tilanteen eskaloituminen Itä-Euroopassa tuo kuitenkin epävarmuuksia talouskehitykseen ja tätä kautta myös Sitowiselle. Sitowise on linjannut, että ei aloita uusia projekteja venäläisomisteisten tahojen kanssa ja käy läpi käynnissä olevia sopimuksia ja projekteja. Yksittäisiä suoria vaikutuksia voi ilmetä olemassa olevien projektien osalta, mutta pitkäaikaisia vaikutuksia kuitenkaan ei ole. Epäsuorasti hankkeet voivat viivästyä ja uusien hankkeiden päätökset voivat venyä ja näin haitata liikevaihdon kehitystä. Lisäksi koholla oleva inflaatio aiheuttaa myös paineita Sitowisen kustannuksille etenkin henkilöstön puolella, vaikka muutokset eivät niin nopeasti tälle kuluerälle heijastukaan. Sitowise on aikaisemmin onnistunut sopeutumaan muuttuneisiin olosuhteisiin ja toimintaympäristöön emmekä näe näillä olevan vielä merkittäviä vaikutuksia yhtiöön.

Vahvan tilauskannan kasvun myötä odotamme orgaanisen kasvun olevan Sitowisella vuonna 2022 noin 3 %:n kasvussa ollen vahvempaa alkuvuonna ja hieman hiipuvan loppuvuonna em. epävarmuuksien myötä. Lisäksi näemme yritysostojen vaikuttavan selvästi positiivisesti kasvuun nostaen liikevaihtoa vuonna 2022 kokonaisuudessaan noin 8 %:lla. Yritysostoja voi tulla vielä lisää, mutta jo tällä tahdilla liikevaihto nousee ennusteillamme 193 MEUR:oon.



Ennusteet 2/3

Kannattavuuden odotamme pysyvän hyvällä tasolla, mutta marginaalin laskevan vuodesta 2021. Inflaatiopaineet, etäilyn tuomien säästöjen poistuma sekä kasvuvaihe pitävät kannattavuuden vielä alle tavoitetason (2022e: oik. EBITA: 11,6 %). Liikevaihdon kasvun myötä ennustamme oikaistun EBITA:n kuitenkin kasvavan noin 6 %:lla 22,5 MEUR:oon.

Yhtiön tavoitteena on saavuttaa vähintään 12 %:n marginaali, mutta ennusteemme ovat vielä tavoitetason alapuolella. Viimeisen neljän vuoden aikana oikaistu EBITA-% on ollut noin 11,8 %, mikä tuo marginaalitasoon luottoa. Markkina oli kuitenkin suotuista etenkin vuonna 2020, mikä nosti kannattavuutta väliaikaisesti.

Ennustamme kuluriveillä materiaalien ja palvelujen osuuden tulevaisuudessa laskevan, kun alihankinnan määrä yhtiössä vähenee tarjoaman laajentumisen myötä. Henkilöstökuluissa näemme painetta ylöspäin suhteellisesti liikevaihtoon nähden viime vuosien tasosta, kun samalla kilpailu osaajista kiristyy ja yleisesti palkkapaineet ovat nousussa. Liiketoiminnan muissa kuluissa näemme absoluuttisen tason nousevan liikevaihdon mukana, mutta suhteellisen osuuden pienentyvän yhtiön hajautuneen liiketoimintamallin ja vähäisen hallintotaakan vuoksi. Rahoituskulujen odotamme olevan selvässä laskussa yhtiön listautumiskulujen vaikuttaessa vertailukauteen. Osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan merkittävästi 0,41 euroon per osake vertailukauden 0,29 eurosta.

Isoimpana riskinä ennusteissamme on markkinakasvun selkeämpi jäähtyminen talouden

mukana, mikä vaikuttaisi kasvuun, mutta mahdollisesti myös Sitowisen laskutusasteeseen. Kannattavuustason ylläpito korkealla tasolla voi myös olla haasteellista, jos kasvu ja yrityskauppojen integraatio eivät suju suunnitelmallisesti. Nykyinen kannattavuustaso on verrokkeihin ja yhtiön historiaankin nähden korkealla ja samankaltaisen suorituksen kestävä jatkaminen voi olla haastavaa.

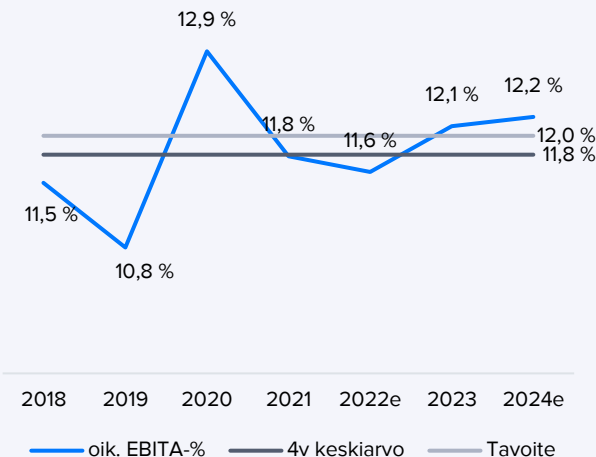
Lähivuosina odotamme markkinakasvun pitävän pintansa

Vuosille 2023-2024 odotamme markkinakasvun jatkavan hyvää kehitystä vuoden 2022 mukaisesti. Odotamme Sitowisen kasvavan noin 5 %:lla vuonna 2022, jota tukee pieni epäorgaanisen kasvun vaikutus. Vuonna 2025 odotamme orgaanisen kasvun olevan vahvalla tasolla noin 5 %:ssa. Kasvua tukee yhtiön laajentunut tarjoama ja markkinan hyvät pitkänaikavälin trendit sekä konsultaation penetraatioasteen nousu että myös Sitowisen digitalisaatio-osaaminen. Lisäksi koronasta palautuminen tukee markkinaa pitkälle, kun isoja hankkeita suunnitellaan usean vuoden ajan.

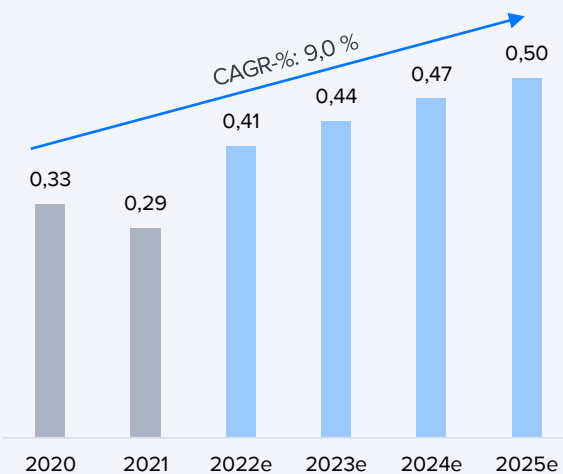
Vahvan orgaanisen kasvun myötä näemme myös marginaaleissa ja tuloksessa kasvua. Ennustamme vuoden 2023 EBITA:n olevan noin 24,7 MEUR ja edelleen vuonna 2024 26,1 MEUR, Marginaalin odotamme vuonna 2023 nousevan hieman noin 12,1 %:iin ja edelleen vuonna 2024 noin 12,2 %:iin.

Keskipitkällä aikavälillä odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun olevan 3-5 %:n tasolla, josta pitkälle aikavälillä kasvuennusteemme asettuu

Oikaistu EBITA-%



Osakekohtainen tulos (oik.)



Ennusteet 3/3

noin 2 %:iin. Kannattavuuden osalta odotamme, että pitkällä aikavälillä kannattavuus tasaantuu noin 12 %:n oikaistun EBITA-marginaalin tasolle. Tämä on yli yhtiön historiallisen tason (4v ka.: 11,8 %), mutta näemme digitalisaation osuuden kasvun ja yhtiön koon kasvun parantavan yhtiön kannattavuutta pitkällä aikavälillä hieman.

Yritystostoskenaario

Iso osa Sitowisen liiketoiminnan kasvusta on historiassa tullut yritysostoista. Tämä on suunta myös tulevaisuudessa. Tämän vuoksi pelkästään orgaanisen kasvuun perustuvat ennusteemme voivat antaa väärän kuvan yhtiön liiketoiminnan kehityksestä.

Olemme arvioineet yhtiön hyvän historiallisen yrityskauppahistorian sekä strategian tavoitteiden mukaisesti, että yhtiön liikevaihto kasvaisi seuraavan 4 vuoden ajan (vuoteen 2025 asti) noin 11 % vuosittain. Joku vuosi kasvu voi olla hitaampaa tai nopeampaa, mutta keskimäärin kasvu olisi yli 10 % tavoitteiden mukaisesti.

Vuoteen 2025 mennessä yhtiö saavuttaisi skenaariossa noin 272 MEUR:n liikevaihdon ja muuttumattomilla kannattavuusennusteillamme yhtiön EBITA nousisi vuonna 2025 noin 33 MEUR:oon.

Varat riittäisivät skenaarion kasvuun

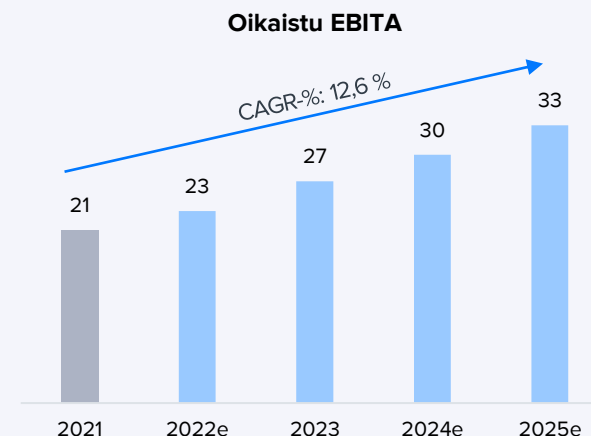
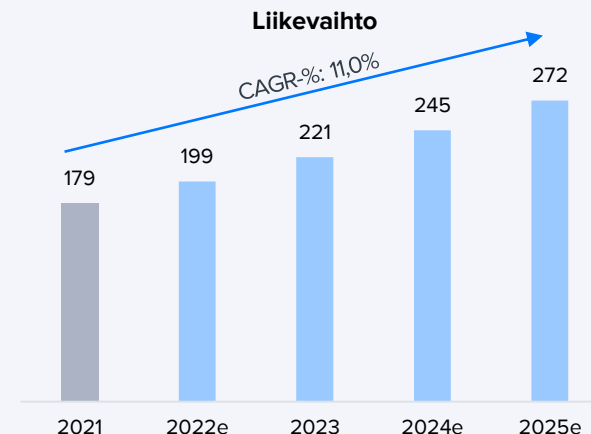
Orgaanisen liikevaihdon kasvun ennusteisiimme nähden liikevaihtoa olisi vuoden 2025 lopussa noin 50 MEUR enemmän. Sitowisen pyrkiessä pitämään kannattavuutensa korkealla tasolla, voi ostettavien kohteiden kannattavuuden olettaa

olevan suhteellisen samoilla tasoilla kuin Sitowisella nyt on. Kolmen viime vuoden keskiarvo Sitowisella on EBITDA-%:lla mitattuna ollut noin 15 %. 50 MEUR:n liikevaihdolla tämä tekee noin 7,5 MEUR käyttökate. Yhtiön historiallinen yritysostojen hinta on Sitowisen mukaan ollut noin 5,5x EV/EBITDA. 7,5 MEUR:n käyttökate kerrottuna 5,5x-kertoimella saadaan yritysostojen hypoteettiseksi kokonaishinnaksi noin 41 MEUR.

Yhtiön listautumisannin ja uudelleenrahoituksen jälkeen yhtiön rahoitus tilanne antaa hyvin joustoa rahoittaa skenaarion vaatimat yritysostot. Yhtiöllä oli kassassa vuoden lopussa noin 19 MEUR:n varat ja sen lisäksi yhtiön velkaantuneisuusaste on selvästi alle tavoitteen (2021 nettovelka/oik. EBITDA: 1,4x). Omien varojen ja vieraan pääoman rahoituksella yhtiöllä olisi siis hyvät saumat toteuttaa skenaario. Tämän lisäksi yhtiöllä on hallussaan omia osakkeita, joita voidaan käyttää yrityskauppojen yhteydessä maksuvälineenä.

Skenaarion perusteella ja hintojen pysyessä ennallaan, on yhtiöllä hyvät mahdollisuudet odotuksiamme nopeampaan tuloskasvuun. Yrityskauppojen kerroin on ollut halpa historiallisesti ja siinä voi olla nousuvaraa varsinkin, kun laajennutaan Ruotsiin. Tulevien kauppoojen kertoimet todennäköisesti ovat kuitenkin alle Sitowisen omien, ja yhtiölle on ostoihin tarjolla suhteellisen halpaa vierasta pääomaa. Näin ollen isossa kuvassa kertoimien muutoksella ei olisi olennaista vaikutusta.

Yritystostoskenaario



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	143	160	42,8	46,5	39,6	50,5	179,3	45,6	49,8	42,3	55,6	193	204	214
Käyttökate	19,3	26,3	5,9	6,5	6,5	6,9	25,8	7,0	8,1	7,0	8,3	30,4	31,7	33,0
Poistot ja arvonalennukset	-8,7	-8,0	-2,3	-2,3	-2,5	-2,4	-9,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-10,1	-9,6	-9,5
Liikevoitto	10,6	18,3	3,7	4,2	4,0	4,6	16,4	4,5	5,6	4,5	5,8	20,3	22,1	23,5
EBITA (oik.)	15,5	20,6	4,7	5,9	4,9	5,6	21,1	5,0	6,1	5,0	6,3	22,5	24,7	26,1
EBITA	13,8	12,3	4,1	4,7	4,6	5,2	18,6	5,0	6,1	5,0	6,3	22,5	24,7	26,1
Nettorahoituskulut	-2,3	-2,4	-4,7	0,1	-0,7	-0,8	-6,1	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-2,1	-2,4	-2,4
Tulos ennen veroja	8,4	15,9	-1,1	4,3	3,3	3,7	10,3	4,0	5,2	3,9	5,2	18,2	19,7	21,1
Verot	-0,5	-3,2	0,3	-0,9	-0,7	-1,0	-2,4	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-3,9	-4,2
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	7,9	12,6	-0,8	3,3	2,5	2,7	7,8	3,0	4,2	3,0	4,2	14,4	15,7	16,8
EPS (oikaistu)*	0,13	0,33	-0,01	0,14	0,08	0,09	0,29	0,09	0,12	0,08	0,12	0,41	0,44	0,47
EPS (raportoitu)*	0,22	0,36	-0,02	0,09	0,07	0,08	0,22	0,09	0,12	0,08	0,12	0,41	0,44	0,47

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	13,8 %	11,9 %	6,9 %	7,6 %	14,9 %	19,0 %	12,0 %	6,5 %	7,2 %	6,9 %	10,2 %	7,8 %	5,4 %	4,9 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%		33,3 %	-8,9 %	-17,2 %	11,1 %	44,0 %	2,4 %	6,5 %	3,5 %	2,7 %	12,2 %	6,3 %	9,8 %	5,8 %
Oikaistu EBITA-%	10,8 %	12,9 %	11,0 %	12,7 %	12,4 %	11,1 %	11,8 %	11,0 %	12,3 %	11,9 %	11,3 %	11,6 %	12,1 %	12,2 %
Nettotulos-%	5,5 %	7,9 %	-1,8 %	7,2 %	6,4 %	5,4 %	4,4 %	6,7 %	8,5 %	7,0 %	7,6 %	7,5 %	7,7 %	7,9 %

Lähde: Inderes

*Osakekohtainen tulos vuosille 2019-2020 on oikaistu listautumisannin mukaisella uudella osakemäärällä

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	160	177	177	177	178
Liikearvo	118	135	135	135	135
Aineettomat hyödykkeet	5,7	7,5	7,4	6,4	5,9
Käyttöomaisuus	34,2	31,4	31,5	32,9	34,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Vaihtuvat vastaavat	61,6	72,7	89,1	102	116
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	46,1	53,3	57,0	60,1	63,1
Likvidit varat	15,5	19,4	32,1	42,3	52,8
Taseen loppusumma	222	250	266	280	294

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	66,9	115	126	136	148
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	11,4	18,8	29,8	40,5	51,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	14,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Muu oma pääoma	41,0	95,5	95,5	95,5	95,5
Vähemmistöosuus	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	94,5	72,6	71,6	71,6	71,6
Laskennalliset verovelat	2,0	1,6	1,6	1,6	1,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	92,6	71,0	70,0	70,0	70,0
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	60,1	62,3	68,8	71,8	74,6
Lainat rahoituslaitoksilta	9,4	7,6	10,0	10,0	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	47,3	51,0	55,1	58,1	60,9
Muut lyhytaikaiset velat	3,4	3,7	3,7	3,7	3,7
Taseen loppusumma	222	250	266	280	294

Arvonmääritys 1/5

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 arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-tuloskertoimia. Sitowisen liiketoimintamallin, hyvän sekä normaalin tulostason ja kevyen taseen vuoksi tasepohjainen (P/B) tai volyymipohjainen (EV/S) arvostus eivät ole mielestämme parhaita mahdollisia mittareita.

Hyväksyttävä arvostus

Sitowisella on kevyt tase, vähän pääomia sitova liiketoiminta, se tuottaa hyvin vahvaa kassavirtaa, kasvaa vahvasti, omaa hyvän pääoman tuoton sekä kannattaa alaan nähden hyvällä tasolla. Tämän vuoksi Sitowiselle voi hyväksyä korkeatkin arvostuskertoimet Helsingin pörssin keskiarvoon nähden (P/E (forward) 05-21 ka.: noin 14x).

Paras vertailukohta ja arvostustaso löytyy mielestämme yhtiön pohjoismaisista verrokeista Swecosta ja AFRY:stä. Molemmat ovat liiketoimintaprofililtaan ja markkinoiltaan hyvin lähellä Sitowisea, vaikka ovat vielä selvästi isompia, hajautuneempia sekä vakiintuneempia toimijoita.

Vuodesta 2010 lähtien eteenpäin katsova P/E-kerroin on ollut verrokeilla noin 17x ja EV/EBITDA-kerroin noin 11x. Viimeisen viiden vuoden aikana on hyväksytty selkeästi korkeammat kertoimet

(P/E: 21x, EV/EBITDA 13x), mikä viestii teknisen konsultoinnin yhtiöiden hyvästä suorittamisesta, mutta myös mielenkiinnosta sijoituskohteena. Osaltaan myös koronaviruksen aiheuttamat muutokset ennustetuissa tuloksissa nosti hetkellisesti arvostuksia, mutta sittemmin ne ovat korjanneet alaspäin.

Mielestämme Sitowise ansaitsee hyvän historiallisen suorituksen, vahvan kasvuhaluuden sekä paremman kannattavuuden vuoksi verrokkien historiallisen tason kertoimet. Kertoimet jäävät selvästi alle verrokkien nykyisen tason, mutta mielestämme nykyisessä ympäristössä ei ole perustelua venyttää kertoimia vaan nojata mieluummin pidemmän aikasarjan keskiarvoon. Hyväksyttävä arvostushaarukkamme Sitowiselle on: P/E 18-22x ja EV/EBITDA: 11-13x.

Kertoimissa voi olla nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu jatkamaan kasvuaan historiallisesti samalla pitäen kannattavuutensa hyvin korkealla tasolla. Kertoimet tosin myös voivat nopeasti laskea tulostason jäädessä odotuksista.

Absoluuttiset kertoimet

Seuraamme Sitowisessa vuoden 2022 arvostustasoa. Mielestämme Sitowisen tulostaso vuonna 2022 on suhteellisen normaalilla tasolla ennusteillamme, johon on hyvä myös arvostusta peilata. Sitowisen tulosta ja sitä kautta P/E-kerrointa painavat tällä hetkellä yritysostoihin liittyvät aineettomat poistot, joilla ei ole kassavirtavaikutusta. Tämän takia painotamme EV/EBITDA-kerrointa arvonnäilytyksessämme.

Verrokkien P/E (NTM)



Verrokkien EV/EBITDA (NTM)



Arvonmääritys 2/5

Vuodelle 2022 osakkeen arvostus on laskenut maltillisiksi (2022e: oik. EV/EBITDA: 9x, oik. P/E: 15x) Sitowisen hyvään suorituskyyyn ja tuloskasvunäkymiin nähden. Hyväksymämme arvostushaarukan alarajaan (P/E: 18x, EV/EBITDA: 11x) nähden osakkeessa olisi yli 15 %:n nousuvara.

Vuodelle 2023 arvostus laskee edelleen houkuttelevammaksi (2023e: oik. P/E: 14x, oik. EV/EBITDA: 8) tuloskasvun myötä. Vuoteen 2023 nojaaminen ei kuitenkaan vielä tässä vaiheessa ole perusteltua. Lisäksi näemme, että myös vuosi 2022 kuvastaa kohtuullisen hyvin Sitowisen nykyistä tulokuntoa, mihin on hyvä myös arvostusta verrata.

Nojaamme hyväksyttävän haarukan alalaitaan markkinariskien nousun vuoksi. Epävarmuus geopolittisen tilanteen lopullisista vaikutuksista lisää myös riskejä Sitowiselle, vaikka merkittäviä suoria vaikutuksia ei olisiakaan. Lisäksi vaikka konsultti- ja suunnitteluyhtiöitä arvostetaan pörssissä keskivertoa korkeammalle, heijastuu haarukassamme kuitenkin jo hyvin yhtiön laatu ja suorituskyyky.

Ennustamme yhtiöltä kasvavaa osinkoa lähivuosien aikana. Merkittävä ajuri osinko ei kasvuvaiheessa mielestämme osakkeelle ole, mutta se tarjoaa jo tukea tuotto-odotukselle. Lähivuosien ajan osinkotuotto on jo nykytasolla kohtuullinen ollen noin 2-3 %:n tasolla.

Verrokkiryhmän esittely

Sitowiselle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan kansainvälisistä ja pohjoismaisista

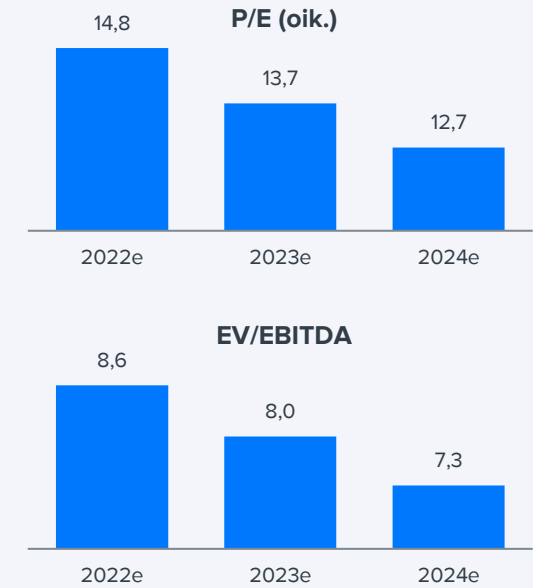
listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat ruotsalaiset Sweco ja AFRY samankaltaisen sijoittajaprofiilin, kohtuullisen lähellä olevan liiketoiminnan, pohjoismaisten markkinoiden ja lähellä olevan tulosprofiilin vuoksi.

Pienemmistä ja pohjoismaihin keskittyneistä verrokeista myös ruotsalainen Rejlers on hyvä esimerkki, vaikka toimialajako on Sitowiseen nähden hieman erilainen ja suorituskyyky on ollut selvästi heikompaa viime vuosina. Kansainvälisesti toimiva WSP on myös hyvä verrokki, sillä se on yksi Sitowisen tärkeimmistä kilpailijoista, vaikka onkin kooltaan selvästi isompi ja toimii isommalla markkinalla. Suomesta hyvä pienempi verrokki on juuri listautunut Solwers, joka toimii myös teknisen konsultoinnin osa-alueella.

Lisäksi olemme ottaneet vertailuryhmään suomalaisen Etteplanin ja kansainvälisesti toimivan Arcadiksen, jotka eivät suoraan ole Sitowisen oleellisimpia kilpailijoita. Mielestämme on kuitenkin perusteltua ottaa mukaan sektorin suurimpia tekijöitä Euroopasta sekä myös liiketoimintaprofiililtaan lähellä oleva verrokki Helsingin pörssistä, vaikka toimialajako ei suoraan olekaan sama. Muuten haluamme pitää verrokkiryhmän suhteellisen kapeana, sillä mielestämme isojen kansainvälisten ja eri markkinoilla toimivien konsulttiyhtiöiden arvostus ei heijasta oikealla tavalla Sitowiselle hyväksyttävää arvostusta.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,05	6,05	6,05
Osakemäärä, milj. kpl	35,4	35,4	35,4
Markkina-arvo	214	214	214
Yritysarvo (EV)	262	252	242
P/E (oik.)	14,8	13,7	12,7
P/B	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,6	8,0	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,9	11,4	10,3
Osinko/tulos (%)	34,3 %	36,1 %	37,9 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,6 %	3,0 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 3/5

Verrokkiryhmän arvostustaso

Verrokkien arvostustaso on maltillistunut vuoden aikana selkeästi. Viimeisimmässä laajassa raportissa pidimme arvostustason odotuksia kohtuullisen korkeina palautuvaan talousnäkymään nähden. Nyt geopolittisen tilanteen eskaloitumisen ja talouskuvan epävarmuuden oloissa arvostus on selkeästi terveemmällä tasolla.

Alla esitetyn verrokkiryhmän vuoden 2022e ja 2023e mediaanit P/E-kertoimet ovat noin 19x ja 17x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 10x ja 9x. Verrokkiryhmästä näkee, että kansainväliset ja isot toimijat, joiden liiketoiminnan suoritus on ollut vahvaa, hinnoitellaan pörssissä muita korkeammalle. On mahdollista, että osissa yhtiöissä näkyy myös laatu-yhtiön preemiota, mikä

on vaihtoehtoisten sijoitusten puutteiden vuoksi myös nostanut kertoimia viimeisien vuosien aikana. Mielestämme Sitowisen suoritus voisi tulevaisuudessa oikeuttaa laatu-yhtiönkin hinnoitteluun, mutta vielä tässä vaiheessa ero sektorin kärkeen on mielestämme perusteltua.

Vuodelle 2022 Sitowisen edellä mainitut tulokertoimet ovat keskimäärin 10 % verrokkien alapuolella. Yhtiöiden samankaltaiset liiketoimintaprofiilit parantavat kertoimien vertailtavuutta, mutta esimerkiksi P/E-luvussa vaikuttavana tekijänä on aineettomien hyödykkeiden poistot, jotka heikentävät vertailtavuutta.

Geopolittisen tilanteen aiheuttamien muutoksien vuoksi verrokkiarvostuksen käyttökelpoisuus on myös laskenut, sillä ennusteiden luotettavuus ei

ole normaalilla tasolla. Tämän vuoksi painoarvo on normaalia alhaisempi.

Sitowise tulisi mielestämme hinnoitella preemiolla normaalitilanteessa

Mielestämme on perusteltua hinnoitella Sitowise verrokkiryhmän yläpuolelle. Sitowisen kannattavuus ja tuloskasvu on ollut viime vuosina verrokkeja vahvempaa ja yhtiö on tällä hetkellä selvässä kasvuvaiheessa.

Yhtiön kehitys- ja laajentumisvaihe, konsernin lyhyt historia, osaa verrokkeja pienempi koko ja keskittyneempi liiketoiminta laskevat kuitenkin hyväksyttävää tasoa. Myös riskiprofiilit ovat Sitowisea suuremmilla ja monialaisimmalla yhtiöillä mahdollisesti alhaisempia. Näiden syiden takia pidämme noin 10 %:n preemiota verrokkeihin nähden perusteltuna.

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
Yhtiö	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Sweco AB (publ)	4729	23,0	21,4	15,0	15,4	27,2	25,2
Afry AB	1635	10,0	8,2	6,4	5,7	13,1	11,6
Rejlers AB (publ)	256	14,2	12,0	7,9	7,2	17,6	15,1
WSP Global Inc	13055	21,3	19,1	13,1	12,0	26,4	23,3
Solwers Oyj	58	16,0	14,0	10,0	9,0	19,4	16,9
Etteplan Oyj	381	14,3	12,8	8,7	8,0	16,5	15,0
Arcadis NV	3558	14,5	13,2	10,0	9,4	19,2	17,4
Sitowise (Inderes)	214	12,9	11,4	8,6	8,0	14,8	13,7
Keskiarvo		16,2	14,4	10,2	9,5	19,9	17,8
Mediaani		14,5	13,2	10,0	9,0	19,2	16,9
Erotus-% vrt. mediaani		-11 %	-13 %	-14 %	-12 %	-23 %	-19 %

Arvonmääritys 4/5

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Yhtiön yritysostovetoisen kasvun vuoksi orgaaniseen kasvuun perustuvat ennusteemme eivät kuitenkaan välttämättä anna parasta kuvaa yhtiön arvostuksesta. Tämän lisäksi rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden, jonka vuoksi sen paino arvonmäärityksessä on vielä matala. Se toimii vielä tässä vaiheessa enemmänkin arvostuksen tukityökaluna. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 8,8 euroa.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 11,0 %:iin liikevaihdosta. Tämä vastaa noin 12 %:n EBITA-marginaalia, joka on yhtiön tavoitetaso tasolla. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on korkea (62 %) korostaen isoimman arvon jakautuvan terminaaliiin. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,0 % ja oman pääoman kustannus on 9,1 %. Mielestämme tuottovaatimustaso on pörssin keskiarvoon nähden alhainen eikä siinä ole mielestämme nykyisessä ympäristössä laskuvaraa. DCF-arvon nousun olisi tultava yhtiön kassavirtojen parantumisen kautta.

Yritysostoskenaario

Yritysostojen avulla saatava kasvu voisi olla nykyisiä ennusteitamme selvästi vahvempaa, kuten aikaisemmassa kappaleessa näytimme. Tämän vuoksi olemme haarukoineet myös yhtiön

arvoa skenaariomme mahdollisesti toteutuessa odotetusti.

Skenaariossamme yhtiö tekisi vuonna 2025 noin 272 MEUR liikevaihtoa ja 33 MEUR:n EBITA:a. Tämä vastaisi noin 41 MEUR:n käyttökatetta. Hyväksyttävänä arvostuksena olemme käyttäneet haarukkamme (11-13x) alarajaa, josta yritysarvoksi vuonna 2025 muodostuisi noin 447 MEUR.

Nettovelan osalta olemme arvioineet, että se olisi kaksinkertainen käyttökatteeseen nähden ollen näin alle yhtiön tavoitetaso (nettovelka/EBITDA<2,5x). Tästä saamme markkina-arvoksi vuonna 2025 noin 366 MEUR. Osakkeen arvo olisi tällöin 10,3 euroa.

Nykykurssilla osakkeen vuotuiseksi tuotoksi kurssinousun perusteella muodostuisi noin 20 % vuoteen 2025 asti olettaen, että kaikki skenaariossa menisi oletuksien mukaisesti. Tuotto on selvästi esimerkiksi meidän oman pääoman tuottovaateen (9 %) yli kertoen yritysostoskenaariion antaman option potentiaalista. Yritysostoskenaariossa tuottovaatimuksen tuleekin mielestämme olla selkeästi houkutteleva toteuman epävarmuuden ja riskien vuoksi. Tällä tuottotasolla ja Sitowisen hyvän yritysostohistorian valossa näemme yritysostoskenaariion tukevan osaketta.

Yritysostoskenaario

Tulostaso (MEUR)	
Liikevaihto 2025e	272
EBITA	33
EBITDA	41
Hyväksytty arvostustaso	
EV/EBITDA	11
Osakekannan arvo (MEUR)	
Yritysarvo 2025e	447
Nettovelka 2025e (2 x EBITDA)	81
Markkina-arvo 2022e	366
Osakkeen arvo 2025e (euroa)	10,3
Osakkeen vuotuinen tuotto nykykurssilla	
19,3 %	

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 5/5

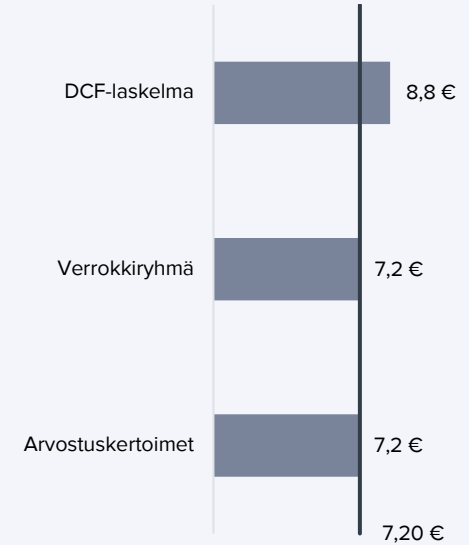
Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Sitowisen lisää-suosituksen tarkistaen tavoitehintaamme 7,20 euroon (aik. 7,60 euroa) laajan raportin yhteydessä. Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksytyjä arvostuskertoimia ja pienemmällä painolla verrokkiryhmää sekä DCF-laskelmaa.

Sitowise on mielestämme hinnoiteltu varsin maltillisesti yhtiön nykyiseen tulokuntoon sekä tuloskasvupotentiaaliin nähden. Sitowisella on kevyt tase, vähän pääomia sitova liiketoiminta, se tuottaa hyvin vahvaa kassavirtaa, kasvaa vahvasti, omaa hyvän pääoman tuoton sekä kannattaa alaan nähden hyvällä tasolla. Arvostus on kuitenkin laskenut selvästi alle hyväksymiemme tasojen ja jäänyt myös verrokeista jälkeen. Myös yritysostoskenaarion tuotto-odotus on nykytasolla jo varsin houkutteleva.

Yhtiön pystyessä ylittämään ennusteemme ja markkinatilanteen pysyessä vakaana, voi arvostuksessa olla vielä selkeää nousuvaraa haarukkamme sisällä. Tämä vaatii kuitenkin todella vahvaa suoritusta vaikeaksi muuttuneessa markkinatilanteessa. Kannattavuuden tai tulostason jäädessä selkeästi odotuksista, voi arvostuksessa olla myös hieman laskuvaraa lähemmäs pörssin keskiarvoa (P/E: 14x). Merkittävästi tämän alapuolelle arvostuksen on vaikea nähdä menevän yhtiön historialliseen suoritukseen ja kasvuvetoiseen strategiaan nähden.

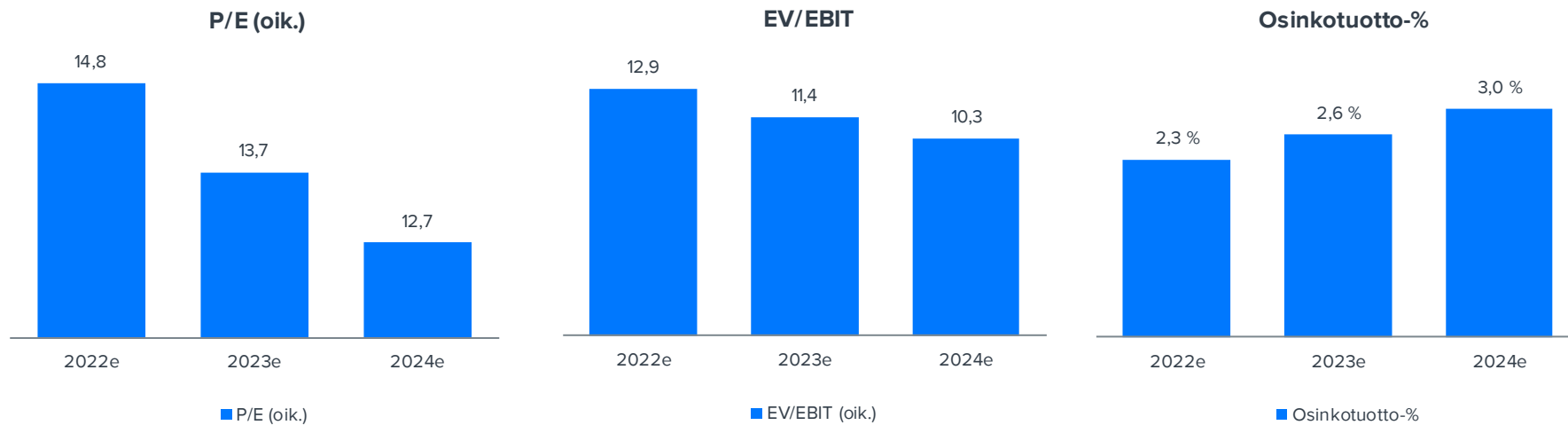
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi					8,05	6,05	6,05	6,05	6,05
Osakemäärä, milj. kpl					35,4	35,4	35,4	35,4	35,4
Markkina-arvo					285	214	214	214	214
Yritysarvo (EV)					345	262	252	242	231
P/E (oik.)					27,4	14,8	13,7	12,7	12,0
P/B					2,5	1,7	1,6	1,5	1,3
EV/Liikevaihto					1,9	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)					13,3	8,6	8,0	7,3	6,7
EV/EBIT (oik.)					18,2	12,9	11,4	10,3	9,3
Osinko/tulos (%)					45,2 %	34,3 %	36,1 %	37,9 %	40,0 %
Osinkotuotto-%					1,2 %	2,3 %	2,6 %	3,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Sweco AB (publ)	133,80	4729	5024	23,0	21,4	15,0	15,4	27,2	25,2	1,9	2,1	5,2
Afry AB	154,00	1635	1533	10,0	8,2	6,4	5,7	13,1	11,6	3,9	4,3	1,5
Rejlers AB (publ)	147,20	256	285	14,2	12,0	7,9	7,2	17,6	15,1	2,6	3,0	2,2
WSP Global Inc	149,50	13055	14333	21,3	19,1	13,1	12,0	26,4	23,3	1,0	1,0	3,4
Solwers Oyj	6,58	58	72	16,0	14,0	10,0	9,0	19,4	16,9	1,1	1,2	1,7
Etteplan Oyj	15,15	381	428	14,3	12,8	8,7	8,0	16,5	15,0	3,0	3,3	3,4
Arcadis NV	39,20	3558	3742	14,5	13,2	10,0	9,4	19,2	17,4	2,2	2,4	3,2
Sitowise (Inderes)	6,05	214	262	12,9	11,4	8,6	8,0	14,8	13,7	2,3	2,6	1,7
Keskiarvo				16,2	14,4	10,2	9,5	19,9	17,8	2,2	2,5	3,0
Mediaani				14,5	13,2	10,0	9,0	19,2	16,9	2,2	2,4	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				-11 %	-13 %	-14 %	-12 %	-23 %	-19 %	6 %	9 %	-47 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	16,4	20,3	22,1	23,5	24,8	26,4	27,4	28,0	28,2	28,9	29,5	
+ Kokonaispoistot	9,4	10,1	9,6	9,5	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7	9,8	9,8	
- Maksetut verot	-3,6	-3,7	-3,9	-4,2	-4,5	-4,8	-5,0	-5,2	-5,2	-5,4	-5,5	
- verot rahoituskuluista	-1,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ 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	-3,2	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	17,7	26,6	27,1	28,2	29,2	30,5	31,4	32,0	32,2	32,8	33,3	
+ 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	-25,8	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-11,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-8,2	16,6	17,1	18,2	19,2	20,5	21,4	22,0	22,2	22,8	21,4	
+/- 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	-8,2	16,6	17,1	18,2	19,2	20,5	21,4	22,0	22,2	22,8	21,4	438
Diskontattu vapaa kassavirta		15,9	15,3	15,2	15,0	15,0	14,6	14,0	13,2	12,7	11,2	228
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		370	354	339	323	308	293	279	265	252	239	228
Velaton arvo DCF		370										
- Korolliset velat		-78,6										
+ Rahavarat		19,4										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		310										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,8										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,5 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,20 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

2022e-2026e

21%

2027e-2031e

18%

TERM

62%

■ 2022e-2026e ■ 2027e-2031e ■ TERM

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	143,0	160,1	179,3	193,3	203,8	EPS (raportoitu)	0,22	0,36	0,22	0,41	0,44
Käyttökate	19,3	26,3	25,8	30,4	31,7	EPS (oikaistu)	0,13	0,33	0,29	0,41	0,44
Liikevoitto	10,6	18,3	16,4	20,3	22,1	Operat. kassavirta / osake	0,62	0,79	0,50	0,75	0,77
Voitto ennen veroja	8,4	15,9	10,3	18,2	19,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,65	-0,15	-0,23	0,47	0,48
Nettovoitto	7,1	12,7	7,8	14,4	15,7	Omapääoma / osake	1,62	1,90	3,24	3,55	3,85
Kertaluontoiset erät	3,2	1,1	-2,6	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,10	0,14	0,16
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	188,4	221,5	249,8	266,1	279,8	Liikevaihdon kasvu-%	14 %	12 %	12 %	8 %	5 %
Oma pääoma	57,4	66,9	114,9	125,8	136,5	Käyttökateen kasvu-%	-1%	36 %	-2 %	18 %	4 %
Liikearvo	101,7	118,1	135,2	135,2	135,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-41%	130 %	10 %	7 %	9 %
Nettovelat	74,8	86,5	59,3	47,9	37,7	EPS oik. kasvu-%	-47 %	144 %	-10 %	39 %	8 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	13,5 %	16,4 %	14,4 %	15,7 %	15,5 %
Käyttökate	19,3	26,3	25,8	30,4	31,7	Oik. Liikevoitto-%	5,2 %	10,7 %	10,6 %	10,5 %	10,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,1	2,1	-3,2	0,4	-0,1	Liikevoitto-%	7,4 %	11,4 %	9,1%	10,5 %	10,8 %
Operatiivinen kassavirta	21,7	27,9	17,7	26,6	27,1	ROE-%	15,4 %	20,4 %	8,6 %	12,0 %	12,0 %
Investoinnit	-43,8	-33,1	-25,8	-10,0	-10,0	ROI-%	8,5 %	11,7 %	9,0 %	10,2 %	10,5 %
Vapaa kassavirta	-22,9	-5,1	-8,2	16,6	17,1	Omavaraisuusaste	30,4 %	30,2 %	46,0 %	47,3 %	48,8 %
						Nettovelkaantumisaste	130,4 %	129,3 %	51,6 %	38,1 %	27,6 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	1,9	1,4	1,2						
EV/EBITDA (oik.)	3,9	3,3	13,3	8,6	8,0						
EV/EBIT (oik.)	10,0	5,0	18,2	12,9	11,4						
P/E (oik.)	0,0	0,0	27,4	14,8	13,7						
P/B	0,0	0,0	2,5	1,7	1,6						
Osinkotuotto-%			1,2 %	2,3 %	2,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**