

SITOWISE

13.1.2026 15:33 EET

Översättning av "Johdossa vaihdoksia"-rapporten, publicerad
13/1/2026



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



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

COMPANY REPORT



Förändringar i ledningen

Sitowise meddelade på måndagen att Heikki Haasmaa, bolagets VD, kommer att lämna sin position under Q1 och att sökandet efter hans efterträdare har inletts. Bolaget bytte också ekonomidirektör i förra veckan, då Sanna Sormaala, som utsågs i augusti, tillträdde. Byte av ledning kommer inte att ändra vår utsikt. Vi justerade våra prognoser för den goodwillnedskrivning på 40 MEUR i Sverige som meddelades i december, vilket inte heller hade någon inverkan på våra utsikter. Vi upprepar vår Minska-rekommendation och riktkursen på 2,2 euro.

Sitowise meddelade på måndagen ett VD-byte

Bytet av VD kom inte som någon större överraskning för oss med tanke på Sitowises svaga utveckling och fallande aktiekurs under de senaste åren. Haasmaas period sammanföll med en mycket utmanande marknadscykel, men bolaget har också haft svårigheter med sina egna interna utmaningar i Sverige, där verksamheten har stött på allvarliga problem. Detta ledde till en betydande nedskrivning v goodwill på cirka 40 MEUR i slutet av 2025. Bolagets lönsamhet har sjunkit långt under målnivåerna och skuldsättningen har stigit till en hög nivå. När vändningen har dröjt är ett byte av ledning i denna situation den naturliga lösningen för att återställa förtroendet. Den framtida VD:ns viktigaste uppgifter blir att återställa bolagets lönsamhet, att sanera den svenska verksamheten och att stabilisera balansräkningen. Vi kommer att fortsätta bevaka utvecklingen av rekryteringsprocessen och eventuella strategiska inriktningar under den nya ledningen.

Huvudbilden för de operativa prognoserna är oförändrad

Vi har lagt till den tidigare meddelade nedskrivningen av goodwill på 40 MEUR i Sverige i våra estimat. Nedskrivningen är av engångskaraktär och har ingen påverkan på koncernens justerade EBITA-rörelseresultat eller kassaflöde, men den kommer att belasta det rapporterade rörelseresultatet för Q4 betydligt. I slutet av förra kvartalet var orderböckerna för Infra och Digitala lösningar fortsatt på en bra nivå. Däremot var orderböckerna låga inom

byggnadsverksamheten och Sverige. Vi förväntar oss att en liknande utveckling har fortsatt under resten av året.

Sammantaget förutspår vi att Sitowises omsättning kommer att minska med 3 % under 2025 och att den justerade EBITA-marginalen kommer att hamna på 4,7 %. Vi tror att utan försäljningstillväxt kommer det att bli en utmaning 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 halvan av 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 som helhet kommer att återgå till den EBITA-marginal på 12 % som bolaget har som mål.

Tydligare tecken på en vändning borde finnas

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 ännu högre P/E-tal. Även den relativa värderingen ger en liknande bild av värderingen. DCF-beräkningen (2,4 euro) ligger nära aktiekursen. Det balansräkningsbaserade P/B-talet ökade däremot till 1,2x (tidigare 0,8x) till följd av goodwillnedskrivningen och ger inte heller något väsentligt stöd för aktien.

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 2,20 EUR)

Aktiekurs:

2,35 EUR

Business risk



Valuation risk



	2024	2025e	2026e	2027e
Omsättning	192,9	186,4	191,8	206,4
tillväxt-%	-9%	-3%	3%	8%
EBITA adj.	9,6	8,8	12,1	15,7
EBITA-% adj.	5,0 %	4,7 %	6,3 %	7,6 %
Nettoresultat	-2,6	-42,9	2,4	6,2
EPS (just.)	-0,01	-0,02	0,07	0,17

P/E (just.)	neg.	neg.	34,5	13,6
P/B	0,9	1,2	1,1	1,0
Direktavkastning-%	0,0 %	0,0 %	0,9 %	2,1 %
EV/EBIT (just.)	40,6	38,0	17,6	11,3
EV/EBITDA	11,9	11,6	8,2	6,6
EV/Sales	1,0	0,9	0,8	0,8

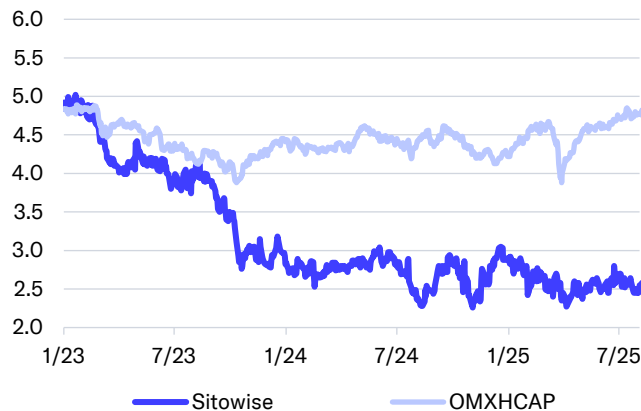
Källa: Inderes

Guidance

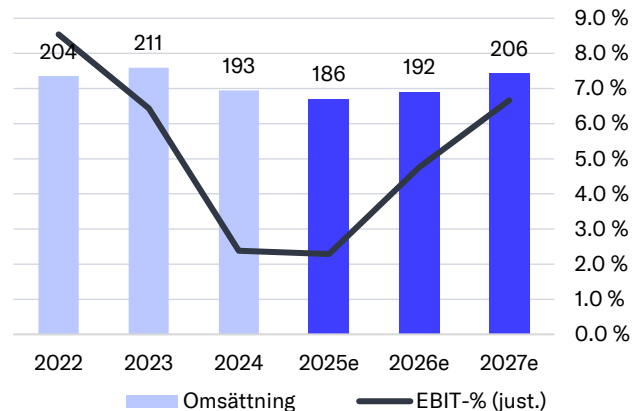
(Oförändrat)

Ingen guidance på grund av marknadsosäkerhet

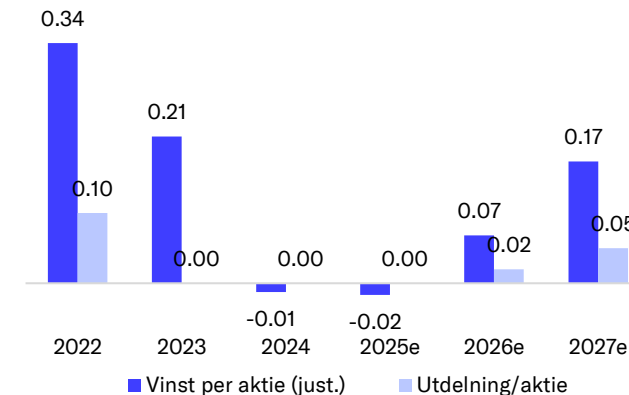
Aktiekurs



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
- Hållbar upprätthållande av en bra lönsamhetsnivå
- En tydlig och långsiktig försvagning av marknaden efter starka år
- Utmaningarna av expansion till nordiska länderna och nya marknaden
- Misslyckade förvärv
- Skuldsättningsgrad och finansiering av tillväxt

Värderingsnivå	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs	2,35	2,35	2,35
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	84	84	84
EV	162	161	155
P/E (just.)	neg.	34,5	13,6
P/B	1,2	1,1	1,0
EV/Sales	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	11,6	8,2	6,6
EV/EBIT (just.)	38,0	17,6	11,3
Utdelning/resultat (%)	0,0 %	29,3 %	28,9 %
Direktavkastning-%	0,0 %	0,9 %	2,1 %

Källa: Inderes

Goodwillnedskrivningen belastar Q4-resultatet

Estimatiförändringar

- Vi har lagt till den tidigare meddelade nedskrivningen av goodwill på 40 MEUR i Sverige i våra estimat. Nedskrivningen är av engångskaraktär och har ingen påverkan på koncernens justerade EBITA-rörelseresultat eller kassaflöde, men den kommer att belasta det rapporterade rörelseresultatet för Q4 betydligt.

Drivkrafter för operativ prestanda

- Sammantaget förutspår vi att Sitowises omsättning kommer att minska med 3 % under 2025 och att den justerade EBITA-marginalen kommer att hamna på 4,7 %. Vi tror att utan försäljningstillväxt kommer det att bli en utmaning 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 halvan av 2026 och under 2027 då tillväxten kommer att accelerera till 6–8 % i takt med att bygg- och investeringsaktiviteten ökar och priskonkurrensen på marknaden 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 som helhet 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	186	186	0%	192	192	0%	206	206	0%
EBITA (adj.)	8,8	8,8	0%	12,1	12,1	0%	15,7	15,7	0%
EBITA	6,1	6,1	0%	12,1	12,1	0%	15,7	15,7	0%
Vinst före skatt	-4,3	-44,1	-935%	3,1	3,1	1%	7,9	8,0	1%
Vinst per aktie (utan engångsposter)	-0,03	-0,02	51%	0,07	0,07	1%	0,17	0,17	1%
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 35x). Värderingarna för både 2025 och 2025 är 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 marknads återhämtning, 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 något högre än sina jämförelsebolag, och baserat på motsvarande P/E-tal stiger företags värdering redan till en tydlig premie på över 100 % (s. 7).

Kassaflödesmodellen erbjuder inte uppsida med nuvarande antaganden

Vår DCF-beräkning som finns på sidan 10 ger ett värde på 2,4 euro och ger därför ingen betydande uppsida för aktien. Vi anser att DCF-modellen är normalt väl lämpad för värderingen av Sitowise. På en gynnsam marknad genererar företags 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 %), 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.

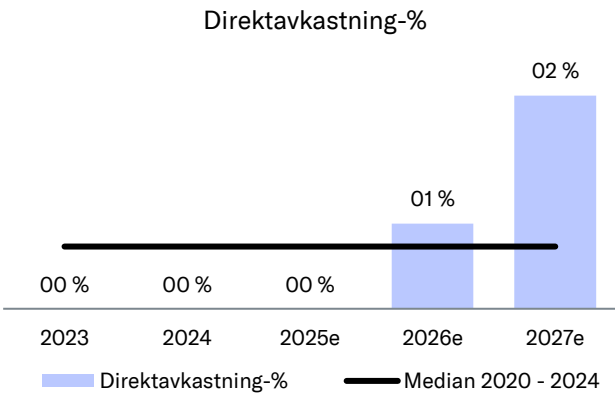
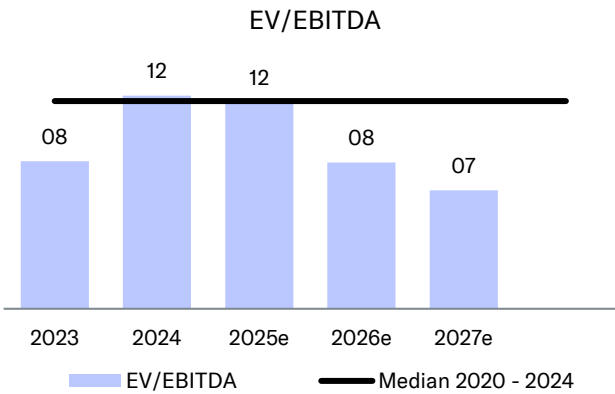
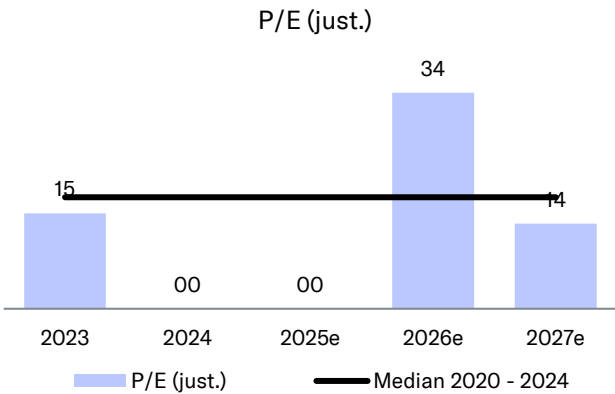
Värderingsnivå	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs	2,35	2,35	2,35
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	84	84	84
EV	162	161	155
P/E (just.)	neg.	34,5	13,6
P/B	1,2	1,1	1,0
EV/Sales	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	11,6	8,2	6,6
EV/EBIT (just.)	38,0	17,6	11,3
Utdelning/resultat (%)	0,0 %	29,3 %	28,9 %
Direktavkastning-%	0,0 %	0,9 %	2,1 %

Källa: Inderes

Värderingstabell

Värderingsnivå	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktiekurs	8,05	5,14	3,18	3,05	2,35	2,35	2,35	2,35
Antal aktier, miljoner	35,4	35,5	35,6	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	285	182	113	109	84	84	84	84
EV	345	268	197	186	162	161	155	148
P/E (just.)	27,4	15,0	15,2	neg.	neg.	34,5	13,6	8,9
P/B	2,5	1,6	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0	1,0
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	11,6	8,2	6,6	5,5
EV/EBIT (just.)	18,2	15,4	14,5	40,6	38,0	17,6	11,3	8,4
Utdelning/resultat (%)	45,2 %	45,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	29,3 %	28,9 %	45,0 %
Direktavkastning-%	1,2 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,9 %	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	5053	5661	18,9	17,0	14,5	13,4	1,9	1,8	22,4	20,1	2,4	2,6	4,2
Afry AB	1645	2230	16,1	12,1	10,0	8,5	0,9	0,9	16,8	13,1	3,5	4,6	1,3
Rejlers AB	389	460	16,4	13,4	8,9	8,2	1,1	1,0	17,7	14,2	2,7	3,2	2,0
Solwers Oyj	23	53	52,7	12,0	9,9	5,8	0,6	0,6		11,5		2,0	0,6
Etteplan Oyj	239	325	17,6	13,8	8,8	7,7	0,9	0,9	22,2	16,0	2,2	3,1	1,9
Norconsult ASA	1197	1344	17,2	14,3	10,9	9,4	1,6	1,4	19,1	16,2	3,8	4,3	4,4
Sitowise (Inderes)	84	162	38,0	17,6	11,6	8,2	0,9	0,8	-140,5	34,5	0,0	0,9	1,2
Genomsnitt			23,1	13,8	10,5	8,8	1,2	1,1	19,6	15,2	2,9	3,3	2,4
Median			17,4	13,6	10,0	8,3	1,0	0,9	19,1	15,1	2,7	3,2	2,0
Skillnad-% till median			119%	29%	16%	-2%	-12%	-11%	-835%	128%	-100%	-73%	-41%

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	48,0	186,4	191,8	206,4	214,7
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	10,0	36,9	40,2	43,3	45,5
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	3,7	14,0	19,7	23,4	26,7
Avskrivningar och nedskrivningar	-10,6	-11,5	-3,1	-3,2	-3,5	-3,3	-13,2	-3,1	-3,0	-3,0	-42,9	-52,0	-10,6	-9,6	-9,1
EBITA (just.)	20,4	17,0	3,4	2,6	2,4	1,2	9,6	2,4	2,5	1,7	2,2	8,8	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	1,8	6,1	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	-39,2	-38,0	9,1	13,8	17,6
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	-40,7	-44,1	3,1	8,0	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	1,1	-0,7	-1,8	-2,7
Minoritetsandelar	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	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	-40,3	-42,9	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	0,00	-0,02	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	-1,13	-1,20	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 %	-1,4 %	-3,4 %	2,9 %	7,6 %	4,0 %
Justerad EBITA-tillväxr-%	-3,6 %	-16,6 %	-28,3 %	-56,9 %	-50,4 %	-78,7 %	-43,8 %	-27,7 %	-1,1 %	-30,0 %	80,6 %	-7,7 %	37,3 %	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 %	7,6 %	7,5 %	10,3 %	11,3 %	12,4 %
Justerad EBITA-%	10,0 %	8,1 %	6,6 %	5,0 %	5,8 %	2,5 %	5,0 %	5,1 %	5,1 %	4,2 %	4,5 %	4,7 %	6,3 %	7,6 %	8,8 %

Balansräkning

Tillgångar	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Anläggningstillgångar	202	198	154	152	150
Goodwill	158	159	119	119	119
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	64,0	66,8	72,8
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	52,8	57,8
Likvida medel	15,6	17,5	13,0	13,4	14,4
Balansomslutning	278	267	218	218	223

Källa: Inderes

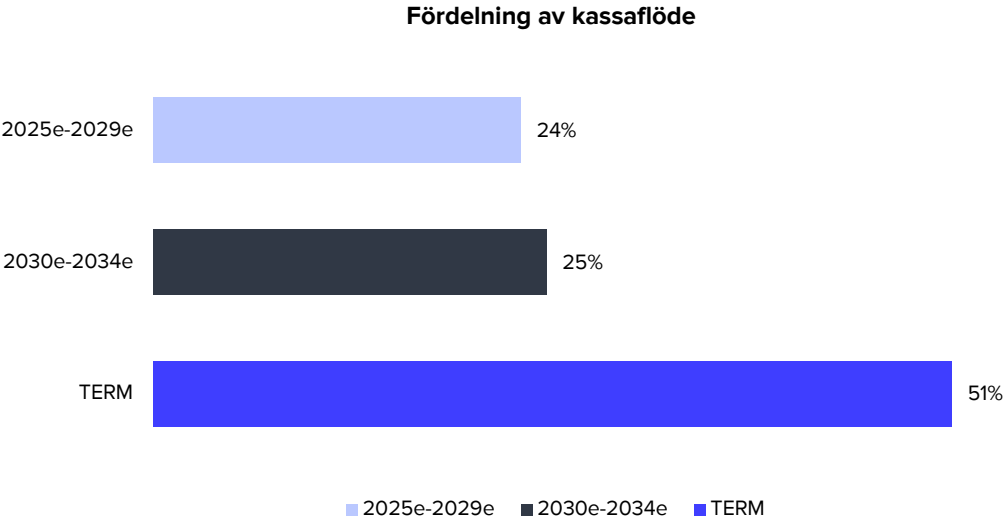
Skulder	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Eget kapital	120	115	72,4	74,9	80,4
Aktiekapital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fonderade vinstmedel	25,8	23,3	-19,6	-17,2	-11,7
Lån i eget kapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskrivningsfond	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Övrigt eget kapital	93,2	92,0	92,0	92,0	92,0
Minoritetsandel	0,3	0,0	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	64,5	62,3	66,4
Räntebärande skulder	8,2	8,4	10,9	10,1	10,2
Kortfristiga icke räntebärande skulder	58,3	55,5	53,1	51,8	55,7
Övriga kortfristiga skulder	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Balansomslutning	278	267	218	218	223

DCF-beräkning

DCF-modell	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Omsättningstillväxt-%	-8,5 %	-3,4 %	2,9 %	7,6 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
EBIT-%	1,3 %	-20,4 %	4,8 %	6,7 %	8,2 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
EBIT	2,5	-38,0	9,1	13,8	17,6	18,8	19,3	19,6	19,8	20,0	20,2	
+ Totala avskrivningar	13,2	52,0	10,6	9,6	9,1	8,8	8,7	8,6	8,7	8,8	8,9	
- Betalda skatter	0,1	1,1	-0,7	-1,8	-2,7	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	-3,3	
- Skatt, finansieringskostnader	-1,2	-1,6	-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	-3,8	-1,1	-1,2	-1,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	
Operativt kassaflöde	21,4	11,5	13,9	19,3	21,7	22,3	23,6	23,9	24,1	24,4	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	3,5	5,9	11,1	13,3	13,8	14,9	15,1	15,1	15,2	15,3	
+/- 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	3,5	5,9	11,1	13,3	13,8	14,9	15,1	15,1	15,2	15,3	185
Diskonterat fritt kassaflöde		3,5	5,4	9,3	10,2	9,7	9,6	8,8	8,1	7,4	6,9	82,9
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde		162	158	153	144	133	124	114	105	97,2	89,8	82,9
Skuldfritt börsvärde DCF		162										
- Räntebärande skulder		-94,6										
+ Likvida medel		17,5										
- Minoritetsandel		0,0										
- Utdelning/återbetalning av kapital		0,0										
Värdet på eget kapital DCF		84,8										
Värdet på eget kapital DCF per aktie		2,4										

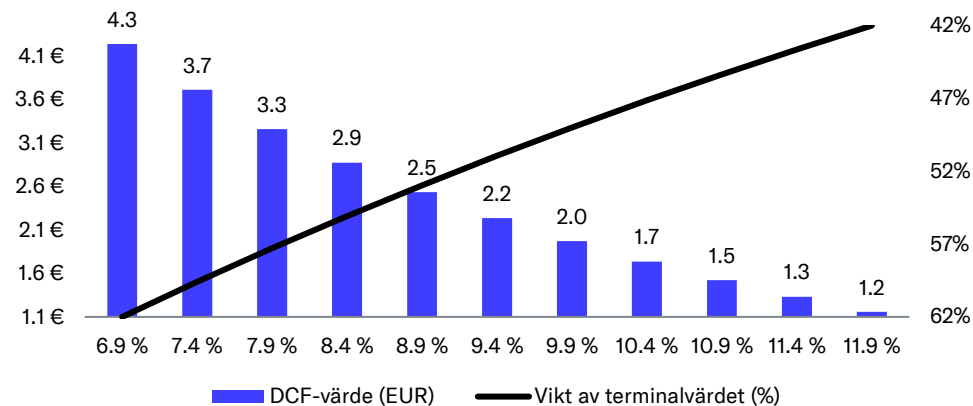
Kapitalkostnad (WACC)	
Skatt-% (WACC)	20,0 %
Mål för skuldkvot D/(D+E)	20,0 %
Skuldkostnad	5,5 %
Företagets Beta	1,45
Marknadens riskpremie	4,75%
Likviditetspremie	1,20%
Riskfri räntesats	2,5 %
Kapitalkostnad	10,6 %
Vägd genomsnittlig kapitalkostnad (WACC)	9,4 %

Källa: Inderes

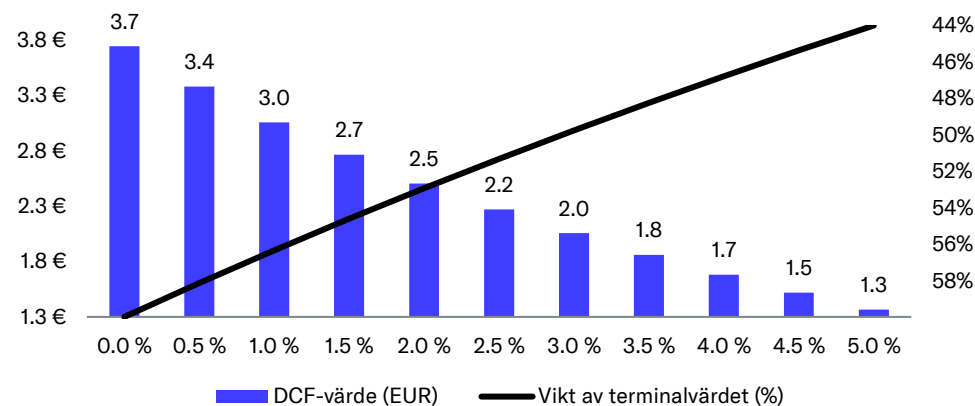


DCF:s känslighet och väsentliga antaganden i grafer

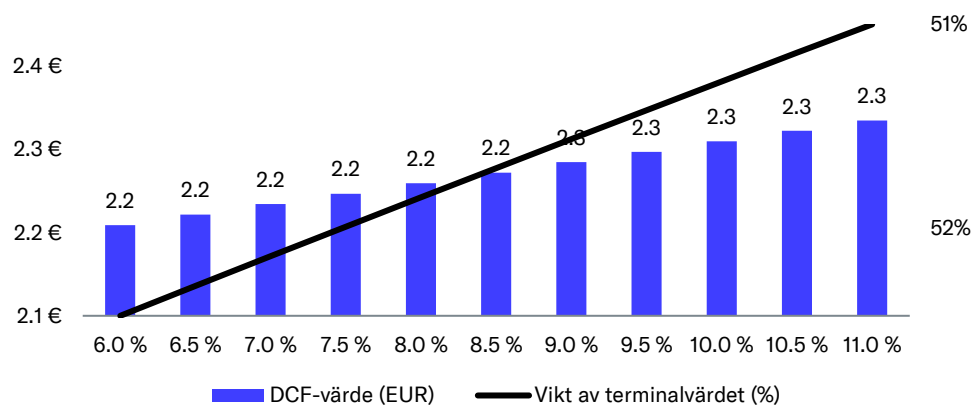
DCF:s känslighet för förändringar i WACC-%



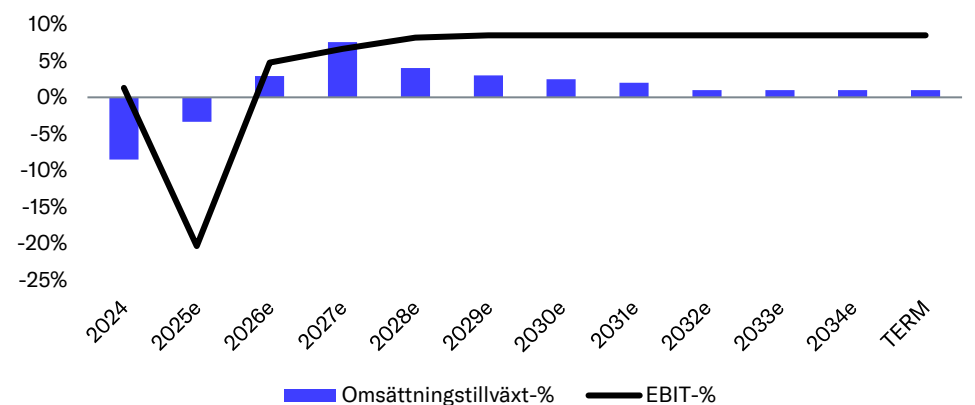
DCF:s känslighet för förändringar i riskfria räntesatsen



DCF:s känslighet för förändringar i terminalens EBIT-%



Tillväxt- och lönsamhetsantaganden i DCF-beräkningen



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

Sammanfattning

Resultaträkning	2022	2023	2024	2025e	2026e	Tal per aktie	2022	2023	2024	2025e	2026e
Omsättning	204,4	210,9	192,9	186,4	191,8	EPS (rapporterad)	0,22	0,16	-0,07	-1,20	0,07
EBITDA	23,8	23,2	15,6	14,0	19,7	EPS (justerad)	0,34	0,21	-0,01	-0,02	0,07
EBIT	13,2	11,7	2,5	-38,0	9,1	Operativt kassaflöde/aktie	0,50	0,56	0,60	0,32	0,39
Vinst före skatt	10,3	7,1	-3,4	-44,1	3,1	Operativt fritt kassaflöde/aktie	-0,51	0,25	0,33	0,10	0,16
Nettovinst	7,8	5,6	-2,6	-42,9	2,4	Eget kapital/aktie	3,29	3,35	3,22	2,02	2,09
Engångsposter	-4,3	-1,9	-2,1	-42,3	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	218,2	218,5	Omsättningstillväxt-%	14%	3%	-9%	-3%	3%
Eget kapital	116,9	119,6	115,3	72,4	74,9	EBITDA tillväxt-%	-8%	-2%	-33%	-10%	40%
Goodwill	157,6	158,0	158,6	118,6	118,6	EBIT (just.) tillväxt-%	-8%	-22%	-66%	-7%	114%
Nettoskulder	85,6	83,1	77,1	77,9	76,7	EPS (just.) tillväxt-%	16%	-39%	-106%	32%	-507%
Kassaflöde	2022	2023	2024	2025e	2026e	EBITDA-%	11,6 %	11,0 %	8,1 %	7,5 %	10,3 %
EBITDA	23,8	23,2	15,6	14,0	19,7	EBIT (just.)-%	8,5 %	6,4 %	2,4 %	2,3 %	4,8 %
Förändring i rörelsekapital	-3,0	-0,7	6,9	-2,0	-3,8	EBIT-%	6,4 %	5,5 %	1,3 %	-20,4 %	4,8 %
Operativt kassaflöde	17,9	20,1	21,4	11,5	13,9	ROE-%	6,8 %	4,7 %	-2,2 %	-45,7 %	3,3 %
Investeringar	-36,1	-11,1	-9,6	-8,0	-8,0	ROI-%	6,4 %	5,4 %	1,2 %	-20,4 %	5,6 %
Fritt kassaflöde	-18,2	9,0	11,7	3,5	5,9	Soliditet	41,6 %	42,9 %	43,2 %	33,2 %	34,3 %
Värderings multiplar	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettoskultsättningsgrad	73,2 %	69,5 %	66,9 %	107,5 %	102,4 %
EV/Sales	1,3	0,9	1,0	0,9	0,8						
EV/EBITDA	11,3	8,2	11,9	11,6	8,2						
EV/EBIT (just.)	15,4	14,5	40,6	38,0	17,6						
P/E (just.)	15,0	15,2	neg.	neg.	34,5						
P/B	1,6	0,9	0,9	1,2	1,1						
Direktavkastning-%	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,9 %						
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 €
11/7/2025	Minska	2,20 €	2,38 €
1/13/2026	Minska	2,20 €	2,35 €



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
Brunnsgatan
Stockholm
+358 10 219 4690

inderes.se

**inde
res.**