

SITOWISE

14.5.2025 16:15 EEST

Översättning av "We wait for clearer signals of a turnaround" rapporten, publicerad 14/5/2025



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



Lucas Mattsson
+46 731589485
lucas.mattsson@inderes.com

FÖRETAGSRAPPORT



Vi inväntar tydligare tecken på en vändning

Sitowises resultat för Q1 var blandat, med en omsättning som utvecklades i linje med förväntningarna men en lönsamhet som inte nådde upp till förväntningarna. Enligt vår uppfattning återspeglar den fortsatt svaga lönsamheten hur viktigt det är med omsättningstillväxt, vilket också är en nödvändighet för att stärka kassaflödet och därmed den finansiella ställningen. Värderingen av aktien är hög i förhållande till den låga kortsiktiga resultatnivån, vilket i kombination med den finansiella ställningen utgör ett svagt risk/reward-förhållande enligt vår mening. Vi upprepar härmed vår Minska-rekommendation och reviderar vår riktkurs till 2,40 euro (tidigare 2,50 euro), främst på grund av lägre prognoser.

Operativt resultat under Q1 i stort sett i linje med förväntningarna

Sitowises omsättning minskade under Q1 med 6,6 % till 48,1 MEUR, vilket var i linje med våra förväntningar. Omsättningsminskningen berodde främst på den fortsatt svaga utvecklingen på den svenska marknaden (-28 % år/år) och de svaga förhållandena inom byggnadssegmentet (-12 %). Prestationen inom infrastruktur var fortsatt stabil (+3,9 %), medan Digitala Lösningar till och med överträffade förväntningarna (+6,7 %).

Sitowises justerad EBITA minskade till 2,4 MEUR (Q1'24: 3,4 MEUR) och marginalen sjönk till 5,1 % (Q1'24: 6,6 %) på grund av minskade volymer och prispress. Lönsamheten justerad för den negativa kalendereffekten var dock i stort sett i linje med jämförelseperioden och förbättrades i den finska verksamheten till följd av de effektiviseringsåtgärder som tidigare genomförts. Däremot var verksamheten i Sverige fortsatt olönsam. Orderingången ökade inom alla segment (+8,2 % år/år) och orderboken steg med 4 % till 157 MEUR på kvartalsbasis, vilket ger hopp om en återhämtning.

Små förändringar i prognoserna i avvaktan på marknadsåterhämtning

Även om Sitowise inte gav någon guidance givet osäkerheten på byggmarknaden, tycker vi att tonen i ledningens kommentarer i Q1-rapporten var något mer tillitsfull än i Q4. Bolaget sade att botten på den finska byggmarknaden sannolikt ligger bakom oss och att

marknaden visar tecken på en måttlig återhämtning, men bolaget förväntar sig fortfarande att den bredare återhämtningen kommer att vara långsam och ske gradvis under andra halvåret 2025. Synligheten i Sverige är fortsatt svag och en tydlig återhämtning väntas inte förrän i slutet av 2025 eller till och med 2026.

Vi anser att ledningens kommentarer indikerar förbättrade utsikter för en gradvis återhämtning, särskilt på den finska marknaden, vilket är i linje med våra tidigare förväntningar. Vi har därför endast gjort mindre förändringar i våra operativa prognoser baserat på rapporten. Vi förväntar oss att omsättningen minskar med 1 % under 2025 och att den organiska tillväxten vänder upp under H2'25 i takt med att orderboken stärks och debiteringsgraden förbättras. Lönsamheten under 2025 kommer att vara fortsatt pressad på grund av svaga marknader, stram prissättning och låga debiteringsgrader. Omstruktureringsåtgärderna förväntas dock börja verka efter Q2. Vi förväntar oss att den operationella hävstången kommer att bidra till marginalförbättringar från 2025, med ytterligare tillväxttakt under 2026 (prognos: +9 % omsättningstillväxt), med stöd av förbättrad bygg- och investeringsaktivitet, minskad priskonkurrens och högre effektivitet. Vi bedömer att en återgång till höga ensiffriga EBITA-marginaler kommer att kräva fortsatt omsättningstillväxt, särskilt i Sverige där lönsamheten är en fortsatt viktig utmaning.

Vi förväntar oss ett bättre risk/reward-förhållande

Våra prognoser för 2025–2026 ger EV/EBITDA-multiplar på 9x och 6x, vilket är rimligt. Höga finansiella nettokostnader i förhållande till rörelseresultatet har dock en betydande negativ inverkan på resultatet (och kassaflödet), vilket resulterar i P/E-tal på 33x och 13x för de aktuella åren. Som en följd av detta är den balansräknings-baserade värderingen hög som helhet. Relativ värdering och DCF ger samma bild. Med tanke på den höga skuldsättningen (2025e nettoskuld/EBITDA 4,0x) till följd av försämrad lönsamhet anser vi att risk/reward-förhållandet är svagt, även om vi tror att vinstpotentialen är högre än den kortsiktiga utvecklingen.

Rekommendation

Minska
(tidigare Minska)

Riktkurs:
2,40 EUR
(tidigare 2,50 EUR)

Aktiekurs:
2,37 EUR

Affärsrisk



Värderingsrisk



	2024	2025e	2026e	2027e
Omsättning	192,9	190,5	207,4	221,3
tillväxt-%	-9%	-1%	9%	7%
EBITA oik.	9,6	12,5	17,2	20,0
EBITA-% oik.	5,0 %	6,6 %	8,3 %	9,0 %
Nettoresultat	-2,6	0,6	6,6	9,6
EPS (just.)	-0,01	0,07	0,18	0,27

P/E (just.)	neg.	33,0	12,9	8,9
P/B	0,9	0,7	0,7	0,7
Direktavkastning-%	0,0 %	2,1 %	5,9 %	8,0 %
EV/EBIT (just.)	40,6	17,8	10,8	8,4
EV/EBITDA	11,9	8,6	6,3	5,5
EV/Sales	1,0	0,8	0,8	0,7

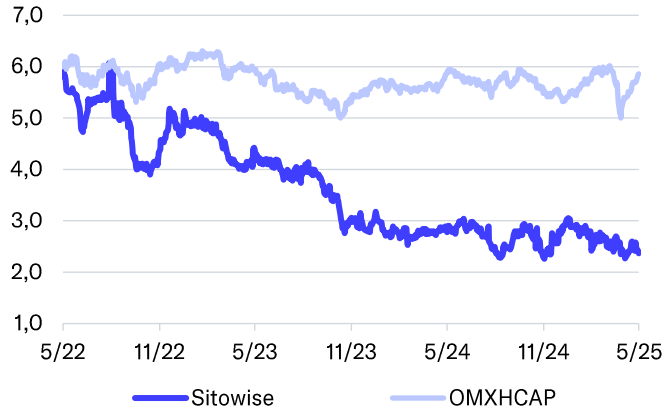
Källa: Inderes

Guidance

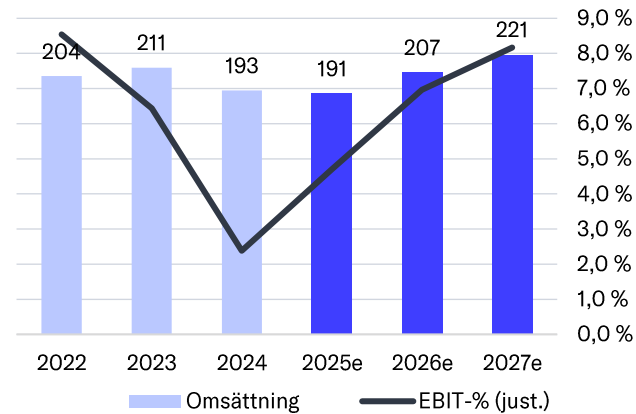
(Ny guidance)

Ingen guidance på grund av marknadsosäkerhet

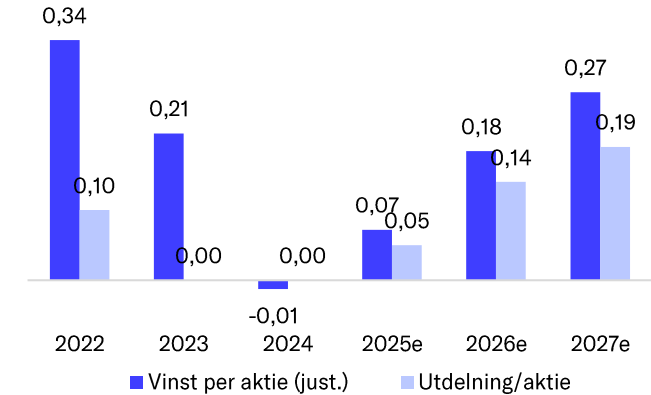
Aktiekurs



Omsättning och rörelseresultat-% (just.)



Vinst/aktie och utdelning/aktie



Värde drivare

- Starkare tillväxt än marknaden i en återhämtande marknad
- Tillbaka till en stark lönsamhetsnivå
- Starkt kassaflöde och lågt investeringsbehov
- En effektiv och decentraliserad affärsmodell och digitaliseringsexpertis skapar konkurrensfördel
- Ökande andelen konsulttjänster och design i byggvärdekedjan, driven av megatrender
- Möjligheter som skapas via reglering av hållbar utveckling

Risker

- Konjunkturkänslighet i underliggande byggmarknaden
- Hållbar upprätthållande av en god lönsamhetsnivå
- En tydlig och långsiktig försvagning av marknaden efter starka år
- Utmaningarna av expansion till nordiska länderna och nya marknader
- Misslyckade förvärv
- Skuldsättningsgrad och finansiering av tillväxt

Värderingsnivå	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs	2,37	2,37	2,37
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	85	85	85
EV	160	157	152
P/E (just.)	33,0	12,9	8,9
P/B	0,7	0,7	0,7
EV/Sales	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,6	6,3	5,5
EV/EBIT (just.)	17,8	10,8	8,4
Utdelning/resultat (%)	303,2 %	76,1 %	71,0 %
Direktavkastning-%	2,1 %	5,9 %	8,0 %

Källa: Inderes

Fortsatt utmanande marknadsläge

Omsättningsutveckling i linje med förväntningarna

Sitowises omsättning minskade med 6,6 % från jämförelseperioden (organiskt -6,3 %) till 48,1 MEUR, vilket var i linje med våra förväntningar. Den svenska verksamheten fortsatte att prestera svagt, med en omsättning som minskade med 28 % till 7,0 MEUR från jämförelseperioden, främst på grund av att byggmarknaden fortsatte att utvecklas svagt som förväntat. Marknadsförhållandena var likartade inom byggnadsverksamheter, vilket ledde till överkapacitet och hård priskonkurrens. Som ett resultat av detta minskade segmentets omsättning under Q1 med 12% till 14,2 MEUR, vilket också var i linje med vår prognos. Infrastrukturverksamheten utvecklades bättre, med en omsättning som ökade med 3,9 % till 17,6 MEUR, tack vare efterfrågan på projekt inom grön omställning, vilket var i linje med våra förväntningar. Digitala lösningar överträffade förväntningarna med en ökning av omsättningen med 6,7 % till 9,3 MEUR, drivet av en stark tillväxt inom produktverksamheten.

Positivt var att orderingången vände den tidigare negativa trenden och mottagna order ökade i alla verksamheter. På koncernnivå ökade orderingången med 8,2 % jämfört med referensperioden, vilket är ett första tecken på en gradvis återhämtning. Orderboken minskade med cirka 3 % från jämförelseperioden, men på kvartalsbasis ökade den med cirka 4 % till 157 MEUR.

Rimlig justerad lönsamhet trots lägre omsättning

Sitowises justerad EBITA minskade till 2,4 MEUR under Q1:(Q1'24: 3,4 MEUR) och var därmed 3,1 MEUR lägre än vår prognos. Justerade EBITA-marginalen sjönk till 5,1 % (vs. 6,6% föregående år), till följd av lägre omsättning, stram pris-sättning och lägre debiteringsgrad. Lönsamheten justerad för den negativa kalendereffekten var ändå i stort sett i linje med jämförelseperioden och ökade i den finska verksamheten till följd av de effektiviseringsåtgärder som tidigare genomförts. Däremot var verksamheten i Sverige fortsatt olönsam. Vår bedömning är att en återhämtning i Sverige framför allt kräver att omsättningen ökar. Det redovisade resultatsiffrorna

var också lägre än väntat på grund av en ökning av engångskostnaderna i samband med omstruktureringen.

Svagt kassaflöde pekar på operativa utmaningar

Det operativa kassaflödet före finansiella poster och skatter var 0,5 MEUR under Q1, vilket återspeglar svag operativ utveckling och ökat behov av rörelsekapital. Det operativa nettokassaflödet var negativt (-1,4 MEUR), vilket återspeglar höga räntekostnader i förhållande till rörelseresultatet. Det operativa nettokassaflödet för tolv månadersperioden, som bättre återspeglar säsongsvariationer, blev 10,7 MEUR (17,2 MEUR).

I slutet av rapportperioden uppgick Sitowises nettoskuld till 56,6 MEUR, vilket är ungefär samma nivå som föregående år. På grund av försämringen av EBITDA på rullande 12 månader steg dock nettoskuld/EBITDA till 6,0x (tidigare 3,8x). Vi anser att denna skuldsättningsnivå är hög, vilket understryker nödvändigheten av att förbättra lönsamheten och minska nettoskulden framöver.

Prognostabell MEUR/EUR	Q1'24	Q1'25	Q1'25e	Q1'25e	Konsensus		Skillnad (%)	2025e
	Jämförelse	Utfall	Inderes	Konsensus	Lägst	Högst	Utfall vs. Inderes	Inderes
Omsättning	51,5	48,1	48,1				0%	190,5
EBITA (just.)	3,4	2,4	3,1				-20%	12,5
EBITA	3,1	0,8	2,9				-73%	10,5
EBIT	2,0	-0,3	2,0				-114%	7,0
Vinst före skatt	0,7	-1,8	0,6				-426%	0,7
Vinst per aktie (rapporterad)	0,02	-0,04	0,01				-425%	0,02
Omsättningstillväxt-%	-8,0 %	-6,6 %	-6,6 %				0 procentenhet	-1,2 %
EBITA-% (just.)	6,6 %	5,1 %	6,4 %				-1,3 procentenhet	6,6 %

Källa: Inderes

Tillväxt är nyckeln till bättre lönsamhet

Tidiga tecken på gradvis återhämtning

Sitowise beslutade att inte ge någon guidance för 2025 i sin rapport för räkenskapsåret 2024, med hänvisning till fortsatt osäkerhet om tidpunkten för återhämtningen på byggmarknaden, vilket gör det svårt att på ett tillförlitligt sätt prognostisera framtida omsättning. Som väntat kom inte heller Q1-rapporten med någon guidance, vilket enligt vår mening visar att marknadssynligheten inte har förbättrats nämnvärt. Ledningens kommentarer antyder dock en något mer optimistisk ton jämfört med Q4-rapporten. Bolaget sade att det hade sett tecken på en måttlig återhämtning på den finska byggmarknaden och att marknaden kanske redan har bottnat. Detta visar på en försiktig ökning av förtroendet. Även om tonen i kommentarerna redan var något mer positiv förväntar sig Sitowise fortfarande att återhämtningen på byggmarknaden kommer att vara långsam och att den gradvis kommer att materialiseras under andra halvåret

2025. Dessutom väntas nu återhämtningen i nybyggnationen av bostäder börja 2026, och återhämtningen i den fortfarande dämpade svenska byggmarknaden väntas börja i slutet av 2025 eller möjligen först 2026.

Endast små förändringar i absoluta prognoser

Vi anser att ledningens kommentarer indikerar förbättrade utsikter för en gradvis återhämtning, särskilt på den finska marknaden, vilket är i linje med våra tidigare förväntningar. Vi har därför endast gjort mindre förändringar i våra operativa prognoser baserat på rapporten. Vi förutser att Sitowises omsättning kommer att minska med 1 % i år, men återgå till organisk tillväxt under H2'25, med stöd av gradvis förbättrade marknader, en starkare orderbok och stigande debiteringsgrader. År 2026 väntas tillväxten öka till 9% i takt med att byggandet och investeringarna tar fart och priskonkurrensen minskar.

I detta års prognoser räknar vi med att en minskad omsättning, en stram prismiljö och låga debiteringsgrader kommer att ha en negativ inverkan på lönsamheten. Å andra sidan väntas besparingarna från omstruktureringsåtgärderna återspeglas i lönsamheten från och med Q2, även om vi tror att en betydande lönsamhetsförbättring skulle kräva försäljningstillväxt. Under 2026 kommer tillväxten i rörelseresultatet främst att drivas av en återhämtning på marknaden och en starkare omsättningstillväxt, vilket kommer att stödja en ökad debiteringsgrad.

Prognosförändringar	2025e	2025e	Förändring	2026e	2026e	Förändring	2027e	2027e	Förändring
MEUR/EUR	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%
Omsättning	191	191	0%	208	207	0%	221	221	0%
EBITDA	20,3	18,5	-9%	25,0	24,8	-1%	27,7	27,7	0%
EBITA (just.)	12,9	12,5	-3%	17,4	17,2	-1%	20,3	20,0	-1%
EBITA	12,4	10,5	-15%	17,4	17,2	-1%	20,3	20,0	-1%
Vinst före skatt	2,9	0,7	-76%	8,9	8,5	-5%	12,8	12,3	-4%
Vinst per aktie (utan engångsposter)	0,08	0,07	-8%	0,20	0,18	-6%	0,28	0,27	-5%
Utdelning/aktie	0,10	0,05	-50%	0,14	0,14	0%	0,19	0,19	0%

Förhöjda värderings- och prognosrisker

Prognosrisken fortsatt hög och skuldsättning en viktig faktor

Perioden från 2024 till början av 2025 har varit utmanande, med resultat långt under potentialen på grund av försämrade marknadsvillkor och åtminstone delvis engångskostnader. Därför bör inte det senaste årets resultatnivå vara det nya normala. I den nuvarande miljön ökar dock prognosriskerna av det faktum att det är svårt att förutse en vändning i bygg- och investeringsaktiviteten, och en ytterligare förlängning av den nuvarande svåra marknadssituationen kan inte uteslutas när det inte finns några tydliga tecken på en vändning uppåt.

Det bör också noteras att bolaget för närvarande är högt skuldsatt på grund av den svaga operativa utvecklingen och de kontinuerliga förvärven under 2023–2024. Kombinationen av dämpad resultatutveckling och ökad skuldsättning höjer enligt vår mening också risknivån i aktien, vilket tillsammans med osäkerheten kring omvärldsutvecklingen motiverar ett högre avkastningskrav. Vi bedömer att skuldsättningen (nettoskuld/EBITDA 2025e 4,0x) fortfarande ligger på en tolerabel nivå, men noterar att om resultatet (och kassaflödet) inte når upp till våra prognoser kommer skuldsättningsgraden att stiga snabbt.

Höga resultatbaserade värderingsmultiplar

Sitowises EV/S-värde baserat på omsättning är cirka 0,8x för 2025 och 2026. Vi anser att denna nivå är måttlig med tanke på lönsamhetspotentialen i denna typ av tjänsteverksamhet. Vi anser dock att en renodlad omsättningsbaserad värdering skulle kräva att man redan på kort sikt tror på en vändning på marknaden. I förhållande till den senaste tidens lönsamhetsnivåer anser vi dessutom inte att nivån är omotiverad och vi anser att en högre omsättningsbaserad värdering kräver en ökning av lönsamheten från nuvarande nivåer. Ovanstående resonemang återspeglas väl i den

resultatbaserade värderingen av aktien, då våra uppdaterade prognoser ger Sitowise P/E-multiplar för 2025–2026 på 33x respektive 13x. EV/EBIT-talen för dessa år är 18x och 11x. Årets resultatbaserade värdering är således ganska hög och återspeglar på nettoresultatbasis det faktum att relativt höga finansiella nettokostnader åter upp en stor del av rörelseresultatet.

Med den resultatförbättring vi förväntar oss tror vi att nästa års värderingsmultiplar kommer att falla till neutral nivå. Mot denna bakgrund tror vi att aktiens värdeökning kommer att kräva en starkare resultattillväxt än vi förutspår, vilket vi tror kommer att kräva en starkare återhämtning på marknaden än väntat.

Relativ värdering

I relativa termer värderas Sitowise med EV/EBITDA-multiplarna för 2025–2026 med en rabatt på 24–40% i förhållande till jämförelsebolagen, medan P/E-multiplarna värderar bolaget med en premie (2025–2026 genomsnitt 14 %). Den relativa värderingen återspeglar således samma resultatrelaterade utmaning och skillnaden mellan rörelseresultatet och nettoresultatet. Sammantaget ger dock den resultatbaserade relativa värderingen inte stöd för en uppsida för aktien. Utmaningarna relaterade till resultatnivån återspeglas också i Sitowises omsättningsbaserade värdering, eftersom aktien värderas med en rabatt på 30–35% på EV/S och på mediannivån värderas jämförelsebolag till 1,2x EV/S. Detta är ungefär den nivå där den genomsnittliga operatören bör prissättas över tiden, med tanke på lönsamhetspotentialen i branschen. Enligt vår mening återspeglar detta således aktiens potential om bolaget kan bevisa att dess lönsamhetspotential ligger över de senaste trenderna och samtidigt, med stigande resultatutveckling, sänka den risknivå som är förknippad med dess finansiella ställning.

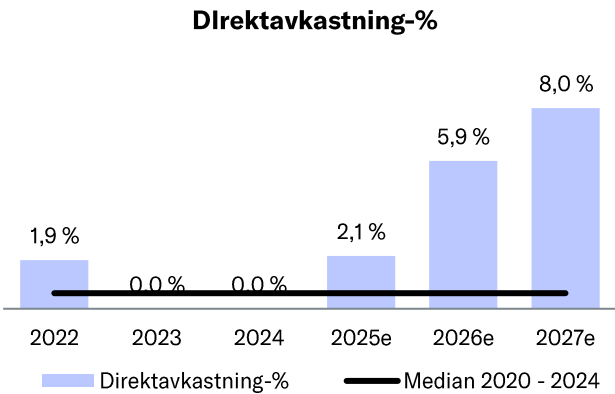
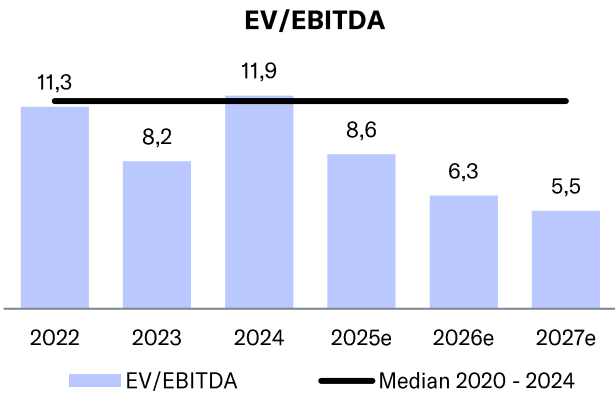
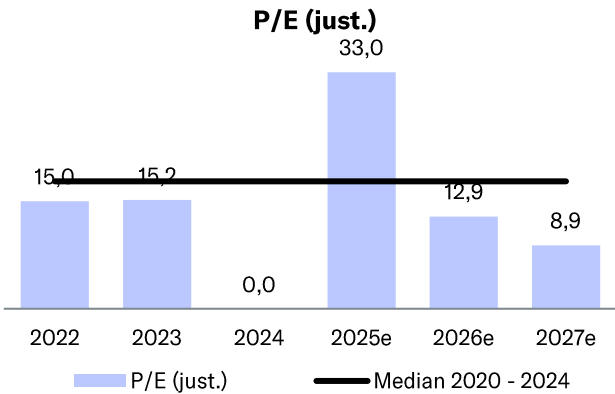
Värderingsnivå	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs	2,37	2,37	2,37
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	85	85	85
EV	160	157	152
P/E (just.)	33,0	12,9	8,9
P/B	0,7	0,7	0,7
EV/Sales	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,6	6,3	5,5
EV/EBIT (just.)	17,8	10,8	8,4
Utdelning/resultat (%)	303,2 %	76,1 %	71,0 %
Direktavkastning-%	2,1 %	5,9 %	8,0 %

Källa: Inderes

Värderingstabell

Värderingsnivå	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktiekurs	8,05	5,14	3,18	3,05	2,37	2,37	2,37	2,37
Antal aktier, miljoner	35,4	35,5	35,6	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	285	182	113	109	85	85	85	85
EV	345	268	197	186	160	157	152	148
P/E (just.)	27,4	15,0	15,2	neg.	33,0	12,9	8,9	7,7
P/B	2,5	1,6	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Sales	1,9	1,3	0,9	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	13,3	11,3	8,2	11,9	8,6	6,3	5,5	5,1
EV/EBIT (just.)	18,2	15,4	14,5	40,6	17,8	10,8	8,4	7,5
Utdelning/resultat (%)	45,2 %	45,2 %	0,0 %	0,0 %	303,2 %	76,1 %	71,0 %	45,0 %
Direktavkastning-%	1,2 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	2,1 %	5,9 %	8,0 %	5,8 %

Källa: Inderes



Marknadsvärdet och företagsvärdet i tabellen tar hänsyn till den prognostiserade förändringen i antalet aktier och nettoskulden för prognosåren.

Värdering av jämförelsegrupp

Värdering av jämförelsegrupp	Börsvärde	EV	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Sales		P/E		Direktavkastning-%		P/B
Företag	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Sweco AB	5705	6167	26,3	22,4	19,2	17,7	2,4	2,2	33,3	28,6	1,6	1,9	5,8
Afry AB	1821	3023	19,1	17,0	12,1	11,5	1,2	1,2	16,5	15,9	3,3	3,5	1,6
Rejlers AB	390	442	17,9	15,2	10,8	9,6	1,2	1,1	21,8	18,5	2,2	2,6	2,3
Solwers Oyj	48	65	13,4	21,0	8,2	8,9	1,0	0,7	15,1	28,2	1,3	0,8	0,8
Etteplan Oyj	284	369	14,0	17,0	8,1	9,2	1,0	1,0	14,7	25,5	3,0	1,9	2,5
Norconsult ASA	1278	1276	19,8	18,3	12,4	11,6	1,7	1,6	24,5	21,3	2,0	2,8	7,5
Sitowise (Inderes)	85	160	17,8	10,8	8,6	6,3	0,8	0,8	33,0	12,9	2,1	5,9	0,7
Genomsnitt			18,4	18,5	11,8	11,4	1,4	1,3	21,0	23,0	2,2	2,2	3,4
Median			18,5	17,7	11,4	10,5	1,2	1,2	19,2	23,4	2,1	2,2	2,4
Skillnad-% till median			-4%	-39%	-24%	-40%	-30%	-35%	72%	-45%	1%	165%	-69%

Källa: Refinitiv / Inderes

Resultaträkning

Resultaträkning	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Omsättning	204,4	210,9	51,5	50,9	41,8	48,7	192,9	48,1	49,3	42,2	50,9	190,5	207,4	221,3	230,4
Infra	60,0	65,6	17,0	18,0	15,5	17,9	68,4	17,6	18,6	16,2	19,1	71,5	73,6	75,5	77,0
Buildings	79,4	70,8	16,1	15,5	12,2	13,6	57,4	14,2	14,6	11,8	13,9	54,5	61,6	69,0	72,4
Digital Solutions	22,1	29,9	7,0	7,0	6,5	7,6	28,1	9,3	9,5	8,7	10,3	37,7	43,4	46,8	49,1
Sweden	42,9	44,5	11,4	10,4	7,7	9,6	39,1	7,0	6,8	5,4	7,7	26,8	28,8	30,1	31,9
EBITDA	23,8	23,2	5,1	4,3	3,3	3,0	15,6	2,8	4,9	5,2	5,5	18,5	24,8	27,7	28,8
Avskrivningar och nedskrivningar	-10,6	-11,5	-3,1	-3,2	-3,5	-3,3	-13,2	-3,1	-2,9	-2,8	-2,7	-11,5	-10,3	-9,6	-9,2
EBITA (adj.)	20,4	17,0	3,4	2,6	2,4	1,2	9,6	2,4	3,0	3,3	3,7	12,5	17,2	20,0	21,0
EBITA	16,1	15,3	3,1	2,2	1,3	0,9	7,4	0,8	2,9	3,2	3,6	10,5	17,2	20,0	21,0
EBIT	13,2	11,7	2,0	1,1	-0,2	-0,4	2,5	-0,3	2,0	2,4	2,8	7,0	14,4	18,1	19,6
Netto finansieringskostnader	-2,9	-4,6	-1,2	-1,3	-1,6	-1,7	-5,8	-1,6	-1,5	-1,6	-1,6	-6,3	-6,0	-5,8	-5,6
Vinst före skatt	10,3	7,1	0,7	-0,2	-1,8	-2,1	-3,4	-1,8	0,5	0,8	1,2	0,7	8,5	12,3	14,1
Skatt	-2,4	-1,6	-0,2	0,0	0,4	0,5	0,7	0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-1,9	-2,7	-3,1
Minoritetsandelar	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	7,8	5,6	0,6	-0,1	-1,4	-1,6	-2,6	-1,4	0,4	0,6	1,0	0,6	6,6	9,6	11,0
Vinst per aktie (justerad)	0,34	0,21	0,03	0,01	-0,01	-0,04	-0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,07	0,18	0,27	0,31
Vinst per aktie (rapporterad)	0,22	0,16	0,02	0,00	-0,04	-0,05	-0,07	-0,04	0,01	0,02	0,03	0,02	0,18	0,27	0,31

Nyckeltal	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Omsättningstillväxt-%	14,0 %	3,2 %	-8,0 %	-9,9 %	-8,4 %	-7,8 %	-8,5 %	-6,6 %	-3,1 %	0,9 %	4,6 %	-1,2 %	8,9 %	6,7 %	4,1 %
Adjusted EBITA growth-%	-3,6 %	-16,6 %	-28,3 %	-56,9 %	-50,4 %	-78,7 %	-43,8 %	-27,7 %	17,0 %	36,5 %	213,9 %	30,8 %	37,7 %	16,3 %	4,8 %
EBITDA-%	11,6 %	11,0 %	9,9 %	8,4 %	7,9 %	6,1 %	8,1 %	5,9 %	9,9 %	12,4 %	10,9 %	9,7 %	11,9 %	12,5 %	12,5 %
Adjusted EBITA-%	10,0 %	8,1 %	6,6 %	5,0 %	5,8 %	2,5 %	5,0 %	5,1 %	6,1 %	7,9 %	7,4 %	6,6 %	8,3 %	9,0 %	9,1 %

Vinst per aktie för helåret beräknas på antalet aktier vid årets slut.

Balansräkning

Tillgångar	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Anläggningstillgångar	202	198	195	192	191
Goodwill	158	159	159	159	159
Immateriella tillgångar	11,9	11,6	9,1	6,3	4,4
Anläggningstillgångar	29,3	25,3	24,4	24,8	25,3
Investeringar i intresseföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga investeringar	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skattefordringar	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Omsättningstillgångar	76,6	68,8	65,4	72,1	78,0
Omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga omsättningstillgångar	1,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Kundfordringar	59,2	50,7	51,4	57,0	62,0
Likvida medel	15,6	17,5	13,3	14,5	15,5
Balansomslutning	278	267	260	265	269

Källa: Inderes

Skulder	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Eget kapital	120	115	116	121	125
Aktiekapital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fonderade vinstmedel	25,8	23,3	23,8	28,6	33,2
Lån i eget kapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskrivningsfond	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Övrigt eget kapital	93,2	92,0	92,0	92,0	92,0
Minoritetsandel	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Långfristiga skulder	92,0	87,5	81,3	81,3	76,3
Uppskjutna skatteskulder	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Avsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntebärande skulder	90,5	86,2	80,0	80,0	75,0
Lån mot konvertibla skuldebrev	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Kortfristiga skulder	66,9	64,3	63,0	62,6	67,5
Räntebärande skulder	8,2	8,4	8,2	6,2	7,3
Kortfristiga icke räntebärande skulder	58,3	55,5	54,3	56,0	59,7
Övriga kortfristiga skulder	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Balansomslutning	278	267	260	265	269

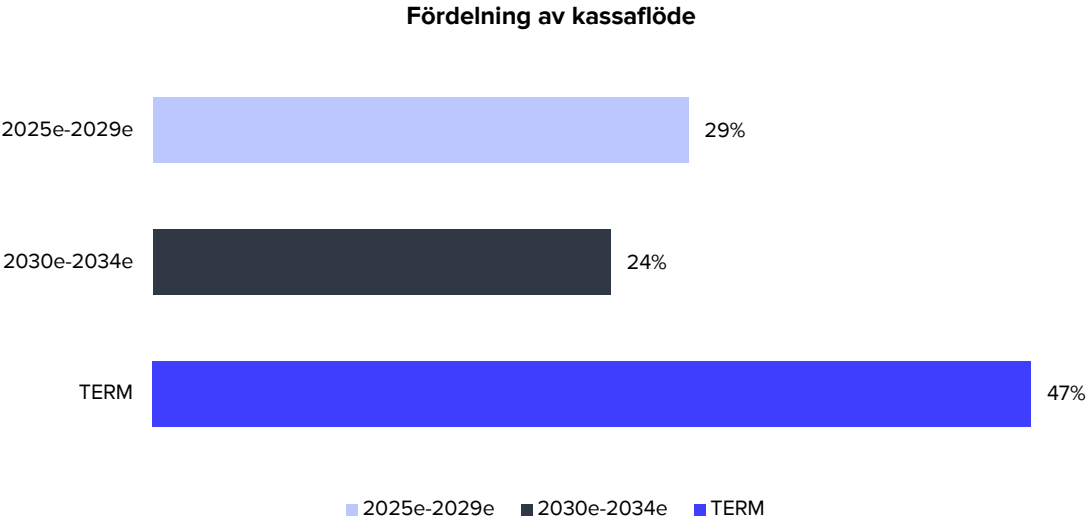
DCF-beräkning

DCF-modell	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Omsättningstillväxt-%	-8,5 %	-1,2 %	8,9 %	6,7 %	4,1 %	2,5 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
EBIT-%	1,3 %	3,7 %	7,0 %	8,2 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,0 %	8,0 %
EBIT	2,5	7,0	14,4	18,1	19,6	20,1	20,5	20,7	20,9	21,1	20,1	
+ Totala avskrivningar	13,2	11,5	10,3	9,6	9,2	8,9	8,8	8,8	8,8	8,9	9,0	
- Betalda skatter	0,1	-0,1	-1,9	-2,7	-3,1	-3,2	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4	-3,2	
- Skatt, finansieringskostnader	-1,2	-1,0	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
+ Skatt, finansieringsintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Förändring i rörelsekapital	6,9	-2,0	-3,9	-1,2	-1,2	-1,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operativt kassaflöde	21,4	15,4	17,7	22,5	23,2	23,3	24,7	24,8	25,0	25,3	24,6	
+ Ökning i icke räntebärande långfristiga skulder	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvesteringar	-9,6	-8,0	-8,0	-8,2	-8,3	-8,5	-8,7	-8,8	-9,0	-9,2	-9,4	
Fritt operativt kassaflöde	12,2	7,4	9,7	14,4	14,9	14,8	16,0	16,0	16,0	16,1	15,2	
+/- Övrigt	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Fritt kassaflöde	11,7	7,4	9,7	14,4	14,9	14,8	16,0	16,0	16,0	16,1	15,2	184
Diskonterat fritt kassaflöde		7,0	8,4	11,4	10,8	9,8	9,7	8,8	8,1	7,4	6,4	77,6
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde		165	158	150	139	128	118	108	99,5	91,4	84,0	77,6
Skuldfritt börsvärde DCF		165										
- Räntebärande skulder		-94,6										
+ Likvida medel		17,5										
- Minoritetsandel		0,0										
- Utdelning/återbetalning av kapital		0,0										
Värdet på eget kapital DCF		88,3										
Värdet på eget kapital DCF per aktie		2,5										

Kapitalkostnad (WACC)

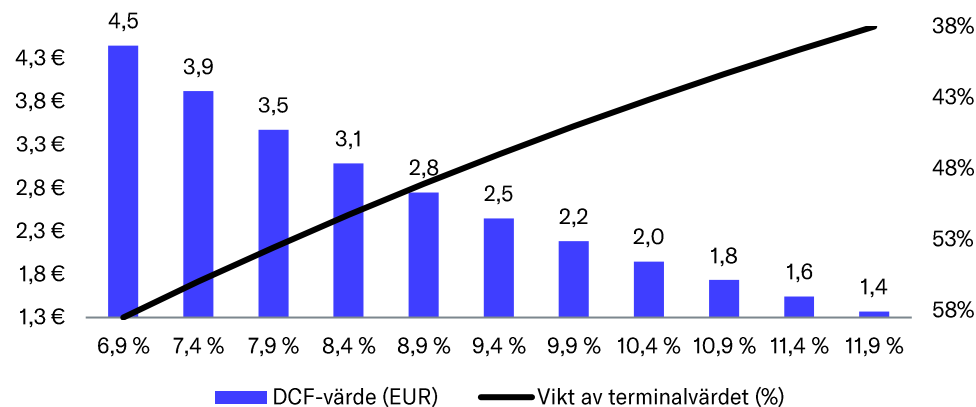
Skatt-% (WACC)	20,0 %
Mål för skuldkvot D/(D+E)	20,0 %
Skuldkostnad	5,5 %
Företagets Beta	1,45
Marknadens riskpremie	4,75%
Likviditetspremie	1,20%
Riskfri räntesats	2,5 %
Kapitalkostnad	10,6 %
Vägd genomsnittlig kapitalkostnad (WACC)	9,4 %

Källa: Inderes

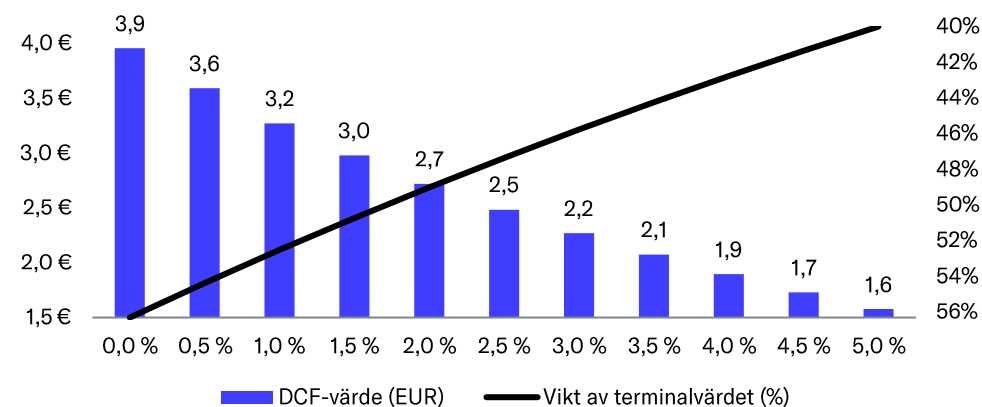


DCF:s känslighet och väsentliga antaganden i grafer

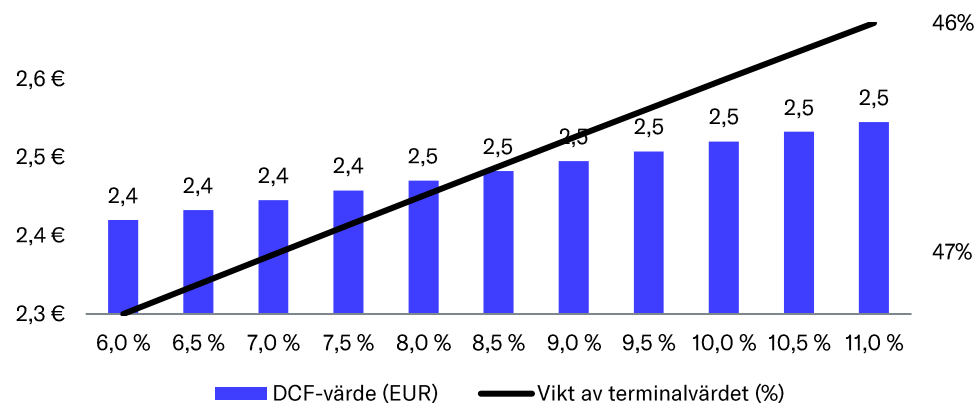
DCF:s känslighet för förändringar i WACC-%



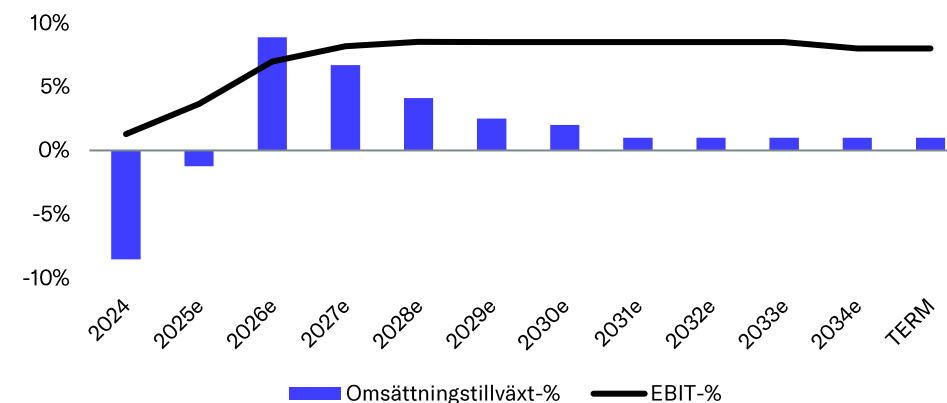
DCF:s känslighet för förändringar i riskfria räntesatsen



DCF:s känslighet för förändringar i terminalens EBIT-%



Tillväxt- och lönsamhetsantaganden i DCF-beräkningen



Disclaimer and recommendation history

The information presented in Inderes reports is obtained from several different public sources that Inderes considers to be reliable. Inderes aims to use reliable and comprehensive information, but Inderes does not guarantee the accuracy of the presented information. Any opinions, estimates and forecasts represent the views of the authors. Inderes is not responsible for the content or accuracy of the presented information. Inderes and its employees are also not responsible for the financial outcomes of investment decisions made based on the reports or any direct or indirect damage caused by the use of the information. The information used in producing the reports may change quickly. Inderes makes no commitment to announcing any potential changes to the presented information and opinions.

The reports produced by Inderes are intended for informational use only. The reports should not be construed as offers or advice to buy, sell or subscribe investment products. Customers should also understand that past performance is not a guarantee of future results. When making investment decisions, customers must base their decisions on their own research and their estimates of the factors that influence the value of the investment and take into account their objectives and financial position and use advisors as necessary. Customers are responsible for their investment decisions and their financial outcomes.

Reports produced by Inderes may not be edited, copied or made available to others in their entirety, or in part, without Inderes' written consent. No part of this report, or the report as a whole, shall be transferred or shared in any form to the United States, Canada or Japan or the citizens of the aforementioned countries. The legislation of other countries may also lay down restrictions pertaining to the distribution of the information contained in this report. Any individuals who may be subject to such restrictions must take said restrictions into account.

Inderes issues target prices for the shares it follows. The recommendation methodology used by Inderes is based on the share's 12-month expected total shareholder return (including the share price and dividends) and takes into account Inderes' view of the risk associated with the expected returns. The recommendation policy consists of four tiers: Sell, Reduce, Accumulate and Buy. As a rule, Inderes' investment recommendations and target prices are reviewed at least 2–4 times per year in connection with the companies' interim reports, but the recommendations and target prices may also be changed at other times depending on the market conditions. The issued recommendations and target prices do not guarantee that the share price will develop in line with the estimate. Inderes primarily uses the following valuation methods in determining target prices and recommendations: Cash flow analysis (DCF), valuation multiples, peer group analysis and sum of parts analysis. The valuation methods and target price criteria used are always company-specific and they may vary significantly depending on the company and (or) industry.

Inderes' recommendation policy is based on the following distribution relative to the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return.

Buy	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very attractive
Accumulate	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is attractive
Reduce	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is weak
Sell	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very weak

The assessment of the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return based on the above-mentioned definitions is company-specific and subjective. Consequently, similar 12-month expected total shareholder returns between different shares may result in different recommendations, and the recommendations and 12-month expected total shareholder returns between different shares should not be compared with each other. The counterpart of the expected total shareholder return is Inderes' view of the risk taken by the investor, which varies considerably between companies and scenarios. Thus, a high expected total shareholder return does not necessarily lead to positive performance when the risks are exceptionally high and, correspondingly, a low expected total shareholder return does not necessarily lead to a negative recommendation if Inderes considers the risks to be moderate.

The analysts who produce Inderes' research and Inderes employees cannot have 1) shareholdings that exceed the threshold of significant financial gain or 2) shareholdings exceeding 1% in any company subject to Inderes' research activities. Inderes Oyj can only own shares in the target companies it follows to the extent shown in the company's model portfolio investing real funds. All of Inderes Oyj's shareholdings are presented in itemised form in the model portfolio. Inderes Oyj does not have other shareholdings in the target companies analysed. The remuneration of the analysts who produce the analysis are not directly or indirectly linked to the issued recommendation or views. Inderes Oyj does not have investment bank operations.

Inderes or its partners whose customer relationships may have a financial impact on Inderes may, in their business operations, seek assignments with various issuers with respect to services provided by Inderes or its partners. Thus, Inderes may be in a direct or indirect contractual relationship with an issuer that is the subject of research activities. Inderes and its partners may provide investor relations services to issuers. The aim of such services is to improve communication between the company and the capital markets. These services include the organisation of investor events, advisory services related to investor relations and the production of investor research reports.

More information about research disclaimers can be found at www.inderes.fi/research-disclaimer.

Rekommendationshistoria (> 12 mån.)

Datum	Rekommendation	Riktkurs	Aktiepris
3/29/2021	Minska	8,60 €	8,50 €
5/20/2021	Öka	9,30 €	8,78 €
8/26/2021	Öka	9,30 €	8,27 €
11/11/2021	Öka	9,30 €	8,33 €
3/3/2022	Öka	7,60 €	6,50 €
5/4/2022	Öka	7,20 €	6,05 €
5/19/2022	Köp	7,20 €	5,74 €
8/18/2022	Öka	6,50 €	5,50 €
10/27/2022	Köp	5,50 €	3,90 €
11/2/2022	Köp	5,50 €	4,15 €
11/29/2022	Öka	5,50 €	4,75 €
3/1/2023	Öka	5,40 €	4,89 €
5/10/2023	Öka	5,10 €	4,40 €
8/17/2023	Köp	5,00 €	4,00 €
9/5/2023	Köp	5,00 €	3,99 €
10/20/2023	Öka	4,00 €	3,38 €
11/3/2023	Öka	3,30 €	2,88 €
2/28/2024	Öka	3,00 €	2,65 €
5/10/2024	Öka	3,20 €	2,88 €
7/15/2024	Minska	2,90 €	2,80 €
8/1/2024	Minska	2,70 €	2,89 €
8/14/2024	Minska	2,50 €	2,42 €
11/8/2024	Minska	2,50 €	2,41 €
1/24/2025	Minska	2,70 €	2,85 €
2/13/2025	Minska	2,50 €	2,42 €
5/14/2025	Minska	2,40 €	2,37 €



CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

Inderes connects investors and listed companies.

We serve over 400 Nordic listed companies that want to better serve investors. The Inderes community is home to over 70,000 active investors.

We provide listed companies with solutions that enable seamless and effective investor relations. The Inderes service is built on four cornerstones for high-quality investor relations: Equity Research, Events, IR Software, and Annual General Meetings (AGM).

Inderes operates in Finland, Sweden, Norway, and Denmark and is listed on the Nasdaq First North Growth Market.

Inderes was created by investors, for investors.

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

inderes.se

inderes.fi

**inde
res.**