

Solwers

Laaja raportti

24.1.2023 18:47



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Asiantuntijapalveluyhtiöiden konsolidaattori

Solwers on asiantuntijapalveluyhtiöiden muodostama konserni, joka pyrkii luomaan arvoa konsolidoimalla toimialaa. Laskeneiden arvostustasojen ja vahvan rahoitusaseman myötä arvioimme epäorgaanisen kasvun arvonluontimahdollisuudet olevan hyvät. Osakkeen arvostus on näkemyksemme mukaan varsin maltillinen, mitä heijastellen pidämme riski/tuotto-suhdetta tällä hetkellä erittäin hyvänä. Toistamme Solwersin 5,50 euron tavoitehinnan ja nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. vähennä) kurssilaskun myötä.

Asiantuntijayritysten muodostama konserni

Solwers on vuonna 2017 perustettu teknisen konsultoinnin ja suunnittelun asiantuntijayritysten muodostama konserni, joka omistaa 23 tytäryritystä Suomessa ja Ruotsissa. Solwers-yhtiöiden asiantuntijapalvelut kattavat laaja-alaisesti hankkeiden elinkaaren eri vaiheet aina suunnittelusta ja kartoituksesta projektinaikaisiin ja niiden valmistumisen jälkeisiin asiantuntijatehtäviin. Solwersilla on toimialallaan epätavallinen liiketoimintamalli, sillä konserniin yritysostoilla hankittavia tytäryrityksiä ei integroida, vaan ne jatkavat omilla brändeillään myös omistajanvaihdoksen jälkeen. Konserniyhtiöiden kehittämiseen ja johtamiseen konsernijohto kuitenkin osallistuu. Liiketoimintamallinsa ansiosta Solwers on onnistunut toteuttamaan lyhyen historiansa aikana ripeään kasvuun tähtäävää epäorgaanisen kasvun strategiaansa hyvin tuloksin.

Odotamme kasvun jatkuvan epäorgaanisin keinoin

Arviomme mukaan yhtiön kohdemarkkina, liiketoiminnan matala pääomavaltaisuus sekä hyvä kannattavuus yhdessä tehokkaan yritysostoprosessin kanssa mahdollistavat ripeän ja taloudellisten tavoitteiden mukaisen yli 20 %:n vuotuisen kasvuvauhdin saavuttamisen. Lähivuosien ennusteissamme odotamme liikevaihdon orgaanisen kehityksen olevan melko vakaata, eikä yhtiön kannattavuudessa ole alan toimijoiden kannattavuustasojen pohjalta arvioituna olennaista nousuvaraa. Odotammekin yhtiön operatiivisen tuloskehityksen olevan lähivuosina melko vakaata. Siten lähivuosien tuloskasvu muodostuu arviomme mukaan pääosin epäorgaanisesta kasvusta, jonka osalta odotamme yhtiön olevan aktiivinen seuraavan vuoden tähtäimellä. Vahvan rahoitusaseman ansiosta edellytykset jatkaa arvonluontia epäorgaanisella kasvulla ovat mielestämme hyvät ja tätä tukee edelleen yleisesti laskeneet arvostustasot. Yritysostostrategian keskeisimpinä riskeinä pidämme henkilöstöintensiivisille liiketoiminnalle tyypillisiä henkilöriskejä, kasvun hallitsemiseen liittyviä potentiaalisia haasteita sekä yritysostokohteiden laadullisista kriteereistä ja maltillisista arvostustasoista lipsumista.

Arvostus on maltillinen ja siinä on mielestämme selkeää nousuvaraa

Ennusteidemme mukaiset vuosien 2022-2023 P/E-kertoimet ovat 13x ja 16x ja vastaavat taserakenteen huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 10x. Absoluuttisesti tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat mielestämme varsin maltilliset, etenkin kun huomioidaan 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 (5,5e/osake). Tuotto-odotus muodostuu näkemyksemme mukaan pääosin arvostuksen nousuvarasta, kun taas ennustamamme maltillisen osinkotuoton (~ 2 % p.a.) rooli on pieni. Näiden lisäksi arvioimme yritysjärjestelyiden ohjaavan seuraavan 12 kuukauden tuotto-odotusta.

Suositus

Osta
(aik. Vähennä)

5,50 EUR
(aik. 5,50 EUR)

Osakekurssi:
4,39



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	44,7	64,2	64,0	65,0
kasvu-%	37 %	44 %	0 %	2 %
EBIT oik.	3,4	5,1	5,1	5,3
EBIT-% oik.	7,5 %	8,0 %	7,9 %	8,2 %
Nettotulos	1,4	3,0	2,8	3,2
EPS (oik.)	0,20	0,33	0,28	0,33
P/E (oik.)	36,3	13,3	15,6	13,5
P/B	1,7	1,1	1,1	1,0
Osinkotuotto-%	0,6 %	1,8 %	2,1 %	2,3 %
EV/EBIT (oik.)	18,0	10,3	9,8	8,8
EV/EBITDA	11,0	6,5	6,1	5,5
EV/Liikevaihto	1,4	0,8	0,8	0,7

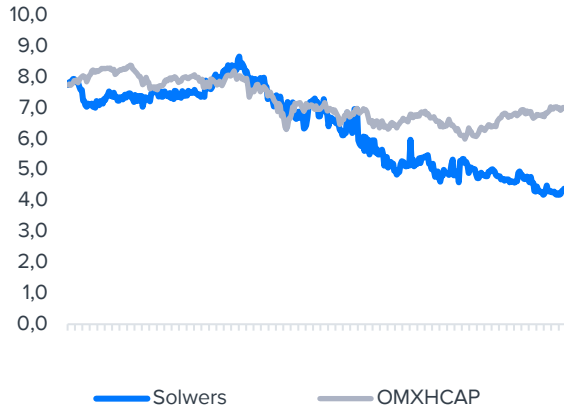
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

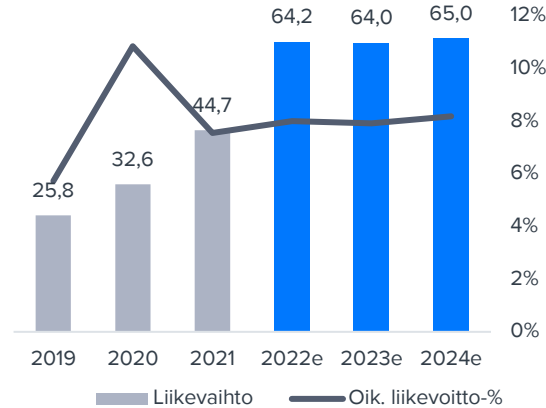
Solwers ei ole antanut numeerista ohjeistusta vuodelle 2022

Osakekurssi



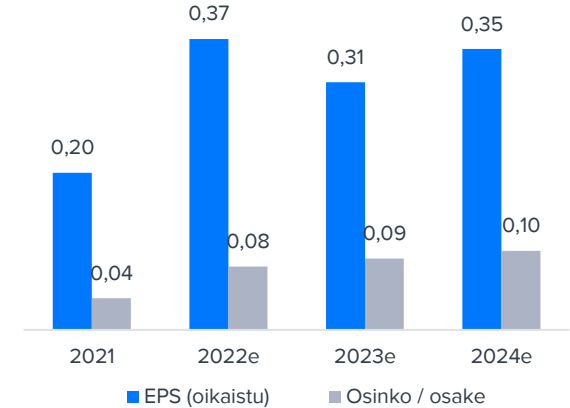
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinakasvun avittama pitkän aikavälin orgaaninen kasvu
- Hyvä kannattavuus ja kassavirtasuhde
- Edellytykset jatkaa ripeää ja arvoa luovaa epäorgaanista kasvustrategiaa ovat hyvät
- Tehokas ja ketterä yritysostoprosessi



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,39	4,39	4,39
Osakemäärä, milj. kpl	9,8	9,8	9,8
Markkina-arvo	43	43	43
Yritysarvo (EV)	53	50	47
P/E (oik.)	13,3	15,6	13,5
P/E	14,4	15,6	13,5
P/B	1,1	1,1	1,0
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,5	6,1	5,5
EV/EBIT (oik.)	10,3	9,8	8,8
Osinko/tulos (%)	26,2 %	31,9 %	30,7 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,1 %	2,3 %

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	30-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

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

23

Omalla nimellä toimivaa tytäryhtiötä

44,7 MEUR (+37 %)

Raportoitu liikevaihto 2021

4,7 MEUR (EBITA-% 10,5 %)

Raportoitu EBITA 2021

64 MEUR / 9,7 %*

Tytäryritysten konsolidoitu liikevaihto ja liikevoitto-% 2021

571

Henkilöstö vuoden 2021 lopussa

2017

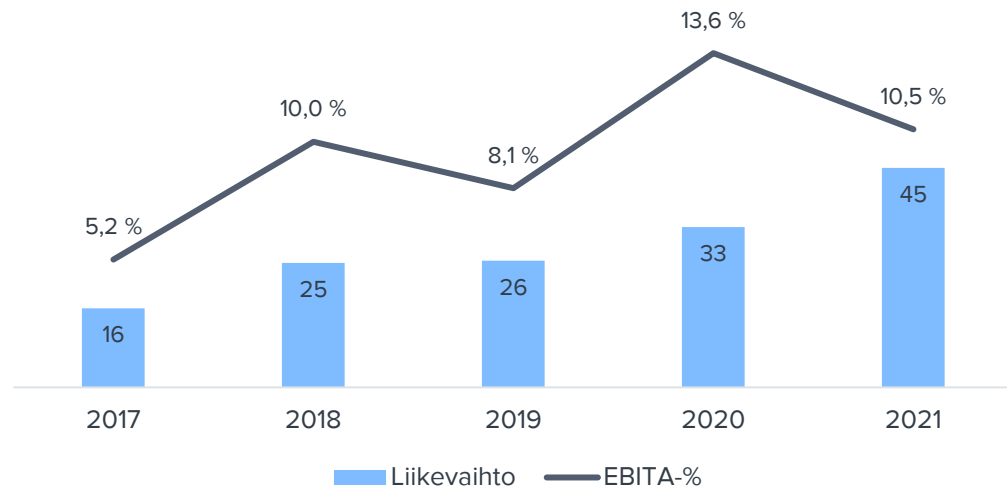
- Konserni perustettiin
- Ensimmäinen yritysosto oli Finnmap Infra, joka on toiminut alalla yli 20 vuotta
- Yhtiö kasvatti toimialajahajautusta lisäksi kuudella yrityskaupalla

2018 - 2021

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

2022-

- Kaksi toteutunutta yrityskauppaa
- Ennestään hyvää rahoitusasemaa vahvistettiin suunnatulla osakeannilla
- Aktiviteetti yritysostorintamalla säilynee jatkossakin korkeana



Lähde: Solwers, Inderes

*Inderesin arvio tytäryhtiöiden lukujen perusteella

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 omistettut yhtiöt toimivat osaamisalueillaan omilla nimillä ja brändeillä, eikä omistettuja yhtiöitä integroida Solwers-brändiin alle. Konserni koostuu tällä hetkellä 23:sta omalla nimellä toimivasta tytäryhtiöstä, jotka toimivat Suomessa ja Ruotsissa.

Solwers-konsernin vuoden 2021 raportoitu liikevaihto oli 44,7 MEUR ja raportoitu aineettomien oikeuksien poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) oli 4,7 MEUR (EBITA-% 10,5 %). Lyhyen historiansa aikana yhtiö on toteuttanut useita yrityskauppoja, jotka huomioiva vuoden 2021 konsolidoitu liikevaihto (Inderesin arvio) oli noin 63 MEUR ja liikevoitto oli 6,1 MEUR (EBIT-% 9,7 %).

Suomessa enemmän liiketoimintaa

Tytäryhtiöistä 16 on kotimaisia toimijoita ja seitsemän yhtiötä toimii Ruotsissa. Suomen painoarvo yhtiön liiketoiminnalle on tällä hetkellä suurempi ja vuoden 2021 raportoidusta liikevaihdosta Suomen osuus oli 64 %

(konsolidoidusta liikevaihdosta 56 %), kun Ruotsin osuus oli loput 36 % (konsolidoitu 44 %). Operatiivisen tuloksen jakaumaa yhtiö ei raportoinut, mutta konsolidoidusta liikevoitosta Suomen osuus oli 40 % ja Ruotsin 60 %.

Yhtiö raportoi liikevaihdon vain konsernitasolla, joten liikevaihdon tarkemman rakenteen arviointi on haastavaa. Arviomme mukaan yhtiön liikevaihdosta hieman yli 50 % muodostuu julkiselta sektorilta ja infrastruktuuriprojekteista.

Julkisen puolen infrastruktuurihankkeet suurimmassa painossa

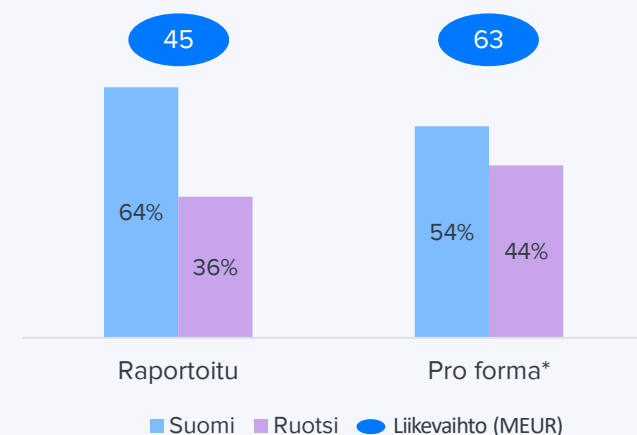
Infrastruktuurisuunnittelun ja projektinjohdon palveluihin on erikoistunut konsernissa kahdeksan yhtiötä, joista suurimmat toimijat ovat Suomessa toimiva Finnmap Infra ja Ruotsissa toimivat projektinjohdon erikoistunut Licab sekä mm. sähkö- ja automaattoratkaisujen suunnitteluun keskittynyt ELE Engineering. Näiden kolmen yhtiön osuus konsernin vuoden 2021 konsolidoidusta liikevaihdosta oli noin 35 % ja niillä työskenteli 197 henkeä, mikä vastaa noin 35 % konsernin henkilöstömäärästä (2021 lopussa 571).

Infrastruktuurisuunnittelun ja projektinjohdon yhtiöiden tyypilliset projektit ovat raidesuunnittelua, taitorakennesuunnittelua, geoteknistä suunnittelua ja maaperätutkimuksia, silta- ja tunnelisuunnittelua sekä projektinjohdopalveluja. Julkisen puolen infrastruktuurihankkeiden houkuttelevuutta kasvattaa niiden kysynnän vakaa luonne ja matalampi riippuvuus yleisestä talouskehityksestä. Arviomme mukaan näiden palveluiden osuus vuoden 2021 liikevaihdosta oli noin 54%.

SOLWERS

- Arkkitehtuuri
 - Tekninen konsultointi
 - Ympäristövaikutusten valvonta
 - Projektinjohdaminen ja -valvonta
 - Sähkö- ja automaattoratkaisujen suunnittelu
 - Kiertotalousratkaisut
 - Digitaaliset ratkaisut
-
- 16 operatiivista yritystä Suomessa
 - 7 operatiivista yritystä Ruotsissa

Liikevaihdon jakauma 2021



Lähde: Solwers, Inderes

* Konsolidoidut -luvut Inderesin arvioita tytäryhtiöiden lukujen pohjalta

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 yksi rakennesuunnitteluun erikoistunut yhtiö. LVI-suunnittelua konsernissa toteuttaa kolme yhtiötä, joista lisäksi ruotsalainen Enerwex tarjoaa mm. LVI-suunnittelua ja passiivitalojen suunnittelua. Vastaavasti esimerkiksi Falk myy projektinjohton konsultteja tilaajien projektiorganisaatioihin. Laskelmiemme mukaan arkkitehtuuri, rakenne- ja LVI-suunnittelua tekevien yhtiöiden suhteellinen osuus konsolidoidusta liikevaihdosta oli vuoden 2021 luvuin 34 %. Tämän palvelukokonaisuuden hankkeet ovat tyypillisesti yksityisen sektorin toteuttamia, mikä kasvattaa niiden riippuvuutta yleisestä talouskehityksestä. Tämän vaikutus yhtiö pyrkii tasaamaan tulevaisuudessa laajentamalla suunnittelupalvelujen valikoimaa rakentamisen eri osa-alueilla.

Digitaaliset palvelut

Konsernin digitaaliset palvelut muodostuvat värähtely- ja riskianalyysipalveluista, etävalvontaan ja ympäristömittauksiin tarjottavista digitaalisista palveluista ja taloushallinnon palveluista. Näitä palveluita konsernissa tuottaa Suomessa 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 2021 luvuin 13 % liikevaihdosta.

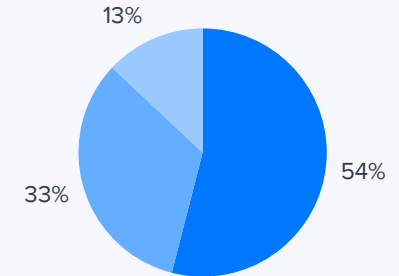
Kiertotalous

Kiertotalouden kokonaisuus on pienin palvelukokonaisuus. Se muodostuu tällä hetkellä pääasiassa käynnissä olevasta suunnitteluhankkeesta, jonka tavoitteena on luoda kiertotalouden periaatteiden mukainen asuin- ja toimistokortteli. Kiertotalous on kuitenkin tänä päivänä olennaisessa osassa valtaosaa suunnittelu- ja konsultointihankkeita.

Voimakasta epäorgaanista kasvua

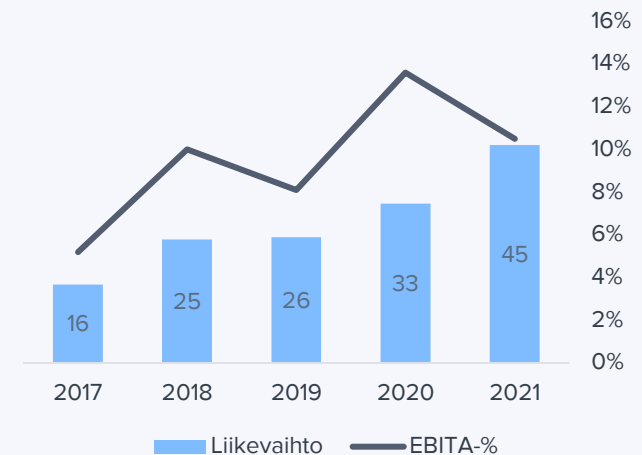
Solwers-konserni on kasvanut voimakkaasti, sillä ensimmäisellä tilikaudella (16kk) vuonna 2017 sen raportoitu liikevaihto oli 16,1 MEUR, kun taas vuoden 2021 raportoitu liikevaihto oli 44,7 MEUR. Tämä vastaa lähes 29 %:n vuositason liikevaihdon kasvua. Kasvun ajurina on arviomme mukaan toiminut pääasiassa toteutetut yrityskaupat, kun taas orgaaninen kasvu on ollut 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.

Palvelukokonaisuuksien suhteellinen osuus*



- Infrastruktuurisuunnittelu ja projektinjohto
- Arkkitehtitoimistot, rakenne- ja lvi-suunnittelu
- Digitaaliset palvelut

Historiallinen kehitys



Lähde: Solwers, Inderes
Huom. 2017 tilikausi 16kk

* Inderesin karkea arvio yksittäisten yritysten 2021 liikevaihtojen perusteella

Solwers-yhtiöt



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

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

Kasvu on ollut kannattavaa

Kasvun mukana myös yhtiön kannattavuus on noussut vuoden 2017 5 %:n (EBITA-%) tasosta vuoden 2021 raportoitujen lukujen mukaiseen 10,5 %:iin, mikä on toimialalla kiitettävä taso. Keskimäärin vuosien 2017-2021 raportoitu EBITA-marginaali on ollut 9,5 %. Ostettavan yhtiön avainhenkilö(t) ovat historiassa usein säilyttäneet pienen omistusosuuden omassa yrityksessään, millä yhtiö on pyrkinyt säilyttämään yhtenäiset intressit myyjän kanssa. Tästä johtuen osa konsernin operatiivisesta tuloksesta on kuulunut vähemmistöomistajille. Ennen listautumista Solwers lunasti useita vähemmistöomistuksia ja 2021 tilinpäätöksen mukaan se omistaa yli 90 % konserniyrityksistä pois lukien kaksi yhtiötä.

Liikevaihto muodostuu pienistä puroista

Solwers-yhtiöt toteuttivat vuonna 2021 yli 3800 toimeksiantoa, joista suurin osa oli kooltaan alle 10 TEUR. Vastaavasti yhtiön suurimmat yksittäiset projektit, jotka jaksottuvat usealle vuodelle ovat kooltaan 3-4 MEUR:n luokkaa. Siten Solwersin konsernirakennetta ja sen omistamien yhtiöiden kokoluokkaa pelilaten konsernin asiakaskunta on

arviomme mukaan hyvin hajautunut.

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

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

Projekti- ja tuntihinnoittelua

Solwersin liikevaihto muodostuu sekä projektihinnoittelusta että tuntilaskutuksesta, jonka osalta yhtiön johto on arvioinut, että reilu 2/3 on tuntityötä ja loput projektihinnoittelua. 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

Rakentamisen konsulttitoiminnalle on myös ominaista, että rakentamisen voimakkaimman kasvuvaiheen päättyessä seuraavia hankkeita suunnitellaan jo hyvissä ajoin seuraavaa nousukautta varten.

Kustannusrakenne koostuu valtaosin henkilöstökustannuksista

Solwersilla on henkilöstösidonnaiselle palveluyhtiölle tyypillinen kustannusrakenne, jonka suurin erä on henkilöstökulut. Vuosien 2019-2021 aikana henkilöstökustannukset ovat olleet 59-61 % 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.

Toiseksi suurin kustannuserä selvällä erolla henkilöstökustannuksiin on materiaalit ja palvelut, joka on ollut vastaavalla kolmen vuoden tarkastelujaksolla 14-17 % 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 yhtiöillä ei ole tarvittavaa hankkeen edellyttämää osaamista. Tästä johtuen alihankintapalveluiden kustannusten skaalautuvuus on matala.

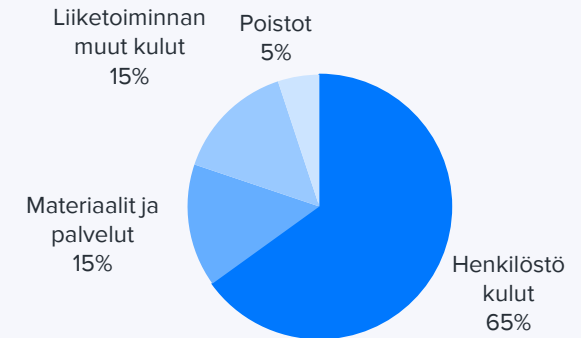
Pienin kustannuserä on liiketoiminnan muut kulut, joka muodostuu pääosin ICT-kuluista ja tavanomaisista hallinnollisista kuluista. Muut kulut ovat olleet vuosina 2019-2021 11-14 % suhteessa liikevaihtoon. Palveluyhtiöllä liiketoiminnan muissa kuluissa on tavanomaisesti maltillista skaalautuvuutta. Solwersilla 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

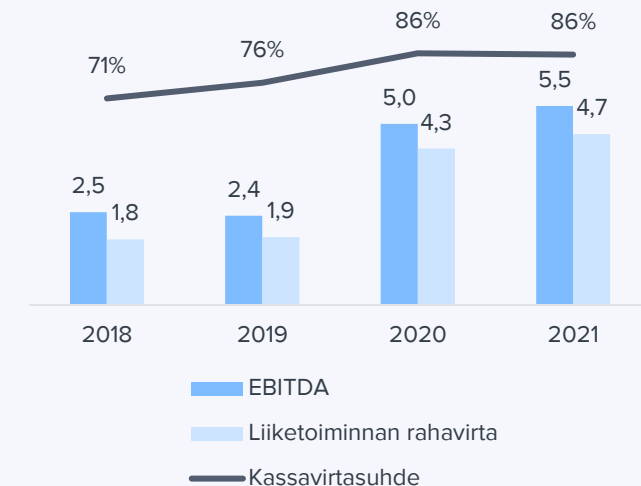
Solwersin liiketoiminnalla ei sido olennaisesti käyttöpääomaa, sillä vuosina 2018-2021 käyttöpääoma/liikevaihto on ollut keskimäärin 0,2 %. Yhtiön liiketoimintojen ollessa palveluliiketoimintoja ne ei sido pääomaa varastoon lainkaan vaan käyttöpääoma muodostuu myyntisaamisista ja ostoveloista, jotka ovat olleet tarkastelujaksolla melko hyvin tasapainossa.

Liiketoimintamallille on myös ominaista palveluyhtiöiden tapaan, että vuotuinen

Kustannusrakenne 2021



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 2-3 MEUR, mitkä ovat linjassa historiallisten tasojen kanssa. Näin ollen yhtiön pääasiallinen tarve pääomalle kohdistuu epäorganaisen 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.

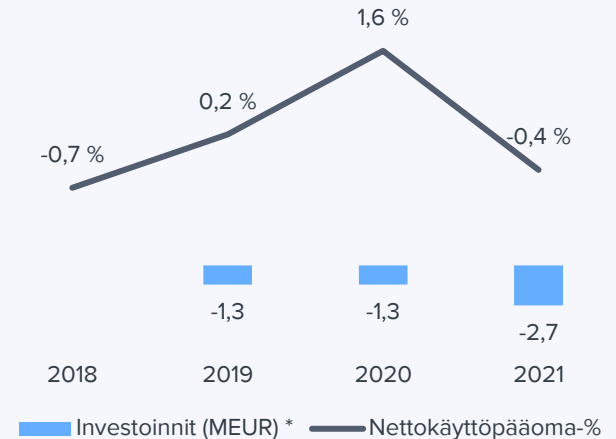
Laskutusasteen hallinnassa korostuu yksilökohtaiset tekijät, mutta myös se, miten yhtiö onnistuu voittamaan henkilöstölle uusia hankkeita edellisten päättyessä sekä, miten yhtiö pystyy sopeutumaan mahdollisiin projektien viivästymisiin, päättymiseen ja/tai peruuntumisiin. Tässä epäonnistuminen usein 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 erinomaisesti vuosina 2020-2021, jolloin sen laskutusaste on ollut 82-86 %. Hyvää toteutunutta laskutusastetta kuvaa myös se, että Solwersin viime vuosien taso oli selvästi verrokkien kuten Sitowisen (2018-2021 ~76-78 %) ja Swecon (~74 %) viimeisten vuosien tasoa korkeampi. Yhtiön mukaan laskutusaste ei ole hyvä operatiivinen mittari kaikille sen omistamille yhtiöille, jolloin nämä on jätetty laskutusastetta mitattaessa tarkastelun ulkopuolelle.

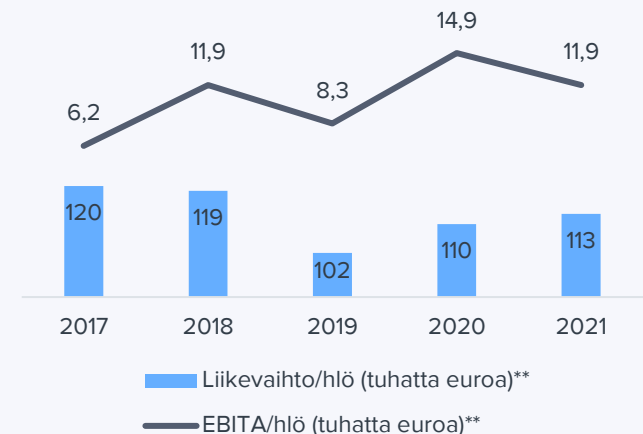
Henkilöstön tuottavuus tehokkuuden mittarina

Solwersin operatiivisen liiketoiminnan tehokkuuden kehitystä voidaan mitata myös tarkastelemalla liikevaihtoa ja operatiivista kannattavuutta työntekijää kohden. Vuosien 2017-2021 välillä liikevaihto/työntekijä on vaihdellut 102-120 tuhannen/henkilö välillä ja on ollut keskimäärin 113 TEUR. Taso on hieman laskenut tarkastelujakson alkuvuosien tasosta, vaikka onkin kääntynyt jälleen nousuun kasvun mukana. Vastaavien vuosien operatiivinen tulos eli EBITA/työntekijä on vaihdellut 6,2-14,9 TEUR:n välillä ollen keskimäärin 10,6 TEUR. Kehitys on ollut pääosin nousujohteista, vaikkakin arviomme mukaan vuonna 2021 koronasta johtuneet sairaspöissaolot painoivat tunnuslukua. Arviomme mukaan poikkeuksellinen toimintaympäristö (ts. korona) on heikentänyt näitä mittareita viime vuosina, mutta pitkässä juoksussa niiden tulisi yltää nousutrendille kuvatakseen konserniyhtiöiden myyntisynergioita ja kasvun tuomaa lievää tehokkuuden parantumista.

Käyttöpääoma ja investoinnit



Henkilöstön tuottavuus

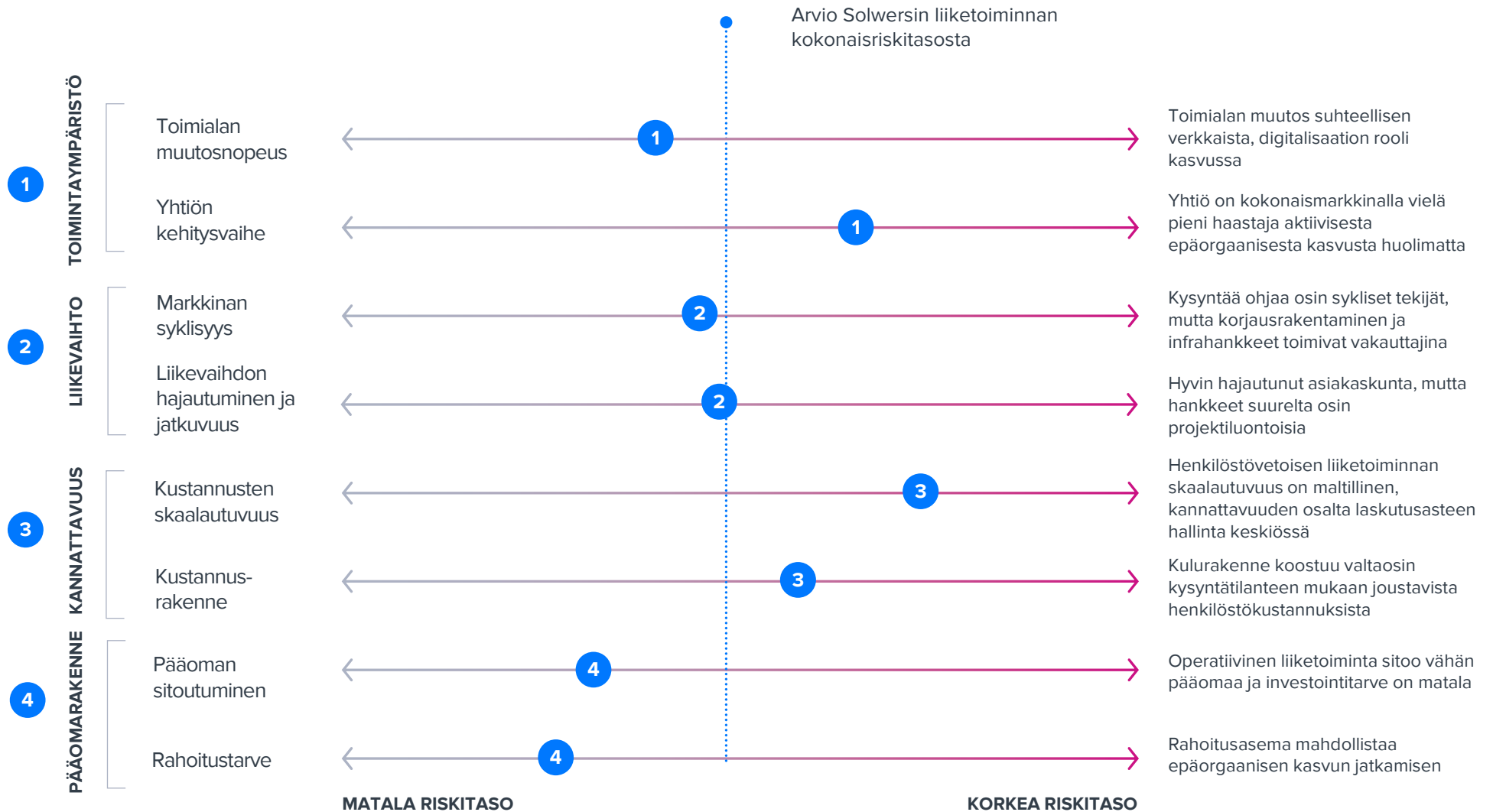


Lähde: Solwers, Inderes

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

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

Kohtuullisen mittatikun kokonaismarkkinasta antaa myös SKOLin jäsenien liikevaihtotilasto vuodelta

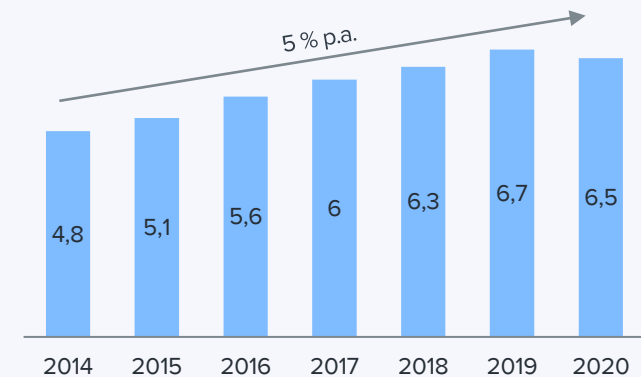
2021. Sen mukaan 61 alan toimijan yhteenlaskettu Talonrakentamisen toimialan liikevaihto oli noin 676 MEUR vuonna 2021. Vastaavasti saman tilaston mukaan Yhdyskunta toimialan (infrarakentaminen) liikevaihto oli noin 394 MEUR. Pienempää arviota selittää etenkin se, että kaikki alan toimijat eivät ole toimialajärjestön jäseniä ja arviomme mukaan lukuisat etenkin pienemmät toimijat jäävät tämän arvion ulkopuolelle. Siten SKOLin tilasto antaa markkinasta arviomme mukaan todellista pienemmän kokonaiskuvan.

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

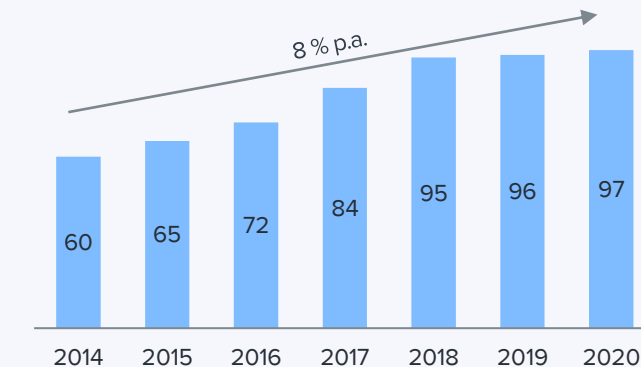
Kasvun takana tutut trendit

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 0-5 % yli ajan. Konsultoinnin suhteellisen osuuden kasvua tukee arviomme mukaan mm. tekniikan lisääntyminen, tiiviin rakentamisen kasvu, infrastruktuurirakentamisen vaatimuksien nousu, kestävä kehitys ja digitalisaatio.

Suunnittelu ja konsultointialan markkina Suomessa (miljardia euroa)



Suunnittelu ja konsultointialan markkina Ruotsissa (miljardia kruunua)



Markkina ja kilpailukenttä 2/3

Kohdemarkkinoiden kasvuvauhtiin vaikuttavat megatrendit ja/tai rakenteelliset tekijät ovat:

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

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

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. Kasvavat energiatehokkuusvaatimukset ja kehittyvät kiertotalouden tuotantomallit vahvistavat suunnittelu- ja konsultointipalveluiden kysyntänäkymää.

Toimiala on pirstaloitunut

Solwersin toimiala on pirstaloitunut, sillä pelkästään Suomessa toimii Arkkitehti- ja insinööripalveluiden ja niihin liittyvien teknisen konsultoinnin aloilla Tilastokeskuksen mukaan reilu noin 7600 yritystä. Ruotsin markkina on sen talouden kokoluokkaa heijastellen arviomme mukaan selvästi suurempi. Tätä kuvastaa myös, että Sitowisen teettämän markkinatutkimuksen mukaan vuonna 2019 Ruotsissa pelkästään talon- ja infrarakentamisen toimialalla oli yli 9000 toimijaa.

Toimialan pirstaloituneisuus on arviomme mukaan tyypillistä henkilösidon naiselle palveluliiketoiminnalle, missä on matala alalle tulon kynnys. Tätä matalaa kynnystä peilaten alan suurimpien toimijoiden markkinaosuudet ovat kokonaisuutena melko maltilliset huolimatta siitä, että ne ovat konsolidoineet yritysostoilla markkinaa historiassa. Alalla toimiikin arviomme mukaan merkittävä määrä pieniä muutaman henkilön yrityksiä. Tätä heijastellen kaikki alan toimijat eivät ole Solwersille mielekkäitä yritysostokohteita, eivätkä kaikki alan toimijat arviomme mukaan täytä yhtiön ostettaville kohteilla asettamia 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

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

Kasvuajurit ja markkinan trendit



Kaupungistuminen



Korjausvelka



Ilmastonmuutos



Energiatehokkuus ja kiertotalous

Markkina ja kilpailukenttä 3/3

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

Kilpailuympäristöä tarkasteltaessa on mielestämme huomioitava, 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.

Kannattavuustasoissa erot maltillisia

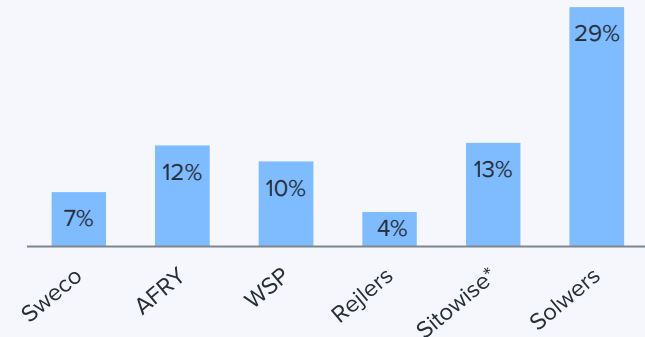
Alalla toimivien listattujen yhtiöiden viime vuosien kasvuvauhteissa on eroavaisuuksia, mikä arviomme mukaan heijastelee niiden epäorgaanista kasvua. Eri kokoluokkien ansiosta pienempien yhtiöiden suhteellinen kasvu on tavanomaisesti ripeämpää, eikä siten mielestämme yhtiöiden kasvuvauhdin vertailu ole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

Toimijoiden kannattavuudet (EBITA-%) ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 4-11 %:n tasolla. Solwersin kannattavuus on ollut vastaavalla jaksolla keskimäärin noin 8 %. Huomautamme että yhtiön nykyisin raportoimasta EBITA-tunnusluvusta oikaistaan IFRS 16 standardin mukaiset vuokratilojen poistot, mutta koska ne ovat kassavirtavaikutteisia olemme oikaisseet IFRS 16 standardin mukaiset poistot takaisin Solwersin EBITA:n vertailukelpoisuutta parantaaksemme.

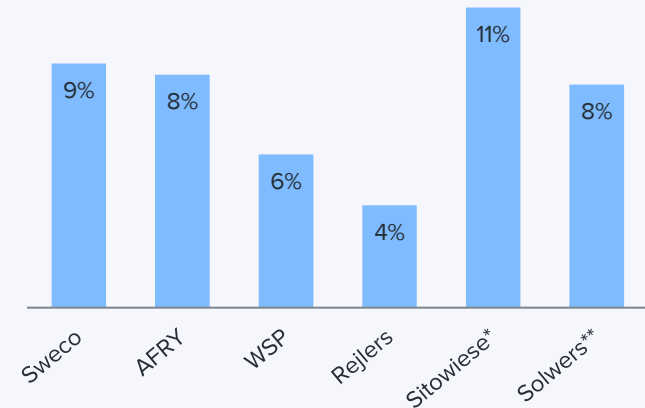
Kilpailukentän toimijoiden joukosta yksittäiset yhtiöt eivät erotu kannattavuudella mitattuna merkittävästi toisistaan, vaikkakin Sitowisen kannattavuus on keskimäärin ollut hieman vertailuryhmää korkeampi. Tämä arviomme mukaan heijastelee varsin samanlaisia liiketoimintamalleja ja liiketoiminnan henkilöstösidonnaisuuden määrittämää kustannusrakennetta. Lievää eroa kannattavuuksissa voi selittää erilaiset raportointitavat, mutta arviomme mukaan melko yhtenevät edellisen 4-5 vuoden keskimääräiset kannattavuudet kuvaavat hyvin teknisen konsultoinnin ja suunnittelun kannattavuus- ja arvonluontimahdollisuuksia.

Samanlaisia kannattavuusprofileja mukailien alan toimijoiden sijoitetun pääoman tuotot ovat olleet viimeisen 5 vuoden aikana melko yhteneväiset. Heikommin operoivutta WSP:tä lukuun ottamatta yhtiöiden sijoitetun pääoman tuotot ovat olleet noin 10-15 %. Solwersin sijoitetun pääoman tuotto on ollut noin 10 % keskimäärin viimeisen kolmen vuoden aikana, mikä vastaa ryhmän keskitasoa.

Liikevaihdon kasvu CAGR-% (2017-2021)



EBITA-% keskimäärin (2017-2021)



Lähde: Yhtiöt, Inderes

* Luvut vuosilta 2018-2021

**Vuosilta 2019-2021 palautettu EBITAan yhtiön oikaisemat IFRS 16 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 yltää tavoitteen mukaiseen ripeään kasvuun edellisvuosien tapaan.

Kannattavuustavoite on toimialan kontekstissa kunnianhimoinen

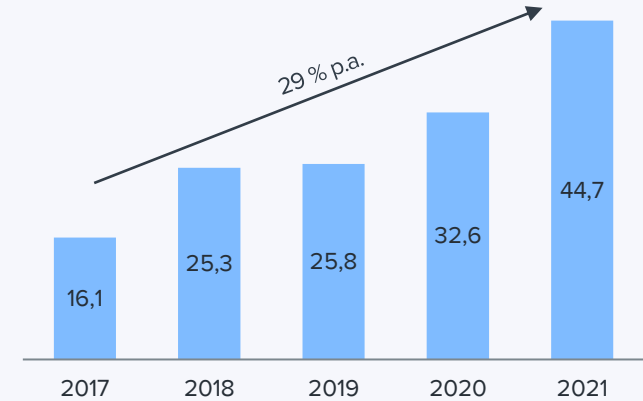
Kannattavuustavoite on mielestämme toimialaan suhteutettuna vaativa, mitä kuvastaa se, että viimeisen viiden vuoden aikana yhtiön kilpailijoista kukaan ei ole kyennyt yli 12 %:n EBITA-marginaaliin. Vuonna 2020 Solwers kuitenkin saavutti 13,6 %:n EBITA-marginaalin, mutta huomioitavaa on, että yhtiö oikaisee kyseisestä luvusta vuokrattujen toimitilojen IFRS 16 -poistot, joka ei mielestämme ole oikaistava erä, sillä vuokratkustannukset ovat kassavirtavaikutteisia. Kun IFRS 16 standardin mukaiset poistot (vuonna 2020: 0,821 MEUR) oikaistaan takaisin EBITA-marginaaliin on sillä keskimäärin 2,3 %-yksikön negatiivinen vaikutus vuosien 2019-2021 marginaaliin. Näin tarkasteltuna kannattavuustaso on myös arviomme mukaan vertailukelpoisempi suhteessa toimialan muihin toimijoihin.

Mahdottomana emme tavoitetta pidä, kun huomioidaan yhtiön raportointikäytäntö ja tytäryhtiöiden edellisen neljän vuoden keskimääräinen raportoitu liikevoitto-% (2018-2021 9,7 %). Tavoitteen saavuttaminen on myös riippuvainen siitä, millaisia yritysostoja yhtiö toteuttaa. Viimeisen viiden vuoden aikana tuoreista tytäryhtiöistä esimerkiksi Establish Schening, Dreem ja Falk ovat ylittäneet keskimäärin yli 20 %:n liikevoitto-%:iin.

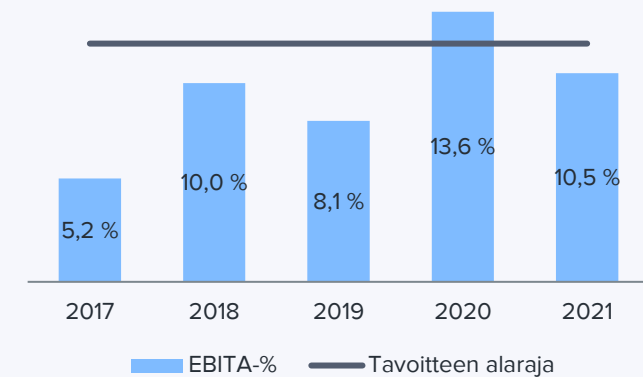
Taserakenne ja voitonjako

H1'22:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 43,9 % 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 rakennusprojektien eri vaiheiden välille. Laajentamalla ja tasaamalla tarjontaa aina alkupään hankekehityksestä myöhemmin tapahtuvaan projektin valvontaan tai jopa ylläpitovaiheeseen, yhtiö tasaa liiketoiminnan alltiutta 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 viimeisen kahden vuoden aikana tehtyjen yritysostojen kannattavuustavoite on pääosin toteutunut, sillä viimeisestä viidestä ostetusta yrityksestä kolmella liiketoiminnan raportoitu operatiivinen marginaali on ylittänyt edellisenä viitenä vuotena keskimäärin tavoitetason selvästi. Siten konsernin rakenne liikevoiton osalta on mennyt kannattavampaan suuntaan.

Yritysostostrategian swot-analyysi

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

Yritystokohteiden 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 yritystokohteiden yrittäjille ymmärrettävä ja houkutteleva. Tämä arviomme mukaan myös voisi jossain määrin laskea yritysostostrategian riskejä,



Yritysostostrategian SWOT-analyysi

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">Tehokas ja nopea prosessiIntegraatioehdottomuus vähentää kustannuksiaOstokohteen kulttuurillisten tekijöiden ja yrittäjien pysyminen liiketoiminnoissa	<ul style="list-style-type: none">Kokonaisuuden johtaminen voi olla haastavampaaRistiinmyynnin toteuttaminen voi olla haastavampaa
Mahdollisuudet	Uhat
<ul style="list-style-type: none">Listaamattomien maltilliset arvostustasot mahdollistavat arvonluonninTasaa palveluiden jakaumaa ja kysynnän riskiprofiliaMahdollistaa markkinakasvua nopeamman kasvun	<ul style="list-style-type: none">Avainhenkilöiden menettäminenKasvun hallitseminenKauppahintojen karkaaminen liian korkeaksiOstokohteiden laadun varmistamisessa epäonnistuminenOstajan ja myyjän yhteisymmärryksen puuttuminen transaktion jälkeen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

sillä se todennäköisesti tukisi avainhenkilöiden jatkuvuutta.

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 osthetken jälkeisen ajan tulostavoitteisiin.

Tähän asti listautuneena toteutetut yritysostot ovat olleet pääosin arvostustasoiltaan tavoitetasoa (5-

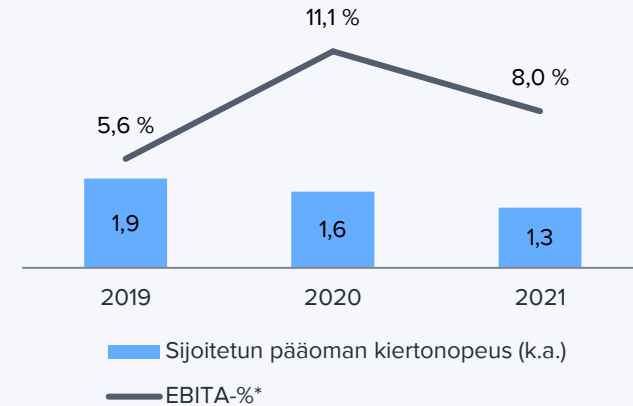
6,5x liikevoitto-kerroin) korkeampia. Analysointia vaikeuttaa tiettyjen kauppajen kauppahintojen julkaisemattomuus, mutta esimerkiksi [ELE Engineering-yrityskaupan](#) liikevoittokerroin oli 13-14x, mikä on korkea. Käsityksemme mukaan yhtiö kuitenkin maksoi aiemmalle omistajalleen jonkinlaista hallinnointikulua, joten sen historiallinen tulostaso ei todennäköisesti vastaa nykyistä tuloskuntoa Solwersin alaisuudessa. Vastaavasti [Lukkaroinen Arkkitehdit-yrityskauppa](#) vastasi noin 8x liikevoittokerrointa viimeisen tilikauden tuloksella, mutta edellisen kolmen vuoden raportoidulla liikevoitolla kerroin laski alle 7x tason, mikä on mielestämme kohtuullinen.

Yritysostrategian arviointi

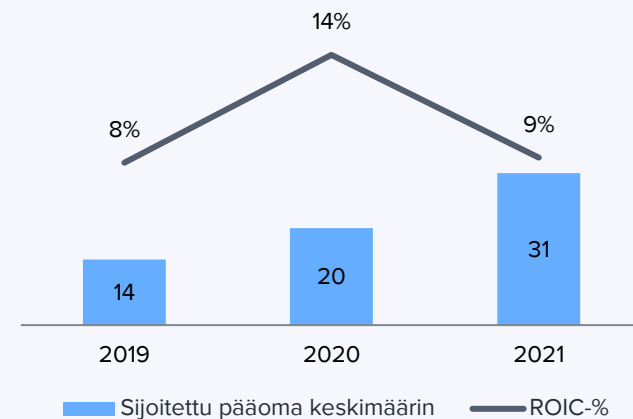
Konsernin yritysostostrategiaa tulee mielestämme tarkastella myös sijoitetun pääoman tuotto kautta. Viimeisen kolmen vuoden aikana yhtiön sijoitetun pääoman tuotto on ollut keskimäärin 10 %. Siten sijoitetun pääoman tuotto on ylittänyt soveltamamme tuottovaateen tällä lyhyellä tarkastelujaksolla.

Näkemyksemme mukaan tehokas ja maltillisiin arvostustasoihin perustuva yritysostostrategia antaa hyvät edellytykset arvonnluonnille myös pitkässä juoksussa, jonka pitäisi heijastua lukuihin tuottovaadetta korkeampana sijoitetun pääoman tuottona. Arviomme mukaan yhtiöllä on myös edellytykset sijoitetun pääoman käytön tehokkuutta vahvistamalla parantaa sijoitetun pääoman tuottoa nykyisestä tasosta. Odotammekin yhtiön jatkavan yritysjärjestelyjä, jotka yhtiön rahoitus- ja taseasema mahdollistavat.

Pääoman tehokkuus ja operatiivinen tehokkuus



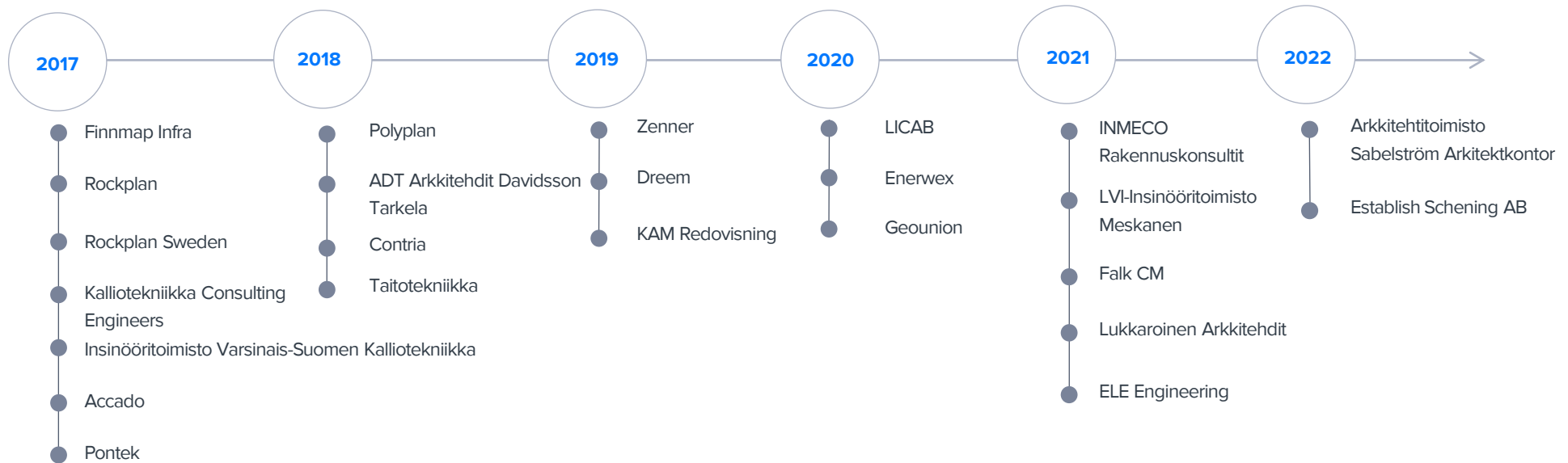
Sijoitetun pääoman tuotto



Lähde: Inderes

*Yhtiön raportoinnista EBITA:sta oikaistu IFRS 16 poistot
ROIC-% = Nopat/sijoitettu pääoma

Epäorgaanisen kasvun strategia



Toteutunut

- Operatiivisten yhtiöiden kasvattaminen 23 yhtiöön listautumishetken 19 yhtiöstä
- Hankitut liiketoiminnot kattavat hankkeiden elinkaaren alusta loppuun
- 16 operatiivista yritystä Suomessa ja 7 operatiivista yritystä Ruotsissa
- Ostetut kohteet kokoluokaltaan hyvin pieniä
- Tehokas epäorgaanisen kasvun malli on mahdollistanut viisi yrityskauppaa edellisen 12 kuukauden aikana

Keskipitkä aikaväli

- Maantieteellisen peiton laajentaminen Pohjoismaissa ja Baltiassa
- Palvelutarjonnan vahvistaminen pienemmän suhteellisen osuuden palvelu-alueilla, kuten infrarakentamisen suunnittelu Ruotsissa ja pienemmät erikoisalut Suomessa
- Velkavivun hyödyntäminen ja tulorahoituksen tuoma kassavirta mahdollistavat keskipitkällä aikavälillä melko ripeänkin yritysostotahdin ylläpidon

Taloudellinen tilanne

Taseen varat

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

H1'22:n lopussa taseen 75 MEUR:n varoista 36,5 MEUR (49 % varoista) koostui aineettomasta omaisuudesta, josta suurin osa muodostuu yritysostojen seurauksena syntyneestä liikearvosta (2021: 33,5 MEUR) ja loput muista aineettomista omaisuuseristä. Pitkäaikaiset varat sisälsivät lisäksi arvoltaan vain 5,9 MEUR:n aineellista omaisuutta (8 % varoista). Lyhytaikaisia varoja yhtiöllä oli 16,2 MEUR saamisissa (22 % varoista) ja 12,6 MEUR:n rahavaroissa (17 % varoista).

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 käyttöpääomaan myyntisaamisten ja ostovelkojen muodossa.

Pääomarakenne

Solwersin oma pääoma oli H1'22:n lopussa 32,3 MEUR ja määräysvallattomien omistajien osuus oli 0,6 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli vastaavasti 44 % (2021: 45 %), joka ylitti yhtiön oman 40 %:n tavoitetason ja yhtiön päärahoittajapankin kanssa

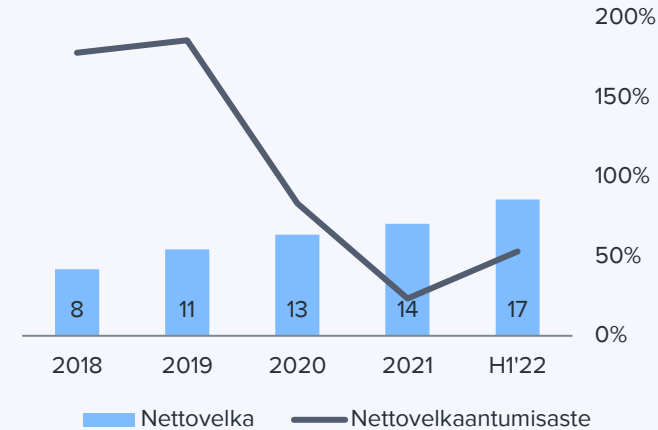
solmitussa rahoitus sopimuksessa määritellyn 35 %:n vähimmäismäärän.

Vierasta pääomaa yhtiön taseessa oli H1'22:n kohdalla yhteensä 42 MEUR. Tästä noin 29,7 MEUR oli korollista velkaa (sis. leasingvelat ja muut luonteeltaan korolliset velat) ja yhtiön rahoitusvarat huomioiden nettovelkaa oli H1'22:n kohdalla noin 17,2 MEUR. Nettovelkaantumisaste puolestaan oli H1'22:n lopussa 53 % (2021: 44%), jonka voi luokitella varsin kohtuulliseksi tasoksi. Nettovelan ja rullaavan 12 käyttökätteen suhde oli H1'22:n lopussa 2,6 (2021: 2,6). Korotonta velkaa yhtiöllä oli H1'22:n lopussa 12,9 MEUR ja se koostuu arviomme mukaan tavanomaisista osto-, siirto-, ja muista veloista.

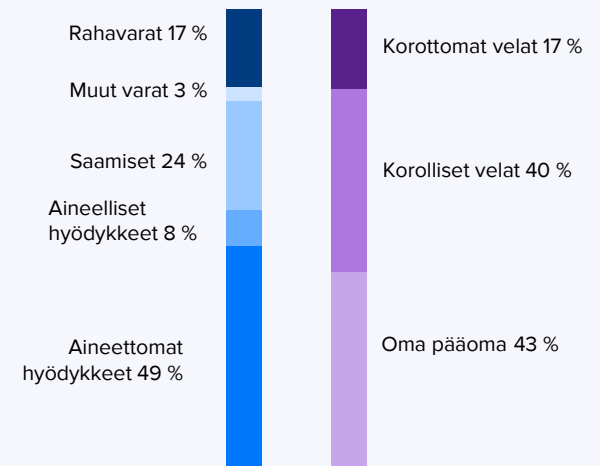
Pieni suunnattu anti vahvisti rahoitusasemaa

Solwers toteutti vuoden 2022 lopussa pienen suunnatun annin, kun yhtiö laski liikkeelle noin 1,02 miljoonaa uutta osaketta 4,4 euron merkintähinnalla. Näin ollen yhtiö keräsi suunnatulla annilla noin 4,5 MEUR:n bruttovarat ja arviomme mukaan tällä yhtiö sai 4,3 MEUR:n nettovarot. Siten H1'22:n tilanteeseen suhteutettuna ja pelkästään annin variolla (ts. ilman H2'22 kassavirtaa) yhtiön nettovelka laskisi vajaaseen 13 MEUR:oon. Tämä vastaa varsin maltillista 1,6 nettovelka/käyttökate lukua vuoden 2022 ennusteellamme. Arvioimme mukaan tämä mahdollistaisi ainakin noin 12 MEUR:n yritysostokapasiteetin. Näin ollen rahoitusasemansa puolesta yhtiöllä on varsin hyvät edellytykset jatkaa epäorgaanista kasvua.

Nettovelka ja velkaantumisaste



Tase H1'22 (75 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.

Taloukasvunäkymät kohdemarkkinoilla

Suomen talous toipui koronakriisistä hyvin, ja vuonna 2022 talouskasvu oli pitkän aikavälin trendiä ripeämpää, Bloombergin ennusteen mukaan 1,9 %. Vuodesta 2023 odotetaan kuitenkin vaikeampaa ja Bloombergin ennusteissa talouskasvuksi ennakoidaan -0,5 % sekä 1,1 % vuonna 2024. Ruotsinkin kasvuennusteita on laskettu ja nykyisellään ne ovat -1,1 % vuodelle 2023 ja 1,3 % vuodelle 2024 (2022e: -2,7 %). Energiavetoinen inflaatio, kiristytävä rahapolitiikka ja maailmantalouden heikkenevä suhdanne koettelevat nyt molempia talouksia. Lisäksi Ruotsissa asuntomarkkinan näkymän nopea heikkeneminen ja asuntohintojen lasku on jo heijastunut talousodotuksiin, minkä vuoksi talouskasvuennusteet ovat osaltaan Suomea alempana.

Vuoden 2022 ennusteet

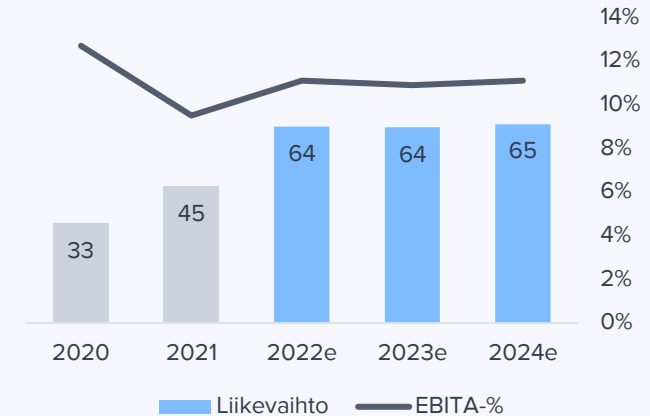
Vuoden 2022 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana Solwersin liikevaihto kasvoi 48 % 32,6 MEUR:oon. Tämän taustalla oli pääasiassa toteutetut yritysostot eli epäorganainen kasvu, kun taas

organaisen kasvun yhtiö itse arvioi olleen H1:llä hieman positiivinen. H1:n EBITA ylsi 3,8 MEUR:oon, mikä vastaa hyvää 11,7 %:n kannattavuutta. Siten yhtiön liputtamat koronasta johtuneet lisääntyneet sairaspöissaolot eivät näytä heijastuneen alkuvuonna yhtiön kehitykseen merkittävästi, mikä oli huojentavaa hieman vaisumman H2'21:n kannattavuuskehityksen jälkeen.

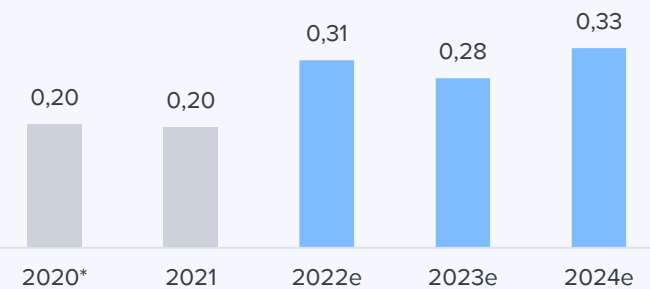
Solwers ei ole antanut ohjeistusta vuodelle 2022, mutta on arvioinut näkymissään, että Infrastruktuurin suunnittelupalvelujen kysyntä Suomessa on tasaista, ja teollisuus- ja infrasuunnittelun sekä projekti johtopalveluiden kysyntä Pohjois-Ruotsissa jatkuu vahvana. Lisäksi yhtiö huomautti, että koronapandemia nosti ja saattaa nostaa henkilöstön sairauspäivien määrä myös jatkossa. Tämä voi vaikuttaa yhtiön liikevaihtoon ja tulokseen niin kauan kuin koronasta aiheutuneet normaalia korkeammat sairaspöissaolot jatkuvat.

Arviomme mukaan talouskasvukuvan heikentyminen kohonneen inflaation ja Venäjän hyökkäyssodan aiheuttaman epävarmuuden seurauksena on heijastunut Solwersin markkinoille lievästi ja aiheuttanut jonkin verran hankkeiden etenemisen hidastumista tai siirtymisiä. Emme kuitenkaan odota tämän jarruttavan Solwersin organista kehitystä olennaisesti H2:lla. Odotammekin yhtiön liikevaihdon kehittyvän organisesti vakaasti, kun etenkin Pohjois-Ruotsin aktiviteetti jatkuu korkeana. Yritysostojen ansiosta odotamme H2:n liikevaihdon kuitenkin kasvavan 39 % 31,7 MEUR:oon ja siten koko vuoden kasvun odotamme yltävän lähes 44 %:iin.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos (raportoitu)



Lähde: Inderes

* Laskettu listautumisannin jälkeisellä osakemäärällä

Ennusteet 2/3

Tällä liikevaihtomassalla ja melko vakaalla kulurakenteella odotamme yhtiön tekevän H2:lla 3,8 MEUR:n EBITAn, mikä vastaa edelleen hyvää 10,5 %:n kannattavuutta. Siten koko vuoden EBITAn odotamme asettuvan 7,1 MEUR:oon vastaten 11,1 %:n marginaalia. Ennustamme yhtiön rahoituskulujen kohoavan H2:lla lievästi korkojen nousun seurauksena, mutta suunnatun annin arvioitu kertaluonteinen kulu nostaa nettorahoituskuluja selvästi. Koko vuoden veroasteen odotamme sen sijaan olevan tavanomaisella tasollaan. Näin ollen odotamme vuoden 2022 osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,31 euroon osakkeelta, josta odotamme yhtiön jakavan maltillista voitonjakopolitiikkaa heijastellen edellisvuodesta kaksinkertaistuvan 0,08 euron osakekohtaisen osingon.

Liiketoimintamallille ominaiseen tapana odotamme käyttöpääoman sitoutumisen olevan vähäistä, mitä heijastellen arvioimme koko vuoden 2022 rahavirran heijastelevan suhteellisen hyvin operatiivista tulosta. Maltillisia investointitarpeita heijastellen ja tehtyä suunnattua antia heijastellen yhtiön taseasema säilyy vahvana ja yhdessä hyvän rahoitusaseman kanssa se mahdollistaa merkittävätkin kasvuloikat yritysostoilla.

Vuosien 2023-2024 ennusteet

Vuoden 2023 ennusteissamme odotamme taloudellisen aktiviteetin jarruttamisen painavan orgaanisen kasvun lievästi negatiiviseksi -2 %:iin, mikä heijastelee etenkin arviomme mukaan yksityisen sektorin investointien osittaista siirtymistä ja vähentymistä. Vuonna 2022 tehtyjen

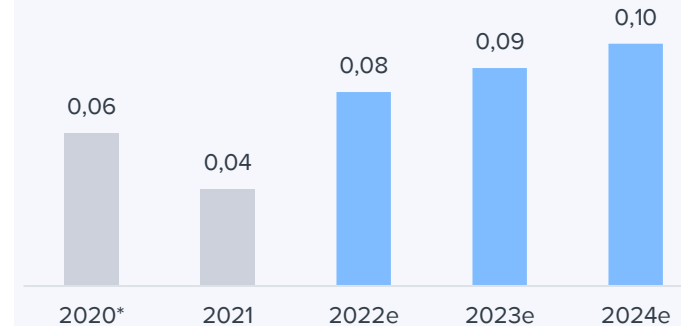
yritysostojen tuomaa epäorgaanista kasvua mukaillen koko vuoden 2023 liikevaihdon odotamme yltävän kuitenkin noin edellisvuoden tasolle 64 MEUR:oon.

Yhtiön kustannusrakennetta peilaten arvioimme sen välttävän voimakkaalta kustannusten nousulta ja myös päämarkkinoiden palkkainflaatio arviomme mukaan jää muuta Eurooppaa maltillisemmaksi. Siten odotamme yhtiön pystyvän ylläpitää kannattavuutensa melko vakaana ja hyvällä tasolla 10,9 %:ssa myös vuonna 2023, mikä vastaa 7 MEUR:n EBITAa.

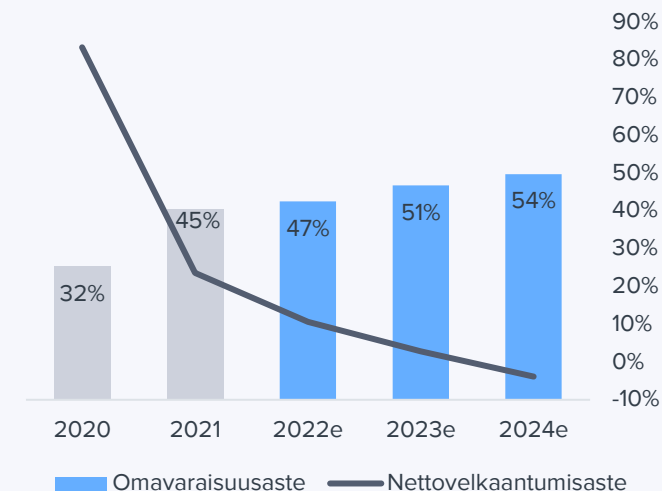
Korkotason nousun myötä odotamme vuoden 2023 nettorahoituskustannuksien kohoavan edellisvuodesta, kun taas veroasteen odotamme säilyvän tavanomaisella tasollaan. Siten odotamme vuoden 2023 osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,28 euroon ja odotamme yhtiön korottavan osinkonsa 0,09 euroon osakkeelta.

Hieman piristyvää talouskasvukuvaa mukaillen odotamme vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 1,5 % 65 MEUR:oon. Maltillistuvaa inflaatiota mukaillen kustannusten nousupaineiden tulisi arviomme mukaan säilyä maltillisena vuonna 2024, mikä antaa edellytykset vakaalle kannattavuuskehitykselle. Vuoden 2024 7,2 MEUR:n EBITAn ennusteemme vastaakin noin edellisvuosien tasoista 11,1 %:n kannattavuutta. Tällä operatiivisella tuloksella, melko vakaalla nettorahoituskuluilla ja veroasteella odotamme yhtiön yltävän 0,33 euron osakekohtaiseen tulokseen. Odotamme yhtiön korottavan jälleen osinkoaan vuonna 2024 0,10 euroon osakkeelta.

Osakekohtainen osinko



Taseaseman kehitys



Lähde: Inderes

* Laskettu listautumisannin jälkeisellä osakemäärällä

Ennusteet 3/3

Ennustemme eivät sisällä epäorgaanista kasvua, sillä sen ennustaminen järkevällä tarkkuudella on käytännössä mahdotonta. Siten ennusteissamme yhtiön tase jatkaa vahvistumista tuloskehitystä ja hyvää kassavirtasuhdetta peilaten vuosina 2023 ja 2024. Arviomme mukaan yhtiöltä voidaan odottaa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä epäorgaanisen kasvun jatkamista, minkä takia toteutunut liikevaihdon ja tuloksen kasvu tulee todennäköisesti eroamaan ennustetusta kasvusta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan lievästi odotettua talouskasvua ripeämmin, kun vuosien 2025-2029 liikevaihdon kasvun ennustemme ovat 2,0-2,5 %:ssa. Vastaavasti keskipitkän ja pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme ovat

10-11 %:ssa, mitkä heijastelevat arviotamme liiketoimintamallin pidemmän aikavälin kannattavuuspotentiaalista ja ovat karkeasti linjassa toimialan yleisen kannattavuustason kanssa.

Ennustemuutokset

Emme ole tehneet operatiivisiin ennusteisiimme olennaisia ennustemuutoksia. Tarkistimme kuitenkin lyhyen tähtäimen rahoituskustannuksien ennusteitamme hieman ylöspäin H2'22:lle osunutta suunnatun annin kustannukseksi arvioitua kertaerää sekä lähivuosien ennusteisiimme heijastunutta noususta korkotasoa mukaillen. Selvästi suurempi vaikutus osakekohtaisen ennusteisiimme muodostui kuitenkin yhtiön toteuttamasta suunnatusta osakeannista, joka kasvatti liikkeellä olevien osakkeiden lukumäärää ja siten laski osakekohtaista tulosta. Arviomme

mukaan näiden ja taseessa jo ennestään olleiden varojen allokoiminen taloudellisilta ja laadullisilta kriteereiltä järkeviin yritysostoihin muodostaa selkeän potentiaalisen tuloskasvun ajurin lyhyelle ja keskipitkälle tähtäimelle.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	64,2	64,2	0 %	64,0	64,0	0 %	64,7	65,0	0 %
Käyttökate	8,1	8,1	0 %	8,2	8,2	0 %	8,4	8,4	0 %
Liikevoitto	5,1	5,1	0 %	5,1	5,1	0 %	5,3	5,3	1 %
Tulos ennen veroja	4,6	4,2	-8 %	4,4	3,8	-15 %	4,6	4,3	-7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,37	0,33	-11 %	0,37	0,28	-24 %	0,39	0,33	-16 %
Osakekohtainen osinko	0,08	0,08	0 %	0,09	0,09	0 %	0,10	0,10	0 %

Lähde: Inderes

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	32,6	22,0	22,7	44,7	32,6	31,7	64,2	64,0	65,0	66,6
Konserni	32,6	22,0	22,7	44,7	32,6	31,7	64,2	64,0	65,0	66,6
Käyttökate	5,0	3,0	2,5	5,5	4,2	3,8	8,1	8,2	8,4	8,5
Poistot ja arvonalennukset	-1,4	-1,0	-1,1	-2,1	-1,4	-1,5	-2,9	-3,1	-3,1	-3,1
Liikevoitto	3,5	2,0	1,4	3,4	2,8	2,3	5,1	5,1	5,3	5,4
EBITA	4,1	2,7	2,0	4,3	3,8	3,3	7,1	7,0	7,2	7,2
Nettorahoituskulut	-0,1	-1,0	-0,2	-1,3	-0,2	-0,7	-0,9	-1,3	-1,0	-0,7
Tulos ennen veroja	3,4	1,0	1,1	2,1	2,6	1,6	4,2	3,8	4,3	4,7
Verot	-0,8	0,0	-0,5	-0,4	-0,7	-0,3	-1,0	-0,8	-0,9	-1,0
Vähemmistöosuudet	-0,9	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	1,7	0,9	0,5	1,4	1,8	1,2	3,0	2,8	3,2	3,5
EPS (oikaistu)	7,98	0,13	0,07	0,20	0,18	0,15	0,33	0,28	0,33	0,35
EPS (raportoitu)	7,98	0,13	0,07	0,20	0,18	0,12	0,31	0,28	0,33	0,35

Tunnusluvut	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	26,5 %			36,8 %	48,3 %	39,4 %	43,8 %	-0,3 %	1,5 %	2,5 %
Käyttökate-%	15,2 %	13,7 %	11,0 %	12,3 %	13,0 %	12,1 %	12,6 %	12,8 %	13,0 %	12,7 %
EBITA-%	12,7 %	12,1 %	9,0 %	9,5 %	11,7 %	10,5 %	11,1 %	10,9 %	11,1 %	10,8 %
Nettotulos-%	5,3 %	4,2 %	2,3 %	3,2 %	5,6 %	3,7 %	4,7 %	4,3 %	4,9 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Arvostuksen perusta

Hinnoittelimme Solwersia tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita vertaamme myös verrokkiryhmän arvostukseen suhteellisessa arvostuksessa. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti 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, jotka huomioivat myös maltillisen kokoisen vähemmistöjen tulososuuden. Tulos pohjaisen 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 2022 ja 2023 oikaistut P/E-kertoimet ovat 13x ja 16x. Vastaavat vakavaraisen taseen huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 10x. Mielestämme nämä lähivuosien tulos pohjaiset 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

Laatimamme verrokkiryhmä koostuu

liiketoimintamalliltaan vastaavanlaisista yhtiöistä, joiden orgaaninen kasvu ja kannattavuuspotentiaali on melko hyvin linjassa Solwersin kanssa. Verrokkiryhmän yhtiöistä etenkin Sitowise, Sweco ja AFRY toimivat Solwersin kanssa samoilla markkinoilla kilpailijoina. Vastaavasti verrokkiryhmän yhtiöistä esimerkiksi Etteplanin kohdemarkkinat eroavat Solwersin markkinoista, mutta 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 2022 ja 2023 mediaani P/E-kertoimet ovat 19x ja 17x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 9x. Sovellamme verrokkiarvostusta käyttökatekerrointa, sillä erilaiset poistokäytännöt voivat vääristää liikevoittopohjaisia kertoimia. Tulos pohjaisilla

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,39	4,39	4,39
Osakemäärä, milj. kpl	9,8	9,8	9,8
Markkina-arvo	43	43	43
Yritysarvo (EV)	53	50	47
P/E (oik.)	13,3	15,6	13,5
P/E	14,4	15,6	13,5
P/B	1,1	1,1	1,0
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,5	6,1	5,5
EV/EBIT (oik.)	10,3	9,8	8,8
Osinko/tulos (%)	26,2 %	31,9 %	30,7 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,1 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/2

arvostuskertoimilla Solwers arvostetaan noin 20 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihinsa. Suhteellinen arvostus on myös volyympipohjaisella EV/S-kertoimella noin 35 %:n alennuksella, vaikka yhtiöiden kannattavuustasot ja -potentiaalit ovat melko yhtenevät.

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. Näkemysemme mukaan verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti järkevällä tasolla kokonaisuudessaan suhteellinen arvostus mielestämme indikoikin osakkeelle nousuvaraa.

Kassavirtamalli

Näkemysemme mukaan kassavirtamalli soveltuu melko hyvin Solwersin liiketoiminnan arvonmäärittämiseen. Solwersin kohdalla mallin käyttökelpoisuutta kuitenkin heikentää epäorgaanisen kasvun arvonluontipotentiaali, jota kassavirtamalli ei huomioi. Kassavirtamallimme nojaa keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiimme ja terminaalijakson liikevaihdon kasvun ennuste on 2 % ja vastaava kannattavuusennuste on 10,0 % (EBITA-%). Kassavirtamallissamme oman pääoman kustannus on 9,9 % ja vastaavasti pääoman kustannus (WACC-%) on 8,5 %. Näillä oletuksilla kassavirtamallimme indikoima osakkeen arvo on 54 MEUR tai 5,5 euroa osakkeelta. Mallin arvosta 59 % muodostuu terminaalista, mikä on melko

neutraali taso.

Lähivuosien tuotto-odotus

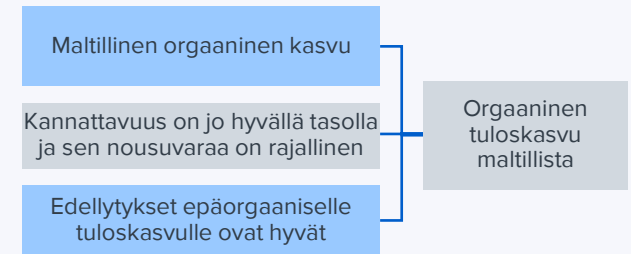
Olemme haarukoineet lähivuosien tuotto-odotusta ennustettuun orgaaniseen liikevaihdon kasvuun ja kannattavuusennusteisiimme pohjautuen. Ennusteidemme mukainen vuosien 2022-2024 orgaaninen tuloskasvu jää matalalle tasolle, sillä odotamme markkinakavun olevan lähivuosina verikkaista, eikä hyvällä tasolla olevassa 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 selkeä nousuvara. Yhtiön arvonluontimallin mukaisesti lähivuosina ja jo 12 kuukauden ajanjaksolla todennäköisenä pitämämme yritysostot tulevat arviomme pitkälti ohjaamaan sijoittajan tuotto-odotusta.

Arviomme mukaan yhtiön nykyinen rahoitusasema yhdessä maltillistuneiden yleisten arvostustasojen antavat yhtiölle hyvät edellytykset luova arvoa yritysjärjestelyillä. Sijoittajille tämän tulisi näyttäytyä tehostuneena taseen pääomien käyttönä ja korkeampana sijoitetun pääoman tuottona. Nykyinen arvostus ei mielestämme nojaa tulevien järjestelyiden arvonluontiin, minkä ansiosta pidämme nykykurssilla riski/tuotto-suhdetta erittäin hyvänä, vaikka toimintaympäristöön ja talouteen liittyvät sykliset riskit ovatkin nyt koholla. Tästä syystä nostamme suosituksemme Osta-tasolle (aik. vähennä) ja toistamme 5,50 euron tavoitehintamme.

Osaketuoton ajurit 2022-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

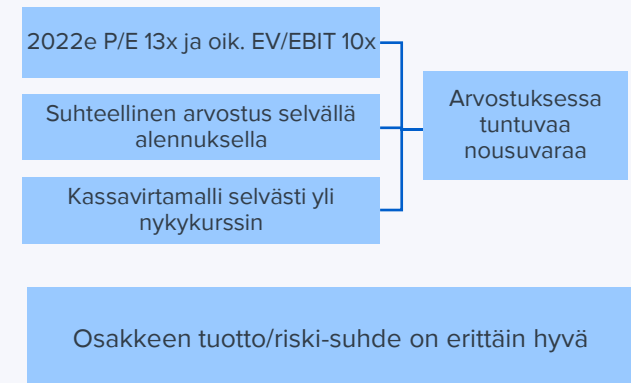
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvostus

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi			7,20	4,39	4,39	4,39	4,39
Osakemäärä, milj. kpl			7,24	9,8	9,8	9,8	9,8
Markkina-arvo			52	43,2	43,2	43,2	43,2
Yritysarvo (EV)			61	52,6	49,7	46,6	43,6
P/E (oik.)			36,3	13,3	15,6	13,5	12,4
P/E			36,3	14,4	15,6	13,5	12,4
P/B			1,7	1,1	1,1	1,0	1,0
P/S			1,2	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto			1,4	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)			11,0	6,5	6,1	5,5	5,1
EV/EBIT (oik.)			18,0	10,3	9,8	8,8	8,1
Osinko/tulos (%)			20,2 %	26,2 %	31,9 %	30,7 %	30,0 %
Osinkotuotto-%			0,6 %	1,8 %	2,1 %	2,3 %	2,4 %

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 ripeää kasvua markkinakasvun sekä epäorgaanisen kasvun yhdistelmällä. Hyvän historiallisen kannattavuuden ja kassavirran turvin on yhtiöllä arviomme mukaan hyvät edellytykset jatkaa epäorgaanisen kasvustrategian toteuttamista.

Osingonjakopolitiikan mukaisesti Solwersin voidaan odottaa maksavan osinkoa, mutta arviomme mukaan pääoman allokoinnissa epäorgaaninen kasvu on 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:

Solwersin **kannattavuus** on ollut konsernin lyhyen historian aikana nousujohteisella kehityskaarella. Yhtiö ylsi vuonna 2020 toimialan kontekstissa erinomaiseen kannattavuustasoon ja siten liiketoiminnan tuloksentekeyky on todistettu, vaikka vuonna 2021 suhteellinen kannattavuus hieman heikkenikin.

Hyvän rahoitusaseman taseen ja tehokkaan yritysostoprosessin ansiosta yhtiöllä on

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

Pienen **kokoluokan** myötä Solwers yhtiöillä on vakiintuneet asiakassuhteet paikallisesti ja hyvä markkinan tuntemus. Solwers-yhtiöt toteutti vuonna 2021 yli 3800 toimeksiantoa, minkä ansiosta sen toimeksiannot muodostuvat pienistä kokonaisuuksista. Näkemyksemme mukaan suuren ja hajautuneeseen **toimeksiantojen määrään** liittyvä riskitaso on keskittynyttä kantaa maltillisempi.

Riskit

Näkemyksemme mukaan Solwersin suurimmat heikkoudet ja riskit ovat:

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

Kustannusrakenne muodostuu merkittävältä osin lyhyellä aikavälillä joustamattomista kiinteistä henkilöstökustannuksista. Hyvän kannattavuuden

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

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

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

Sijoitusprofiili

1.

Voimakas kasvuhakuisuus ja tehokas yritystostoprosessi

2.

Suhdannevaihteluja tasaava liiketoimintaportfolio ja hyvä kannattavuus

3.

Matala investointitarve ja hyvä kassavirta tukevat epäorgaanisen kasvun edellytyksiä

4.

Epäorgaaniseen kasvuun ja henkilöstösidonnaisuuteen liittyvät riskit

5.

Laskutusasteen hallinta avainasemassa

Potentiaali



- Maltillista orgaanista ja kannattavaa kasvua ydinliiketoiminnassa
- Tehokas ja vakiintunut yritystostoprosessi vauhdittaa liiketoiminnan kasvua
- Matala investointitarve ja hyvä kassavirta mahdollistaa pääoman allokoinnin kasvuun
- 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	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Sitowise	174	263	18,8	13,9	10,8	8,8	1,3	1,3	16,0	13,5	2,4	2,8	1,4
Sweco AB	3755	4179	21,7	22,1	15,9	15,6	1,9	1,9	26,0	26,0	2,2	2,2	4,4
Afry AB	1977	2603	18,2	16,0	11,9	10,9	1,2	1,2	17,3	16,5	3,0	3,3	1,9
Rejlers AB	276	315	14,7	14,7	8,9	8,9	1,0	1,0	16,5	16,9	2,6	2,8	2,3
WSP Global	14671	17330	27,0	22,4	16,6	14,0	2,8	2,5	31,2	27,0	0,9	0,9	3,5
Etteplan Oyj	375	449	15,7	14,8	9,2	8,9	1,3	1,2	20,2	16,7	2,2	3,0	3,6
Arcadis NV	3621	3893	14,8	10,6	10,5	7,8	1,1	0,8	18,8	15,3	2,2	2,5	3,3
Solwers (Inderes)	43	53	10,3	9,8	6,5	6,1	0,8	0,8	13,3	15,6	1,8	2,1	1,1
Keskiarvo			18,7	16,3	12,0	10,7	1,5	1,4	20,9	18,8	2,2	2,5	2,9
Mediaani			18,2	14,8	10,8	8,9	1,3	1,2	18,8	16,7	2,2	2,8	3,3
Erotus-% vrt. mediaani			-44 %	-34 %	-39 %	-32 %	-35 %	-37 %	-29 %	-7 %	-19 %	-26 %	-65 %

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

Kassavirtamalli

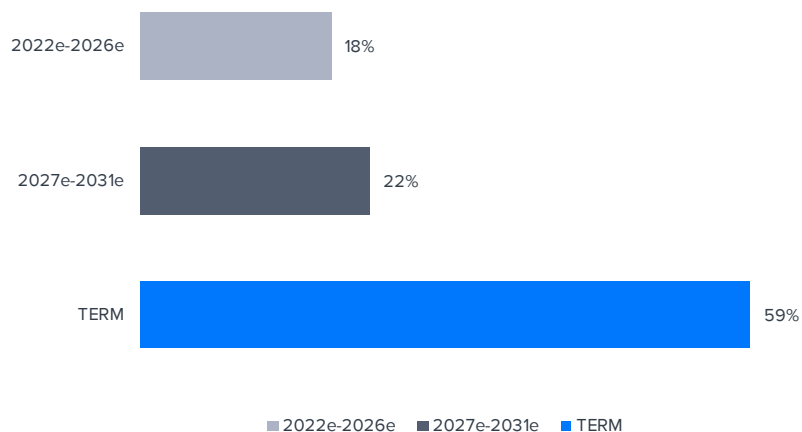
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	36,8 %	43,8 %	-0,3 %	1,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,5 %	8,0 %	7,9 %	8,2 %	8,1 %	8,6 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	3,4	5,1	5,1	5,3	5,4	5,9	5,9	6,1	6,2	6,3	6,5	
+ Kokonaispoistot	2,1	2,9	3,1	3,1	3,1	2,9	2,8	2,8	2,4	2,4	2,4	
- Maksetut verot	-0,4	-1,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-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	0,7	-6,3	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	5,5	0,5	7,3	7,3	7,2	7,4	7,4	7,3	7,1	7,2	7,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,9	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-21,8	-4,2	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-13,4	-4,6	4,9	4,9	4,8	5,0	5,0	4,9	4,7	4,8	4,9	
+/- 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	-13,4	-4,6	4,9	4,9	4,8	5,0	5,0	4,9	4,7	4,8	4,9	76,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,6	4,6	4,2	3,8	3,6	3,4	3,0	2,7	2,5	2,4	37,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		62,6	67,2	62,6	58,4	54,6	51,0	47,7	44,6	42,0	39,4	37,1
Velaton arvo DCF		62,6										
- Korolliset velat		-20,2										
+ Rahavarat		12,6										
-Vähemmistöosuus		-0,7										
-Osinko/pääomapalautus		-0,3										
Oman pääoman arvo DCF		54										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Taserakenne

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	24	44	45	44	43
Liikearvo	16,6	16,6	18,6	18,6	18,6
Aineettomat hyödykkeet	2,4	17,8	15,8	14,9	14,0
Käyttöomaisuus	2,8	5,9	7,1	7,3	7,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	16	27	33	31	32
Vaihto-omaisuus	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	9,4	13,6	15,6	15,4	15,4
Likvidit varat	6,1	12,6	16,7	15,4	16,1
Taseen loppusumma	40	70	77	75	75

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	13	32	39	41	43
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	3,3	-0,9	1,8	3,8	6,1
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	6,2	31,1	36	36	36
Vähemmistöosuus	2,3	0,6	0,6	0,6	0,6
Pitkäaikaiset velat	14	20	23	21	19
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	13,0	16,4	20,0	18,0	16,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,1	3,9	3,0	3,0	3,0
Lyhytaikaiset velat	13	18	15	13	13
Lainat rahoituslaitoksilta	3,7	3,8	5,5	3,3	3,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,3	2,0	3,9	3,8	3,9
Muut lyhytaikaiset velat	8,2	12,4	6,0	6,0	6,0
Taseen loppusumma	40	70	77	75	75

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	25,8	32,6	44,7	64,2	64,0	EPS (raportoitu)	7,98	0,20	0,31	0,28	0,28
Käyttökate	2,4	5,0	5,5	8,1	8,2	EPS (oikaistu)	7,98	0,20	0,33	0,28	0,28
Liikevoitto	1,5	3,5	3,4	5,1	5,1	Operat. kassavirta / osake	20,51	0,76	0,05	0,75	0,75
Voitto ennen veroja	1,3	3,4	2,1	4,2	3,8	Vapaa kassavirta / osake	-14,31	-1,85	-0,46	0,50	0,50
Nettovoitto	0,6	1,7	1,4	3,0	2,8	Omapääoma / osake	48,05	4,32	3,91	4,11	4,11
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	2,06	0,04	0,08	0,09	0,09
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	27,9	40,0	70,3	77,5	75,2	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	27 %	37 %	44 %	0 %
Oma pääoma	5,9	12,7	31,9	39,1	41,0	Käyttökateen kasvu-%	-4 %	103 %	11 %	47 %	1 %
Liikearvo	11,1	16,6	16,6	18,6	18,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-32 %	139 %	-5 %	52 %	-1 %
Nettovelat	10,9	10,6	7,5	8,8	5,9	EPS oik. kasvu-%			-98 %	67 %	-15 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	9,5 %	15,2 %	12,3 %	12,6 %	12,8 %
Käyttökate	2,4	5,0	5,5	8,1	8,2	Oik. Liikevoitto-%	5,7 %	10,8 %	7,5 %	8,0 %	7,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-0,5	0,7	-6,3	0,2	Liikevoitto-%	5,7 %	10,8 %	7,5 %	8,0 %	7,9 %
Operatiivinen kassavirta	1,9	4,5	5,5	0,5	7,3	ROE-%	18,5 %	23,7 %	6,9 %	8,6 %	7,0 %
Investoinnit	-6,1	-8,7	-21,8	-4,2	-2,4	ROI-%	8,2 %	14,0 %	8,3 %	8,8 %	8,0 %
Vapaa kassavirta	-5,3	-3,1	-13,4	-4,6	4,9	Omavaraisuusaste	21,0 %	31,8 %	45,4 %	50,4 %	54,6 %
						Nettovelkaantumisaste	186,1 %	83,4 %	23,6 %	22,6 %	14,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto			1,4	0,8	0,8						
EV/EBITDA (oik.)			11,0	6,5	6,1						
EV/EBIT (oik.)			18,0	10,3	9,8						
P/E (oik.)			36,3	13,3	15,6						
P/B			1,7	1,1	1,1						
Osinkotuotto-%			0,6 %	1,8 %	2,1 %						

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 käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoitavassa 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.

Suositushistoria (>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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

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.**