

SITOWISE

7.5.2026 13:26 EEST

Översättning av "Hentoja viitteitä paremmasta" rapporten,
publicerad 7.5.2026



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

COMPANY REPORT



Svaga tecken på förbättring

Sitowises Q1 utvecklades i stort sett som förväntat, även om nedskrivningar på projekt inom byggnadsverksamheten försämrade siffrorna något. Vi gjorde inga större ändringar i våra estimat. Vi upprepar vår Öka-rekommendation och vår riktkurs.

Försäljningen överträffade något vår förväntning och resultatet var som väntat

Sitowises omsättning för Q1 ökade med 2 % till 49,0 MEUR (Q1'25: 48,1 MEUR), medan vi förväntade oss en ökning på 0,4 % till 48,3 MEUR. Infra växte igen starkt med 6 % till 18,8 MEUR, vilket överträffade vår förväntning. Försäljningen inom Digitala Lösningar låg på samma nivå som under jämförelseperioden (9,3 MEUR) eftersom projektarbetet i högre grad inriktades på kundsegment med lägre priser, men de strategiskt viktiga återkommande intäkterna för segmentet fortsatte att växa med 6 %. Försäljningen inom byggnadsverksamheten minskade med 7 % till 13,2 MEUR, men detta berodde på nedskrivningar av projekt. Omsättningen i Sverige ökade organiskt med 3 %, medan vi hade förväntat oss nolltillväxt. Detta bröt den nedåtgående trenden inom segmentet som hade pågått i tio kvartal.

Företagets justerade EBITA-rörelseresultat landade på 1,9 MEUR (Q1'25: 2,4 MEUR), jämfört med vår prognos om 2,3 MEUR. Företaget konstaterade dock att koncernens justerade EBITA-marginal skulle ha förbättrats från jämförelseperioden om det inte hade varit för nedskrivningarna av projekten. I de verbala beskrivningarna av segmenten uppvisade Infra fortfarande en stark marginal (över 12 %). Digitala lösningar fortsatte också att generera en god lönsamhet (5–10 %). Sverige och byggnadsverksamheten gick med förlust. Nettoskuld/EBITDA-kvoten minskade till 4,5x (Q4'25: 4,9x), men ligger fortfarande på en hög nivå. Om resultatet förbättras i linje med våra prognoser kommer målnivån på 3x att uppnås 2027. Företaget har fortfarande gott om tid på sig att förbättra resultatet, eftersom finansieringspaketet först löper ut sommaren 2028.

Inga större överraskningar i utsikterna

Företagets orderbok fortsatte att öka något, justerat för effekten av projektnedskrivningar. Samtidigt minskade antalet heltidsanställda med 2 % jämfört med jämförelseperioden. Antalet anställda och arbetsbelastningen verkar vara bättre balanserade, vilket lägger grunden för våra förväntningar på resultatökning. Vi ser det också som ett positivt tecken att medarbetarnöjdheten, som är avgörande för konsultföretag, förbättrades under början av året. Bolaget förväntar sig dock fortfarande att byggmarknadens återhämtning kommer att vara långsam och inte mer utbredd förrän 2027.

Helhetsbilden i våra prognoser förblir oförändrad

Vi förutspår att Sitowises omsättning kommer att öka med 2,5 % under 2026 och att den justerade EBITA-marginalen kommer att hamna på 5,9 % (2025: 4,7 %). Vi förväntar oss en tydligare återhämtning först under andra halvåret 2026, och under 2027 en tillväxt på 6–8 % när bygg- och investeringsverksamheten tar fart och priskonkurrensen lättar. 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 återgår till den EBITA-marginal på 10 % som bolaget har som mål.

Att uppnå vinsttillväxt är avgörande

Enligt våra prognoser kommer EV/EBITDA-multipeln på 8x att förbli hög under 2026. Höga finansiella kostnader kommer också att avsevärt minska nettovinsten, vilket leder till ett ännu högre P/E-tal på >100x. Det är dock tydligt att företagets vinstpotential är betydligt högre än nu, eftersom företaget nu verkar vid botten av bostadsbyggnadscykeln. Av denna anledning anser vi att värderingen för 2027 (EV/EBITDA: 6x, P/E: 14x) och för 2028 (EV/EBITDA: 5x, P/E: 9x) bättre återspeglar Sitowises värdering baserat på företagets normaliserade resultatsituation. Under de senaste kvartalen har resultatet stabiliserats, och därmed är vi redo att i större utsträckning fokusera på aktiens potential och våra vinsttillväxtprognoser. Vi vill dock också påminna investerare om att de finansiella riskerna är höga om den vinsttillväxt vi förutspår inte skulle realiseras.

Rekommendation

Öka

(tidigare Öka)

Rikt Kurs:

2,60 EUR

(tidigare 2,60 EUR)

Aktiekurs:

2,39 EUR

Affärsrisk



Värderingsrisk



	2025	2026e	2027e	2028e
Omsättning	188,7	193,3	207,7	216,1
tillväxt-%	-2%	2%	7%	4%
EBITA adj.	8,9	11,5	15,6	18,8
EBITA-% adj.	4,7 %	5,9 %	7,5 %	8,7 %
Nettoreultat	-42,4	0,3	6,0	9,6
EPS (just.)	-0,01	0,01	0,17	0,27
P/E (just.)	neg.	>100	14,4	8,9
P/B	1,2	1,1	1,0	0,9
Direktavkastning-%	0,0 %	0,8 %	2,1 %	5,1 %
EV/EBIT (just.)	38,0	23,6	11,0	7,9
EV/EBITDA	11,4	8,4	6,2	5,1
EV/Sales	0,9	0,8	0,7	0,6

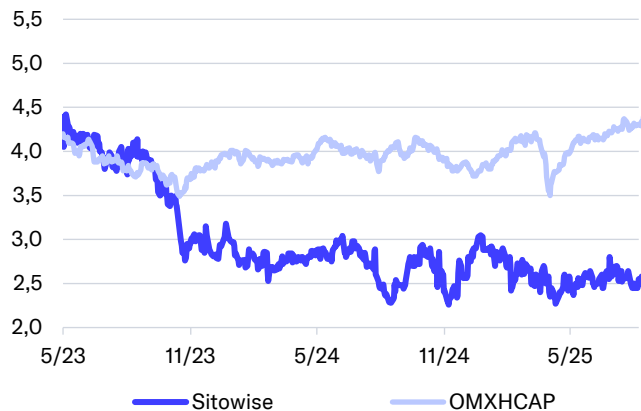
Källa: Inderes

Guidance

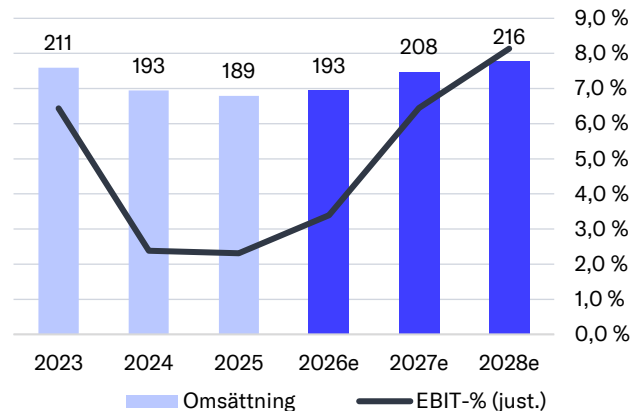
(Oförändrat)

Ingen guidance på grund av marknadsosäkerhet

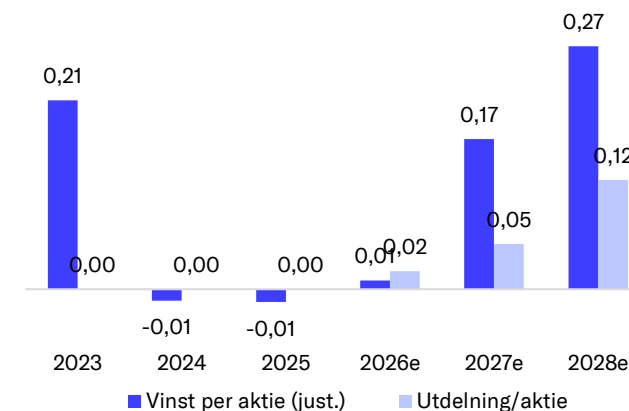
Aktiekurs



Omsättning och rörelseresultat-% (just.)



Vinst per aktie och utdelning



Värde drivare

- Tillväxt i en återhämtande marknad
- Återgång till en stark lönsamhetsnivå
- Starkt kassaflöde och lågt investeringsbehov på en normal marknad
- Effektiv 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
- Osäkerhet kring den normala lönsamhetsnivån
- En tydlig och långsiktig försvagning av marknaden efter starka år
- Förlängningen av problemen i Sverige
- Misslyckade förvärv
- Skuldsättningsgrad och finansiering av tillväxt

Värderingsnivå	2026e	2027e	2028e
Aktiekurs	2,39	2,39	2,39
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	86	86	86
EV	155	147	138
P/E (just.)	>100	14,4	8,9
P/B	1,1	1,0	0,9
EV/Sales	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	8,4	6,2	5,1
EV/EBIT (just.)	23,6	11,0	7,9
Utdelning/resultat (%)	206,4 %	30,0 %	45,0 %
Direktavkastning-%	0,8 %	2,1 %	5,1 %

Källa: Inderes

Nedskrivningar av projekt inom byggnadsverksamheten försämrade siffrorna

Omsättningen översteg något våra förväntningar trots nedskrivningarna

Sitowises omsättning ökade med 2 % till 49,0 MEUR (Q1'25: 48,1 MEUR), medan vi estimerade en ökning på 0,4 % till 48,3 MEUR. Att resultatet överträffade våra förväntningar berodde framför allt på den fina tillväxten på 6 % inom den viktigaste verksamheten, Infra, som stöddes av de väg- och banprojekt som vanns förra året.

Marknadsmiljön för Digitala lösningar förblev utmanande, och omsättningen var på samma nivå som jämförelseperioden. Inom produktverksamheten ökade dock ARR med 5,8 %, och SaaS-produkter stod redan för cirka en tredjedel av Digitala lösningars intäkter. Segmentet som helhet låg något under våra förväntningar.

Omsättningen i Sverige ökade organiskt med cirka 3 %, medan vi hade förväntat oss nolltillväxt. Detta bröt den nedåtgående trenden inom segmentet som hade pågått i tio kvartal. Företaget konstaterade att den svenska

byggmarknaden har visat tecken på återhämtning under början av 2026, men att det fortfarande råder stor osäkerhet kring marknadsutvecklingen. Baserat på kommentarerna har dock vändningen i segmentet ännu inte kommit särskilt långt, eftersom prismiljön förblir pressad och segmentet var fortsatt tydligt förlustbringande.

Försäljningen inom byggnadsverksamheten minskade med 7 %, men detta förklaras av nedskrivningar av projekt inom segmentet. Utan denna effekt skulle segmentets lönsamhet enligt vår uppfattning ha varit positiv och förbättrats från jämförelseperioden.

Lönsamheten förblev låg i förhållande till potentialen

Företagets justerade EBITA-rörelseresultat landade på 1,9 MEUR (Q1'25: 2,4 MEUR), jämfört med vår prognos om 2,3 MEUR. Företaget konstaterade dock att koncernens justerade EBITA-marginal skulle ha förbättrats från jämförelseperioden om det inte hade varit för nedskrivningarna av projekten. Baserat på detta skulle

siffran ha varit över 2,5 MEUR efter justering för projektavskrivningar. Lönsamheten stöddes, som förväntat, av de anpassningsåtgärder som företaget tidigare genomfört och av personalminskningen. Detta återspeglades i en ökning av debiteringsgraden till 73,2 % (Q1'25: 71,6 %). Prismiljön förblev stram, särskilt inom byggnadsverksamheten och den svenska verksamheten, vilket bromsade resultatförbättringen.

Liten positiv utveckling av kassaflödet

Kassaflödet från den löpande verksamheten vände också något till plus med 0,3 MEUR enligt kassaflödesanalysen (Q1'25: -1,4 MEUR), vilket innebar en fortsättning på den positiva trenden från slutet av förra året när det gäller att effektivisera rörelsekapitalet. Skuldsättningsgraden (nettoskuld/justerad EBITDA) minskade nu till 4,5x (Q1'25: 5,1x). Nivån är fortfarande mycket hög, men vinsttillväxt behövs så att företaget kan närma sig sitt mål om en nettoskuld/EBITDA-kvot på under 3,0.

Prognostabell	Q1'25	Q1'26	Q1'26e	Q1'26e	Konsensus		Skillnad (%)	2026
	Jämförelse	Utfall	Inderes	Konsensus	Lägst	Högst	Utfall vs. Inderes	Inderes
MEUR/EUR								
Omsättning	48,1	49,0	48,3				1%	193,3
EBITA (adj.)	2,4	1,9	1,9				0%	11,5
EBIT	-0,3	0,0	0,0				100%	6,6
Vinst per aktie (rapporterad)	-0,04	-0,04	0,00				-819%	0,01
Omsättningstillväxt-%	-6,6 %	1,9 %	0,4 %				1,5 procentenhet	2,4 %
EBITA-% (adj.)	5,0 %	3,9 %	4,4 %				-0,5 procentenhet	5,9 %

Källa: Inderes

Helhetsbilden i prognoser är oförändrad och vi ser en återhämtning de närmaste åren

Inga överraskningar i utsikterna heller

Sitowise gav fortfarande ingen numerisk guidning för 2026 på grund av osäkerheten kring tidpunkten för byggmarknadens återhämtning. Företaget upprepade dock sina affärsområdesspecifika utsikter (Infra och Digitala lösningar stabila, samt Sverige och byggnadsverksamheten svaga men förbättrande).

Nettoorderingången under kvartalet var 46,8 MEUR, men även när man betraktar denna siffra är det värt att notera att 6,9 MEUR i gamla, länge avbrutna projekt som inte längre förväntas starta togs bort från orderboken för byggnadsverksamheten under rapportperioden. Detta gjorde att orderingången under rapportperioden hamnade under omsättningen för Q1, men utan nedskrivningar skulle orderboken totalt sett ha ökat med cirka 3 %. Den underliggande utvecklingen var således i linje med våra tillväxtestimat. Företagets orderbok minskade totalt till 150 MEUR (Q4'25: 152,5 MEUR). Det är värt att notera att datacenter blev en av de viktigaste tillväxtmotorerna under

rapportperioden, särskilt inom byggnadsverksamheten, och efterfrågan på dem förväntas stödja omsättningsutvecklingen även framöver.

Den övergripande bilden av orderboken mellan de olika affärsområdena förblev också oförändrad. Orderböckerna för Infra och Digitala lösningar var på en god nivå, medan de för byggnadsverksamheten och Sverige förblev på en låg nivå.

I Q1 hade antalet heltidsanställda minskat med 2 % till 1710 jämfört med föregående år. Arbetsstyrkan och orderboken ser därmed ut att vara fortsatt starkare än tidigare, vilket lägger grunden för våra förväntningar på resultatökningar under 2026.

Vi förväntar oss dock en tydligare återhämtning först under andra halvåret 2026, och under 2027 en tillväxt på 6–8 % när bygg- och investeringsverksamheten tar fart och priskonkurrensen lättar. 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 som helhet kommer att återgå till den EBITA-marginal på 10 % som bolaget har som mål.

Utsikterna var i stort sett i linje med våra estimat, och vi gjorde inga större estimatrevideringar.

Vi förutspår för närvarande att omsättningen för helåret 2026 kommer att öka med 2,5 % till 193 MEUR och att justerat EBITA kommer att stiga till 11,5 MEUR (2025: 8,9 MEUR).

Företaget uppdaterade sin strategi tidigare

Företaget uppdaterade sin strategi och sina finansiella mål tidigare i mars, och vår separata kommentar om dessa finns [här](#). Sammantaget bedömer vi att genomförandet av strategin hittills har kommit igång väl baserat på utvecklingen under Q1. Enligt företagets kommentarer hade även personalens nöjdhet förbättrats, vilket är en viktig tidig indikation på att utvecklingen är på rätt väg.

Prognosförändringar	2026	2026	Förändring	2027e	2027e	Förändring	2028e	2028e	Förändring
MEUR/EUR	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%
Omsättning	192	193	0%	207	208	0%	215	216	0%
EBITA (adj.)	11,8	11,5	-3%	15,4	15,6	1%	18,7	18,8	1%
EBIT	7,8	6,6	-16%	13,2	13,4	1%	17,4	17,6	1%
Vinst före skatt	1,8	0,3	-81%	7,5	7,5	-1%	12,1	12,1	0%
Vinst per aktie (utan engångsposter)	0,04	0,01	-76%	0,17	0,17	-1%	0,27	0,27	0%
Utdelning/aktie	0,02	0,02	0%	0,05	0,05	0%	0,00	0,00	

Normaliserad resultatnivå är högre än nuvarande nivå

På längre sikt är multiplarna attraktiva

Sitowises värdering för 2026e väntas stiga till en hög nivå på grund av den svaga resultatsituationen (2026e EV/EBITDA: 8x och 2026 P/E >100x). Under 2027 borde Sitowises prestation och lönsamhetsnivå gradvis förbättras närmare bolagets normala lönsamhetsnivå. Av denna anledning anser vi att värderingen för 2027 (EV/EBITDA: 6x, P/E: 14x) och för 2028 (EV/EBITDA: 5x, P/E: 9x) bättre återspeglar Sitowises värdering baserat på företagets normaliserade resultat.

Den centrala frågan för investerings-caset och aktiens förväntade avkastning är företagets normala lönsamhetsnivå. Detta innebär större osäkerhet än vanligt, eftersom vi tror att byggnadsverksamheten, som är viktig för företaget, kommer att ligga på en lägre nivå än toppåren under en lång tid framöver. Vi noterar också att företagets skuldbetalningsförmåga och samtidigt risken förknippad med skulden beror på den normaliserade omsättningen och kassaflödet. Om lönsamhetsnivån skulle förbli nära den nivå som sågs 2025, skulle aktien vara mycket dyr och balansräkningen skulle behöva stärkas med en aktieemission eller ett dyrt hybridlån.

I jämförelseanalysen måste hänsyn tas till de olika marknader som aktörerna verkar på

Med EV/EBITDA-multiplar för 2026e och 2027e värderas Sitowise i genomsnitt cirka 10 % högre än jämförelsebolagen. Företagets värdering stiger dock till en tydlig premie när den mäts med P/E-tal, eftersom finansiella kostnader åter upp en stor del av rörelseresultatet. Potentialen för en långsiktig resultatförbättring på nedre raden är dock större än hos konkurrenterna på grund av den svaga utgångspunkten och det faktum att Sitowise har drabbats hårdare än sina konkurrenter av den svaga byggnadsmarknaden.

Om resultatvändningen och marknadsåterhämtningen materialiseras som väntat, kommer värderingsmultiplarna att

sjunka till en mer attraktiv nivå än hos konkurrenterna på längre sikt.

Kassaflödesmodellen erbjuder uppsida

Vår DCF-beräkning som finns på sidan 11 ger ett värde på 2,9 euro och ger därmed 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 av finansiella kostnader, vilket innebär att det inte finns något att dela ut till ägarna. En väsentlig fråga ur ett DCF-värdeperspektiv är också i vilken takt marknaden och Sitowises resultat kommer att börja återhämta sig. Vi har använt en relativt hög kapitalkostnad (WACC 9,4 %), eftersom prognosriskerna är höga på den aktuella marknaden.

I våra prognoser, efter en starkare tillväxtperiod (2027–2029) präglad av marknadsåterhämtning (~5 %), stabiliseras bolagets omsättningstillväxt till 1 % under terminalperioden och rörelsemarginalen ökar gradvis till 8,5 %. Detta motsvarar en EBITA-marginal på cirka 9 %, vilket är under bolagets målnivå (10 %).

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.

Baserat på olika värderingsmetoder anser vi att Sitowises nuvarande aktievärdering är tillräckligt attraktiv med tanke på risk/reward-förhållandet för att motivera en positiv rekommendation, även om både potentiella avkastningar och risker för närvarande är framträdande.

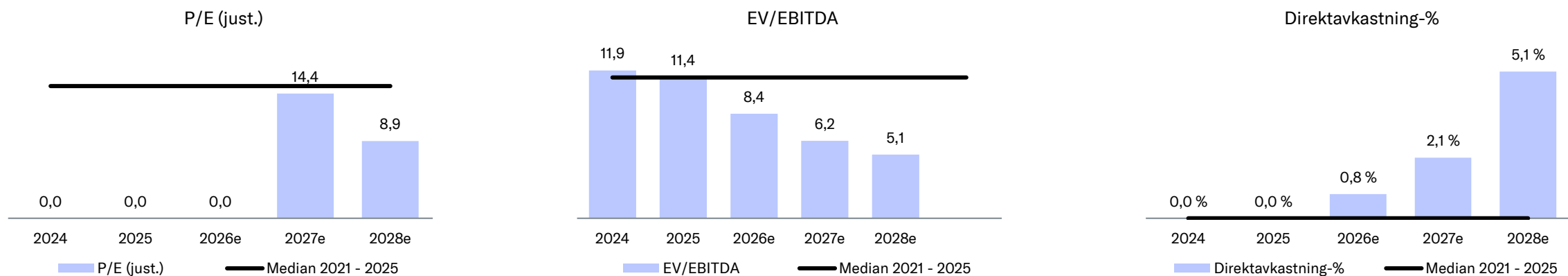
Värderingsnivå	2026e	2027e	2028e
Aktiekurs	2,39	2,39	2,39
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	86	86	86
EV	155	147	138
P/E (just.)	>100	14,4	8,9
P/B	1,1	1,0	0,9
EV/Sales	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	8,4	6,2	5,1
EV/EBIT (just.)	23,6	11,0	7,9
Utdelning/resultat (%)	206,4 %	30,0 %	45,0 %
Direktavkastning-%	0,8 %	2,1 %	5,1 %

Källa: Inderes

Värderingstabell

Värderingsnivå	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Aktiekurs	5,14	3,18	3,05	2,59	2,39	2,39	2,39	2,39
Antal aktier, miljoner	35,5	35,6	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	182	113	109	93	86	86	86	86
EV	268	197	186	165	155	147	138	131
P/E (just.)	15,0	15,2	neg.	neg.	>100	14,4	8,9	7,9
P/B	1,6	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/Sales	1,3	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	11,3	8,2	11,9	11,4	8,4	6,2	5,1	4,7
EV/EBIT (just.)	15,4	14,5	40,6	38,0	23,6	11,0	7,9	6,9
Utdelning/resultat (%)	45,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	206,4 %	30,0 %	45,0 %	50,0 %
Direktavkastning-%	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	2,1 %	5,1 %	6,4 %

Källa: Inderes



Värdering av jämförelsegrupp

Värdering av jämförelsegrupp Företag	Börsvärde MEUR	EV MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Sales		P/E		Direktavkastning-%		P/B 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
Sweco AB	4256	4773	14,7	13,3	11,5	10,5	1,6	1,5	17,9	16,1	3,1	3,4	3,4
Afry AB	1177	1670	10,3	8,3	6,8	6,0	0,7	0,7	11,4	8,5	5,9	6,1	0,9
Rejlers AB	310	386	12,5	10,1	7,1	6,3	0,8	0,8	12,5	10,1	3,8	4,1	1,5
Solwers Oyj	22	51	19,2	11,9	7,1	5,9	0,6	0,6	31,7	10,4		2,4	0,5
Etteplan Oyj	183	255	12,1	9,8	6,4	5,6	0,7	0,7	11,8	9,4	3,7	4,9	1,4
Norconsult ASA	1095	1226	13,8	10,7	8,0	7,2	1,2	1,1	13,7	11,7	4,9	5,9	3,5
Sitowise (Inderes)	86	155	23,6	11,0	8,4	6,2	0,8	0,7	246,7	14,4	0,8	2,1	1,1
Genomsnitt			13,5	10,7	7,8	6,9	0,9	0,9	16,0	11,0	4,4	4,7	2,1
Median			12,5	10,4	7,1	6,3	0,8	0,8	13,1	10,4	4,4	4,9	1,5
Skillnad-% till median			88%	6%	19%	-1%	-2%	-8%	1784%	38%	-81%	-57%	-26%

Källa: Refinitiv / Inderes

Resultaträkning

Resultaträkning	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Omsättning	192,9	48,1	49,8	40,5	50,3	188,7	49,0	50,5	41,7	52,1	193,3	207,7	216,1	222,5
Group	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Infra	68,4	17,6	19,2	16,1	20,2	73,1	18,8	19,8	16,6	20,8	76,0	78,2	79,8	82,2
Buildings	57,4	14,2	14,1	11,3	13,3	52,9	13,2	14,1	11,5	13,8	52,7	60,0	63,0	64,9
Digital Solutions	33,6	9,3	9,4	8,3	9,4	36,4	9,3	9,4	8,7	9,9	37,2	40,1	42,1	43,4
Sweden	33,6	7,0	7,2	4,8	7,4	26,4	7,7	7,3	4,9	7,5	27,4	29,4	31,1	32,1
EBITDA	15,6	2,8	4,1	3,5	4,1	14,5	2,8	5,0	4,7	5,9	18,4	23,6	26,8	27,7
Avskrivningar och nedskrivningar	-13,2	-3,1	-3,0	-3,0	-42,9	-52,0	-2,8	-3,0	-3,0	-3,0	-11,8	-10,2	-9,3	-8,8
EBIT	2,5	-0,3	1,0	0,5	-38,8	-37,5	0,0	2,0	1,7	2,9	6,6	13,4	17,6	18,9
EBITA (adj.)	9,6	2,4	2,5	1,7	2,2	8,9	1,9	3,0	2,7	3,9	11,5	15,6	18,8	19,4
Netto finansieringskostnader	-5,8	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-6,1	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5	-6,2	-5,9	-5,5	-5,3
Vinst före skatt	-3,4	-1,8	-0,6	-1,0	-40,3	-43,7	-1,7	0,5	0,2	1,4	0,3	7,5	12,1	13,6
Skatt	0,7	0,4	0,1	0,3	0,2	1,1	0,4	-0,1	0,0	-0,3	0,0	-1,5	-2,4	-2,7
Minoritetsandelar	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,1	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3
Nettoresultat	-2,6	-1,4	-0,4	-0,7	-39,9	-42,4	-1,3	0,4	0,2	1,1	0,3	6,0	9,6	10,9
Vinst per aktie (justerad)	-0,01	0,01	-0,01	-0,02	0,00	-0,01	-0,04	0,01	0,00	0,03	0,01	0,17	0,27	0,30
Vinst per aktie (rapporterad)	-0,07	-0,04	-0,01	-0,02	-1,11	-1,18	-0,04	0,01	0,00	0,03	0,01	0,17	0,27	0,30
Nyckeltal	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Omsättningstillväxt-%	-8,5 %	-6,6 %	-2,2 %	-3,1 %	3,3 %	-2,2 %	1,9 %	1,4 %	3,0 %	3,5 %	2,4 %	7,5 %	4,0 %	3,0 %
Adjusted EBITA growth-%	-52,9 %	-48,2 %	-57,4 %	-65,3 %	-60,4 %	-7,4 %	-22,4 %	18,9 %	59,2 %	74,5 %	29,2 %	36,1 %	20,6 %	3,1 %
EBITDA-%	8,1 %	5,9 %	8,2 %	8,6 %	8,2 %	7,7 %	5,7 %	9,9 %	11,3 %	11,3 %	9,5 %	11,3 %	12,4 %	12,5 %
Adjusted EBITA-%	5,0 %	5,1 %	5,1 %	4,2 %	4,4 %	4,7 %	3,9 %	5,9 %	6,5 %	7,4 %	5,9 %	7,5 %	8,7 %	8,7 %

Balansräkning

Tillgångar	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Anläggningstillgångar	198	158	154	152	152
Goodwill	159	121	121	121	121
Immateriella tillgångar	11,6	9,1	5,2	2,9	1,7
Anläggningstillgångar	25,3	26,4	26,5	26,7	27,1
Investeringar i intresseföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga investeringar	1,9	0,3	0,3	0,3	0,3
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skattefordringar	0,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Omsättningstillgångar	68,8	71,5	73,3	78,7	83,6
Omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga omsättningstillgångar	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
Kundfordringar	50,7	48,1	49,3	53,0	55,1
Likvida medel	17,5	22,6	23,2	24,9	27,6
Balansomslutning	267	230	228	231	235

Källa: Inderes

Skulder	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Eget kapital	115	76,9	77,2	82,5	90,3
Aktiekapital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fonderade vinstmedel	23,3	-17,1	-16,7	-11,5	-3,6
Lån i eget kapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskrivningsfond	-0,1	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
Övrigt eget kapital	92,0	97,3	97,3	97,3	97,3
Minoritetsandel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Långfristiga skulder	87,5	87,4	0,7	75,7	75,7
Uppskjutna skatteskulder	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Avsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntebärande skulder	86,2	86,7	0,0	75,0	75,0
Lån mot konvertibla skuldebrev	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Kortfristiga skulder	64,3	65,5	150	73,1	69,2
Räntebärande skulder	8,4	8,5	92,3	11,3	5,0
Kortfristiga icke räntebärande skulder	55,5	55,5	56,1	60,2	62,7
Övriga kortfristiga skulder	0,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Balansomslutning	267	230	228	231	235

DCF-beräkning

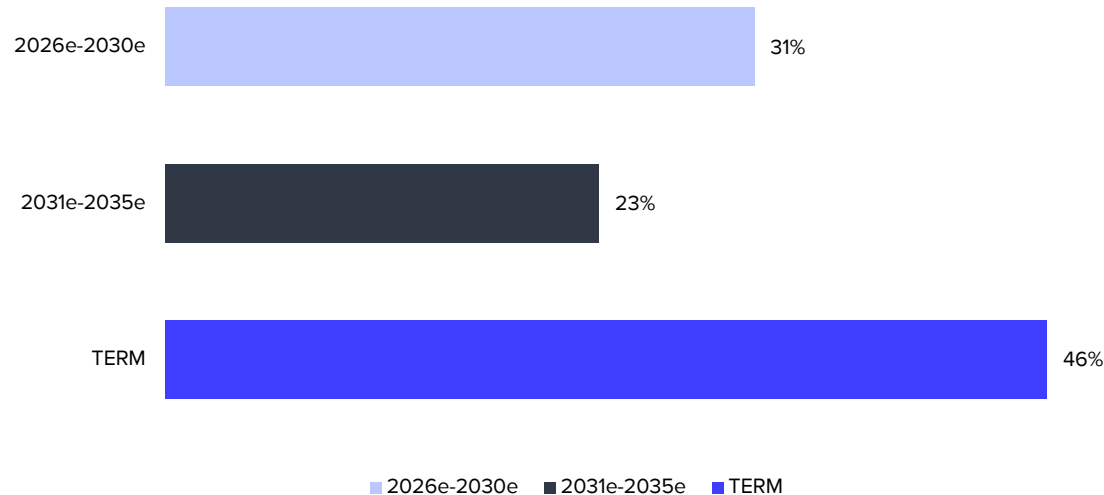
DCF-modell	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Omsättningstillväxt-%	-2,2 %	2,4 %	7,5 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
EBIT-%	-19,9 %	3,4 %	6,4 %	8,1 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
EBIT	-37,5	6,6	13,4	17,6	18,9	19,4	19,8	20,0	20,2	20,4	20,6	
+ Totala avskrivningar	52,0	11,8	10,2	9,3	8,8	8,6	8,6	8,6	8,7	8,9	9,0	
- Betalda skatter	-0,4	0,0	-1,5	-2,4	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1	
- Skatt, finansieringskostnader	-1,8	0,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	
+ 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	3,5	-0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operativt kassaflöde	15,8	18,0	21,4	23,6	24,2	24,3	24,6	24,7	24,9	25,2	25,6	
+ Ökning i icke räntebärande långfristiga skulder	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvesteringar	-11,0	-8,0	-8,2	-8,3	-8,5	-8,7	-8,8	-9,0	-9,2	-9,4	-9,6	
Fritt operativt kassaflöde	4,6	10,0	13,2	15,3	15,7	15,7	15,7	15,7	15,8	15,9	16,0	
+/- Övrigt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Fritt kassaflöde	4,6	10,0	13,2	15,3	15,7	15,7	15,7	15,7	15,8	15,9	16,0	193
Diskonterat fritt kassaflöde		9,4	11,4	12,1	11,3	10,3	9,5	8,7	8,0	7,3	6,7	81,6
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde		176	167	156	143	132	122	112	104	95,7	88,4	81,6
Skuldfritt börsvärde DCF		176										
- Räntebärande skulder		-95,2										
+ Likvida medel		22,6										
+ Intresseföretag		0,0										
- Minoritetsandel		0,0										
- Utdelning/återbetalning av kapital		0,0										
Värdet på eget kapital DCF		104										
Värdet på eget kapital DCF per aktie		2,9										

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 %

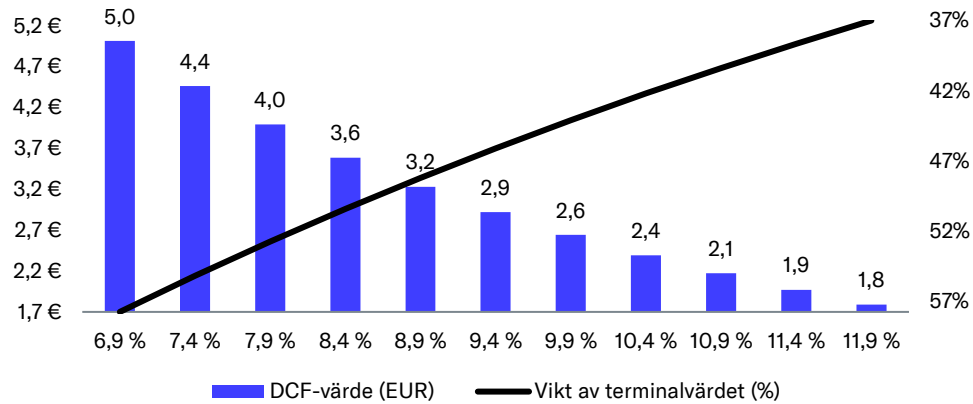
Källa: Inderes

Fördelning av kassaflöde

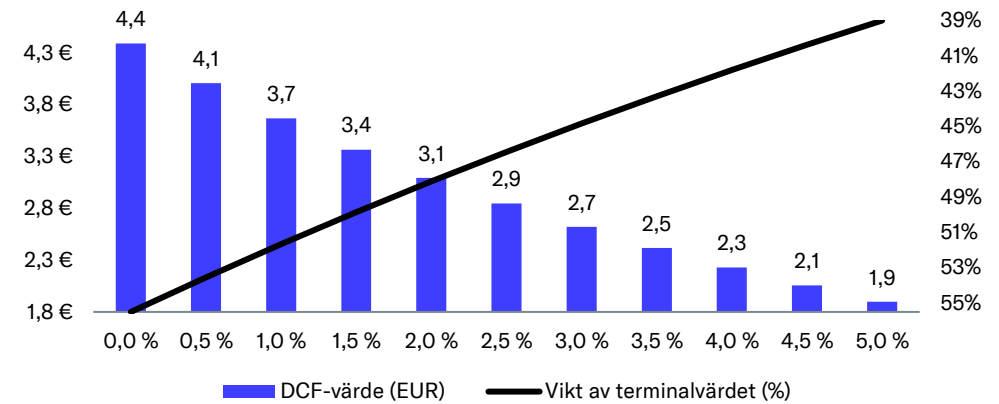


DCF:s känslighet och väsentliga antaganden i grafer

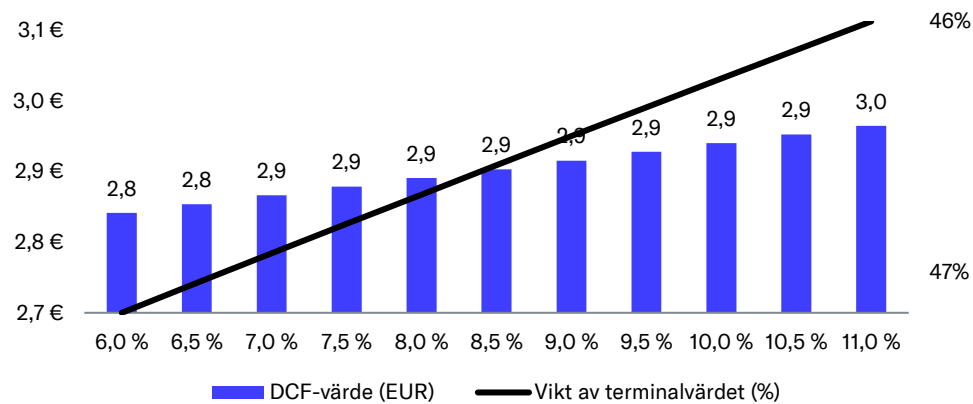
DCF:s känslighet för förändringar i WACC-%



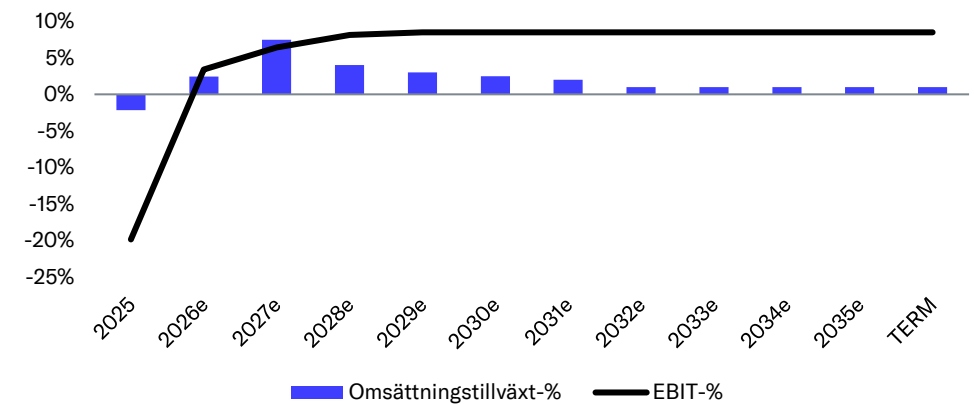
DCF:s känslighet för förändringar i riskfria räntesatsen



DCF:s känslighet för förändringar i terminalens EBIT-%



Tillväxt- och lönsamhetsantaganden i DCF-beräkningen



Source: Inderes. Note that the weight of the terminal value (%) is shown on an inverse scale for clarity.

Sammanfattning

Resultaträkning	2023	2024	2025	2026e	2027e	Tal per aktie	2023	2024	2025	2026e	2027e
Omsättning	210,9	192,9	188,7	193,3	207,7	EPS (rapporterad)	0,16	-0,07	-1,18	0,01	0,17
EBITDA	23,2	15,6	14,5	18,4	23,6	EPS (justerad)	0,21	-0,01	-0,01	0,01	0,17
EBIT	11,7	2,5	-37,5	6,6	13,4	Operativt kassaflöde/aktie	0,56	0,60	0,44	0,50	0,60
Vinst före skatt	7,1	-3,4	-43,7	0,3	7,5	Operativt fritt kassaflöde/aktie	0,25	0,33	0,13	0,28	0,37
Nettovinst	5,6	-2,6	-42,4	0,3	6,0	Eget kapital/aktie	3,35	3,22	2,14	2,15	2,30
Engångsposter	-1,9	-2,1	-41,9	0,0	0,0	Utdelning/aktie	0,00	0,00	0,00	0,02	0,05
Balansräkning	2023	2024	2025	2026e	2027e	Tillväxt och lönsamhet	2023	2024	2025	2026e	2027e
Balansomslutning	278,4	267,1	229,8	227,8	231,2	Omsättningstillväxt-%	3%	-9%	-2%	2%	7%
Eget kapital	119,6	115,3	76,9	77,2	82,5	EBITDA tillväxt-%	-2%	-33%	-7%	27%	28%
Goodwill	158,0	158,6	120,7	120,7	120,7	EBIT (just.) tillväxt-%	-22%	-66%	-5%	51%	104%
Nettoskulder	83,1	77,1	72,6	69,2	61,4	EPS (just.) tillväxt-%	-39%	-106%	-12%	168%	1618%
Kassaflöde	2023	2024	2025	2026e	2027e	EBITDA-%	11,0 %	8,1 %	7,7 %	9,5 %	11,3 %
EBITDA	23,2	15,6	14,5	18,4	23,6	EBIT (just.)-%	6,4 %	2,4 %	2,3 %	3,4 %	6,4 %
Förändring i rörelsekapital	-0,7	6,9	3,5	-0,7	0,5	EBIT-%	5,5 %	1,3 %	-19,9 %	3,4 %	6,4 %
Operativt kassaflöde	20,1	21,4	15,8	18,0	21,4	ROE-%	4,7 %	-2,2 %	-44,1 %	0,5 %	7,5 %
Investeringar	-11,1	-9,6	-11,0	-8,0	-8,2	ROI-%	5,4 %	1,2 %	-19,7 %	3,8 %	7,9 %
Fritt kassaflöde	9,0	11,7	4,6	10,0	13,2	Soliditet	42,9 %	43,2 %	33,4 %	33,9 %	35,7 %
Värderings multiplar	2023	2024	2025	2026e	2027e	Nettoskulsättningsgrad	69,5 %	66,9 %	94,4 %	89,6 %	74,5 %
EV/Sales	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7	Nettoskulder/EBITDA	3,6	4,9	5,0	3,8	2,6
EV/EBITDA	8,2	11,9	11,4	8,4	6,2	EBITDA/finansnetto	5,1	2,7	2,4	2,9	4,0
EV/EBIT (just.)	14,5	40,6	38,0	23,6	11,0						
P/E (just.)	15,2	neg.	neg.	>100	14,4						
P/B	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0						
Direktavkastning-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	2,1 %						
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.

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 €
Analytiker ändrad			
11/7/2025	Minska	2,20 €	2,38 €
1/13/2026	Minska	2,20 €	2,35 €
2/12/2026	Öka	2,60 €	2,34 €
5/7/2026	Öka	2,60 €	2,39 €



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.se

Inderes Oyj
Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

inderes.fi

**inde
res.**