

Solwers

Laaja raportti

13.5.2024 20:31



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Konsultointia ja konsolidaatiota

Solwers on asiantuntijapalveluyhtiöiden muodostama konserni, joka pyrkii luomaan arvoa sekä asiantuntijayhtiöiden operatiivisten liiketoimintojen avulla että konsolidoimalla toimialaa yritysostoilla. Taseen huomattavat likvidit varat mahdollistavat yhtiölle kasvustrategiansa toteuttamisen, minkä onnistuminen tulee myös arviomme mukaan ohjaamaan sijoittajan tuotto-odotusta. Toistamme Solwersin 5,0 euron tavoitehintamme, mutta kurssilaskun jälkeen nostamme suosituksemme Osta-tasolle (aik. lisää).

Asiantuntijayritysten muodostama konserni

Solwers on vuonna 2017 perustettu teknisen konsultoinnin ja suunnittelun asiantuntijayritysten muodostama konserni, joka omistaa 29 operatiivista tytäryritystä Suomessa ja Ruotsissa. Liikevaihto on jakautunut maiden kesken suhteellisen tasaisesti ja Solwers-yhtiöiden asiantuntijapalvelut kattavat laaja-alaisesti hankkeiden elinkaaren eri vaiheet, minkä lisäksi ne hajautuvat laajalti rakennetun ympäristön eri suunnittelualueille. Yritysostoilla hankittavia yrityksiä ei integroida, vaan ne jatkavat omilla brändeillään omistajanvaihdoksen jälkeen. Liiketoimintamallinsa ansiosta Solwers on toteuttanut lyhyen historiansa aikana ripeään kasvuun tähtäävää epäorgaanisen kasvun strategiaansa hyvin tuloksin. Viime vuosina Solwersin pääoman kierto on kuitenkin hidastunut laskien samalla sen sijoitetun pääoman tuottoa. Rahoitusasemansa puolesta yhtiöllä on hyvät edellytykset epäorgaaniseen kasvuun. Siten edellytykset arvonluonnille ovat hyvät, kunhan yhtiö pitää kiinni yritysostostrategian laadullisista kriteereistä ja järjestelyjen hinnoittelu säilyy maltillisena.

Maltillinen orgaaninen kasvunäkymä, odotamme kasvua kiihdytettävän epäorgaanisesti

Solwersin kohdemarkkinoiden orgaaninen kasvu on noin yleisen talouskasvun tasolla tai hieman sen yläpuolella rakenteellisten ajureiden turvin. Tähän kasvukuvaan pohjautuvissa lähivuosien ennusteissamme odotamme liikevaihdon orgaanisen kehityksen jarruttavan tänä vuonna talouskasvukuvaa mukailleen. Vastaavasti kuluvan vuoden jälkeen odotamme orgaanisen kasvun palautuvan talouskasvun turvin. Liiketoimintamallin skaalautumispotentiaali on maltillinen ja siten emme odota yhtiön kannattavuudessa tapahtuvan lähivuosina suuria muutoksia. Siten näistä tekijöistä muodostuva orgaaninen tuloskasvunäkymä on maltillinen. Odotamme yhtiön kuitenkin jatkavan aktiivista epäorgaanista kasvua. Yritysstot tulevat arviomme mukaan painottumaan nykyisille päämarkkinoille, missä riittää edelleen konsolidoitavaa.

Arvostus on maltillinen ja siinä on mielestämme selkeää nousuvaraa

Ennusteidemme mukaiset vuosien 2024-2025 P/E-kertoimet ovat 13-12x ja vastaavat taserakenteen huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 12x sekä 10x. Absoluuttisesti tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat mielestämme maltilliset, etenkin kun huomioidaan taseessa epäorgaaniseen kasvuun allkoitavissa olevat varat. Suhteellisesti osake arvostetaan reippaalla alennuksella suhteessa verrokkiryhmäänsä, jonka arvostus on mielestämme järkevällä tasolla. Siten osakkeen arvostuksessa on mielestämme tuntuva nousuvaraa, mitä myös kassavirtamallimme tukee (5,0e/osake). Tuotto-odotus muodostuu näkemyksemme mukaan pääosin arvostuksen nousuvarasta, kun taas ennustamamme maltillisen osinkotuoton (~ 2 % p.a.) rooli on pieni. Siten arvioimmekin tuotto-odotuksen muodostuvan merkittävältä osin taseen varojen käytön tehostumisesta, mikä arviomme mukaan tulee varsin todennäköisesti tapahtumaan yritysostojen kautta.

Suositus

Osta

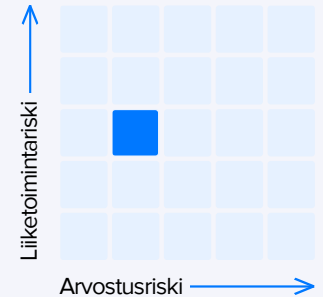
(aik. Lisää)

5,00 EUR

(aik. 5,00 EUR)

Osakekurssi:

3,70



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	66,0	77,1	79,4	81,4
kasvu-%	5 %	17 %	3 %	3 %
EBIT oik.	4,8	4,9	5,2	5,3
EBIT-% oik.	7,3 %	6,3 %	6,6 %	6,5 %
Nettotulos	3,2	2,9	3,2	3,2
EPS (oik.)	0,32	0,29	0,32	0,32

P/E (oik.)	15,1	12,9	11,7	11,4
P/B	1,2	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %
EV/EBIT (oik.)	13,5	11,8	10,5	9,9
EV/EBITDA	8,2	6,8	6,1	5,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,7	0,7	0,6

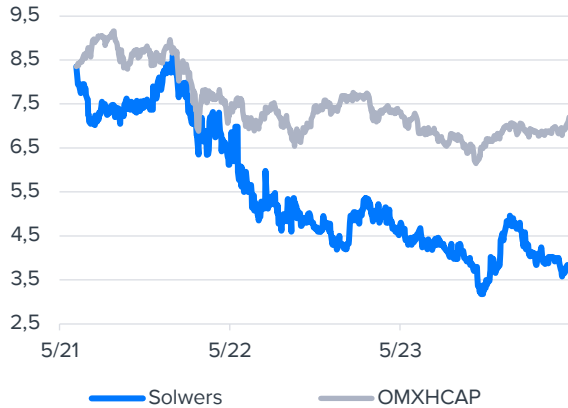
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

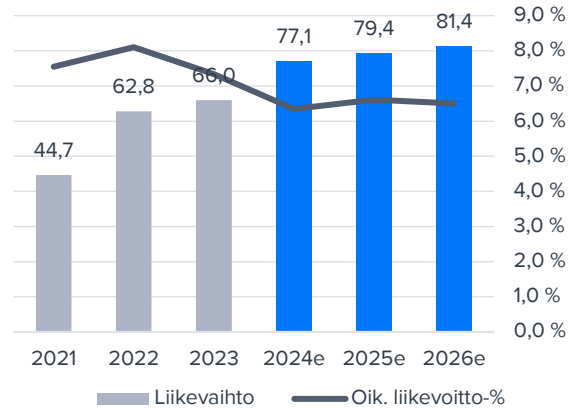
Solwersin liiketoimintaympäristön odotetaan paranevan vuoden 2024 loppua kohden markkinoiden yleisen pristin myötä.

Osakekurssi



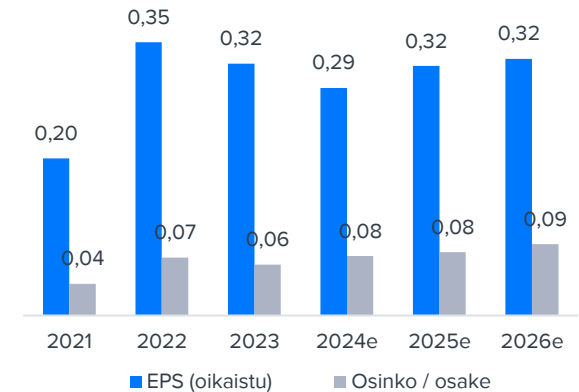
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinakasvun avittama pitkän aikavälin orgaaninen kasvu
- Edellytykset jatkaa ripeää ja arvoa luovaa epäorgaanista kasvustrategiaa ovat hyvät
- Tehokas ja ketterä yritysostoprosessi
- Pääoman allokoinnissa onnistuminen määrittää pitkän aikavälin arvonluonnin tason



Riskitekijät

- Asiakasalojen suhdanneherkkyys ja heikentynyt investointinäkömä
- Laskutusasteen ja sitä kautta kannattavuuden kehitykseen liittyvä epävarmuus ja heikko näkyvyys
- Epäorgaaniseen kasvuun liittyvät riskit
- Henkilöriippuvuus

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,70	3,70	3,70
Osakemäärä, milj. kpl	10	10	10
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	58	55	52
P/E (oik.)	12,9	11,7	11,4
P/E	12,9	11,7	11,4
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,8	6,1	5,8
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,5	9,9
Osinko/tulos (%)	26,1%	25,4%	27,7%
Osinkotuotto-%	2,0%	2,2%	2,4%

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Markkina ja kilpailukenttä	13-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-19
Taloudellinen tilanne	20
Ennusteet	21-24
Arvonmääritys	25-27
Sijoitusprofiili	28-29
Taulukot	30-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	35

Solwers lyhyesti

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

2017

Perustamisvuosi

29

Omalla nimellä toimivaa tytäryhtiötä

66,0 MEUR (+ 5 %)

Raportoitu liikevaihto 2023

7,0 MEUR (EBITA-% 10,7 %)

Raportoitu EBITA 2023

635

Henkilöstö vuoden 2023 lopussa

2017

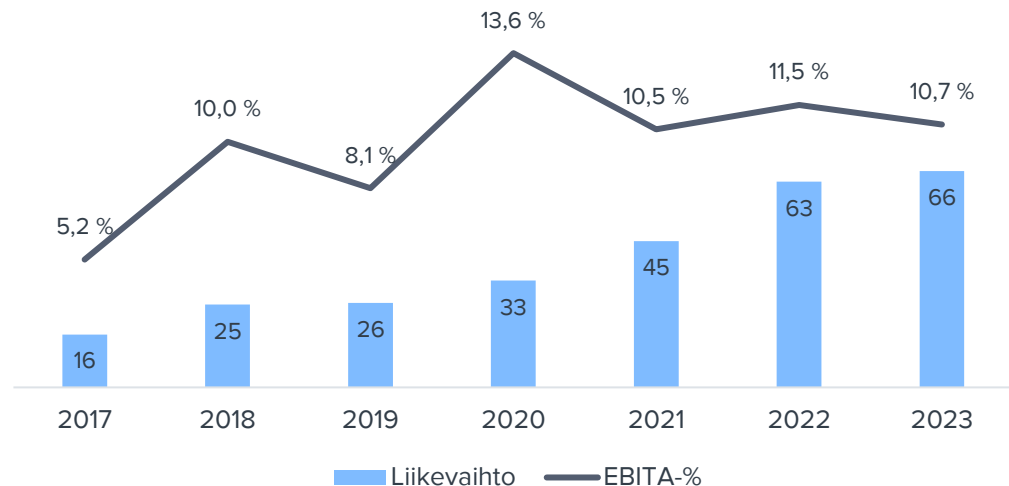
- Konserni perustettiin
- Ensimmäinen yritysosto oli Finnmap Infra, joka on toiminut alalla yli 20 vuotta
- Yhtiö kasvatti toimialahajautusta lisäksi kuudella yrityskaupalla

2018 - 2021

- Yhteensä 15 yritysostoa
- Laajentuminen muun muassa arkkitehtuuriin ja digitaalisiin ratkaisuihin
- Ensimmäiset yritysostot Ruotsissa laajentavat maantieteellistä peittoa
- Listautuminen First North-listalle

2022-2024

- Kahdeksan toteutunutta yrityskauppaa
- Suhteellisen vakaata operatiivista kehitystä huolimatta korkeasta inflaatiosta ja talouden taantumasta
- Taseasema mahdollistaa maantieteellisen ja toimialahajautuksen jatkamisen epäorgaanisella kasvulla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Asiantuntijayritysten muodostama konserni

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

Konserni toimii alustana omistamilleen yhtiöille, tukee niiden kasvua ja erottautuu perinteisistä konsultointialan yhtiöistä sillä, että omistetut yhtiöt toimivat osaamisalueillaan omilla nimillä ja brändeillä, eikä omistettuja yhtiöitä integroida Solwers-brändin alle. Konserni koostuu tällä hetkellä 29:stä omalla nimellä toimivasta tytäryhtiöstä, jotka toimivat Suomessa ja Ruotsissa.

Solwers-konsernin vuoden 2023 raportoitu liikevaihto oli 66 MEUR ja raportoitu aineettomien oikeuksien poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) oli 7,0 MEUR (EBITA-% 10,7 %). Pelkästään vuoden 2024 aika tehdyt yritysostot kasvattavat konsernin liikevaihtoa reilulla 10 MEUR:lla, minkä lisäksi vuoden 2023 aikana tehtyjen yrityskauppojen täysimääräinen vaikutus tuo konsernille entisestään lisää liikevaihtokuormaa.

Suomessa enemmän liiketoimintaa

Tytäryhtiöistä 16 on kotimaisia toimijoita ja 12 yhtiötä toimii Ruotsissa. Suomen painoarvo yhtiön liiketoiminnalle on ollut hieman suurempi, kun vuoden 2023 raportoidusta liikevaihdosta Suomen

osuus oli 60 % ja Ruotsin osuus oli loput 40 %. Tehtyjen yritysostojen ansiosta odotamme maantieteellisen jakauman kuitenkin olevan karkeasti tasan.

Yhtiö raportoi liikevaihdon vain konsernitasolla, joten liikevaihdon tarkemman rakenteen arviointi on haastavaa. Ymmärryksemme mukaan kuitenkin karkeasti puolet konsernin liikevaihdosta muodostuu julkiselta sektorilta, jossa infrastruktuuriprojekteilla on suuri rooli.

Julkisen puolen infrastruktuurihankkeet suurimmassa painossa

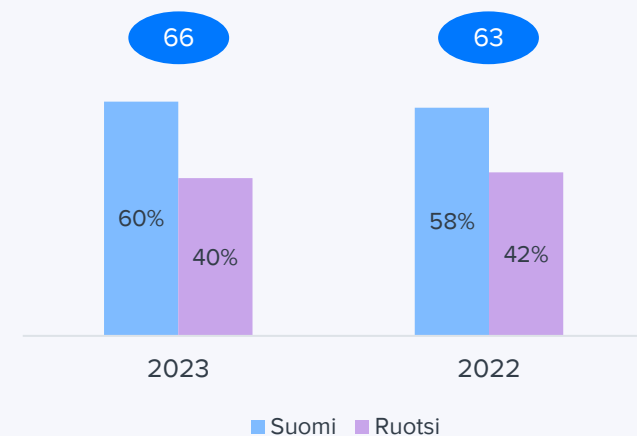
Infrastruktuurisuunnittelun, projektinjohton ja erilaisiin teollisuuden konsultointipalveluihin on erikoistunut konsernissa 13 yhtiötä, joista suurimmat toimijat ovat Suomessa toimiva Finnmap Infra ja Ruotsissa toimivat projektinjohtoon erikoistunut Licab, mm. sähkö- ja automaattoratkaisujen suunnitteluun keskittynyt ELE Engineering ja energia- ja prosessiteollisuuden konsultointiin erikoistunut Wisegate. Näiden yhtiöiden osuus konsernin vuoden 2022 konsolidoidusta liikevaihdosta oli laskelmiemme mukaan reilu 60 %.

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

SOLWERS

- Arkkitehtuuri
 - Rakenne- ja talotekninen suunnittelu
 - Infrastruktuuri
 - Projektinjohto ja -valvonta
 - Ympäristö- ja mittauspalvelut
 - Muut asiantuntijapalvelut
-
- 16 operatiivista yritystä Suomessa
 - 13 operatiivista yritystä Ruotsissa

Liikevaihdon jakauma



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Arkkitehtuuri, rakenne- ja LVI-suunnittelu

Puhtaita arkkitehtitoimistoja konsernin yhtiöistä on neljä, joista Suomessa toimii kolme ja Ruotsissa yksi. Näiden yhtiöiden hankkeet ovat tyypillisesti uudishankkeiden pääsuunnittelua, peruskorjauksia, restaurointisuunnittelua ja sisustussuunnittelua. Lisäksi osana tätä palvelukokonaisuutta ovat kaksi yritystä, joiden palveluihin lukeutuu arkkitehtisuunnittelun lisäksi myös maanalaista ja maanpäällistä suunnittelua sekä kaksi rakennesuunnitteluun erikoistunut yhtiö. LVI-suunnittelua konsernissa toteuttaa neljä yhtiötä, joista lisäksi ruotsalainen Enerwex tarjoaa mm. LVI-suunnittelua ja passiivitalojen suunnittelua. Vastaavasti esimerkiksi Falk myy projektinjohton konsultteja tilaajien projektiorganisaatioihin. Laskelmiemme mukaan näiden yhtiöiden suhteellinen osuus konsolidoidusta liikevaihdosta oli vuoden 2022 luvuin vajaan kolmanneksen. Tämän palvelukokonaisuuden hankkeet ovat tyypillisemmin yksityisen sektorin toteuttamia, mikä kasvattaa niiden riippuvuutta yleisestä talouskehityksestä. Hankkeiden kohteena on kuitenkin myös kouluja ja kunnan rakennuksia, jolloin loppukäyttäjät on julkinen sektori.

Digitaaliset palvelut

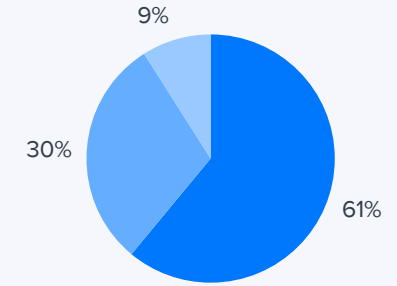
Digitaaliset palvelut muodostuvat värähtely- ja riskianalyysipalveluista, etävalvontaan ja ympäristömittauksiin tarjottavista digitaalisista palveluista ja taloushallinnon palveluista. Näitä palveluita konsernissa tuottaa Suomessa kolme yritystä ja Ruotsissa konsernilla on yksi

taloushallinnon palveluihin erikoistunut yhtiö. Keskeinen syy omistaa taloushallinnon palveluita on se, että nämä yhtiöt vastaavat samalla konsernin omien yhtiöiden taloushallinnosta (mm. reskontra ja kirjanpito), minkä lisäksi niillä on myös konsernin ulkopuolisia asiakkuuksia. Laskelmiemme mukaan näiden palveluiden osuus oli vuoden 2023 luvuin hieman alle kymmenyksen konsolidoidusta liikevaihdosta.

Voimakasta epäorgaanista kasvua

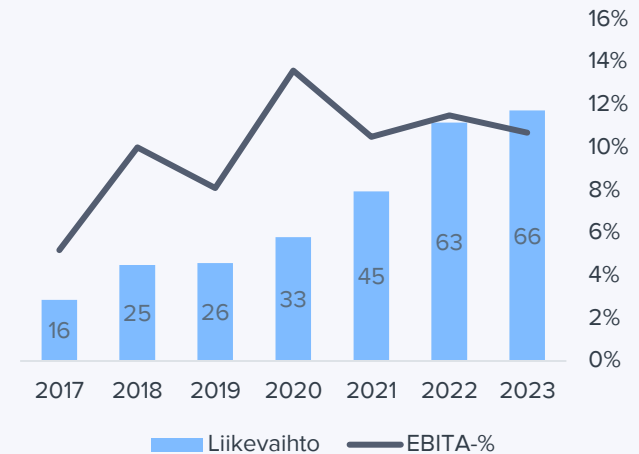
Solwers-konserni on kasvanut voimakkaasti, sillä ensimmäisellä tilikaudella (16kk) vuonna 2017 sen raportoitu liikevaihto oli 16,1 MEUR, kun taas vuoden 2023 raportoitu liikevaihto oli 66 MEUR. Kasvun ajurina on arviomme mukaan toiminut pääasiassa toteutetut yrityskaupat, kun taas orgaaninen kasvu on ollut karkeasti markkinakasvun mukaisesti linjassa talouskasvun kanssa. Tavanomaisesta poikkeavan yhtiön liiketoimintamallista tekee se, että ostettuja kohteita ei integroida Solwers brändin alle, vaikkakin niiden johtamiseen ja ohjaamiseen osallistutaan konsernin tasolta. Omat brändit säilyttämällä yhtiö pyrkii vaalimaan yritysten kulttuurillisia tekijöitä. Jokseenkin tavanomaisesta poikkeavan liiketoimintamallinsa ansiosta konserni on onnistunut ylläpitämään ripeää yritysostotahtia, sillä se ei toteuta aikaa ja resursseja edellyttäviä integraatiohankkeita. Lisäksi konsernin mukaan, tytäryhtiöiden itsenäisyyden säilyttämisen ansiosta se on alan suurempiin toimijoihin verrattuna houkuttelevampi omistaja pienemmille ja tyypillisesti yrittäjä/omistaja-vetoisille ostokohteille.

Palvelukokonaisuuksien suhteellinen osuus*



- Infrastruktuurisuunnittelu ja teollisuuden konsultointi
- Arkkitehtitoimistot, rakenne- ja lvi-suunnittelu
- Digitaaliset palvelut

Historiallinen kehitys



Lähde: Solwers, Inderes
Huom. 2017 tilikausi 16kk

* Inderesin karkea arvio yksittäisten yritysten vuoden 2022 liikevaihtojen perusteella

Solwers-yhtiöt

Suomi

Ruotsi

Julkinen

Loppuasiakas

Yksityinen

<p>Finmap Infra</p> <p>LUKKAROINEN</p> <p>PONTEK OY</p> <p>INMECO RAKENNUSKONSULTIT</p> <p>taitotekniikka</p>	<p>TCG NORDIC</p> <p>Licab</p> <p>Establish © Schening</p> <p>NORTH 68°</p>
<p>KALLIOTEKNIikka CONSULTING ENGINEERS OY</p> <p>INSINÖÖRITOIMISTO VARSINAIS-SUOMEN KALLIOTEKNIikka OY</p> <p>CONTRIA</p> <p>ACCADO</p> <p>POLYPLAN</p> <p>finexplo</p> <p>LVI-insinööritoimisto Plan-Air Oy</p> <p>GeoUnion Oy</p> <p>MESKANEN LVI-INSINÖÖRITOIMISTO</p> <p>aDT</p> <p>Zenner</p>	<p>FALK CM Falk Construction Management</p> <p>ENERWEX</p> <p>DEMAB</p> <p>DREEM</p> <p>RELITOR ENGINEERING</p> <p>ELE ENGINEERING</p> <p>VG</p> <p>KAM REDOVISNING AB</p>

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Kasvu on ollut kannattavaa

Kasvun mukana myös yhtiön kannattavuus on noussut vuoden 2017 5 %:n (EBITA-%) tasosta vuoden 2023 10,7 %:iin, mikä on toimialan kontekstissa hyvä taso. Keskimäärin vuosien 2017-2023 raportoitu EBITA-marginaali on ollut 9,9 %. On kuitenkin huomioitava, että yhtiö soveltaa IFRS16 –standardia toimialan tavanomaisesta käytännöstä poikkeavalla tavalla, kun se lukee vuokravastuiden lyhennykset (poistot) aineettomiin eriin. Tämä kohottaa sen EBITA-marginaalia arviomme mukaan noin 3 % yksikköä suhteessa perinteisempään soveltamistapaan.

Pieniä vähemmistöjä

Solwersin ostamien yhtiöiden avainhenkilö(t) ovat historiassa, ennen Solwersin listautumista usein säilyttäneet pienen omistuosuuden yrityksessään, sillä Solwers on pyrkinyt säilyttämään yhtenäiset intressit myyjän kanssa. Täten osa konsernin operatiivisesta tuloksesta on kuulunut vähemmistöomistajille. Vuoden 2023 tilinpäätöksen mukaan se omistaa yli 90 % kaikista tytäryhtiöistä, pois lukien kaksi yhtiötä, joissa omistukset ovat 84 ja 85 %.

Liikevaihto muodostuu pienistä puroista

Solwers-yhtiöillä oli vuoden 2023 tilinpäätöksen aikaan käynnissä yli 3 500 projektia. Suurin osa projekteista (noin 70 %) on kooltaan alle 10 TEUR. Vastaavasti yksittäiset suuret yli MEUR:n projektit ovat käsityksemme mukaan harvassa. Siten Solwersin konsernirakennetta ja sen omistamien yhtiöiden kokoluokkaa peilaten konsernin asiakaskunta on arviomme mukaan varsin hyvin

hajautunut.

Pienen kokoluokan vuoksi yhtiön kyky tuottaa suuria hankkeita on rajallinen suhteessa alan suuriin toimijoihin, mutta toisaalta pienen kokoluokan ja paikallisen läsnäolon ansiosta konsernin yhtiöillä on tyypillisesti vakiintuneet asemat alueellisilla markkinoilla. Tämä yhdessä paikallisen markkinan tuntemuksen ja pienen kokoluokan tuoman ketteryyden kanssa voi antaa Solwers-yhtiöille etua paikallisten hankkeiden kilpailutuksissa.

Projektiliiketoiminnassa pienempiin hankkeisiin keskittyminen on tavanomaisesti myös maltillisemman riskin strategia, sillä palveluliiketoiminnassa voimakkaan kasvuhakuiselle ja projektien absoluuttista kokoa voimakkaasti kasvattamalla toimijalle kannattavuushaasteet ovat melko tyypillisiä.

Projekti- ja tuntihinnoittelua

Solwersin liikevaihto muodostuu sekä projektihinnoittelusta että tuntilaskutuksesta, joka on käsityksemme mukaan projektihinnoittelua selvästi suuremmissa roolissa. Tyypillisesti esimerkiksi Suomessa toteutettavien infrarakentamisen hankkeiden kilpailutus toteutetaan projektihinnoittelulla. Vastaavasti Ruotsissa tuntilaskutusmalli on käsityksemme mukaan tavanomaisempi toimintamalli ja yhtiön suurin Ruotsalainen yritys Licab, joka tarjoaa projektinjohtopalveluita, tarjoaa pääsääntöisesti (> 90 %) tuntilaskutettavia palveluita.

Projektihinnoittelumalli on arviomme mukaan korkeamman riskin malli, sillä tällä

hinnoittelumallilla yhtiö kantaa jossain määrin riskejä projektin aikataulun venymisestä tai epäonnistuneesta kustannuslaskennasta. Koska hinnoittelumalli on tietyntyyppisissä hankkeissa alan standardi, ei yhtiö arviomme mukaan voi optimoida laskutusmallia. Alan käytäntö on kuitenkin, että kulujen ylittyessä ylimenevästä osuudesta neuvotellaan erikseen.

Suhdanneriskit kohtuulliset

Solwers-konsernin yhtiöt toimivat rakennusmarkkinoilla niin uudis- kuin korjausrakentamisessa sekä infrarakentamisessa. Talonrakentamisen uudisrakentaminen on suhdannevaihteluille alttiimpaa ja usein myös nämä projektit ovat lyhyempiä infrahankkeisiin verrattuna. Infrarakentaminen vastaavasti tasaa suhdannevaihteluiden vaikutuksia.

Yleisellä tasolla voidaan näkemyksemme mukaan arvioida, että infrarakentamisen kysyntä säilyy heikommassakin suhdanteessa. Tämän taustalla on tyypillisesti se, että heikossa talouden tilassa julkinen sektori elvyttää infrainvestoinneilla. Tämä nähtiin myös koronavaiheeseen aikaan, kun esimerkiksi väylien kunnossapitoon panostettiin. Lisäksi jatkuvuutta liiketoimintaan tuovat yli 100 puitesopimusta, joiden ansiosta yhtiö on hyvässä asemassa toteuttamaan julkisen puolen hankkeita. Kokonaisuutena Solwersin kysyntä ei arviomme mukaan ole niin herkkä suhdanteen muutoksille kuin itse rakentaminen, vaikkakin tietyt konsernin yhtiöt ovat alttiita toimintaympäristön syklisille muutoksille.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Mielestämme edellä esitettyä arviota tukee yhtiön suoriutuminen vuoden 2023 aikana, jolloin rakentaminen hiipui jo merkittävästi sen toimintamaissa.

Kustannusrakenne koostuu valtaosin henkilöstökustannuksista

Solwersilla on henkilöstösidonnaiselle palveluyhtiölle tyypillinen kustannusrakenne, jonka suurin erä on henkilöstökulut. Vuosien 2019-2023 aikana henkilöstökustannukset ovat olleet 59-64 % suhteessa liikevaihtoon. Solwersin liiketoiminnot ovat vahvasti henkilöstöriippuvaista asiantuntijapalveluliiketoimintaa, jolloin henkilöstön korkea osaamistaso on kriittinen tekijä ja asettaa henkilöstön pysyvyyden kriittiseksi toiminnoksi. Myytävien palveluiden ja projektien määrä on sidottu henkilöstön ajankäyttöön ja tehokkuuteen, jolloin henkilöstökulujen skaalautuvuus on rajallista. Liikevaihtokuorman kasvattaminen tietyn pisteen jälkeen vaatii rekrytointeja eli lisäksi investoimista. Tyypillisesti nämä ovat etupainotteisia investointeja ja voivat heikentää tilapäisesti kannattavuutta, koska palkattu työntekijä ei heti ensimmäisestä päivästä tai kuukaudestakaan lähtien ole kiinni laskuttavassa työssä ja sitä kautta liikevaihtoa tuova työntekijä.

Selvästi henkilöstökuluja pienempi erä on materiaalit ja palvelut, jotka ovat olleet vastaavalla viiden vuoden tarkastelujaksolla 13-17 % liikevaihdosta. Tämä erä koostuu merkittävältä osin alihankintapalveluista. Kustannuserä on suurelta osin muuttuva erä, sillä yhtiö ostaa

alihankintapalveluita, kun sen omat resurssit eivät riitä hankkeiden toteuttamiseen tai konsernin yhtiöllä ei ole tarvittavaa hankkeen edellyttämää osaamista. Tästä johtuen alihankintapalveluiden kustannusten skaalautuvuus on matala.

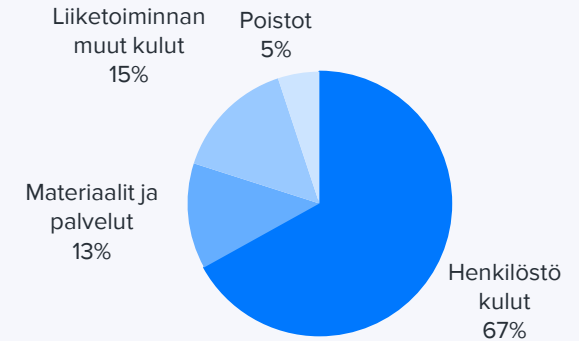
Liiketoiminnan muut kulut muodostuvat pääosin ICT-kuluista ja tavanomaisista hallinnollisista kuluista. Muut kulut ovat olleet vuosina 2019-2023 11-14 % suhteessa liikevaihtoon. Palveluyhtiöllä liiketoiminnan muissa kuluissa on tavanomaisesti maltillista skaalautuvuutta. Solwersilla tätä skaalautuvuutta arviomme mukaan laskee konsernirakenne, kun epäorganisen kasvustrategian mukaisesti ostettavia yrityksiä ei integroida. Kokonaisuutena liiketoiminnan kustannusrakenne koostuu isossa kuvassa joustavista kustannuksista, kun huomioidaan lomautusten tuoma joustovara henkilöstökustannuksissa.

Liiketoimintamalli ei sido huomattavasti pääomaa

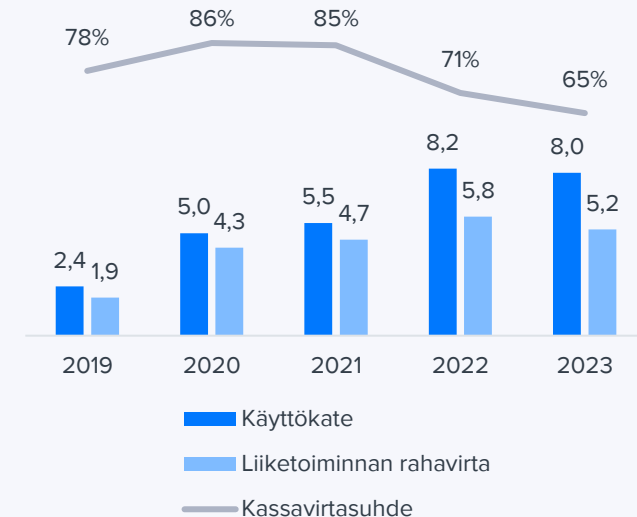
Solwersin liiketoimintamalli ei sido olennaisesti käyttöpääomaa, sillä vuosina 2019-2023 käyttöpääoma/liikevaihto on ollut keskimäärin reilun 1%:n. Yhtiön liiketoimintojen ollessa palveluliiketoimintoja ne eivät sido pääomaa varastoon lainkaan vaan käyttöpääoma muodostuu myyntisaamisista ja lyhytaikaisista korottomista veloista, jotka ovat olleet tarkastelujaksolla melko hyvin tasapainossa.

Liiketoimintamallille on myös ominaista palveluyhtiöiden tapaan, että vuotuinen

Kustannusrakenne 2023



Käyttökate, rahavirta ja kassavirtasuhde



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

investointitarve on matala ja rajoittuu pääasiassa järjestelmäinvestointeihin. Arviomme mukaan yhtiön vuotuinen investointitarve ilman yritysostoja onkin vain noin 0,5-1 MEUR ja leasingvastuut (IFRS 16) huomioiden noin 3-4 MEUR. Näin ollen yhtiön pääasiallinen tarve pääomalle kohdistuu epäorgaanisen kasvun strategian toteuttamiseen, minkä ansiosta myös Solwersin taseen pitkäaikaiset varat muodostuu merkittävältä yritysostojen seurauksena tulleesta liikearvosta.

Laskutusasteen hallinta kriittinen toiminto

Liiketoiminnan tehokkuuden hyvä mittari on laskutusaste, joka kuvaa miten paljon työntekijät käyttävät työajastaan projektien ja palveluiden laskutettavaan työhön. Laskutusasteella on suora yhteys toisaalta yhtiön operatiiviseen kannattavuuteen ja toisaalta myös pääoman käytön tehokkuuteen.

Laskutusasteen hallinnassa korostuu yksilökohtaiset tekijät, mutta myös se, miten yhtiö onnistuu voittamaan henkilöstölle uusia hankkeita edellisten päättyessä sekä, miten yhtiö pystyy sopeutumaan mahdollisiin projektien viivästymisiin, päättymiseen ja/tai peruuntumisiin. Tässä epäonnistuminen usein johtaa resurssien käytön epätehokkuuteen, jolla on suora yhteys myös yhtiön laskutusasteisiin ja sitä kautta kannattavuuteen. Tätä vaikutusta kuitenkin pehmentää Solwersin useita pieniä liiketoimintoja omistava ja itsenäisiin operaatioihin nojaava toimintamalli, jolloin yhden yrityksen tai projektin sekä laskutusasteen hallinnan epäonnistumisen

suhteellinen merkitys konsernille on pieni.

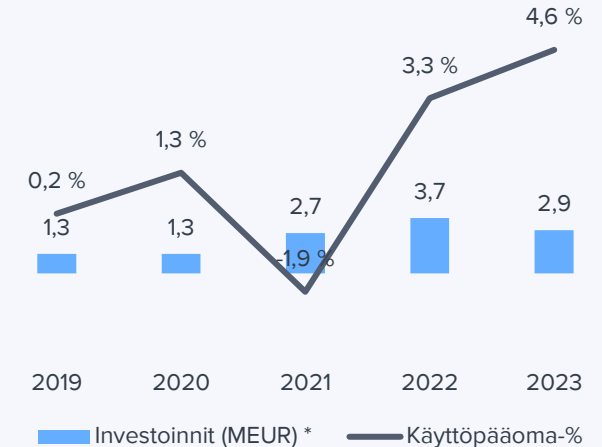
Yleisellä tasolla hyvänä laskutusasteena voidaan pitää 75-80 %:n tasoa. Tällä mittarilla Solwers on suoriutunut varsin hyvin vuosina 2020-2023, jolloin sen laskutusaste on ollut keskimäärin 82 %. Toisaalta on huomioitava, että yhtiön mukaan laskutusaste ei ole hyvä operatiivinen mittari kaikille sen omistamille yhtiöille, jolloin nämä on jätetty laskutusastetta mitattaessa tarkastelun ulkopuolelle.

Henkilöstön tuottavuus tehokkuuden mittarina

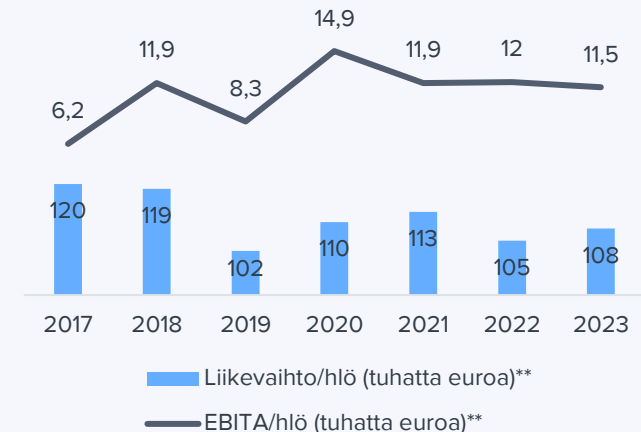
Solwersin operatiivisen liiketoiminnan tehokkuuden kehitystä voidaan mitata myös tarkastelemalla liikevaihtoa ja operatiivista kannattavuutta työntekijää kohden. Vuosien 2017-2023 välillä liikevaihto/työntekijä on vaihdellut 102-120 tuhannen/henkilö välillä ja on ollut keskimäärin 111 TEUR.

Vuosien 2017-2023 operatiivinen tulos eli EBITA/työntekijä on vaihdellut 6,2-14,9 TEUR:n välillä ollen keskimäärin 11 TEUR. Pitkällä aikavälillä molemmat edellä esitellyistä henkilöstömäärään pohjautuvista tunnusluvuista kuvastavat toiminnan tehokkuutta. Siten sijoittajan näkökulmasta niiden nousujohteinen kehitys kuvastaisi konserniyhtiöiden laadun ja/tai tehokkuuden parantumista, kun taas lasku viittaisi päinvastaiseen kehitykseen. Yleisellä tasolla palveluyhtiön liiketoimintamallissa kilpailuilla markkinoilla mittareiden merkittävä parantaminen on arviomme mukaan haastavaa.

Käyttöpääoma ja investoinnit



Henkilöstön tuottavuus

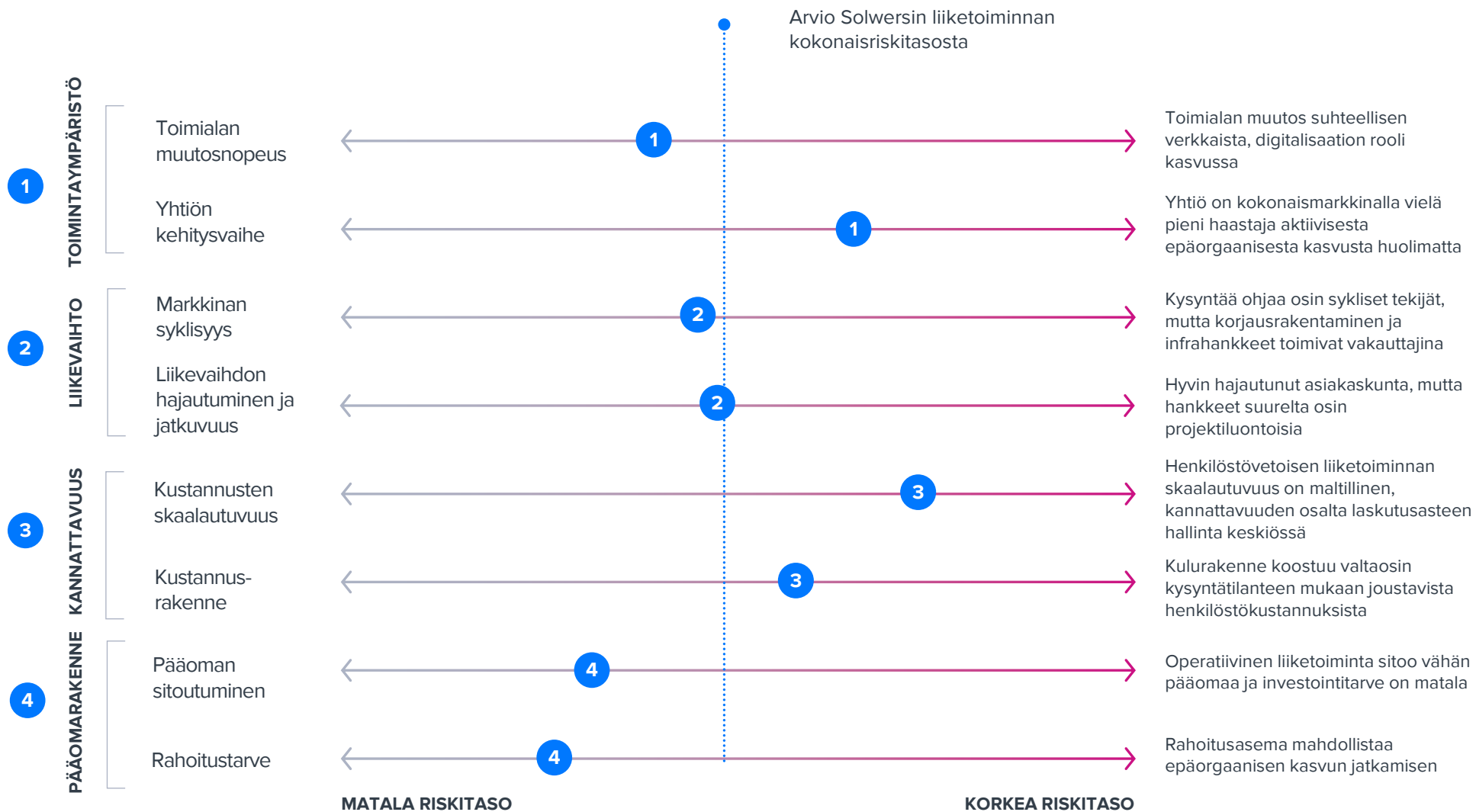


Lähde: Solwers, Inderes

*Investoinnit=investoinnit aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen + IFRS 16 lyhennykset

**Henkilöstö keskimäärin

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkina ja kilpailukenttä 1/3

Kohdemarkkinat Suomessa ja Ruotsissa

Solwersin kohdemarkkinat muodostuvat pääasiassa Suomen ja Ruotsin teknisen konsultoinnin ja suunnittelun markkinoista, jotka ovat osa valtavaa usean kymmenen miljardin rakentamisen kokonaismarkkinaa. Suunnittelu ja konsultointialan yritysten toimialajärjestö (SKOL) arvioi tuoreimmissa tilastoissaan alan toimijoiden liikevaihdon olevan noin 6,2 miljardia Suomessa. Tätä arviota tukee alan toimijan Swecon arvio siitä, että Suomen markkina on noin 6 miljardin kokoinen (2023). Vastaavasti Ruotsalaisen toimialajärjestön (Innovationsföreningen) tietojen pohjalta Solwersin listautumisen aikaan tehdyn arvion mukaan Ruotsin vastaava markkina oli 97,2 miljardia kruunua (~9,6 miljardia euroa) vuonna 2020. Tätä arviota tukee niin ikään Swecon arvio 10 miljardin markkinasta Ruotsissa.

Kokonaismarkkinan kokoon vaikuttaa sisällytettävät alatoimialat ja etenkin se sisällytetäänkö suuri teollisuuden suunnittelu kokonaismarkkinan arvioon. Esimerkiksi samalla alalla toimivan Sitowisen kansainvälisellä konsulttiyhtiöllä teettämän arvion (2021) mukaan Suomen teknisen konsultoinnin ja suunnittelun kokonaismarkkina oli noin 1,5-1,7 miljardia euroa, joka muodostui talonrakentamisen noin 1-1,1 miljardin euron ja infrarakentamisen noin 0,5-0,6 miljardin euron markkinoista. Vastaavasti Ruotsin teknisen konsultoinnin ja suunnittelun markkinoiden koon arvioitiin olevan tämän selvityksen mukaan noin 3,1 miljardia euroa.

Kohtuullisen mittatikon kokonaismarkkinasta antaa

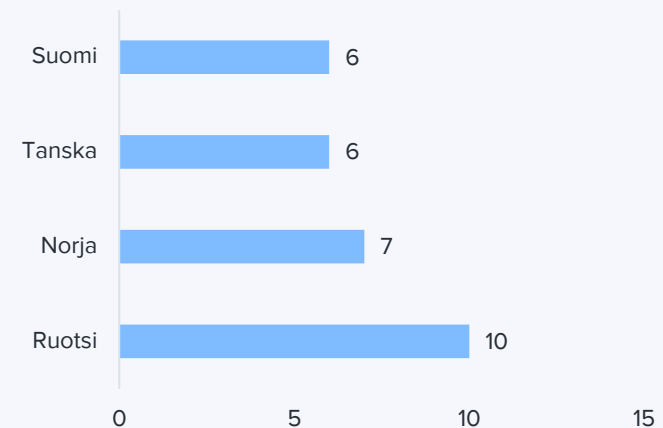
myös SKOLlin jäsenien liikevaihtotilasto vuodelta 2022. Sen mukaan 61 alan toimijan yhteenlaskettu Talonrakentamisen toimialan liikevaihto oli noin miljardin vuonna 2022. Vastaavasti saman tilaston mukaan Yhdyskunta toimialan (infrarakentaminen) liikevaihto oli noin 580 MEUR. Kaikki alan toimijat eivät ole toimialajärjestön jäseniä ja arviomme mukaan etenkin pienemmät toimijat jäävät tämän arvion ulkopuolelle. Siten SKOLlin tilastoon tulee mielestämme suhtautua suuntaa antavana arviona.

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

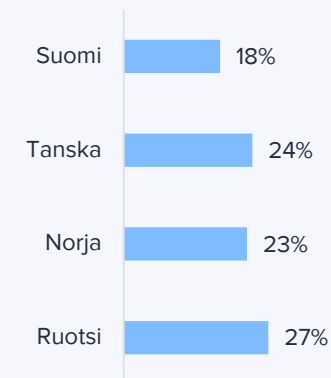
Kasvun takana tutut trendit

Arviomme mukaan kohdemarkkinoiden kasvunäkymät ovat yleistä talouskasvua hieman paremmat, sillä kasvuun vaikuttaa talouskasvun lisäksi rakennusalan trendit ja rakenteelliset tekijät. Arvioimme, että Solwersin kohdemarkkinan kasvu ylittää BKT:n kasvuvauhdin hieman keskipitkällä aikavälillä ja markkinan kasvupotentiaali on karkeasti 0-3 % yli ajan. Konsultoinnin suhteellisen osuuden kasvua tukee arviomme mukaan mm. tekniikan lisääntyminen, tiiviin rakentamisen kasvu, infrastruktuurirakentamisen vaatimuksien nousu, kestävä kehitys ja digitalisaatio.

Markkinakoot Pohjoismaissa (mrd.)



Viiden suurimman toimijan markkinaosuus (2022)



Markkina ja kilpailukenttä 2/3

Kohdemarkkinoiden kasvuvauhtiin vaikuttavat megatrendit ja/tai rakenteelliset tekijät ovat muun muassa:

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

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

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

Toimiala on pirstaloitunut

Solwersin toimiala on pirstaloitunut, sillä pelkästään Suomessa toimii Tilastokeskuksen mukaan yli 2000 Arkkitehtipalveluja tarjoavaa yritystä, lähes 1000 Yhdyskuntasuunnittelua ja maa- ja vesirakentamisen teknistä palvelua tarjoavaa yritystä ja noin 660 LVI-teknistä suunnittelua tarjoavaa yritystä. Ruotsissa toimijoiden lukumäärä on sen talouden kokoluokkaa heijastellen arviomme mukaan selvästi suurempi.

Tätä kuvastaa myös, että Sitowisen teettämän markkinatutkimuksen mukaan vuonna 2019 Ruotsissa pelkästään talo- ja infrarakentamisen toimialalla oli yli 9000 toimijaa.

Toimialan pirstaloituneisuus on arviomme mukaan tyypillistä henkilösidonniselle palveluliiketoiminnalle, missä on matala alalle tulon kynnys. Tätä matalaa kynnystä peilaten alan suurimpien toimijoiden markkinaosuudet ovat kokonaisuutena melko maltilliset huolimatta siitä, että ne ovat konsolidoineet yritysostoilla markkinaa historiassa. Alalla toimiikin arviomme mukaan merkittävä määrä pieniä muutaman henkilön yrityksiä. Tätä heijastellen kaikki alan toimijat eivät ole Solwersille mielekkäitä yritysostokohteita, eivätkä kaikki alan toimijat arviomme mukaan täytä yhtiön ostettaville kohteilla asettamia edellytyksiä toiminnan historiasta tai kannattavuudesta. Arviomme mukaan pirstaloituneiden toimialojen yritysjoukko on kuitenkin riittävän suuri, jotta yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa epäorganiseen kasvuun nojaavan kasvustrategian toteuttamista.

Teknisen konsultoinnin ja suunnittelun kilpailukenttä

Suomen suurimpia suunnittelu- ja konsultointiyrityksiä ovat muun muassa Sweco Finland, Ramboll Finland, AFRY Finland, Sitowise, Granlund ja A-Insinöörit. Ruotsissa kilpailuympäristö koostuu samoista suurista toimijoista kuin Suomessakin, minkä lisäksi markkinoilla on isoja ja puhtaasti paikallisia toimijoita (esim. Tyréns, Projektengagemang).

Kasvuajurit ja markkinan trendit



Kaupungistuminen



Korjausvelka



Ilmastonmuutos



Energiatehokkuus ja kiertotalous

Markkina ja kilpailukenttä 3/3

Markkinoiden pirstaloituneisuutta kuvastaa mielestämme se, että Swecon mukaan alan viiden suurimman markkinaosuus Suomen markkinoista on vain vajaan viidenneksen (s.13). Muissa Pohjoismaissa viiden suurimman markkinaosuudet ovat Swecon mukaan karkeasti noin neljänneksen kokonaismarkkinasta.

Kilpailuympäristöä tarkasteltaessa on mielestämme huomiotava, että Solwers toimii markkinalla tietyillä aloilla, joissa edellä esiteltyt suuret pelurit eivät toimi. Lisäksi sen omistamat yritykset ovat huomattavasti pienempiä toimijoita, minkä takia se ei todennäköisesti kilpaile selvästi suurimpia hankkeita toteuttavien isojen toimijoiden kanssa samoista hankkeista. Siten yhtiön kilpailukenttä muodostuukin arviomme mukaan suuremmalta osin pienemmistä paikallisista toimijoista, mutta kilpailijat vaihtelevat riippuen siitä, mitä Solwersin yhtiötä tarkastellaan.

Erot alan toimijoiden keskimääräisissä kannattavuuksissa ovat maltillisia

Alalla toimivien listattujen yhtiöiden viime vuosien kasvuvauhdeissa on eroavaisuuksia, mikä arviomme mukaan heijastelee niiden epäorganista kasvua. Eri kokoluokkien ansiosta pienempien yhtiöiden suhteellinen kasvu on tavanomaisesti ripeämpää, eikä siten mielestämme yhtiöiden raportoidun kasvuvauhdin vertailu ole mielekästä.

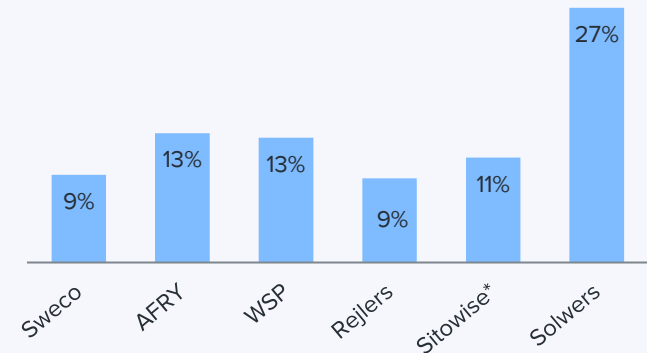
Toimijoiden kannattavuudet (EBITA-%) ovat olleet viimeisen seitsemän vuoden aikana keskimäärin noin 5-10 %:n tasolla. Solwersin kannattavuus on

ollut vastaavalla jaksolla keskimäärin vajaa 8 %. Huomautamme että yhtiön raportoimasta EBITA-kannattavuudesta ei ole vähennetty IFRS 16 mukaisia vuokratulujakaan, koska yhtiö lukee ne aineettomiin eriin (A). Olemme kuitenkin tässä vertailussa vähentäneet IFRS16 -standardin mukaiset poistot Solwersin EBITAsta vertailukelpoisuutta parantaaksemme.

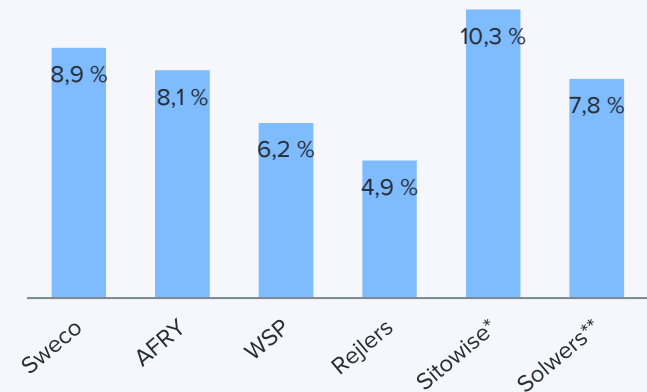
Kilpailukentän toimijoiden joukosta yksittäisenä yhtiönä erottautuu eritoten Rejlers ja jossain määrin WSP. Etenkin Rejlersin keskimääräistä kannattavuutta painaa sen tarkastelujakson alkuvuosien kannattavuushaasteet, mutta eritoten viime vuosina toimijoiden kannattavuudet ovat olleet varsin linjassa keskenään. Esimerkiksi vuonna 2023 kaikkien toimijoiden EBITA-% asettui kapeaan 7,1 - 8,9 %:n vaihteluväliin. Tämä arviomme mukaan heijastelee varsin samanlaisia liiketoimintamalleja ja liiketoiminnan henkilöstösidonnaisuuden määrittämää kustannusrakennetta.

Huomioitavaa on, että lievää eroa kannattavuuksissa voi selittää erilaiset toimialahajautukset ja muun muassa raportointitavat, mutta arviomme mukaan melko yhtenevät keskimääräiset kannattavuudet kuvaavat hyvin toimialan ja liiketoimintamallin pidemmän tähtäimen kannattavuus- ja arvonluontimahdollisuuksia.

Liikevaihdon kasvu CAGR-% (2017-2023)



EBITA-% keskimäärin (2017-2023)



Lähde: Yhtiöt, Inderes

* Luvut vuosilta 2018-2023

**Vuosilta 2019-2023 EBITAsta vähennetty IFRS16 poistot

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategian keskiössä yritysostot

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

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

Taloudelliset tavoitteet

Solwersin taloudelliset tavoitteet ovat

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

Kasvutavoite edellyttää yritysjärjestelyjen jatkamista

Kasvutavoite ylittää selvästi markkinan orgaanisen kasvuvauhdin ja siten kasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää epäorgaanisen kasvun jatkamista strategian mukaisesti. Pirstaloituneella toimialalla yhtiöllä on arviomme mukaan edellytykset jatkaa epäorgaanista kasvua, mutta kokoluokan kasvaessa suhteellisen kasvuvauhdin ylläpitäminen edellyttää useamman ja/tai

suurempia yritysostoja.

Kannattavuustavoite on toimialan kontekstissa kunnianhimoinen

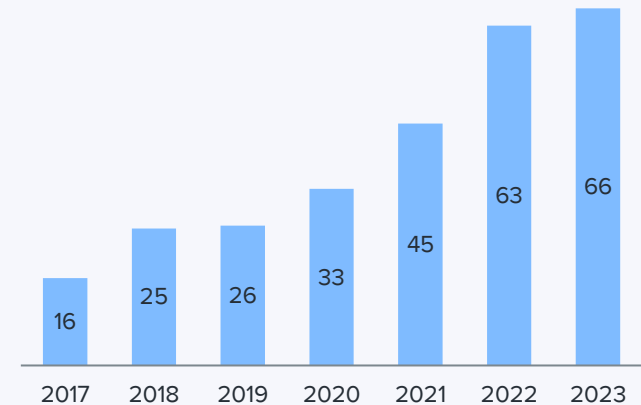
Kannattavuustavoite on mielestämme toimialaan suhteutettuna vaativa. Tätä kuvastaa se, että viimeisen viiden vuoden aikana yhtiön kilpailijoista vain yksi toimija on yltänyt yhtenä vuonna yli 12 %:n EBITA-marginaaliin. Vuonna 2020 Solwers kuitenkin saavutti 13,6 %:n EBITA-marginaalin. On kuitenkin huomioitava, että yhtiö sisällyttää vuokrattujen toimitilojen IFRS 16 –poistot aineettomiin eriin, mikä parantaa sen EBITA-% suhteessa kilpailijoihin ja tavanomaiseen käytäntöön. Kun IFRS 16 standardin mukaiset poistot (vuonna 2023: 2,4 MEUR) oikaistaan takaisin EBITA-marginaaliin on sillä keskimäärin 3 %-yksikön negatiivinen vaikutus vuosien 2019-2023 marginaaliin. Näin tarkasteltuna kannattavuus- ja tavoitetaso ovat myös arviomme mukaan vertailukelpoisempia suhteessa toimialan muihin toimijoihin.

Mahdottomana emme tavoitetta pidä, kun huomioidaan yhtiön raportointikäytäntö ja tytäryhtiöiden edellisen neljän vuoden keskimääräinen raportoitu liikevoitto-% (2018-2021 9,8 %). Samalla on huomioitava, että tavoitteen saavuttaminen on myös riippuvainen siitä, millaisia yritysostoja yhtiö toteuttaa.

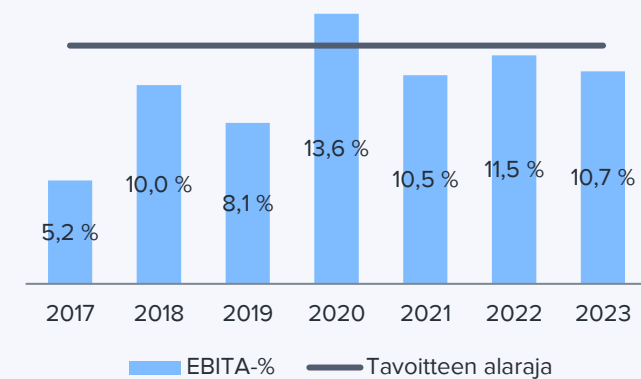
Taserakenne ja voitonjako

Vuoden 2024 lopussa Solwersin omavaraisuusaste oli 46 % ja siten tavoitteen mukainen. Yleisellä tasolla

Liikevaihdon kehitys



Kannattavuuden kehitys



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

pidämme > 40 %:n tasoa hyvänä pitkän tähtäimen tavoitteena.

Yhtiön osingonjakopolitiikkana on jakaa 20-40 % tilikauden voitosta. Tämä on melko matala voitonjakotavoite ja kuvastaa sitä, että pääoman allokoinnissa tullaan arviomme mukaan painottamaan yritysostoja. Ilman yritysostoja nykyisten liiketoimintojen pääomatarpeet huomioiden yhtiö kykenisi selvästi korkeampaan voitonjakoon, mutta pidämme pääoman allokointia arvoa luoviin yritysostoihin järkevänä.

Yritysostostrategia

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

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

Yritysostojen kohteena ovat yhtiön mukaan etenkin pienemmät ja yli 10 vuoden toimintakokemuksen omaavat eli vakiintuneet

yhtiöt. Lisäksi yhtiö tyypillisesti edellyttää ostokohteelta todistetusti hyvää kannattavuutta, jonka rajana on pääsääntöisesti > 10 %:n EBIT-marginaali.

Arvioimme mukaan viime vuosien aikana tehtyjen yritysostojen osalta kannattavuustavoite on suuremmalta osin toteutunut. Yhtiö on kuitenkin ostanut joitain selvästi tavoitetasoa matalamman kannattavuuden kohteita. Siten marginaalitavoite ei ole täysin kiveen hakattu.

Yritysostostrategian swot-analyysi

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

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



Yritysostostrategian SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Tehokas ja nopea prosessi
- Integraatioehdottomuus vähentää kustannuksia
- Ostokohteen kulttuurillisten tekijöiden ja yrittäjien pysyminen liiketoiminnoissa

Heikkoudet

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

Mahdollisuudet

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

Uhat

- Avainhenkilöiden menettäminen
- Kasvun hallitseminen
- Kauppahintojen karkaaminen liian korkeaksi
- Ostokohteiden laadun varmistamisessa epäonnistuminen
- Ostajan ja myyjän yhteisymmärryksen puuttuminen transaktion jälkeen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

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

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

Epäorgaanisen kasvun arviointi

Yhtiön mukaan yritysostot toteutetaan tyypillisesti maltillisilla noin 5-6,5x liikevoitto-kertoimilla. Kauppahintaan tyypillisesti sisällytetään ns. earn out -malli, joka perustuu ostohetken jälkeisen ajan kasvu- ja/tai tulostavoitteisiin.

Viime vuosien yritysostojen osalta tavoitetason arvostuskertoimiin ei ole laskelmiemme mukaan aina päästy, joskin yleisellä tasolla ostettujen liiketoimintojen arvostuskertoimet eivät ole

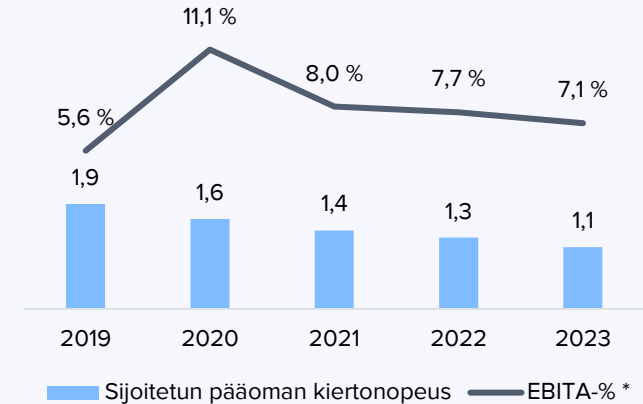
nähdäksemme olleet korkeita.

Yritysostrategian arviointi

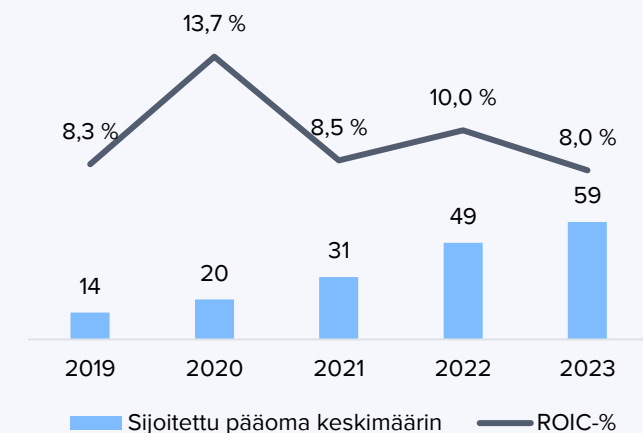
Konsernin yritysostostrategiaa tulee mielestämme tarkastella etenkin sijoitetun pääoman tuotto kautta. Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiön sijoitetun pääoman tuotto on ollut keskimäärin 9,7 % eli yli soveltamamme tuottovaateen. Viimeisenä vuonna 2023 taso jäi kuitenkin vain 8 %:iin, mikä alittaa soveltamamme tuottovaateen. Sijoitetun pääoman laskevan kehityksen taustalla on se, että sijoitetun pääoman tuoton molemmat komponentit eli sijoitetun pääoman kiertonopeus ja kannattavuus ovat laskeneet. Sijoitetun pääoman kiertoon on vaikuttanut erityisesti viimeisenä kolmena vuotena tuhdit kassavarat, minkä ansiosta taseessa on ollut tuntuvasti pääomaa tuottamattomana. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisikin onnistua tehostamaan taseen pääomien käyttöä joko pienentämällä sijoitettua pääomaa velkoja pois maksamalla tai nostamalla epäorgaanisen kasvun aktiviteettitahtia, mikäli laadukkaita yritysostokohteita löytyy.

Näkemyksemme mukaan tehokas ja maltillisiin arvostustasoihin perustuva yritysostostrategia antaa hyvät edellytykset arvonnluonnille pitkässä juoksussa. Arviomme mukaan yhtiöllä on myös edellytykset sijoitetun pääoman käytön tehokkuutta vahvistamalla parantaa sijoitetun pääoman tuottoa nykyisestä tasosta. Arviomme mukaan kannattavuuden kautta pääoman tuoton vahvistamispotentiaali on toimialan ja liiketoimintamallin kontekstissa rajallinen.

Pääoman tehokkuus ja operatiivinen tehokkuus



Sijoitetun pääoman tuotto



Lähde: Inderes

*Yhtiön raportoimasta EBITA:sta vähennetty IFRS 16 poistot, ROIC-% = Nopat/sijoitettu pääoma

Epäorgaanisen kasvun strategia



Toteutunut

- Operatiivisten yhtiöiden kasvattaminen 29 yhtiöön listautumishetken 19 yhtiöstä
- Hankitut liiketoiminnot kattavat laajalti alan hankkeiden elinkaaren eri vaiheita
- 16 operatiivista yritystä Suomessa ja 13 operatiivista yritystä Ruotsissa
- Ostetut kohteet kokoluokaltaan pieniä
- Maakohtainen hajautus parantunut Ruotsin suhteellisen osuuden kasvun myötä
- Yritysosotot ovat myös laajentaneet toimialahajautusta

Keskipitkä ja pitkä aikaväli

- Maantieteellisen peiton laajentaminen Pohjoismaissa ja mahdollisesti Itäisessä Euroopassa
- Palvelutarjonnan vahvistaminen pienemmän suhteellisen osuuden palvelu-alueilla, kuten infrarakentamisen suunnittelu Ruotsissa ja pienemmät erikoisalajat Suomessa
- Pääoman käytön tehostamispotentiaali ja tulorahoituksen tuoma kassavirta mahdollistavat tasaisen yritysostotahdin ylläpidon

Taloudellinen tilanne

Taseen varat

Solwersin liiketoimintojen rakenteita ja epäorgaanisen kasvun strategiaa mukaillen sen taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin aineettomasta omaisuudesta ja eritoten liikearvosta.

Vuoden 2023 lopussa taseen 87 MEUR:n varoista 43 MEUR (49 % varoista) koostui aineettomasta omaisuudesta. Tästä osa muodostuu yritysostojen seurauksena syntyneestä liikearvosta (42 MEUR) ja loput muista aineettomista omaisuuseristä. Pitkäaikaiset varat sisälsivät lisäksi arvoltaan vain 7,3 MEUR:n aineellista omaisuutta. Lyhytaikaisia varoja yhtiöllä oli 33,5 MEUR, josta suurimmat erät olivat 16,6 MEUR:n saamiset ja 16 MEUR:n kassavarat.

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

Pääomarakenne

Solwersin oma pääoma oli vuoden 2023 lopussa 40,4 MEUR sisältäen pienen määräysvallattomien omistajien 0,6 MEUR:n osuuden. Yhtiön omavaraisuusaste oli vastaavasti 46 %, joka ylitti

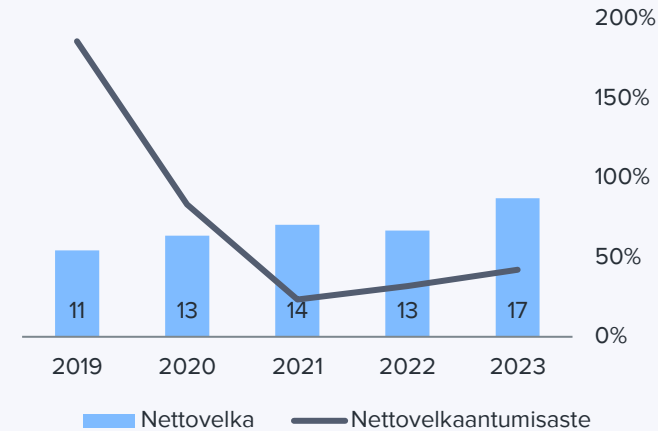
yhtiön oman 40 %:n tavoitetason ja yhtiön päärahoittajapankin kanssa solmitussa rahoitussopimuksessa määritellyn 35 %:n vähimmäismäärän (kovenantti).

Vierasta pääomaa taseessa oli 46,6 MEUR. Tästä pitkäaikaista korollista velkaa oli 21,5 MEUR, lyhytaikaista korollista velkaa oli 4,7 MEUR ja 7,1 MEUR ehdollisia kauppahintavelkoja.

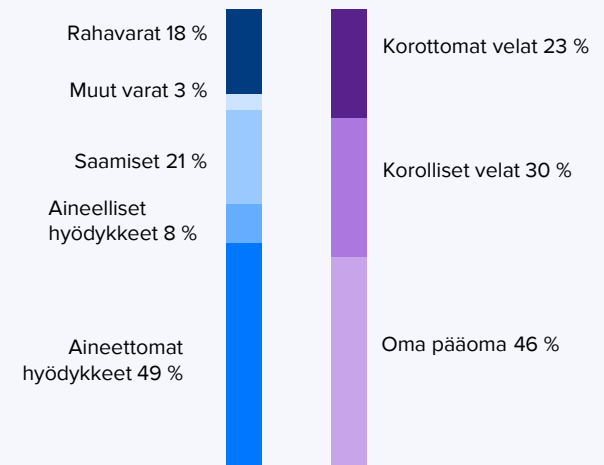
Näin ollen tarkasteluajankohdan nettovelkaantumisaste oli 42 %, joka on varsin kohtuullinen taso. Nettovelan ja edellisen 12 kuukauden käyttökateen suhde oli 2,2x. Huomioitavaa on, että tässä velkaantuneisuuden laskentatavassa nettovelan määrä sisältää ehdolliset kauppahintavelat, vaikkakaan niiden ehtojen toteutumisesta ei ole varmuutta. Pidämme niiden huomioimista nettovelassa perusteltuna, sillä maksuehtojen toteutuessa ne heijastuvat nettovelkaan kassavarojen pienentymisen kautta. Samalla on kuitenkin huomioitava, että liikevaihto- ja tulosenusteemme eivät sisälly varsinaisia oletuksia lisäkauppahintojen ehtojen toteutumisesta, koska niiden arviointi ja mallintaminen lukuisten tytäryhtiöiden tasolla on käytännössä mahdotonta. On myös mahdollista, että osa ehdollisista kauppahinnoista purkautuu taseesta, mikäli niiden perusteena olevat ehdot eivät toteudu. Tämä pienentäisi nettovelkaa ja velkaantuneisuutta.

Korotonta velkaa taseessa oli 20,4 MEUR ja se koostuu arviomme mukaan tavanomaisista osto-, siirto-, ja muista veloista.

Nettovelka ja velkaantumisaste



Tase 2023 (87 MEUR)



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

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

Taluskasvunäkymät kohdemarkkinoilla

Suomen talous vaipui taantumaan vuonna 2023 ja Tilastokeskuksen mukaan BKT supistui 1 %:n. Vuodesta 2024 odotetaan kotimaassa edellisen kaltaista, sillä Bloombergin keräämissä ennusteissa taluskasvuksi ennakoidaan -0,1 % vuonna 2024 ennen käännettä reippaampaan 1,9 %:n kasvuun vuonna 2025. Ruotsin talous polki ennusteiden mukaan käytännössä paikallaan vuonna 2023, kun taas lähivuosina sen odotetaan kasvavan 0,3 % ja 1,9 %. Voimakkaaseen inflaation nousuun reagoineet keskuspankit ovat kohottaneet korkoja huomattavasti, mikä on toivotusti vaimentanut taluskehitystä ja sitä kautta tuoneet inflaatiota alas. Inflaation laskettua selvästi koroissa isossa kuvassa seuraava askel on alaspäin, minkä tulisi ennusteiden mukaan vahvistaa taloutta. Parhaassakin skenaariossa korkojen lasku alkaa vahvistaa taloutta vasta vuoden 2024 jälkimmäisellä puoliskolla ja toisaalta tietyt viiveet huomioiden investointeihin ja rakentamiseen tämä heijastuu vahvemmin vasta vuonna 2025. Tätä taustaa vasten vuonna 2024 teknisen suunnittelun ja konsultoinnin markkinat

eivät saa vetoapua yleisestä taluskehityksestä.

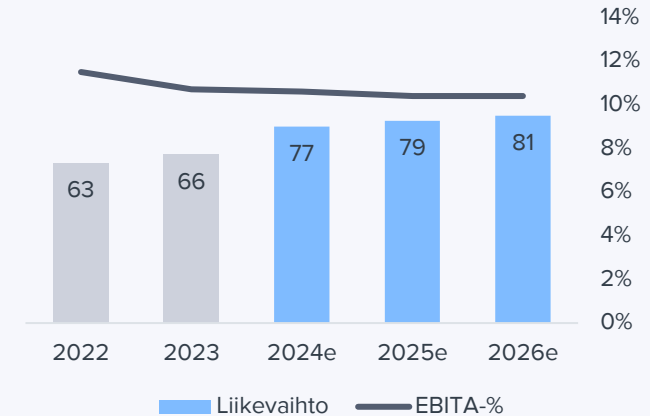
Vuoden 2024 ennusteet

Solwers ei ole tapansa mukaisesti antanut numeerista ohjeistusta vuodelle 2024. Näkymissään yhtiö kuitenkin arvioi, että sillä on hyvä tilauskanta julkisen sektorin ja infrastruktuurihankkeissa. Lisäksi yhtiö odottaa liiketoimintaympäristön paranevan vuoden 2024 loppua kohden, minkä lisäksi sen mukaan yritysostot tulevat jatkumaan kuluvana vuonna.

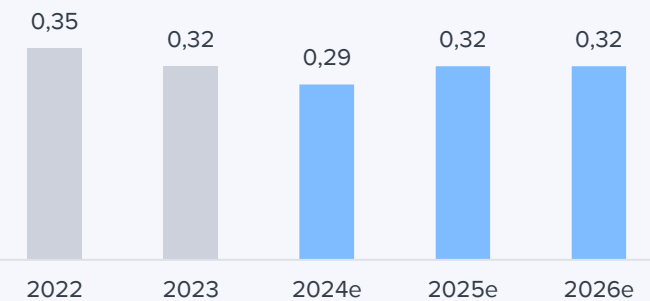
Ennusteissamme odotamme Solwersin kuluvan vuoden liikevaihdon laskevan orgaanisesti 2 %, mikä heijastelee etenkin alkuvuodelle odottamaamme lievää työkuorman laskua taluskehitystä, pienentyntä projektikantaa ja tiukkaa hinnoittelu ympäristöä mukaillen. Sen sijaan muun muassa viime vuonna heikentyneen ruotsin kruunun aiheuttaman kasvun jarrun tulisi nykykurssilla helpottaa emmekä ennusteissamme odota tällä hetkellä EUR/SEK-valuuttaparista vastatuulta. Koko vuoden raportoidun liikevaihdon odotamme kuitenkin kasvavan lähes 17 % reiluun 77 MEUR:oon, mikä heijastelee tuntuvaa epäorgaanista kasvua. Tämän taustalla on useat viime aikaiset yritysostot, joista suurimman vaikutuksen kuluvan vuoden liikevaihdon kasvuun tuovat Wisegate- ja Relitor-yritysostot.

Tällä liikevaihtokuormalla odotamme yhtiön tekevän vuonna 2024 7,9 MEUR:n EBITAn. Tämä vastaa hieman vertailukautta matalampaa 10,2 %:n EBITA-marginaalia. Odotamme kannattavuutta painavan hienoisena orgaanisen liikevaihdon laskun

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos (raportoitu)



Ennusteet 2/3

alkuvuonna, minkä lisäksi liikevaihdon rakenne on muuttunut hieman yritystojen seurauksena. Ostettujen toimintojen matalammat kannattavuuden nakertavatkin arviomme mukaan kannattavuutta lievästi. Sen sijaan raportoidun liikevoiton arviomme ylittävän vertailukauden tason vain lievästi kohonneiden poistojen ansiosta.

Ennustamme yhtiön rahoituskulujen kohoavan edelleen lievästi kuluvana vuonna, vaikkakin suurin osuma korkojen noususta on jo näkynyt viime vuonna. Koko vuoden veroasteen odotamme sen sijaan olevan tavanomaisella tasolla. Näin ollen odotamme vuoden 2024 osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,29 euroon osakkeelta. Tästä odotamme yhtiön jakavan maltillista voitonjakopolitiikkaa heijastellen edellisvuodesta kohoavan 0,075 euron osakekohtaisen osingon.

Liiketoimintamallille ominaiseen tapana odotamme käyttöpääoman sitoutumisen olevan vähäistä ja orgaanisten investointien maltillisia. Jo tehdyt yritysostot ja vuokravastuiden lyhennykset kuitenkin kääntävän ennusteissamme koko vuoden vapaan rahavirran negatiiviseksi. Tästä huolimatta yhtiön rahoitusasema säilyy ennusteissamme hyvänä.

Vuosien 2025-2026 ennusteet

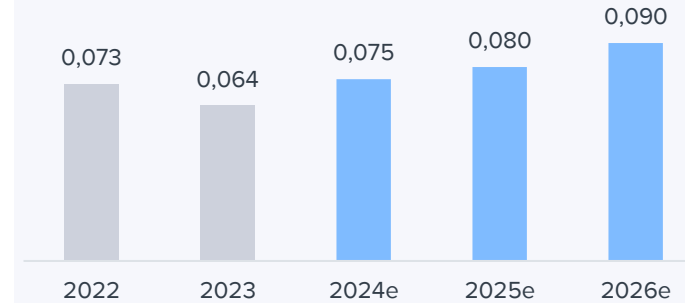
Vuoden 2025 ennusteissamme odotamme taloudellisen aktiviteetin vahvistumisen kääntävän orgaanisen kasvun 3 %:iin, mikä heijastelee etenkin yksityisen sektorin investointiaktiiviteetin kohentumista. Siten odotamme vuoden 2025 liikevaihdon kohoavan reiluun 79 MEUR:oon.

Inflaation rauhoittumisen myötä emme odota kustannusrakenteen nousun poikkeavan olennaisesti tavanomaisesta palkkainflaation tahdista. Siten odotamme yhtiön pitävän EBITA-kannattavuutensa melko vakaana ja hyvällä tasolla 10,6 %:ssa myös vuonna 2025. Tämä vastaa 8,4 MEUR:n EBITAa.

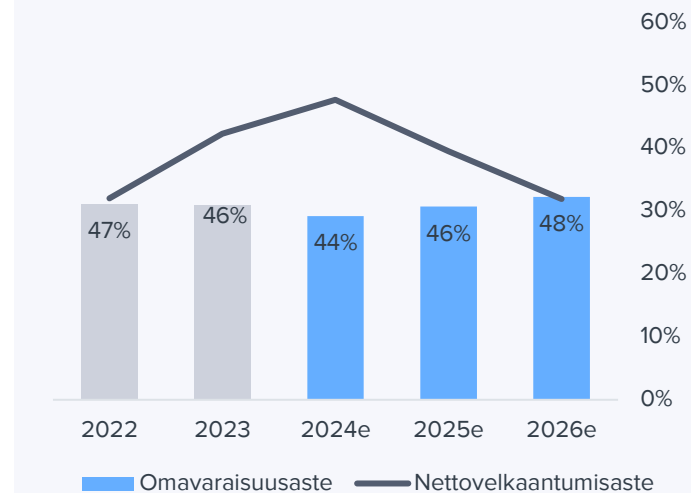
Odotamme kohonneen korkotason heijastuvan edelleen vuoden 2025 nettorahoituskustannuksiin ja siten odotamme nettorahoituskustannuksien ja veroasteen säilyvän vakaana ensi vuonna. Tätä peilaten odotamme vuoden 2025 osakekohtaisen tuloksen kohoavan 0,32 euroon pientä operatiivista tuloskasvua mukailen. Tästä odotamme yhtiön maksavan lievästi kohoavan 0,08 euron osakekohtaisen osingon.

Edelleen kohtuullista talouskasvukuvaa mukailen odotamme vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 2,5 % reiluun 81 MEUR:oon. Edelleen jokseenkin vakaata kannattavuuskehitystä mukailen odotamme vuoden 2026 EBITA-marginaalin asettuvan 10,4 %:iin, mikä vastaa 8,5 MEUR:n EBITAa. Huomioitavaa on, että yhtiön tavanomainen yritysoston kauppanekeanismi sisältää mahdollisia lisäkauppanekeanismeja, jotka tavanomaisesti on linkitetty ostettujen liiketoimintojen kasvuun ja kannattavuuteen. Lähivuosien ennusteemme ei nojaa näiden realisoitumiseen. Suhteellisen vakaata operatiivista tuloskehitystä ja tavanomaisia nettorahoituskuluja ja veroja mukailen odotamme vuoden 2026 osakekohtaisen tuloksen säilyvän vakaana 0,32 eurossa, mistä odotamme maksettavan 0,09

Osakekohtainen osinko



Taseaseman kehitys



Lähde: Inderes

* Laskettu listautumisannin jälkeisellä osakemäärällä

Ennusteet 3/3

euron osakekohtasein osingon.

Ennusteemme eivät sisällä epäorgaanista kasvua, sillä sen ennustaminen järkevällä tarkkuudella on käytännössä mahdotonta. Siten ennusteissamme yhtiön tase ja rahoitusasema jatkavat vahvistumista tuloskehitystä ja kassavirran kertymistä peilaten vuosina 2025 ja 2026. Arviomme mukaan yhtiöltä voidaan odottaa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä epäorgaanisen kasvun jatkamista, minkä takia toteutunut liikevaihdon ja tuloksen kasvu tulee todennäköisesti eroamaan ennustetusta kasvusta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan lievästi odotettua talouskasvua ripeämmin, kun vuosien 2027-2033 liikevaihdon kasvun ennusteemme ovat 2,0-2,5 %:ssa. Vastaavasti keskipitkän ja

pitkän aikavälin EBITA-kannattavuusennusteemme keskimäärin 11 %:ssa, mitkä heijastelevat arviotamme liiketoimintamallin pidemmän aikavälin kannattavuuspotentiaalista ja ovat karkeasti linjassa toimialan yleisen kannattavuustason kanssa.

Ennustemuutokset

Emme ole tehneet raportin yhteydessä ennusteisiimme olennaisia muutoksia. Lähivuosien ennustemuutokset (ao. taulukko) heijastelevat käytännössä marginaalisia viilauksia kustannusrakenteen ennusteissamme ja tekemiämme pieniä muutoksia poistojen ennusteisiimme.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	77,1	77,1	0 %	79,4	79,4	0 %	81,4	81,4	0 %
Käyttökate	8,4	8,5	0 %	9,0	9,0	1 %	9,0	9,0	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,9	4,9	0 %	5,3	5,2	0 %	5,3	5,3	0 %
Liikevoitto	4,9	4,9	0 %	5,3	5,2	0 %	5,3	5,3	0 %
Tulos ennen veroja	3,7	3,7	0 %	4,1	4,0	0 %	4,2	4,2	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,29	0,29	0 %	0,32	0,32	0 %	0,33	0,32	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,075	0,075	0 %	0,08	0,08	0 %	0,09	0,09	0 %

Lähde: Inderes

Ennusteet

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	62,8	33,2	32,8	66,0	38,1	39,0	77,1	79,4	81,4	83,0
Konserni	62,8	33,2	32,8	66,0	38,1	39,0	77,1	79,4	81,4	83,0
Käyttökate	8,2	4,0	3,9	8,0	3,9	4,6	8,5	9,0	9,0	8,9
Poistot ja arvonalennukset	-3,1	-1,5	-1,6	-3,1	-1,8	-1,8	-3,6	-3,8	-3,7	-3,5
Liikevoitto	5,1	2,5	2,4	4,8	2,1	2,8	4,9	5,2	5,3	5,4
EBITA	7,2	3,5	3,5	7,0	3,6	4,3	7,9	8,4	8,5	8,6
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-0,6	-0,6	-1,2	-1,2	-1,1	-0,9
Tulos ennen veroja	4,6	2,0	1,9	3,9	1,5	2,2	3,7	4,0	4,2	4,5
Verot	-1,0	-0,5	-0,2	-0,7	-0,3	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,4	1,5	1,7	3,2	1,2	1,7	2,9	3,2	3,2	3,5
EPS (oikaistu)	0,35	0,15	0,17	0,32	0,12	0,17	0,29	0,32	0,32	0,35
EPS (raportoitu)	0,35	0,15	0,17	0,32	0,12	0,17	0,29	0,32	0,32	0,35
Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	40,6 %	1,9 %	8,5 %	5,1 %	14,7 %	18,9 %	16,8 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %
Käyttökate-%	13,0 %	12,1 %	12,0 %	12,1 %	10,2 %	11,8 %	11,0 %	11,4 %	11,1 %	10,7 %
EBITA-%	11,5 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %	9,6 %	11,1 %	10,2 %	10,6 %	10,4 %	10,4 %
Nettotulos-%	5,4 %	4,5 %	5,0 %	4,8 %	3,1 %	4,4 %	3,7 %	4,0 %	4,0 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Arvostuksen perusta

Hinnoittelimme Solwersia tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita vertaamme myös verrokkiryhmän arvostukseen. Suosimme arvomäärityksessä EV/EBIT- ja P/E-kertoimia. EV-pohjaisten kertoimien käyttöä puoltaa taserakenteen huomioiminen, mutta konsernirakenteen vähemmistöjen takia operatiivinen tulos ei valu täysimääräisesti Solwersin osakkeenomistajille. Tämä taas puoltaa P/E-pohjaisten arvostuskertoimien käyttöä, joskin viime vuosina vähemmistöjen osuus on ollut hyvin pieni. Tulospohjaisen arvostuksen lisäksi tukeudumme myös kassavirtamalliin. Kokonaistuotto-odotuksessa osingon rooli on yhtiön voitonjakopolitiikkaa ja pääoman allokoinnin strategiaa peilaten pieni.

Lähivuosien absoluuttiset arvostuskertoimet ovat maltillisia

Solwersin ennusteidemme mukaiset vuosien 2024 ja 2025 oikaistut P/E-kertoimet ovat 13x ja 12x. Vastaavat taserakenteen huomioivat oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 11x. Mielestämme nämä lähivuosien tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena maltilliset, etenkin kun huomioidaan taseessa epäorgaaniseen ja siten myös tuloskasvuun allokoitavissa olevat varat. Osakkeen arvostuksessa onkin mielestämme selvää nousuvaraa.

Suhteellinen arvostuskuva on myös maltillinen

Laatimme verrokkiryhmä koostuu liiketoimintamalliltaan vastaavanlaisista yhtiöistä,

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

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

Verrokkiryhmän vuosien 2024 ja 2025 mediaani P/E-kertoimet ovat 17x ja 13x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x ja 8x. Sovellamme verrokkiarvostusta käyttökatekerrointa, sillä erilaiset poistokäytännöt voivat vääristää liikevoittopohjaisia kertoimia. Tulospohjaisilla

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,70	3,70	3,70
Osakemäärä, milj. kpl	10	10	10
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	58	55	52
P/E (oik.)	12,9	11,7	11,4
P/E	12,9	11,7	11,4
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,8	6,1	5,8
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,5	9,9
Osinko/tulos (%)	26,1 %	25,4 %	27,7 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,2 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/2

arvostuskertoimilla Solwers arvostetaan noin 20 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihinsa. Suhteellinen arvostus on myös volyymipohjaisella EV/S-kertoimella noin 30 %:n alennuksella, vaikka yhtiöiden kannattavuustasot ja -potentiaalit ovat samalla tasolla.

Solwersin selvästi verrokkeja pienempi koko ja lyhyempi historia puoltaisi alennusta suhteessa verrokkeihin, mutta yhtiön historiallinen kehitys ja liiketoimintaportfolion hajautuneisuus huomioiden pidämme perusteltuna arvottaa yhtiö linjaan toimialaverrokkien kanssa. Näkemyksemme mukaan verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti järkevällä tasolla kokonaisuudessaan suhteellinen arvostus mielestämme indikoikin osakkeelle nousuvaraa.

Kassavirtamalli

Näkemyksemme mukaan kassavirtamalli soveltuu hyvin Solwersin liiketoiminnan arvonmäärittämiseen, joskin huomioitavaa on, ettei se huomioi potentiaalista arvonluontia epäorgaanisella kasvulla. Kassavirtamallimme nojaa keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiimme ja terminaalijakson liikevaihdon kasvun ennuste on 2 % ja vastaava liikevoittomarginaalin ennuste on 8,5 %. Kassavirtamallissamme oman pääoman kustannus on 9,7 % ja vastaavasti pääoman kustannus (WACC-%) on 8,5 %. Näillä oletuksilla kassavirtamallimme indikoima osakkeen arvo on 50 MEUR tai 5,0 euroa osakkeelta. Mallin arvosta 60 % muodostuu terminaalista, mikä on

mielestämme hyväksyttävä taso.

Lähivuosien tuotto-odotus

Olemme haarukoineet lähivuosien tuotto-odotusta ennustettuun orgaaniseen liikevaihdon kasvuun ja kannattavuusennusteisiimme pohjautuen. Ennusteidemme mukainen vuosien 2023-2026 orgaaninen tuloskasvu jää matalalle tasolle, sillä odotamme markkinakasvun olevan lähivuosina verikkaista, eikä kannattavuudessa ole arviomme mukaan olennaista nousuvaraa. Pientä tukea tuotto-odotus saa lähivuosien ennusteidemme mukaisesta noin 2 %:n keskimääräisestä osinkotuotosta. Selvästi suurin tuotto-odotuksen ajuri on kuitenkin mielestämme arvostuksen nousuvara. Konsernin liiketoimintamallin mukaisesti lähivuosina ja jo 12 kuukauden ajanjaksolla todennäköisenä pitämämme yritysostot tulevat pitkälti ohjaamaan sijoittajan tuotto-odotusta. Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyinen rahoitusasema antaa hyvät edellytykset luoda arvoa yritysjärjestelyillä. Sijoittajille tämän tulisi näyttäytyä tehostuneena taseen pääomien käyttönä ja korkeampana sijoitetun pääoman tuottona.

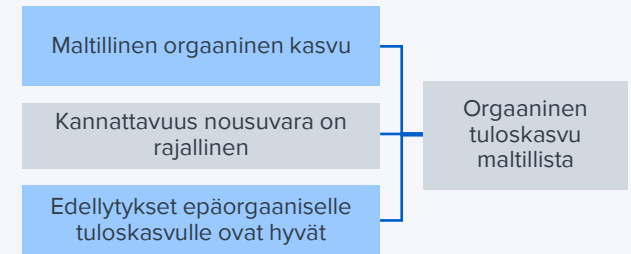
Yhteenveto

Eri arvonmääritysmenetelmien kautta arvioituna pidämme Solwersin osakkeen nykyistä arvostusta varsin maltillisena ja näemme siinä selkeää nousuvaraa. Näiden menetelmien pohjalta arvioituna olemme haarukoineet osakkeelle 4,5-5,5 euron osakekohtaisen käyvän arvon.

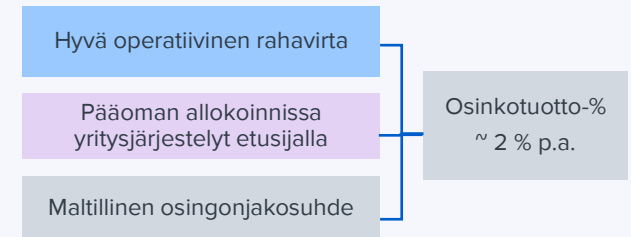
Osaketuoton ajurit 2023-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

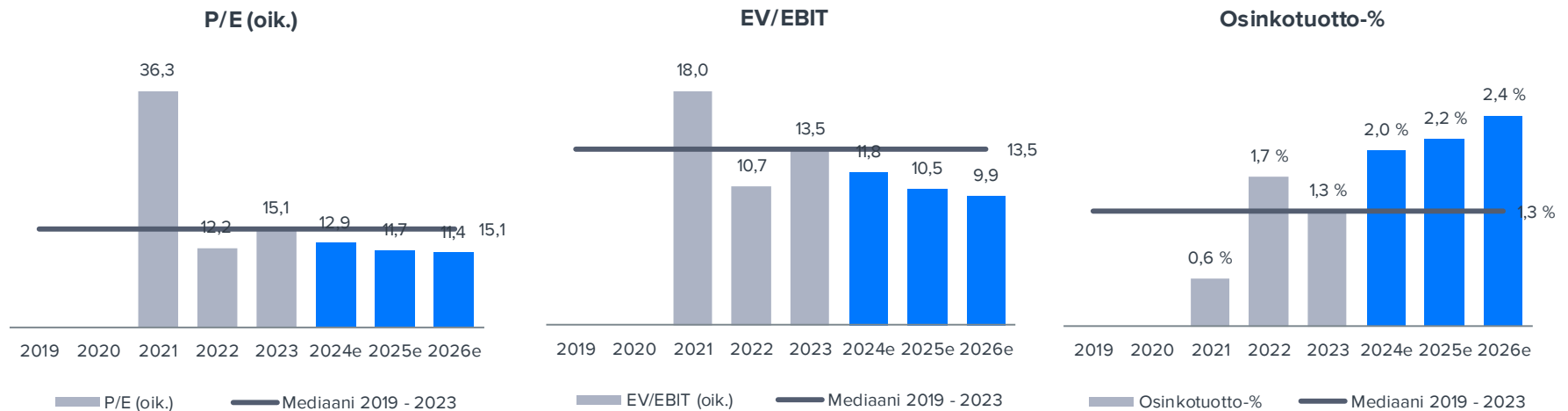


Osakkeen tuotto/riski-suhde on erittäin hyvä

Arvostus

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi			7,20	4,22	4,82	3,70	3,70	3,70	3,70
Osakemäärä, milj. kpl			7,24	9,83	9,9	10	10	10	10
Markkina-arvo			52	41	48	37,0	37,0	37,0	37,0
Yritysarvo (EV)			61	54	66	57,5	55,0	52,4	49,9
P/E (oik.)			36,3	12,2	15,1	12,9	11,7	11,4	10,6
P/E			36,3	12,2	15,1	12,9	11,7	11,4	10,6
P/B			1,7	1,1	1,2	0,9	0,8	0,8	0,8
P/S			1,2	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto			1,4	0,9	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)			11,0	6,7	8,2	6,8	6,1	5,8	5,6
EV/EBIT (oik.)			18,0	10,7	13,5	11,8	10,5	9,9	9,2
Osinko/tulos (%)			20,2 %	21,1 %	20,1 %	26,1 %	25,4 %	27,7 %	28,5 %
Osinkotuotto-%			0,6 %	1,7 %	1,3 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %	2,7 %

Lähde: Inderes



Sijoitusprofiili

Kasvuyhtiö hyvällä kannattavuudella

Sijoitusprofiililtaan Solwers profiloituu kasvuyhtiöksi, sillä vaikka kokonaismarkkina kasvaa arviomme mukaan hieman talouden kasvuvauhtia nopeammin, on yhtiön kasvutavoite selvästi markkinan odotettua kasvua korkeampi. Näin ollen yhtiön voi odottaa jatkavan reipasta kasvua markkinakasvun sekä etenkin epäorgaanisen kasvun yhdistelmällä. Rahoitusasemansa ja liiketoiminnan kassavirran turvin yhtiöllä on arviomme mukaan hyvät edellytykset jatkaa epäorgaanisen kasvustrategian toteuttamista.

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

Arvoajurit ja vahvuudet

Näkemyksemme mukaan Solwersin merkittävimmät arvoajurit ja vahvuudet ovat:

Hyvän rahoitusaseman ja tehokkaan yritysostoprosessin ansiosta yhtiöllä on varsin hyvä edellytykset jatkaa kasvua. Yhtiö myös tyypillisesti keskittyy yritysostoissa kannattavuutensa todistaneisiin ja vakiintuneisiin usean vuoden historian omaaviin yrityksiin, minkä ansiosta yritysostostrategia ei arviomme mukaan vaaranna kannattavuustavoitetta, joskin yksittäisiä transaktioita on arvioitava aina tapauskohtaisesti.

Yritysostoilla tällä toimialalla on myös hyvät arvonluontiedellytykset, mikäli yhtiö onnistuu jatkamaan pienempien kohteiden ostoa maltillisilla arvostuskertoimilla (ts. korkea sijoitetun pääoman tuotto).

Pienen **kokoluokan** myötä Solwers yhtiöillä on vakiintuneet asiakassuhteet paikallisesti ja hyvä markkinan tuntemus. Solwersilla oli vuoden 2023 lopussa käynnissä 3500 toimeksiantoa, minkä ansiosta sen toimeksiannot muodostuvat pienistä kokonaisuuksista. Näkemyksemme mukaan suuren ja hajautuneeseen **toimeksiantojen määrään** liittyvä riskitaso on keskittynyttä kantaa maltillisempi.

Liiketoimintamalli on pääomakevyt, sillä se ei edellytä olennaisia investointeja käyttöomaisuuteen eikä se sido oleellisesti nettokäyttöpääomaa. Tämä antaa hyvät edellytykset tuottovaadetta korkeamman sijoitetun pääoman tuotolle (ts. arvonluonnille) ja antaa myös edellytykset allokoida liiketoiminnan tuottamaa rahavirtaa epäorgaaniseen kasvuun.

Riskit

Näkemyksemme mukaan Solwersin suurimmat heikkoudet ja riskit ovat:

Kohdemarkkinan syklistisyys ja kysynnän vaihtelu ovat kasvustrategian toteuttamiselle ja tuloskasvulle riski. Keskeisiä kysynnän ajureita ovat investoinnit ja rakentaminen, jotka ovat syklisiä. Tämän vaikutusta kuitenkin tasapainottaa korjaus- ja infrarakentaminen, jotka ovat vähemmän alttiita taloussuhdanteille ja kysynnän

vaihtelulle.

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

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

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

Sijoitusprofiili

1.

Voimakas kasvuhakuisuus ja tehokas yritystostoprosessi

2.

Suhdannevaihteluja tasaava liiketoimintaportfolio ja hyvä kannattavuus

3.

Liiketoiminnan matala pääomatarve antaa edellytykset arvonluonnille orgaanisesti ja epäorgaanisesti

4.

Epäorgaaniseen kasvuun ja henkilöstösidonnaisuuteen liittyvät riskit

5.

Laskutusasteen hallinta avainasemassa

Potentiaali



- Maltillista orgaanista ja kannattavaa kasvua ydinliiketoiminnassa
- Tehokas ja vakiintunut yritystostoprosessi vauhdittaa liiketoiminnan kasvua
- Matala investointitarve ja hyvä kassavirta mahdollistavat arvonluonnin ja pääoman allokoinnin yritystostoihin
- Vakiintuneet asiakassuhteet ja suuri pienten toimeksiantojen määrä

Riskit



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

Vertailuryhmä

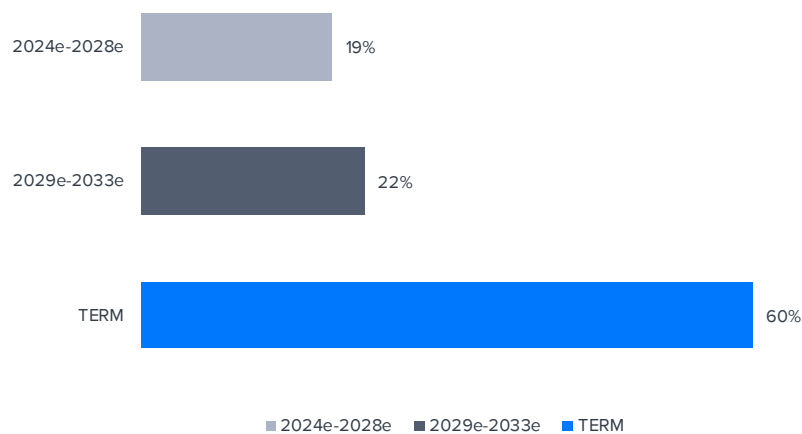
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Sitowise	104	187	24,9	11,3	7,6	6,8	0,9	0,9	16,5	11,3	2,3	3,3	0,8
Sweco AB	3895	4369	17,9	15,9	13,0	11,9	1,7	1,6	21,8	19,0	2,4	2,7	4,0
Afry AB	1801	2376	13,7	11,9	9,3	8,4	1,0	1,0	15,5	12,8	3,4	3,8	1,6
Rejlers AB	288	337	13,4	11,9	7,9	7,2	0,9	0,9	14,6	12,7	3,2	3,8	1,8
WSP Global	18564	21350	31,3	24,5	14,8	13,5	2,7	2,5	27,6	24,4	0,7	0,7	4,0
Etteplan	345	416	18,4	12,0	8,3	7,5	1,1	1,0	15,1	13,2	2,9	3,6	2,7
Arcadis NV	5494	6357	15,7	13,6	11,6	10,3	1,4	1,3	19,8	16,6	1,7	2,0	4,2
Solwers (Inderes)	37	58	11,8	10,5	6,8	6,1	0,7	0,7	12,9	11,7	2,0	2,2	0,9
Keskiarvo			19,3	14,4	10,4	9,4	1,4	1,3	18,7	15,7	2,4	2,8	2,7
Mediaani			17,9	12,0	9,3	8,4	1,1	1,0	16,5	13,2	2,4	3,3	2,7
Erotus-% vrt. mediaani			-34 %	-13 %	-27 %	-28 %	-30 %	-33 %	-22 %	-11 %	-16 %	-34 %	-67 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Kassavirtamalli

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	16,8 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,3 %	6,3 %	6,6 %	6,5 %	6,5 %	7,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	4,8	4,9	5,2	5,3	5,4	6,4	7,4	7,5	7,7	7,8	8,0	
+ Kokonaispoistot	3,1	3,6	3,8	3,7	3,5	3,4	3,5	3,5	3,7	3,6	3,7	
- Maksetut verot	-0,9	0,4	-0,9	-0,9	-1,0	-1,2	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,0	-6,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	5,9	2,2	7,4	7,5	7,4	7,9	8,9	9,1	9,3	9,4	9,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,5	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-8,5	-5,5	-3,2	-3,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,1	-0,5	4,2	4,3	4,0	4,4	5,3	5,4	5,6	5,6	5,7	
+/- 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	-3,1	-0,5	4,2	4,3	4,0	4,4	5,3	5,4	5,6	5,6	5,7	89,0
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,5	3,7	3,4	3,0	3,0	3,3	3,1	3,0	2,7	2,6	40,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		67,8	68,3	64,6	61,2	58,2	55,2	51,8	48,7	45,7	43,0	40,4
Velaton arvo DCF		67,8										
- Korolliset velat		-33										
+ Rahavarat		16,0										
-Vähemmistöosuus		-0,5										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		50										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,0										

Rahavirran jakauma jaksoittain



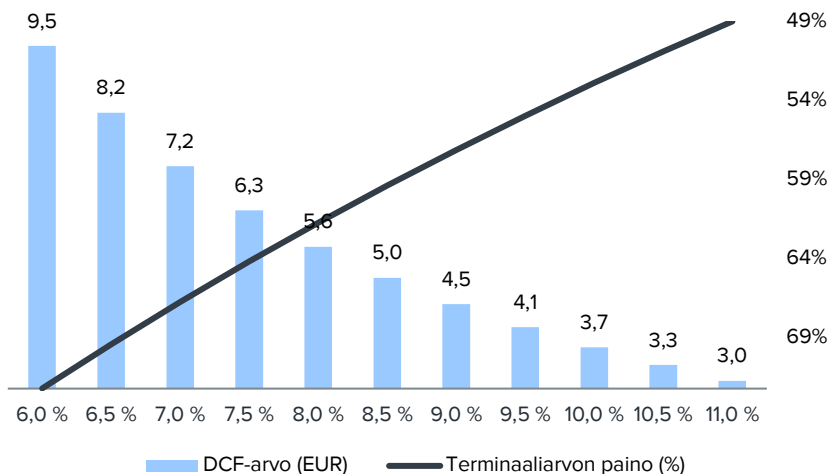
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

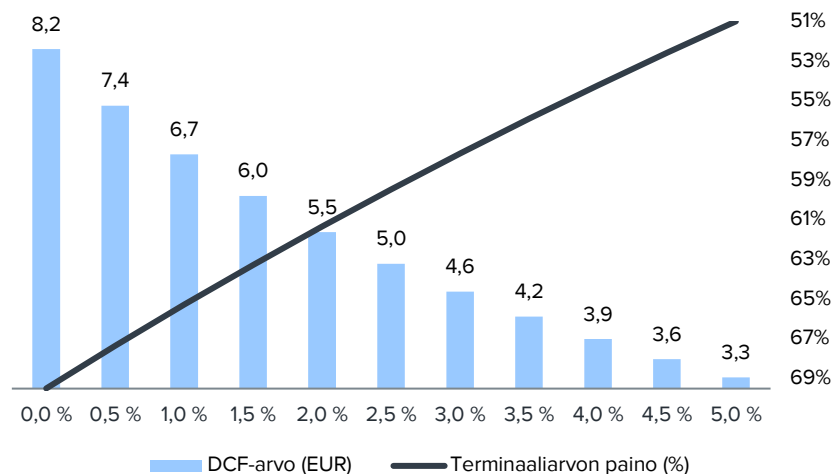
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

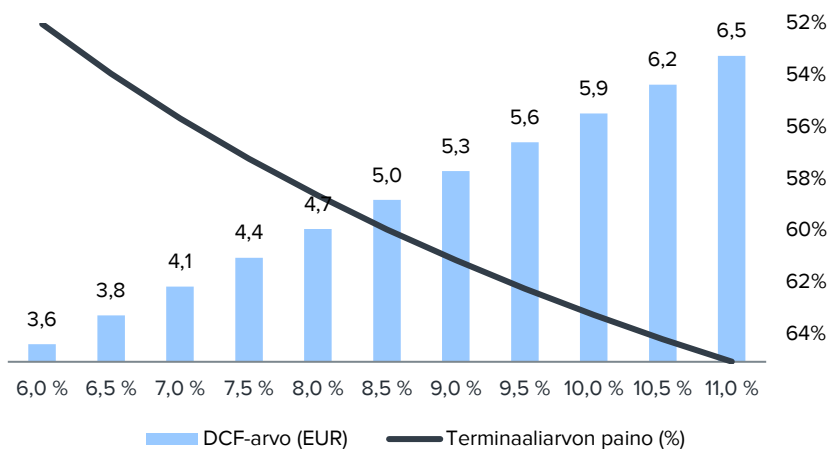
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



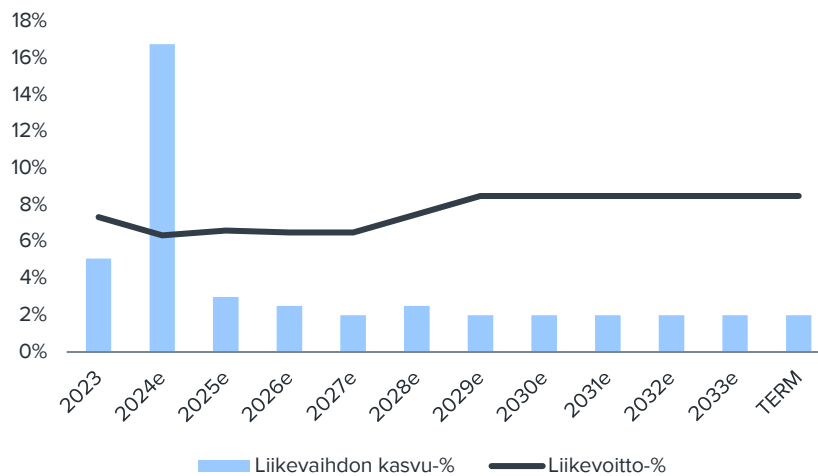
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	49	55	55	55	54
Liikearvo	37,8	42,0	42,2	42,2	42,2
Aineettomat hyödykkeet	1,3	1,0	3,4	3,4	3,5
Käyttöomaisuus	5,7	7,3	6,5	5,9	5,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Muut pitkäaikaiset varat	1,5	1,3	1,4	1,4	1,4
Laskennalliset verosaamiset	0,9	1,2	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	33	32	40	41	42
Vaihto-omaisuus	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Muut lyhytaikaiset varat	4,7	5,3	5,3	5,3	5,3
Myyntisaamiset	9,3	10,9	19,3	19,8	20,3
Likvidit varat	18,5	16,0	15,4	15,9	16,3
Taseen loppusumma	82	87	96	96	96

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	38	40	42	44	47
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	0,6	2,4	4,6	7,0	9,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	35,9	36,5	36	36	36
Vähemmistöosuus	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Pitkäaikaiset velat	28	29	28	27	23
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	27,2	28,3	25,0	24,0	20,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,8	0,3	3,0	3,0	3,0
Lyhytaikaiset velat	16	18	26	25	27
Korolliset velat	3,4	4,7	10,4	9,3	11,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	1,9	3,9	4,0	4,1
Muut lyhytaikaiset velat	10,2	11,4	11,4	11,4	11,4
Taseen loppusumma	82	87	96	96	96

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	44,7	62,8	66,0	77,1	79,4	EPS (raportoitu)	0,20	0,35	0,32	0,29	0,32
Käyttökate	5,5	8,2	8,0	8,5	9,0	EPS (oikaistu)	0,20	0,35	0,32	0,29	0,32
Liikevoitto	3,4	5,1	4,8	4,9	5,2	Operat. kassavirta / osake	0,76	0,39	0,59	0,22	0,74
Voitto ennen veroja	2,1	4,6	3,9	3,7	4,0	Vapaa kassavirta / osake	-1,85	-0,71	-0,32	-0,05	0,42
Nettovoitto	1,4	3,4	3,2	2,9	3,2	Omapääoma / osake	4,32	3,81	4,02	4,12	4,36
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake		0,07	0,06	0,08	0,08
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	70,3	81,7	87,0	95,5	96,0	Liikevaihdon kasvu-%	37 %	41 %	5 %	17 %	3 %
Oma pääoma	31,9	38,1	40,4	41,8	44,2	Käyttökateen kasvu-%	11 %	48 %	-2 %	7 %	6 %
Liikearvo	16,6	37,8	42,0	42,2	42,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-5 %	51 %	-5 %	1 %	7 %
Nettovelat	7,5	12,2	17,1	20,0	17,5	EPS oik. kasvu-%	-98 %	74 %	-8 %	-10 %	10 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	12,3 %	13,0 %	12,1 %	11,0 %	11,4 %
Käyttökate	5,5	8,2	8,0	8,5	9,0	Oik. Liikevoitto-%	7,5 %	8,1 %	7,3 %	6,3 %	6,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,3	-2,9	-1,0	-6,4	-0,5	Liikevoitto-%	7,5 %	8,1 %	7,3 %	6,3 %	6,6 %
Operatiivinen kassavirta	5,5	3,8	5,9	2,2	7,4	ROE-%	6,9 %	9,9 %	8,2 %	7,1 %	7,4 %
Investoinnit	-21,8	-7,6	-8,5	-5,5	-3,2	ROI-%	8,3 %	8,4 %	6,8 %	6,5 %	6,8 %
Vapaa kassavirta	-13,4	-7,0	-3,1	-0,5	4,2	Omavaraisuusaste	45,4 %	46,6 %	46,4 %	43,8 %	46,1 %
						Nettovelkaantumisaste	23,6 %	32,0 %	42,3 %	47,7 %	39,5 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,4	0,9	1,0	0,7	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	11,0	6,7	8,2	6,8	6,1						
EV/EBIT (oik.)	18,0	10,7	13,5	11,8	10,5						
P/E (oik.)	36,3	12,2	15,1	12,9	11,7						
P/B	1,7	1,1	1,2	0,9	0,8						
Osinkotuotto-%	0,6 %	1,7 %	1,3 %	2,0 %	2,2 %						

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 (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.6.2021	Vähennä	8,20 €	8,35 €
16.9.2021	Lisää	8,20 €	7,40 €
3.11.2021	Lisää	8,60 €	7,34 €
1.12.2021	Lisää	9,00 €	7,90 €
9.3.2022	Lisää	8,00 €	7,20 €
16.3.2022	Vähennä	7,00 €	6,97 €
16.9.2022	Vähennä	5,50 €	5,34 €
25.1.2023	Osta	5,50 €	4,39 €
1.3.2023	Lisää	6,00 €	5,36 €
1.9.2023	Lisää	5,00 €	4,32 €
15.9.2023	Osta	5,00 €	4,06 €
30.1.2024	Lisää	5,00 €	4,60 €
11.3.2024	Lisää	5,00 €	4,24 €
14.5.2024	Osta	5,00 €	3,70 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**