

# SITOWISE

7.11.2025 15:28 EET

Översättning av "Tarkkailuasemissa syklin pohjalla"  
rapporten, publicerad 7/11/2025



Olli Vilppo  
+358 40 515 2811  
olli.vilppo@inderes.fi

# FÖRETAGSRAPPORT



# Vi håller vår plats på sidlinjen i botten av cykeln

Sitowises Q3-resultat var överlag svagt. Finland presterade bra, men Sveriges förluster ökade. I botten av byggkonjunkturen absorberas allt kassaflöde av finansiella kostnader, men när efterfrågan återhämtar sig kan vinsterna snabbt förbättras. Vi behöver dock tydligare tecken på en resultatvändning innan vi kan inta en djärvare hållning. Vi upprepar vår Minska-rekommendation och justerar vår riktkurs till 2,2 euro (tidigare 2,3 euro) eftersom vi sänkte våra prognoser något.

## Försäljning och resultat underskred våra låga förväntningar

Omsättningen för Sitowise under tredje kvartalet, både rapporterad och organisk, minskade med cirka 3% till 40,4 MEUR, jämfört med vår förväntade minskning på 1%. Infra växte med 4% till 16,1 MEUR och Digitala lösningar med 1% till 8,3 MEUR. Byggnadssegmentets försäljning minskade med 8% till 11,3 MEUR och i Sverige-segmentet fortsatte den kraftiga nedgången med 19,5% till 4,8 MEUR. Segmentens varierande försäljningsutveckling var i stort sett i linje med våra förväntningar. Justerad EBITA minskade till 1,7 MEUR (Q3'24: 2,4 MEUR) och understeg något våra prognoser. I de verbala beskrivningarna av segmenten uppvisade Infra en stark marginal (över 12%), i likhet med den digitala verksamheten. Liksom under föregående kvartal fortsatte byggnads-segmentet att göra en liten vinst, med stöd av framgångsrika anpassningsåtgärder. Sverige var dock fortfarande förlust-bringande, och enligt våra beräkningar skulle justerad EBITA utan dessa förluster ha varit cirka 1,5 MEUR högre. Nettoskuld/EBITDA-kvoten, som speglar den nuvarande svaga resultatsituationen, uppgick redan till 7,2x, vilket är mycket högt i absoluta tal och understryker behovet av framgångsrika åtgärder för att förbättra resultatet.

## Inga större överraskningar i utsikterna och orderboken

Företagets orderbok minskade till 149 MEUR från föregående år (154 MEUR) men ökade något från föregående kvartals 148 MEUR. Ett preliminärt tecken på förbättring var att nya order på koncernnivå inkom till ett värde av 41,7 MEUR, vilket innebär en återhämtning från förra årets bottennotering (34,1 MEUR). Orderböckerna för Infra

och Digitala lösningar var på en fortsatt god nivå, medan orderböckerna för byggnadsverksamheten och Sverige var på en låg nivå. Bolaget förväntar sig att återhämtningen på byggmarknaden kommer att vara långsam och inte mer utbredd förrän 2027.

## Vi sänkte våra prognoser något igen

Vi förutspår att Sitowises omsättning kommer att minska med 4% under 2025 och att den justerade EBITA-marginalen kommer att hamna på 4,7% (2024: 5,0%). Vi tror att utan försäljningstillväxt kommer det att bli svårt för bolaget att förbättra sin lönsamhet, även om omstruktureringsåtgärderna kan ge visst stöd. Vi förväntar oss att en tydligare återhämtning kommer att ske först under andra halvåret 2026 och år 2027, då tillväxten kommer att accelerera till 6–8% i takt med ökad bygg- och investeringsaktivitet och minskad priskonkurrens. På längre sikt förväntar vi oss att den operationella hävstången kommer att stödja marginalförbättringar mot en EBITA-marginal på 9%, men vi tror inte att koncernen som helhet kommer att återgå till den EBITA-marginal på 12% som bolaget har som mål.

## Återgång till vinsttillväxt är avgörande under de kommande kvartalen

Genomsnittet för EV/EBITDA-multiplarna för 2025–2026 (10x) är förhöjt. Höga finansiella kostnader kommer också att tära kraftigt på resultatet (och kassaflödet), vilket leder till ytterligare högre P/E-tal. DCF (2,3 euro) och relativ värdering ger en liknande bild. Ett P/B-tal på 0,8x skulle vara mycket förmånligt, men vi ser en tydlig risk för goodwillnedskrivningar i Sverige, vilket innebär att investerare inte heller kan förlita sig alltför mycket på denna indikator. Det är dock uppenbart att företagets vinstpotential är betydligt högre än idag, eftersom företaget nu befinner sig i botten av konjunkturcykeln. Av denna anledning anser vi att värderingen för 2027 i synnerhet (EV/EBITDA: 7x, P/E: 14x) bättre återspeglar Sitowises värde. Vinsttillväxten kan accelerera mycket snabbt om efterfrågan börjar återhämta sig. Vi kommer dock att fortsätta att följa utvecklingen från sidlinjen tills vidare och invänta konkreta tecken på en acceleration i vinsttillväxten.

## Rekommendation

**Minska**  
(tidigare Minska)

**Riktkurs:**  
**2,20 EUR**  
(tidigare 2,30 EUR)

**Aktiekurs:**  
2,38 EUR

## Affärsrisk



## Värderingsrisk



|               | 2024  | 2025e | 2026e | 2027e |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättning    | 192,9 | 186,1 | 191,5 | 206,0 |
| tillväxt-%    | -9%   | -4%   | 3%    | 8%    |
| EBITA adj.    | 9,6   | 8,7   | 12,1  | 15,7  |
| EBITA-% adj.  | 5,0 % | 4,7 % | 6,3 % | 7,6 % |
| Nettoresultat | -2,6  | -3,2  | 2,4   | 6,2   |
| EPS (just.)   | -0,01 | -0,03 | 0,07  | 0,17  |

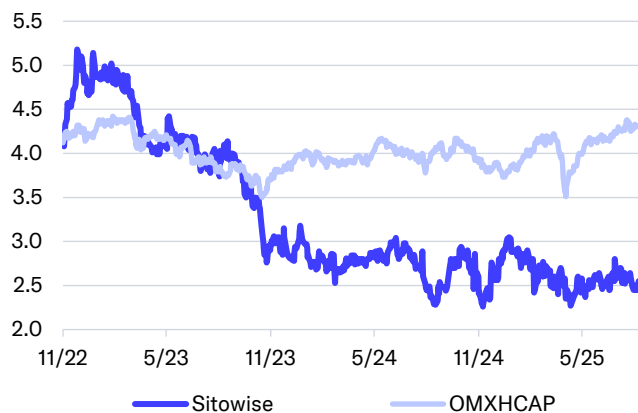
|                    |       |       |       |       |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (just.)        | neg.  | neg.  | 35,4  | 13,8  |
| P/B                | 0,9   | 0,8   | 0,7   | 0,7   |
| Direktavkastning-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,8 % | 2,1 % |
| EV/EBIT (just.)    | 40,6  | 42,5  | 17,9  | 11,4  |
| EV/EBITDA          | 11,9  | 11,8  | 8,3   | 6,7   |
| EV/Sales           | 1,0   | 0,9   | 0,8   | 0,8   |

Källa: Inderes

## Guidance

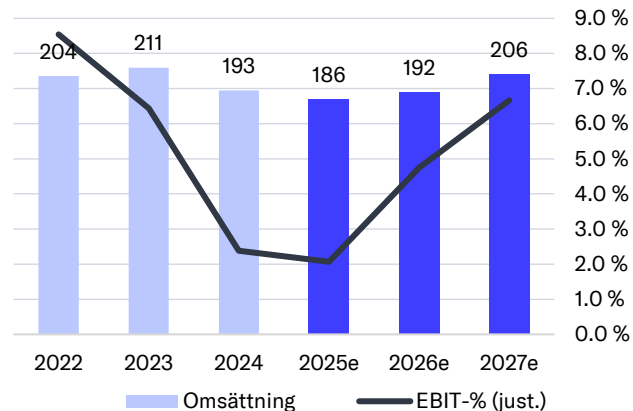
(Ingen guidance)

## Aktiekurs



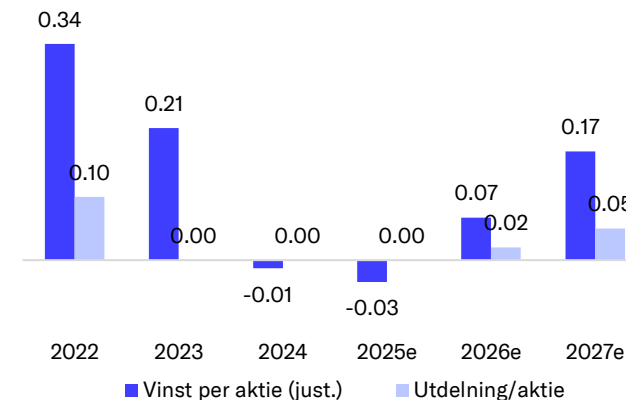
Källa. Millstream Market Data AB

## Omsättning och rörelseresultat-% (just.)



Källa. Inderes

## Vinst per aktie och utdelning



Källa. Inderes

## 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 planering i byggvärdekedjan, driven av megatrender
- Möjligheter som skapas via reglering av hållbar utveckling

## Risker

- Konjunkturkänslighet i underliggande byggmarknaden
- Hållbar upprätthållande av en bra 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              | 2,38  | 2,38   | 2,38   |
| Antal aktier, miljoner | 35,8  | 35,8   | 35,8   |
| Börsvärde              | 85    | 85     | 85     |
| EV                     | 164   | 162    | 157    |
| P/E (just.)            | neg.  | 35,4   | 13,8   |
| P/B                    | 0,8   | 0,7    | 0,7    |
| EV/Sales               | 0,9   | 0,8    | 0,8    |
| EV/EBITDA              | 11,8  | 8,3    | 6,7    |
| EV/EBIT (just.)        | 42,5  | 17,9   | 11,4   |
| Utdelning/resultat (%) | 0,0 % | 29,8 % | 29,0 % |
| Direktavkastning-%     | 0,0 % | 0,8 %  | 2,1 %  |

Källa: Inderes

# Företaget missade våra förväntningar något då förlusterna i Sverige ökade

## Återigen skilda trender mellan segmenten

Omsättningen för Sitowise under Q3, både rapporterad och organisk, minskade med cirka 3% till 40,4 MEUR, jämfört med vår förväntan om en minskning med 1% till 41,5 MEUR.

Infra växte med 4% till 16,1 MEUR och Digitala lösningar med 1% till 8,3 MEUR. Försäljningen i byggnadssegmentet minskade med 8% till 11,3 MEUR och i Sverige-segmentet fortsatte den kraftiga nedgången med 19,5% till 4,8 MEUR. Segmentens varierande försäljningsutveckling var i stort sett i linje med våra förväntningar. Antalet arbetsdagar är detsamma som under jämförelseperioden, så det påverkade inte jämförbarheten nu, och förvärven hade inte längre någon väsentlig inverkan på tillväxtsiffrorna. Debiteringsgraden ökade till 73,4 % under kvartalet (Q3'24: 72 %) men låg något under föregående kvartal (Q2: 74,2%) och är fortfarande långt ifrån företagets målsättning på 78 %.

## Förlusterna i Sverige verkar ha fördjupats ytterligare

Sitowises justerade EBITA-rörelseresultat för Q3 minskade till 1,7 MEUR (Q3'24: 2,4 MEUR), mot vår prognos på 2,1 MEUR.

I de verbala segmentbeskrivningarna uppvisade Infra fortsatt en stark lönsamhet (över 12 %) och nu även den digitala verksamheten överträffade koncernens målnivå, efter att ha legat nära denna nivå föregående kvartal. Tillväxten i den lönande produktverksamheten ökade marginalerna där, och dess andel av segmentets försäljning var redan cirka en tredjedel. Den digitala verksamhetens debiteringsgrad ökade också.

Byggsegmentet fortsatte att göra en liten vinst, liksom under föregående kvartal, med stöd av lyckade anpassningar.

Sverige var dock fortfarande förlustbringande och enligt våra beräkningar sjönk dess EBITA-marginal till cirka -30 %. Bolaget sade emellertid att tack vare tidigare åtgärder förbättrades debiteringsgraden avsevärt i den största sektorn i Sverige, konstruktionsprojektering, men utmaningarna kvarstår i andra sektorer i Sverige, särskilt inom husteknik.

Enligt bolaget kommer det att krävas en betydande ökning av försäljningen och orderboken från nuvarande nivåer för att nå en lönsamhetsvändning i Sverige. Eftersom det har visat sig vara svårt att öka orderboken avsevärt i den nuvarande marknadsmiljön, krävs ytterligare insatser för att förbättra organisationens effektivitet.

## Kassaflödet var också svagt nu

Nettoskuld/EBITDA-kvoten fortsatte att försvagas till 7,2x från 5,9x föregående kvartal. Detta är en mycket hög nivå och ökar trycket på att förbättra lönsamheten. Hög skuldsättningsgrad begränsar också företagets handlingsfrihet, och förvärv är till exempel inte realistiska inom den närmaste framtiden. Det operativa kassaflödet försämrades under Q3 till -2,9 MEUR (-0,3 MEUR), vilket var en överraskande stor minskning i relation till jämförelseperioden. Företaget rapporterade att höjningen av moms nivån under jämförelseperioden påskyndade kundernas betalningar, och vi förväntar oss att kassaflödet kommer att förbättras under Q4 i år.

| Prognostabell                 | Q3'24      | Q3'25  | Q3'25e  | Q3'25e    | Konsensus |       | Skillnad (%)       | 2025e   |
|-------------------------------|------------|--------|---------|-----------|-----------|-------|--------------------|---------|
| MEUR/EUR                      | Jämförelse | Utfall | Inderes | Konsensus | Lägst     | Högst | Utfall vs. Inderes | Inderes |
| Omsättning                    | 41,8       | 40,4   | 41,5    |           |           |       | -3%                | 186,1   |
| EBITA (adj.)                  | 2,4        | 1,7    | 2,1     |           |           |       | -19%               | 8,7     |
| EBIT                          | -0,2       | 0,5    | 0,7     |           |           |       | -29%               | 1,9     |
| Vinst per aktie (rapporterad) | -0,04      | -0,02  | -0,01   |           |           |       | -100%              | -0,09   |
|                               |            |        |         |           |           |       |                    |         |
| Omsättningstillväxt-%         | -8,4 %     | -3,3 % | -0,7 %  |           |           |       | -2,6 procentenhet  | -3,5 %  |
| EBITA-% (adj.)                | 5,7 %      | 4,2 %  | 5,1 %   |           |           |       | -0,9 procentenhet  | 4,7 %   |

Källa: Inderes

# Vi justerade våra prognoser något nedåt i linje med den dämpade utvecklingen

## Ingen betydande uppgång i orderboken ännu

Bolaget har inte gett någon vägledning för innevarande år men kommenterar utsikterna för de kommande 12 månaderna för de olika segmenten, vilket inte innehöll några överraskningar. Utsikterna för Infra beskrevs som stabila. Utsikterna för Digitala lösningar var också stabila. Utsikterna för byggnadsverksamheten och Sverige var svaga men under förbättring. Formuleringarna för utsikterna förblir annars oförändrade jämfört med föregående kvartal, men begreppet ”under förbättring” hade tagits bort från utsikterna för Digitala lösningar.

Den rapporterade orderboken minskade till 149 MEUR jämfört med föregående år (154 MEUR) men ökade något från 148 MEUR under förra kvartalet. Ett preliminärt tecken på förbättring var att nya order på koncernnivå inkom till ett totalt värde av 41,7 MEUR, vilket är en tydlig återhämtning från förra årets bottennotering (34,1 MEUR). Stora order som erhållits under kvartalet, såsom uppdateringen av järnvägsplanen för Lojo-Salo i Infra, kan naturligtvis lätt

påverka siffrorna mellan kvartalen. Andra större fleråriga projekt som tillkännagavs under kvartalet var projekten inom Digitala lösningar från finska Trafikledsverket (2,7 MEUR) och Trafikverket (4 MEUR). Inom byggnadsverksamheten valdes bolaget ut för att planera byggnadstekniken för det nya sjukhuset i Björneborg (1 MEUR). Segmentvis rapporterade företaget, som väntat, att orderböckerna för Infra och Digitala lösningar var på en god nivå i slutet av september, medan orderböckerna för byggnadsverksamheten och Sverige var på en låg nivå.

## Marknadsåterhämtningen går långsamt

Bolaget förväntar sig att marknaden för teknisk konsultation kommer att fortsätta att vara tudelad under de kommande månaderna. Den goda efterfrågan på tjänster relaterade till grön omställning, säkerhet och digitalisering stödjer utvecklingen inom framför allt affärsområdena Infra och Digitala lösningar. Inom byggnadsverksamheten har det skett en måttlig återhämtning på byggmarknaden och bolaget tror att botten är passerad. Bolaget förväntar sig

dock att återhämtningen på byggmarknaden kommer att vara långsam och inte mer utbredd förrän 2027. Det är osäkert när återhämtningen på den svenska byggmarknaden kommer att ske, men den förväntas generellt sett ta fart under 2026.

## Vi sänkte våra prognoser något igen

Vi förutspår att Sitowises omsättning kommer att minska med 4 % under 2025 och att den justerade EBITA-marginalen kommer att hamna på 4,7 % (2024: 5 %). Vi förväntar oss att en tydligare återhämtning kommer att ske först under andra halvåret 2026 och under 2027 då tillväxten kommer att accelerera till 6–8 % i takt med att bygg- och investeringsaktiviteten ökar och priskonkurrensen avtar. På längre sikt förväntar vi oss att den operationella hävstången kommer att bidra till marginalförbättringar mot en EBITA-marginal på 9 %, men vi tror inte att koncernen kommer att återgå till den EBITA-marginal på 12 % som bolaget har som mål.

| Prognosförändringar                  | 2025e  | 2025e | Förändring | 2026e  | 2026e | Förändring | 2027e  | 2027e | Förändring |
|--------------------------------------|--------|-------|------------|--------|-------|------------|--------|-------|------------|
| MEUR/EUR                             | Gammal | Ny    | %          | Gammal | Ny    | %          | Gammal | Ny    | %          |
| Omsättning                           | 188    | 186   | -1%        | 200    | 192   | -4%        | 214    | 206   | -4%        |
| EBITA (adj.)                         | 8,7    | 8,7   | 0%         | 12,2   | 12,1  | -1%        | 15,9   | 15,7  | -1%        |
| EBITA                                | 5,9    | 5,9   | 0%         | 12,2   | 12,1  | -1%        | 15,9   | 15,7  | -1%        |
| Vinst före skatt                     | -3,9   | -4,3  | -8%        | 3,1    | 3,1   | -2%        | 8,1    | 7,9   | -2%        |
| Vinst per aktie (utan engångsposter) | -0,03  | -0,03 | -20%       | 0,07   | 0,07  | -2%        | 0,18   | 0,17  | -2%        |
| Utdelning/aktie                      | 0,00   | 0,00  |            | 0,02   | 0,02  | 0%         | 0,05   | 0,05  | 0%         |



# Tydligare tecken på en vändning borde finnas

## Höga resultatbaserade värderingsmultiplar

Sitowises 2025-26e värdering stiger till en absolut hög nivå på grund av den svaga resultatsituationen (2025e EV/EBITDA: 12X och 2026e EV/EBITDA: 8x och 2026 P/E 36x). Värderingarna för både detta år och nästa år således mycket höga och återspeglar på nettoresultatbasis det faktum att finansiella kostnader åter upp en stor del av rörelseresultatet. Under andra halvåret 2026 och hela 2027 borde Sitowises prestation och lönsamhetsnivå gradvis förbättras närmare bolagets normala lönsamhetsnivå. Av denna anledning anser vi att värderingen för 2027 i synnerhet (EV/EBITDA: 7x, P/E: 14x) bättre återspeglar Sitowises värde.

I takt med att resultatvändningen och marknadsåterhämtningen materialiseras som väntat, kommer värderingsmultiplarna att sjunka ytterligare på längre sikt. Det är dock fortfarande för tidigt att förlita sig på de långsiktiga utsikterna i detta skede, innan företaget börjar visa tydligare tecken på en framgångsrik vändning. Sitowises prestation har försvagats i många år och hittills finns det inga hållbara bevis för en vändning. Osäkerheten kring tidpunkten för marknadsåterhämtning, hanteringen av Sitowises interna utmaningar i Sverige och nivån på hållbar lönsamhet är för närvarande stora och ökar riskerna för aktien.

## Relativ värdering erbjuder inte heller uppsida

I relativa termer, baserat på EV/EBITDA-tal för 2025–2026, värderas Sitowise på samma nivå som sina jämförelsebolag, och baserat på motsvarande P/E-tal stiger företagets värdering till en tydlig premie (sidan 8).

Ett P/B-tal på 0,8x skulle vara mycket förmånligt i relation till jämförelsebolagen (-60 %), men vi ser en tydlig risk för goodwillnedskrivningar i Sverige, vilket innebär att

investerar inte heller kan förlita sig alltför mycket på denna indikator.

## Kassaflödesmodellen erbjuder inte uppsida med nuvarande antaganden

Vår DCF-beräkning som finns på sidan 11 ger ett värde på 2,3 euro och ger därför ingen uppsida för aktien. Vi anser att DCF-modellen är normalt väl lämpad för värderingen av Sitowise. På en gynnsam marknad genererar företagets verksamhet ett sunt och förutsägbart kassaflöde och kräver få investeringar. Men i botten av cykeln, med den nuvarande resultatsituationen, absorberas kassaflödet redan av finansiella kostnader, vilket innebär att det inte finns något att dela ut till ägarna. En väsentlig fråga ur ett DCF-värdeperspektiv är också när marknaden och Sitowises resultat kommer att börja återhämta sig och i vilken takt denna återhämtning kommer att ske.

Vi har använt en relativt hög kapitalkostnad (WACC 9,4 %), eftersom prognosriskerna är höga på den aktuella marknaden, som diskuterats ovan.

I våra prognoser, efter en starkare tillväxtperiod (2026–2029) präglad av marknadsåterhämtning (~5 % CAGR), stabiliseras bolagets omsättningstillväxt till 1 % under terminalperioden och rörelsemarginalen ökar gradvis till 8,5 %. Detta motsvarar en EBITA-marginal på cirka 9 %, vilket är markant under bolagets målnivå (+12 %).

Våra tillväxtförväntningar längre fram i tiden är måttliga, men samtidigt måste man beakta att Sitowise inte kan växa snabbare än marknaden i all oändlighet, och byggkonsultation inte kan växa snabbare än själva byggandet för evigt. Våra lönsamhetsförväntningar är optimistiska i förhållande till den nuvarande prestationen, men måttliga jämfört med historiken och potentialen.

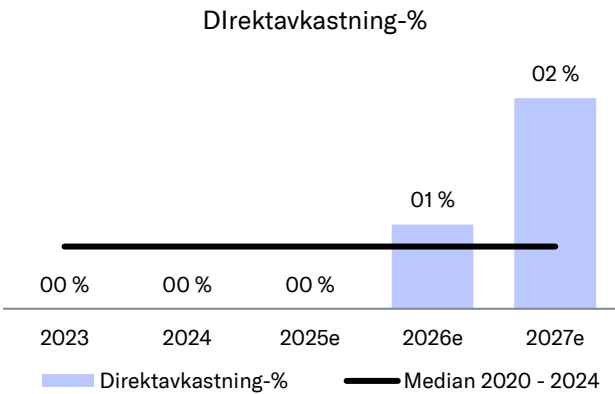
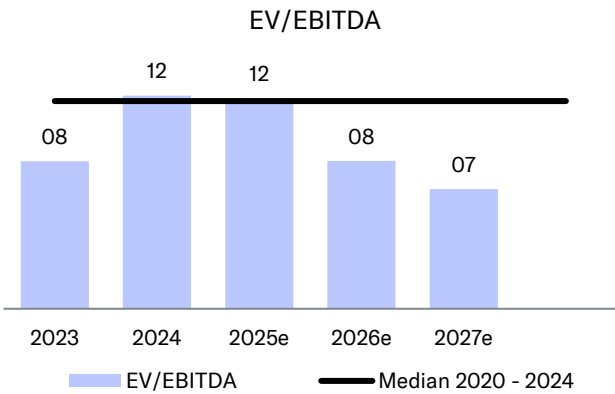
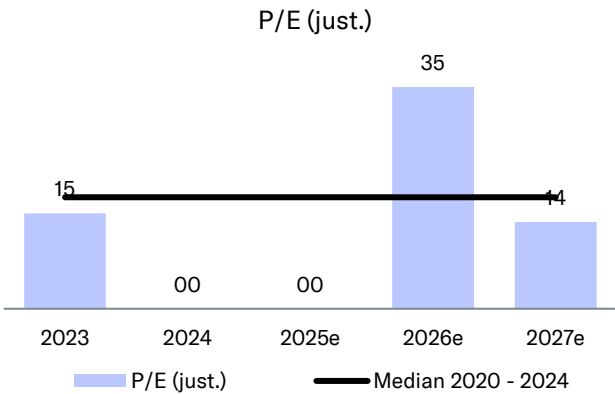
| Värderingsnivå         | 2025e | 2026e  | 2027e  |
|------------------------|-------|--------|--------|
| Aktiekurs              | 2,38  | 2,38   | 2,38   |
| Antal aktier, miljoner | 35,8  | 35,8   | 35,8   |
| Börsvärde              | 85    | 85     | 85     |
| EV                     | 164   | 162    | 157    |
| P/E (just.)            | neg.  | 35,4   | 13,8   |
| P/B                    | 0,8   | 0,7    | 0,7    |
| EV/Sales               | 0,9   | 0,8    | 0,8    |
| EV/EBITDA              | 11,8  | 8,3    | 6,7    |
| EV/EBIT (just.)        | 42,5  | 17,9   | 11,4   |
| Utdelning/resultat (%) | 0,0 % | 29,8 % | 29,0 % |
| Direktavkastning-%     | 0,0 % | 0,8 %  | 2,1 %  |

Källa: Inderes

# Värderingstabell

| Värderingsnivå         | 2021   | 2022   | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Aktiekurs              | 8,05   | 5,14   | 3,18  | 3,05  | 2,38  | 2,38   | 2,38   | 2,38   |
| 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   | 164   | 162    | 157    | 149    |
| P/E (just.)            | 27,4   | 15,0   | 15,2  | neg.  | neg.  | 35,4   | 13,8   | 9,1    |
| P/B                    | 2,5    | 1,6    | 0,9   | 0,9   | 0,8   | 0,7    | 0,7    | 0,7    |
| EV/Sales               | 1,9    | 1,3    | 0,9   | 1,0   | 0,9   | 0,8    | 0,8    | 0,7    |
| EV/EBITDA              | 13,3   | 11,3   | 8,2   | 11,9  | 11,8  | 8,3    | 6,7    | 5,6    |
| EV/EBIT (just.)        | 18,2   | 15,4   | 14,5  | 40,6  | 42,5  | 17,9   | 11,4   | 8,5    |
| Utdelning/resultat (%) | 45,2 % | 45,2 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 29,8 % | 29,0 % | 45,0 % |
| Direktavkastning-%     | 1,2 %  | 1,9 %  | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,8 %  | 2,1 %  | 5,0 %  |

Källa: Inderes



# 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                     | 5565      | 6159 | 21,0    | 18,9  | 16,5      | 15,0  | 2,1      | 2,0   | 26,6  | 23,5  | 2,1                | 2,3   | 4,8   |
| Afry AB                      | 1685      | 2258 | 15,8    | 12,4  | 10,0      | 8,6   | 1,0      | 0,9   | 18,3  | 13,2  | 3,3                | 4,3   | 1,4   |
| Rejlers AB                   | 405       | 475  | 16,8    | 13,4  | 9,3       | 8,5   | 1,1      | 1,0   | 16,7  | 13,6  | 2,5                | 2,9   | 2,2   |
| Solwers Oyj                  | 22        | 47   | 62,5    | 12,2  | 9,5       | 5,8   | 0,6      | 0,5   |       | 11,1  | 1,8                | 2,1   | 0,5   |
| Etteplan Oyj                 | 248       | 334  | 18,1    | 14,2  | 9,0       | 7,9   | 0,9      | 0,9   | 23,0  | 16,6  | 2,2                | 3,0   | 2,0   |
| Norconsult ASA               | 1264      | 1296 | 16,8    | 13,8  | 10,6      | 9,2   | 1,5      | 1,4   | 20,4  | 17,1  | 3,6                | 4,0   | 4,8   |
| Sitowise (Inderes)           | 85        | 164  | 42,5    | 17,9  | 11,8      | 8,3   | 0,9      | 0,8   | -69,3 | 35,4  | 0,0                | 0,8   | 0,8   |
| Genomsnitt                   |           |      | 25,2    | 14,2  | 10,8      | 9,2   | 1,2      | 1,1   | 21,0  | 15,9  | 2,6                | 3,1   | 2,6   |
| Median                       |           |      | 17,5    | 13,6  | 9,7       | 8,6   | 1,0      | 1,0   | 20,4  | 15,1  | 2,3                | 3,0   | 2,1   |
| Skillnad-% till median       |           |      | 143%    | 31%   | 21%       | -4%   | -15%     | -13%  | -440% | 135%  | -100%              | -72%  | -63%  |

Källa: Refinitiv / Inderes



# Resultaträkning

| Resultaträkning                  | 2022  | 2023  | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24 | 2024  | Q1'25 | Q2'25 | Q3'25 | Q4'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättning                       | 204,4 | 210,9 | 51,5  | 50,9  | 41,8  | 48,7  | 192,9 | 48,1  | 49,8  | 40,5  | 47,7   | 186,1 | 191,5 | 206,0 | 214,3 |
| Infra                            | 60,0  | 65,6  | 17,0  | 18,0  | 15,5  | 17,9  | 68,4  | 17,6  | 19,2  | 16,1  | 18,6   | 71,5  | 73,7  | 75,9  | 77,4  |
| Buildings                        | 79,4  | 70,8  | 16,1  | 15,5  | 12,2  | 13,6  | 57,4  | 14,2  | 14,1  | 11,3  | 12,9   | 52,5  | 53,8  | 61,3  | 64,4  |
| Digital Solutions                | 22,1  | 29,9  | 7,0   | 7,0   | 6,5   | 7,6   | 28,1  | 9,3   | 9,4   | 8,3   | 9,7    | 36,6  | 39,9  | 43,0  | 45,1  |
| Sweden                           | 42,9  | 44,5  | 11,4  | 10,4  | 7,7   | 9,6   | 39,1  | 7,0   | 7,2   | 4,8   | 6,5    | 25,4  | 24,1  | 25,8  | 27,4  |
| EBITDA                           | 23,8  | 23,2  | 5,1   | 4,3   | 3,3   | 3,0   | 15,6  | 2,8   | 4,1   | 3,5   | 3,5    | 13,9  | 19,6  | 23,4  | 26,6  |
| Avskrivningar och nedskrivningar | -10,6 | -11,5 | -3,1  | -3,2  | -3,5  | -3,3  | -13,2 | -3,1  | -3,0  | -3,0  | -2,9   | -12,0 | -10,6 | -9,6  | -9,1  |
| EBITA (adj.)                     | 20,4  | 17,0  | 3,4   | 2,6   | 2,4   | 1,2   | 9,6   | 2,4   | 2,5   | 1,7   | 2,0    | 8,7   | 12,1  | 15,7  | 18,8  |
| EBITA                            | 16,1  | 15,3  | 3,1   | 2,2   | 1,3   | 0,9   | 7,4   | 0,8   | 2,1   | 1,5   | 1,6    | 5,9   | 12,1  | 15,7  | 18,8  |
| EBIT                             | 13,2  | 11,7  | 2,0   | 1,1   | -0,2  | -0,4  | 2,5   | -0,3  | 1,0   | 0,5   | 0,6    | 1,9   | 9,1   | 13,7  | 17,5  |
| Netto finansieringskostnader     | -2,9  | -4,6  | -1,2  | -1,3  | -1,6  | -1,7  | -5,8  | -1,6  | -1,6  | -1,5  | -1,5   | -6,1  | -6,0  | -5,8  | -5,5  |
| Vinst före skatt                 | 10,3  | 7,1   | 0,7   | -0,2  | -1,8  | -2,1  | -3,4  | -1,8  | -0,6  | -1,0  | -0,9   | -4,3  | 3,1   | 7,9   | 12,1  |
| Skatt                            | -2,4  | -1,6  | -0,2  | 0,0   | 0,4   | 0,5   | 0,7   | 0,4   | 0,1   | 0,3   | 0,2    | 1,0   | -0,7  | -1,7  | -2,7  |
| 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  | -0,7  | -0,7   | -3,2  | 2,4   | 6,2   | 9,4   |
| Vinst per aktie (justerad)       | 0,34  | 0,21  | 0,03  | 0,01  | -0,01 | -0,04 | -0,01 | 0,01  | -0,01 | -0,02 | -0,02  | -0,03 | 0,07  | 0,17  | 0,26  |
| Vinst per aktie (rapporterad)    | 0,22  | 0,16  | 0,02  | 0,00  | -0,04 | -0,05 | -0,07 | -0,04 | -0,01 | -0,02 | -0,02  | -0,09 | 0,07  | 0,17  | 0,26  |

| Nyckeltal               | 2022   | 2023    | Q1'24   | Q2'24   | Q3'24   | Q4'24   | 2024    | Q1'25   | Q2'25  | Q3'25   | Q4'25e | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Omsättningstillväxt-%   | 14,0 % | 3,2 %   | -8,0 %  | -9,9 %  | -8,4 %  | -7,8 %  | -8,5 %  | -6,6 %  | -2,2 % | -3,1 %  | -2,0 % | -3,5 % | 2,9 %  | 7,6 %  | 4,0 %  |
| Adjusted EBITA growth-% | -3,6 % | -16,6 % | -28,3 % | -56,9 % | -50,4 % | -78,7 % | -43,8 % | -27,7 % | -1,1 % | -30,0 % | 70,9 % | -8,9 % | 38,8 % | 29,7 % | 19,9 % |
| EBITDA-%                | 11,6 % | 11,0 %  | 9,9 %   | 8,4 %   | 7,9 %   | 6,1 %   | 8,1 %   | 5,9 %   | 8,2 %  | 8,6 %   | 7,4 %  | 7,5 %  | 10,3 % | 11,3 % | 12,4 % |
| Adjusted EBITA-%        | 10,0 % | 8,1 %   | 6,6 %   | 5,0 %   | 5,8 %   | 2,5 %   | 5,0 %   | 5,1 %   | 5,1 %  | 4,2 %   | 4,3 %  | 4,7 %  | 6,3 %  | 7,6 %  | 8,8 %  |

# Balansräkning

| Tillgångar                      | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|---------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Anläggningstillgångar           | 202  | 198  | 194   | 192   | 190   |
| Goodwill                        | 158  | 159  | 159   | 159   | 159   |
| Immateriella tillgångar         | 11,9 | 11,6 | 8,6   | 5,6   | 3,6   |
| 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 | 63,9  | 66,7  | 72,7  |
| 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 | 50,3  | 52,7  | 57,7  |
| Likvida medel                   | 15,6 | 17,5 | 13,0  | 13,4  | 14,4  |
| Balansomslutning                | 278  | 267  | 258   | 258   | 263   |

Källa: Inderes

| Skulder                                | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|----------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Eget kapital                           | 120  | 115  | 112   | 115   | 120   |
| Aktiekapital                           | 0,1  | 0,1  | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| Fonderade vinstmedel                   | 25,8 | 23,3 | 20,0  | 22,5  | 27,9  |
| 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 | 64,7  | 62,5  | 66,6  |
| Räntebärande skulder                   | 8,2  | 8,4  | 11,3  | 10,4  | 10,6  |
| Kortfristiga icke räntebärande skulder | 58,3 | 55,5 | 53,0  | 51,7  | 55,6  |
| Övriga kortfristiga skulder            | 0,4  | 0,4  | 0,4   | 0,4   | 0,4   |
| Balansomslutning                       | 278  | 267  | 258   | 258   | 263   |

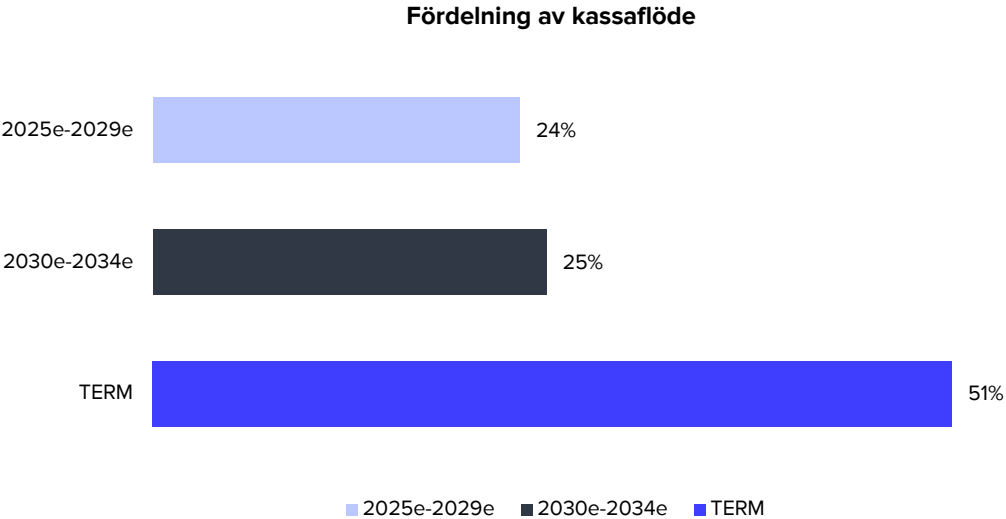
# DCF-beräkning

| DCF-modell                                        | 2024   | 2025e  | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | 2034e | TERM  |
|---------------------------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt-%                             | -8,5 % | -3,5 % | 2,9 % | 7,6 % | 4,0 % | 3,0 % | 2,5 % | 2,0 % | 1,0 % | 1,0 % | 1,0 % | 1,0 % |
| EBIT-%                                            | 1,3 %  | 1,0 %  | 4,7 % | 6,7 % | 8,2 % | 8,5 % | 8,5 % | 8,5 % | 8,5 % | 8,5 % | 8,5 % | 8,5 % |
| EBIT                                              | 2,5    | 1,9    | 9,1   | 13,7  | 17,5  | 18,8  | 19,2  | 19,6  | 19,8  | 20,0  | 20,2  |       |
| + Totala avskrivningar                            | 13,2   | 12,0   | 10,6  | 9,6   | 9,1   | 8,8   | 8,7   | 8,6   | 8,7   | 8,8   | 8,9   |       |
| - Betalda skatter                                 | 0,1    | 1,0    | -0,7  | -1,7  | -2,7  | -3,0  | -3,1  | -3,2  | -3,2  | -3,2  | -3,3  |       |
| - Skatt, finansieringskostnader                   | -1,2   | -1,5   | -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   | -3,7  | -1,1  | -1,2  | -1,2  | -0,1  | -0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |       |
| Operativt kassaflöde                              | 21,4   | 11,4   | 13,9  | 19,2  | 21,6  | 22,2  | 23,6  | 23,9  | 24,1  | 24,3  | 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   | 3,4    | 5,9   | 11,1  | 13,3  | 13,8  | 14,9  | 15,0  | 15,1  | 15,2  | 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   | 3,4    | 5,9   | 11,1  | 13,3  | 13,8  | 14,9  | 15,0  | 15,1  | 15,2  | 15,2  | 184   |
| Diskonterat fritt kassaflöde                      |        | 3,4    | 5,3   | 9,1   | 10,0  | 9,5   | 9,4   | 8,7   | 8,0   | 7,3   | 6,7   | 81,4  |
| Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde           |        | 159    | 155   | 150   | 141   | 131   | 122   | 112   | 103   | 95,5  | 88,1  | 81,4  |
| Skuldfritt börsvärde DCF                          |        | 159    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| - Räntebärande skulder                            |        | -94,6  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| + Likvida medel                                   |        | 17,5   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| - Minoritetsandel                                 |        | 0,0    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| - Utdelning/återbetalning av kapital              |        | 0,0    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Värdet på eget kapital DCF                        |        | 81,8   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Värdet på eget kapital DCF per aktie              |        | 2,3    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

## Kapitalkostnad (WACC)

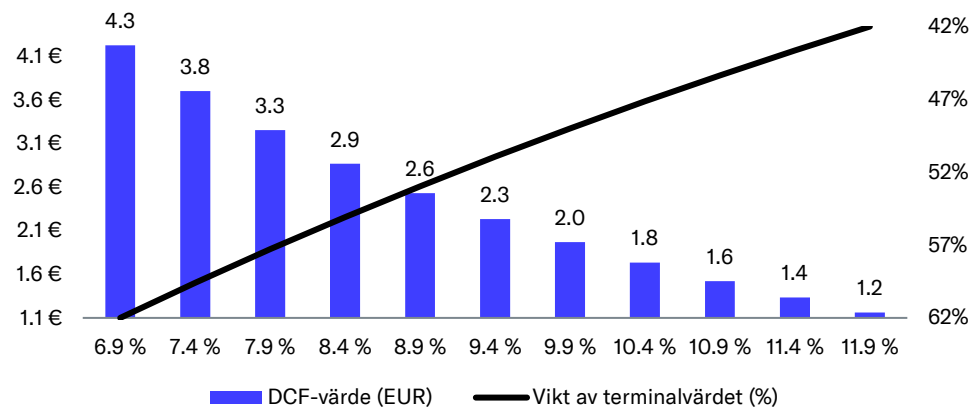
|                                          |        |
|------------------------------------------|--------|
| Skatt-% (WACC)                           | 20,0 % |
| Mål för skuldkvot D/(D+E)                | 20,0 % |
| Skuldkostnad                             | 5,5 %  |
| Företagets Beta             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

Källa: Inderes

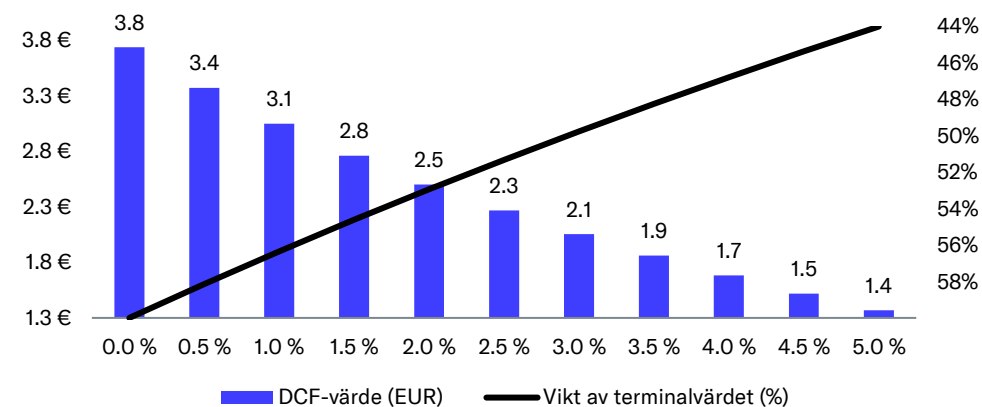


# DCF:s känslighet och väsentliga antaganden i grafer

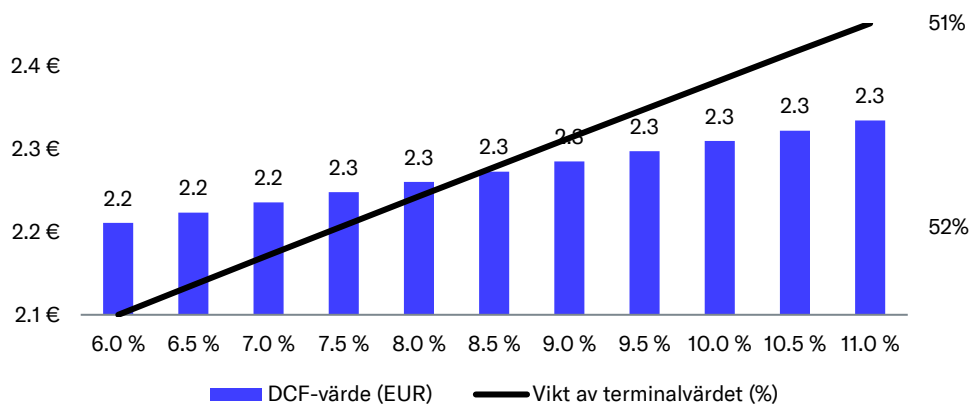
DCF:s känslighet för förändringar i WACC-%



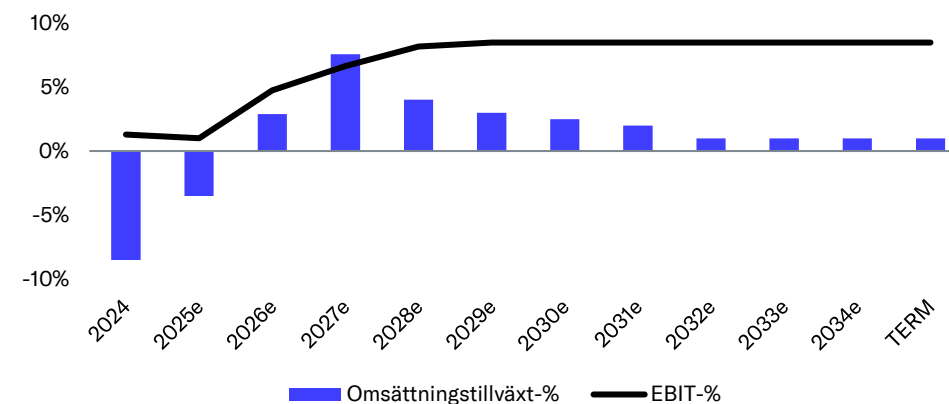
DCF:s känslighet för förändringar i riskfria räntesatsen



DCF:s känslighet för förändringar i terminalens EBIT-%



Tillväxt- och lönsamhetsantaganden i DCF-beräkningen



# Sammanfattning

| Resultaträkning             | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | Tal per aktie                    | 2022   | 2023   | 2024   | 2025e  | 2026e  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Omsättning                  | 204,4 | 210,9 | 192,9 | 186,1 | 191,5 | EPS (rapporterad)                | 0,22   | 0,16   | -0,07  | -0,09  | 0,07   |
| EBITDA                      | 23,8  | 23,2  | 15,6  | 13,9  | 19,6  | EPS (justerad)                   | 0,34   | 0,21   | -0,01  | -0,03  | 0,07   |
| EBIT                        | 13,2  | 11,7  | 2,5   | 1,9   | 9,1   | Operativt kassaflöde/aktie       | 0,50   | 0,56   | 0,60   | 0,32   | 0,39   |
| Vinst före skatt            | 10,3  | 7,1   | -3,4  | -4,3  | 3,1   | Operativt fritt kassaflöde/aktie | -0,51  | 0,25   | 0,33   | 0,10   | 0,16   |
| Nettovinst                  | 7,8   | 5,6   | -2,6  | -3,2  | 2,4   | Eget kapital/aktie               | 3,29   | 3,35   | 3,22   | 3,13   | 3,19   |
| Engångsposter               | -4,3  | -1,9  | -2,1  | -2,0  | 0,0   | Utdelning/aktie                  | 0,10   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,02   |
| Balansräkning               | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | Tillväxt och lönsamhet           | 2022   | 2023   | 2024   | 2025e  | 2026e  |
| Balansomslutning            | 280,7 | 278,4 | 267,1 | 258,1 | 258,4 | Omsättningstillväxt-%            | 14%    | 3%     | -9%    | -4%    | 3%     |
| Eget kapital                | 116,9 | 119,6 | 115,3 | 112,1 | 114,5 | EBITDA tillväxt-%                | -8%    | -2%    | -33%   | -11%   | 41%    |
| Goodwill                    | 157,6 | 158,0 | 158,6 | 158,6 | 158,6 | EBIT (just.) tillväxt-%          | -8%    | -22%   | -66%   | -16%   | 136%   |
| Nettoskulder                | 85,6  | 83,1  | 77,1  | 78,2  | 77,0  | EPS (just.) tillväxt-%           | 16%    | -39%   | -106%  | 170%   | -296%  |
| Kassaflöde                  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | EBITDA-%                         | 11,6 % | 11,0 % | 8,1 %  | 7,5 %  | 10,3 % |
| EBITDA                      | 23,8  | 23,2  | 15,6  | 13,9  | 19,6  | EBIT (just.)-%                   | 8,5 %  | 6,4 %  | 2,4 %  | 2,1 %  | 4,7 %  |
| Förändring i rörelsekapital | -3,0  | -0,7  | 6,9   | -2,0  | -3,7  | EBIT-%                           | 6,4 %  | 5,5 %  | 1,3 %  | 1,0 %  | 4,7 %  |
| Operativt kassaflöde        | 17,9  | 20,1  | 21,4  | 11,4  | 13,9  | ROE-%                            | 6,8 %  | 4,7 %  | -2,2 % | -2,8 % | 2,1 %  |
| Investeringar               | -36,1 | -11,1 | -9,6  | -8,0  | -8,0  | ROI-%                            | 6,4 %  | 5,4 %  | 1,2 %  | 0,9 %  | 4,4 %  |
| Fritt kassaflöde            | -18,2 | 9,0   | 11,7  | 3,4   | 5,9   | Soliditet                        | 41,6 % | 42,9 % | 43,2 % | 43,4 % | 44,3 % |
| Värderings multiplar        | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | Nettoskultsättningsgrad          | 73,2 % | 69,5 % | 66,9 % | 69,8 % | 67,3 % |
| EV/Sales                    | 1,3   | 0,9   | 1,0   | 0,9   | 0,9   |                                  |        |        |        |        |        |
| EV/EBITDA                   | 11,3  | 8,2   | 11,9  | 11,9  | 8,4   |                                  |        |        |        |        |        |
| EV/EBIT (just.)             | 15,4  | 14,5  | 40,6  | 43,1  | 18,1  |                                  |        |        |        |        |        |
| P/E (just.)                 | 15,0  | 15,2  | neg.  | neg.  | 36,3  |                                  |        |        |        |        |        |
| P/B                         | 1,6   | 0,9   | 0,9   | 0,8   | 0,8   |                                  |        |        |        |        |        |
| Direktavkastning-%          | 1,9 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,8 % |                                  |        |        |        |        |        |
| Källa. Inderes              |       |       |       |       |       |                                  |        |        |        |        |        |

# 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](http://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 €    |
| 8/14/2025  | Minska         | 2,30 €   | 2,45 €    |
| 11/7/2025  | Minska         | 2,20 €   | 2,38 €    |





# CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

Inderes democratizes financial information by connecting investors and listed companies. For investors, we are an investing community and a trusted source of financial information and equity research. For listed companies, we are a partner in delivering high-quality investor relations. Over 500 listed companies in Europe use our investor relations products and equity research services to provide better investor communications to their shareholders.

Our goal is to be the most investor-minded company in finance. Inderes was founded in 2009 by investors, for investors. As a Nasdaq First North-listed company, we understand the day-to-day reality of our customers.

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

Inderes Oyj  
Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

[inderes.se](http://inderes.se)

[inderes.fi](http://inderes.fi)

**inde  
res.**