

SITOWISE

24.01.2025 06.00 EET

Rapporten är en översättning av rapporten "Todisteita käänteestä odotetaan" publicerad den 24. januari 2025



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



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

OMFATTANDE AKTIEANALYS

INDERES FÖRETAGSKUND



Bevis på vändning inväntas

Vi upprepar vår Minska-rekommendation för Sitowise och höjer riktkursen till EUR 2,70 (tidigare 2,50) i samband med uppdateringen av den omfattande aktieanalysen. Sitowise, som fokuserar på teknisk konsultation och digitalisering inom byggnader och infrastruktur, har påverkats markant av den svaga byggmarknaden under de senaste åren. Den branschledande lönsamheten har minskat till följd av låg arbetsbelastning, kostnadsökningar och utmaningar med internationell tillväxt. När marknaden återhämtar sig fungerar resultathärvstången även uppåt, men risken är att lönsamhetsutmaningarna fortsätter längre än väntat. Värderingen är utmanande under de närmaste åren och tar enligt vår mening inte tillräckligt hänsyn till riskerna.

Ett expertbolag inom byggd miljö

Sitowise är ett finskt expertbolag som specialiserar sig på teknisk konsultation och planering inom byggd miljö samt dess digitala lösningar. 2023 kom cirka 86 % av Sitowises omsättning från teknisk konsultation inom byggnads- och infrastrukturmarknaden och cirka 14 % från digitala lösningar. Sitowise, som grundades i slutet av 2017, har fram till 2023 vuxit med en årlig tillväxttakt på cirka 11 % (18-23). Under samma period har lönsamheten varit omkring 10,8 % (just. EBITA %), vilket har varit bland de bästa i branschen. De senaste åren har lönsamheten dock försvagats på grund av minskad efterfrågan på husbyggnadsmarknaden, vilket har försämrat bolagets debiteringsgrader, tillväxtutmaningar i samband med expansionen till Sverige, en allmänt svagare marknad och ökade kostnader (löne- och IT-kostnadsinflation).

Sitowise försöker höja lönsamheten tillbaka till över 12 %, men vi anser att det kräver en mycket stark marknad och att bolaget hanterar sina interna utmaningar. Marknaden kommer sannolikt inte att återhämta sig till 20-21 nivåer under de närmaste åren, särskilt inte på bostadsmarknaden, som Sitowise har varit överraskande beroende av. Bolagets målsättning om en årlig tillväxt på över 10 % (inkl. förvärv) försvåras nu av den utmanande

marknaden, men även av den svaga ekonomiska situationen. Företagets nettoskuld/just. EBITDA är 5x för tillfället (Q3'24) och det finns inte utrymme för förvärvad tillväxt. Resultatförbättringen och kassaflödets återhämtning under de kommande åren är viktiga även för att förbättra bolagets finansiella ställning och förhandlingarna om finansieringen som förfaller 2026.

Operativ härvstång då marknaden återhämtar sig

Under de närmaste åren förväntar vi oss en tydlig återhämtning på marknaden. Vi anser att början av 2025 fortfarande är utmanande, men i våra prognoser visar H2 gradvis tecken på återhämtning. Vi förväntar oss dock att Sitowises tillväxt under de närmaste åren kommer att stärkas först från och med 2026 (+9 %) och att tillväxten fortsätter även under 2027 (+7 %). Med ökade volymer och debiteringsgrader stiger lönsamheten till nivåer närmare 9 % (EBITA-%) från cirka 6 % föregående år (24e). Detta ligger även närmare Sitowises normaliserade nivå (9-10 %). Trots den goda EBITA-tillväxten kommer stora finansieringskostnader att tära på en stor del av nettoresultatet under de närmaste åren. De största riskerna med våra prognoser är relaterade till en marknadsåterhämtning, fortsatta interna utmaningar för Sitowise och ökat inflationstryck.

Värderingen är utmanande närmaste åren, men potential finns

Med tanke på den förväntade resultatutvecklingen är värderingen under de närmaste åren (25-26e): EV/EBITDA: 8x, P/E: 17x inte på en attraktiv nivå. Baserat på prognoserna för de närmaste åren och värderingsnivån vi accepterar (EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x) finns det en nedsida i aktien. År 2026 är resultatet närmare en normaliserad nivå, varför vi viktat det mer än innevarande års värdering. Direktavkastningen stöder inte förväntade avkastningen på kort sikt, eftersom vi inte förväntar oss utdelning för 2024. Värdet av vår DCF-beräkning är högre än nuvarande aktiekursen (EUR 3,4), vilket indikerar långsiktig potential. På kort sikt anser vi dock att risker relaterade till marknaden, bolagets prestation och den ekonomiska situationen begränsar uppsidan.

Rekommendation

Minska

(tidigare Minska)

Riktkurs:

EUR 2,70

(tidigare EUR 2,50)

Aktiekurs:

2,85

Affärsrisk



Värderingsrisk



	2023	2024e	2025e	2026e
Omsättning	210.9	193.7	196.5	213.4
tillväxt-%	3%	-8%	1%	9%
EBITA just.	17.0	11.8	14.0	18.9
EBITA-% just.	8.1 %	6.1 %	7.1 %	8.9 %
Nettoresultat	5.6	-0.5	3.9	9.0
EPS (just.)	0.21	0.04	0.12	0.25

P/E (just.)	15.2	76.4	23.3	11.3
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8
Direktavkastning-%	0.0 %	0.0 %	3.5 %	4.9 %
EV/EBIT (just.)	14.5	28.0	17.3	10.7
EV/EBITDA	8.2	10.7	8.7	6.6
EV/Sales	0.9	1.0	0.9	0.8

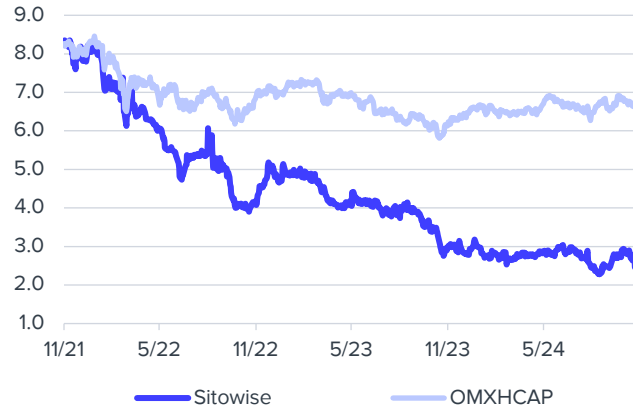
Källa: Inderes

Guidance

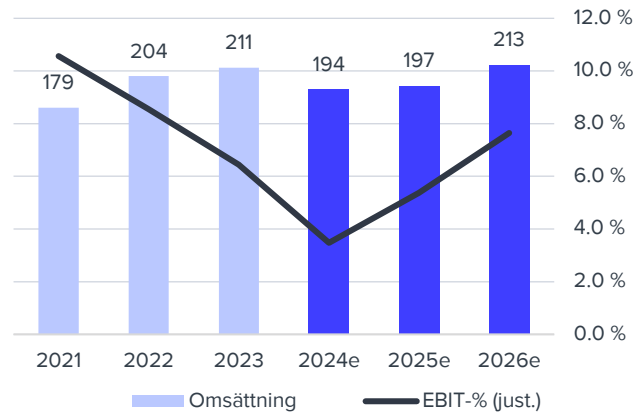
(Oförändrat)

Omsättningen förväntas minska under 2024 (2023: 211 MEUR). Justerade EBITA-marginalen (%) under 2024 förväntas vara lägre än under 2023 (2023: 8,1%).

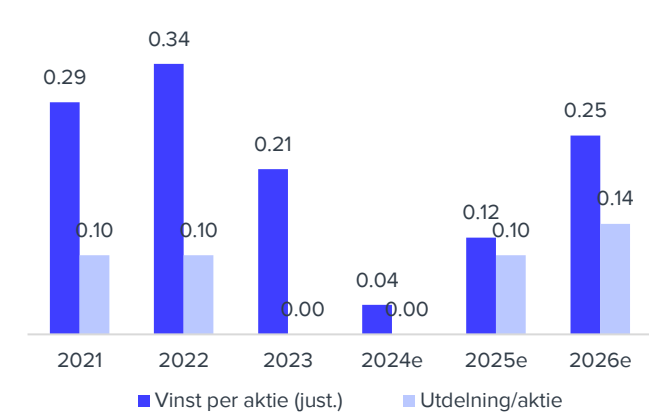
Aktiekurs



Omsättning och rörelseresultat-%



Vinst per aktie och utdelning



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	2024e	2025e	2026e
Aktiekurs	2.85	2.85	2.85
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	102	102	102
EV	189	183	175
P/E (just.)	76.4	23.3	11.3
P/B	0.9	0.8	0.8
EV/Sales	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.7	8.7	6.6
EV/EBIT (just.)	28.0	17.3	10.7
Utdelning/resultat (%)	0.0 %	92.3 %	55.6 %
Direktavkastning-%	0.0 %	3.5 %	4.9 %

Källa: Inderes

Innehållsförteckning

Bolagsbeskrivning och affärsmodell	5-14
Strategi	15-17
Marknad och konkurrens	18-19
Finansiell ställning	20-22
Estimat	23-27
Värdering	28-37
Disclaimer och rekommendationshistorik	38

Sitowise i korthet

Sitowise är en nordisk expert- och digital partner inom byggd miljö och skogssektorn.

2017

Sitowise-koncernen bildas

2021

Börsintroduktion

197 MEUR

Omsättning Q3'24 LTM

+11 % CAGR

Omsättningstillväxt 2018-2023

10,7 MEUR (5,5% av omsättningen)

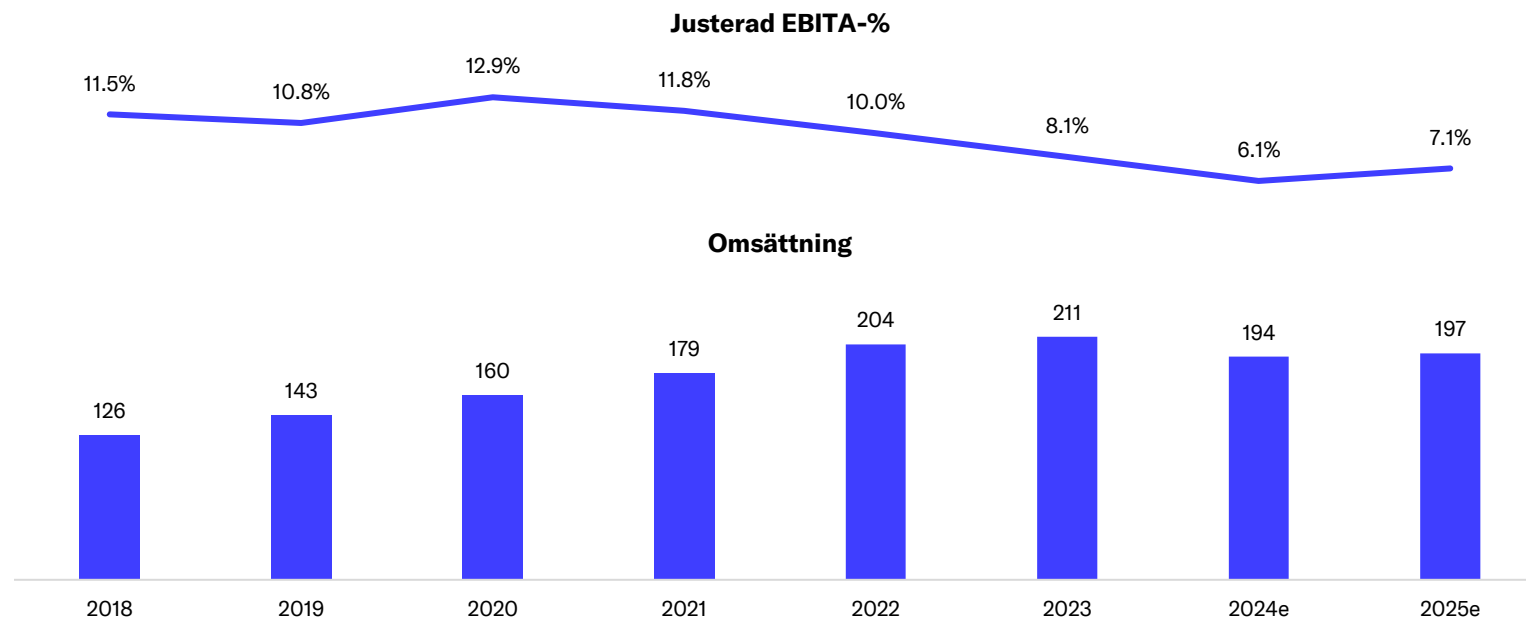
EBITA Q3'24 LTM

10,8 %

Just. EBITA % medeltal 2018-2023

- Sitowise bildades i slutet av 2017
- Bolaget har historia och erfarenhet inom branschen ända sedan 70-talet
- Under 2018-2020 växte företaget snabbt och expanderade till Sverige 2019
- Marknadsläget har stött uppgången, men den största delen av tillväxten har kommit från företagsförvärv
- 2020 slår coronakrisen till, men verksamheten fortskrider enligt plan och bolaget drar nytta av kostnadsbesparingar
- Börsintroduktion 2021

- Tillväxten fortsatte starkt under åren 2021-2023, men lönsamheten försvagades avsevärt från de höga nivåerna
- En markant nedgång på marknaden under 2022-2024
- Utmaningar i den svenska verksamheten
- Kostnaderna stiger
- Under 2024 fortsatte lönsamheten att minska i väntan på en återhämtning på marknaden
- En vändning på marknaden och i Sitowises resultat förväntas under de närmaste åren



Bolagsbeskrivning och affärsmodell 1/6

Möjliggör smarta städer

Sitowise är en finsk expertorganisation som tillhandahåller planerings- och konsulttjänster för den byggda miljön och skogssektorn. Sitowise har skapat byggd miljö i över 40 år, vilket ger en stark erfarenhetsbas för verksamheten. År 2023 var Sitowises omsättning 211 MEUR och bolaget hade i genomsnitt 2 211 anställda.

Bolagets strategi är kopplad till utvecklingen av städer och den byggda miljön. Exempel på några av de största enskilda projekten för Sitowise under de senaste åren är bl.a. Nya barnsjukhuset, Spårjokern och infrastrukturplaneringen av Fiskehamns centrum i Helsingfors. Erbjudandet omfattar ett brett utbud av olika projektplanerings- och konsulttjänster.

En expert inom byggnads- och infrastrukturplanering

Sitowise huvudsakliga verksamhet består av att tillhandahålla planerings- och experttjänster relaterade till hus- och infrastrukturbyggande till kunder under hela bygglivscykeln. Denna del utgör enligt våra beräkningar cirka 86 % av bolagets verksamhet (Q3'24 LTM). Resterande cirka 14 % av bolagets verksamhet kommer från Digitala lösningar, som fokuserar på att erbjuda kunderna digitala lösningar för den byggda miljön, skogssektorn och mobilitet.

Ur investerarens synvinkel kan byggverksamhet sägas vara cyklisk och följa byggkonjunkturen. Sitowises stora andel infrastruktur och renoveringsbyggande (uppskattningsvis 50 % av omsättningen) ger dock stabilitet jämfört med nyproduktion. Digitaliseringslösningar för den byggda

miljön ger å andra sidan bolaget en intressant tillväxtplattform, där man kan utnyttja den stabila och breda kundbasen från kärnverksamheten.

En betydande del av bolagets verksamhet är koncentrerad till Norden och i synnerhet Finland. Nästan 80 % av omsättningen genereras för närvarande (Q3'24 LTM) i Finland och cirka 20 % kommer från Sverige. Sitowise har expanderat till Sverige genom flera förvärv och andelen har ökat klart från tidigare år (2020 var andelen bara cirka 10 %).

Den starkt växande verksamheten har tagit ut sin rätt

Sitowise har sedan starten vuxit med cirka 11 % per år (2018-2023 CAGR-%). Tillväxten har varit både organiskt och genom förvärv. I framtiden siktar bolaget på en årlig tillväxt på över 10 % (inklusive förvärv). År 2023 hade omsättningstillväxten (211 MEUR) avtagit till 3 % jämfört med föregående år och på grund av den svaga byggmarknaden har omsättningen minskat under 2024 (-9 % Q1-Q3). Lönsamheten, som har drabbats av den svaga marknaden, inflationen och tillväxtutmaningar (t.ex. Sverige), har minskat sedan 2020.

Från rekordlönsamheten under 2020 (EBITA-%: 12,9 %) har marginalen sjunkit till 5,5 % vid utgången av Q3'24. I sin strategi siktar Sitowise på en marginal på minst 12 %, men med tanke på den nuvarande utvecklingen verkar målet osannolikt. Sitowise måste under de kommande åren återigen bevisa sin förmåga att uppnå branschens bästa lönsamhet. Detta kräver dock en tydlig återhämtning av ekonomin och byggmarknaden från nuvarande nivåer, samt att Sitowise hanterar bolagets interna utmaningar.

SITOWISE

Omsättningsfördelning*



Byggnads- och infrastrukturplanering

86 %



Digitala lösningar

14 %

Geografisk fördelning av omsättningen



79 %



21 %

Bolagsbeskrivning och affärsmodell 2/6

Affärsområden

Sitowise har ett rapporterat segment, men bolagets verksamhet kan delas in i olika områden. Bolaget redovisar omsättning för dessa affärsområden.

Byggnadsverksamhet

De tjänster som byggnadsverksamheten tillhandahåller täcker i stor utsträckning hela byggnadens livscykel. Det här innebär att Sitowise kan vara delaktiga i projekt från tidig planering och kartläggning, expert- och planeringsuppgifter inom detaljplanering, projektets konstruktions- och byggnadsplanering, expertuppgifter under projektets gång samt även expertuppgifter efter färdigställandet av projektet.

Enligt Sitowise är byggnadsverksamhetens största tjänsteområden konstruktionsteknik, husteknik och renoveringstjänster, utöver vilka verksamheten har ett flertal specialkompetensområden. Enligt våra uppskattningar har nyproduktion historiskt stått för cirka hälften av omsättningen i byggnadsverksamheten, och av detta har hälften varit nyproduktion av bostäder. Den andra delen, renoveringsbyggandet, kan ses som en stabiliserande faktor för Sitowises byggnadsverksamhet, men sektorn har generellt låg aktivitet för närvarande och permitteringar inom området har fortsatt under 2024. Särskilt nyproduktion av bostäder och kontor ligger för närvarande på en svag nivå och det finns inga förväntningar på en betydande upphämtning under första halvåret. Sitowise satsar dock aktivt på försäljningsarbete och strävar efter att i framtiden fokusera särskilt på områden med långsiktig efterfrågan inom industri, energi, samhällsfastigheter och säkerhetskritiska tjänster.

Den svaga bostadsbyggnadsmarknaden har tydligt

återspeglats i verksamhetens siffror. Omsättningen för byggnadsverksamheten i slutet av Q3'24 (LTM) var 60 MEUR och har minskat sedan 2022, som framgår av grafen till höger. Historiskt har byggnadsverksamheten varit Sitowises största affärsområde, men för närvarande har andelen minskat till 30 % och varit lägre än för infrastrukturverksamheten.

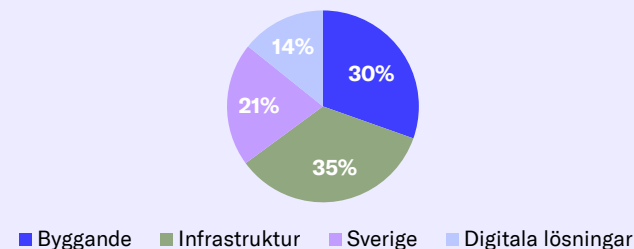
Infrastrukturverksamheten

För närvarande är Sitowises största affärsområde infrastruktur, som erbjuder planerings- och experttjänster inom infrastruktur i Finland. Affärsområdets andel av koncernens omsättning var 35 % i slutet av Q3'24, vilket gav ett visst skydd mot konjunktursvängningar i nyproduktion.

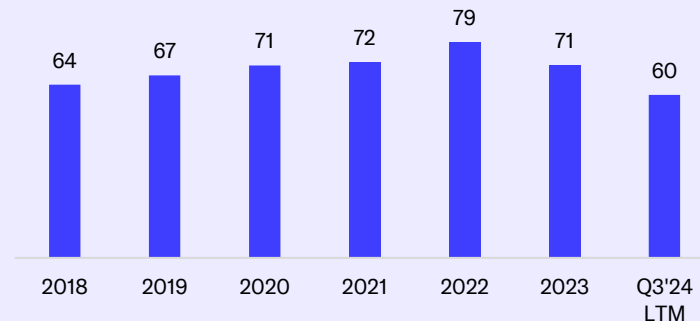
Infrastrukturverksamhetens tjänster omfattar hela infrastrukturbyggnadsbranschen, från underjordiska anläggningar till planering av stadsmiljön som ligger ovan jord. Tjänsterna omfattar t.ex. planering av gator, vägar och järnvägar med alla relaterade tjänster såsom tunnlar, broar och bottenförstärkningar. Projekt relaterade till den gröna omställningen (t.ex. hantering av miljörisker, planeringstjänster för vindkraft, miljökonsekvensbedömningar, miljöutredningar, etc.) har bidragit till en stark tillväxt, särskilt under de senaste åren.

Omsättning från infrastruktur har ökat stadigt trots den svaga byggmarknaden och låg på en nivå om cirka 68 MEUR i slutet av Q3'24 (LTM). Enligt Sitowise har infrastrukturverksamheten vuxit snabbare än marknaden under de senaste åren, bl.a. genom förvärv och satsningar på områden med hög tillväxt (t.ex. tjänster för grön omställning). Marknaden har generellt också varit bättre än övrig nyproduktion, även om Sitowise uppger att efterfrågan har försvagats och konkurrensen intensifierats inom traditionell infrastrukturplanering.

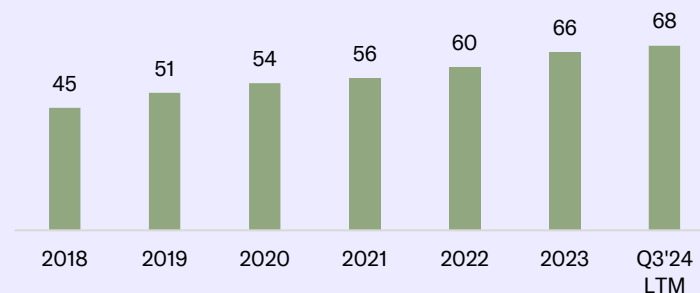
Omsättningsfördelning Q3'24 LTM



Byggnadsverksamhet (omsättning, MEUR)



Infrastrukturverksamhet (omsättning, MEUR)



Bolagsbeskrivning och affärsmodell 3/6

Verksamheten i Sverige

Verksamheten i Sverige är ett eget affärsområde för Sitowise. Sitowise erbjuder planerings- och konsulttjänster för byggnader och infrastruktur inom utvalda segment i Sverige. Verksamheten har vuxit kraftigt genom förvärv under de senaste fyra åren. Omsättningen har ökat från nästan noll under 2018 till cirka 41 MEUR i slutet av Q3'24, vilket motsvarar cirka 21 % av koncernens omsättning.

Under 2024 har efterfrågan på den svenska marknaden varit svag och arbetsbeståndet otillräckligt för att bära den växande organisationens kostnadsbörda. Detta har medfört kostnader för Sitowise, och dessutom har det förekommit överskridningar av projektkostnader (dvs. utmaningar) i Sverige. Sitowise har anpassat sin verksamhet i Sverige under 2024 för att bättre motsvara den nuvarande efterfrågan, men verksamheten var fortfarande förlustbringande under Q3'24 enligt Sitowise.

För att bemöta utmaningarna har Sitowise gjort förändringar i sin verksamhetsmodell i Sverige (från regionsinriktad till rikstäckande) och fortsätter att fokusera på att utveckla bolagets säljkultur, proaktiv försäljning, prissättning och minutiöst projektarbete. Fokus för försäljningen ligger på tillväxtsektorerna hälsa och vetenskap, försvar och bostadsmarknaden. Åtgärder och återhämtning på marknaden bör också föra affärsområdet tillbaka till tillväxtbanan under 2025.

Digitala lösningar

I Digitala lösningar kombinerar Sitowise sin byggkompetens med IT-, programmerings- och digital expertis, vilket också gör Sitowises utbud unikt i i

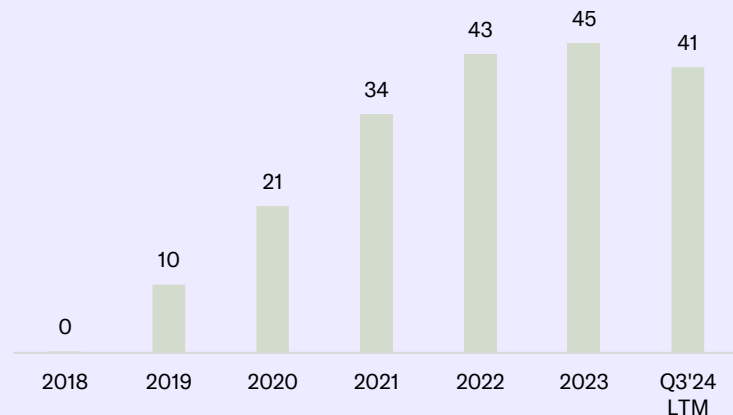
konkurrenslandskapet. Sitowise erbjuder sina kunder skräddarsydd mjukvaruutveckling (cirka 60 % av Digitala lösningars omsättning), SaaS- och produktverksamhet (30 % av omsättningen) och konsulttjänster (10 % av omsättningen). Affärsområdet har ofta projektbaserade uppdrag, men också en hel del fortlöpande verksamhet. Inom mjukvaruutveckling fortsätter utvecklings- och underhållsfaserna i flera år efter att projektet är slutfört, och i produktverksamheten har man strävat efter att utnyttja SaaS-modellen. Sitowises SaaS-produktportfölj innehåller sju produkter: Louhi, Routa, Planect, Infracontrol Online, Smartlas, Foresta och LeafPoint, med vars hjälp Sitowise erbjuder lösningar för bl.a. byggd miljö, trafik, skog och energi samt industrin.

I slutet av Q3'24 svarade digitala lösningar för cirka 14 % av bolagets omsättning, motsvarande cirka 28 MEUR. Omsättningen har ökat kraftigt de senaste åren genom förvärv och organisk tillväxt. Affärsområdets omsättning har blivit en allt viktigare del av koncernen i takt med megatrenden digitalisering fortskrider. Enligt vår bedömning skapar bolagets breda kundbas i kärnverksamheten en god grund för framtida efterfrågan inom byggsektorn, som fortfarande är relativt måttligt digitaliserad.

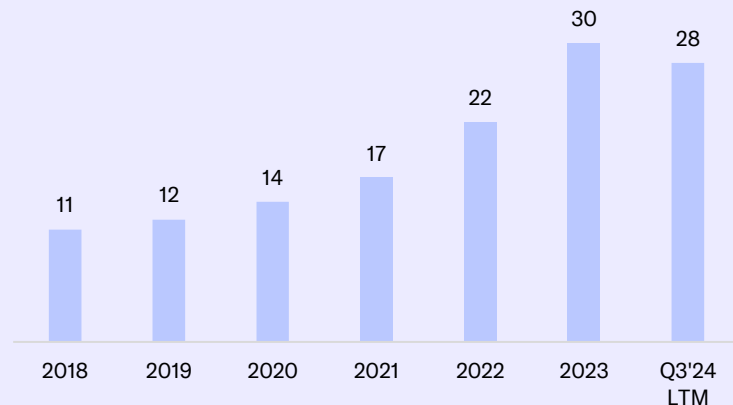
Sitowises långsiktiga mål (senast 2030) är att fördubbla omsättningen i Finland och Sverige till cirka 70 MEUR. Detta eftersträvas genom att söka betydande tillväxt inom SaaS- och produktverksamheten, gradvis internationalisera produktverksamheten samt söka marknadsmässig tillväxt inom andra områden. Målet är ambitiöst, men kan uppnås med tanke på historisk tillväxt och det nuvarande erbjudandet.



Svenska verksamheten (omsättning, MEUR)



Digitala lösningar (omsättning, MEUR)



Företagsbeskrivning och affärsmodell

Byggnadsverksamhet



- Planerings- och konsulttjänster inom byggnadsverksamheten
- Historiskt sett är cirka 50 % nyproduktion och cirka 50 % renovering
- Erbjudandet omfattar hela projektets livscykel, från projektutveckling till fastigheternas drift- och underhållsfas

Infrastruktur



- Infrastrukturplanering och konsulttjänster
- Bred utveckling av städer och regioner
- Inkluderar bl.a. vägar, nätverk, underjordiska anläggningar, grundarbeten, broar, tunnlar, planläggning, geoteknik, undersökningar
- Projekt för grön omställning

Digitala lösningar



- Digitala tjänster i den byggda miljön och skogssektorn
- Kombinerar konstruktionsexpertis med IT-, programmerings- och teknologiexpertis
- Tjänsterna omfattar bl.a. systemutveckling, data analys, digital konsultation, informationshantering, geodata, service design och egna produkter

Projektets livscykel

Sitowises potentiella roll i projektet

Projektutveckling



Konsultation under investeringsfasen

Planering



Projektplanering och utredningsarbete

Genomförande av projektet



Projektledning, övervakning och helhetskontroll

Driftsfasen



Underhåll och hållbar fastighetsutveckling

+ Digitala lösningar i alla faser

Bolagsbeskrivning och affärsmodell 4/6

Affärsmodell

Sitowises verksamhet är personalberoende expertarbete. Även om bolaget är verksamt inom byggbranschen, är Sitowise inte involverad i själva byggandet utan bedriver expert- och konsultverksamhet. På grund av detta finns det inte projektrisker på samma sätt som i traditionell byggverksamhet. Dessutom är lönsamheten i sektorn generellt sett högre, kapitalbindningen lägre, konjunkturkänsligheten lägre och kassaflödegenereringen jämnare än i traditionellt byggande. Affärsmodellen motsvarar mer ett konsultföretag än byggföretag.

Optimering av debiteringsgraden

En av de viktigaste sakerna i Sitowises verksamhet är att få anställda att utföra så stor del av sin arbetstid som möjligt på projekt eller uppdrag för kunder. På så sätt nyttjas resurserna så effektivt som möjligt. I princip strävar bolaget efter att optimera sin debiteringsgrad i sin verksamhet.

Debiteringsgraden visar hur mycket av arbetstiden de anställda använder för fakturerbart projektarbete. Med andra ord kan detta kallas kapacitet- eller resursutnyttjande.

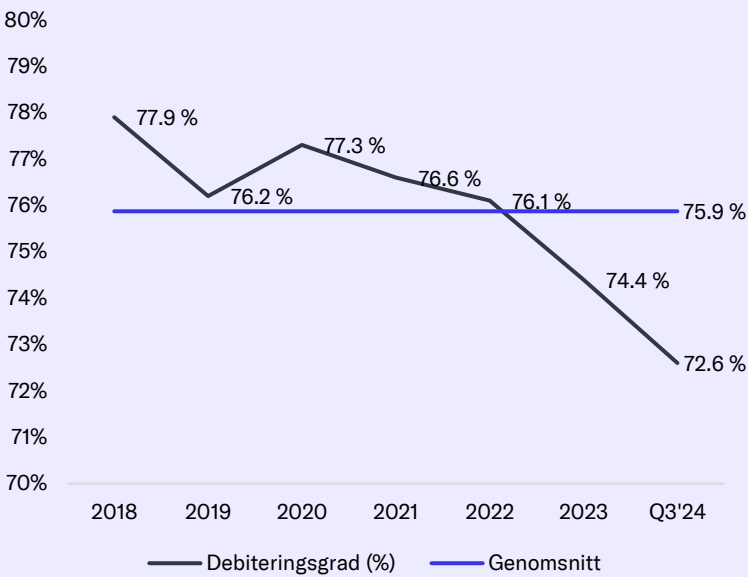
Förändringar i debiteringsgraden har också en stor inverkan på bolagets lönsamhet. När kostnadsstrukturen är relativt fast på kort sikt, påverkar förändring i debiteringsgraden i hög grad lönsamheten. Enligt en känslighetsanalys som beställts av Sitowises konkurrent Sweco skulle en ökning med 1 procentenhet i debiteringsgraden öka det operativa resultatet med över 10 %. Sitowise har inte lämnat några exakta känslighetsberäkningar för debiteringsgraden, men på

grund av en liknande affärsmodell är känsligheten enligt vår bedömning i samma skala. Sitowise har dock gjort känslighetsberäkningar på inverkan av antalet arbetsdagar, valutakursförändringar och sjukfrånvaro på resultatnivå, vilka har stor inverkan på både omsättning och resultat. Du kan se dessa till höger.

Enligt vår bedömning kan en god debiteringsgrad i branschen generellt anses ligga på cirka 70-80 %. Sitowises debiteringsgrad har historiskt sett varit bättre än för de största konkurrenterna och på en god nivå relativt branschen. Således har Sitowise åtminstone enligt ett mått en mätare varit effektivare än sina konkurrenter och har även på detta sätt kunnat uppnå en bättre lönsamhet jämfört med konkurrenterna. Sitowises debiteringsgrad och därmed lönsamhet har dock under de senaste åren närmat sig genomsnittet och trenden är fortfarande oroande.

En annan faktor som påverkar verksamheten är det genomsnittliga priset på bolagets resurser, vars ökning eller minskning har en stor inverkan på bolagets omsättning och resultat. Här anser vi att bolagets konkurrensfördelar och specialkompetens sticker ut. I de enklaste projekten finns det förmodligen mer konkurrens och överprissättning kan ofta uteslutas från projekt. I krävande projekt och projekt som förutsätter specialkompetens kan bolagen ha prissättningskraft. Vi uppskattar att prissättningen för konkurrerande bolag i allmänhet ligger nära varandra, men kan variera beroende på projekt eller specialistkompetens samt land.

Debiteringsgraden klart under genomsnittet



Sitowise känslighetsberäkning	Förändring	Påverkan (MEUR)	Område
Antal arbetsdagar	+/- 1 arbetsdag	+/- 0,7-0,9	Omsättning + lönsamhet
Sjukfrånvaro	+/- 1 procentenheter	-/+ 2	Omsättning + lönsamhet
SEK/EUR förändring	+/- 10 %	+/- 4	Omsättning

Bolagsbeskrivning och affärsmodell 5/6

Projektbaserad verksamhet främst som faktureringsarbete

Sitowises verksamhet bygger i huvudsak på timdebitering, där kompensationen baseras på antalet timmar som lagts ner på projektet. I den här modellen investerar alltså bolaget inte själv i projektet eller bär någon risk relaterad till projektet. Kontinuiteten i arbetet är dock alltid beroende av framgångsrik försäljning av nya projekt. Enligt CMD-materialet från 2023 genererades cirka 60 % av omsättningen enligt den timbaserade modellen.

Cirka en tredjedel av bolagets omsättning genereras antingen genom fastprissättning eller faktureringsarbete med kostnadstak. I ett fastprisprojekt bär bolaget också risken för att kostnaderna för det egna arbetet överstiger intäkterna från projektet. Dessa risker har förverkligats bl.a. i verksamheten i Sverige.

Andelen rent återkommande kontinuerliga (eller SaaS- och produktverksamhetens) intäkter stod för cirka 6 % av koncernens omsättning i slutet av 2023. Målet är dock att öka denna andel till 10 %. Partnerskap eller eventuella ramavtal med kunder garanterar i sig en viss kontinuitet i verksamheten, men det finns fortfarande lite arbete med ren kontinuerlig debitering i koncernens skala. Digitala lösningar har tydliga tillväxtidéer för detta på produktsidan (25 % återkommande omsättning under Q3'24), men andelen är fortfarande liten.

Den kontinuerligt debiterade verksamheten borde vara stabilare än Sitowises övriga verksamhet och särskilt på produktsidan finns det inslag av skalbarhet i lönsamheten, vilket Sitowise annars inte har. Vi ser målen att öka andelen av kontinuerligt debiterade verksamheten som goda ur synvinkeln av Sitowises konjunkturuthållighet och vinsttillväxt.

Konjunkturen påverkar, men det finns även stabiliserande element i verksamheten

På byggmarknaden ligger bolagets fokus på både nyproduktion och renovering av bostäder och infrastrukturbyggande. Nyproduktion i byggnadsverksamheten är mer känslig för konjunktursvängningar och projekten är ofta kortare jämfört med infrastruktur.

Infrastrukturbyggandet balanserar å andra sidan effekterna av konjunktursvängningar. I allmänhet kan man säga att infrastrukturbyggandet klarar sig ganska bra även i en svagare ekonomisk situation. I en svag ekonomi stimulerar den offentliga sektorn och infrastrukturinvesteringar har ofta varit attraktiva mål för dessa stimulansmedel.

Vi anser att Sitowises verksamhet i sig inte alls är lika känslig för konjunkturförändringar som själva byggandet, vilket också återspeglas i Sitowises omsättningsutveckling under den nuvarande svaga konjunkturen. Projekt är ofta långsiktiga och varar ofta längre än själva byggandet.

Det är också typiskt för byggkonsultverksamheten att när byggandets intensivaste fas avtar, börjar man i god tid planera för nästa konjunkturuppgång. Dessutom kan fastighetsutveckling under drifttiden och underhåll balansera variationer och även tillföra tjänsteliknande karaktär till bolagets verksamhet.

Bolagets kundbas är också brett fördelad och består till stor del av stabila källor. Nästan hälften av omsättningen kommer från den offentliga sektorn, och en stor del av dessa bygger på ramavtal. Bostadsrättsföreningar är också en stor kundgrupp. Utöver dessa utgör byggföretagen en egen kundgrupp.

Sitowises verksamhets karaktärsdrag

- Projektbaserad verksamhet
- Projektriskerna är dock måttliga
- Största delen av arbetet är baserat på tim- och projektbaserad debitering
- Tydligt återkommande verksamhet spelar fortfarande en liten roll, men målet är att öka andelen till 10 %
- Infrastruktur- och reparationsbyggande stabiliserar verksamheten mot konjunktursvängningar
- Flera projekt är långsiktiga och sträcker sig ofta över konjunkturcykler
- Små och medelstora projekt säkerställer kontinuitet i akuta marknadsförändringar
- Diversifierad kundbas
- Nästan hälften av omsättningen kommer från den offentliga sektorn

Bolagsbeskrivning och affärsmodell 6/6

Förändringen i sektorn ökar farten

Byggbranschen och relaterade tjänster förändras långsamt, men teknologin, särskilt inom hus och fastigheter, är i ständig förändring, vilket ökar leverantörernas behov av att förnya sitt utbud och även investera i digitalisering. Mer och mer information samlas från projekt och avslutade projekt, bl.a. om fastighetens förhållanden, energiförbrukning, vägförhållanden och väganvändning. Detta ökar kraven på teknologi och digitalisering för projekten och gynnar aktörer som erbjuder dessa. Vi ser Sitowise som väl positionerat i framkant av digitalisering och teknologisk utveckling med sin Digitala lösningar -verksamhet. Bolaget har betydande referenser, expertis och tydliga bevis på digitaliseringsprojekt, vilket stärker dess position.

Kostnaderna är i stort sett rörliga

Enligt vår uppfattning är skalbarheten i verksamheten svagt, eftersom största delen av kostnaderna (före EBITDA) är rörliga. Vi uppskattar att cirka 85-90 % av bolagets rörelsekostnader är rörliga och resten är fasta kostnader. Som väntat utgörs bolagets största kostnadsposter av personalkostnader (2023: 74 %) och resten av de rörliga kostnaderna kommer från inköp av producerade material och tjänster (2023: 11 %). Övriga rörelsekostnader (ICT, hyror, marknadsföring) stod för cirka 15 % av kostnaderna under 2023, och vi uppskattar att största delen av dessa är fasta kostnader. Vi anser att bolagets affärsverksamhet är starkt beroende av antalet anställda och för att öka omsättningen måste antalet anställda ofta öka.

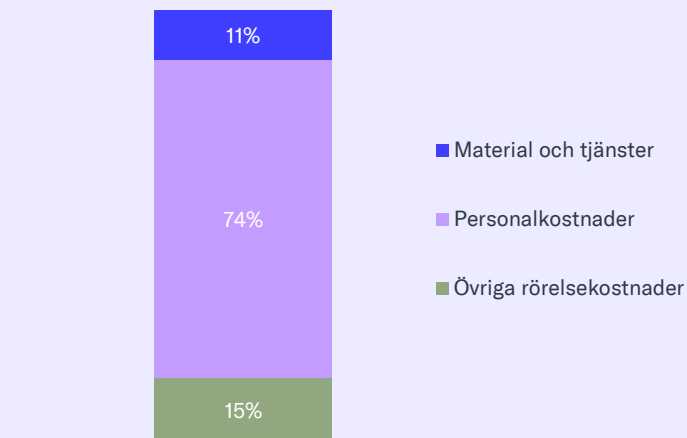
Låg kapitalintensitet

Bolagets verksamhet binder inte mycket kapital och dess investeringsbehov är inte särskilt stort, eftersom bolaget inte behöver stora anläggningar eller fastigheter i sin verksamhet. Under de senaste åren har bolagets underhållsinvesteringar (materiella och immateriella investeringar) varit cirka 1-2 % av omsättningen, vilket är en relativt låg nivå. Tillväxtinvesteringar (t.ex. förvärv) kräver dock kapital.

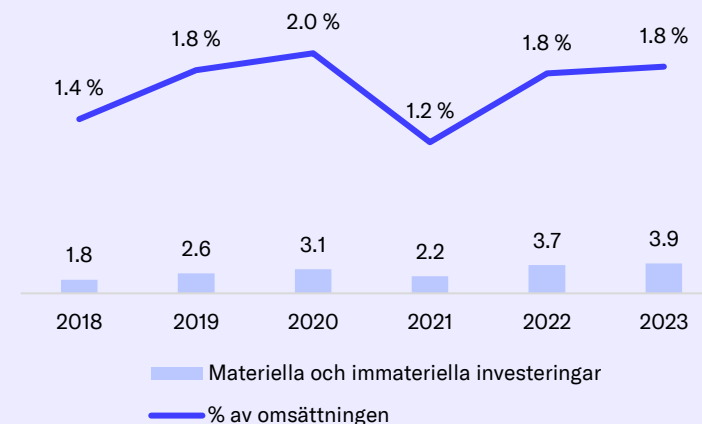
Affärsmodellens låga kapitalbindning och låga investeringsbehov möjliggör ett starkt kassaflöde och god potential för kapitalavkastning. Sitowises ROCE-% har dock redan sjunkit till en svag nivå på grund av en växande balansräkning (förvärv) kombinerad med en försämrad lönsamhet (2023: 5,5 %). Sexårsgenomsnittet är fortfarande 9 %, men inte heller det är särskilt bra enligt vår mening med tanke på Sitowises affärsprofil. Vi anser att potentialen bör ligga närmare 15 %, med hänsyn till Sitowises affärsmodell och till exempel konkurrenternas prestation (se avsnittet Marknad och konkurrens).

Enligt vår mening återspeglar den låga avkastningen på kapital delvis också Sitowises framgång i förvärv, eftersom den ökade balansräkningen inte har kunnat upprätthålla tidigare lönsamhetsnivåer. Man har antingen betalat för mycket för företagen eller så har lönsamheten försämrats under de senaste åren (eller båda). Vi anser att koncernens nuvarande prestation också skapar osäkerhet kring balansvärdet för goodwill som ökat genom förvärv.

Kostnadsstruktur 2023

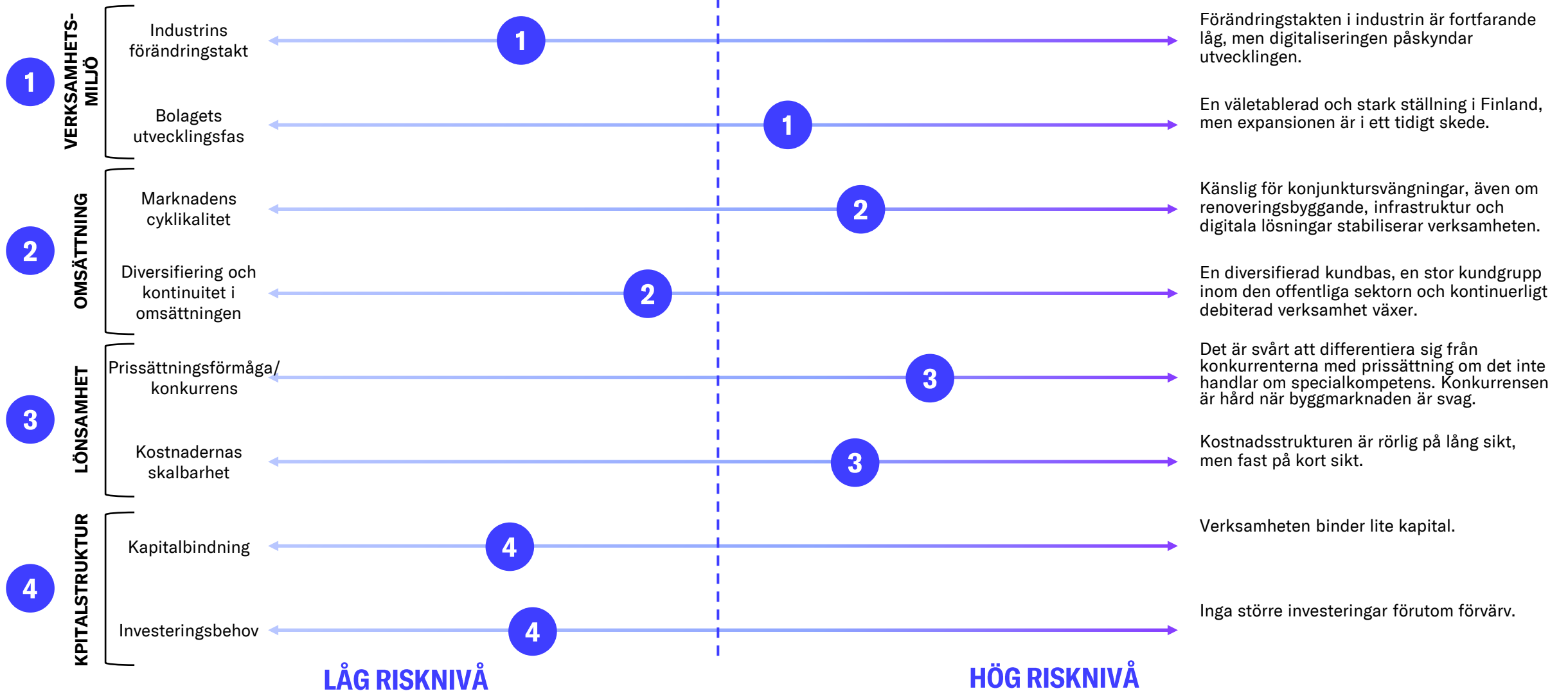


Lågt investeringsbehov (MEUR)



Riskprofil för affärsmodellen

Uppskattning av totala risknivån i
Sitowises verksamhet



Investeringsprofil

1

Stark position i områden med högt förädlingsvärde i värdekedjan för byggd miljö

2

Starkare tillväxt än marknaden och förbättrad lönsamhet till historiska nivåer

3

En diversifierad och stabil affärsportfölj med breda tillväxtdrivare

4

Förvärv och en växande produktportfölj skapar tillväxtmöjligheter

5

Den lätta affärsmodellen och det starka kassaflödet garanterar resurser för förvärv och utdelning

Potential

- Kärnverksamheternas marknadstillväxt återhämtar sig från låga nivåer och ökning av marknadsandelar
- Utsikterna för efterfrågan på marknaden stöds av den ökande penetrationsgraden för konsulttjänster samt sektorns megatrender
- Tillväxt utanför byggsektorn (skogssektor, energi, industri, säkerhet)
- Digitaliseringen inom sektorn skapar ett konkret tillväxtalternativ för bolaget
- Tillväxten i produktverksamheten skulle möjliggöra en mycket lönsam tillväxt

Risker

- Marknadens konjunkturcykler
- Ökad priskonkurrens på marknaden
- Små förändringar i verksamhetens effektivitet (t.ex. debiteringsgraden) orsakar stora förändringar i resultatet
- Risker till följd av förvärv eller expansion
- Beroendet av personalen och deras tillräckliga incitament

Strategi 1/2

Strategi 2023-2025

I början av 2023 presenterade Sitowise sin uppdaterade strategi för 2023-2025, med fokus på innovation, hållbarhet och effektivitet. Strategin baserar sig på Sitowises styrkor som branschexpert samt på framgångarna i den tidigare strategin.

Tillväxt har varit ett centralt tema i Sitowises strategi och under sin senaste strategiperiod utökade Sitowise sitt utbud av klimat- och hållbarhetstjänster, SaaS-verksamhet, specialplanering, renovering samt utökade sin verksamhet i Sverige. I linje med den nuvarande strategin spelar tillväxt fortfarande en viktig roll för Sitowise. Sitowise söker tillväxt i både Finland och Sverige i sina nuvarande verksamheter, både inom byggnads- och infrastrukturkonsultation samt inom digitala lösningar.

Sitowises strategi bygger enligt vår mening på hållbara beprövade teman, särskilt ur investerarens synvinkel. Vi anser att det är viktigt att stärka hållbarhets- och ansvarighetsverksamheterna med hänsyn till megatrenderna, även om all verksamhet delvis redan stöder detta.

Tillväxten kommer att fortsätta med samma steg (+10 % inkl. förvärv), men i framtiden kommer man också att satsa tydligt på återkommande omsättning (recurring). Livscykelmöjligheterna för digitala projekt eller utvecklingen av digitala SaaS-lösningar (Leafpoint, Louhi etc.) som en del av bolagets erbjudande skapar kontinuitet och diversifiering utöver bolagets kärnverksamheter (Byggnad och Infra). Stegen för att förbättra lönsamheten är också tydliga, men på kort sikt är bolaget fortfarande beroende av den svaga byggmarknaden.

Innovation, hållbarhet och effektivitet är nyckelteman i strategin

1) Det mest innovativa: Sitowise fortsätter att utveckla innovationer inom branschen med hjälp av sitt eget Smart City Lab. Enligt Sitowise är Smart City Lab en verksamhetsmodell som förenar Sitowises innovationsverksamhet och möjliggör en kreativ kultur som betjänar kundernas behov och skapar ny verksamhet. Under strategiperioden är målet att förbättra innovationskulturen, hitta nya SaaS-lösningar och förbättra planeringsverktygen genom att exempelvis göra Sitowises projektarbetsplattform Voima tillgänglig för kunder. Sitowises innovationsförmåga återspeglas också tydligt i digitaliseringsexpertisen.

Med kontinuerlig utveckling av innovationer är Sitowises ambition att öka andelen av intäkter från löpande tjänster (återkommande intäkter) till 10 % av omsättningen under strategiperioden 2023–2025 (nu cirka 5 %). Enligt vår bedömning spelar verksamheten Digitala lösningar en viktig roll. Verksamheten är en av hörnstenarna i bolagets tillväxt och utvecklar ständigt nya tjänster för att öka kontinuerlig/återkommande verksamhet (SaaS).

2) Det mest hållbara: Hållbarhet är kärnan i Sitowises verksamhet. Sitowises mål är att fördubbla omsättningen från hållbarhetstjänster från 5 MEUR i början av strategiperioden. Enligt företaget utvecklas detta ur tre perspektiv: 1) identifiera och utveckla hållbarhetseffekterna av den nuvarande verksamheten, 2) skapa ny verksamhet med hållbarhet som grund och 3) satsa på hållbarhet i den egna verksamheten. Sitowise har skapat ett eget hållbarhetsverktyg som används i projekt, både för intern utveckling av hållbarhet och för kundprojekt.

Strategiska kärnteman och mål

Det mest innovativa

Öka andelen återkommande* omsättning till 10 %

Det mest hållbara

Fördubbling av omsättningen för hållbarhetstjänster** från nuvarande ca 5 MEUR

Det mest effektiva

Öka debiteringsgraden till över 78 % (2023: 74 %)

Källa: Inderes, Sitowise

*SaaS, digitala produkter och löpande serviceavtal

** datadrivna strategiska hållbarhetstjänster

Strategi 2/2

3) Det mest effektiva: Sitowise fortsätter att underhålla och utveckla sina egna system och sin effektivitetshöjande Voima-plattform för projektarbete.

Sitowises operativa effektivitet har påverkats främst av bolagets decentraliserade affärs- och organisationsmodell. Företaget har dussintals kontor i olika länder, varifrån experterna utför sitt arbete. Lokalt beslutsfattande och lokal närvaro förbättrar flexibiliteten att reagera på marknadsförändringar och stöder kundrelationer. Dessutom är kostnadsnivån lägre i provinsen än i storstäderna. Kontorshyror och lönekostnader är lokala, men med nuvarande system kan arbete utföras rikstäckande eller till och med över gränserna.

Sitowise har dock inte kunnat föra modellens fördelar vidare till Sverige, där den övergår från en regionalt decentraliserad modell till en mer centraliserad modell på riksnivå. Vi anser att detta väcker frågor om hur effektiv Sitowises affärsmodell är i andra länder eller när verksamheten växer. Samma situation kan nämligen uppstå även i Finland, utöver Sverige, vilket säkerligen skulle försvaga Sitowises lönsamhetspotential närmare branschgenomsnittet.

Vi anser att Sitowises effektivitet påverkas positivt av bolagets moderna verktyg och system. Som ett primärt exempel kan nämnas bolagets Voima-plattform, ett verktyg för informationshantering och projektarbete som syftar till att säkerställa ett enhetligt och effektivt arbetssätt. Det gör det möjligt för anställda att använda bästa metoderna i sitt arbete och undvika onödiga upprepningar och tidskrävande rutinprocedurer. Voima-plattformen innehåller viktiga verktyg för projektarbete, projektledning och planering.

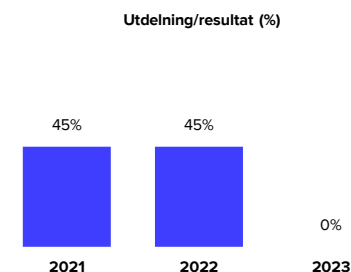
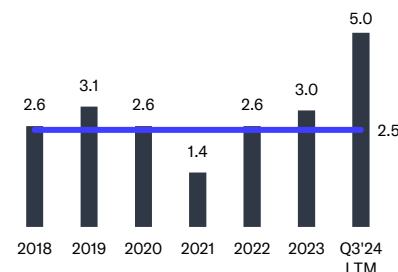
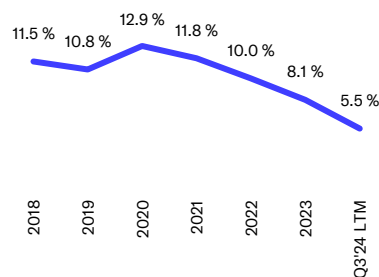
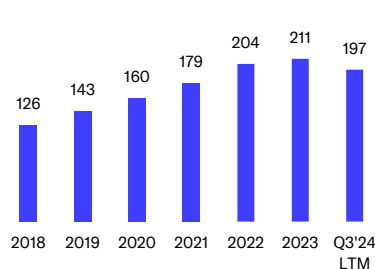
Med hjälp av Voima kan Sitowise öka antalet fakturerade timmar (dvs. öka debiteringsgraden), när man försöker göra allt annat än själva projektarbetet så enkelt som möjligt med hjälp av verktyget. Voima erbjuder också verktyg för kostnadsuppföljning, vilket enligt bolaget minskar riskerna för att budgeten överskrids. Voima kan också bidra till att skapa hållbara utvecklingsmål för projekt och säkerställa arbetskvaliteten på ett enhetligt sätt.

En viktig egenskap för Voima, med tanke på bolagets genomförda och framtida förvärv, är möjligheten att integrera förvärvade bolag. Verktyget gör det enklare för det förvärvade bolaget att anpassa sig till Sitowises kultur och samtidigt kan operativ effektivitet uppnås.

Voima-plattformen är också ett bevis på bolagets digitala resurser, vilket hjälper bolaget i konkurrensen inom digitaliseringen av byggbranschen. I framtiden strävar Voima allt mer efter att implementera projektbaserade informations- och planeringssystem, vilket kan ha ytterligare positiva effekter på effektiviteten. Att få kunder till plattformen är också ett mål som ytterligare kan fördjupa kundrelationer och till och med skapa nätverkseffekter. Debiteringsgraden ska höjas till tidigare nivåer på 78 % (2023: 74 %) med hjälp av effektiviseringsåtgärder, men vi bedömer att det fortfarande krävs en återhämtning på byggmarknaden och att problemen i den svenska verksamheten avtar.

Strategins finansiella mål

 Långsiktiga finansiella mål			
Tillväxt Årlig tillväxt på över 10 %, inklusive förvärv	Lönsamhet Minst 12 % justerad EBITA %	Skuldsättningsgrad* Nettoskuld/justerad EBITDA < 2,5x	Utdelningspolicy
- Sitowise mål är att fortsätta sin starka tillväxt under strategiperioden - Omsättningstillväxten har historiskt varit stark och överträffat målet 2018-2023 (LTM) årlig tillväxt 11 % (CAGR %) - Lönsamheten har dock inte hållits på samma nivå under tillväxtfasen och vinsttillväxten släpar tydligt efter 2018-2023 EBITA-tillväxt endast 3,3 % (CAGR%)	- På den nuvarande lönsamhetsnivån (Q3'24 LTM 5,5 %) ligger målet mycket långt borta - Lönsamheten stöds av den ökade andelen affärsverksamhet med bättre marginaler (SaaS, Digitala lösningar, hållbarhetstjänster), men det kräver också en tydlig förbättring på marknaden - Vi anser att Sitowise behöver en optimal marknads- och arbetssituation för att debiteringsgraden och därmed lönsamheten ska nå över målnivån - Att uppnå målnivån på ett hållbart sätt verkar för närvarande orealistiskt	- Skuldsättningsgraden är för närvarande hög för Sitowise på grund av det låga resultatet - I slutet av Q3'24 var hävstångseffekten betydligt högre än målet 5x - Sitowise bör förbättra sitt resultat och kassaflöde tydligt för att den nuvarande skuldsättningsgraden ska vara acceptabel - Sitowise kan ha problem med sina villkor om situationen inte förbättras - Kassaflödet för Q4 är vanligtvis bra, vilket borde förbättra situationen i slutet av 2024	- Sitowise strävar efter att dela ut 30–50 % av resultatet i utdelning - Det svaga resultatet, kassaflödet och skuldsättningen sänkte dock utdelningen förra året till noll - Vi anser att det inte är värt att vänta på ett betydande utdelningsflöde innan lönsamheten och kassaflödet är på uppgång



Källa: Inderes, Sitowise

**exklusive tillfälligt överskridande till följd av förvärvet

Marknad och konkurrens 1/2

Finland och Sverige i centrum

När man beskriver Sitowises verksamhetsområde är Finland och Sverige för närvarande de viktigaste marknaderna. Konsult- och planeringsbranschen är en del av den totala byggmarknaden, som i Finland och Sverige är värd nästan 80 miljarder euro, baserat på en analys vid tidpunkten för Sitowises börsintroduktion. Konsult- och planeringsmarknaden i Finland och Sverige är enligt Sitowises analys och utveckling uppskattningsvis cirka 5 miljarder euro. Av detta är Finlands andel cirka 2 miljarder och den svenska marknadens andel cirka 3 miljarder.

I Finland är marknaden mycket fragmenterad och har en tydlig konsolideringspotential. Enligt börsintroduktionsanalysen innehade de 10 största 45 % av marknadsandelen, medan motsvarande siffra i Sverige samtidigt var 24 %. I Sverige har en tydlig konsolidering således redan skett, men å andra sidan finns det betydligt fler mindre företag i Sverige än i Finland, enligt Sitowises prospekt. Siffrorna ovan är riktgivande, eftersom marknaden har förändrats efter covid-19 och exempelvis Rysslands anfallskrig, men de ger en fingervisning om marknadens struktur.

Branschens tillväxtutsikter är goda

Vi anser att branschutsikterna är positiva på lång sikt och vi förväntar oss att tillväxten kommer att överstiga BNP-tillväxten i verksamhetsländerna. Tillväxten kommer enligt vår bedömning också att överstiga byggmarknadens totala tillväxt i takt med att konsulttjänsternas marknadspenetration ökar. Enligt Sitowise kan penetrationsgraden i Finland stiga till 5,2 % år 2025 från omkring 3,6 % år 2005. I Sverige är utvecklingen redan mer avancerad, då penetrationsgraden förväntas stiga till cirka 7,5 % år 2025. Enligt vår bedömning stöds tillväxten av

konsultations marknadsandelen bl.a. av ökad teknologi, tillväxten av tätt byggande, ökade krav på infrastruktur, hållbar utveckling och digitalisering.

På kort sikt lider marknaden dock av en svacka i nyproduktion, vilket särskilt påverkar bolagets byggnadsverksamhet, där marknadsläget är svagt. Efter den svagare tillväxtperioden under 2023 och 2024 kommer marknadsutsikterna oundvikligen att bli bättre, men det tar ett tag att återgå till tidigare nivåer, särskilt i Finland. Efter den svagare tillväxten är drivkrafterna ökade volymer inom nyproduktion (från H2'25 framåt), energirenoveringar samt eftersatt underhåll och växande efterfrågan på teknisk expertis. Vi uppskattar att marknadstillväxten under de närmaste åren är under 5 % per år. Inom infrastruktur är marknadsläget uppåtgående efter en kortsiktig inbromsning. Marknadsutsikterna är för närvarande (Q3'24) stabila enligt Sitowise, men någon betydande marknadstillväxt i det stadigt framskridande segmentet kan inte förväntas. Investeringar i industrin och den gröna omställningen stöder infrastrukturen, men någon återhämtning likt byggnadsmarknaden kan inte förväntas. Digitala lösningar lider för närvarande av den svaga finska ekonomin och bristen på privata investeringar. Samtidigt är konkurrensen intensiv i offentliga konkurrenssättningar. Sitowise har dock en tydlig tillväxtpotential i sina egna produktkategorier i området, och enligt vår uppskattning kan Sitowise växa snabbare än marknaden. Den svenska byggmarknaden väntar också på en återhämtning och det påverkar även Sitowises tillväxtpotential i regionen. Vi anser att tillväxtutsikterna för den svenska marknaden för närvarande är bättre än för Finland, men marknaden är fortfarande svag och Sitowise har även egna utmaningar i regionen.

Marknadsutsikter

		Marknadsutsikter r 12 månader*	25-26: CAGR-%**
	Byggande	Svag	<5 %
	Infra	Stadig	<5 %
	Digitala lösningar	Svag (förbättras)	5-10 %
	Sverige	Svag (förbättras)	5 %

Källa: Inderes, Sitowise
Sitowise Q3'24 rapport:
** Enligt Inderes

Marknad och konkurrens 2/2

Bland marknadsledarna i Finland, utmanare i Sverige

Sitowises marknadsposition är stark i Finland och i Sverige profilerar sig bolaget starkt som en växande utmanare. I Finland är bolagets position etablerad, men att erövra Sverige som utmanare är en svårare uppgift, eftersom de etablerade aktörerna i Sverige är mycket större och har starka lokala relationer. Baserat på våra uppskattningar och beräkningar rankas bolaget bland de fyra största aktörerna i Finland, men i Sverige är bolagets marknadsandel fortfarande mycket liten.

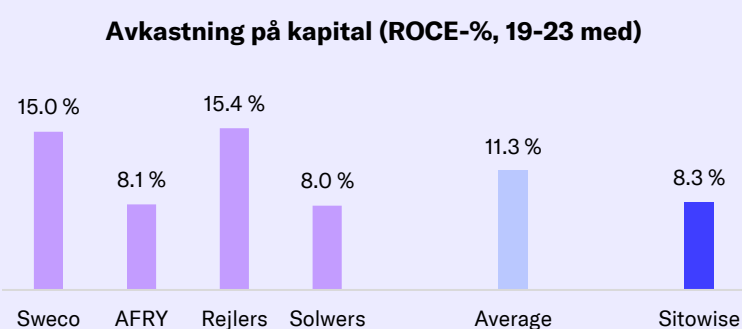
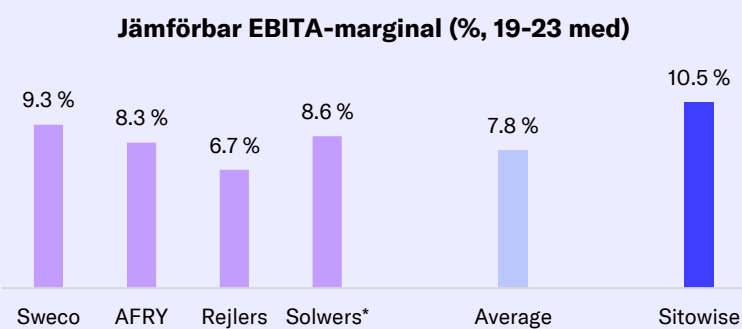
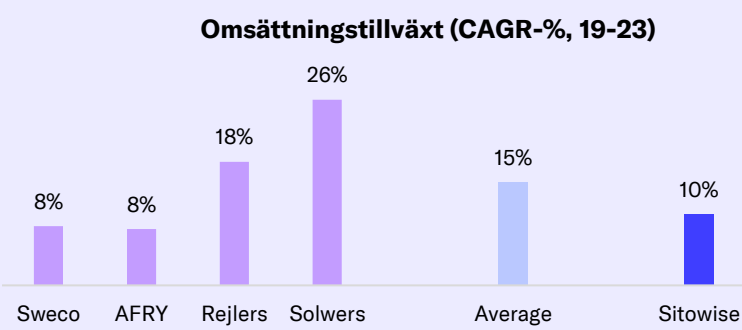
I Finland består konkurrensmiljön av stora nordiska och internationella aktörer (Ramboll, Sweco, AFRY, WSP, Rejlers), stora lokala aktörer (t.ex. Granlund, A-Insinöörit) och mindre aktörer (Solwers, FCG). I Sverige består konkurrensmiljön av samma stora aktörer som i Finland, och det finns också stora och rent lokala aktörer (t.ex. Tyréns, Projektengagemang) på marknaden.

Lönsamhetstrenden är oroande och kapitalavkastningen ligger klart efter jämförelsebolagen

För att få en uppfattning om Sitowises konkurrenskraft jämförde vi bolagets finansiella siffror med de närmaste börsnoterade konkurrenterna. Sitowises tillväxt har varit svagare än genomsnittet (+10 %) under 2019-2023, men i nivå med de största bolagens tillväxt. Enligt vår bedömning beror detta främst på svagheten i byggmarknaden, som har en relativt stor vikt för Sitowise. Tillväxten inom teknisk konsultverksamhet har varit stark överlag, men till stor del förvärvad. För mindre aktörer har tillväxten varit starkare från låga utgångsnivåer, medan företagsförvärv inte påverkar helhetsbilden nämnvärt för de största aktörerna. Därför är en jämförelse av tillväxttakten inte meningsfull.

Under de senaste fem åren (2019-2023) har Sitowises EBITA-% varit bland de högsta i branschen (10,5 %), men trenden har varit nedåtgående mot genomsnittet under de senaste åren. Med det svaga resultatet för 2024 inräknat skulle lönsamheten sjunka ytterligare markant och bland annat ligga efter de största jämförelsebolagen. Vi anser att detta beror på Sitowises stora fokus på byggnadsverksamhet, medan andra har en större andel inom energi och industri (där marknaden har varit bättre). Sweco har t.ex. under de tre första kvartalen 2024 lyckats förbättra sin lönsamhet (EBITA-%) till 9,6 % från 9,0 % under jämförelseperioden. Sitowises lönsamhet hade minskat till 5,8 % fram till tredje kvartalet 2024, jämfört med 9,2 % under jämförelseperioden (1–9/24). Vi anser inte att detta kan förklaras enbart av marknadsutmaningar (byggmarknaden och färre arbetsdagar), utan Sitowises tidigare verksamhet, som är klart mer effektiv och lönsam än bland jämförelsebolagen, har drabbats av företagsspecifika utmaningar. Enligt vår uppfattning ökar resultatet osäkerheten kring Sitowises långsiktiga lönsamhetspotential tills bolaget återigen på ett hållbart sätt bevisar sin goda prestationsförmåga under de kommande åren.

Sitowises avkastning på kapital (ROCE-%: 8 %) har varit tydligt under jämförelsebolagens nivå (11 %). Som en kombination av sin lätta affärsmodell och goda vinstpotential skulle Sitowise enligt vår mening ha potential att uppnå ännu högre avkastning på kapital. Den lägre lönsamheten försvagar nivån för närvarande, men mängden sysselsatt kapital är också högre och vinstnivån är inte lika bra i förhållande till det. Således anser vi också att framgången av Sitowise förvärv bör ifrågasättas i ljuset av siffrorna, och framtida förvärv bör utvärderas mer kritiskt ur ett värdeskapande perspektiv.



Källa: Företagsmaterial, Inderes
*Justerad EBITA exklusive IFRS 16-avskrivningar, ROIC %

Finansiell ställning 1/2

Den finansiella ställningen har försvagats tillsammans med resultatet

Sitowises finansiella ställning är för närvarande måttlig, men har klart försämrats under de senaste åren. Bolagets skuldnivåer har stigit till följd av tillväxt och förvärv, medan kassaflöde och resultatet har varit på en nedåtgående trend. Därmed är bolagets skuldsättningsgrad (nettoskuld/justerad EBITDA) för närvarande extremt hög på 5x, medan målet är 2,5x. Nyckeltalet är också ett av villkoren som bolaget avtalat med sina finansierare och enligt vår bedömning uppfyller det för närvarande inte de ursprungliga kraven. Sitowise har avtalat med finansierarna om tillfälliga ändringar av villkoren. Vi bedömer dock att kassaflödet för Q4'24 säsongsmässigt kommer att vara starkt, så vi förväntar oss att situationen förbättras något under slutet av året. Med dagens vinstnivå är det dock tydligt att den nuvarande skuldbördan inte är hållbar.

Även om hävstångseffekten är hög anser vi inte att solvensnyckeltalen är på en alarmerande nivå för Sitowise. Soliditeten vid utgången av Q3'24 var 45 % (2023: 44 %, skuldsättningsgraden var cirka 51 % (2023: 46 %). Siffrorna har hållits relativt stabila genom hela den börsnoterade historien.

Balansräkningen består huvudsakligen av goodwill

När vi granskar Sitowises balansräkning framträder goodwill, som har ackumulerats genom ett flertal företagsförvärv. I slutet av Q3'24 uppgick balansomslutningen till cirka 264 MEUR, varav 159 MEUR var goodwill. Således utgjorde det 60 % av balansomslutningen. Goodwill ackumuleras i balansräkningen från förvärv och skrivs inte av enligt IFRS-

standarden. Immateriella tillgångar som uppstått genom förvärv skrivs dock av, så EBITA används för att mäta lönsamheten för att förbättra jämförbarheten.

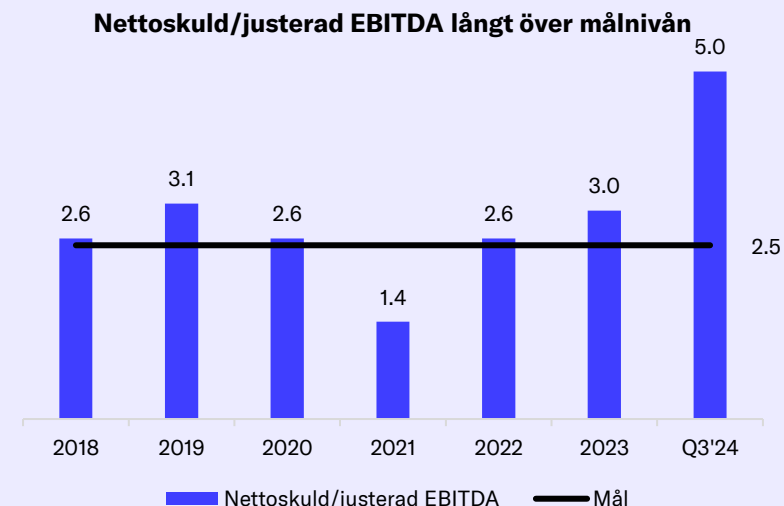
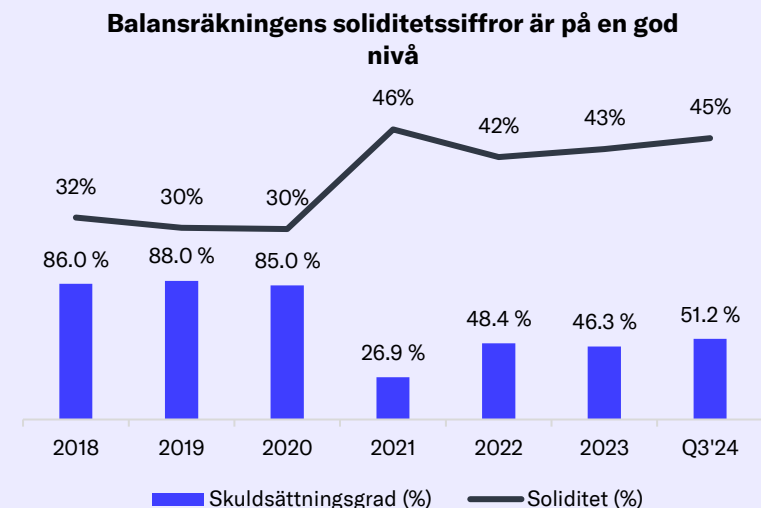
Vi anser att risken för nedskrivning av goodwill har ökat på grund av den svaga resultatnivån och den svaga marknaden, men vi anser att betydande nedskrivningar skulle kräva tydligt mer långvariga utmaningar i verksamheten och enligt vår bedömning är de parametrar som bolaget använder långsiktigt hållbara.

Den näst största posten på tillgångssidan var fordringar med en andel på cirka 51 MEUR i slutet av Q3'24. För det tredje framträder materiella tillgångar (27 MEUR), men merparten av detta är IFRS 16-relaterade tillgångar (24 MEUR). I övrigt har bolaget knappt några anläggningstillgångar och balansräkningen är i detta avseende lätt.

Kassan stiger även fram på tillgångssidan och uppgick till cirka 10 MEUR i slutet av Q3'24. Kassan har minskat från börsintroduktionen till följd av förvärv och försvagat kassaflöde, men är på en tillräcklig nivå ur likviditetssynpunkt.

Tillräckligt med eget kapital, stabil skuldsättning

På skuldsidan hade bolaget cirka 118 MEUR i eget kapital. Eget kapital täcker en stor del av balansräkningen och har ökat tack vare resultatet och den tidigare börsnoteringen. Med hänsyn till den höga goodwillnivån och nedskrivningsriskerna är egna kapitalet tillräckligt för att klara små bakslag. I detta avseende anser vi att riskerna för eget kapital är måttliga, med undantag för betydande nedskrivningar eller förluster som varar i flera år.



Finansiell ställning 2/2

På skuldsidan var cirka 2 MEUR av den långfristiga skulden räntefri i slutet av Q3'24 och cirka 88 MEUR var räntebärande (2023: 90 MEUR). 18 MEUR av långfristiga räntebärande skulder är dock hyresskulder (IFRS 16).

Räntebärande kortfristiga skulder i balansräkningen uppgick till cirka 9 MEUR, varav de flesta var hyresskulder (IFRS 16 skuld: 8 MEUR). I slutet av Q3'24 hade bolaget räntefria kortfristiga skulder på 48 MEUR som bestod nästan helt av leverantörsskulder.

Bolaget har för närvarande cirka 60 MEUR i räntebärande nettoskuld (exklusive IFRS 16 skulder). Ur ett likviditetsperspektiv är vi inte medvetna om betydande stora betalningar i den närmaste framtiden, då bolagets avtal om finansieringsskulder gäller till mars 2026. För fortsatta finansieringsförhandlingar anser vi dock att det är avgörande att Sitowises prestationsförmåga börjar se bättre ut senast mot slutet av 2025. Finansieringskostnaderna för lån överstiger redan nu den nuvarande vinstnivån (1-9/24) och en försämring av villkoren kan ytterligare öka finansieringskostnaderna.

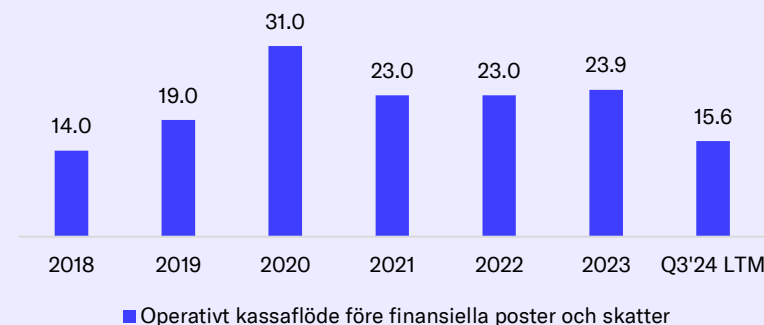
Kassaflödet är starkt

Hävstångseffekten i balansräkningen har ökat och stramat åt balansräkningen något. Sitowises affärsmodell genererar dock normalt ett bra kassaflöde, vilket täcker verksamhetens behov samt underhållsinvesteringar. Under de senaste sex åren har bolaget genererat ett genomsnittligt årligt kassaflöde på cirka 22 MEUR (kassaflöde före finansiella poster och skatter). Detta motsvarar cirka 100 % av bolagets justerade EBITDA, vilket indikerar att kassakonverteringen är på en bra nivå (bra nivå: över 90 %).

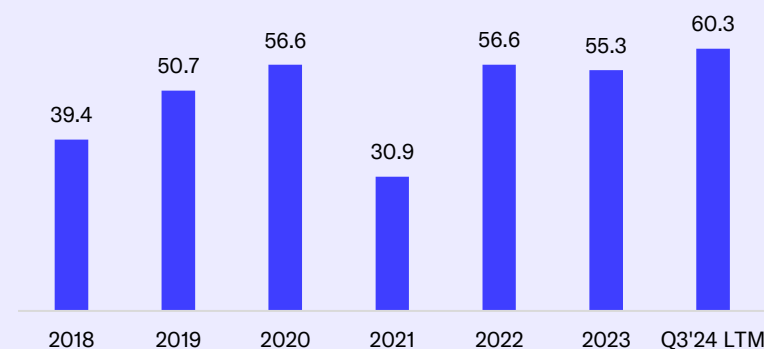
Som vi tidigare konstaterat behöver Sitowise inte göra betydande investeringar, vilket innebär att kassa och kassaflöde frigörs för bolaget till tillväxtinvesteringar och utdelningar. Kassa och finansiering har under de senaste åren huvudsakligen använts till bolagets förvärv. Av de cirka 125 MEUR investeringarna under de senaste fem åren har mer än 100 MEUR spenderats på förvärv.

I takt med att resultatet förbättras i linje med våra prognoser, bör även kassaflödet förbättras och ge Sitowise större möjligheter till utdelningar och tillväxtinvesteringar. På grund av den försvagade balansräkningen betalade Sitowise ingen utdelning för 2023. Med hänsyn till det svaga resultatet och kassaflödet under 2024 samt hävstångseffekten förväntar vi oss att utdelningen även uteblir år 2024, så att det finns medel för affärsutveckling och en buffert för risker i balansräkningen.

Det operativa kassaflödet har varit stadigt positivt (MEUR)



Nettoskulden har varit stabil under de senaste åren (MEUR)



Balansräkning

Tillgångar	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Anläggningstillgångar	202	202	202	200	197
Goodwill	158	158	159	159	159
Immateriella tillgångar	10.2	11.9	11.2	8.8	6.1
Anläggningstillgångar	31.8	29.3	29.2	29.6	29.9
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	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
Omsättningstillgångar	78.3	76.6	66.8	67.7	74.1
Omsättningstillgångar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Övriga omsättningstillgångar	1.3	1.8	1.8	1.8	1.8
Kundfordringar	61.6	59.2	54.3	55.1	59.8
Likvida medel	15.4	15.6	10.7	10.8	12.4
Balansomslutning	281	278	268	267	271

Källa: Inderes

Skulder	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Eget kapital	117	120	120	123	129
Aktiekapital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Fonderade vinstmedel	23.4	25.8	25.2	29.1	34.6
Lån i eget kapital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uppskrivningsfond	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Övrigt eget kapital	92.8	93.2	93.2	93.2	93.2
Minoritetsandel	0.3	0.3	0.8	0.8	0.8
Långfristiga skulder	94.6	92.0	86.5	81.5	81.5
Uppskjutna skatteskulder	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
Avsättningar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Räntebärande skulder	93.0	90.5	85.0	80.0	80.0
Lån mot konvertibla skuldebrev	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Övriga långfristiga skulder	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kortfristiga skulder	69.2	66.9	62.2	62.3	60.9
Räntebärande skulder	7.9	8.2	11.5	10.8	5.0
Kortfristiga icke räntebärande skulder	59.6	58.3	50.4	51.1	55.5
Övriga kortfristiga skulder	1.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Balansomslutning	281	278	268	267	271

Estimat 1/4

Utgångspunkten för prognoser

Vi prognostiserar Sitowises affärsutveckling i det stora hela främst genom marknadsutvecklingen, bolagets genomförda förvärv samt kostnadsstrukturens sammansättning. För Sitowise är det viktigt att beakta antalet arbetstimmar per år och även per kvartal, vilket kan orsaka stora skillnader i jämförbarheten. Samtidigt följer vi Sitowises debiteringsgrad, eftersom förändringar i den har stor inverkan på bolagets lönsamhet.

I det stora hela förväntar vi oss att Sitowises omsättning och resultat återhämtar sig till en bättre nivå under de närmaste åren från de nuvarande mycket låga nivåerna. Vi bedömer dock att lönsamheten i Sitowises verksamheter har lidit under de senaste åren, och koncernens lönsamhet kommer inte att återgå till historiska rekordnivåer.

Vi förväntar oss att Sitowise kommer att genomföra flertal förvärv i framtiden, men vi tar inte hänsyn till dessa i våra prognoser på grund av deras låga förutsägbarhet. Samtidigt bedömer vi att det rådande ekonomiska läget och prestationsförmågan begränsar den förvärvade tillväxten under de närmaste åren och att tillväxten huvudsakligen kommer att vara organisk.

2024 kommer att vara svagt

För Sitowise har 2024 varit mycket svagt, och det ännu opublicerade Q4-resultatet medför inte någon betydande förbättring i våra prognoser. Sitowise har drabbats av bostadsmarknadens svaghet både i Finland och Sverige. Utöver detta har Sitowise mött företagsspecifika utmaningar i Sverige när det gäller organisation och projektgenomförande. Den snabbt växande organisationen har inte haft tillräckligt med arbete i den svaga efterfrågan, vilket har påverkat enhetens lönsamhet markant. I Digitala

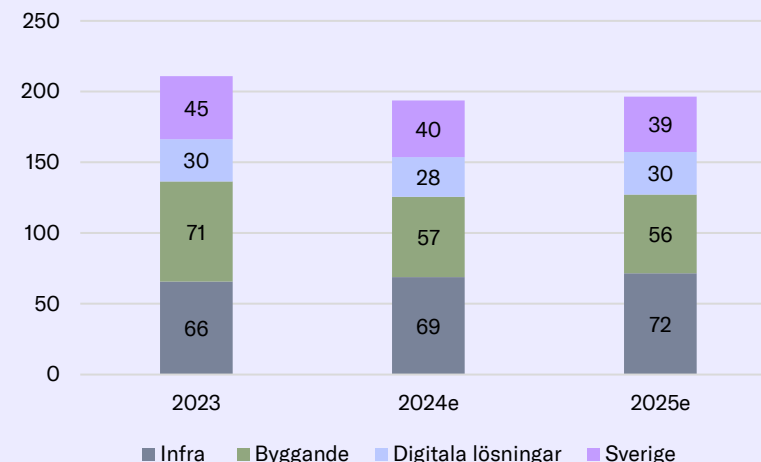
lösningar har marknadsläget varit svagt även vad gäller den privata efterfrågan och efterfrågan från den offentliga sektorn har därför mött ökad konkurrens. Infrastruktur har utvecklats stadigt och blivit Sitowises största affärsområde. För 2024 förväntar vi att omsättningen minskar i alla affärsområden utom infrastruktur.

Bolagets guidance förväntar sig att omsättningen kommer att minska under 2024 (2023: 211 MEUR) och att den justerade EBITA-marginalen ligger under 2023 års nivå (2023: 8,1 %). Under Q1-Q3'24 har bolagets omsättning minskat med 9 % till 144 MEUR och den justerade EBITA-marginalen var 5,8 % (Q1-Q3'23: 9,2 %), så utvecklingen har varit i linje med guidance.

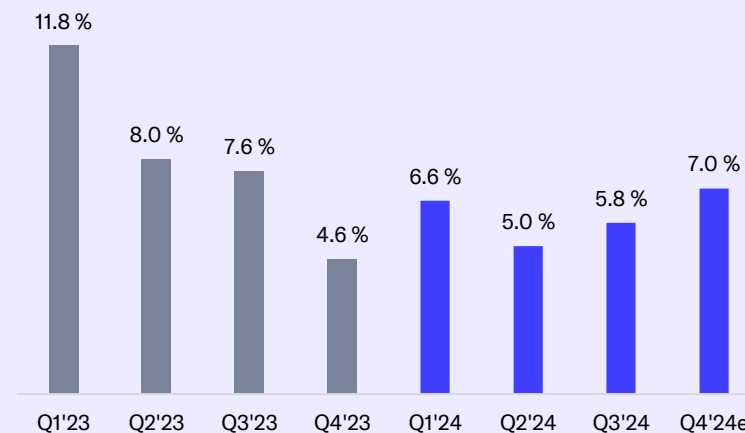
För helåret 2024 förväntar vi oss att Sitowises omsättning minskar med 8 % till cirka 194 MEUR. Vi förväntar oss den största nedgången inom byggnadsverksamheten (-20 %), men utmaningarna i Sverige försvagar också koncernens utveckling i år. Under resten av året, det vill säga Q4, förväntar vi oss att situationen blir något bättre för Digitala lösningar, men byggnadsmarknaden har varit fortsatt svag under kvartalet och de korrigerande åtgärderna i Sverige återspeglas fortfarande i enhetens resultat.

På grund av den svaga omsättningsutvecklingen, den låga debiteringsgraden (Q1-Q3'24: 72,6 % vs. Q1-Q3'23 75,0 %) och utmaningarna i Sverige kommer lönsamheten att vara mycket svag år 2024 enligt Sitowises mått. Vi förväntar oss att Sitowises justerade EBITA minskar med 30 % till 11,8 MEUR och marginalen till 6,1 % från 8,1 % under jämförelseperioden. Justeringsposter, bl.a. i samband med omstruktureringarna i Sverige uppgår enligt våra prognoser till över 2 MEUR i år, vilket leder till att vår prognos för rapporterad EBITA är 9,6 MEUR.

Omsättningsutveckling per affärsområde (MEUR)



Lönsamheten har minskat (just. EBITA-%)



Estimat 2/4

På de lägre raderna förväntar vi oss att det redovisade rörelseresultatet efter avskrivningar på immateriella tillgångar uppgår till cirka 4,9 MEUR år 2024 (EBIT %: 2,5%) och vinst före skatt vänder till förlust efter stigande finansieringskostnader. I våra prognoser faller nettoresultatet till en förlust på 0,5 MEUR och vinsten per aktie till EUR -0,01.

Om prognoserna förverkligas skulle det vara det första förlustbringande året i Sitowises kända historia. På grund av nollresultatet och den finansiella situationen förväntar vi oss att utdelningen är noll för 2024 (2023: EUR 0).

Mot det bättre under 2025, men långsam återhämtning

Efter ett svagt 2024 är det lätt att förvänta sig en förbättring under 2025, men enligt vår bedömning kommer återhämtningen, både på marknaden och för Sitowise, att ta sin tid. År 2025 förväntar vi oss att omsättningen stiger med 1,5 % till 197 MEUR. I våra prognoser ligger omsättningen därmed nära föregående års nivå, främst på grund av ett svagare första halvår.

Vi bedömer att Sitowises affärsområden Byggnad och Sverige fortfarande är nedåtgående under början av året, eftersom marknadsläget ännu inte har visat någon tydlig återhämtning. Under H2 förväntar vi oss att ekonomisk tillväxt och byggnadsinvesteringar som kommer i gång piggar upp efterfrågan och vänder omsättningen till en måttlig uppgång. För helåret förväntar vi oss dock att omsättningen för byggnadsverksamheten minskar med 2 % till 55,5 MEUR och omsättningen för den svenska enheten med 2 % till 39,1 MEUR.

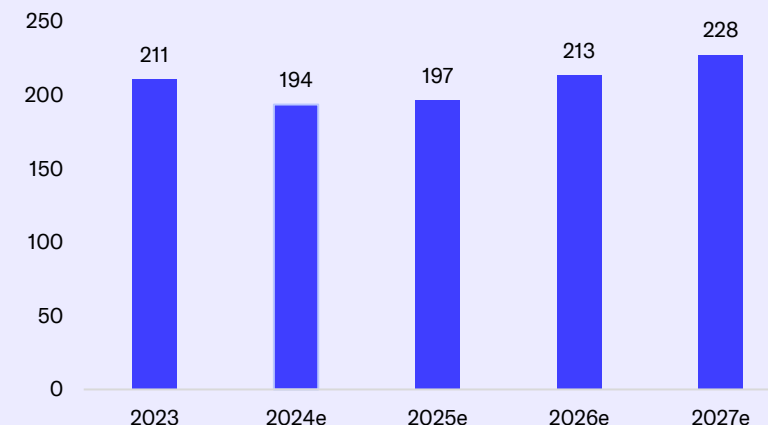
Tillväxten drivs enligt vår bedömning starkare av Digitala lösningar, där vi förväntar oss en omsättningstillväxt på 7 %

till 30,2 MEUR. Den ekonomiska återhämtningen borde synas i branschens investeringar snabbare än i ovan nämnda enheter och vi bedömer även att bolagets produktförsäljning kommer att pigga till tack vare de satsningar som gjorts under de senaste åren. I infrastruktur förväntar vi oss att den stabila tillväxten fortsätter med cirka 4 % under 2025 till 71,7 MEUR. I infrastruktur har marknadsläget stabiliserats på kort sikt, men Sitowises snabbare tillväxt än marknaden har visat att enheten har en god konkurrenskraft på marknaden. Utsikten i infrastruktur stöds också av orderingången och bl.a. Sitowise deltagande i [Helsingfors snabbspåravsningsprojekt](#) (nyhet på engelska).

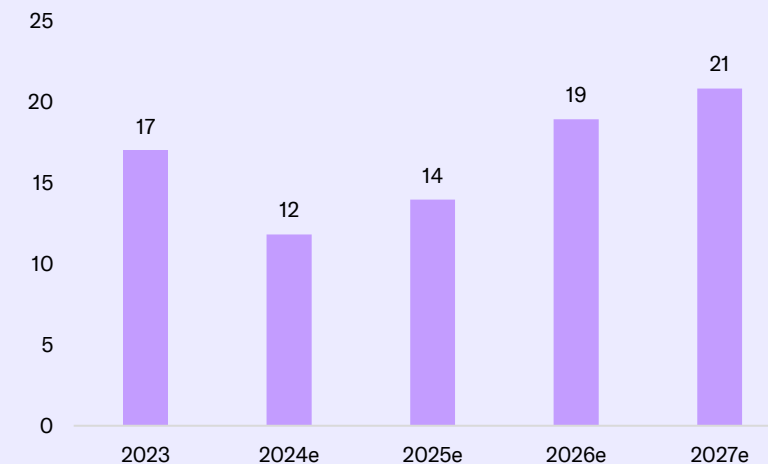
Vi förväntar oss att den successivt ökande volymen, den gradvisa lättningen av marknadsutmaningarna (kostnadsinflation, osäkerhet inom byggbranschen), den effektivare resursanvändningen och den förbättrade debiteringsgraden kommer att stärka möjligheterna av förbättrat rörelseresultat under de närmaste åren. Under H1'25 förväntar vi oss dock att lönsamheten förblir dämpad och att den piggar upp först under H2 i takt med marknaden och volymerna. Vi förutspår att den justerade EBITA:n kommer att öka med 18 % till 14,0 MEUR.

Vi förutspår att andelen material och tjänster i kostnadsposterna gradvis kommer att minska i takt med att mängden underleverans minskar i bolaget till följd av den bredare tjänsteportföljen. Vi ser en relativ förbättring i personalkostnaderna i förhållande till omsättningen i år tack vare vidtagna besparingsåtgärder, men löneinflationen samt ökade volymer och återgång från permitteringar håller den absoluta nivån i våra prognoser nästan oförändrad. Övriga rörelsekostnader förväntas ligga kvar på jämförelseperiodens nivå.

Omsättningsprognoser (MEUR)



Lönsamhetsutveckling (just. EBITA, MEUR)



Estimat 3/4

Vi förväntar oss en måttlig minskning i finansiella kostnaderna under 2025. I jämförelse med den senaste uppdateringen har vi dock höjt finansieringskostnaderna något för de närmaste åren, eftersom räntorna har legat högre än väntat den senaste tiden. Detta sänkte våra vinstprognoser på de lägre raderna tydligt. Trots lägre prognoser förväntar vi oss att den rapporterade vinsten per aktie stiger till EUR 0,11 från en liten förlust under jämförelseperioden.

Åren 2026-2027: ordentlig tillväxt

Efter några svagare år förutspår vi att åren 2026-2027 kommer att vara ordentliga tillväxtår även för Sitowise. Vi bedömer att marknadsläget är klart bättre och att det återigen kommer att sätta bolaget på en tillväxtbana, driven av Byggnadsverksamheten. Tillväxten stöds också av bolagets utökade erbjudande, goda långsiktiga marknadstrender, ökad penetration av konsultation och Sitowises digitaliseringsexpertis. Vi förväntar att omsättningen ökar med cirka 9 % under 2026 och med cirka 7 % under 2027, och når 228 MEUR.

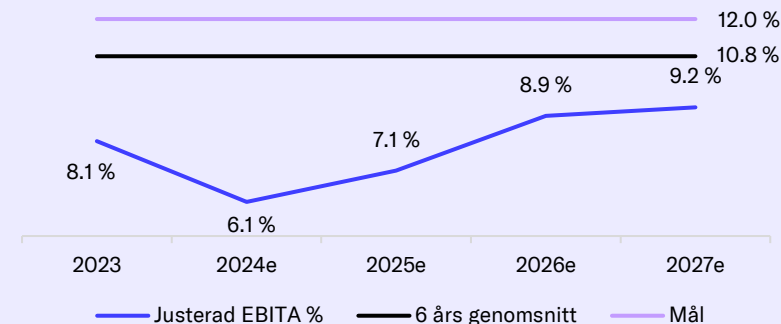
Vi förväntar oss att lönsamheten gynnas tydligt av stigande volymer och förbättrad debiteringsgrad. Vi förväntar oss att justerad EBITA stiger till i genomsnitt cirka 20 MEUR under åren 2026-2027 och att marginalen stiger till cirka 9 %. Den lönsamhetsnivå vi förväntar oss under de närmaste åren är, med tanke på Sitowises historiska nivå, (just. EBITA-%18-26e med: 10,8 % måttlig. De utmaningar som Sitowise har stött på gällande konkurrenskraft och effektivitet i verksamheten motiverar dock inte, enligt vår uppfattning, en högre lönsamhet i våra prognoser.

Den största risken i våra prognoser är en mer långvarig försvagning av marknaden i takt med den ekonomiska och ränteutvecklingen. Detta skulle påverka Sitowises omsättning och debiteringsgrad. Dessutom anser vi att de uppkomna utmaningarna i Sverige ökar riskerna för om tillväxten under de senaste åren, både organiskt och genom förvärv, har varit hållbar, särskilt ur ett lönsamhetsperspektiv. När man granskar kapitalavkastningen kan man dra slutsatsen att det inte har varit fallet, men å andra sidan är det också svårt att särskilja den rådande marknadssvagheten och dess effekter på lönsamheten.

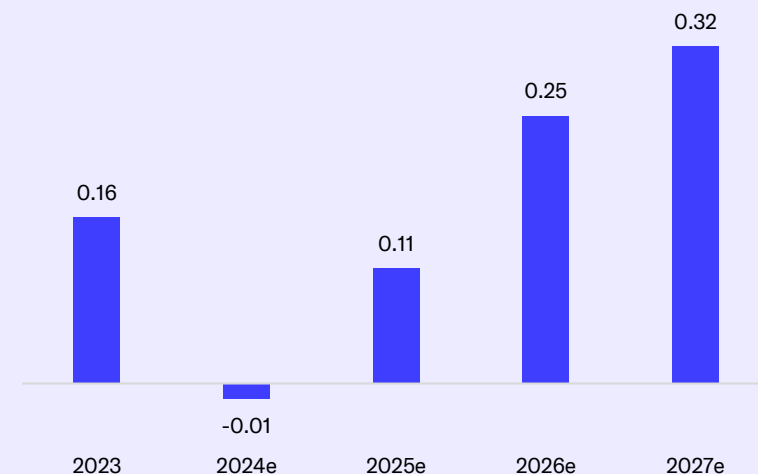
På den positiva sidan kan den ökade tillväxttakten på marknaden vara snabbare än både våra och bolagets förväntningar. Samtidigt bör man beakta att den förväntade lönsamheten är låg i förhållande till Sitowises historiska lönsamhetsnivå och har en tydlig förbättringspotential om Sitowises utmaningar visar sig vara kortvariga och marknaden återhämtar sig åtminstone i linje med förväntningarna.

När det gäller företagsförvärv anser vi att det i detta skede är sannolikt att inga större nya förvärv förekommer i den svaga marknaden. Integrering av tidigare förvärv samt förbättring av resultat och kassaflöde och stabilisering av den ekonomiska situationen är enligt vår mening viktigare fokusområden på kort sikt. Vi anser att mindre förvärv kan göras, men för större förvärv skulle bolaget behöva ytterligare finansiering, vilket den nuvarande skuldnivån inte tillåter.

Lönsamheten förbättras, men ligger långt ifrån målen (%)



Resultat per aktie (redovisad, euro/aktie)



Estimat 4/4

Lång sikt

Från och med 2027 förväntar vi oss att bolagets organiska omsättningstillväxt ligger på 2–4 %, varav vår tillväxtprognos på lång sikt ligger på cirka 1,0 % i linje med BNP-tillväxten. Våra tillväxtförväntningar längre fram i tiden är inte optimistiska, 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.

När det gäller lönsamheten förväntar vi oss att lönsamheten på lång sikt kommer att jämna ut sig till en EBITA-marginal på cirka 9-10 %. Detta är ganska väl i linje med bolagets historiska nivå (6 års med 10,8 %), med beaktande av de ovannämnda riskfaktorerna. Nivån vi förväntar oss ligger tydligt under bolagets målsättning (minst 12 %). Vi anser att målnivån kräver en klart bättre marknad än dagens förväntningar och ett operativt felfritt utförande. Enligt vår bedömning är det svårt att nå tidigare efterfrågan inom byggnadsverksamheten, eftersom tidigare år har drivits starkt av investerardriven efterfrågan, vars återhämtning enligt vår uppskattning tar flera år. För närvarande finns det enligt vår uppfattning tydliga osäkerhetsfaktorer relaterade till bolagets operativa effektivitet och verksamhet, vilket gör att målet verkar ouppnåeligt.

Resultaträkning

Resultaträkning	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättning	204.4	56.0	56.5	45.6	52.8	210.9	51.5	50.9	41.8	49.5	193.7	196.5	213.4	227.7
Infra	60.0	15.8	17.8	14.5	17.5	65.6	17.0	18.0	15.5	18.4	68.9	71.7	73.8	76.1
Byggnad	79.4	19.9	19.1	15.8	16.1	70.8	16.1	15.5	12.2	12.9	56.7	55.5	62.7	70.3
Digitala lösningar	22.1	8.0	7.7	6.7	7.6	29.9	7.0	7.0	6.5	7.7	28.1	30.2	34.8	37.4
Sverige	42.9	12.4	11.9	8.6	11.6	44.5	11.4	10.4	7.7	10.6	40.0	39.1	42.1	44.0
EBITDA	23.8	8.5	6.4	5.2	3.2	23.2	5.1	4.3	3.3	5.1	17.7	21.1	26.6	28.6
Avskrivningar och nedskrivningar	-10.6	-3.0	-2.8	-2.9	-2.8	-11.5	-3.1	-3.2	-3.5	-3.0	-12.8	-11.0	-10.3	-9.6
EBITA (adj.)	20.4	6.6	4.5	3.5	2.4	17.0	3.4	2.6	2.4	3.5	11.8	14.0	18.9	20.8
EBITA	16.1	6.2	4.4	3.3	1.3	15.1	3.1	2.2	1.3	3.1	9.6	13.5	18.9	20.8
EBIT	13.2	5.5	3.6	2.3	0.3	11.7	2.0	1.1	-0.2	2.1	4.9	10.1	16.3	19.0
Netto finansieringskostnader	-2.9	-1.1	-0.9	-1.2	-1.3	-4.6	-1.2	-1.3	-1.6	-1.5	-5.6	-5.1	-4.8	-4.5
Vinst före skatt	10.3	4.4	2.7	1.0	-1.0	7.1	0.7	-0.2	-1.8	0.6	-0.7	5.0	11.5	14.5
Skatt	-2.4	-0.9	-0.6	-0.3	0.1	-1.6	-0.2	0.0	0.4	-0.1	0.1	-1.1	-2.4	-3.0
Minoritetsandelar	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1
Nettoresultat	7.8	3.5	2.2	0.8	-0.9	5.6	0.6	-0.1	-1.4	0.4	-0.5	3.9	9.0	11.4
Vinst per aktie (justerad)	0.34	0.11	0.06	0.03	0.01	0.21	0.03	0.01	-0.01	0.01	0.04	0.12	0.25	0.32
Vinst per aktie (rapporterad)	0.22	0.10	0.06	0.02	-0.02	0.16	0.02	0.00	-0.04	0.01	-0.01	0.11	0.25	0.32

Nyckeltal	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättningstillväxt-%	14.0 %	13.9 %	9.2 %	-0.6 %	-8.3 %	3.2 %	-8.0 %	-9.9 %	-8.4 %	-6.2 %	-8.2 %	1.5 %	8.6 %	6.7 %
Justerad EBITA tillväxt-%		40.7 %	-24.0 %	-29.6 %	-57.0 %	-16.6 %	-49.0 %	-43.4 %	-29.6 %	43.4 %	-30.5 %	18.2 %	35.6 %	10.0 %
EBITDA-%	11.6 %	15.1 %	11.3 %	11.4 %	6.0 %	11.0 %	9.9 %	8.4 %	7.9 %	10.2 %	9.1 %	10.7 %	12.5 %	12.6 %
Jsuterad EBITA-%	10.0 %	11.8 %	8.0 %	7.6 %	4.6 %	8.1 %	6.6 %	5.0 %	5.8 %	7.0 %	6.1 %	7.1 %	8.9 %	9.2 %
Nettoresultat	3.8 %	6.2 %	3.8 %	1.7 %	-1.6 %	2.6 %	1.1 %	-0.2 %	-3.4 %	0.9 %	-0.3 %	2.0 %	4.2 %	5.0 %

Källa: Inderes

Prognosförändringar	2024e	2024e	Förändring	2025e	2025e	Förändring	2026e	2026e	Förändring
MEUR/EUR	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%
Omsättning	194	194	0%	199	197	-1%	214	213	0%
EBITDA	17.7	17.7	0%	22.6	21.1	-7%	26.7	26.6	0%
EBITA (just.)	11.8	11.8	0%	15.0	14.0	-7%	19.0	18.9	0%
EBITA (just.)	9.6	9.6	0%	15.0	13.5	-10%	19.0	18.9	0%
Vinst före skatt	-0.7	-0.7	0%	7.1	5.0	-30%	12.0	11.5	-4%
Vinst per aktie (justerad)	0.04	0.04	0%	0.16	0.12	-21%	0.26	0.25	-4%
Utdelning/aktie	0.00	0.00		0.10	0.10	0%	0.14	0.14	0%

Källa: Inderes

Värdering 1/3

Värderingsunderlag

Vi prissätter Sitowise främst genom vinstbaserade värderingsmultiplar, vilka vi även kan jämföra med en bra och bred grupp med jämförelsebolag. Dessutom ger de nordiska jämförelsebolagen en bra grund för bolagets acceptabla värdering.

Vi föredrar framför allt EV/EBITDA och P/E-multiplar i vår värdering. På grund av Sitowises affärsmodell och lätta balansräkning anser vi att den balansräkningsbaserade värderingen (P/B) inte är det bästa möjliga måttet. Vi anser att den omsättningsbaserade värderingen (EV/S) är ett bra resultatneutralt sätt att se på värderingen, men den kan i praktiken endast användas för att bedöma möjligheten till en tydlig felprissättning.

Acceptabel värdering

Sitowise har en lätt balansräkning, en affärsmodell som binder lite kapital och genererar ett bra kassaflöde. Tillväxten har varit stark, men lönsamhetsprofilen som är bättre än genomsnittet har under de senaste åren fått en hård stöt, vilket försvagar Sitowises acceptabla värderingsnivå.

Vi anser att den bästa jämförelsepunkten och grunden för en acceptabel värderingsnivå hittas bland bolagets nordiska konkurrenter Sweco, Rejlers och AFRY. Jämförelsebolagen har en affärsprofil och marknader som ligger mycket nära Sitowise, även om Sweco och AFRY är betydligt större, mer diversifierade och etablerade aktörer. Rejlers och Swecos prestation har också varit klart bättre under de senaste åren än Sitowises (ur ett avkastning på kapital-perspektiv) och vi anser att Sitowise i detta fall borde handlas till en rabatt jämfört med

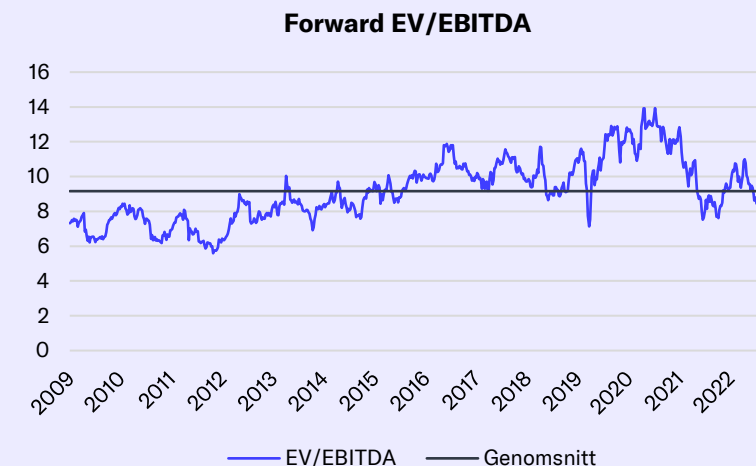
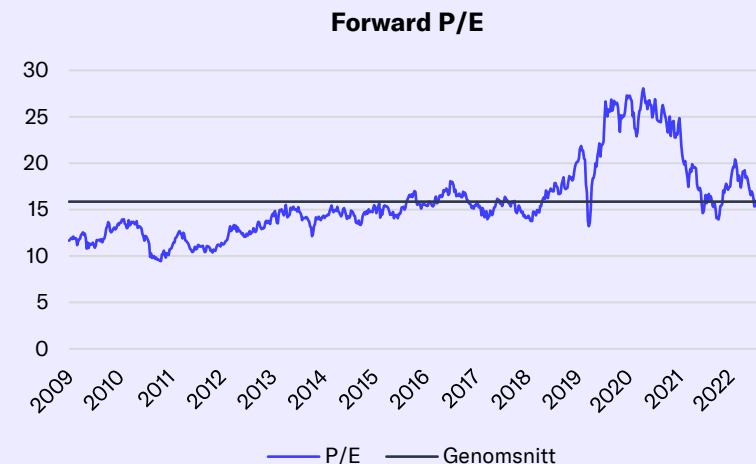
jämförelsebolagens historiska värderingsnivå.

Sedan 2010 har den framåtblickande P/E-multiplen varit runt 16x och EV/EBITDA-multiplen runt 9x. Multiplarna har sjunkit klart från de höga nivåerna som sågs 2017-2021. De dåvarande höga värderingsnivåerna signalerar enligt oss ett gott utförande från tekniska konsultbolag, men också högre värderingar till följd av nollränteperioden. Värderingarna har nu närmat sig genomsnittet, vilket stöder tilltron till dessa.

I Sitowises fall stöder bolagets goda vinstpotential och starka tillväxtvilja värderingen i förhållande till jämförelsebolagen. På grund av Sitowises kollapsande lönsamhet, avkastning på kapital som är lägre än jämförelsebolagens och ökade riskfaktorer anser vi att en rabatt till jämförelsebolagen är motiverad. Vår acceptabla värderingsintervall för Sitowise är: P/E 12-16x och EV/EBITDA: 7-9x.

För närvarande ligger intervallets medelnivå nära Helsingforsbörsens långsiktiga värderingsnivåer (PE: 14x), som vi anser vara relativt i linje med Sitowises prestation. Vi anser att det inte finns någon uppsida inom ett acceptabelt intervall i den nuvarande miljön, även om bolaget lyckas fortsätta sin tillväxt i historisk takt och höja lönsamheten till målnivån. Vi anser att Sitowises prestation bör förbättras mer än konkurrenternas på längre sikt för att motivera en justering i den övre delen av intervallet. Däremot finns det nedsida i intervallet om prestationsnivån försämras eller förblir på nuvarande nivå. Vi anser att bristen på vinsttillväxt, utmaningarna i den ekonomiska situationen och ett misslyckande med strategin skulle kunna sänka intervallen.

Jämförelsebolagens långsiktiga värderingsmultiplar



Värdering 2/3

Absoluta multiplar

Sitowises värdering för 2024 stiger till en hög nivå på grund av den svaga prestationsnivån. I takt med att resultatvändningen och marknadsåterhämtningen materialiseras som väntat, kommer multiplarna för de närmaste åren att falla (25–26e med: EV/EBITDA: 8x, P/E: 17x), men de är fortfarande utmanande. Under 25–26 borde Sitowises prestation och lönsamhetsnivå gradvis förbättras närmare bolagets normala lönsamhetsnivå (EBITA %: 9-10%), så vi ser att särskilt värderingen för 2026 bättre reflekterar Sitowises värde. Jämfört med prognoserna för de närmaste åren och den nedre gränsen av vår acceptabla värderingintervall (EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x) skulle det dock finnas en nedsida i aktien. Vi lägger större vikt vid värderingen för 2026 i samband med uppdateringen, eftersom resultatet för 2025 fortfarande är lågt jämfört med Sitowises normala nivå.

Vi stöder för närvarande mot den nedre gränsen av det acceptabla intervallet. Sitowises prestation har försvagats i många år och hittills finns det inga bevis för en vändning. Osäkerheten kring tidpunkten för marknadens återhämtning, hanteringen av Sitowises interna utmaningar och nivån på hållbar lönsamhet är för närvarande stora och ökar aktiens risker tydligt. En uppgång inom intervallet skulle kräva bevis på bättre prestanda och marknadssignaler om en snabbare återhämtning än väntat.

Utdelning pausas tills ekonomiska situationen förbättras

Vi förutspår att utdelning kommer att vara noll även från 2024 års resultat och därmed inte stöder avkastningsförväntningarna på kort sikt. Vi förväntar oss att bolaget återgår till utdelningsbetalningar 2026 (utdelningsavkastning-% 25e: 3,5 %), men detta beror i hög grad på bolagets resultat och finansieringsförhandlingarna som förfaller år 2026. För närvarande kan utdelningen således

inte ses som ett stöd för aktiens förväntade avkastning.

Presentation av jämförelsegruppen

Sitowise har en bra jämförelsegrupp av internationella och nordiska börsnoterade bolag i branschen. Vi anser att de bästa jämförelsebolagen är de svenska bolagen Sweco och AFRY på grund av deras liknande investeringsprofil, relativt likartade affärsverksamhet, nordiska marknader och liknande lönsamhetsprofil.

Bland mindre och nordiskt fokuserade jämförelsebolag är även svenska Rejlers ett bra exempel, även om verksamhetsfördelningen skiljer sig något från Sitowise. Från Norge har vi nyligen lagt till Norconsulting ASA, som också är verksam i Finland. Bra jämförelsebolag från Finland är Solwers och Etteplan, som också är verksamma inom teknisk konsultation.

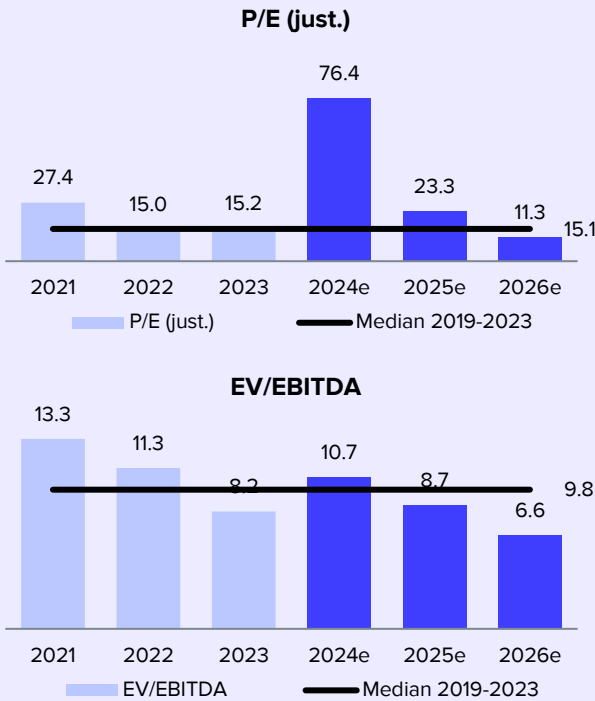
Jämförelsegruppens värderingsnivå

Den genomsnittliga värderingsnivån för jämförelsegruppen har minskat tydligt från för några år sedan. För närvarande är skillnaderna i värdering och förväntningar hos olika företag mycket stora, vilket vi anser försvagar användningen av relativvärdering på kort sikt. Som ett exempel på detta är Swecos 2025 värdering med P/E-talet för närvarande närmare 30x. I andra ändan värderas Afry och Rejlers till P/E 14x år 2025.

I genomsnitt (median) ligger jämförelsegruppens P/E-tal för 2025e på cirka 17x, medan motsvarande EV/EBITDA-tal ligger på cirka 9x. Vi anser att värderingen för närvarande är relativt neutral i förhållande till medianen. Av jämförelsegruppen framgår att internationella och stora aktörer med stark prestation både nu och i historien värderas högre på börsen (Sweco, WSP). Andra företag ligger relativt nära mediantalen.

Värderingsnivå	2024e	2025e	2026e
Aktiekurs	2,88	2,88	2,88
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	103	103	103
EV	190	184	176
P/E (just.)	77,2	23.6	11.4
P/B	0.9	0.8	0.8
EV/Sales	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.7	8.7	6.6
EV/EBIT (just.)	28.2	17.4	10.8
Utdelning/resultat (%)	0.0 %	92.3 %	55.6 %
Direktavkastning-%	0.0 %	3.5 %	4.9 %

Källa: Inderes



Värdering 3/3

Vi anser att Sitowise bör värderas under jämförelsebolagen

För år 2025 ligger Sitowises multiplar cirka 20 % över jämförelsebolagen. Vi anser att det skulle vara motiverat att prissätta Sitowise åtminstone till jämförelsegruppens nivå på grund av kombination av historisk lönsamhet och framtida tillväxtpotential, men den senaste tidens utveckling har varit klart svagare än för jämförelsebolagen. För många jämförelsebolag har dessutom branschdistributionen visat sig vara mer cyklisk och deras prestanda har en bättre historia (t.ex. Sweco), vilket betyder att det är acceptabelt att jämförelsebolagen prissätts klart högre. Med tanke på de finansiella riskerna, utmaningarna i den svenska verksamheten och den nuvarande svaga lönsamheten är rabatten (-10 %) motiverad för Sitowise och vi tycker det finns en klar nedsida i aktien på basis av relativvärderingen.

DCF-värdering

Vi ger också tyngd åt kassaflödesmodellen (DCF) i värderingen. Enligt vår DCF-modell är aktiens värde EUR 3,4, vilket inte ger någon betydande uppsida med tanke på förväntningarna som stöder sig på den osäkra långsiktiga potentialen.

I våra prognoser, efter en starkare tillväxt på medellång sikt, stabiliseras bolagets omsättningstillväxt till 1 % under terminalperioden och rörelsemarginalen till 9,0 %. Detta motsvarar en EBITA-marginal på cirka 9-10 %, vilket är markant under bolagets mål nivå (+12 %).

Våra tillväxtförväntningar längre fram i tiden är inte optimistiska, 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. Med detta i åtanke anser vi att de är realistiska för tillfället.

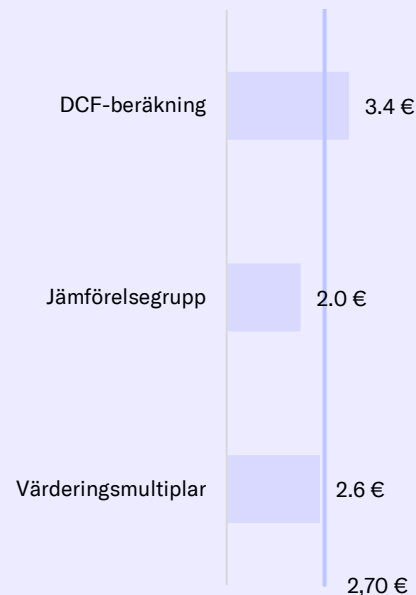
Kapitalkostnaden vi använder (WACC) är 9,0 % och kostnaden för eget kapital är 10,1 %. Vi anser att avkastningskravsnivån är relativt neutral i förhållande till börsens genomsnitt och jämförelsebolagen inom byggbranschen och att det inte finns utrymme för sänkning i den nuvarande miljön. Om riskerna fortsätter att öka kan avkastningskravet stiga.

Riktkurs och rekommendation

Vi höjer Sitowises riktkurs till EUR 2,70 euro (tidigare 2,50), och upprepar vår Minska-rekommendation. Riktkursen steg något då vi viktat resultatet för 2026 högre i våra prognoser och även värdet i DCF-beräkningen steg något från föregående uppdatering. Vi anser att Sitowises värdering är utmanande och att riskerna bakom resultatvändningen är höga. Om tecknen på en resultatvändning stärks och de interna utmaningarna kan lösas under de närmaste kvartalen, finns det också tydliga drivkrafter för en uppgång i aktien. Vi ser dock en risk i de långvariga utmaningarna i Sverige, men även i en senareläggning av byggnadsmarknadens återhämtning samt en försvagning av Sitowises konkurrenskraft på den nuvarande marknaden.

Vår uppskattning av aktiens verkliga värde i detta skede är EUR 2–5. Det rättvisa värdet baseras på våra värderingsmetoder och är bredare än normalt med tanke på bolagets nuvarande situation. Både nuvarande kurs och vårt riktpreis ligger i den lägre ändan av det verkliga värdet och vi ser betydande potential i aktien på längre sikt, förutsatt att riskerna inte realiserar och Sitowise återgår till sina tidigare spår.

Fastställande av riktkurs

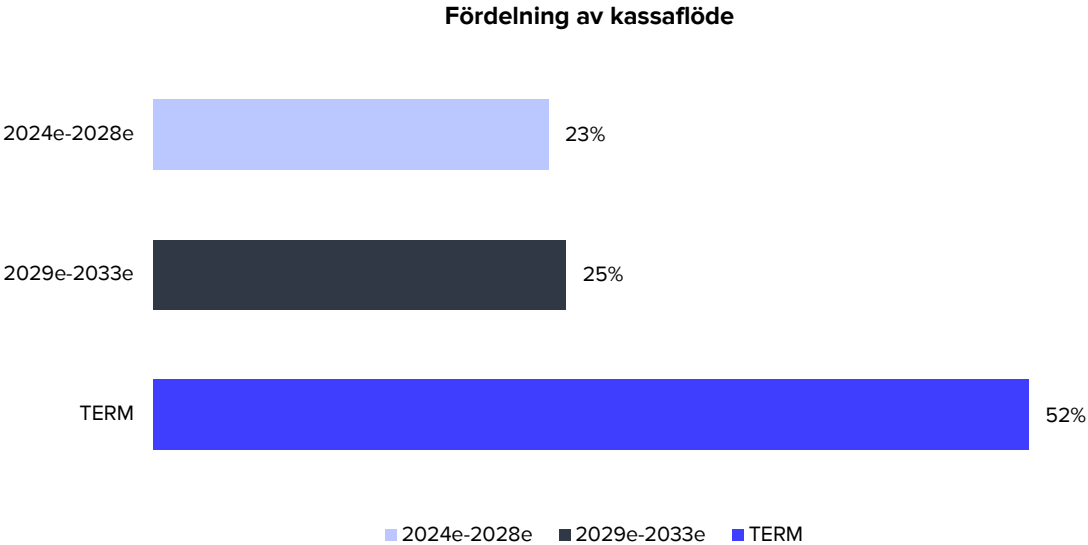


DCF-beräkning

DCF-modell	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Omsättningstillväxt-%	3.2 %	-8.2 %	1.5 %	8.6 %	6.7 %	4.0 %	2.5 %	2.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %
EBIT-%	5.5 %	2.5 %	5.1 %	7.6 %	8.3 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %
EBIT	11.7	4.9	10.1	16.3	19.0	21.3	21.8	22.3	22.5	22.7	23.0	
+ Totala avskrivningar	11.5	12.8	11.0	10.3	9.6	9.1	8.8	8.5	8.4	8.3	8.2	
- Betalda skatter	-1.5	0.1	-1.1	-2.4	-3.0	-3.6	-3.7	-3.8	-3.8	-3.8	-3.9	
- Skatt, finansieringskostnader	-1.0	-0.7	-1.1	-1.0	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	
+ 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	-0.7	-3.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
Operativt kassaflöde	20.1	14.0	18.8	22.9	24.3	25.8	25.9	26.0	26.1	26.2	26.3	
+ Ökning i icke räntebärande långfristiga skulder	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Bruttoinvesteringar	-11.1	-12.5	-9.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.2	
Fritt operativt kassaflöde	9.0	1.5	9.8	14.9	16.3	17.8	17.9	18.0	18.1	18.2	18.1	
+/- Övrigt	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Fritt kassaflöde	9.0	1.0	9.8	14.9	16.3	17.8	17.9	18.0	18.1	18.2	18.1	229
Diskonterat fritt kassaflöde		1.0	9.1	12.6	12.7	12.7	11.7	10.8	10.0	9.2	8.4	106
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde		204	203	194	182	169	156	145	134	124	115	106
Skuldfritt börsvärde DCF		204										
- Räntebärande skulder		-98.7										
+ Likvida medel		15.6										
- Minoritetsandel		-0.6										
- Utdelning/återbetalning av kapital		0.0										
Värdet på eget kapital DCF		121										
Värdet på eget kapital DCF per aktie		3.4										

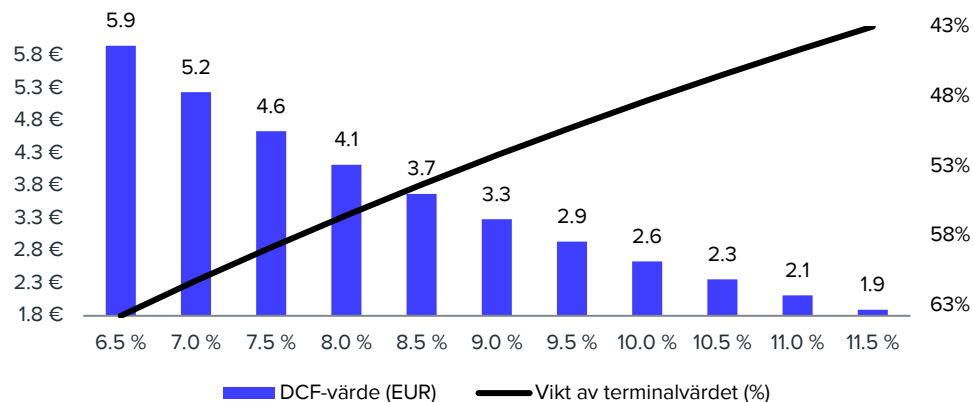
Kapitalkostnad (WACC)	
Skatt-% (WACC)	20.0 %
Mål för skuldkvot D/(D+E)	20.0 %
Skuldkostnad	5.5 %
Företagets Beta	1.35
Marknadens riskpremie	4.75%
Likviditetspremie	1.20%
Riskfri räntesats	2.5 %
Kapitalkostnad	10.1 %
Vägd genomsnittlig kapitalkostnad (WACC)	9.0 %

Källa: Inderes

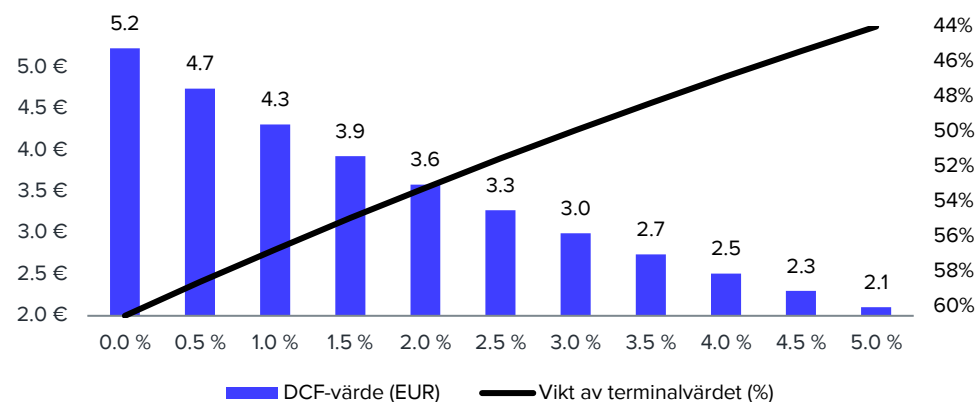


DCF-värderingens känslighetsanalys och centrala antaganden i grafer

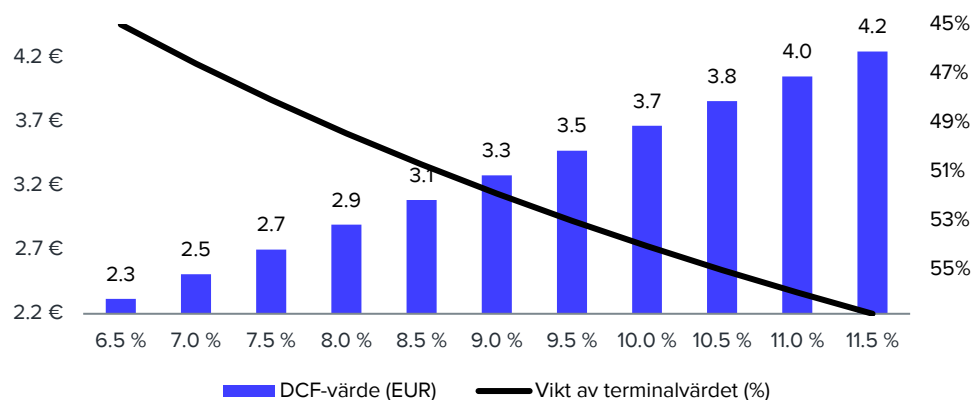
DCF:s känslighet för förändringar i WACC-%



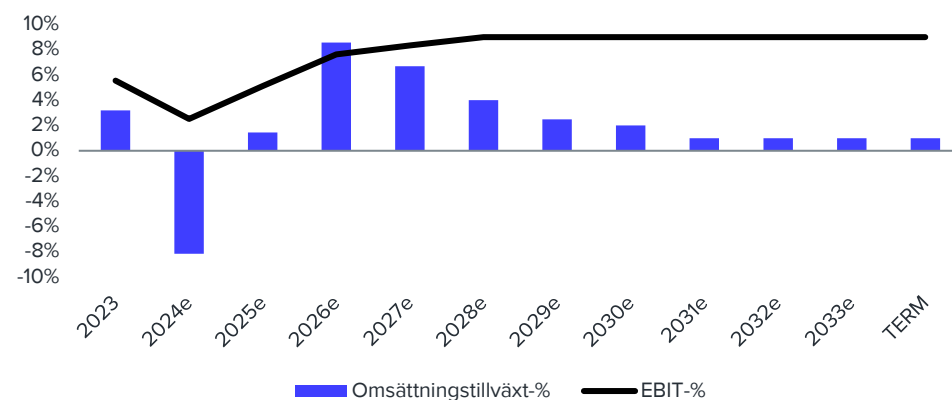
DCF:s känslighet för förändringar i riskfria räntesatsen



DCF:s känslighet för förändringar i terminalens EBIT-%



Tillväxt- och lönsamhetsantaganden i DCF-beräkningen



Summary

Resultaträkning	2021	2022	2023	2024e	2025e	Tal per aktie	2021	2022	2023	2024e	2025e
Omsättning	179.3	204.4	210.9	193.7	196.5	EPS (rapporterad)	0.22	0.22	0.16	-0.01	0.11
EBITDA	25.8	23.8	23.2	17.7	21.1	EPS (justerad)	0.29	0.34	0.21	0.04	0.12
EBIT	16.4	13.2	11.7	4.9	10.1	Operativt kassaflöde/aktie	0.50	0.50	0.56	0.39	0.53
Vinst före skatt	10.3	10.3	7.1	-0.7	5.0	Fritt kassaflöde/aktie	-0.23	-0.51	0.25	0.03	0.27
Nettovinst	7.8	7.8	5.6	-0.5	3.9	Eget kapital/aktie	3.24	3.29	3.35	3.31	3.42
Engångsposter	-2.6	-4.3	-1.9	-1.9	-0.5	Utdelning/aktie	0.10	0.10	0.00	0.00	0.10
Balansräkning	2021	2022	2023	2024e	2025e	Tillväxt och lönsamhet	2021	2022	2023	2024e	2025e
Balansomslutning	249.8	280.7	278.4	268.3	267.3	Omsättningstillväxt-%	12%	14%	3%	-8%	1%
Eget kapital	114.9	116.9	119.6	119.5	123.4	EBITDA tillväxt-%	-2%	-8%	-2%	-24%	19%
Goodwill	135.2	157.6	158.0	158.5	158.5	EBIT (just.) tillväxt-%	10%	-8%	-22%	-50%	57%
Nettoskulder	59.3	85.6	83.1	85.8	80.0	EPS (just.) tillväxt-%	-10%	16%	-39%	-82%	228%
Kassaflöde	2021	2022	2023	2024e	2025e	EBITDA-%	14.4 %	11.6 %	11.0 %	9.1 %	10.7 %
EBITDA	25.8	23.8	23.2	17.7	21.1	EBIT (just.)-%	10.6 %	8.5 %	6.4 %	3.5 %	5.4 %
Förändring i rörelsekapital	-3.2	-3.0	-0.7	-3.1	-0.1	EBIT-%	9.1 %	6.4 %	5.5 %	2.5 %	5.1 %
Operativt kassaflöde	17.7	17.9	20.1	14.0	18.8	ROE-%	8.6 %	6.8 %	4.7 %	-0.4 %	3.2 %
Investeringar	-25.8	-36.1	-11.1	-12.5	-9.0	ROI-%	9.0 %	6.4 %	5.4 %	2.2 %	4.7 %
Fritt kassaflöde	-8.2	-18.2	9.0	1.0	9.8	Soliditet	46.0 %	41.6 %	42.9 %	44.6 %	46.2 %
						Nettoskultsättningsgrad	51.6 %	73.2 %	69.5 %	71.8 %	64.8 %
Värderings multiplar	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Sales	1.9	1.3	0.9	1.0	0.9						
EV/EBITDA	13.3	11.3	8.2	10.7	8.7						
EV/EBIT (just.)	18.2	15.4	14.5	28.0	17.3						
P/E (just.)	27.4	15.0	15.2	76.4	23.3						
P/B	2.5	1.6	0.9	0.9	0.8						
Direktavkastning-%	1.2 %	1.9 %	0.0 %	0.0 %	3.5 %						

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.

Inderes har ingått ett avtal med emittenten som ges en rekommendation i denna rapport, vilket omfattar utarbetande av aktieanalys.

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 €



CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

Inderes connects investors and listed companies.

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

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

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

Inderes was created by investors, for investors.

Inderes Ab

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

inderes.se

inderes.fi

**inde
res.**