

Sitowise

Seurannan aloitus

29.3.2021



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Paras pala arvoketjua

Aloitamme suunnittelu- ja konsulttiyhtiö Sitowisen seurannan vähennä-suosituksella ja 8,60 euron tavoitehinnalla. Rakennetun ympäristön asiantuntija Sitowise toimii rakentamisen arvoketjussa korkean lisäarvon osa-alueella osin tunnistettavilla kilpailueduilla. Sitowisen tehokas liiketoimintamalli, kevyt tase ja vahva kassavirta antavat yhtiölle yhdessä listautumisen kanssa hyvät edellytykset jatkaa vahvaa sekä kannattavaa kasvua. Osakkeessa odotukset yritystovetoista kasvustrategiaa kohtaan ovat kuitenkin jo koholla ja vaativat yhtiöltä erittäin vahvaa suorittamista myös jatkossa.

Älykkään ympäristön mahdollistaja

Sitowise on suomalainen rakennettuun ympäristöön sekä sen digitalisointiin keskittynyt asiantuntijayhtiö. Sitowisen liiketoiminta koostuu noin 90 %:sti talo- ja infrasuunnittelusta ja noin 10 %:sti yhtiön tarjoamista digitaalisista ratkaisuista. Vuoden 2017 lopussa syntynyt Sitowise on kasvanut viimeisen kolmen vuoden aikana noin 13 %:n vuosivauhtia. Saman kolmen vuoden aikana kannattavuus on pysynyt oikaistulla EBITA-marginaalilla mitattuna noin 12 %:ssa, mikä on ollut alan parhaimmistoa. Sitowisen profiili vastaa kasvuyhtiötä, joka kannattaa alaan nähden hyvällä tasolla. Lisäksi yhtiön vähän pääomaa sitova liiketoiminta mahdollistaa vahvan kassavirran sekä hyvän pääoman tuoton.

Kasvua yritysostoilla

Sitowise viime vuosien aikana tehnyt yli 50 yritysostoa ja kasvanut voimakkaasti. Tämä on yhtiön strategia myös jatkossa, mutta nyt Suomen lisäksi kasvua haetaan myös Ruotsista. Yhtiö tavoittelee yli 10 %:n vuotuista kasvua (ml. yritysostot) samalla säilyttäen vähintään 12 %:n oikaistun EBITA-marginaalin. Sitowisella on yritysostovetoisesta kasvusta hyvät näytöt ja yhtiön tehokas sekä kannattava liiketoimintamalli tuottaa vahvaa kassavirtaa kasvuinvestointeja varten. Samalla malli tekee omakehitteisten digitaalisten järjestelmien avulla integraatioista sujuvia. Vahva ja kevyt tase, vahva tulovirta sekä velkavipu mahdollistavat yritysostovetoisen kasvun sekä strategian onnistuessa myös korkeamman tulostason ja pääoman tuoton.

Ennustamme maltillista tuloskasvua

Ennustamme Sitowisen jatkavan voimakasta kasvuaan vuonna 2021 jo tehtyjen yritysostojen myötä ja pääsevän orgaanisesti myös parempaan kasvuvauhtiin vuonna 2022. Koronavuoden kertaluonteisten säästöjen poistuma sekä kasvuvaiheen aloitus uudessa maassa painavat arviomme mukaan kannattavuusmarginaaleja vuoden 2020 ennätystasoilta. Yläriivin kasvun ansiosta odotamme tuloksen kuitenkin kasvavan maltillisesti vuosina 2021-2022 (oik. EBITA 22 MEUR ja 23 MEUR).

Arvostus heijastaa hyvin yhtiön suorittamista

Osakkeen arvostuksessa (2021e: oik. EV/EBITDA: 12x, oik. P/E: 20x) Sitowisen hyvä suorituskyky ja kasvuodotukset jo heijastuvat. Yhtiön profiilin ja listattujen verrokkien kautta muodostettuun hyväksyttävään arvostustasoomme (EV/EBITDA: 11-13x, P/E: 18-22x) nähden osakkeessa ei olisi merkittävää nousuvaraa. Verrokkeihin nähden yhtiö on mittareillamme mediaanin tason yläpuolella, mutta ansaitseekin historiallisen suorituksen perusteella mielestämme selkeän (10 %) preemion. Verrokkien arvostustaso on tosin viime aikoina noussut voimakkaasti emmekä siksi nojaa näkemystämme preemion syntymiseen Sitowisen osakkeen kurssinousun myötä. Hahmotimme myös yhtiön arvoa yritysostosten avulla, mutta skenaarion vuotuinen tuotto-odotus nykytasolta (2021-2024e: +6 %) jää mielestämme skenaarion riskeihin nähden maltilliseksi.

Suositus

Vähennä

(aik. -)

8,60 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

8,50



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	160,1	179,0	184,2	192,3
kasvu-%	12 %	12 %	3 %	4 %
EBITA oik.	20,6	21,8	22,7	24,1
EBITA-% oik.	12,9 %	12,2 %	12,4 %	12,5 %
Nettotulos	12,6	14,6	15,4	16,5
EPS (oik.)	0,33	0,42	0,44	0,47

P/E (oik.)	-	20,4	19,4	18,1
P/B	-	2,6	2,4	2,2
Osinkotuotto-%	-	1,4 %	1,6 %	1,9 %
EV/EBIT (oik.)	-	17,1	15,7	14,2
EV/EBITDA	-	11,9	10,9	10,0
EV/Liikevaihto	-	1,9	1,8	1,7

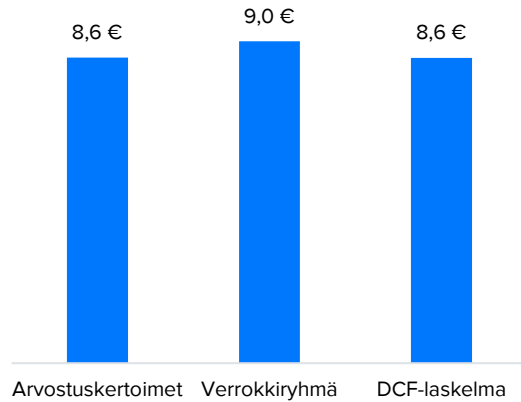
Lähde: Inderes

Ohjeistus

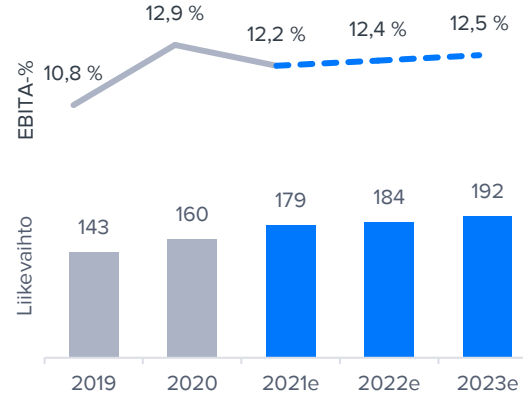
(Ennallaan)

Ei ohjeistusta.

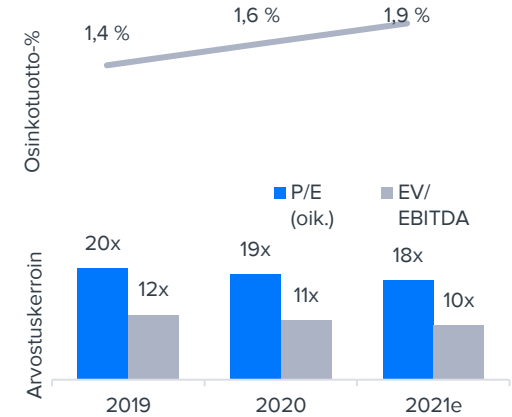
Arvonmääritys



Liikevaihto ja EBITA-%



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

- Markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu ja yritysostot
- Korkean kannattavuuden ylläpito
- Pohjoismaihin laajentuminen
- Tarjoaman laajentaminen
- Vahva kassavirta ja vähäinen investointitarve
- Tehokas ja hajautunut liiketoimintamalli sekä digitalisaatio-osaaminen luovat kilpailuetua
- Konsultoinnin ja suunnittelun osuuden kasvu rakentamisen arvoketjussa megatrendien siivittämänä

Riskitekijät

- Alla olevan rakentamisen markkinan suhdanneherkkyys
- Korkean kannattavuustason ylläpito kestävästi
- Markkinan heikentyminen hyvien vuosien jälkeen
- Pohjoismaihin laajentumisen ja uuden markkinan tuomat haasteet
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Henkilöstöriippuvuus ja avainhenkilöiden kannusteiden riittävyys

Arvostus

- Lyhyellä tarkastelujaksolla sektorin parhaimpia yrityksiä
- Kasvuhakuisuus näkyy myös jo kertoimissa ja merkittävin nousuvara osakkeesta on syöty
- Sektoriin nähden preemio hyväksyttävä
- DCF-laskelman nousuvara maltillinen
- Yritysososten tuotto-odotus ei ole houkutteleva skenaarion riskeihin nähden

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-14
Sijoitusprofiili	15-16
Strategia	17-21
Markkinat ja kilpailu	22-25
Taloudellinen tilanne	26-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys	33-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42-

Sitowise lyhyesti

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

2017

Sitowise-konserni muodostuu

2021

Listautuminen

160 MEUR (11,9 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

+12,9 % 2018-2020

Liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvu

20,6 MEUR (12,9 % lv:sta)

Oikaistu liiketulos ilman aineettomien hyödykkeiden poistoja (EBITA)

11,7 % 2018-2020

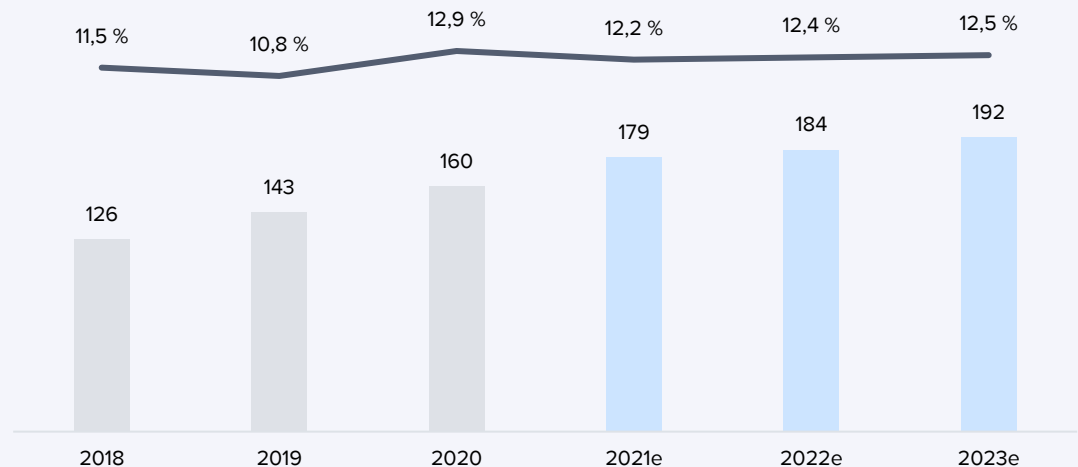
EBITA-marginaalin (oik.) keskiarvo

20,9 %

Oman pääoman tuotto-% vuonna 2020

Liikevaihdon ja EBITA:n (oikaistu) kehitys sekä ennusteet 2018-2023e

- Vuoden 2017 lopussa Sitowise syntyi
 - Yhtiön juurilla historiaa ja kokemusta alalta 70-luvulta asti
 - Vuosien 2018-2020 aikana yhtiö kasvoi vauhdilla
 - Kannattavuus oli nousujohteista
 - Markkinatilanne tukenut nousua
 - Isoin osa kasvusta tullut yritysostoista
 - Vuonna 2019 laajentuminen Ruotsiin
 - Vuonna 2020 koronakriisi iskee, mutta liiketoiminta etenee suunnitellusti
- Listautuminen vuonna 2021
 - Saadut varat käytetään strategian mukaiseen kasvuun ja taseen optimointiin
 - Tavoitteena jatkaa yritysostovetoista kasvua laajentamalla Ruotsiin sekä myöhemmin muihin Pohjoismaihin
 - Kannattavuus tarkoitus pitää hyvällä historiallisella tasolla
 - Näemme yhtiöllä hyvät mahdollisuudet jatkaa historiallista kasvutahtiaan yritysostojen avulla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Älykkäiden kaupunkien mahdollistaja

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

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

Talo- ja infrasuunnittelun asiantuntija

Sitowisen pääasiallinen liiketoiminta muodostuu talo- ja infrarakentamiseen liittyvien suunnittelu- ja asiantuntijapalveluiden tarjoamisesta asiakkaille koko rakentamisen elinkaaren ajan. Tämä osa-alue kattaa yhtiön liiketoiminnasta laskelmiemme mukaan noin 90 %. Loput noin 10 % yhtiön liiketoiminnasta tulee Digitaaliset ratkaisut - liiketoiminnasta, missä keskitytään rakennetun ympäristön ja liikkumisen digitaalisten ratkaisujen tarjoamiseen asiakkaille.

Sijoittajien kannalta ajateltuna talonrakentamisen liiketoiminnan voi sanoa olevan osin syklinen ja liikkuvan rakentamisen suhdanteiden mukaisesti. Infrarakentamisen ja korjausrakentamisen iso paino tuo kuitenkin vakautta uudisrakentamiseen nähden. Rakennetun ympäristön digitalisaatoratkaisut taas tarjoavat yhtiölle

mielenkiintoisen kasvualustan, jossa hyödyntää vankkaa ja laajaa asiakaspohjaa perusliiketoiminnasta.

Suomi päämarkkina-alueena

Merkittävä osa yhtiön liiketoiminnasta keskittyy Pohjoismaihin ja näistä etenkin Suomeen. Lähes 90 % liikevaihdosta tuli vuonna 2020 Suomesta ja hieman yli 10 % tuli Ruotsista. Sitowise on viime vuosina laajentunut Ruotsiin useamman yritysoston kautta. Kokonaisuuden kannalta yhtiön pääasialliset markkinat ovat vielä Suomessa.

Kasvuhakuisuus näkyy numeroissa

Yhtiön liikevaihto vuonna 2020 oli 160 MEUR, jossa kasvua edellisvuoteen oli 12 %. Sitowise on perustamisestaan lähtien kasvanut noin 13 % vuosittain (2018-2020 CAGR-%). Kasvu on tapahtunut sekä orgaanisesti että myös epäorgaanisesti yritysostojen kautta. Jatkossa yhtiö tavoittelee yli 10 %:n vuotuista kasvua.

Kannattavuus on pysynyt myös hyvin kasvun mukana. Vuonna 2020 yhtiön oikaistu EBITA-marginaali oli 12,9 %, kun se viimeisen 3 vuoden aikana on keskimäärin ollut noin 11,7 %. Vähintään 12 % marginaalia yhtiö tavoittelee myös jatkossa. Kannattavuus on rakentamisen noususuhdanteen aikana pitänyt perinteisiä rakennusyhtiöitä paremmin pintansa, ja on ollut myös sektorin parhaimmistoa.

Sitowisen työntekijämäärä on kasvanut yhtiön mukana ja tällä hetkellä Sitowisessa työskentelee yli 1900 henkilöä. Toimistot ovat maantieteellisesti hajautettu paikallisen palvelun ja paikallisen alhaisemman kustannustason varmistamiseksi.

SITOWISE

Liikevaihdon jakauma*



Talo- ja infrasuunnittelu

91 %



Digitaaliset ratkaisut

9 %

Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti**



86 %



13 %

Lähde: Inderes, Sitowise

*epävirallinen jako, Inderesin laskelma

**muut maat 1 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Liiketoiminta-alueet

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

Talo-liiketoiminta

Isoin Sitowisen liiketoiminta-alue on talonrakentamisen suunnittelu- ja konsultointiliiketoiminta-alue. Talo-liiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2020 noin 5 % kasvussa päätyen 70,8 MEUR:oon (2019: 67,2 MEUR). Taloliiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta oli noin 44 % vuonna 2020 (2019: 47 %) tuoden suurimman osan yhtiön liikevaihdosta.

Talo-liiketoiminnan tarjoamat palvelut kattavat laajamittaisesti koko rakentamisen elinkaaren. Tämä tarkoittaa, että Sitowise voi olla hankkeissa mukana alkuvaiheen suunnittelussa ja kartoituksessa, kaavoituksen asiantuntija- ja suunnittelutehtävissä, projektin rakenne- ja rakennussuunnittelussa sekä projektin aikaisissa asiantuntijatehtävissä. Rakentamisen valmistuttua yhtiö voi olla mukana hankkeiden kunnossapitovaiheen asiantuntijatehtävissä ja elinkaaren loppupäässä tapahtuvassa kiinteistökehityksessä.

Talo-liiketoiminnan suurimmat palvelualueet ovat Sitowisen mukaan rakennetekniikka, talotekniikka ja korjausrakentamisen palvelut, joiden lisäksi liiketoiminnassa on lukuisia erityisosaamisalueita. Uudisrakentamisesta tulee noin puolet ja

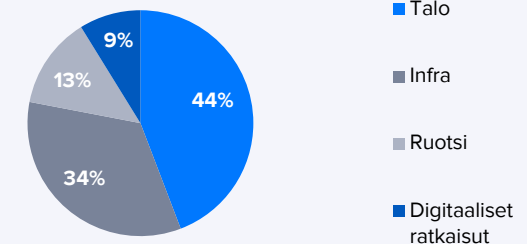
korjausrakentamisesta noin puolet liikevaihdosta. Korjausrakentamisen ison osuuden voidaan nähdä vakauttavan Sitowisen liiketoimintaa suhdannevaihteluiden varalta. Viimeaikaisina referensseinä alueella toimii mm. Aalto yliopiston Väre-kampus, Espoon Sairaala ja Helsingin Oodi-kirjasto.

Infra-liiketoiminta

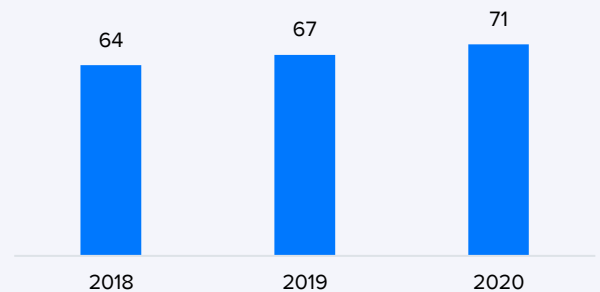
Toiseksi suurin liiketoiminta-alueista on Suomessa toimiva infrarakentamisen suunnittelu- ja asiantuntijapalveluja tarjoava Infra-liiketoiminta. Infra-liiketoiminnan liikevaihto kasvoi vuonna 2020 noin 7 % päätyen 54,2 MEUR:oon (2019: 50,6 MEUR). Infra-liiketoiminta on kasvanut vahvasti hyvin vetäneen markkinan avustuksella ja jopa paikoin sitä nopeamminkin. Liiketoiminta-alueen osuus konsernin liikevaihdosta oli 34 % vuonna 2020 (2019: 35 %) tarjoten isolla osuudellaan suojaa muun uudisrakentamisen suhdannevaihteluilta.

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

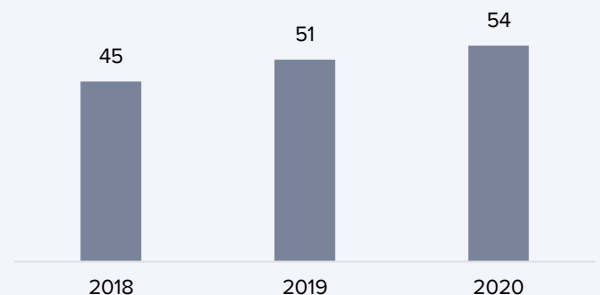
Liikevaihdon jakauma 2020



Talo-liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Infra-liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Ruotsin liiketoiminnot

Yhtiö on ilmoittanut myös erikseen Ruotsin liiketoimintojen liikevaihdon kehityksen. Ruotsin liiketoiminnot koostuvat talo- ja infraliiketoiminnoista, mutta nähtävästi yhtiö on halunnut eritellä Ruotsin ja Suomen liiketoiminnot toisistaan. Ruotsin liikevaihto on kasvanut vuoden 2018 lähes nollassa vuodelta vuoden 2020 loppuun mennessä noin 21 MEUR:oon. Vuodesta 2019 kasvua tuli noin 114 %. Kasvu on ollut yritysostovetoista. Ruotsi ja muut Pohjoismaat ovat strategian kasvun lähteitä, joten lisää yritysostoja voidaan odottaa.

Digitaaliset ratkaisut

Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminnassa Sitowise yhdistää rakentamisen osaamisensa IT-, ohjelmointi-, ja digiosaamiseen, mikä tekee Sitowisen tarjoamasta osaltaan yksilöllisen kilpailukentässä. Osaltaan sen voi nähdä myös kilpailuetuna yhtiölle. Rakennusalan digitalisaatio on vasta lähdössä käyntiin ja Sitowisella on siihen jo itsellään hyvät valmiudet vastata.


Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminta kehittää rakennetun ympäristön, väylien ja liikkumisen digitaalisia palveluita. Digitaaliset ratkaisut toivat vuonna 2020 noin 9 % yhtiön liikevaihdosta (2019: 9 %) ollen vielä suhteellisen pieni osa yhtiötä. Arviomme mukaan digitaaliset palvelut tulevat olemaan kuitenkin yksi Sitowisen tulevaisuuden kasvun kulmakivistä. Liikevaihto kasvoi vuonna 2020 15 % noin 14,1 MEUR:oon (2019: 12,3 MEUR).

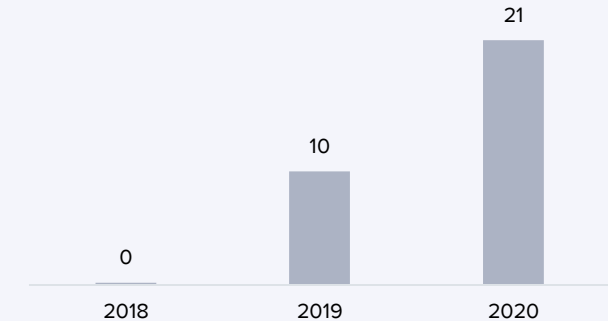
Digitaalisten palveluiden tarjontaan kuuluu mm.

erilaisten tietojärjestelmien kehitys, data-analytiikka, tiedonhallinta ja visualisointi, palvelumuotoilu sekä muut digitalisaation asiantuntija- ja konsultointipalvelut.

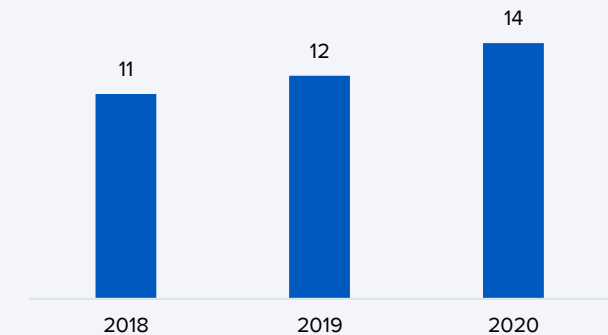
Yhtiöllä on vahva asema etenkin liikkumisen ja väylien tietojärjestelmä- ja palvelutoimittajana Suomessa kaikissa väylämuodoissa (tiet, kadut, kevyt liikenne, meriväylät ja rautatiet). Omien tuotteiden kehityksen ytimessä ovat paikkatiedolla johtamisen ratkaisu Louhi, rakennetun ympäristön virtuaaliratkaisu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

Kokonaisuudessaan liiketoiminta-alueen liikevaihto on vielä pientä kokonaisuuteen nähden, mutta voi nousta tärkeämmäksi osaksi konsernia tulevaisuudessa digitalisaation megatrendin edetessä. Yhtiön perusliiketoiminnan laaja asiakaspohja luo arviomme mukaan myös liiketoiminnan tulevaisuuden kysynnälle hyvän pohjan vielä suhteellisen maltillisesti digitalisoidulla rakennusosalalla. Tällä hetkellä liiketoiminta-alueen liikevaihto tulee arviomme mukaan pääosin Suomesta, mutta laajentunee myös Ruotsiin perusliiketoiminnan mukana tulevaisuudessa.

 Ruotsin liiketoiminnot (liikevaihto, MEUR)



 Digitaaliset ratkaisut (liikevaihto, MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Talo



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

Infra



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

Digitaaliset ratkaisut



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

Projektin elinkaari

Sitowisen mahdollinen rooli projektissa

Hankekehitys



Konsultointi investointivaiheessa

Suunnittelu



Projektin suunnittelu ja selvitystyöt

Projektien toteutus



Projektin johto, valvonta ja kokonaisuuden hallinta

Käyttövaihe



Ylläpito ja kestävä kiinteistökehitys

+Digitaaliset ratkaisut jokaisessa vaiheessa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Liiketoimintamalli

Sitowisen liiketoiminta on henkilöstöriippuvaista asiantuntijatyötä. Vaikka yhtiö toimii rakentamisen alalla, yhtiö ei ole mukana urakkaliiketoiminnassa vaan konsulttiliiketoiminnassa. Tätä peilaten projektiriskejä ei ole samalla tavalla kuin esimerkiksi tavallisessa rakennusliiketoiminnassa. Lisäksi perinteiseen rakentamiseen verrattuna alan kannattavuus on yleisesti parempi, pääoman sitoutuminen vähäisempi, kassavirran generointi tasaisempaa ja pääoman tuottopotentiaali parempi. Liiketoimintamalli vastaa enemmän konsulttiyrityksiä kuin rakennusalan yrityksiä.

Laskutusasteen optimointia

Yksi tärkeimmistä asioista Sitowisen liiketoiminnassa on saada työntekijät tekemään mahdollisimman paljon projekteja tai hankkeita asiakkaille heidän työajastaan. Näin resurssit olisivat mahdollisimman hyvin kokoajan käytössä. Periaatteessa yhtiö liiketoiminnassaan pyrkii optimoimaan niin sanottua laskutusastettaan.

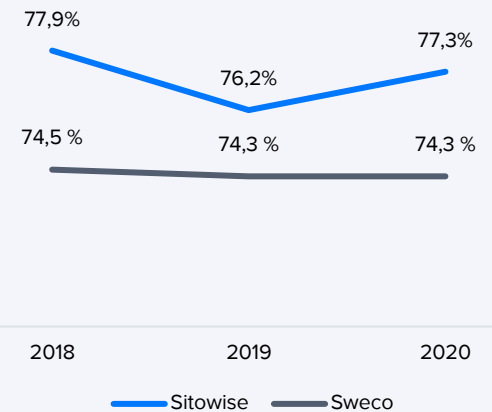
Laskutusasteen avulla nähdään, miten paljon työntekijät käyttävät työajastaan laskutettavaan työhön. Toisella nimellä tätä voisi kutsua kapasiteetin tai resurssien käyttöasteeksi. Laskutusasteen muutoksella on myös iso vaikutus yhtiön kannattavuuteen. Kun kulurakenne on suhteellisen kiinteä lyhyellä aikavälillä, valuu yhden laskutusasteen muutos isolta osalta myös kannattavuuteen. Tällä on iso vipuvaikutus myös alariville. Esimerkkinä mainittakoon, että Sitowisen

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

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

Toinen liiketoimintaan vaikuttava tekijä on yhtiön resurssien keskimääräinen hinta, jonka nousulla tai laskulla on isoja vaikutuksia yhtiön liikevaihtoon ja tulokseen. Tässä näkemyksemme mukaan yhtiön kilpailuedut sekä erikoisosaaminen nousevat esiin. Helpoimmissa hankkeissa kilpailua on luultavasti enemmän ja ylihinnittelulla voi usein jäädä projekteista ulkopuolelle. Vaativissa ja erikoisosaamisen hankkeissa yhtiöllä voi olla hinnoitteluvoimaa. Arviomme mukaan hinnoittelu on kilpailevilla yhtiöillä yleisesti aika lähellä toisiaan, mutta voi vaihdella projekti- tai erikoisosaamisen sekä maan mukaan. Sitowise tai kilpailijatkaan eivät ole keskimääräisiä hintojansa suoraan julkaisseet, mutta tässäkin muutokset valuvat hyvin pitkälti suoraan kannattavuuteen.

Sitowisen laskutusaste hyvällä tasolla tärkeään verrokkiin nähden



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Projektiluontoista liiketoimintaa, mutta riskit hallittuna

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

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

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

Suhdanteet vaikuttavat, mutta liiketoiminnassa myös vakauttavia elementtejä

Rakennusmarkkinoilla yhtiön painopisteenä ovat talonrakentamisen niin uudis- kuin korjauspuolikin sekä infrarakentaminen. Talonrakentamisen uudisrakentamisen puoli on suhdannevaihteluille

alttiimpaa ja usein myös projektit ovat lyhyempiä infraan verrattuna.

Infrarakentaminen taas tasaa suhdannevaihteluiden vaikutuksia. Yleisesti voidaan sanoa, että infrarakentaminen pärjää kohtuullisen hyvin heikommassakin suhdanteessa. Heikossa talouden tilassa julkinen sektori elvyttää ja usein infrainvestoinnit ovat olleet varteenotettavia kohteita näille elvytyksille. Tämä on nähty myös koronakriisin aikaan, kun esimerkiksi väyliä kunnossapitoon on panostettu.

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

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

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

Sitowisen liiketoiminnan ominaispiirteitä

- Projektiluontoista liiketoimintaa
- Projektiriskit kuitenkin maltillisia
- Suurin osa työstä laskutukseen perustuvaa
- Selkeästi jatkuvat liiketoiminnat vähäisessä osassa
- Infra- ja korjausrakentaminen vakauttaa liiketoimintaa suhdanteilta
- Projektit pitkäjänteisiä ja kestävät usein yli suhdanteiden
- Hajautunut asiakaskunta
- Noin puolet liikevaihdosta syntyy julkiselta sektorilta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Toimialan muutos kerää vauhtia

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

Kustannukset pääosin muuttuvia

Yhtiön liiketoiminta skaalautuu näkemyksemme mukaan suhteellisen heikosti, kun suurin osa kuluista on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön operatiivisista kuluista noin 85-90 % on muuttuvia ja loput kiinteitä kuluja. Yhtiön isoimmat kuluerät liittyvät odotetusti henkilöstökuluihin (noin 75 %) ja loput muuttuvista tulee tuotettujen materiaalien ja palvelujen ostoista (noin 10 %). Muut liiketoiminnan kulut (ICT, vuokrat, markkinointi) ovat noin 15 %. Näistä suurin osa on kiinteitä kuluja. Yhtiön liiketoiminta on näkemyksemme mukaan hyvin riippuvainen henkilöstömäärästä, ja liikevaihdon kasvattamiseksi täytyy myös henkilöstömäärää

usein kasvattaa.

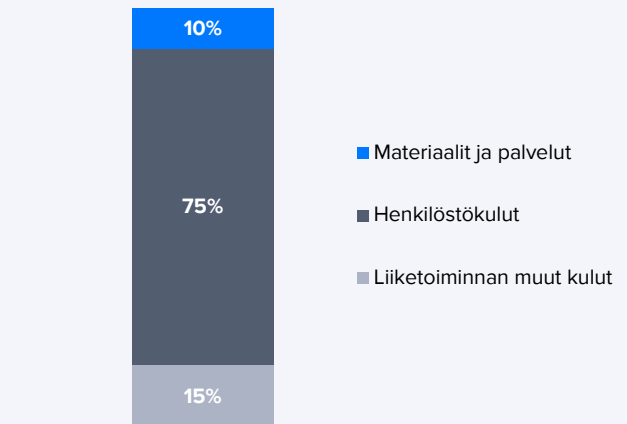
Yhtiön liikevaihdosta noin 10 % tuo yhtiön digitaalisten ratkaisujen liiketoiminta-alue. Tämä alue on kuitenkin myös pitkälti asiantuntijatyötä, missä skaalautuvia digitaalisia tuotteita tai palveluita on vielä vähän tarjolla. Skaalautuvien palveluiden tai tuotteiden osuus voi kuitenkin tulevaisuudessa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

Pääomaintensiivisyys matala

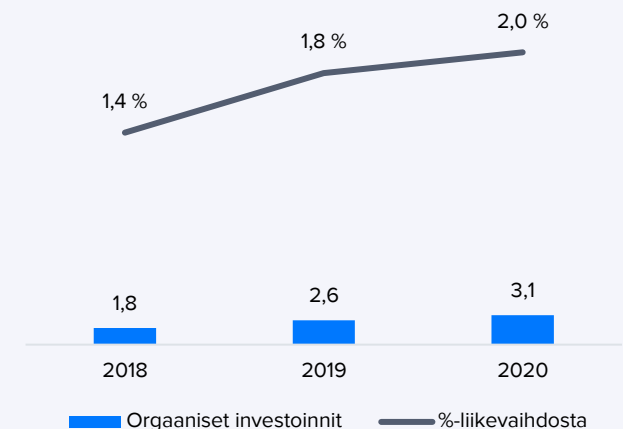
Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä sen investointitarve ole kovinkaan suuri. Yhtiö ei nimittäin tarvitse isoja laitteita tai kiinteistöjä liiketoiminnassaan. Viime vuosina yhtiön ylläpitoinvestoinnit (orgaaniset investoinnit) ovat olleet karkeasti 1-2 % liikevaihdon tasosta, mikä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

Alhainen pääoman sitovuus, matalat investoinnit ja hyvä kannattavuus tarjoavat vahvaa kassavirtaa ja myös pääomat tuottavat hyvin. Oman pääoman tuotto oli vuonna 2020 noin 21 % ja kassakonversio-% nousi yli 100 %:iin. Kassakonversio mittaa kuinka suuri osa käyttökatteesta muodostuu vapaaksi rahavirraksi. Vahvaa kassavirtaa voidaan jakaa joko omistajille tai käyttää kasvuun.

Kulurakenne pääosin muuttuva (2020)



Orgaaninen investointitarve hyvin matala



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Listautuminen

Sitowise listautui pörssiin vuoden 2021 maaliskuussa. Listautumisen tavoitteena on edistää Sitowisen kasvustrategian toteuttamista. Sen avulla pyritään lisäämään Sitowisen näkyvyyttä ja tunnettuutta asiakkaiden, potentiaalisten uusien työntekijöiden ja sijoittajien keskuudessa, sekä yleisemmin teknisen konsultoinnin toimialalla. Listautumisen avulla Sitowise pääsee myös paremmin kiinni pääomamarkkinoille, jolloin rahoitusvaihtoehdot paranevat ja laajenevat. Samalla listautuminen laajentaa yhtiön omistuspohjaa kotimaisilla ja ulkomaisilla sijoittajilla. Listautuminen ja lisääntynyt likviditeetti mahdollistaa myös osakkeiden tehokkaamman käytön mahdollisissa yritysostoissa sekä henkilöstön palkitsemisessa. Varoja tullaan käyttämään velkojen takaisinmaksuun ja kasvustrategian toteuttamiseen ml. yritysostojen rahoitus.

Listautumisanti koostui osakemyynneistä ja osakeannista. Annista yhtiö keräsi noin 75 MEUR:n bruttovarat. Yleisö- ja instituutioannissa hinta oli 8,2 euroa osakkeelta ja henkilöstöannissa 7,38 euroa. Sitowise laski liikkeelle 9,2 miljoonaa uutta osaketta ja vanhat omistajat myivät yhteensä 7,9 miljoonaa osaketta. Kokonaisuudessaan yhtiön uudeksi osakemääräksi muodostui 35,2 miljoonaa osaketta. Suurimman osan osakkeista merkkasivat instituutiot. Instituutioannissa merkattiin noin 18,0 miljoonaa osaketta ja yleisö- sekä henkilöstöannissa yhteensä 1,7 miljoonaa osaketta.

Pelkistä osakemyynneistä koostuviin listautumisiin on mielestämme suhtauduttava varauksella ja syitä listautumiselle on aina mietittävä tarkasti. Sitowisen tapauksessa isoin osa listautumisen koosta koostui osakeannista, mikä kertoo, että yhtiö haluaa lisää pääomia eikä vain rahastaa entisten omistajien omistuksia. Osakkeista osan myi pääomasijoittaja Intera, joka on ollut viime vuosina monessa pörssiyhtiössä omistajana. Näihin kuuluvat mm. Kamux, Noho Partners, Silmäasema sekä viimeisimpänä Kreate. Pääomasijoittajien exit tai omistuksen kevennys on osa pääomamarkkinoiden kiertoa, eikä siitä voi vetää suoria johtopäätöksiä. Interan historia kertoo kuitenkin, että listattavat yhtiöt ovat usein menestyneet jatkossa myös pörssissä kohtuullisen hyvin.

Sitowise sai annista noin 69 MEUR:n nettovarot hieman yli 6 MEUR:n palkkioiden jälkeen. Suunnitelmien mukaan tästä 14,3 MEUR menee osakaspääomallainan maksuun ja 21,4 MEUR vanhojen P1 ja P2 etuoikeusosakkeiden lunastukseen. Tämän lisäksi yhtiö maksaa vanhoja lainojaan pois 72 MEUR:lla. Listautumisen yhteydessä yhtiö sopi myös uudesta 100 MEUR:n rahoituspaketista, josta 40 MEUR on nostettu listautumisen yhteydessä.

Transaktio ei näin tuonut yhtiön kassaan merkittäviä varoja, mutta sillä saatiin rahoitusta ja tasetta järjestettyä. Yhtiön rahoituspaketti sisältää vielä 40 MEUR:n lainan yritysostoihin ja 20 MEUR:n luottolimiitin, mitkä antavat paukkuja jatkaa kasvua tästä eteenpäin.

Listautumisen varat menevät rahoituksen ja taseen järjestelyyn*

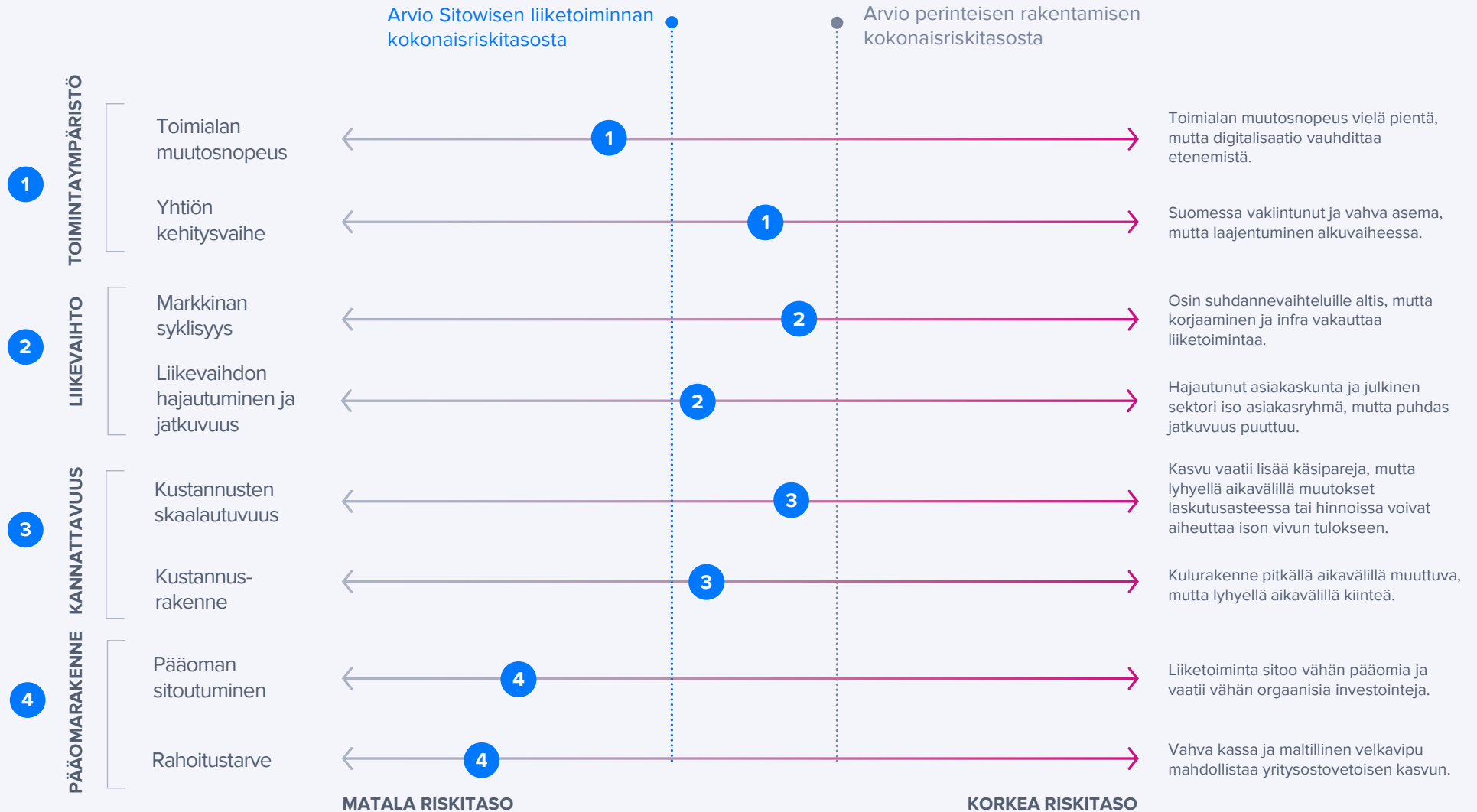
Anti

Bruttovarot	75,0	MEUR
Kulut ja palkkiot	-6,3	MEUR
Netto	68,7	MEUR

Käyttö ja uudelleenrahoitus

Vanhan rahoituksen maksu	-72,0	MEUR
Pääomallainan maksu	-14,3	MEUR
P1-P2 osakkeiden lunastus	-21,4	MEUR
Nostettu rahoitus	40,0	MEUR
Yhteensä	-67,7	MEUR

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Vakaa kasvuyhtiö

Sitowisen sijoitusprofiilia kuvastaa vakaan kasvuyhtiön ominaisuudet. Sitowise on ollut olemassa olonsa aikana hyvin vahvasti kasvava (CAGR-% 18-20: 12,9 %) ja hakee kasvua myös jatkossa strategiansa mukaisesti (yli 10 % vuosittainen kasvu ml. yritysostot).

Markkinan kasvaessa yhtiön toimintamaissa yksinumeroisia lukuja (2020-2025e CAGR-%: noin 3-4 %), on kasvua synnyttävä myös yritysostoista. Yritysostoja yhtiö on 2010-luvun alusta alkaen tehnyt jo yli 50 kappaletta ja hankkinut näiden kautta yli 90 MEUR liikevaihtoa. Sitowisen yritysostomalli on näyttänyt siis jo toimivuutensa ennen listautumista.

Kasvua on suhteellisen helppo saada aikaan, mutta kannattavuuden ylläpito tai kasvatus samaan aikaan voi olla haasteellista. Vuosien 2018-2020 aikana yhtiö on hankkinut yli 20 yritystä ja samaan aikaan oikaistu EBITA on noussut 19,4 % vuosittain (CAGR-%). Tulos on noussut liikevaihtoa nopeammin kertoen parantuneesta suhteellisesta kannattavuudesta myös kovan kasvun aikana. Tulevaisuudessa yhtiö tavoittelee kannattavuustason (EBITA-%) ylläpitoa vähintään 12 %:ssa, jonka uskottavuutta lisää merkittävästi jo saavutettu kannattavuustaso vuonna 2020 (oik. EBITA-% 12,9 %).

Tuloskasvun jatkumiselle on Sitowisessa selvät ainekset, jota myös vahvuudet ja mahdollisuudet

tukevat. Riskit on kuitenkin myös hyvä muistaa.

Mahdollisuudet ja vahvuudet

Vahva asema rakentamisen konsultaatioissa.

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

Digitaaliset ratkaisut antavat konkreettisen

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

Vahva kannattavuus ja tuloskasvuhistoria

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

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

Sitoutunut henkilöstö ja vahva yrittäjähenkisyys huokuu. Avainhenkilöstön omistuksessa ennen listautumista oli Sitowisen mukaan 51 % ja omistavia henkilöitä oli yli 200.

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

Riskit

Markkinakasvun hidastuminen ja

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

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

Kansainvälisen laajentumisen haasteet.

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

Yritysostojen integraation epäonnistuminen.

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

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

Sijoitusprofiili

1.

Vahva asema rakentamisen arvoketjun korkean lisäarvon osa-alueilla

2.

Vahvaa kasvua sektorin kärkipäässä olevalla kannattavuudella

3.

Suhdanteita tasaava liiketoimintaportfolio

4.

Yritystojen ja laajentumisen onnistuminen muissa Pohjoismaissa

5.

Kevyt liiketoimintamalli ja vahva kassavirta takaavat resursseja yritystoihin sekä osinkoihin

Potentiaali



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

Riskit



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

Strategia 1/5

Yritystoin kasvua

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

Kestävästi älykkäitä ympäristöjä

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

Kasvustrategiassa on viisi selkeää painopistettä:

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

1) Operatiivisessa tehokkuudessa näkyy yhtiön kilpailuetu

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

Yhtiön hyvään kannattavuuteen ja operatiiviseen

tehokkuuteen tiivistyy myös yhtiön yksi kilpailuetu, minkä vuoksi yritys on viime vuosina pystynyt tekemään parempaa kannattavuutta kuin kilpailijat.

Operatiivisen tehokkuuden taustalla on kolme selkeää vaikuttavaa tekijää. Ensimmäisenä nousee esiin yhtiön **hajautunut liiketoiminta- ja organisaatiomalli**. Yhtiöllä on neljässä maassa kymmeniä eri toimipistettä, mistä käsin asiantuntijat tekevät töitään. Paikallinen päätöksenteko ja läsnäolo parantaa ketteryyttä reagoida markkinoiden muutoksiin sekä avittaa asiakassuhteita. Lisäksi ehkä tärkeimpänä asiana on se, että kulutaso on alhaisempi maakunnissa kuin isoissa kaupungeissa. Toimistojen vuokrat ja palkkakulut ovat paikallisella tasolla, mutta töitä pystytään nykyisten järjestelmien avulla tekemään maanlaajuisesti tai jopa rajat ylittävästi. Kun työn hinta määräytyy markkinoiden mukaisesti lähes samalla tavalla, mutta kulut joustavat, syntyy siitä operatiivista tehokkuutta ja hyvää kannattavuutta.

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

Kolmantena ja ehkä selkeimpänä erottavana tekijänä toimii yhtiön omakehittämä **Voima-alusta**. Voima on tiedonhallinnan ja projektityöskentelyn

Sitowisen operatiivisen tehokkuuden lähteet luovat kilpailuetua

Hajautunut liiketoimintamalli



Osallistuva henkilöstö



Voima-alusta



Kilpailuetu

Strategia 2/5

työkalu. Sen avulla työntekijät pystyvät käyttämään parhaiksi havaittuja tapoja työskentelyssään ja välttää turhia toistoja sekä aikaa vieviä rutiinitoimenpiteitä. Voima-alusta jakaantuu nyt kahteen eri alueeseen: Voima Pro ja Voima Workspace. Voima Prossa on sisäisiä työkaluja projektityöskentelyyn ja Voima Workspace antaa työkaluja projektin hallintaan sekä suunnitteluun.

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

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

Voima-alusta on myös osoitus yhtiön digitaalisista avuista, joka auttaa yhtiötä rakennusalan digitalisaation kilpailussa. Tulevaisuudessa

Voimaan pyritään yhä enemmän tuomaan projektin tieto- sekä suunnittelujärjestelmiä, joilla voi olla vielä tehokkuuteen parantavia vaikutuksia. Myös vastuullisuuden aspektiin tullaan yhä enemmän panostamaan. Asiakkaiden saaminen myös alustan päälle on tulevaisuudessa yhtiön tavoitteena, joka entisestään voisi syventää yhtiön asiakassuhteita ja jopa luoda verkostovaikutuksia.

2) Kasvu laajentuvalla tarjoamalla selektiivisissä asiakassegmenteissä

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

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

Kasvua laajentamalla tarjoamaa

Talo-liiketoiminta

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

Infra-liiketoiminta

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

Strategia 3/5

3) Digitaalisten ratkaisujen hyödyntäminen

Digitaaliset ratkaisut ovat tärkeä osa Sitowisen tulevaisuuden strategiaa. Tällä hetkellä ne kattavat vain noin 9 % yhtiön liikevaihdosta, mutta niiden osuuden voi odottaa kasvavan. Rakennusalan digitalisaatio on vasta alussa ja mielestämme Sitowise on omalla palvelualueellaan tähän hyvin asemoitunut.

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

4) Laajentuminen Ruotsissa ja muissa Pohjoismaissa

Suomen lisäksi yhtiö hakee vahvaa jalansijaa muista Pohjoismaista aloittaen Ruotsista. Yhtiö on tehnyt 4 yritysostoa Ruotsista vuodesta 2019 alkaen tähän päivään. Ruotsin osuus yhtiön liikevaihdosta oli vuonna 2020 jo noin 13 %, kun se vuonna 2019 oli noin 7 %.

Ensimmäinen yritysosto Byggnadstekniska Byrån tapahtui vuoden 2019 toukokuussa. BTB keskittyi geotekniikkaan ja rakennustekniikkaan. BTB:n liikevaihto ennen ostoa oli noin 15 MEUR, joten sillä saatiin vahva alusta kasvulle. Joulukuussa 2019 tehtiin pienempi K&S Construct AB:n osto, jolla saatiin noin 4 MEUR liikevaihtoa. Vuoden 2020 marraskuussa hankittiin TFIP, joka keskittyy

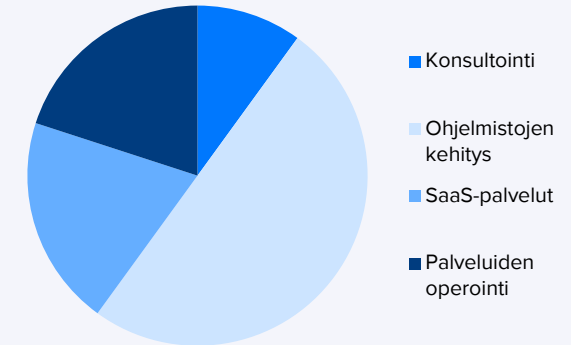
infrastruktuurin projektien konsultointiin etenkin maanalaisissa rakennelmissa. TFIP:n liikevaihto oli noin 7 MEUR vuonna 2020. Viimeisimpänä yhtiö hankki VVS-Kompetenssin, joka on keskittynyt talotekniikan (LVI) konsultointiin. VVS:n liikevaihto vuonna 2020 oli noin 4 MEUR. Nämä neljä yrityskauppaa yhdistettynä nousee liikevaihto jo 31 MEUR:oon (2020: 21,1 MEUR). Yksityiskohtaisia arvioita kauppojen hinnoista ei ole, mutta Sitowise on maininnut 2016-2020 yritysostojen historiallisen EV/EBITDA-kertoimen olleen 5,5x. Ruotsissa hinnat voivat arviomme mukaan olla hieman tätä korkeampia, mutta jäänevät selvästi alle Sitowisen omien kertoimien.

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

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

Digitalisaatio iso osa strategiaa

Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminnan havainnollistava jako*



Pohjoismaihin laajentumisen kasvuaihiot

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

Strategia 4/5

5) Valikoivat yritysostot

Hyvinkin tärkeässä osassa Sitowisen strategiassa ovat yritysostot. Yhtiö on tehnyt yli 50 yritysostoa vuodesta 2010 lähtien ja hankkinut tätä kautta yli 90 MEUR liikevaihtoa. Markkina on etenkin Suomessa vielä hyvinkin pirstaloitunut ja omaa konsolidoitumispotentiaalia. Suomen noin 1,7 miljardin euron markkinan 10 suurinta toimijaa edustavat noin 55 % markkinasta, kun loput 2000 yritystä edustavat loppua 45 %. Ruotsissa konsolidointi on jo pidemmällä, kun noin 3 miljardin euron markkinasta 10 suurinta yritystä edustavat noin 80 % markkinan koosta ja loput 700 yritystä vastaavat noin 20 %:sta markkinasta.

Yhtiön haarukoinnin perusteella 11 000 yrityksen listalta löytyy noin 600 varteenotettavaa kohdetta, joista 60 on selkeämmin erottunut tavoitekohteeksi. Näistä Sitowisen mukaan noin 5-10 on edennyt alustaviin keskusteluihin.

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

sitoutuneita ja sopivat hyvin Sitowisen hajautuneeseen yrityskulttuuriin.

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

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

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

Yritysostokriteerit

Vahva taloudellinen suorituskyky

Täydentää tarjoamaa ja mahdollisuuksia

Luo uusia palveluita ja asiakassegmenttejä

Laajentuminen maantieteellisesti

Sitoutunut henkilöstö

Kulttuurillinen vastaavuus

Strategia 5/5

Taloudelliset tavoitteet

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

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

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

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

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

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

Taloudelliset tavoitteet

Kasvu

Vuosittainen kasvu yli 10 %, ml yritysostot

Kannattavuus

Vähintään 12 %:n oikaistu EBITA-%

Velkaantuneisuus*

Nettovelat/oikaistu käyttökatte < 2,5x

Osinko

30-50 % nettotuloksesta

Markkinat

Suomi ja Ruotsi keskiössä

Sitowisen toimialaa kuvailtaessa Suomi ja Ruotsi ovat toistaiseksi tärkeimmät markkinat, joihin myös raportissa keskityimme. Konsultointi- ja suunnitteluala on osa rakentamisen kokonaismarkkinaa, joka on Suomen ja Ruotsin osalta lähes 80 miljardin euron kokoinen. Suomen ja Ruotsin konsultointi- ja suunnittelumarkkinat ovat Sitowisen mukaan yhteensä noin 4,8 miljardia euroa. Tästä Suomen osuus on noin 1,7 miljardia ja Ruotsin markkinan osuus noin 3,1 miljardia vuoden 2020 ennusteen mukaan.

Suomessa markkina on vallan pirstaloitunut ja omaa selkeää konsolidointipotentiaalia. Kymmenen suurinta yritystä vastaavat noin 55 % markkinaosuudesta ja loput 2 000 yritystä 45 %:n markkinaosuudesta. Ruotsissa konsolidointia on jo tapahtunut ja siellä mahdollisuudet ovat vähäisempiä. Kymmenellä suurimmalla yhtiöllä on noin 76 %:n markkinaosuus Sitowisen mukaan ja loput 24 % markkinasta jakaantuu noin 9 000 yritykselle.

Vaikka konsolidoituminen on Ruotsissa pidemmällä, riittää pienempiä yrityksiä selvästi enemmän kuin Suomessa. Lisäksi Ruotsin markkinan koko on lähes kaksinkertainen Suomeen verrattuna. Sitowisen oma koko antaa myös mahdollisuuksia voimakkaaseenkin kasvuun pienempiä yrityksiä ostamalla.

Toimialan kasvunäkymät ovat hyvät

Mielestämme toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset ja näemme kasvun ylittävän

toimintamaiden bkt:n kasvun. Kasvu tulee myös arviomme mukaan ylittämään rakentamisen kokonaismarkkinan kasvun konsultoinnin markkinapenetraatioasteen noustessa. Sitowisen mukaan penetraatioaste voisi vuoteen 2025 mennessä nousta Suomessa 5,2 %:iin vuoden 2005 noin 3,6 %:sta. Ruotsissa kehityksessä ollaan jo pidemmällä, sillä penetraatioasteen odotetaan nousevan vuoteen 2025 mennessä noin 7,5 %:iin. Konsultoinnin markkinaosuuden kasvua tukee arviomme mukaan mm. tekniikan lisääntyminen, tiiviin rakentamisen kasvu, infrastruktuurin vaatimuksien nousu, kestävä kehitys ja digitalisaatio.

Vuodesta 2005 vuoteen 2020 Suomen markkina on kasvanut vuosittain noin 5 % Sitowisen mukaan. Vuonna 2020 kasvu on jäämässä ennusteiden mukaan nolnaan ja kääntyy vuonna 2021 noin 3 %:n laskuun. Aktiviteetti on kuitenkin markkinatoimijoiden mukaan ollut vielä vahvaa, joten ainakaan merkittävästi suurempaa laskua emme odota. Markkina on historiassa ollut kohtuullisen hyvin suhdannekestävä. Vuonna 2009 markkina laski vain 3 %:lla oltuaan pari edellistä vuotta yli 10 %:n nousussa. Vastavuoroisesti koko rakentamisen markkina sukelsi vuonna 2009 lähes 13 %:lla.

Ruotsissa kasvu on viimeiset viisi vuotta ollut noin 7 % vuosittain kertoen vahvasta markkinasta. Markkinaennusteet povaavat vuodelle 2021 pientä alle prosentin laskua, josta kasvu jatkuisi lähes 5 %:n vuosivauhtia eteenpäin.

Suomessa vuosien 2020-2025 kasvun

ennustetaan olevan vuosittain noin 3 % ja Ruotsissa kasvu ylittäisi lähes 4 %:iin. Kasvuluvut ovat alle historiallisten tasojen, mikä viittaisi lähivuosina pieneen kasvun tasaantumiseen. Trendit pitkällä aikavälillä kuitenkin tukevat kasvunäkymiä ja näemme alan tulevaisuuden olevan valoisa.

Taustalla on vahvoja megatrendejä

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

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

Rakennuskannan ikääntyminen lisää tarvetta korjausrakentamisen sekä ylläpidon suunnittelulle ja konsultoinnille.

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

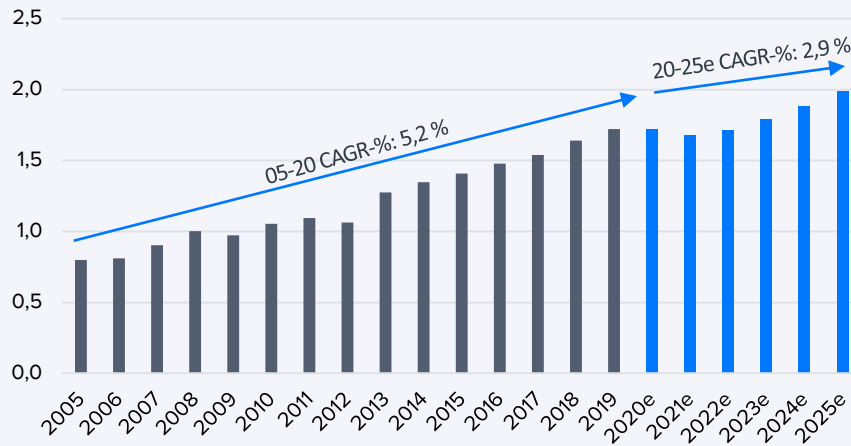
Digitalisaatio ja älykäs infra muuttaa yhtiöiden ja yhteiskunnan toimintaa ja mahdollistaa uudenlaisia liiketoimintoja.

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

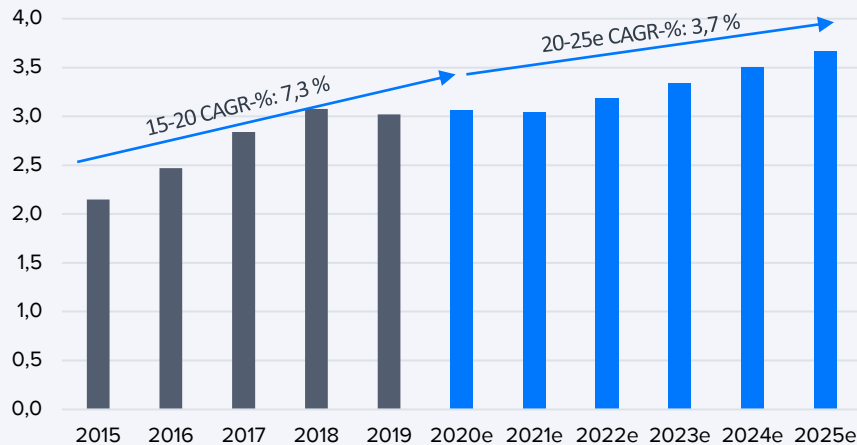
Markkinat

Markkinoiden odotetaan kasvavan

Suomen teknisen konsultoinnin markkina (mrd €)



Ruotsin teknisen konsultoinnin markkina (mrd €)



Megatrendit läsnä liiketoiminnassa



Kaupungistuminen



Korjausvelka



Kestävä kehitys

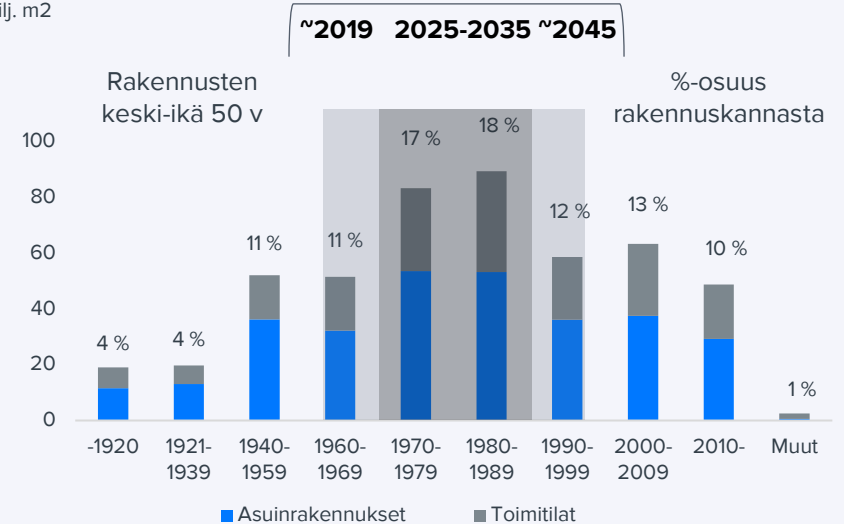


Digitalisaatio

Isoin osa Suomen rakennuskannasta tulossa korjausikään

Rakennuskannan osuudet vuosikymmenittäin ja arvioidut korjausajankohdat

Milj. m²



Kilpailu 1/2

Markkijohdajien joukossa Suomessa, Ruotsissa haastaja

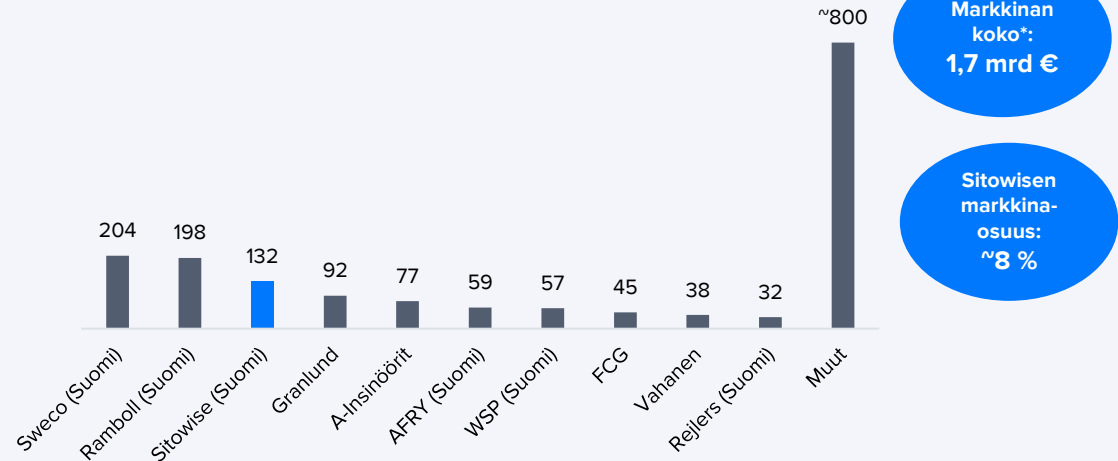
Sitowisen markkina-asema on Suomessa hyvin vahva. Sitowisen keräämien tietojen perusteella yhtiö sijoittuu kolmen isoimman toimijan joukkoon. Ruotsissa yhtiö on vielä pitkälti haastajan asemassa sijoittuen 10 suurimman ulkopuolelle. Käytämme tässä vuoden 2019 lukuja vertailtavuuden vuoksi, sillä kaikilta toimijoilta uusimpia lukuja ei ole saatavilla.

Suomessa kilpailuympäristö koostuu isoista pohjoismaisista ja kansainvälisistä toimijoista (Ramboll, Sweco, AFRY, WSP, Rejlers), isoista paikallisista toimijoista (esim. Granlund, Vahanen, A-Insinöörit) sekä pienistä paikallisista toimijoista. Sitowisen mukaan yhtiön markkinaosuus on noin 8 %:n luokkaa.

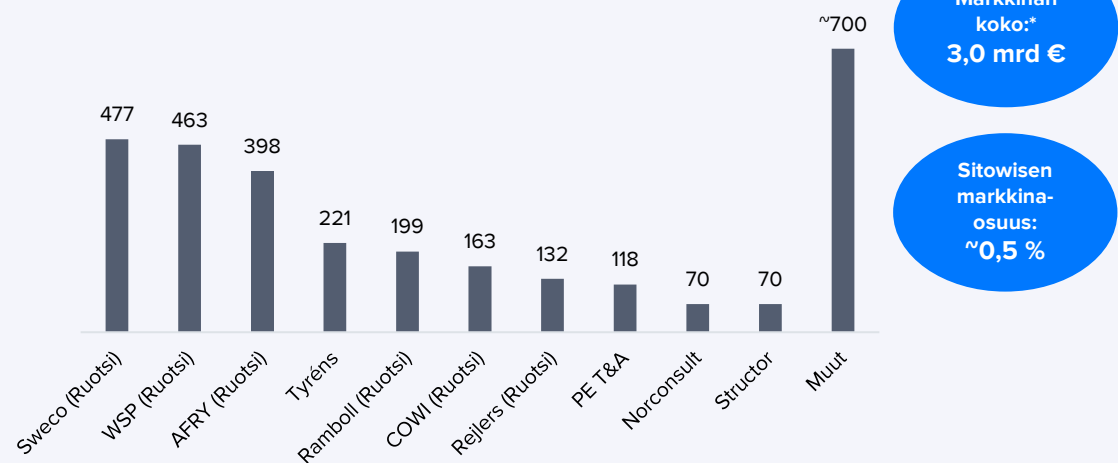
Ruotsissa kilpailuympäristö koostuu samoista isoista toimijoista kuin Suomessakin, minkö lisäksi markkinoilla on isoja ja puhtaasti paikallisia toimijoita (esim. Tyréns, Projektengagemang). Ruotsissa konsolidoituminen on pidemmällä, mutta isompien toimijoiden lisäksi markkinoilla on Sitowisen mukaan noin 9 000 pienempää yritystä.

Suomessa Sitowisen asema on varsin vahva ja yhtiö pystyy hyödyntämään kokoaan isoissa projekteissa. Ruotsin valloitus haastajan asemasta voi olla vaikeampi tehtävä, sillä vakiintuneet toimijat ovat siellä paljon isompia ja omaavat vahvat paikalliset suhteet. Viimeisimpien yritysostojen perusteella Sitowise näyttäisi kuitenkin pystyvän houkuttelemaan taloudellisesti hyvin vahvoja paikallisia toimijoita liittymään yhtiöön, mikä kertoo Sitowisen vetovoimasta. Yritysostovetoisessa markkinassa ostohinnat voivat myös nopeasti kohota korkeaksi, mutta arviomme mukaan Sitowise pystyy tekemään kauppoja ainakin alle omien kertoimien.

Suomen talo- ja infrasuunnittelun markkina (MEUR)



Ruotsin talo- ja infrasuunnittelun markkina (MEUR)



Kilpailu 2/2

Listattuihin verrokkeihin nähden alan kärkeä

Saadaksemme hieman käsitystä Sitowisen kilpailukyvyistä, vertailimme Sitowisen taloudellisia lukuja isoimpiin ja lähimpiin listattuihin verrokkeihin nähden. Olemme ottaneet vertailuun mukaan myös suomalaisen Etteplanin, joka toimii kylläkin enemmän teollisuustekniikan osa-alueella, mutta on IT-osaamisensa ja markkinansa myötä mielestämme kohtuullisen hyvä verrokki Sitowiselle. Haluamme kuitenkin korostaa, että Sitowise ei toimi energia- ja teollisuuskonsultoinnin parissa, jossa markkina voi olla enemmän riippuvainen isoista investointisykleistä.

Sitowisen kasvutarinaan luottamustamme lisää, että vuosittainen kasvu on myös historiassa ollut tavoitteiden (yli 10 %:n kasvu) mukaista. Viimeisten kolmen vuoden aikana Sitowise on jäänyt jälkeen kasvussa vain AFRY:lle, jonka kasvussa isona vaikuttava tekijänä on ollut Pöyryn ja ÅF AB:n yhdistyminen AFRY:ksi. Verrokkien noin 6,5 %:n keskiarvoiseen kasvuun nähden on Sitowisen kasvu kuitenkin ollut lähes kaksinkertaista. Iso osa kasvusta on Sitowisenkin tapauksessa syntynyt yritysostoista ja myös muilla ne näyttelevät omaa osaansa viime vuosien kasvussa.

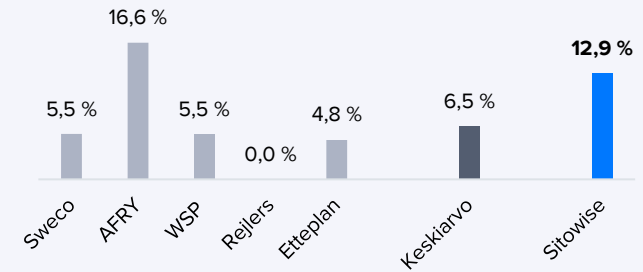
Kannattavuus on ollut Sitowiselle alan kärkeä. Viimeisen kolmen vuoden keskiarvo verrokkien operatiiviselle marginaalille on ollut noin 6,6 %:ssa. Verrokeista korkeimmat kannattavuudet ovat keskimäärin olleet lähempänä 9 %:n tasoa. Sitowisella sen sijaan liikevoittomarginaali (oikaistu) on ollut keskimäärin lähempänä 11 %

viimeisen kolmen vuoden aikana.

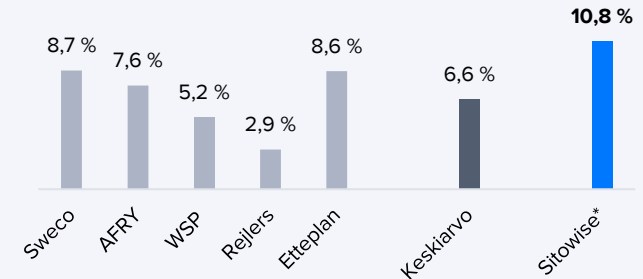
Hyvään kannattavuuteen vaikuttaa arviomme mukaan Sitowisen nykyaikaisten järjestelmien sekä sitoutuneen että yrittäjähenkisen henkilöstön luoma operatiivinen tehokkuus. Voima-alustalla kaikki ylimääräinen hallinnollinen työ on viety minimiin ja iso osa työajasta vietetään projektissa. Tämä nostaa laskutusastetta ja antaa vipuvoimaa kannattavuuteen. Samalla laaja paikallinen läsnäolo varmistaa myös paikallisen kulutason palkkoineen ja toimistovuokrineen, kun töitä pystytään nykyisin vielä yhä paremmin tekemään myös etänä.

Pääoman tuotto-% Sitowisella on vielä alle parhaiden verrokkien kolmen vuoden keskiarvolla mitattuna. Parhaimmaksi verrokeista nousee Etteplan noin 23 % ROE:llaan. Sitowise on kuitenkin keskiarvoa parempi noin 14 %:llaan ja pörssin mittakaavassa pääoman tuottotasoa voi pitää jo varsin hyvänä. Sitowisella on liiketoimintamallinsa, kevyen taseensa ja hyvän kannattavuuden yhdistelmänä mielestämme mahdollisuudet saavuttaa selvästi korkeampia pääoman tuottolukuja kuin mitä keskiarvo nyt antaa olettaa. Vuonna 2020 yhtiö ylsi jo 21 %:n ROE:en, mikä kertoo potentiaalista. Listautuminen antaa osaltaan mahdollisuuksia parantaa taseasemaa myös entistä optimaalisempaan suuntaan. Pidämme Sitowiselle noin 20-25 %:n tasoja hyvinkin mahdollisina saavuttaa ja ylläpitää lähivuosien aikana.

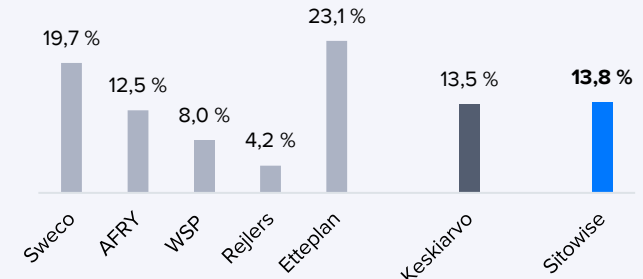
Liikevaihdon kasvu (CAGR-%; 3v ka.)



Operatiivinen liikevoittomarginaali (3v ka.)



Oman pääoman tuotto-% (ROE-%, 3v ka.)



Taloudellinen tilanne

Taloudellinen asema on hyvä

Sitowisen taloudellinen asema on listautumisen myötä hyvässä kunnossa, mutta sitä se oli jo ennen listautumistakin.

Yhtiön taseen tunnusluvut ovat liiketoimintamalliin nähden mielestämme olleet kohtuullisen hyvällä tasolla. Omavaraisuusaste on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut keskimäärin noin 31 % ja gearing-% noin 86 %. Näissä on vielä otettava huomioon se, että IFRS-16 on nostanut velkamäärää merkittävästi ja ilman näitä tunnusluvut olisivat vielä selvästi parempia. Listautumisen tulevien muutosten myötä odotamme omavaraisuusasteen nousevan ja nettovelkaantumisasteen laskevan selvästi.

Nettovelka / oikaistu käyttökatte -tunnusluku on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut noin 2,8x, mikä on myös hyvä taso. Yhtiö ei ole velkaantunut ennen listautumistaan yli oman suorituskyvyn ja on pysynyt lähellä tavoitteitaan (alle 2,5x) lähihistoriassa.

Vahva kassavirtapotentiaali näkyy yhtiön kassakonversion tunnuslukuista. Viimeisen kolmen vuoden aikana kassakonversio on ollut noin 90 % ja operatiivinen kassavirta on noussut vuoden 2018 noin 12,5 MEUR:sta noin 22,8 MEUR:oon vuoden 2020 lopussa.

Keuyen liiketoimintamallinsa ansiosta orgaanisia investointeja yhtiö joutuu tekemään vain vähän, kuten aikaisemmin esitimme ja kerroimme. Ylläpitoinvestointien ollessa alhaiset (alle 2 % liikevaihdosta) ja taseen ollessa kevyt, jää liiketoiminnan rahavirtaa enemmän käytettäväksi

kasvuun ja osinkoihin. Keuyen taseen ansiosta myös pääoman tuottopotentiaali on korkealla, kuten aikaisemmilta sivuilta näimme.

Tase koostuu pääosin liikearvosta

Yritysostojen myötä taseessa korostuu liikearvo. Taseen loppusumma oli 2020 lopussa noin 222 MEUR, josta liikearvoa oli 118 MEUR. Se vastasi näin 53 % taseen loppusummasta. Liikearvoa kertyy taseeseen yritysostoista eikä sitä IFRS-standardin mukaisesti poisteta. Kauppojen myötä syntynyttä muuta aineetonta omaisuutta kuitenkin poistetaan, minkä vuoksi EBITA-lukua käytetään kannattavuuden mittaamisessa vertailtavuuden parantamiseksi.

Mielestämme tässä vaiheessa liikearvon alaskirjausriski on pieni, mutta isommat muutokset markkinatilanteesta tai parametreissa voivat aiheuttaa riskejä alaskirjauksista. Tämän vuoksi ison liikearvon kanssa tulee huomioida myös mahdolliset negatiiviset skenaariot. Arviomme mukaan yhtiön käyttämät parametrit ovat kuitenkin kestäväällä tasolla tällä hetkellä.

Toiseksi isoin erä varojen puolella oli vuoden 2020 lopussa saamiset noin 46 MEUR:n osuudellaan. Kolmanneksi esiin nousee aineelliset hyödykkeet (34 MEUR), mutta tästä suurin osa on ollut IFRS-16-vuokravastuita (noin 29 MEUR). Muuten kiinteää omaisuutta yhtiöllä ei juuri ole ja tase on kevyt.

Kassa nousee vielä varojen puolelta esiin oltua vuoden 2020 lopussa noin 15 MEUR. Yhtiöllä oli vahva kassa jo ennen listautumista, mikä kertoo liiketoiminnan terveestä tilasta ja hyvästä

kassavirrasta.

Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli noin 67 MEUR. Yhtiöllä oli vuoden 2020 lopussa taseessaan noin 14 MEUR:n oman pääoman ehtoinen osakaslaina, mutta se maksetaan listautumisen yhteydessä pois. Tämä on mielestämme järkevää taserakenteen optimoinnin ja osakkeenomistajien etujen kannalta.

Velkojen puolella pitkäaikaisesta velasta korotonta oli vuoden 2020 lopussa noin 2 MEUR ja noin 93 MEUR korollista. Korollisista veloista 24 MEUR oli vuokrasopimusvelkoja (IFRS 16) ja loput 69 MEUR lainoja rahoituslaitoksilta.

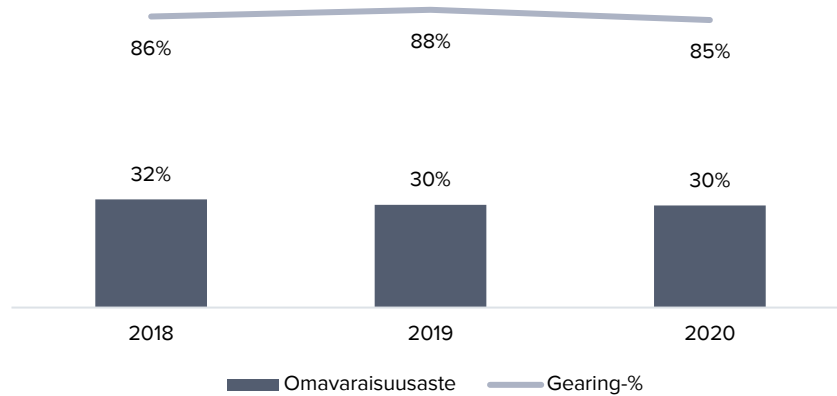
Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 9 MEUR, josta noin 6 MEUR koostui vuokrasopimusveloista ja 3 MEUR lainoista rahoituslaitoksilta. Korollista nettovelkaa (ilman IFRS 16 -velkoja) yhtiöllä oli vuoden 2020 lopussa 57 MEUR.

Listautuminen ja yhtiön taloudellinen liikkumavara antoi mahdollisuuden uudelleenrahoittaa velkoja. Yhtiö solmi listautumisen yhteydessä 100 MEUR:n rahoituspaketin, joka listautumisen varojen kanssa auttoi maksamaan vanhoja lainoja pois noin 72 MEUR:n edestä. Samalla yhtiö nosti 40 MEUR:n lainan, kuten aikaisemmin kerroimme. Olemme ottaneet muutokset rahoituksessa huomioon vuoden 2021 ennusteissa, jotka ovat nähtävillä Ennusteet-kappaleemme lopun taulukoissa.

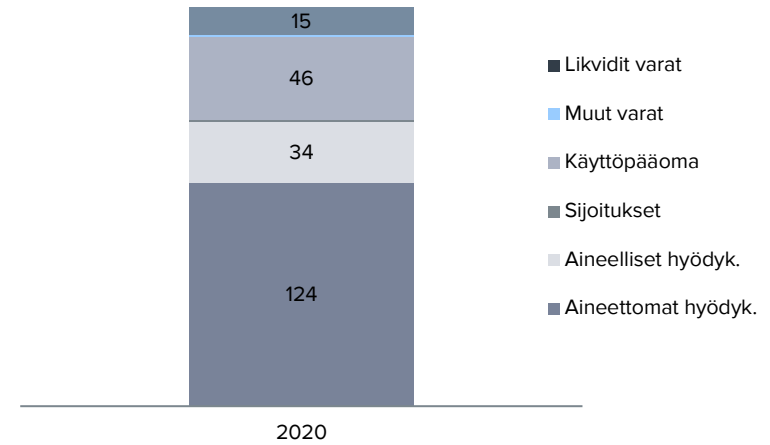
Kaiken kaikkeaan tase on ollut jo ennen listautumista hyvässä kunnossa ja taseasema on parantunut listautumisen myötä entisestään.

Taloudellinen tilanne

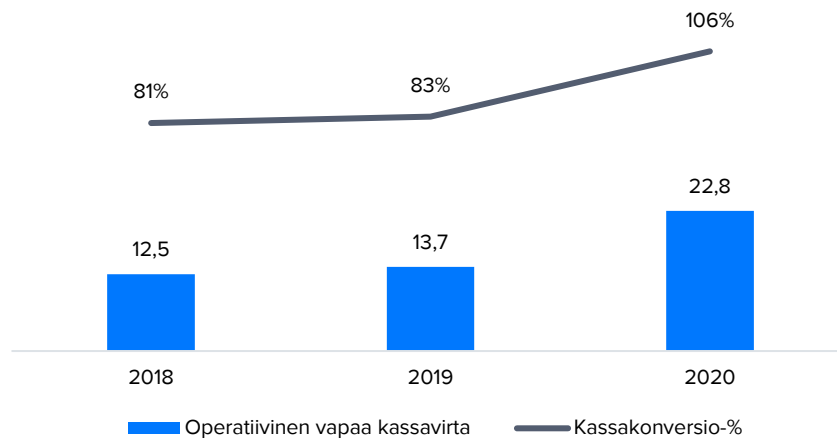
Taseen tunnusluvut



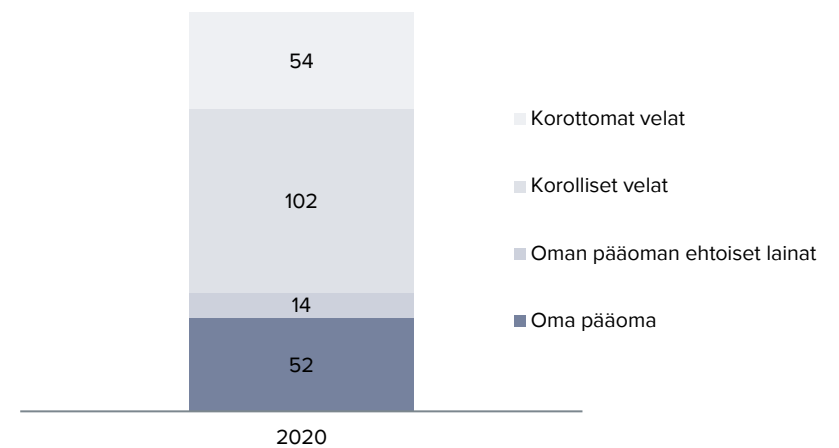
Vastaavaa (MEUR, 2020)



Vahva kassavirta



Vastattavaa (MEUR, 2020)



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

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

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

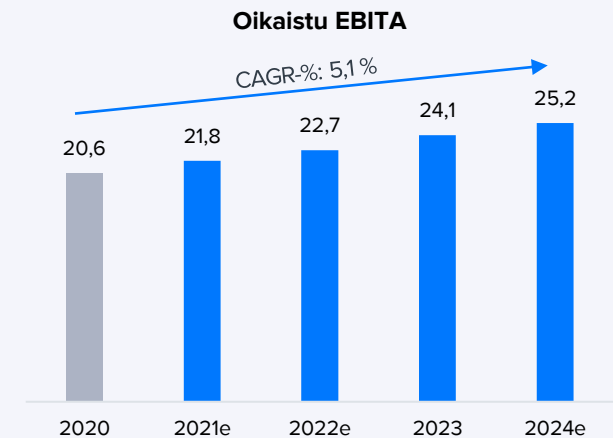
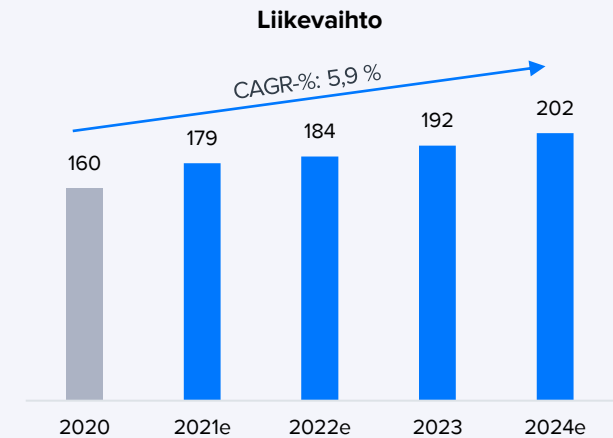
Ennusteissamme ei ole otettu huomioon mahdollisia yritysostoja, mutta olemme pyrkineet hahmottamaan näiden toteutumista mahdollisen skenaarion kautta.

Vuosi 2021 on kasvun aikaa

Edellä mainitut lähtökohdat huomioiden odotamme vuodelta 2021 vahvaa kasvua. Markkinatilanne vuoteen 2021 lähdeittäessä ei ole optimaalinen, sillä markkinan odotetaan

Suomessa ja Ruotsissa laskevan noin 1-3 %:lla. Koronapandemian vuoksi näkyvyys tulevaan markkinakehitykseen on heikko, mutta Sitowise on kuitenkin onnistuneesti sopeutunut muuttuneisiin olosuhteisiin ja toimintaympäristöön. Odotamme orgaanisen kasvun olevan Sitowisella tämän myötä pienoisesti positiivisen puolella. Suurin osa kasvusta kuitenkin tulee yritysostoista, joiden vaikutuksen odotamme olevan noin 16 MEUR vuonna 2021. Yritysostoja voi tulla vielä lisää, mutta jo tällä tahdilla liikevaihto nousee ennusteillamme noin 12 % 179 MEUR:oon.

Kannattavuuden odotamme pysyvän hyvällä tasolla, mutta marginaalin laskevan vuodesta 2020. Yhtiö on kasvanut viime vuodet aggressiivisesti ja markkinatilanne on ollut samalla suotuisa. Nyt markkina hieman jarruttaa, kun samalla yhtiö on laajentunut aggressiivisesti Ruotsiin. Näemme tämän kasvuvaiheen ja siirtymän aiheuttavan hieman paineita korkealle kannattavuustasolle, jota on lisäksi tukenut koronan myötä tulleet kertaluonteiset säästöt. Yhtiöt ovat saaneet tukea eläkemaksuihinsa ja näiden päättymisen tulee näkymään myös Sitowisella. Näillä on ollut noin 1,2 MEUR:n positiivinen vaikutus vuoden 2020 tulokseen. Osin etätyötrendi tulee jatkumaan myös vuonna 2021 ja lähivuosina, minkä vuoksi osa esim. säästetyistä matkakuluista myös säästyy pysyvästi. Iso osa matkakuluista menee kuitenkin projektien laskuun, joten tällä ei ole ollut niin positiivista vaikutusta Sitowiseen kuin voisi olettaa. Toimistojen kulut voivat myös murroksen myötä tulevaisuudessa hieman laskea, mikä tasapainottaa kertaluonteisia eriä.



Ennusteet 2/3

Ennustamme kuluriveillä materiaalien ja palvelujen osuuden tulevaisuudessa laskevan, kun alihankinnan määrä yhtiössä vähenee tarjoaman laajentumisen myötä. Henkilöstökuluissa näemme pientä painetta ylöspäin suhteellisesti liikevaihtoon nähden vuoden 2020 tasosta, kun samalla kilpailu osajista kiristyy ja yleisesti palkkapaineiden voi olettaa nousevan. Liiketoiminnan muissa kuluissa näemme absoluuttisen tason nousevan liikevaihdon mukana, mutta suhteellisen osuuden pienentyvän yhtiön hajautuneen liiketoimintamallin ja vähäisen hallintotaakan vuoksi.

Näillä perusteilla näemme yhtiön oikaistun EBITA:n olevan vuonna 2021 noin 21,8 MEUR. Tämä tarkoittaisi vahvan yläriivin kasvun myötä vielä noin 6 %:n kasvua EBITA:an, mutta marginaalin odotamme laskevan 12,2 %:iin (2020: 12,9 %). Yhtiön tavoitteena on saavuttaa vähintään 12 %:n marginaali, minkä kanssa ennusteemme ovat linjassa. Viimeisen kolmen vuoden aikana oikaistu EBITA-% on ollut noin 11,7 %, mikä tuo marginaalitasoon luottoa. Markkina on kuitenkin ollut suotuisa viime vuodet ja kolmen vuoden otanta ei vielä anna riittävää kuvaa kestävästä yli suhdanteiden saavutettavasta tasosta.

Isoimpana riskinä ennusteissamme on markkinakasvun selkeämpi jäähtyminen, mikä vaikuttaisi kasvuun, mutta mahdollisesti myös Sitowisen laskutusasteeseen. Kannattavuustason ylläpito korkealla tasolla voi myös olla haasteellista, jos kasvu ja yrityskauppojen integraatio eivät suju suunnitelmallisesti. Nykyinen kannattavuustaso on verrokkeihin ja yhtiön

historiaankin nähden korkealla ja samankaltaisen suorituksen kestävä jatkaminen voi olla haastavaa.

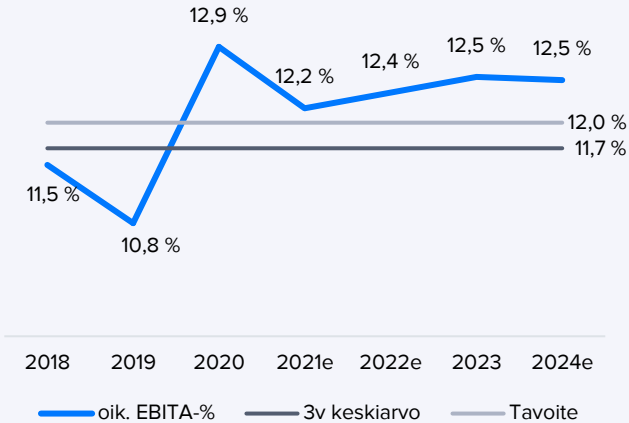
Lähivuosina markkinakasvu alkaa jälleen piristyä

Vuosille 2022-2023 odotamme markkinakasvun jälleen pikkuhiljaa vahvistuvan. Odotamme Sitowisen kasvavan noin 3 %:lla vuonna 2022, jota tukee pieni epäorgaanisen kasvun vaikutus. Vuonna 2023 odotamme orgaanista kasvua jo noin 4 %:lla. Kasvua tukee yhtiön laajentunut tarjoama ja markkinan hyvät pitkäaikavälin trendit sekä konsultaation penetraatioasteen nousu että myös Sitowisen digitalisaatio-osaaminen.

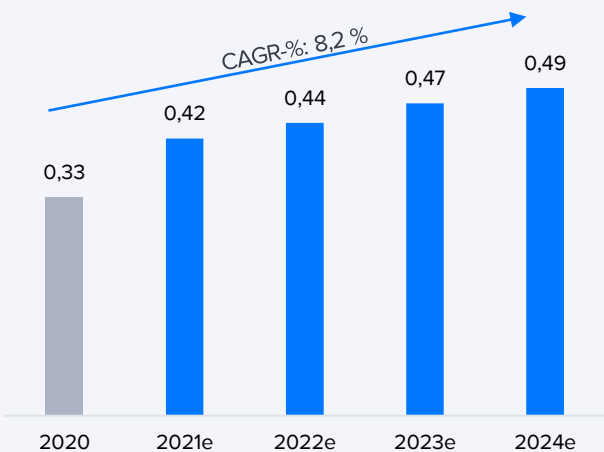
Vahvemman orgaanisen kasvun myötä näemme myös marginaaleissa ja tuloksessa kasvua. Ennustamme vuoden 2022 EBITA:n olevan noin 22,7 MEUR ja edelleen vuonna 2023 24,1 MEUR, Marginaalin odotamme vuonna 2022 nousevan hieman noin 12,4 %:iin ja edelleen vuonna 2023 noin 12,5 %:iin.

Keskipitkällä aikavälillä odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun olevan 3-5 %:n tasolla, josta pitkälle aikavälillä kasvuennusteemme asettuu noin 2 %:iin. Kannattavuuden osalta odotamme, että keskipitkällä aikavälillä yhtiö ylittää vuoden 2020 tasoille, mutta pitkällä aikavälillä kannattavuus tasaantuu hieman yli 12 %:n oikaistun EBITA-marginaalin tasolle. Tämä on yli yhtiön historiallisen tason (11,7 %), mutta näemme digitalisaation osuuden kasvun ja yhtiön koon kasvun parantavan yhtiön kannattavuutta pitkällä aikavälillä hieman.

Oikaistu EBITA-%



Osakekohtainen tulos (oik.)



Ennusteet 3/3

Yritystostoskenaario

Iso osa Sitowisen liiketoiminnan kasvusta on historiassa tullut yritysostoista. Tämä on suunta myös tulevaisuudessa. Vuodesta 2018 alkaen yhtiö on suorittanut noin 20 yritysostoa vuoden 2020 loppuun asti ja näistä on karkeasti tullut liikevaihtoa noin 39 MEUR. Vuoden 2020 noin 160 MEUR:n liikevaihtoon suhteutettuna yritysostojen osuus yhtiön liiketoiminnasta on suuri. Tämän vuoksi pelkästään organisen kasvuun perustuvat ennusteemme voivat antaa väärän kuvan yhtiön liiketoiminnan kehityksestä.

Olemme arvioineet yhtiön hyvän historiallisen yrityskauppahistorian sekä strategian tavoitteiden mukaisesti, että yhtiön liikevaihto kasvaisi seuraavan 4 vuoden ajan (vuoteen 2024 asti) noin 12 % vuosittain. Joku vuosi kasvu voi olla hitaampaa, joku vuosi nopeampaa, mutta keskimäärin kasvu olisi yli 10 %.

Skenaariossamme oletamme, että Sitowise tekisi vuonna 2021 vielä yhden tai kaksi pienempää yritysostoa, mikä nostaisi kasvun noin 14 %:iin. Sitä seuraavien vuosien aikana kasvu olisi noin 11 %. Vuoteen 2024 mennessä yhtiö saavuttaisi skenaariossa noin 250 MEUR:n liikevaihdon ja muuttumattomilla kannattavuusennusteillamme yhtiön EBITA nousisi vuonna 2025 noin 31 MEUR:oon.

Varat riittäisivät skenaarion kasvuun

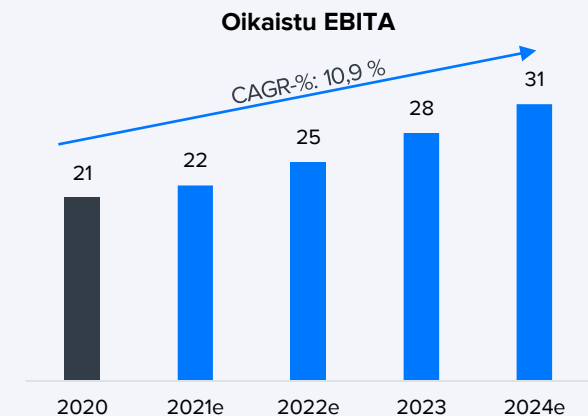
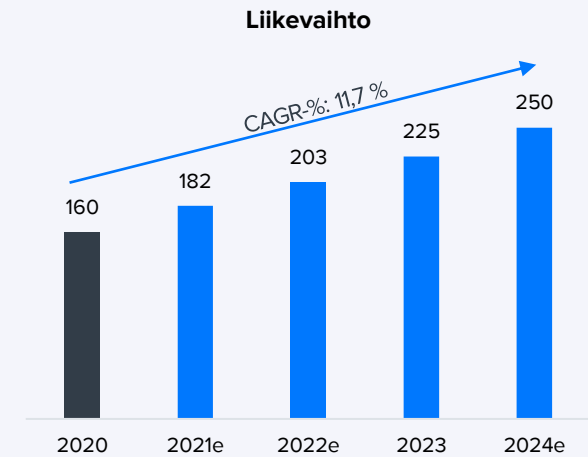
Organisen liikevaihdon kasvun ennusteisiimme nähden liikevaihtoa olisi vuoden 2025 lopussa noin 50 MEUR enemmän. Sitowisen pyrkiessä

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

Yhtiön listautumisannin ja uuden rahoituspaketin tuottamat varat riittävät tähän skenaarioon vällä hyvin. Yhtiöllä on solmitussa 100 MEUR:n rahoituspaketissa mukana 40 MEUR:n yritysostoihin tarkoitettu laina. Tämän lisäksi yhtiön kassassa on listautumisen jälkeen arviolta 16 MEUR, josta osa tosin on jo mennyt alkuvuonna toteutettuihin yritysjärjestelyihin.

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

Yritystostoskenaario



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	126	143	160	47,0	45,5	37,5	49,0	179	184	192	202
Käyttökate	19,5	19,3	26,3	7,9	7,2	6,1	7,8	28,9	30,3	32,0	33,1
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-8,7	-8,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-8,8	-9,2	-9,6	-9,7
Liikevoitto	13,3	10,6	18,3	5,7	5,0	3,9	5,6	20,2	21,1	22,4	23,4
EBITA (oik.)	14,5	15,5	20,6	6,1	5,4	4,3	6,0	21,8	22,7	24,1	25,2
EBITA	13,8	12,3	19,5	6,0	5,8	3,0	7,0	21,8	22,7	24,1	25,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,1	-2,3	-2,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7
Tulos ennen veroja	11,1	8,4	15,9	5,2	4,5	3,4	5,1	18,4	19,4	20,7	21,7
Verot	-1,6	-0,5	-3,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-3,9	-4,1	-4,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	9,5	7,9	12,6	4,3	3,6	2,5	4,2	14,6	15,4	16,5	17,3
EPS (oikaistu)	0,25	0,13	0,33	0,12	0,10	0,07	0,12	0,42	0,44	0,47	0,49
EPS (raportoitu)	0,27	0,22	0,36	0,12	0,10	0,07	0,12	0,42	0,44	0,47	0,49

Tunnusluvut	2018	2019	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-	13,8 %	11,9 %	-	-	-	-	11,8 %	2,9 %	4,4 %	4,9 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%		7,1 %	33,3 %	-	-	-	-	5,6 %	4,4 %	6,0 %	4,6 %
Oikaistu EBITA-%	11,5 %	10,8 %	12,9 %	13,0 %	11,9 %	11,4 %	12,2 %	12,2 %	12,4 %	12,5 %	12,5 %
Nettotulos-%	7,6 %	5,5 %	7,9 %	9,2 %	7,9 %	6,7 %	8,6 %	8,2 %	8,4 %	8,6 %	8,6 %

Lähde: Inderes

*Osakekohtainen tulos vuosille 2018-2020 on oikaistu listautumisannin mukaisella uudella osakemäärällä

Inderesin kommentti:

Huomioitavaa ennusteissamme on, että kvartaalitasolla ennusteissa esiintyy vielä huomattavaa epävarmuutta, sillä yhtiön kausiluonteisuudesta on vielä vähän näyttöä.

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	136	160	167	166	164
Liikearvo	102	118	118	118	118
Aineettomat hyödykkeet	4,0	5,7	6,1	4,4	3,5
Käyttöomaisuus	27,6	34,2	41,0	41,5	40,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,3	1,7	1,7	1,7	1,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	52,5	61,6	76,9	85,9	101
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	42,2	46,1	51,9	53,4	55,8
Likvidit varat	10,3	15,5	25,0	32,5	45,7
Taseen loppusumma	188	222	244	252	266

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	57,4	66,9	115	126	138
Osakepääoma	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,3	11,4	26,0	37,2	48,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	14,1	14,1	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Muu oma pääoma	40,6	41,0	88,5	88,5	88,5
Vähemmistöosuus	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	78,4	94,5	66,0	62,0	62,0
Laskennalliset verovelat	1,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	77,2	92,6	64,0	60,0	60,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	52,6	60,1	63,1	63,7	66,1
Lainat rahoituslaitoksilta	8,0	9,4	6,0	5,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	42,2	47,3	53,7	55,3	57,7
Muut lyhytaikaiset velat	2,5	3,4	3,4	3,4	3,4
Taseen loppusumma	188	222	244	252	266

Arvonmääritys 1/5

Arvostuksen perusteet

Hinnoittellemme Sitowisea ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan hyvän ja laajan verrokkiryhmän kanssa. Sen lisäksi saamme pohjoismaisista verrokeista hyvän pohjan yhtiölle hyväksyttävästä arvostuksesta. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA -ja P/E-tuloskertoimia. Sitowisen liiketoimintamallin, hyvän sekä normaalin tulostason ja kevyen taseen vuoksi tase pohjainen (P/B) tai volyymipohjainen (EV/S) arvostus eivät ole mielestämme parhaita mahdollisia mittareita.

Hyväksyttävä arvostus

Sitowisella on kevyt tase, vähän pääomia sitova liiketoiminta, se tuottaa hyvin vahvaa kassavirtaa, kasvaa vahvasti, omaa hyvän pääoman tuoton sekä kannattaa alaan nähden hyvällä tasolla. Tämän vuoksi Sitowiselle voi hyväksyä korkeatkin arvostuskertoimet Helsingin pörssin keskiarvoon nähden (P/E(forward) 05-20 ka.: noin 14x).

Paras vertailukohta ja arvostustaso löytyy mielestämme yhtiön pohjoismaisista verrokeista ja niistä etenkin Swecosta. Sweco on liiketoimintaprofiililtaan ja markkinoiltaan hyvin samankaltainen kuin Sitowise, vaikka on vielä selvästi isompi, hajautuneempi sekä vakiintuneempi toimija. Olemme oikealle koostaneet Swecon pitkän aikavälin arvostuksen kuviot, joita käytämme hyväksyttävän arvostustason määrittämisen pohjana.

Kuten kuvioistakin nähdään, teknisen

konsultoinnin yhtiöiden kertoimet ja etenkin Swecon kertoimet ovat nousseet voimakkaasti. Osaltaan suhdanteet ovat kohdelleet konsulttiyhtiöitä hyvin ja tulostason laatu on parantunut, mutta samalla megatrendit palvelevat hyvin kyseisen alan yhtiöitä sijoituskohteena. Toisaalta myös tulostasoissa ollaan koronan myötä nähty pieniä pudotuksia, mikä on nostanut kertoimia lyhyellä aikavälillä. Swecon esimerkissä selkeää korjausta kertoimissa tosin ollaan jo alaspäin nähty.

Vuodesta 2010 lähtien eteenpäin katsova P/E-kerroin on ollut noin 18x ja EV/EBITDA-kerroin noin 11x. Viimeisen viiden vuoden aikana on hyväksytty selkeästi korkeammat kertoimet (P/E: 22x, EV/EBITDA 14x).

Mielestämme Sitowise ansaitsee hyvän historiallisen suorituksen, vahvan kasvuhaluuden sekä paremman kannattavuuden vuoksi vähintään Swecon historiallisen tason kertoimet, jotka toimivat arvostushaarukamme alarajana. Näin hyväksyttävä arvostushaarukamme Sitowiselle on: P/E 18-22x ja EV/EBITDA: 11-13x.

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

Swecon historiallisesta arvostuksesta voi hakea suuntaa myös Sitowiselle

Sweco Forward P/E



Sweco Forward EV/EBITDA



Arvonmääritys 2/5

Absoluuttiset kertoimet

Seuraamme Sitowisessa vuoden 2021 arvostustasoa. Mielestämme Sitowisen tulostaso vuonna 2021 on suhteellisen normaalilla tasolla ennusteillamme, johon on hyvä myös arvostusta peilata. Sitowisen tulosta ja sitä kautta P/E-kerrointa painavat tällä hetkellä yritysostoihin liittyvät aineettomat poistot, joilla ei ole kassavirtavaikutusta. Tämän takia painotamme enemmän EV/EBITDA-kerrointa arvonmäärityksessämme.

Sitowisen arvostus on mielestämme kohtuullinen (2021e: oik. P/E: 20x, oik. EV/EBITDA: 12), mutta ei tarjoa enää merkittävää nousuvaraa.

Hyväksymämme arvostushaarukan keskiväliin (P/E: 20x, EV/EBITDA: 12x) nähden osakkeessa on noin 1%:n nousuvara.

Vuodelle 2022 arvostus laskee hieman (2022e: oik. P/E: 19x, oik. EV/EBITDA: 11) pienen kasvun myötä. Arvostuksen tulisi kuitenkin mielestämme olla vielä tässä vaiheessa selkeästi alle hyväksyttävän tasomme, jotta voisimme nojata vuoteen 2022 asti.

Ennustamme yhtiöltä kasvavaa osinkoa lähivuosien aikana. Merkittävä ajuri osinko ei kasvuvaiheessa mielestämme osakkeelle ole, mutta se tarjoaa pientä tukea tuotto-odotukselle. Lähivuosien ajan osinkotuotto on maltillinen ollen noin 1-2 %:n tasolla. Ennustamme osingonjakosuhteen olevan matala, sillä yhtiö juuri keräsi listautumisessa rahoitusta kasvua varten eikä sen merkittävä ulosjakaminen näin ollen

omistajien edun mukainen vaihtoehto.

Verrokkiryhmän esittely

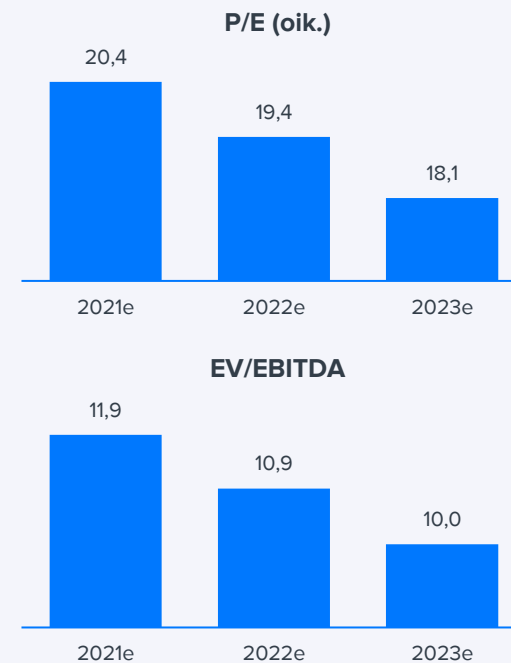
Sitowiselle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan kansainvälisistä ja pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat ruotsalaiset Sweco ja AFRY samankaltaisen sijoittajaprofiiliin, kohtuullisen lähellä olevan liiketoiminnan, pohjoismaisten markkinoiden ja lähellä olevan tulosprofiiliin vuoksi.

Pienemmistä ja pohjoismaihin keskittyneistä verrokeista myös ruotsalainen Rejlers on hyvä esimerkki, vaikka toimialajako on Sitowiseen nähden hieman erilainen ja suorituskyky on ollut selvästi heikompaa viime vuosina. Kansainvälisesti toimiva WSP on myös hyvä verrokki, sillä se on yksi Sitowisen tärkeimmistä kilpailijoista, vaikka onkin kooltaan selvästi isompi ja toimii isommalla markkinalla.

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,50	8,50	8,50
Osakemäärä, milj. kpl	35,2	35,2	35,2
Markkina-arvo	299	299	299
Yritysarvo (EV)	344	332	318
P/E (oik.)	20,4	19,4	18,1
P/B	2,6	2,4	2,2
EV/Liikevaihto	1,9	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	11,9	10,9	10,0
EV/EBIT (oik.)	17,1	15,7	14,2
Osinko/tulos (%)	28,9 %	31,9 %	34,2 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,6 %	1,9 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/5

Verrokkiryhmän arvostustaso

Verrokkien arvostustaso on noussut viime aikoina selkeästi, kuten jo Swecon arvostusgraafeista edellisiltä sivuilta näkee. Osakekurssit ovat nousseet talouden palautumisen odotuksien avittamana, mikä on nostanut arvostusta ja siihen liittyviä odotuksia. Mielestämme arvostus sektoritasolla ei ole tällä hetkellä halpa vaan ennemminkin hinnoittelee tuloksiin jo selkeää parantumista koronavuoden jälkeen. Tässä mielessä mielestämme suhteellisen arvostuksen kanssa tulee olla varovainen.

Alla esitetyn verrokkiryhmän vuoden 2021e ja 2022e mediaani P/E-kertoimet ovat noin 25x ja 21x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 10x ja 9x. Verrokkiryhmästä näkee, että kansainväliset ja isot toimijat, joiden liiketoiminnan suoritus on ollut vahvaa, hinnoitellaan porssissä

tällä hetkellä korkealle. On mahdollista, että osissa yhtiöissä näkyy myös laatu-yhtiön preemiota, mikä on vaihtoehtoisten sijoitusten puutteiden vuoksi myös nostanut kertoimia. Mielestämme Sitowisen suoritus voisi tulevaisuudessa oikeuttaa laatu-yhtiönkin hinnoitteluun, mutta vielä tässä vaiheessa ero sektorin kärkeen on mielestämme perusteltua.

Vuosille 2021e-2022e Sitowisen P/E-kertoimet ovat keskimäärin 13 % verrokkien alapuolella, mutta EV/EBITDA-kertoimet lähes 20 % ryhmän mediaaneja korkeammalla. Painotamme verrokkien vertailussa myös EV/EBITDA-kerrointa. Yhtiöiden samankaltaiset liiketoimintaprofiilit parantavat kertoimen vertailtavuutta, kun taas P/E-luvussa vaikuttavana tekijänä on suuret aineettomien hyödykkeiden poistot, jotka heikentävät vertailtavuutta.

Sitowise tulisi mielestämme hinnoitella preemiolla

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

Yhtiön kehitys- ja laajentumisvaihe, konsernin lyhyt historia, osaa verrokkeja pienempi koko ja keskittyneempi liiketoiminta laskevat kuitenkin hyväksyttävää tasoa. Myös riskiprofiilit ovat Sitowisea suuremmilla ja monialaisimmalla yhtiöillä mahdollisesti alhaisempia.

Näiden syiden takia pidämme vuodelle 2021 noin 10 %:n (nyt noin 4 %) preemiota verrokkeihin nähden perusteltuna.

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Sweco AB (publ)	141,10	5026	5410	25,0	22,8	16,8	15,6	30,4	27,8
AF Poyry AB	252,20	2688	2505	15,4	13,4	10,1	9,2	21,3	18,8
Rejlers AB (publ)	149,00	262	280	20,1	17,1	8,7	8,0	28,1	23,7
WSP Global Inc	120,67	9228	9953	21,7	18,4	12,0	10,7	29,4	24,7
Etteplan Oyj	15,95	397	439	17,5	15,9	10,1	9,3	21,1	18,9
Arcadis NV	34,04	3070	3428	16,1	14,8	9,8	9,2	20,8	18,6
Sitowise (Inderes)	8,50	299	344	17,1	15,7	11,9	10,9	20,4	19,4
Keskiarvo				19,3	17,0	11,3	10,3	25,2	22,1
Mediaani				18,8	16,5	10,1	9,3	24,7	21,3
Erotus-% vrt. mediaani				-9 %	-5 %	17 %	18 %	-17 %	-9 %

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

Arvonmääritys 4/5

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös hieman painoarvoa. Yhtiön yritysostovetoisen kasvun vuoksi organiseen kasvuun perustuvat ennusteemme eivät kuitenkaan välttämättä anna parasta kuvaa yhtiön arvostuksesta. Tämän lisäksi rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden, jonka vuoksi sen paino arvonmäärityksessä on vielä matala. Se toimii vielä tässä vaiheessa enemmänkin arvostuksen tukityökaluna. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 8,6 euroa kohtuullisen viritetyillä odotuksilla.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 11,5 %:iin liikevaihdosta. Tämä vastaa yli 12 %:n EBITA-marginaalia, joka on yli yhtiön tavoitetason sekä myös yli yhtiön viimeisen kolmen vuoden tason. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on korkea (66 %) korostaen isoimman arvon jakautuvan terminaaliin. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,0 % ja oman pääoman kustannus on 9,1 %. Mielestämme tuottovaatimustaso on juuri pörssiin listautuvalle kasvuyhtiölle alhainen eikä siinä ole mielestämme merkittävästi enää laskuvaraa. DCF-arvon nousun olisi tultava ennemmin yhtiön kassavirtojen parantumisen kautta. Yhtiön tunnettavuuden parantuessa ja suorituksen vahvistuessa yhtiötä voidaan tuki hinnoitella myös alhaisemmalla tuottovaatimuksella.

Yritysostoskenaario

Yritystojen avulla saatava kasvu voisi olla nykyisiä ennusteitamme selvästi vahvempaa, kuten aikaisemmassa kappaleessa näytimme. Tämän vuoksi olemme haarukoineet myös yhtiön arvoa skenaariomme mahdollisesti toteutuessa odotetusti.

Skenaariossamme yhtiö tekisi vuonna 2024 noin 250 MEUR liikevaihtoa ja 31 MEUR:n EBITA:a. Tämä vastaisi noin 40 MEUR:n käyttökattetta. Hyväksyttävänä arvostuksena olemme käyttäneet haarukkamme (11-13x) alarajaa, josta yritysarvoksi vuonna 2024 muodostuisi noin 442 MEUR.

Nettovelan osalta olemme arvioineet, että se olisi kaksinkertainen käyttökatteeseen nähden ollen näin alle yhtiön tavoitetason (nettovelka/EBITDA < 2,5x). Tästä saamme markkina-arvoksi vuonna 2024 noin 361 MEUR. Osakkeen arvo olisi tällöin 10,3 euroa.

Nykykurssilla osakkeen vuotuisiksi tuotoksi kurssinousun perusteella muodostuisi noin 6 % vuoteen 2024 asti olettaen, että kaikki skenaariossa menisi nappiin. Tämän meidän mielestä todennäköisimmän skenaarion osalta tuotto jää varsin maltilliseksi mm. yritysostoihin, yhtiön kehitysvaiheeseen ja Ruotsiin laajentumiseen liittyviin riskeihin nähden. Mielestämme riskit huomioiden vuotuisen tuoton tulisi olla selkeästi yli nykyisen oman pääoman tuottovaateen (9 %). Yritysostoskenaariossa vaateen tulee mielestämme olla tätä korkeampi toteuman epävarmuuden ja riskien vuoksi.

Yritysostoskenaario

Tulostaso (MEUR)	
Liikevaihto 2024e	250
EBITA	31
EBITDA	40
Hyväksytty arvostustaso	
EV/EBITDA	11
Osakekannan arvo (MEUR)	
Yritysarvo 2024e	442
Nettovelka 2024e (2 x EBITDA)	80
Markkina-arvo 2022e	361
Osakkeen arvo 2024e (euroa)	10,3
Osakkeen vuotuinen tuotto nykykurssilla	5,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 5/5

Tavoitehinta ja suositus

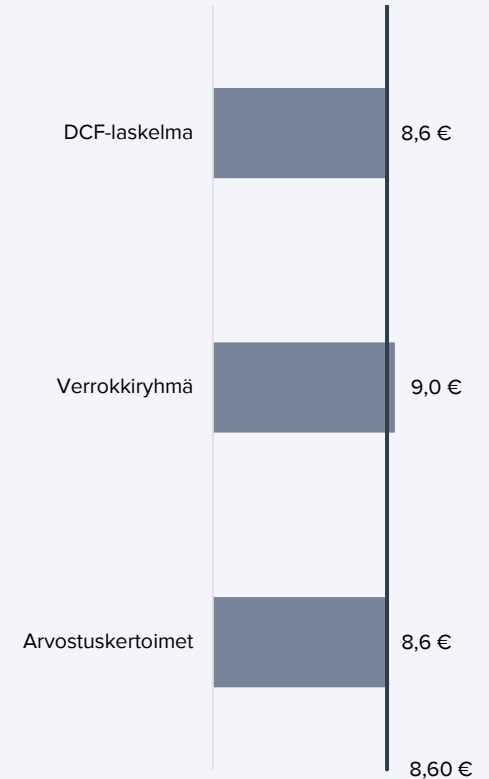
Aloitamme Sitowisen seurannan vähennäsuosituksella ja 8,60 euron tavoitehinnalla. Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksytyjä arvostuskertoimia ja pienemmällä painolla verrokkiryhmää sekä DCF-laskelmaa.

Sitowise on pörssitaipaleensa alussa mielestämme hinnoiteltu jo varsin kovin odotuksin. Yhtiö suorituskyky on ollut viime vuodet hyvällä tasolla, mikä antaa perusteita korkealle arvostukselle, mutta äärimmilleen sitä ei mielestämme yhtiön kehitysvaiheen vuoksi voi venyttää. Myös yritysostoskenaarion tuotto-odotus jää varsin maltilliseksi.

Yhtiön pystyessä ylittämään ennusteemme ja markkinatilanteen samanaikaisesti piristyessä, voi arvostuksessa olla vielä nousuvaraa. Tämä vaatii kuitenkin vuoden 2020 kaltaisen suorituksen jatkumista tästä eteenpäin, joka voi uudella markkinalla olla haastavaa saavuttaa.

Kannattavuuden tai tulostason jäädessä odotuksista, on arvostuksessa mielestämme selkeästi laskuvaraa. Osake on hinnoiteltu kovin odotuksin ja pettymykset pörssitaipaleen alkupuolella voivat muuttaa odotuksia nopeastikin toiseen suuntaan.

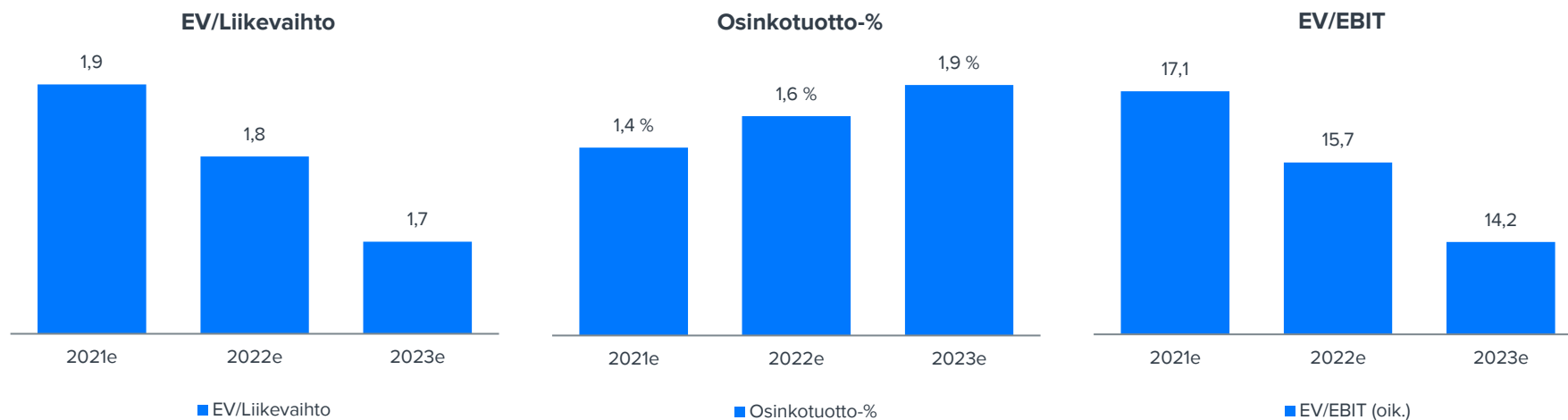
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,50	8,50	8,50	8,50
Osakemäärä, milj. kpl	35,2	35,2	35,2	35,2
Markkina-arvo	299	299	299	299
Yritysarvo (EV)	344	332	318	305
P/E (oik.)	20,4	19,4	18,1	17,3
P/B	2,6	2,4	2,2	2,0
EV/Liikevaihto	1,9	1,8	1,7	1,5
EV/EBITDA (oik.)	11,9	10,9	10,0	9,2
EV/EBIT (oik.)	17,1	15,7	14,2	13,0
Osinko/tulos (%)	28,9 %	31,9 %	34,2 %	36,6 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,6 %	1,9 %	2,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Sweco AB (publ)	141,10	5026	5410	25,0	22,8	16,8	15,6	2,5	2,4	30,4	27,8	1,6	1,8	5,8
AF Poyry AB	252,20	2688	2505	15,4	13,4	10,1	9,2	1,3	1,2	21,3	18,8	2,4	2,7	2,6
Rejlers AB (publ)	149,00	262	280	20,1	17,1	8,7	8,0	1,1	1,0	28,1	23,7	1,7	2,0	2,3
WSP Global Inc	120,67	9228	9953	21,7	18,4	12,0	10,7	1,9	1,7	29,4	24,7	1,2	1,2	
Etteplan Oyj	15,95	397	439	17,5	15,9	10,1	9,3	1,5	1,4	21,1	18,9	2,3	2,6	4,2
Arcadis NV	34,04	3070	3428	16,1	14,8	9,8	9,2	1,0	1,0	20,8	18,6	2,0	2,1	3,1
Sitowise (Inderes)	8,50	299	344	17,1	15,7	11,9	10,9	1,9	1,8	20,4	19,4	1,4	1,6	2,6
Keskiarvo				19,3	17,0	11,3	10,3	1,5	1,5	25,2	22,1	1,9	2,1	3,6
Mediaani				18,8	16,5	10,1	9,3	1,4	1,3	24,7	21,3	1,8	2,1	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				-9 %	-5 %	17 %	18 %	37 %	37 %	-17 %	-9 %	-22 %	-21 %	-15 %

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

DCF-laskelma

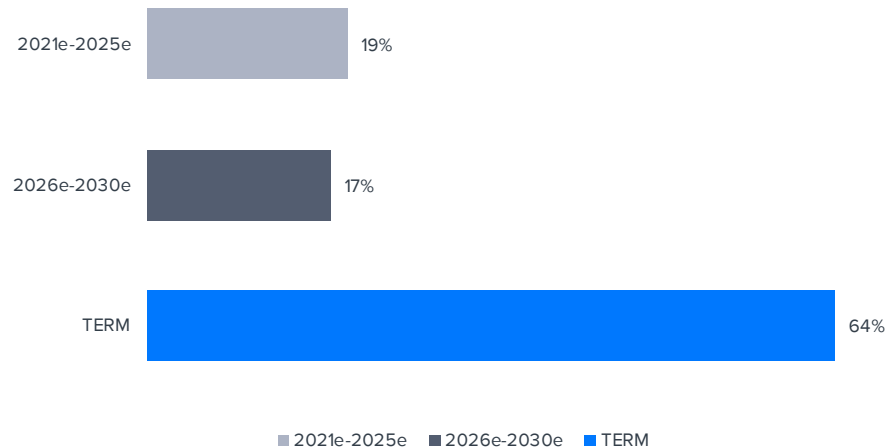
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	18,3	20,2	21,1	22,4	23,4	24,6	25,3	26,1	27,1	27,8	28,4	
+ Kokonaispoistot	8,0	8,8	9,2	9,6	9,7	9,3	9,0	8,8	8,6	8,1	8,1	
- Maksetut verot	0,0	-3,7	-3,9	-4,1	-4,3	-4,6	-4,7	-4,9	-5,1	-5,2	-5,3	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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	2,1	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	27,9	25,5	26,1	27,6	28,5	29,1	29,4	29,8	30,4	30,4	30,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-33,1	-16,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-7,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,2	9,5	18,1	19,6	20,5	21,1	21,4	21,8	22,4	22,4	23,7	
+/- Muut	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-5,1	9,5	18,1	19,6	20,5	21,1	21,4	21,8	22,4	22,4	23,7	483
Diskontattu vapaa kassavirta		9,0	16,1	16,2	15,9	15,3	14,5	13,8	13,3	12,4	12,2	249
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		388	379	363	347	331	316	301	287	274	262	249
Velaton arvo DCF		388										
- Korolliset velat		-101,9										
+ Rahavarat		15,5										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		301										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,6										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	125,7	143,0	160,1	179,0	184,2	EPS (raportoitu)	0,27	0,22	0,36	0,42	0,44
Käyttökate	19,5	19,3	26,3	28,9	30,3	EPS (oikaistu)	0,25	0,13	0,33	0,42	0,44
Liikevoitto	13,3	10,6	18,3	20,2	21,1	Operat. kassavirta / osake	0,48	0,62	0,79	0,73	0,74
Voitto ennen veroja	11,1	8,4	15,9	18,4	19,4	Vapaa kassavirta / osake	-2,67	-0,65	-0,15	0,27	0,52
Nettovoitto	4,4	7,1	12,7	14,6	15,4	Omapääoma / osake	1,30	1,62	1,90	3,27	3,58
Kertaluontoiset erät	0,6	3,2	1,1	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,12	0,14
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	143,0	188,4	221,5	244,0	251,8	Liikevaihdon kasvu-%		14 %	12 %	12 %	3 %
Oma pääoma	45,8	57,4	66,9	114,9	126,2	Käyttökateen kasvu-%		-1 %	36 %	10 %	5 %
Liikearvo	79,1	101,7	118,1	118,1	118,1	Liikevoiton oik. kasvu-%		-41 %	130 %	17 %	5 %
Nettovelat	54,2	74,8	86,5	45,0	32,5	EPS oik. kasvu-%		-47 %	144 %	27 %	6 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	15,5 %	13,5 %	16,4 %	16,2 %	16,5 %
Käyttökate	19,5	19,3	26,3	28,9	30,3	Oik. Liikevoitto-%	10,0 %	5,2 %	10,7 %	11,3 %	11,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,7	3,1	2,1	0,6	0,1	Liikevoitto-%	10,6 %	7,4 %	11,4 %	11,3 %	11,5 %
Operatiivinen kassavirta	16,9	21,7	27,9	25,5	26,1	ROE-%	41,8 %	15,4 %	20,4 %	16,1 %	12,8 %
Investoinnit	-105,6	-43,8	-33,1	-16,0	-8,0	ROI-%	24,3 %	8,5 %	11,7 %	11,4 %	11,2 %
Vapaa kassavirta	-93,9	-22,9	-5,1	9,5	18,1	Omavaraisuusaste	32,0 %	30,4 %	30,2 %	47,1 %	50,1 %
						Nettovelkaantumisaste	118,4 %	130,4 %	129,3 %	39,2 %	25,8 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.3.2021	Vähennä	8,60 €	8,50 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme 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 Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**