

# Sitowise

## Laaja raportti

5.9.2023



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Rakennetun ympäristön asiantuntija

Toistamme Sitowisen osta-suosituksen ja 5,00 euron tavoitehintamme laajan raportin päivityksen yhteydessä. Rakennusten ja infrastruktuuriin tekniseen konsultointiin sekä digitalisointiin keskittyvä Sitowise toimii vahvojen megatrendien tukemalla alalla edelläkävijänä. Sitowisen tehokas liiketoimintamalli mahdollistaa alan parhaimpia kannattavuuksia sekä vahvan kassavirran, jolla jatkaa yritysostovetoisen kasvustrategian toteutusta pirstaloituneella alalla. Lähivuosina epävarmuutta luo markkinan piristymisen epävarmuus, johon linkittyy myös rahoitusmarkkinan vakaantuminen. Riskeistä ja epävarmuuksista huolimatta arvostus on mielestämme lähivuosille houkuttelevalla tasolla.

## Rakennetun ympäristön asiantuntijatalo

Sitowise on suomalainen rakennetun ympäristön tekniseen konsultointiin ja suunnitteluun sekä sen digitaalisiin ratkaisuihin keskittynyt asiantuntijayhtiö. Vuonna 2022 Sitowisen liiketoiminnasta noin 85 % (2021: 90 %) syntyi talo- ja inframarkkinan teknisestä konsultoinnista ja noin 15 % (2021: 10 %) alan digitaalisista ratkaisuista. Vuoden 2017 lopussa syntynyt Sitowise on vuoteen 2022 asti kasvanut noin 13 %:n vuosivauhtia. Samana aikana kannattavuus on ollut noin 11 % (oik. EBITA-%), mikä on ollut alan parhaimmistoa. Viime vuosina kannattavuus on kuitenkin heikentynyt ja yhtiö tavoittelee sen nostamista takaisin 12 %:n paremmalle puolelle. Samalla yhtiö havittelee strategiansa mukaisesti kasvua tavoitteenaan yli 10 %:n vuotuinen kasvu (ml. yritysostot). Tavoitteiden saavuttamista hidastaa epävarma talonrakentamisen markkina sekä inflaation nostamat kustannukset. Muiden liiketoimintojen vahva veto ja Sitowisen hyvät näytöt yritysostovetoisesta kasvusta luovat kuitenkin luottoa strategiaan. Yhtiön tehokas sekä kannattava liiketoimintamalli tuottaa vahvaa kassavirtaa mahdollistaen kasvuinvestoinnit, joilla nostaa sekä liikevaihto että tulos korkeammalle tasolle tulevaisuudessa.

## Tuloskasvulle hyvät edellytykset

Sitowise arvioi liikevaihdon kasvavan vuonna 2023, ja että oikaistu EBITA-marginaali on suunnilleen vuoden 2022 tasolla (2022: 10,0 %). Markkinanäkymät ovat Talo-liiketoiminnalle heikot, mutta noin 4 %:n kasvussa oleva tilauskanta, inframarkkinan hyvä veto sekä digitaalisten ratkaisujen kysyntä tukevat kasvunäkymiä. Lähivuosina ennustamme kasvun olevan noin 5 % vuosittain. Orgaanisen kasvun odotamme kuitenkin lähtevän piristymään vuoden 2024 aikana. Kannattavuus paranee ennusteissamme inflaation ja heikomman markkinatilanteen painamasta tasosta kohti historiallisia tasoja sekä yhtiön tavoitteita (24-26e: 11,8 %) markkinahaasteiden väistyessä, volyymien noustessa ja digitaalisten palvelujen osuuden kasvaessa. Odotamme tuloskasvun (EBITA) olevan lähivuosille hyvällä noin 10 %:n tasolla. Orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö havittelee aktiivisesti yritysostoja, jotka luovat hyvän kasvuoption yhtiölle.

## Arvostuksessa selvää nousuvaraa

Sitowisen arvostus on houkutteleva lähivuosille nykyisestä hieman normaalia alhaisemmasta kannattavuudesta huolimatta (23-24e ka.: EV/EBITDA: 7x, P/E: 11x). Arvostushaarukkamme alatasolla (EV/EBITDA: 8-10x, P/E: 14-18x) osakkeessa olisi yli 20 %:n nousuvara. Tuotto-odotusta parantaa myös noin 3 %:n tasolle noussut osinkotuotto. Hyvään verrokkiryhmään nähden Sitowise on lähivuosille arvostettu 30 %:n alennuksella, kun mielestämme Sitowise tulisi olla vähintään linjassa verrokkeihin suorituskykynsä perusteella. Myös DCF-laskelmamme arvo (5,6 euroa) on nykyistä kurssia selvästi korkeammalla tukien suositustamme.

## Suositus

### Osta

(aik. Osta)

**5,00 EUR**

(aik. 5,00 EUR)

### Osakekurssi:

3,99



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	204,4	220,1	226,5	236,5
<b>kasvu-%</b>	14 %	8 %	3 %	4 %
<b>EBIT oik.</b>	17,5	17,6	22,8	27,0
<b>EBIT-% oik.</b>	8,5 %	8,0 %	10,0 %	11,4 %
<b>Nettotulos</b>	7,8	10,8	15,0	18,4
<b>EPS (oik.)</b>	0,34	0,31	0,42	0,52

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

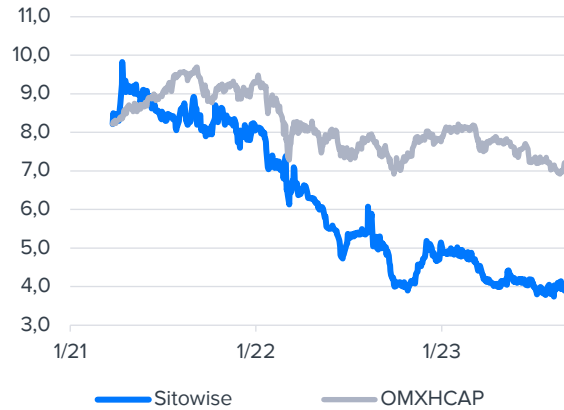
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

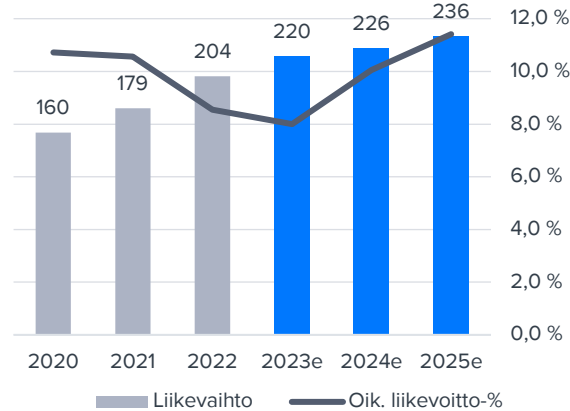
Sitowise arvioi liikevaihdon kasvavan vuonna 2023 (2022: 204 MEUR), ja että oikaistu EBITA-marginaali on suunnilleen vuoden 2022 tasolla (2022: 10,0 %).

## Osakekurssi



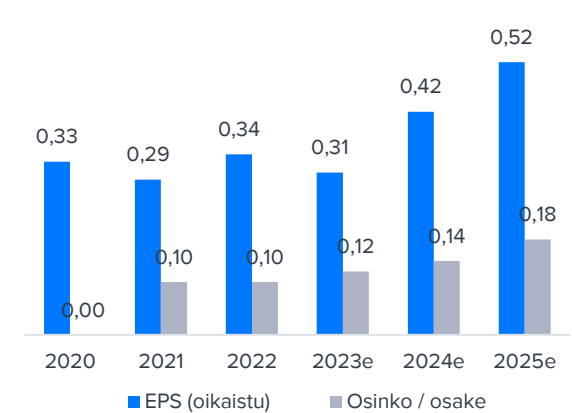
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Markkinaa vahvempi orgaaninen kasvu ja yritysostot
- Alan parhaimman kannattavuuden ylläpito
- Pohjoismaihin laajentuminen
- Tarjoaman laajentaminen
- Vahva kassavirta ja vähäinen investointitarve
- Tehokas ja hajautunut liiketoimintamalli sekä digitalisaatio-osaaminen luovat kilpailuetua
- Konsultoinnin ja suunnittelun osuuden kasvu rakentamisen arvoketjussa megatrendien siivittämänä
- Kestävän kehityksen regulaation luomat mahdollisuudet



## Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,99	3,99	3,99
Osakemäärä, milj. kpl	35,5	35,5	35,5
Markkina-arvo	142	142	142
Yritysarvo (EV)	219	206	191
P/E (oik.)	13,0	9,4	7,7
P/B	1,1	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	7,7	6,2	5,2
EV/EBIT (oik.)	12,4	9,0	7,1
Osinko/tulos (%)	39,4 %	33,1 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,5 %	4,5 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-14</b>
Strategia	<b>15-18</b>
Markkinat ja kilpailu	<b>19-20</b>
Taloudellinen tilanne	<b>21-22</b>
Ennusteet	<b>23-27</b>
Arvonmääritys	<b>28-35</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>36-</b>

# Sitowise lyhyesti

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

## 2017

Sitowise-konserni muodostuu

## 2021

Listautuminen

## 204 MEUR (14 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

## +13 % 2018-2022

Liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvu

## 20,4 MEUR (10,0 % lv:sta)

Oikaistu liiketulos ilman aineettomien hyödykkeiden poistoja (EBITA)

## 11,4 % 2018-2022

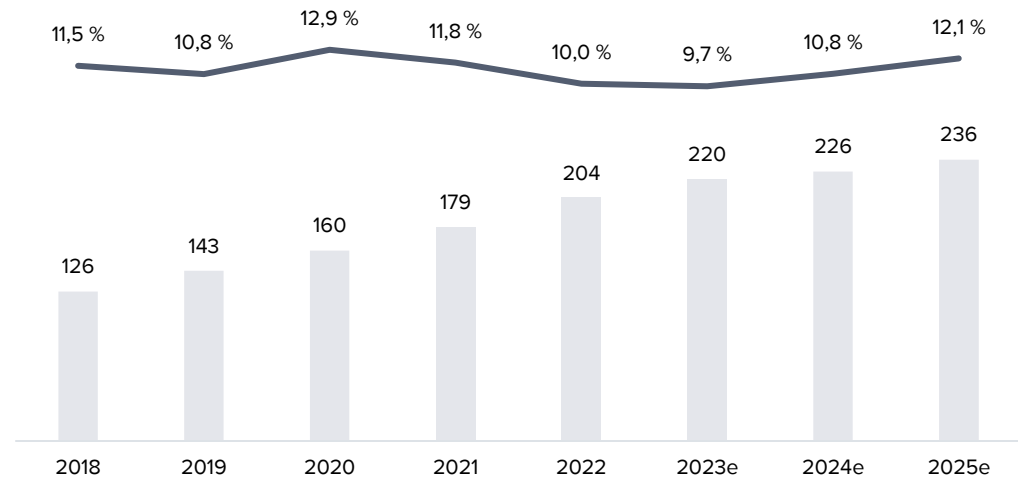
EBITA-marginaalin (oik.) keskiarvo

## 10 %

ROCE-% ka. 2018-2022

## Liikevaihdon ja EBITA:n (oikaistu) kehitys sekä ennusteet 2018-2025e

- Vuoden 2017 lopussa Sitowise muodostettiin
- Yhtiön juurilla historiaa ja kokemusta alalta 70-luvulta asti
- Vuosien 2018-2020 aikana yhtiö kasvoi vauhdilla ja laajentui vuonna 2019 Ruotsiin
- Markkinatilanne tukenut nousua, mutta isoin osa kasvusta tullut yritysostoista
- Vuonna 2020 koronavirustilanne iskee, mutta liiketoiminta etenee suunnitellusti ja yhtiö hyötyy kulusäästöistä
- Listautuminen vuonna 2021
- Kasvu jatkui vahvana vuosina 2021-2022, mutta kannattavuus heikentynyt korkeilta tasoiltaan
- Vuonna 2023 odotuksissa historiaa maltillisempaa kasvua niin heikemmän markkinan, vähäisemmän työpäivien määrän sekä hidastuvan epäorgaanisen kasvun vuoksi
- Työpäivien määrä vaikuttaa myös kannattavuuteen heikentävästi
- Kustannuspaineet ovat myös läsnä
- Lähivuosien tavoitteena on jatkaa yritysostovetoista kasvua Suomessa ja Ruotsissa
- Kannattavuus pyritään nostamaan kohti historiallista 12 %:n tasoa
- Hajautunut liiketoiminta ja vahva tilauskanta tukee heikemmän uudisrakentamisen markkinassa



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

## Yhtiökuvaus

### Älykkäiden kaupunkien mahdollistaja

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

Yhtiön strategia nivoutuu kaupunkien ja rakennetun ympäristön kehittämiseen.

Esimerkkinä viime vuosien yksittäisiä suurimpia projekteja Sitowisella ovat olleet mm. Uusi Lastensairaala, Raide-Jokeri ja Helsingin Kalasataman keskuksen infrasuunnittelu. Tarjoama kattaa laaja-alaisesti hankkeiden erilaisia suunnittelu- ja konsultointipalveluita.

### 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 86 %. Loput noin 14 % 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 (arviolta 50 %) Sitowisella tuo kuitenkin vakautta uudisrakentamiseen nähden. Rakennetun ympäristön digitalisaatoratkaisut taas tarjoavat

yhtiölle mielenkiintoisen kasvualustan, jossa hyödyntää vankkaa ja laajaa asiakaspohjaa perusliiketoiminnasta.

Merkittävä osa yhtiön liiketoiminnasta keskittyy Pohjoismaihin ja näistä etenkin Suomeen. Lähes 80 % liikevaihdosta tuli vuonna 2022 Suomesta ja noin 20 % tuli Ruotsista. Sitowise on laajentunut Ruotsiin useamman yritysoston kautta ja osuus on kasvanut selvästi aikaisemmista vuosista (vuonna 2020 osuus oli vain noin 10 %).

### Kasvuhakuisuus näkyy numeroissa

Yhtiön liikevaihto vuonna 2022 oli 204 MEUR, jossa kasvua edellisvuoteen oli 14 %. Sitowise on perustamisestaan lähtien kasvanut noin 13 % vuosittain (2018-2022 CAGR-%). Kasvu on tapahtunut sekä orgaanisesti että myös epäorgaanisesti yritysostojen kautta. Jatkossa yhtiö tavoittelee yli 10 %:n vuotuista kasvua (ml. yritysostot).

Kannattavuus on pysynyt kohtuullisesti kasvun mukana. Vuonna 2022 yhtiön oikaistu EBITA-marginaali oli 10,0 %, kun se viimeisen 5 vuoden aikana on keskimäärin ollut 11,4 %. Vähintään 12 %:n marginaalia yhtiö tavoittelee strategiassaan. Kannattavuus on ollut sektorin parhaimmistoa, mutta hiipunut selvästi huipputasoistaan (2020: 12,9 %).

Sitowisen työntekijämäärä on kasvanut liikevaihdon mukana ja vuoden 2022 lopussa Sitowisessa työskenteli keskimäärin lähemmäs 2150 henkilöä. Toimistot ovat maantieteellisesti hajautettu paikallisen palvelun ja paikallisen alhaisemman kustannustason varmistamiseksi.

# SITOWISE

## Liikevaihdon jakauma\*



Talo- ja infrasuunnittelu

86 %



Digitaaliset ratkaisut

14 %

## Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti



79 %



21 %

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

## 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 2022 jopa noin 10 %:n kasvussa päätyen 79 MEUR:oon (2021: 72 MEUR). Taloliiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta oli noin 40 % vuonna 2022 tuoden suurimman osan yhtiön liikevaihdosta. Talo-liiketoiminnassa markkinan hiljentyminen koronapandemian seurauksena näkyi yleisenä varovaisuutena vielä vuonna 2021, mutta vuonna 2022 tilanne parantui selvästi. Vuonna 2023 markkina on kuitenkin jälleen heikentynyt selvästi uudisrakentamisen mukana ja näkynyt myös liiketoiminta-alueen osuuden laskuna.

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 että myös valmistumisen jälkeisissä asiantuntijatehtävissä.

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

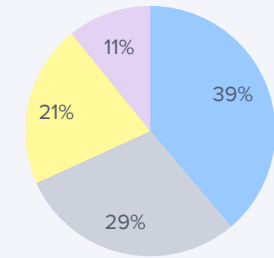
Uudisrakentamisesta tulee arviomme mukaan noin puolet Talo-liiketoiminnan liikevaihdosta, josta rajusti viime aikoina kärsineestä asuntorakentamisesta arviomme on tullut puolet (10 % yhtiön liikevaihdosta). Korjausrakentaminen muodostaa toisen puolen Talo-liiketoiminnasta. Korjausrakentamisen ison osuuden voidaan nähdä vakauttavan Sitowisen liiketoimintaa suhdannevaihteluiden varalta. Jatkossa yhtiö keskittyy vahvemman kannattavuuden alueisiin, joita ovat erikoispalvelut, energiasuunnittelu ja muut energiaan liittyvät palvelut sekä turvallisuuskirittiset palvelut.

### Infra-liiketoiminta

Toiseksi suurin liiketoiminta-alueista on Suomessa toimiva infrarakentamisen suunnittelu- ja asiantuntijapalveluja tarjoava Infra-liiketoiminta. Infra-liiketoiminnan liikevaihto kasvoi vuonna 2022 noin 6 % päätyen 60 MEUR:oon (2021: 56 MEUR). Infra-liiketoiminta on kasvanut viime vuosina hyvin vetäneen markkinan avustuksella ja kasvu kiihtyi vuonna 2022. Kuluvan vuoden näkymät ovat paremmat kuin muussa uudisrakentamisessa ja alkuvuonna kasvu on ollut vahvaa. Liiketoiminta-alueen osuus konsernin liikevaihdosta oli 29 % vuonna 2022 tarjoten isolla osuudellaan suojaa muun uudisrakentamisen suhdannevaihteluilta.

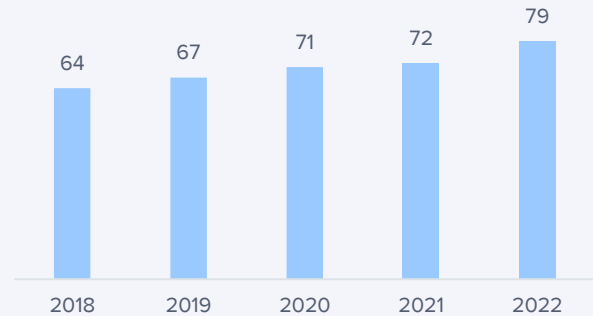
Infra-liiketoiminnan palvelut kattavat laajasti koko infrarakentamisen toimialan niin maanalaisista tiloista aina maanpäällisen kaupunkiympäristön suunnitteluun. Palveluita ovat mm. katujen, teiden ja rautateiden suunnittelu kaikkine liittyvine palveluineen kuten tunneleineen, siltoineen ja pohjanvahvistuksineen.

Liikevaihdon jakauma 2022



■ Talo ■ Infra ■ Ruotsi ■ Digitaaliset ratkaisut

Talo-liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Infra-liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



Lähde: Inderes, Sitowise

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Vihreään siirtymään liittyvät hankkeet (esim. ympäristöriskien hallinta, tuulivoiman suunnittelupalvelut, ympäristövaikutusten arvioinnit, ympäristöselvitykset jne.) ovat tukeneet vahvaa kasvua etenkin 2022 ja 2023 aikana.

## Ruotsin liiketoiminnat

Ruotsin liiketoiminnat ovat Sitowisella oma liiketoiminta-alue. Sitowise tarjoaa Ruotsissa rakennusten ja infran suunnittelu- ja konsultointipalveluja valikoiduilla segmenteillä. Liiketoiminta on kasvanut onnistuneilla yrityskaupoilla viimeisen kolmen vuoden aikana merkittävästi. Liikevaihto on kasvanut vuoden 2018 lähes nollatasoilta vuoden 2022 loppuun mennessä noin 43 MEUR:oon vastaten noin 21 % konsernin liikevaihdosta.

Vuonna 2022 kysyntä Ruotsin markkinoilla säilyi Suomea vakaampana ja tilauskanta pysyi korkealla tasolla. Viime aikoina epävarmuus lisääntyi etenkin asuntojen uudisrakentamisessa, mutta infrahankkeissa ja tietyissä asiakassegmenteissä kysyntä pysyi edelleen hyvällä tasolla.

Ruotsin liiketoiminta on kasvanut voimakkaasti yritysostojen myötä, joita tehtiin myös vuoden 2022 aikana. Tammikuussa Sitowise osti rakentamisen konsulttiyhtiö Mavacon AB:n, kesäkuussa sähkösuunnittelun asiantuntijan E60 Elkonsult AB:n, ja lokakuussa talonrakentamiseen ja infrastruktuuriin konsulttipalveluja tarjoavat Convia Ingenjörbyrå AB:n ja Convia Infrastructure AB:n.

## 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.

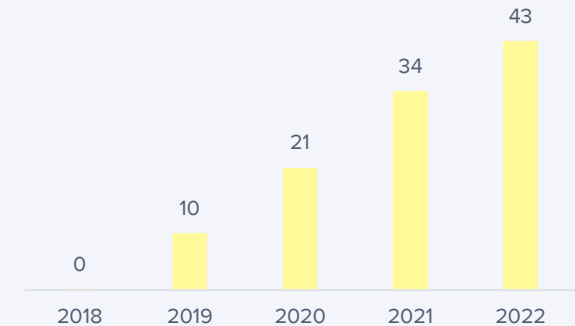
Digitaaliset ratkaisut toivat vuonna 2022 noin 11 % yhtiön liikevaihdosta ja liikevaihto kasvoi viime vuonna yli 30 % noin 22 MEUR:oon (2021: 17 MEUR). Sitowise tarjoaa asiakkailleen asiantuntijapalveluita, konsultointia ja kehittää omia tuotteitaan. Yhtiöllä on vahva asema etenkin liikkumisen ja väylien tietojärjestelmä- ja palvelutoimittajana Suomessa kaikissa väylämuodoissa. Omien tuotteiden kehityksen ytimessä ovat kuntien paikkatietoalusta Louhi ja rakennetun ympäristön virtuaaliratkaisu AURA. Viime vuonna yhtiö hankki yritysostolla metsäalan SaaS-ratkaisuja tarjoavan Bitcomp Oyn, jonka Leafpoint SaaS-ratkaisu on kovassa kasvussa. Tämä tukee etenkin jatkuvan sekä kannattavan kasvun osuutta Sitowisen liiketoiminnassa.

Konkreettisenä esimerkkinä Digitaalisten ratkaisujen hankkeista Sitowise sai vuonna 2022 merkittävän tilauksen liittyen Ympäristöministeriön Ryhti-hankeeseen, jossa kehitetään rakennetun ympäristön tietojärjestelmää. Tuotteiden lisäksi Sitowise pyrkii lisäämään elinkaaren aikaisia palveluita digitaalisiin palveluihinsa tukemaan jatkuvaa liikevaihtoa.

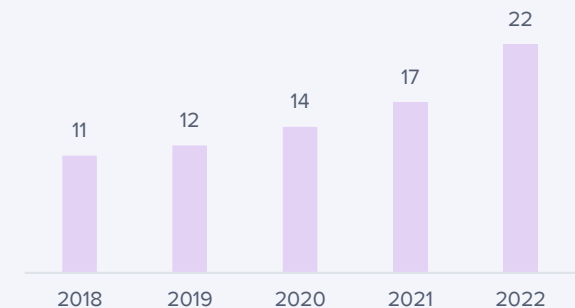
Liiketoiminta-alueen liikevaihto on noussut tärkeämmäksi osaksi konsernia digitalisaation megatrendin edetessä. Yhtiön perusliiketoiminnan laaja asiakaspohja luo arviomme mukaan myös liiketoiminnan tulevaisuuden kysynnälle hyvän pohjan vielä suhteellisen maltillisesti digitalisoidulla rakennusalalla.



## Ruotsin liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)



## Digitaaliset ratkaisut liiketoiminta (liikevaihto, MEUR)





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Talo



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

## Infra



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

## Digitaaliset ratkaisut



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

## Projektin elinkaari

### Sitowisen mahdollinen rooli projektissa

#### Hankekehitys



*Konsultointi investointivaiheessa*

#### Suunnittelu



*Projektin suunnittelu ja selvitystyöt*

#### Projektien toteutus



*Projektin johto, valvonta ja kokonaisuuden hallinta*

#### Käyttövaihe



*Ylläpito ja kestävä kiinteistökehitys*

*+Digitaaliset ratkaisut jokaisessa vaiheessa*

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

## Liiketoimintamalli

Sitowisen liiketoiminta on henkilöstöriippuvaista asiantuntijatyötä. Vaikka yhtiö toimii rakentamisen alalla, Sitowise ei ole mukana itse rakentamisessa vaan tekee asiantuntija- ja konsulttiliiketoimintaa. Tätä peilaten projektiriskejä ei ole samalla tavalla kuin tavallisessa rakennusliiketoiminnassa. Lisäksi perinteiseen rakentamiseen verrattuna alan kannattavuus on yleisesti parempi, pääoman sitoutuminen vähäisempi, suhdannekestävyys parempi ja kassavirran generointi tasaisempaa. Liiketoimintamalli vastaa enemmän konsulttiyrityksiä kuin rakennusalan yrityksiä.

### Laskutusasteen optimointia

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

Laskutusasteen avulla nähdään, miten paljon työntekijät käyttävät työajastaan projektien laskutettavaan työhön. Toisella nimellä tätä voisi kutsua kapasiteetin tai resurssien käyttöasteeksi. Laskutusasteen muutoksella on myös iso vaikutus yhtiön kannattavuuteen. Kun kulurakenne on suhteellisen kiinteä lyhyellä aikavälillä, valu laskutusasteen muutos isolta osalta myös kannattavuuteen. Sitowisen kilpailijan, Swecon, teettämän oman herkkyysoanalyysin mukaan 1%-yksikön nousu laskutusasteessa nostaisi

operatiivista tulosta yli 10 %:lla. Sitowise ei ole antanut tarkkoja herkkyysoanalyysilaskelmia laskutusasteen osalta, mutta herkkyyso on samankaltaisen liiketoimintamallin vuoksi arviomme mukaan samassa mittakaavassa. Sitowise on antanut herkkyysoanalyysilaskelmia kuitenkin työpäivien määrän, valuuttakurssimuutosten ja sairauspoissaolojen muutoksien vaikutuksesta tulostasoon, joilla on isoja vaikutuksia liikevaihtoon sekä tulokseen. Nämä ovat nähtävillä oikealla.

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 kilpailijoihinsa nähden parempaa kannattavuutta.

Yksi liiketoimintaan vaikuttava tekijä on myös yhtiön resurssien keskimääräinen hinta, jonka nousulla tai laskulla on isojakin 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 lähellä toisiaan, mutta voi vaihdella projekti- tai erikoisosaamisen sekä maan mukaan.

Sitowisen laskutusaste hyvällä tasolla



Sitowisen herkkyysoanalyysi	Muutos	Vaikutus (MEUR)	Alue
Työpäivien määrä	+/- 1 työpäivä	+/- 0,7-0,9	Liikevaihto + kannattavuus
Sairauspoissaolot	+/- 1 %-yksikköä	-/+ 2	Liikevaihto + kannattavuus
SEK/EUR -muutos	+/- 10 %	+/- 4	Liikevaihto

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

## Projektiluontoista liiketoimintaa, mutta riskit hallittuna

Sitowisen liiketoiminta perustuu pääosin tuntiperusteiseen laskutustyöhön, missä kompensatio muodostuu projektiin tehdyn tuntimäärän mukaisesti. Tässä mallissa yhtiö ei siis itse investoi projektiin tai kannaa projektiin liittyvää riskiä. Noin 64 % liikevaihdosta syntyy Sitowisen arvioiden mukaan tämän mallin mukaisesti.

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

Vaikka hankkeet perustuvat laskutustyöhön, voidaan yhtiön liiketoimintaa silti luonnehtia projektiluonteiseksi, sillä puhtaasti jatkuvan liikevaihdon osuus oli noin 4 % vuoden 2023 alussa pääomamarkkinapäivän materiaalin perusteella. Tavoite on kuitenkin nostaa tämä osuus 10 %:iin. Kumppanuussuhteet tai mahdolliset asiakkaiden kanssa tehdyt puitesopimukset sinänsä takaavat osittain liiketoimintaan jatkuvuutta, mutta puhtaasti jatkuvalaskutteista työtä on vielä vähän. Digitaalisissa ratkaisuissa tähän on selkeitä kasvuaihioita, mutta niiden osuus on vielä pieni kokonaisuudesta.

## Suhdanteet vaikuttavat, mutta liiketoiminnassa myös vakauttavia elementtejä

Rakennusmarkkinoilla yhtiön painopisteinä ovat

talonrakentamisen niin uudis- kuin korjauspuolikin sekä infrarakentaminen. Talonrakentamisen uudisrakentamisen puoli on suhdannevaihteluille alttiimpaa ja usein myös projektit ovat lyhyempiä infraan verrattuna.

Infrarakentaminen taas tasaa suhdannevaihteluiden vaikutuksia. Yleisesti voidaan sanoa, että infrarakentaminen pärjää kohtuullisen hyvin heikommassakin suhdanteessa. Heikossa talouden tilassa julkinen sektori elvyttää ja usein infrainvestoinnit ovat olleet varteenotettavia kohteita näille elvytyksille.

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

Rakentamisen konsulttitoiminnalle on myös ominaista, että rakentamisen kiivaimman vaiheen 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. Lähes 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 tunti- ja projektipohjaiseen laskutukseen perustuvaa
- Selkeästi jatkuvat liiketoiminnat vielä vähäisessä osassa, mutta tarkoitus nostaa näiden osuus 10 %:iin
- Infra- ja korjausrakentaminen vakauttaa liiketoimintaa suhdanteilta
- Useat projektit pitkäjänteisiä ja kestävät usein yli suhdanteiden
- Pienet ja keskisuuret projektit takaavat jatkuvuutta akuuteissa markkinatilanteen muutoksissa
- Hajautunut asiakaskunta
- Lähes puolet liikevaihdosta syntyy julkiselta sektorilta

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

## Toimialan muutos kerää vauhtia

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

## Kustannukset pääosin muuttuvia

Yhtiön liiketoiminta skaalautuu näkemyksemme mukaan suhteellisen heikosti, kun suurin osa kuluista (ennen käyttökatetta) on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön operatiivisista kuluista noin 85-90 % on muuttuvia ja loput kiinteitä kuluja. Yhtiön isoimmat kuluerät liittyvät odotetusti henkilöstökuluihin (2022: 72 %) ja loput muuttuvista tulee tuotettujen materiaalien ja palvelujen ostoista (2022: 11 %). Muut liiketoiminnan kulut (ICT, vuokrat, markkinointi) olivat vuonna 2022 noin 17 % kuluista ja näistä arviomme mukaan suurin osa on kiinteitä kuluja. Yhtiön liiketoiminta on näkemyksemme mukaan hyvin riippuvainen henkilöstömäärästä, ja

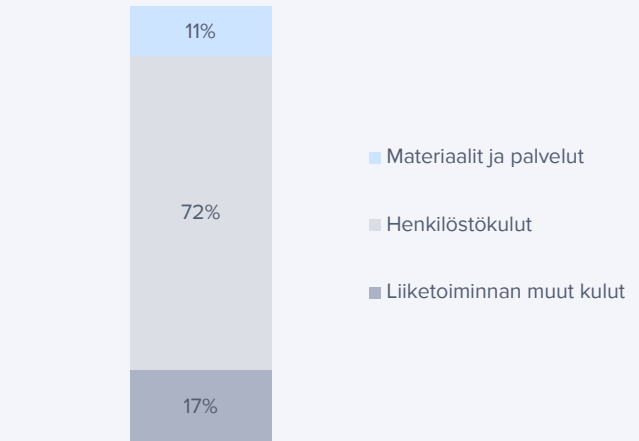
liikevaihdon kasvattamiseksi täytyy myös henkilöstömäärää usein kasvattaa.

Yhtiön liikevaihdosta lähes 15 % tuo yhtiön digitaalisten ratkaisujen liiketoiminta-alue. Tämä alue on kuitenkin myös pitkälti asiantuntijatyötä, missä skaalautuvia digitaalisia tuotteita tai palveluita on olemassa, mutta ei vielä merkittävässä mittakaavassa. Skaalautuvien palveluiden tai tuotteiden osuus on kuitenkin muun muassa metsätietojärjestelmien asiantuntija Bitcompin oston myötä kasvussa. Bitcompinkin mukanaan tuomien erilaisten SaaS-ratkaisuiden tai ohjelmistojen avulla yhtiön tuottavuus voi parantua ja kulujen skaalautuvuutta voi alkaa esiintymään laajemmin. Hyvin pitkälti kuitenkin yhtiön liiketoiminta on vielä henkilöstöriippuvaista.

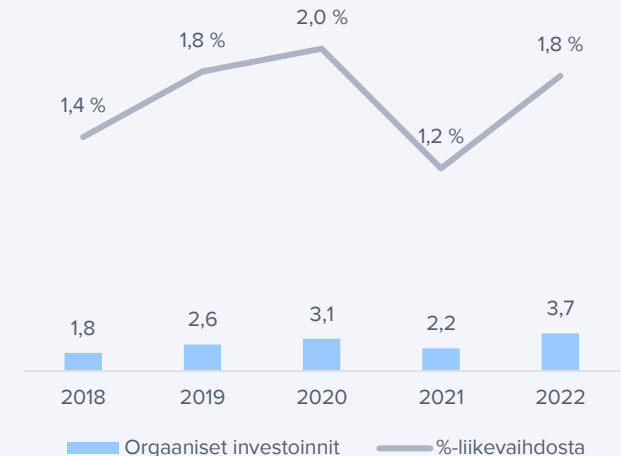
## Pääomaintensiivisyys matala

Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä sen investointitarve ole kovinkaan suuri, sillä yhtiö ei tarvitse isoja laitteita tai kiinteistöjä liiketoiminnassaan. Viime vuosina yhtiön ylläpitoinvestoinnit (orgaaniset investoinnit) ovat olleet karkeasti 1-2 % liikevaihdosta, mikä on kohtuullisen alhainen taso. Kasvuinvestoinnit (esim. yritysostot) vievät kuitenkin pääomia. Liiketoimintamallin alhainen pääoman sitovuus ja matala investointitarve mahdollistavat vahvan kassavirran sekä hyvän pääoman tuottopotentialin. Sitowisen ROCE-% (5v ka.) on ollut kohtuullisen hyvällä tasolla 10 %:ssa, mutta laskussa viime vuodet (2022: 6,5 %). Yritysostojen määrä sekä arvostus on kasvattanut tasetta ja kannattavuus on samalla heikentynyt, mikä on laskenut pääoman tuottolukuja.

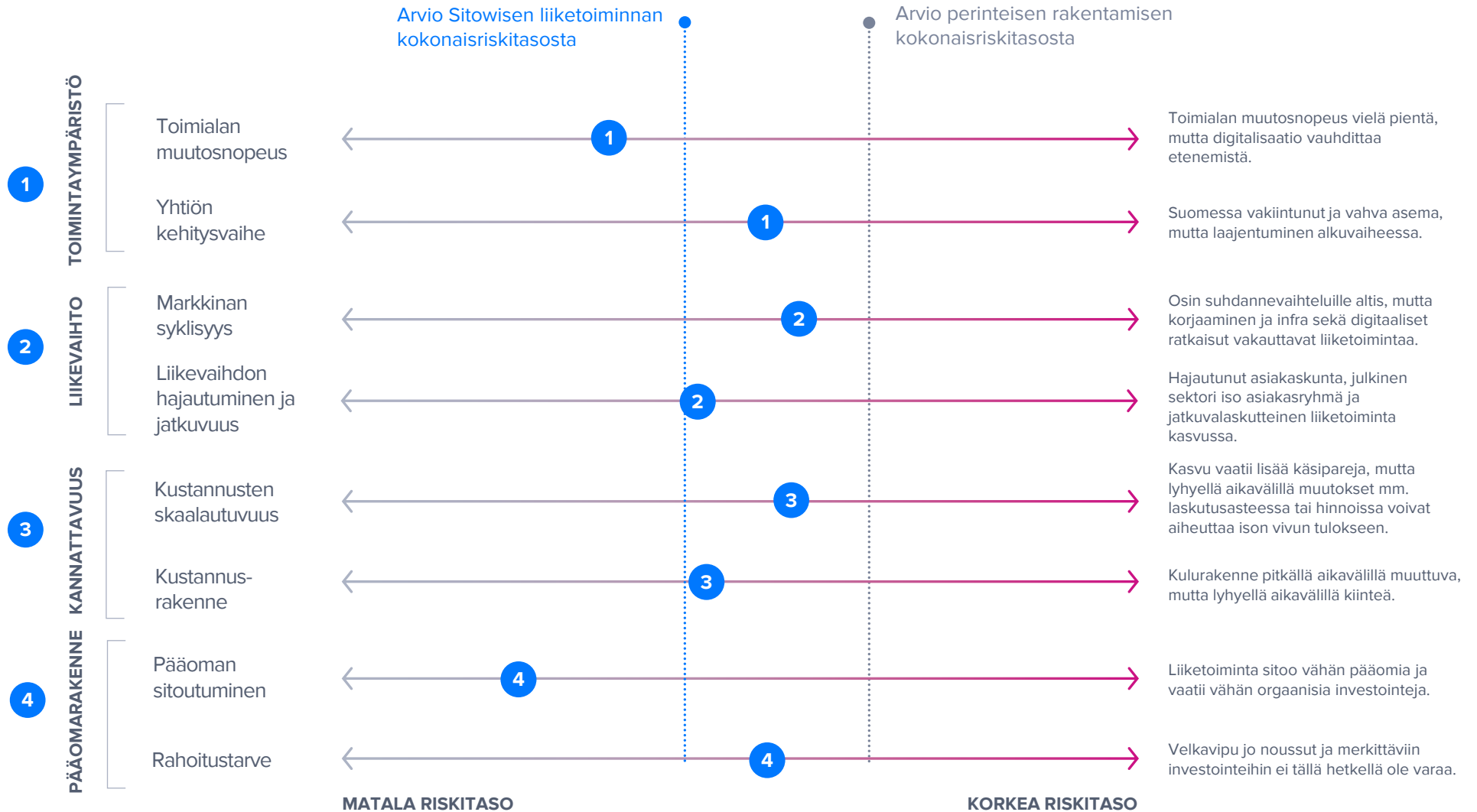
Kulurakenne 2022



Investointitarve matala



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva asema rakennetun ympäristön arvoketjun korkean lisäarvon osa-alueilla**

2.

**Markkinoita vahvempaa kasvua sektoria paremmalla kannattavuudella**

3.

**Suhdanteita tasaava liiketoimintaportfolio**

4.

**Yritystojen ja laajentumisen onnistuminen muissa Pohjoismaissa**

5.

**Kevyt liiketoimintamalli ja vahva kassavirta takaavat resursseja yritystoihin sekä osinkoihin**

## Potentiaali



- Kannattava kasvu ydinliiketoiminnassa
- Rakennusalan digitalisaatio luo yhtiölle konkreettisen kasvuoption
- Kilpailuetuina mm. hajautunut organisaatio, paikallinen kulurakenne, omat digitaaliset työkalut, yritystomalli, merkittävät referenssit ja panostukset innovaatioihin kaikilla liiketoiminta-alueilla
- Markkinan kysyntänäkymiä tukee konsultoinnin penetraatioasteen kasvu sekä alan digitalisointi

## Riskit



- Markkinan suhdannevaihtelut voivat asiakasrajapinnassa olla isoja
- Markkinan 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 1/4

## Strategia 2023-2025

Sitowise julkisti vuoden 2023 alussa päivitetyn strategiansa vuosille 2023-2025, joka keskittyy innovaatioihin, vastuullisuuteen ja tehokkuuteen. Uudistettu strategia pohjaa Sitowisen vahvuuksiin alan asiantuntijana sekä aiemman strategian onnistumisiin. Organisen kasvun ja yrityskauppojen avulla Sitowise on lisännyt viime strategiansa aikana tarjoamaansa ilmasto- ja vastuullisuuspalveluita, SaaS-liiketoimintaa, erikoissuunnittelua, korjausrakentamista sekä kasvattanut Ruotsin liiketoimintaansa.

Strategian mukaisesti Sitowisella kasvu on edelleen tärkeässä osassa. Sitowise hakee kasvua sekä Suomessa että Ruotsissa nykyisissä liiketoiminnoissa niin talo- ja infrakonsultoinnissa kuin Digitaaliset ratkaisut -liiketoiminnassa.

Sitowisen strategia nojaa mielestämme kestäviin hyväksi todettuihin teemoihin etenkin sijoittajan näkökulmasta katsottuna. Kestävän kehityksen sekä vastuullisuuden liiketoimintojen vahvistaminen on mielestämme megatrendit huomioiden tärkeää, vaikka osaltaan jo kaikki liiketoiminta tukee tätä. Kasvu tulee jatkumaan samoilla askelmerkeillä (+10 % ml. yritysostot), mutta jatkossa myös selvästi toistuvaan liikevaihtoon (recurring) tullaan panostamaan. Digitaalisten projektien elinkaarimahdollisuudet tai digitaalisten SaaS-ratkaisuiden (Leafpoint, Louhi yms.) kehittäminen osaksi yhtiön tarjoamaa luo jatkuvuutta sekä hajautusta yhtiön ydinliiketoimintojen (Talo ja Infra) lisäksi. Kannattavuuden parannukseen myös askelmerkit ovat selvät, mutta vielä heikomman talomarkkinan

armoilla lyhyellä aikavälillä.

## Strategian kärkiteemoina innovatiivisuus, vastuullisuus ja tehokkuus

**1) Innovatiivisin:** Sitowise jatkaa alan innovaatioiden kehittämistä oman The Smart City Labin avulla. Smart City Lab on Sitowisen mukaan toimintamalli, joka vetää Sitowisen innovaatiotoiminnan yhteen ja mahdollistaa luovan, asiakastarpeita palvelevan ja uutta liiketoimintaa luovan kulttuurin. Strategiakaudella pyritään parantamaan innovaatiokulttuuria, löytämään uusia SaaS-ratkaisuita ja parantamaan suunnittelutyökaluja tuomalla esimerkiksi Sitowisen Voima-alustan asiakkaille. Sitowisen innovatiivisuus näkyy myös meidän mielestämme selkeästi digitalisaatio-osaamisessa.

Innovaatioiden jatkuvan kehittämisen myötä Sitowisen tahtotilana on kasvattaa jatkuvalaskutteisten palvelujen (recurring revenue) osuus 10 %:iin liikevaihdosta strategiakaudella 2023–2025 (nyt noin 4 %). Tärkeässä osassa on arviomme mukaan Digitaaliset ratkaisut – liiketoiminta. Liiketoiminta on yksi yhtiön kasvun kulmakivistä ja kehittää jatkuvasti uusia palveluita, joilla lisätä jatkuvaa/toistuvaa liiketoimintaa (SaaS). Kuten todettua omien tuotteiden kehityksen ytimessä ovat kuntien paikkatieto-alusta Louhi ja rakennetun ympäristön virtuaaliratkaisu AURA. Viime vuonna yhtiöön liittyneen Bitcomp Oyn Leafpoint SaaS-ratkaisu on kovassa kasvussa ja oiva esimerkki jatkuvasta liiketoiminnasta, joka tukee skaalautuvaa kannattavaa kasvua Sitowisen liiketoiminnassa.

## Strategian kärkiteemojen tavoitteet

### Innovatiivisin

Toistuvan\* liikevaihdon osuuden nostaminen 10 %:iin

### Vastuullisin

Vastuullisuuspalveluiden\*\* liikevaihdon tuplaaminen nykyisestä noin 5 MEUR:sta

### Tehokkain

Laskutusasteen nostaminen yli 78 %:iin (2022: 76 %)

Lähde: Inderes, Sitowise

\*SaaS, digitaaliset tuotteet ja jatkuvat palvelusopimukset

\*\*tietoperusteiset strategiset vastuullisuuspalvelut

# Strategia 2/4

**2) Vastuullisin:** Vastuullisuus on Sitowisen liiketoiminnan ytimessä. Sitowisen pyrkiikin kaksinkertaistamaan vastuullisuuspalveluihin liittyvän liikevaihdon nykyisestä noin 5 MEUR:sta strategiakaudella. Sitä kehitetään yhtiön mukaan kolmesta näkökulmasta: 1) nykyisen liiketoiminnan vastuullisuusvaikutusten tunnistaminen ja kehittäminen, 2) uuden liiketoiminnan luominen vastuullisuuden nojalla ja 3) oman toiminnan vastuullisuuteen panostaminen. Sitowise on luonut oman projekteissa käytetyn vastuullisuustyökalun sekä vastuullisuuden sisäistä kehittämistä että asiakasprojekteja varten. Omassa toiminnassa tavoitteina ovat hiilineutraalius, yhdenvertaisuus, ajatusjohtajuus ja kestävä liiketoiminta.

**3) Tehokkain:** Sitowise ylläpitää ja kehittää omia järjestelmiään sekä Voima-alustaansa edelleen, että koko yhtiön tehokkuus nousisi uudelle tasolle. Operatiivisen tehokkuuden taustalla on mielestämme kolme selkeästi vaikuttavaa tekijää. Ensimmäiseksi yhtiön hajautunut liiketoiminta- ja organisaatiomalli luo tehokkuutta. Yhtiöllä on neljässä maassa kymmeniä eri toimipistettä, mistä käsin asiantuntijat tekevät töitään. Paikallinen päätöksenteko ja läsnäolo parantavat ketteryttä 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.

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

Kolmantena ja ehkä selkeimpänä erottavana tekijänä toimii yhtiön omakehittämä digitaalinen yhteistyöalusta Voima. Voima on tiedonhallinnan ja projektityöskentelyn työkalu, joka varmistaa yhteneväisen ja tehokkaan tavan toimia. Sen avulla työntekijät pystyvät käyttämään parhaiksi havaittuja tapoja työskentelyssään ja välttää turhia toistoja sekä aikaa vieviä rutiinitoimenpiteitä. Voima-alusta sisältää keskeiset työkalut projektityöskentelyyn, projektihallintaan sekä suunnitteluun.

Voiman avulla Sitowise voi kasvattaa laskutettavia tunteja (eli nostaa laskutusastetta), kun kaikki muu kuin itse projektityöskentely on pyritty tekemään työkalun avulla mahdollisimman helpoksi. Voima antaa myös työkaluja kustannusten seurantaan, mikä vähentää yhtiön mukaan riskejä budjetin ylityksistä. Voiman avulla voidaan myös luoda kestävä kehityksen tavoitteita projekteille sekä varmistua työn laadusta yhtenäisillä tavoilla toimia.

Yhtiön yritysostostrategian ja kasvun kannalta tärkeä ominaisuus on myös Voiman mahdollistama ostettavien yritysten integraatio. Työkalun avulla ostettavan yhtiön on helpompi muokkaa Sitowisen kulttuuriin ja samalla yhtiöistä voidaan saada irti operatiivista tehokkuutta.

## Sitowisen operatiivisen tehokkuuden lähteet parantavat yhtiön kilpailukykyä

### Hajautunut liiketoimintamalli

Matala kulurakenne  
Päätöksenteko  
Nopea reagointi



### Osallistuva henkilöstö

Houkutteleva työnantaja  
Omistajuus ja kannusteet



### Voima-alusta

Projektihallintatyökalu  
Rutiinitoimet tehokkaaksi  
Integraatio



### Sektorin parhaimpia kannattavuuksia



# Strategia 3/4

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. Asiakkaiden saaminen myös alustalle on tavoitteena, joka entisestään voisi syventää yhtiön asiakassuhteita ja jopa luoda verkostovaikutuksia. Laskutusaste on tarkoitus nostaa entisille 78 %:n tasolle (2022: 76 %) tehokkuustoimien avulla, mutta arvioimme sen tarvitsevan vielä talomarkkinan pirstymistä.

## Yritysosotot

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

Kriteereinä yhtiöille on, että ne ovat hyvässä taloudellisessa kunnossa, ovat osa Sitowisen strategiaa ja kulttuurillisesti toimivat yhdessä. Sitowise ei arviomme mukaan ole ostamassa heikosti kannattavaa 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 johdon sekä henkilöstön on oltava sitoutuneita ja sovittava Sitowisen

yrityskulttuuriin.

Kilpailu ostettavista yrityksistä on kovaa, mutta näemme Sitowisen kulttuurin, hajautuneen liiketoimintamallin, omistajuuden ja yrittäjähenkisyyden houkuttelevan yhtiöitä. Sitowisen mukaan yhtiön yritysostoista maksama EV/EBITDA-kerroin on ollut keskimäärin 4-6x, mikä on korkeahko hinta yksityisellä markkinalla, mutta halpa listattuun markkinaan nähden.

Kertoimien pysyessä maltillisina, luo yhtiö omistaja-arvio yrityskaupoilla, sillä sen omat kertoimet ovat korkeampia pörssissä. Toistaiseksi kuitenkin sijoitetun pääoman tuoton kautta tarkasteltuna (ROCE-% 5v ka.: 10 %) Sitowisen tulisi pystyä parempaan jo myöhemmin esiteltävien verrokkien suoritusta tarkastelemalla. Arvioimme, että digipuolen sekä Ruotsin markkinan hinnat ovat aavistuksen korkeampia kuin Sitowisella on historiassa ollut, mikä on voinut vaikuttaa yritysostojen hintoihin ja tätä kautta myös pääomien tuottoihin kannattavuuden heikentymisen lisäksi.

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

## Yritysosokriteerit

Vahva taloudellinen suorituskyky

Täydentää tarjoamaa ja mahdollisuuksia

Luo uusia palveluita ja asiakassegmenttejä

Laajentuminen maantieteellisesti

Sitoutunut henkilöstö

Kulttuurillinen vastaavuus

# Strategia 4/4

## Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Sitowisen pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet keskittyvät kannattavaan kasvuun. Yhtiön tavoitteena on kasvaa yli 10 %:n vuosivauhtia yritysostot mukaan lukien. Samalla yhtiö pyrkii pitämään kannattavuutensa vahvana vähintään 12 %:n oikaistun EBITA-marginaalin tasolla. Velkaisuustavoite on sidottu kannattavuuden kanssa yhteen ja nettovelkojen suhteen 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.

Yhtiö on kasvanut viimeisen viiden vuoden aikana noin 13 % vuosittain, joten kasvutavoite on hyvinkin realistinen ja saavutettavissa. Orgaanisesti tähän ei arviomme mukaan pitkällä aikavälillä tulla yltämään ja se vaatii yritysostoja. Tässä mielessä ennusteemme eroavat tavoitetasoista, kun niissä ei huomioida tulevaisuuden yritysostoja.

Kannattavuuden osalta yhtiö ylsi jo noin 13 %:n EBITA-marginaaliin vuonna 2020. Vuosi 2020 oli poikkeuksellisen hyvä, mutta korostaa Sitowisella olevan selkeät mahdollisuudet yltää tavoitteisiinsa. Yhtiö ei kurottele mielestämme liian korkealle, mikä on mielestämme myös hyvä lähestymistapa nyt, kun kasvu on myös vahvasti läsnä strategiassa. Paluuta kohti 12 %:n marginaaleja tukee paremman katerakenteen liiketoiminnan osuuden nousu (SaaS, Digitaaliset ratkaisut, vastuullisuuspalvelut), mutta se vaatii myös

talomarkkinan parantumista arviomme mukaan. Paremmassa markkinassa laskutusaste voitaisiin saada lähemmäs entisiä tasoja (78 %), jolla saavutettaisiin myös parempia marginaaleja.

Velkaantuneisuus on noussut viime aikoina ja Q2:n lopussa nettovelka/oikaistu käyttökate oli 2,4x. Tämä on hyvin lähellä tavoitteen ylärajaa, mutta emme olisi tasosta huolissamme liiketoimintamallin pääomakeveys, hyvä kassavirta ja vähäiset investointitarpeet huomioiden. Odotamme kassavirran parantuvan vuoden loppua kohti mentäessä, minkä pitäisi laskea nettovelkatasoja ja helpottaa velkaantumisen painetta. Merkittävää liikkumavaraa isoihin investointeihin tavoitetasot eivät kuitenkaan tässä vaiheessa sinänsä anna.

Samalla, kun yhtiö kasvaa, haluaa yhtiö myös jakaa osinkoa. Yhtiön hyvää kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli antaa tähän mahdollisuudet, mutta omistajien kannalta isompi arvon ajuri mielestämme tässä vaiheessa on kasvun ja kannattavuuden yhdistelmänä tuleva tuloskasvu. Kasvuvaiheen jälkeen on yhtiöllä hyvät saumat nousta vahvaksikin osingonmaksajaksi.

## Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

### Kasvu

Vuosittainen kasvu yli 10 %, ml yritysostot



### Kannattavuus

Vähintään 12 %:n oikaistu EBITA-%



### Velkaantuneisuus\*

Nettovelat/oikaistu käyttökate < 2,5x



### Osinko

30-50 % nettotuloksesta



# Markkinat

## Suomi ja Ruotsi keskiössä

Sitowisen toimialaa kuvailtaessa Suomi ja Ruotsi ovat toistaiseksi tärkeimmät markkinat. Konsultointi- ja suunnitteluala on osa rakentamisen kokonaismarkkinaa, joka on Suomen ja Ruotsin osalta lähes 80 miljardin euron kokoinen Sitowisen listautumisen aikaisen analyysin perusteella. Suomen ja Ruotsin konsultointi- ja suunnittelumarkkinat ovat Sitowisen analyysin sekä kehityksen perusteella arviolta noin 5 mrd. euroa. Tästä Suomen osuus on noin 2 mrd. ja Ruotsin markkinan osuus noin 3 miljardia.

Suomessa markkina on vallan pirstaloitunut ja omaa selkeää konsolidointipotentiaalia. 45 % markkinaosuudesta oli listautumisanalyysin perusteella 10 suurimman hallussa, kun se luku Ruotsissa samaan aikaan oli 24 %. Ruotsissa konsolidointia on näin jo selvästi tapahtunut, mutta toisaalta pienempiä yrityksiä on Ruotsissa selvästi enemmän kuin Suomessa Sitowisen esitteen mukaan. Yllä olevat luvut ovat suuntaan antavia, sillä markkina on koronan ja esimerkiksi Venäjän hyökkäyssodan jälkeen muuttunut, mutta ne antavat osiittaa markkinoiden rakenteesta.

## 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.

Lyhyellä aikavälillä markkina kärsii kuitenkin uudisrakentamisen kuopasta, joka vaikuttaa etenkin yhtiön Talo-liiketoimintaan. Sitowisen arvion mukaan seuraavien vuosien ajan kasvu onkin maltillisempaa kuin se on ollut viime vuosina. Talo-liiketoiminnassa kasvu jää Sitowisen arvion mukaisesti alle 3 %:iin vuosittain aina vuoteen 2025 asti. Heikomman kasvun jälkeen ajureina toimivat piristyvät uudisrakentamisen volyymit (2024→), energiaremontit sekä korjausvelka ja kasvava kysyntä tekniselle osaamiselle. Infraliiketoiminnat jatkavat yhtiön mukaan hyvää markkinan ylittävää kehitystään 3-10 %:n vuotuisella kasvuvauhdilla vuoteen 2025 asti. Infrassa markkinatilanne on nousujohteinen ja kannattavuus tällä hetkellä talomarkkinaa parempi. Sitowisen Infra-yksikkö tekeekin yhtiön mukaan erittäin hyvää kannattavuutta koko alaan nähden. Digitaaliset ratkaisut sekä Ruotsi kasvaisivat arvioiden mukaan vuosittain selvästi näitä kahta aluetta vauhdikkaammin (+10 % CAGR). Digitaaliset palvelut kiinnostavat, Ruotsissa markkinatilanne on parempi ja liiketoiminnoissa on hyviä yritysostomahdollisuuksia.

Markkina antaa hyvän pohjan kasvaa orgaanisesti usealla eri toimialueella, kun Sitowisen digitalisaatio-osaaminen sekä vahvat kasvuhaluiset toimijat talo- ja infrapuolella pitävät Sitowisen kasvun markkinaa vahvempana arviomme mukaan myös jatkossa.

## Markkinanäkymät

	Kasvunäkymä 2023-2025	CAGR-%*
 Talo		< 3%
 Infra		3-10 %
 Digitaaliset ratkaisut		+10 %
 Ruotsi		+10 %

# Kilpailu

## Markkinajohtajien joukossa Suomessa, Ruotsissa haastaja

Sitowisen markkina-asema on Suomessa vahva ja Ruotsissa yhtiö profiloituu vahvasti kasvavana haastajana. Suomessa yhtiön asema on vakiintunut, mutta Ruotsin valloitus haastajan asemasta on vaikeampi tehtävä. Vakiintuneet toimijat ovat Ruotsissa paljon suurempia ja omaavat vahvat paikalliset suhteet. Tehtyjen yritysostojen perusteella Sitowise näyttäisi pystyvän houkuttelemaan taloudellisesti hyvin vahvoja paikallisia toimijoita, mikä on ollut rohkaisevaa nähdä. Arviomme ja laskelmiemme perusteella yhtiö sijoittuu neljän isoimman toimijan joukkoon Suomessa, mutta Ruotsissa yhtiön markkinaosuus on vielä hyvin pieni.

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

## Kannattavuus hyvä, mutta pääoman tuotossa vielä tekemistä

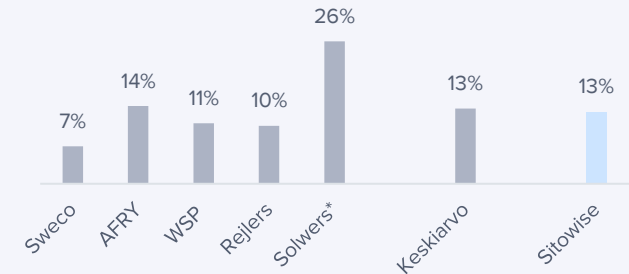
Saadaksemme käsitystä Sitowisen kilpailukyvystä, vertailimme Sitowisen taloudellisia lukuja lähimpiin listattuihin verrokkeihin nähden. Sitowisen kasvu on ollut keskiarvon mukaista (+13 %) ja hieman isoimpien yhtiöiden kasvua nopeampaa vuosina 2018-2022. Teknisen konsultoinnin kasvu on ollut

kokonaisuudessaan vahvaa, mutta isoilta osin epäorganista. Pienemmillä toimijoilla kasvu on matalilta lähtötasoilta ollut vahvempaa, kun isoimmilla yrityskaupat eivät heilauta kokonaiskuvaa kovinkaan merkittävästi. Tämän vuoksi kasvuvauhdin vertailu ei ole mielekäästä.

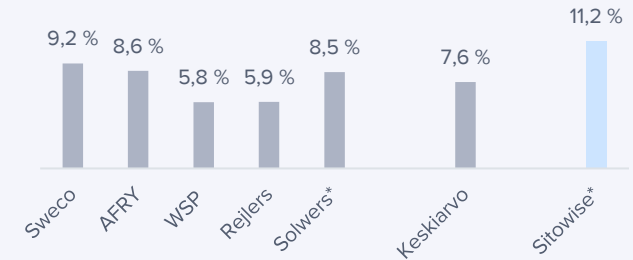
Viimeisen viiden vuoden aikana (18-22) EBITA-% on ollut Sitowisella alan kärkeä (11,2 %). Keskiarvo verrokeille on ollut noin 7,6 %. Verrokeista korkeimmat kannattavuudet ovat keskimäärin olleet lähempänä 9 %:n tasoa. Kannattavuuteen vaikuttaa arviomme mukaan Sitowisen nykyaikaisten järjestelmien ja yrittäjähenkisen henkilöstön luoma operatiivinen tehokkuus. Voima-alustalla projektin ulkopuolinen työ on pyritty viemään minimiin, mikä näkyy parempana laskutusasteena ja antaa vipuvoimaa kannattavuuteen. Samalla laaja paikallinen läsnäolo varmistaa myös paikallisen kulutason palkkoineen ja muine kuluineen. Viime vuosina kannattavuus on Sitowisella tullut alaspäin ennätystasoiltaan, eikä ero ole enää niin suuri muihin nähden.

Sitowisen pääoman tuotto (ROCE-%: 10 %) on ollut alle verrokkien tason (11 %). Sitowisella olisi liiketoimintamallinsa mahdollistaman keveyden ja hyvän tulostason yhdistelmänä mielestämme mahdollisuudet saavuttaa korkeampiakin pääoman tuottolukuja. Viime vuosina lasketut kannattavuus heikentää tasoa tällä hetkellä, mutta myös sitoutuneen pääoman määrä on korkeampi eikä tulostaso tuota siihen nähden yhtä hyvin. Tämä mielestämme tasoittaa kannattavuuden paremmuutta muihin nähden.

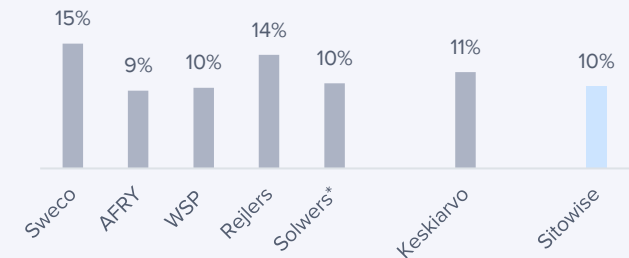
Liikevaihdon kasvu (CAGR-%, 18-22)



Vertailukelpoinen EBITA-marginaali (% 18-22 ka.)



Pääomantuotto-% (ROCE-%, 18-22 ka.)



Lähde: yhtiöiden materiaali, Inderes

\*Oikaistu IFRS 16-poistot EBITA:sta, ROIC-%

# Taloudellinen tilanne

## Taloudellinen asema on hyvä

Sitowisen taloudellinen asema on hyvässä kunnossa. Omavaraisuusaste on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut keskimäärin noin 39 % ja velkaantumisaste-% noin 53 %. Näissä on vielä otettava huomioon se, että IFRS-16 on nostanut velkamäärää merkittävästi ja ilman näitä tunnusluvut olisivat parempia. Analysoimme taloudellisen tilanteen osalta ensimmäisen vuosipuoliskon tilannetta vuodelta 2023, vaikka osin luvut voivat näyttää vuoden lopussa erilaiselta.

Ensimmäisen vuosipuoliskon jälkeen omavaraisuusaste oli tasaisena noin 43 %:ssa (Q2'22: 43 %) ja velkaantumisaste laski hieman 48 %:iin (Q2'22: 51 %) vuodentakaisesta. Yhtiön nettovelka/oikaistu käyttökatte -tunnusluku on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut noin 2,2x, mikä on kohtuullisen hyvä taso liiketoimintamalli huomioiden. Q2:n lopun tilanne (2,4x) oli myös alle tavoitteen, kuten aikaisemmin kerroimme. Sitowisen velkaantuminen ja vakavaraisuusluvut ovat siis hyvällä tasolla, vaikka eivät merkittävää kohoamista mielestämme siedäkään. Tänä vuonna odotamme tosin kassavirran parantuvan, minkä uskomme laskevan nettovelkaa.

## Tase koostuu pääosin liikearvosta

Yritystojen myötä taseessa korostuu liikearvo. Taseen loppusumma oli vuoden H1'23 lopussa noin 273 MEUR, josta liikearvoa oli 156 MEUR. Se vastasi näin 57 % 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 saamiset noin 58 MEUR:n osuudellaan. Kolmanneksi esiin nousee aineelliset hyödykkeet (29 MEUR), mutta tästä suurin osa on arviomme mukaan IFRS-16-vuokravastuita. 2022 lopussa vuokravastuiden arvo oli 28 MEUR. Muuten kiinteää omaisuutta yhtiöllä ei juuri ole ja tase on kevyt.

Kassa nousee vielä varojen puolelta esiin oltua H1:n lopussa noin 16 MEUR. Kassatasot ovat laskeneet listautumisen aikaisista tasoista tehtyjen yritysostojen myötä, mutta on edelleen vuoden 2023 puolivälissä hyvällä tasolla tarjoten turvaa maksuvalmiuteen.

## Velkaa kertynyt hieman enemmän

Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli noin 116 MEUR. Oma pääoma kattaa ison osan taseesta, ja on kasvanut tuloksen sekä aikaisemman listautumisen ansiosta.

Velkojen puolella pitkäaikaisesta velasta korotonta oli H1:n lopussa noin 1 MEUR ja noin 91 MEUR korollista (H1'22: 88 MEUR). Korollisista veloista meidän arvion mukaan noin 20 MEUR on

kuitenkin vuokravelkoja (IFRS 16).

Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 8 MEUR, josta arviomme mukaan suurin osa vuokravelkoja (2022 IFRS 16 -velka: 7 MEUR). Korollista nettovelkaa (ilman IFRS 16 -velkoja) yhtiöllä oli H1'23:n lopussa 57 MEUR ja se koostui pääosin ostovelloista.

## Kassavirtaa kertyy hyvin

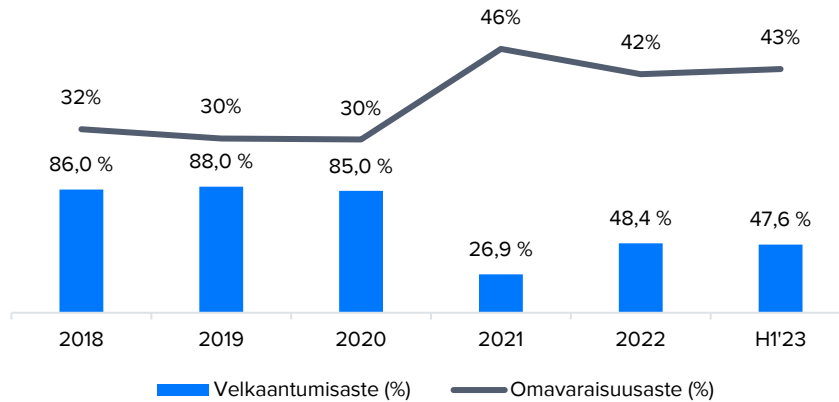
Taseen velkaantuneisuus on noussut ja kiristänyt hieman taseasemaa. Sitowisen liiketoimintamalli tuottaa kuitenkin hyvin kassavirtaa. Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiö on tehnyt keskimäärin noin 22 MEUR operatiivista kassavirtaa (kassavirta ennen rahoituseriä ja veroja) vuosittain. Tämä vastaa noin 100 %:sti yhtiön oikaistua käyttökatetta kertoen kassakonversion olevan hyvällä tasolla (yli 90 %).

Kassaa ja rahoitusta on tarvittu viime vuosina pääosin yhtiön tekemiin yritysostoihin. Viimeisen viiden vuoden aikaisista noin 120 MEUR:n investoinneista noin 100 MEUR on käytetty yritysostoihin. Kuten aikaisemmin kerroimme, ylläpitoon ei valu merkittävästi kassavirtaa, mikä antaa liikkumavaraa rahoituksen sekä investointien rahoitukseen.

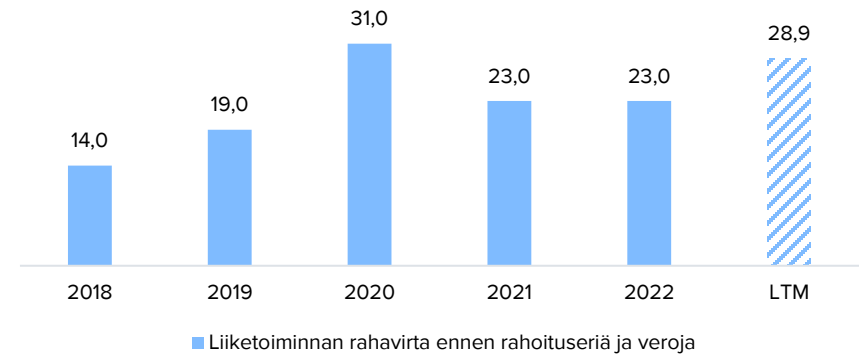
Sitowise sopi myös helmikuussa 2023 rahoituksensa pidentämisestä rahoittajiensa kanssa. Tämä pidennys toteutetaan samansuuruisina ja samoin ehdoin kuin alkuperäisessä järjestelyssä. Rahoitus on nyt voimassa maaliskuuhun 2026 saakka.

# Taloudellinen tilanne

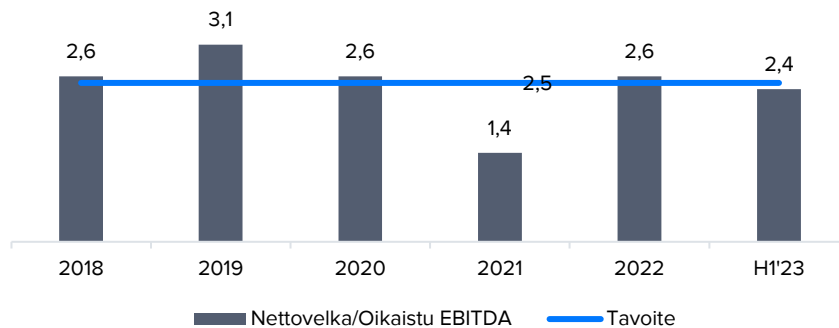
Taseen vakavaraisuusluvut hyvällä tasolla, vaikka hieman heikentyneet vuodesta 2021



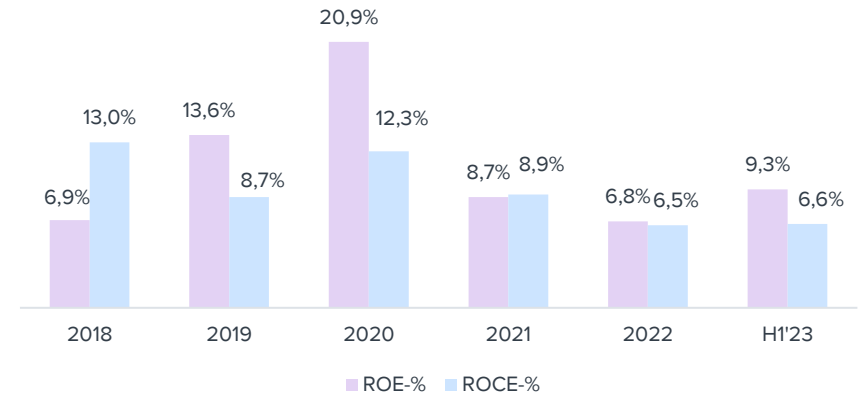
Kassavirta vahvistunut selvästi viimeisen 12 kuukauden aikana (MEUR)



Nettovelka/oikaistu EBITDA tavoitetasolla



Pääoman tuottoluvut laskeneet tyydyttävälle tasolle



# 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 isoja eroja vertailukelpoisuuteen. Samalla seuraamme ja pyrimme arvioimaan yhtiön laskutusasteen tasoa, sillä sen muutoksilla on isoja vaikutuksia yhtiön tuloksentelekkyytyyn.

Isossa kuvassa näemme Sitowisen kasvun jatkuvan, mutta kasvun olevan lähivuosina historiaa vaimeampaa. Arviomme mukaan Sitowise tulee tekemään useita yritysostoja ja kasvamaan myös orgaanisesti hieman markkinoita nopeammin laajan sekä kilpailukykyisen tarjoaman sekä digitaalisten palveluidensa myötä. Kasvupanostukset, heikko markkina ja inflaatio painavat kuitenkin vielä lähivuosina (23-24) suhteellista kannattavuutta pitäen sen tavoitetason (>12 % EBITA) alapuolella.

Ennusteissamme ei ole otettu huomioon mahdollisia yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden vuoksi. Korostamme niiden olevan kuitenkin tärkeässä osassa Sitowisen kehitystä.

## Vuonna 2023 kasvua tukevat yritysostot

Odotamme vuodelta 2023 hidastuvaa, mutta markkinaa nähden kohtuullisen hyvää kasvua. Markkinatilanne oli vuoteen 2022 oikein hyvä, kun aktiviteetti palautui koronasta. Kuitenkin vuoden 2023 aikana uudisrakentamisen ja etenkin

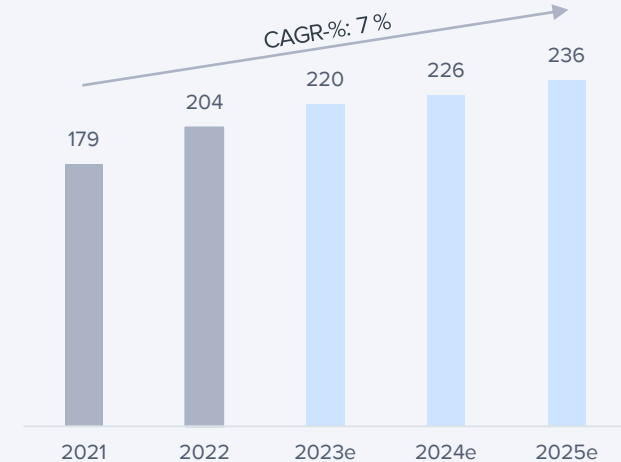
asuntorakentamisen alakulo heikentää Talo-liiketoiminnan kasvumahdollisuuksia.

Yhtiön ohjeistus odottaa liikevaihdon kasvavan vuonna 2023 (2022: 204 MEUR), ja että oikaistu EBITA-marginaali on suunnilleen vuoden 2022 tasolla (2022: 10,0 %). H1:n jälkeen yhtiön liikevaihto on kasvanut 12 % 112,5 MEUR:oon ja oikaistu EBITA-marginaali oli 9,9 %:ssa (H1'22: 10,1 %). Loppuvuoden odotamme olevan kuitenkin kasvun osalta haastavampi.

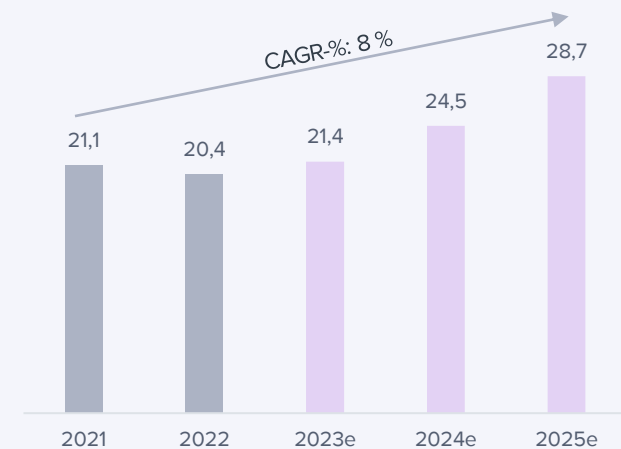
Odotamme liikevaihdon nousevan vuonna 2023 kokonaisuudessaan 8 %:lla noin 220 MEUR:oon. Orgaanista kasvua tukevat yhtiön laajentunut tarjoama ja markkinan hyvät pitkänaikavälin trendit sekä konsultaation penetraatioasteen nousu että myös Sitowisen digitalisaatio-osaaminen. Orgaanista kasvua kuitenkin jarruttaa rakennusinvestointien lykkääntyminen ja epävarmuus Talo-liiketoiminnassa. Yritysostot tukevat kasvua arviomme mukaan vuonna 2023 noin 10 MEUR:illa tällä hetkellä. Tämän perusteella orgaaninen kasvu ennusteillamme on noin 2-3 %:n tasolla.

Markkinahaasteiden asteittaisen helpottamisen (inflaatio, rakentamisen epävarmuus), resurssien paremman käytön, etupainotteisten kasvukustannusten poistuman ja laskutusasteen parantumisen odotamme vahvistavan operatiivisen tuloksen parannusmahdollisuuksia lähivuosina. Vielä vuonna 2023 näiden vaikutukset ovat kuitenkin maltillisia. Ennustamme vuoden 2023 oikaistun EBITA:n nousevan 21,4 MEUR:oon ja marginaalin olevan 9,7 %:ssa (2022: 10,0 %).

## Liikevaihto (MEUR)



## Oikaistu EBITA (MEUR)





# Ennusteet 2/3

Ennustamme kuluriveillä materiaalien ja palvelujen osuuden hiljalleen laskevan, kun alihankinnan määrä yhtiössä vähenee tarjoaman laajentumisen myötä. Henkilöstökuluissa näemme tänä vuonna painetta ylöspäin niin suhteellisesti liikevaihtoon nähden kuin absoluuttisestikin. Palkkaratkaisut nostavat palkkoja usealla prosentilla ja samalla kilpailu osaajista etenkin digitalisaatiopuolella on jatkunut kireänä. Liiketoiminnan muissa kuluissa näemme selkeää laskua vertailukauden poikkeuksellisen korkeasta tasosta. Pidemmällä aikavälillä näemme myös suhteellisen osuuden pienentyvän yhtiön hajautuneen liiketoimintamallin ja vähäisen hallintotaakan vuoksi. Rahoituskulujen odotamme olevan selvässä nousussa yhtiön velkamäärän kasvaessa ja korkojen ollessa korkeammalla. Vähäisempien oikaisuerien vuoksi odotamme raportoidun tuloksen nousevan alariveillä operatiivista tulosta vauhdikkaammin. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan merkittävästi 0,30 euroon per osake vertailukauden 0,22 eurosta.

Isoimpana riskinä ennusteissamme on markkinakasvun selkeämpi jäähtyminen talouden mukana, mikä vaikuttaisi kasvuun, mutta arviomme mukaan myös Sitowisen laskutusasteeseen heikentävästi. Kannattavuustason ylläpito korkealla tasolla voi myös olla haasteellista, jos kasvu ja yrityskauppojen integraatio eivät suju suunnitelmallisesti. Nykyinen kannattavuustaso on alaan nähden korkealla ja samankaltaisen suorituksen kestävä jatkaminen voi olla haastavaa. Historialliseen kannattavuustasoon (5v ka. 11,4 %) nähden nykyinen taso on kuitenkin jo matala ja

omaa selkeää parannuspotentiaalia, mikäli markkinatilanteessa ei tapahdu merkittäviä käännteitä heikompaan.

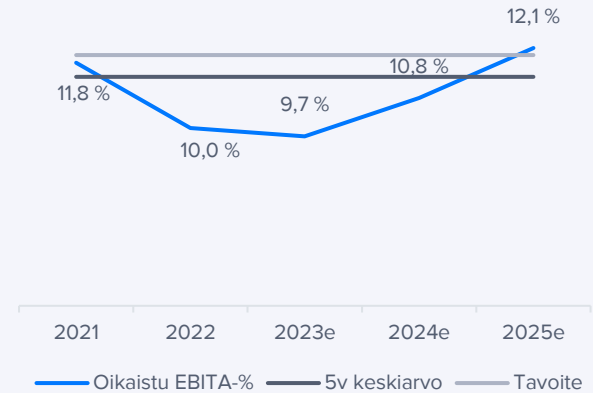
## Vuonna 2024 kasvu jää maltillisemmaksi

Vuodelle 2024 näemme kokonaiskasvun hidastuvan 3 %:iin ja liikevaihdon nousevan 227 MEUR:oon. Yritystoilla on noin 0,5 MEUR:n vaikutus ennusteisiimme ja orgaanisen kasvun arvioimme piristyvän etenkin loppuvuotta kohti. Näemme markkinan piristyvän talonrakentamisen markkinoilla ja tarjoavan orgaaniseen kasvuun paremmat mahdollisuudet kuin vuonna 2023. Kasvun odotamme jatkuvan vahvana Digitaalisissa ratkaisuissa sekä Ruotsin osalta. Infran näkymät ovat kohtuullisen hyvät, mutta merkittävään orgaaniseen kasvuun emme näe eväitä heikon investointiympäristön myötä.

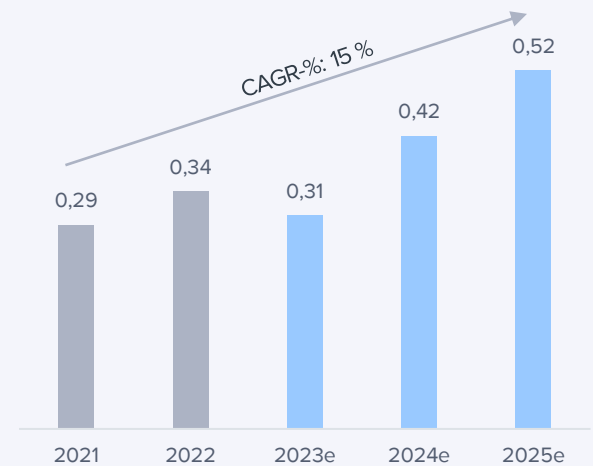
Vuonna 2025 kasvu on ennusteissamme hieman vahvempaa noin 4 %:ssa mukailien markkinan kasvumahdollisuuksia. Kasvua tukee lähivuosina palautuva markkina, yhtiön laajentunut tarjoama, markkinan hyvät pitkänaikavälin trendit, konsultaation penetraatioasteen nousu sekä Sitowisen digitalisaatio-osaaminen.

Vahvemman orgaanisen kasvun myötä näemme myös marginaaleissa ja tuloksessa kasvua. Yhtiö saa paremmin resurssinsa töihin ja kustannuspaineet helpottavat. Ennustamme vuoden 2024 EBITA:n olevan noin 25 MEUR ja edelleen vuonna 2025 29 MEUR. Marginaalin odotamme vuonna 2024 nousevan noin 10,8 %:iin ja edelleen vuonna 2025 noin 12,1 %:iin. Näin vuonna 2025 yhtiö yltäisi jälleen historiallisille sekä tavoitekannattavuustasoille.

## Oikaistu EBITA-%



## Osakekohtainen tulos (oik.)





# Ennusteet 3/3

Keskipitkällä aikavälillä odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun olevan 3-5 %:n tasolla, josta pitkälle aikavälillä kasvuennusteemme asettuu noin 1 %:iin. Kannattavuuden osalta odotamme, että pitkällä aikavälillä kannattavuus tasaantuu noin 11 %:n oikaistun EBITA-marginaalin tasolle. Tämä on linjassa yhtiön historiallisen tasoon (5v ka.: 11,4 %), mutta vielä alle yhtiön tavoitteen (+12 %).

## Yritystostoskenaario

Iso osa Sitowisen liiketoiminnan kasvusta on historiassa tullut yritysostoista. Tämä on suunta myös tulevaisuudessa. Tämän vuoksi pelkästään orgaanisen kasvuun perustuvat ennusteemme voivat antaa väärän kuvan yhtiön liiketoiminnan kehityksestä. Olemme arvioineet yhtiön hyvän historiallisen yrityskaupahistorian sekä strategian tavoitteiden mukaisesti, että yhtiön liikevaihto kasvaisi strategiakauden loppuun (vuoteen 2025 asti) noin 11 % vuosittain. Vuoteen 2025 mennessä yhtiö saavuttaisi skenaariossa noin 280 MEUR:n liikevaihdon ja muuttumattomilla kannattavuusennusteillamme yhtiön EBITA nousisi vuonna 2025 noin 34 MEUR:oon.

## Rahoitus onnistuu, mutta kiristäisi tasetta selkeästi

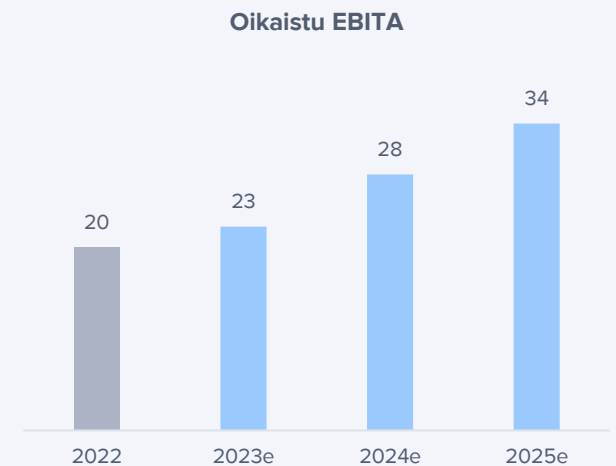
Orgaanisen liikevaihdon kasvun ennusteisiimme nähden liikevaihtoa olisi vuoden 2025 lopussa noin 45 MEUR enemmän. Sitowisen pyrkiessä pitämään kannattavuutensa korkealla tasolla, voi ostettavien kohteiden kannattavuuden olettaa olevan suhteellisen samoilla tasoilla kuin Sitowisella nyt on. Viiden viime vuoden keskiarvo

Sitowisella on EBITDA-%:lla mitattuna ollut noin 15 %. 45 MEUR:n liikevaihdolla tämä tekee noin 6,3 MEUR käyttökate. Yhtiön historiallinen yritysostojen hinta on Sitowisen mukaan ollut noin 5,5x EV/EBITDA. Hieman yli 6 MEUR:n käyttökate kerrottuna 5,5x-kertoimella saadaan yritysostojen arvioiduksi kokonaishinnaksi noin 35 MEUR.

Rahoitustilanne vaatii kuitenkin arviomme mukaan tällä hetkellä vielä hieman rahavirran parantumista, jotta yritysostot ovat mahdollista toteuttaa tavoitevelkaantumisen tasolla. Yhtiöllä oli kassassa vuoden puolella välissä kuitenkin noin 16 MEUR:n varat, mikä antaa jo hyvin resursseja tehdä liikkeitä markkinalla. Velkavipu on tavoitetasolla, mutta yhtiönkin omien sanojen mukaan taso voidaan ylittää yritysostojen yhteydessä. Omien varojen ja vieraan pääoman rahoituksella yhtiöllä olisi siis hyvät saumat toteuttaa skenaario. Täytyy kuitenkin myös muistaa, että vieraan pääoman kustannus on noussut merkittävästi, mikä lisää hankittavien kohteiden riskiä. Yhtiöllä on hallussaan omia osakkeita, joita voidaan käyttää yrityskauppojen yhteydessä maksuvälineenä, mutta osakkeen alhaisen arvostuksen vuoksi myös ostettavan yhtiön arvostuksen tulisi olla maltillinen.

Pidämme tässä vaiheessa todennäköisenä, että heikon markkinan vallitessa merkittävästi uusia yrityskauppoja ei tule. Menneiden yrityskauppojen sulattelu sekä kassavirran parantuminen voisi jo vapauttaa enemmänkin resursseja käytettäväksi samalla, kun markkinan odotetaan piristyvän.

## Yritystostoskenaario



# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	160,1	179,3	49,2	51,7	45,9	57,6	204,4	56,1	56,5	48,2	59,4	220,1	226,5	236,5	244,7
Käyttökate	26,3	25,8	5,4	5,2	6,5	6,7	23,8	8,5	6,4	6,3	7,3	28,5	32,9	36,5	37,4
Poistot ja arvonalennukset	-8,0	-9,4	-2,5	-2,5	-2,7	-2,9	-10,6	-3,0	-2,8	-2,6	-2,7	-11,0	-10,2	-9,5	-8,9
EBITA (oik.)	20,6	21,1	5,2	4,9	4,9	5,3	20,4	6,6	4,5	4,6	5,7	21,4	24,5	28,7	30,2
EBITA	19,5	18,6	3,5	3,3	4,5	4,7	16,1	6,2	4,4	4,5	5,5	20,6	24,5	28,7	30,2
Liikevoitto	18,3	16,4	2,9	2,7	3,7	3,8	13,2	5,5	3,6	3,7	4,7	17,5	22,8	27,0	28,5
Nettorahoituskulut	-2,4	-6,1	-1,4	-0,3	-0,4	-0,7	-2,9	-1,1	-0,9	-0,9	-1,0	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8
Tulos ennen veroja	15,9	10,3	1,5	2,4	3,3	3,0	10,3	4,4	2,7	2,8	3,7	13,6	19,0	23,2	24,7
Verot	-3,2	-2,4	-0,4	-0,8	-0,5	-0,6	-2,4	-0,9	-0,6	-0,6	-0,7	-2,8	-3,9	-4,7	-5,0
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	12,6	7,8	1,1	1,5	2,8	2,4	7,8	3,5	2,2	2,2	2,9	10,8	15,0	18,4	19,5
EPS (oikaistu)	0,33	0,29	0,08	0,09	0,09	0,08	0,34	0,11	0,05	0,06	0,08	0,31	0,42	0,52	0,55
EPS (raportoitu)	0,36	0,22	0,03	0,04	0,08	0,07	0,22	0,10	0,06	0,06	0,08	0,30	0,42	0,52	0,55

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	11,9 %	12,0 %	15,0 %	11,2 %	16,0 %	14,1 %	14,0 %	13,9 %	9,2 %	5,0 %	3,1 %	7,7 %	2,9 %	4,4 %	3,5 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%		2,4 %	10,8 %	-17,0 %	0,6 %	-5,2 %	-3,6 %	27,0 %	-8,4 %	-6,4 %	6,9 %	5,1 %	14,3 %	17,3 %	5,2 %
Oikaistu EBITA-%	12,9 %	11,8 %	10,6 %	9,5 %	10,7 %	9,2 %	10,0 %	11,8 %	8,0 %	9,6 %	9,6 %	9,7 %	10,8 %	12,1 %	12,3 %
Nettotulos-%	7,9 %	4,4 %	2,3 %	2,9 %	6,1 %	4,2 %	3,8 %	6,2 %	3,8 %	4,6 %	4,9 %	4,9 %	6,6 %	7,8 %	8,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	220	220	0 %	226	226	0 %	236	236	0 %
Käyttökate	28,5	28,5	0 %	32,9	32,9	0 %	36,5	36,5	0 %
EBITA (oik.)	21,4	21,4	0 %	24,5	24,5	0 %	28,7	28,7	0 %
EBITA	20,6	20,6	0 %	24,5	24,5	0 %	28,7	28,7	0 %
Tulos ennen veroja	13,6	13,6	0 %	19,0	19,0	0 %	23,2	23,2	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,31	0,31	0 %	0,42	0,42	0 %	0,52	0,52	0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>177</b>	<b>202</b>	<b>199</b>	<b>197</b>	<b>196</b>
Liikearvo	135	158	158	158	158
Aineettomat hyödykkeet	7,5	10,2	7,2	4,3	2,6
Käyttöomaisuus	31,4	31,8	31,8	32,5	32,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>72,7</b>	<b>78,3</b>	<b>89,6</b>	<b>104</b>	<b>122</b>
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	53,3	62,9	66,0	67,9	70,9
Likvidit varat	19,4	15,4	23,5	36,3	51,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>250</b>	<b>281</b>	<b>289</b>	<b>302</b>	<b>318</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>115</b>	<b>117</b>	<b>124</b>	<b>135</b>	<b>148</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	18,8	23,4	30,7	41,5	54,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muu oma pääoma	95,5	92,8	92,8	92,8	92,8
Vähemmistöosuus	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>72,6</b>	<b>94,6</b>	<b>91,6</b>	<b>91,6</b>	<b>91,6</b>
Laskennalliset verovelat	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	71,0	93,0	90,0	90,0	90,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>62,3</b>	<b>69,2</b>	<b>73,3</b>	<b>75,1</b>	<b>77,8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	7,6	7,9	10,0	10,0	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	51,0	59,6	61,6	63,4	66,2
Muut lyhytaikaiset velat	3,7	1,6	1,6	1,6	1,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>250</b>	<b>281</b>	<b>289</b>	<b>302</b>	<b>318</b>

# Arvonmääritys 1/5

## Arvostuksen perusteet

Hinnoittelimme 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 ja kevyen taseen vuoksi tase pohjainen (P/B) arvostus ei ole mielestämme parhaita mahdollisia mittareita. Liikevaihtoon pohjautuva (EV/S) arvostus on mielestämme hyvä tulosneutraali tapa arvioida arvostusta, mistä voi arvioida selkeän väärinhinnoittelun mahdollisuutta. Käytämme sitä kuitenkin lähinnä tukena muulle arvostukselle.

## Hyväksyttävä arvostus

Sitowisella on kevyt tase, vähän pääomia sitova liiketoiminta, se tuottaa hyvin vahvaa kassavirtaa, kasvaa vahvasti sekä kannattaa alaan nähden hyvällä tasolla. Tämän vuoksi Sitowiselle voi mielestämme hyväksyä korkeatkin arvostuskertoimet Helsingin pörssiin nähden (P/E (FW) 05-22 ka.: noin 14x).

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

Vuodesta 2010 lähtien eteenpäin katsova P/E-

kerroin on ollut näillä verrokeilla noin 16x ja EV/EBITDA-kerroin noin 9x. Kertoimet ovat ihan viime aikoina laskeneet selvästi korkeiltakin tasoilta, mitä nähtiin 2017-2021. Silloiset korkeat tasot arvostuksessa mielestämme viestivät teknisen konsultoinnin yhtiöiden hyvästä suorittamisesta, mutta myös nollakorkoajan nostamista arvostuksista. Yritysostojen tekeminen halvalla rahoituksella avitti myös yhtiöiden kasvua ja paransi tulostasoa selvästi. Arviolta nyt tämän rahoitukselle (oma ja vieras pääoma) on noussut. Yhtiöille tulisikin mielestämme hyväksyä matalammat kertoimet kuin viime vuosien aikana, kun yleisesti arvostuskuva on myös kärsinyt korkojen ja tuottovaatimuksien noususta.

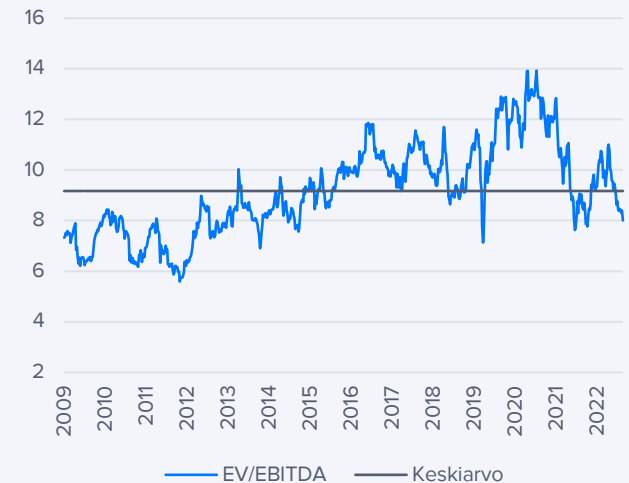
Sitowisen tapauksessa arvioimme, että yhtiö ansaitsee hyvän historiallisen suorituksen, vahvan kasvuhaluuden sekä paremman kannattavuuden vuoksi noin verrokkien tasoisen arvostuksen. Sitowisen kannattavuuden heikentymisen ja alhaisemman pääoman tuoton vuoksi preemiota verrokkeihin nähden emme kuitenkaan hyväksy tällä hetkellä. Hyväksyttävä arvostushaarukamme Sitowiselle on: P/E 14-18x ja EV/EBITDA: 8-10x.

Hyväksyttävässä haarukassa ei mielestämme ole merkittävää nousuvaraa nykyisessä ympäristössä, vaikka yhtiö onnistuisi jatkamaan kasvuaan historialliseen tapaan ja nostamaan kannattavuutensa tavoitteiden tasolle. Haarukan lasku vielä Helsingin pörssin keskiarvon (P/E: 14x) alapuolelle on tosin mielestämme mahdollista, mikäli kannattavuus ja kasvu jäävät odotuksistamme.

Verrokkien\* P/E (FW)



Verrokkien\* EV/EBITDA (FW)



# Arvonmääritys 2/5

## Absoluuttiset kertoimet

Seuraamme Sitowisessa vuosien 2023 ja 2024 arvostustasoa. Mielestämme Sitowisen tulostaso vuonna 2023 on normaalia matalampi, mutta parantuu jo hieman lähemmäs historiallista tasoa (+11 %) vuonna 2024. Huomioonotettavaa Sitowisen arvostuksessa on, että tulosta painaa ja sitä kautta P/E-kerrointa nostaa yritysostoihin liittyvät aineettomat poistot. Näillä poistoilla ei ole kassavirtavaikutusta, minkä takia painotamme EV/EBITDA-kerrointa arvonmäärityksessämme.

Osakkeen arvostus on laskenut seuraten verrokkiensa jalanjalkia. Kun ottaa huomioon vielä normaalia matalamman kannattavuuden, on Sitowisen arvostus kuitenkin mielestämme nykyisillä tasoillaan erittäin houkutteleva lähivuosille (23-24e ka.: EV/EBITDA: 7x, P/E: 11x). Arvostushaarukkamme alatasolla (EV/EBITDA: 8-10x, P/E: 14-18x) osakkeessa olisi yli 20 %:n nousuvara.

Nojaamme tällä hetkellä hyväksyttävän haarukan alatasolle. Tulokasvu on lähivuosille kohtuullisen hyvällä tasolla, mutta liikkuminen haarukan yläpäähän vaatisi myös markkinaolosuhteiden parantumista rakentamisen markkinassa sekä rahoitusmarkkinoilla (korkojen lasku). Lisäksi vaikka konsultti- ja suunnitteluyhtiöitä arvostetaan pörssissä yleisesti keskivertoa korkeammalle, heijastuu haarukassamme jo hyvin yhtiön laatu sekä suorituskyky.

## Osinkoa tukee vahva kassavirta

Ennustamme yhtiöltä kasvavaa osinkoa lähivuosien aikana liiketoimintamallin vahvan

kassageneroinnin sekä nousevan tuloksen johdosta. Näkemyksemme mukaan osinko ei tässä kasvuvaiheessa ole kuitenkaan osakkeelle merkittävin ajuri. Nykyisellä noin 3-4 %:n tasolla se tarjoaa pientä tukea tuotto-odotukselle.

## Verrokkiryhmän esittely

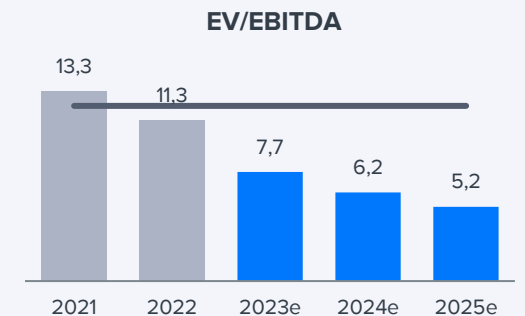
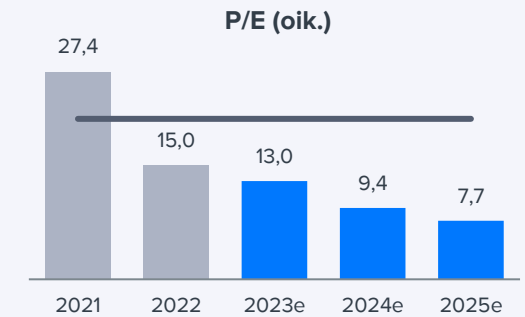
Sitowiselle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan kansainvälisistä ja pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat ruotsalaiset Sweco ja AFRY toisiaan muistuttavan sijoittajaprofiilin, kohtuullisen lähellä olevan liiketoiminnan, Pohjoismaisten markkinoiden ja samanlaisen kannattavuusprofiilin 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 hyvä verrokki, sillä se on yksi Sitowisen tärkeimmistä kilpailijoista, vaikka onkin kooltaan selvästi isompi ja toimii isommalla markkinalla. Suomesta hyvä pienempi verrokki on Solwers, joka toimii myös teknisen konsultoinnin osa-alueella.

Lisäksi olemme ottaneet vertailuryhmään suomalaisen Etteplanin ja kansainvälisesti toimivan Arcadiksen, jotka eivät suoraan ole Sitowisen oleellisimpia kilpailijoita. Mielestämme on kuitenkin perusteltua ottaa mukaan sektorin suurimpia toimijoita Euroopasta sekä myös liiketoimintamalliltaan lähellä oleva verrokki Helsingin pörssistä, vaikka toimialajako ei suoraan olekaan sama.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,99	3,99	3,99
Osakemäärä, milj. kpl	35,5	35,5	35,5
Markkina-arvo	142	142	142
Yritysarvo (EV)	219	206	191
P/E (oik.)	13,0	9,4	7,7
P/B	1,1	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	7,7	6,2	5,2
EV/EBIT (oik.)	12,4	9,0	7,1
Osinko/tulos (%)	39,4 %	33,1 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,5 %	4,5 %

Lähde: Inderes



# Arvonmääritys 3/5

## Verrokkiryhmän arvostustaso

Verrokkien arvostustaso on laskenut selvästi viime aikoina. Aikaisemmissa laajoissa raporteissa pidimme arvostustason odotuksia kohtuullisen korkeina, mutta nykyisellään rahoitusmarkkinan sekä rakentamisen markkinan epävarmuuden oloissa arvostus on selkeästi jo houkuttelevammalla tasolla.

Alla esitetyn verrokkiryhmän vuoden 2023e ja 2024e mediaanit P/E-kertoimet ovat noin 17x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 10x. Verrokkiryhmästä näkee, että kansainväliset ja isot toimijat, joiden liiketoiminnan suoritus on ollut vahvaa, hinnoitellaan pörssissä muita korkeammalle (Sweco, WSP). On mahdollista, että osissa yhtiöissä näkyy myös laatuyhtiön preemiota, mikä on vaihtoehtoisten sijoitusten

puutteiden vuoksi myös nostanut kertoimia aikaisempien vuosien aikana.

Vuosille 2023-2024 Sitowisen tulokset ovat noin 30 % verrokkien alapuolella. Yhtiöiden samankaltaiset liiketoimintaprofiilit parantavat kertoimien vertailtavuutta, mutta esimerkiksi P/E-luvussa vaikuttavana tekijänä on aineettomien hyödykkeiden poistot, jotka heikentävät vertailtavuutta. Markkinatilanteen eroavaisuuksien vuoksi tulostenusteissa on isoja vaihteluita, minkä vuoksi verrokkiarvostuksen käyttökelpoisuus on laskenut. Tämän vuoksi painoarvo on normaalia alhaisempi.

## Sitowise tulisi hinnoitella mielestämme verrokkien tasolle

Mielestämme on perusteltua hinnoitella Sitowise vähintään verrokkiryhmän tasolle historiallisen

kannattavuuden ja tulevaisuuden kasvupotentiaalin yhdistelmän ansiosta. Sitowisen kannattavuus ja tuloskasvu on ollut viime vuosina verrokkeja vahvempaa ja yhtiö on tällä hetkellä selvässä kasvuvaiheessa.

Mielestämme Sitowisen suoritus voisi tulevaisuudessa oikeuttaa samankaltaiseen hinnoitteluun sektorin kärjen kanssa (Sweco, WSP), mutta vielä tässä vaiheessa ero on mielestämme perusteltua. Yhtiön kehitys- ja laajentumisvaihe, konsernin lyhyt historia, osaa verrokkeja pienempi koko ja keskittyneempi liiketoiminta laskevat myös hyväksyttävää tasoa. Myös riskiprofiilit ovat Sitowisea suuremmilla ja monialaisimmalla yhtiöillä mahdollisesti alhaisempia. Näiden syiden takia pidämme verrokkeihin nähden linjassa (0 %) olevaa arvostusta perusteltuna.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Sweco AB	3210	3775	13,2	12,2	1,6	1,5	19,5	17,5	2,7	2,8
Afry AB	1362	2008	8,3	7,8	0,9	0,9	12,5	10,9	4,3	4,8
Rejlers AB	222	276	7,5	6,7	0,8	0,8	12,8	11,1	3,6	4,1
WSP Global Inc	16242	19182	14,7	13,4	2,6	2,4	28,3	24,8	0,8	0,8
Solwers Oyj	41	72	10,0	9,0	1,2	1,1	41,4	15,9	2,2	2,4
Etteplan Oyj	397	468	9,8	9,0	1,3	1,2	18,5	16,2	2,5	2,9
Arcadis NV	3902	5081	10,2	9,4	1,2	1,1	16,1	14,2	2,1	2,4
<b>Sitowise (Inderes)</b>	<b>142</b>	<b>219</b>	<b>7,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>13,0</b>	<b>9,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>10,5</b>	<b>9,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>21,3</b>	<b>15,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,0</b>	<b>9,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>18,5</b>	<b>15,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-23 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>19 %</b>	<b>26 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Arvonmääritys 4/5

## DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Yhtiön yritysostovetoisen kasvun vuoksi orgaaniseen kasvuun perustuvat ennusteemme eivät kuitenkaan välttämättä anna parasta kuvaa yhtiön arvostuksesta. Tämän lisäksi rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden, kuten jäljempänä näytämme.

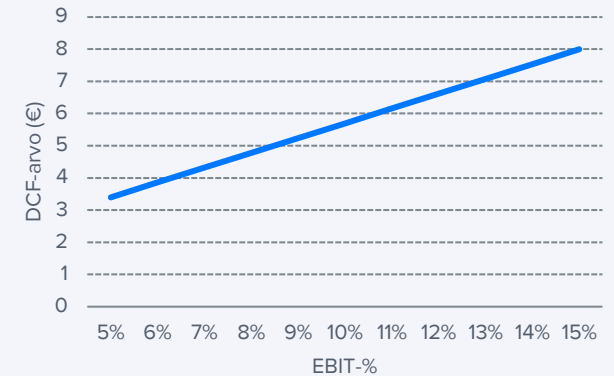
DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 5,6 euroa, mikä on selvästi yli nykyisen kurssin. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 10,0 %:iin liikevaihdosta. Tämä vastaa noin 11 %:n EBITA-marginaalia, joka on yhtiön tavoitetason (+12 %) alapuolella.

Pidämme arviotamme kestävästä kannattavuustasosta realistisena yhtiön historiaan ja liiketoimintamalliin pohjautuen. Jotta nykyinen osakkeen hinta (noin 4 euroa) saataisiin DCF-laskelman arvoksi, tulisi EBIT-marginaalin laskea terminaalissa ikuisuuteen noin 6 %:iin (muiden tekijöiden pysyessä ennallaan). Tämä on mielestämme selkeästi alle pessimistisenkin arvion. Osakkeen tavoitehintaan (5 euroa) nähden kannattavuuden tulisi terminaalissa laskea noin 8 %:n tasolle, jotta tämä olisi pitkällä aikavälillä hyvä arvio käyvästä arvosta. Tässä mielessä näemme, että nykyinen osakkeen hinta sisältää jo turvamarginaalia pettymyksienkin varalta. Nostaessamme kannattavuuden terminaalissa lähemmäs yhtiön tavoitteita (12 %) saamme DCF-laskelman arvoksi noin 7 euroa.

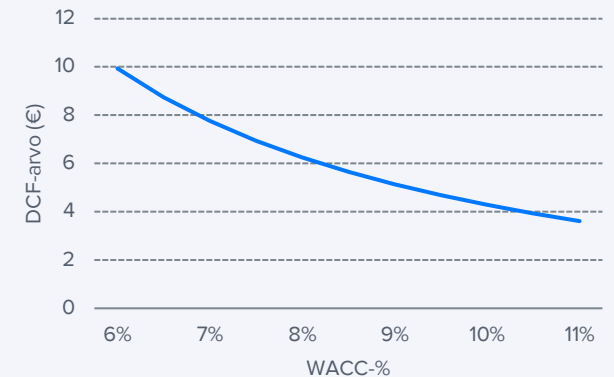
Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,4 % ja oman pääoman kustannus on 10,5 %. Mielestämme tuottovaatimustaso on pörssin keskiarvoon nähden kohtuullisen neutraali eikä siinä ole mielestämme nykyisessä ympäristössä laskuvaraa.

Myös tuottovaatimuksen parametrin muutoksella on selkeää vaikutusta DCF-laskelman antamaan arvoon ja voisi perustella myös nykyistä alhaista osakkeen hintaa. Tuottovaatimuksen noustessa 11 %:n tasolle laskee DCF-laskelman arvo alle 4 euron tason muiden tekijöiden pysyessä ennallaan. 6-7 %:ssa arvo taasen nousee jo lähemmäs 10 euron tasoa. Arvioimmekin, että markkinat eivät tällä hetkellä arvioi Sitowisen pystyvän ylläpitämään nykyistä kannattavuuttaan ikuisuuteen ja myös arviolta markkinoiden tuottovaatimus on meidän tuottovaatimustasoa korkeampi.

Terminaalinn kannattavuuden vaikutus DCF-arvoon



Tuottovaatimuksen (WACC-%) muutoksen vaikutus DCF-arvoon



# Arvonmääritys 5/5

## Yritystostoskenaario

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

Skenaariossamme yhtiö tekisi vuonna 2025 noin 280 MEUR liikevaihtoa ja 34 MEUR:n EBITA:a. Tämä vastaisi noin 41 MEUR:n käyttökattetta. Hyväksyttävänä arvostuksena olemme käyttäneet haarukkamme (8-10x) alarajaa, josta yritysarvoksi vuonna 2025 muodostuisi noin 327 MEUR.

Nettovelan osalta olemme arvioineet, että se olisi kaksinkertainen käyttökatteeseen nähden ollen näin yhtiön tavoitetason alapuolella (nettovelka/EBITDA < 2,5x). Tästä saamme markkina-arvoksi vuonna 2025 noin 246 MEUR. Osakkeen arvo olisi tällöin 6,9 euroa.

Nykykurssilla osakkeen vuotuiseksi tuotoksi kurssinousun perusteella muodostuisi yli 30 % vuoteen 2025 asti olettaen, että kaikki skenaariossa menisi oletuksien mukaisesti. Tuotto on selvästi esimerkiksi meidän oman pääoman tuottovaateen (10 %) yli kertoen yritystostoskenaarion antaman option potentiaalista. Yritystostoskenaariossa tuottovaatimuksen tuleekin mielestämme olla selkeästi houkutteleva toteuman epävarmuuden ja riskien vuoksi. Tällä tuottotasolla ja Sitowisen hyvän yritysostohistorian valossa näemme yritystostoskenaarion tukevan osaketta.

## Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Sitowisen osta-suosituksen ja 5,00 euron tavoitehintamme laajan raportin yhteydessä. Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksytyjä arvostuskertoimia ja pienemmällä painolla verrokkiryhmää sekä DCF-laskelmaa. Sitowise on mielestämme hinnoiteltu varsin maltillisesti yhtiön nykyiseen tuloskuuntoon sekä tuloskasvupotentiaaliin nähden.

## Yritystostoskenaario

Tulostaso (MEUR)	
Liikevaihto 2025e	280
EBITA	34
EBITDA	41
Hyväksytty arvostustaso	
EV/EBITDA	8
Osakekannan arvo (MEUR)	
Yritysarvo 2025e	327
Nettovelka 2025e (2 x EBITDA)	82
Markkina-arvo 2022e	246
Osakkeen arvo 2025e (euroa)	
	6,9
Osakkeen vuotuinen tuotto nykykurssilla	
	31,5 %

Lähde: Inderes

## Tavoitehinnan muodostuminen



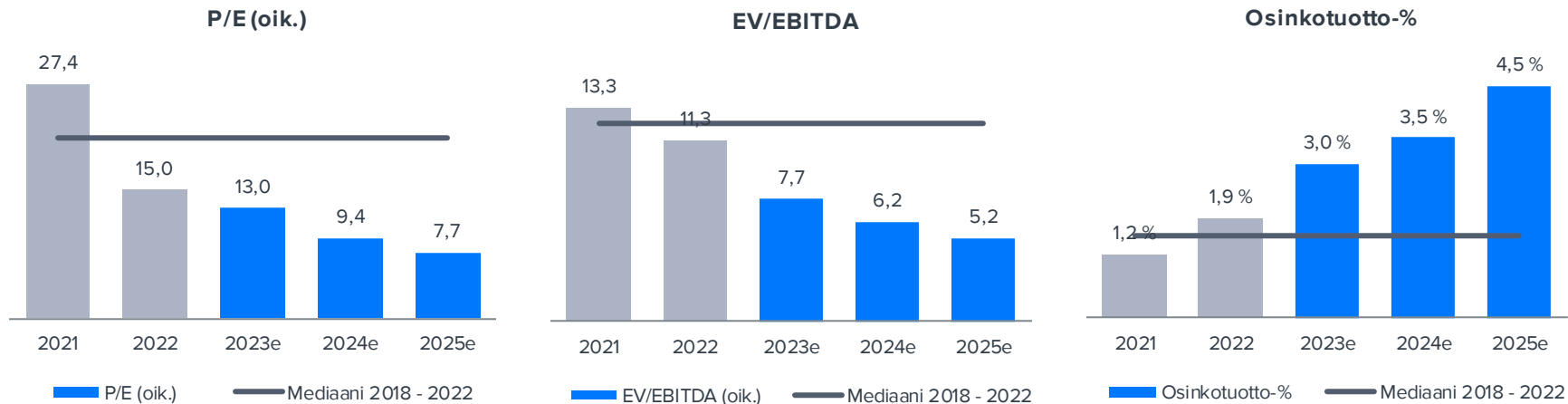
Lähde: Inderes



# Arvostus

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				8,05	5,14	3,99	3,99	3,99	3,99
Osakemäärä, milj. kpl				35,4	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5
Markkina-arvo				285	182	142	142	142	142
Yritysarvo (EV)				345	268	219	206	191	177
P/E (oik.)				27,4	15,0	13,0	9,4	7,7	7,3
P/B				2,5	1,6	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto				1,9	1,3	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)				13,3	11,3	7,7	6,2	5,2	4,7
EV/EBIT (oik.)				18,2	15,4	12,4	9,0	7,1	6,2
Osinko/tulos (%)				45,2 %	45,2 %	39,4 %	33,1 %	35,0 %	37,0 %
Osinkotuotto-%				1,2 %	1,9 %	3,0 %	3,5 %	4,5 %	5,1 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Sweco AB	3210	3775	13,2	12,2	1,6	1,5	19,5	17,5	2,7	2,8	3,5
Afry AB	1362	2008	8,3	7,8	0,9	0,9	12,5	10,9	4,3	4,8	1,3
Reijers AB	222	276	7,5	6,7	0,8	0,8	12,8	11,1	3,6	4,1	1,4
WSP Global Inc	16242	19182	14,7	13,4	2,6	2,4	28,3	24,8	0,8	0,8	3,7
Solwers Oyj	41	72	10,0	9,0	1,2	1,1	41,4	15,9	2,2	2,4	1,1
Etteplan Oyj	397	468	9,8	9,0	1,3	1,2	18,5	16,2	2,5	2,9	3,4
Arcadis NV	3902	5081	10,2	9,4	1,2	1,1	16,1	14,2	2,1	2,4	3,2
<b>Sitowise (Inderes)</b>	<b>142</b>	<b>219</b>	<b>7,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>13,0</b>	<b>9,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>1,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>10,5</b>	<b>9,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>21,3</b>	<b>15,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,0</b>	<b>9,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>18,5</b>	<b>15,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-23 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>19 %</b>	<b>26 %</b>	<b>-64 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

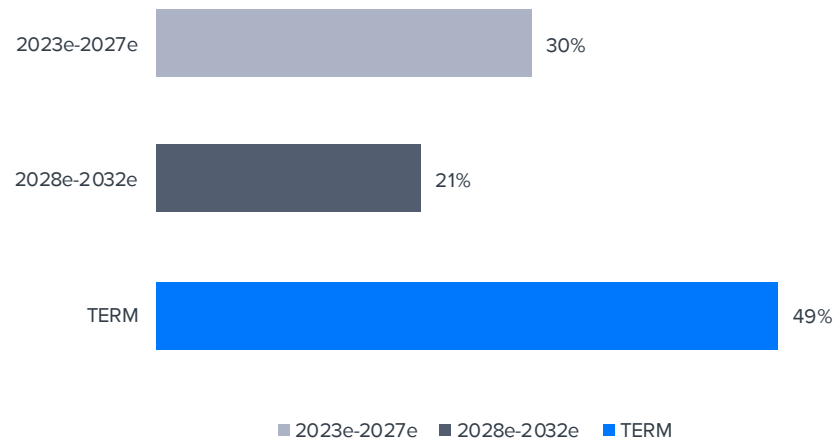
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	14,0 %	7,7 %	2,9 %	4,4 %	3,5 %	3,0 %	4,0 %	2,5 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	6,4 %	7,9 %	10,0 %	11,4 %	11,6 %	11,0 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>13,2</b>	<b>17,5</b>	<b>22,8</b>	<b>27,0</b>	<b>28,5</b>	<b>27,7</b>	<b>27,5</b>	<b>26,9</b>	<b>27,4</b>	<b>27,7</b>	<b>28,0</b>	
+ Kokonaispoistot	10,6	11,0	10,2	9,5	8,9	8,5	8,3	8,2	8,1	8,0	8,0	
- Maksetut verot	-2,2	-2,8	-3,9	-4,7	-5,0	-4,9	-4,9	-4,8	-4,9	-4,9	-5,0	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-3,0	-1,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>17,9</b>	<b>23,8</b>	<b>28,2</b>	<b>30,8</b>	<b>31,4</b>	<b>30,4</b>	<b>30,0</b>	<b>29,4</b>	<b>29,8</b>	<b>30,0</b>	<b>30,2</b>	
+ 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	-36,1	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-18,2</b>	<b>15,8</b>	<b>20,2</b>	<b>22,8</b>	<b>23,4</b>	<b>22,4</b>	<b>22,0</b>	<b>21,4</b>	<b>21,8</b>	<b>22,0</b>	<b>22,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-18,2	15,8	20,2	22,8	23,4	22,4	22,0	21,4	21,8	22,0	22,2	303
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>15,3</b>	<b>18,1</b>	<b>18,9</b>	<b>17,9</b>	<b>15,8</b>	<b>14,3</b>	<b>12,8</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>	<b>142</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		289	274	256	237	219	203	189	176	164	153	142
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>289</b>										
- Korolliset velat		-101,0										
+ Rahavarat		15,4										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		-3,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>200</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>5,6</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,30 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,4 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	160,1	179,3	204,4	<b>220,1</b>	<b>226,5</b>	EPS (raportoitu)	0,36	0,22	0,22	<b>0,30</b>	<b>0,42</b>
Käyttökate	26,3	25,8	23,8	<b>28,5</b>	<b>32,9</b>	EPS (oikaistu)	0,33	0,29	0,34	<b>0,31</b>	<b>0,42</b>
Liikevoitto	18,3	16,4	13,2	<b>17,5</b>	<b>22,8</b>	Operat. kassavirta / osake	0,79	0,50	0,50	<b>0,67</b>	<b>0,79</b>
Voitto ennen veroja	15,9	10,3	10,3	<b>13,6</b>	<b>19,0</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,15	-0,23	-0,51	<b>0,44</b>	<b>0,57</b>
Nettovoitto	12,7	7,8	7,8	<b>10,8</b>	<b>15,0</b>	Omapääoma / osake	1,90	3,24	3,29	<b>3,49</b>	<b>3,79</b>
Kertaluontoiset erät	1,1	-2,6	-4,3	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,10	0,10	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	221,5	249,8	280,7	<b>289,0</b>	<b>301,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	12 %	14 %	<b>8 %</b>	<b>3 %</b>
Oma pääoma	66,9	114,9	116,9	<b>124,1</b>	<b>134,9</b>	Käyttökateen kasvu-%	36 %	-2 %	-8 %	<b>20 %</b>	<b>16 %</b>
Liikearvo	118,1	135,2	157,6	<b>157,6</b>	<b>157,6</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	130 %	10 %	-8 %	<b>1 %</b>	<b>29 %</b>
Nettovelat	86,5	59,3	85,6	<b>76,5</b>	<b>63,7</b>	EPS oik. kasvu-%	144 %	-10 %	16 %	<b>-10 %</b>	<b>37 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	16,4 %	14,4 %	11,6 %	<b>12,9 %</b>	<b>14,5 %</b>
Käyttökate	26,3	25,8	23,8	<b>28,5</b>	<b>32,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	10,7 %	10,6 %	8,5 %	<b>8,0 %</b>	<b>10,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	2,1	-3,2	-3,0	<b>-1,2</b>	<b>-0,1</b>	Liikevoitto-%	11,4 %	9,1 %	6,4 %	<b>7,9 %</b>	<b>10,0 %</b>
Operatiivinen kassavirta	27,9	17,7	17,9	<b>23,8</b>	<b>28,2</b>	ROE-%	20,4 %	8,6 %	6,8 %	<b>9,0 %</b>	<b>11,6 %</b>
Investoinnit	-33,1	-25,8	-36,1	<b>-8,0</b>	<b>-8,0</b>	ROI-%	11,7 %	9,0 %	6,4 %	<b>7,9 %</b>	<b>9,9 %</b>
Vapaa kassavirta	-5,1	-8,2	-18,2	<b>15,8</b>	<b>20,2</b>	Omavaraisuusaste	30,2 %	46,0 %	41,6 %	<b>43,0 %</b>	<b>44,7 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	129,3 %	51,6 %	73,2 %	<b>61,6 %</b>	<b>47,2 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	0,6	1,9	1,3	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>						
EV/EBITDA (oik.)	3,8	13,3	11,3	<b>7,7</b>	<b>6,2</b>						
EV/EBIT (oik.)	5,9	18,2	15,4	<b>12,4</b>	<b>9,0</b>						
P/E (oik.)	0,0	27,4	15,0	<b>13,0</b>	<b>9,4</b>						
P/B	0,0	2,5	1,6	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>						
Osinkotuotto-%		1,2 %	1,9 %	<b>3,0 %</b>	<b>3,5 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.3.2021	Vähennä	8,60 €	8,50 €
20.5.2021	Lisää	9,30 €	8,78 €
26.8.2021	Lisää	9,30 €	8,27 €
11.11.2021	Lisää	9,30 €	8,33 €
3.3.2022	Lisää	7,60 €	6,50 €
4.5.2022	Lisää	7,20 €	6,05 €
19.5.2022	Osta	7,20 €	5,74 €
18.8.2022	Lisää	6,50 €	5,50 €
27.10.2022	Osta	5,50 €	3,90 €
2.11.2022	Osta	5,50 €	4,15 €
29.11.2022	Lisää	5,50 €	4,75 €
1.3.2023	Lisää	5,40 €	4,89 €
10.5.2023	Lisää	5,10 €	4,40 €
17.8.2023	Osta	5,00 €	4,00 €
5.9.2023	Osta	5,00 €	3,99 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**