

SITOWISE

14.8.2025 23:58 EEST

Översättning av "Recovery takes time, we stay on the sidelines" rapporten, publicerad 14/8/2025



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



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

COMPANY REPORT



Återhämtningen tar tid, vi håller oss på sidlinjen

Sitowises Q2-resultat var blandat, med omsättning i linje med förväntningarna men lönsamheten en besvikelse. En långsam återhämtning är fortfarande den rådande bilden, vilket indikeras av ledningens kommentarer och marknadsindikatorer. Vi anser därför att risk/reward-förhållandet fortfarande är oattraktiv på grund av kombinationen av svaga resultat, hög skuldsättning och fortsatt osäkerhet på marknaden. Som en följd av detta upprepar vi vår Minska-rekommendation och reviderar vår riktkurs till 2,30 euro per aktie (tidigare 2,40 EUR).

Omsättning i linje med förväntningarna, vinsten en besvikelse

Sitowises Q2-omsättning på 49,8 MEUR (-2,1 % år/år, organiskt -1,2 %) var i stort sett i linje med förväntningarna. Svagheten fortsatte i Sverige (-16,9 % år/år) och inom byggnadsverksamheten (-9,3 % år/år) på grund av svåra marknadsförhållanden. Däremot överträffade Infra och Digitala lösningar förväntningarna med en organisk tillväxt på cirka 8 %. Justerad EBITA minskade till 2,5 MEUR (Q2'24: 2,6 MEUR) och understeg våra prognoser. Infra uppvisade fortsatt stark lönsamhet, men byggnadsverksamheten och Digitala lösningar nådde inte upp till målen och verksamheten i Sverige var fortsatt förlustbringande. På grund av försämringen av EBITDA på rullande 12 månader steg dock nettoskuld/EBITDA till 5,9x (från 4,3x). Även om denna skuldsättningsgrad är hög, finns det en buffert i form av företagets finansieringsavtal som löper ut först den 12 juni 2027. Detta ger Sitowise tid att fokusera på att förbättra sin lönsamhet. Eftersom den absoluta nettoskulden i sig inte är överdrivet hög är den främsta utmaningen och nyckeln till skuldneddragningen att stärka företagets intäktsbas.

Små förändringar i prognoserna i avvaktan på marknadsåterhämtning

Sitowise avhöll sig återigen från att ge vägledning på grund av fortsatt osäkerhet på marknaden, och ledningens kommentarer var i stort sett en upprepning av tidigare uttalanden. Bolaget noterade att den finska byggmarknaden visar tidiga tecken på en måttlig

återhämtning och att botten kan ha nåtts. Återhämtningen väntas dock bli långsam och gradvis och bostadsbyggandet väntas inte återhämta sig förrän 2026. Utsikterna för den svenska marknaden är fortsatt dämpade och en återhämtning väntas först mot slutet av 2025 eller 2026.

Även om dessa utsikter i stort sett var i linje med våra förväntningar, har vi sänkt våra vinstprognoser för innevarande år till följd av en svagare orderbok och lönsamhet än väntat under Q2. Vi förutspår nu att Sitowises omsättning för helåret kommer att minska med 2% och att den justerade EBITA-marginalen kommer att ligga runt 5%. Vi tror att utan en betydande försäljningstillväxt kommer det att bli en utmaning för bolaget att avsevärt förbättra sin lönsamhet, även om omstruktureringsåtgärderna förväntas ge visst stöd.

Vi har också sänkt våra långsiktiga prognoser eftersom återhämtningen har tagit längre tid än vi tidigare räknat med. Vi förväntar oss nu att en mer tydlig återhämtning kommer att materialiseras först 2026, då tillväxten ökar till 6% och därefter till 7% 2027, när byggandet och investeringarna tar fart och priskonkurrensen lättar. Vi förväntar oss att den operationella hävstången kommer att bidra till marginalförbättringar mot nästan normala resultatnivåer från 2027 och framåt.

Vi fortsätter att hålla oss på åskådarplats

Våra prognoser för 2025–2026 ger EV/EBITDA-multiplar på 12x och 8x, vilket är rimligt. Höga finansiella nettokostnader tar dock kraftigt på resultatet (och kassaflödet), vilket leder till höga P/E-tal. Vi anser att de absoluta värderingsmultiplarna är höga som helhet, och DCF samt den relativa värderingen ger en liknande bild. Med tanke på den höga skuldsättningen (2025e nettoskuld/EBITDA 5,5x) till följd av försämrad lönsamhet bedömer vi att risk/reward-förhållandet är svagt, även om vi tror att bolagets vinstpotential är högre än den kortsiktiga utvecklingen.

Rekommendation

Minska
(tidigare Minska)

Riktkurs:
2,30 EUR
(tidigare 2,40 EUR)

Aktiekurs:
2,45 EUR

Business risk



Valuation risk



	2024	2025e	2026e	2027e
Omsättning	192,9	188,5	200,4	213,6
tillväxt-%	-9%	-2%	6%	7%
EBITA adj.	9,6	9,2	12,2	15,9
EBITA-% adj.	5,0 %	4,9 %	6,1 %	7,4 %
Nettoresultat	-2,6	-3,0	2,5	6,3
EPS (just.)	-0,01	-0,03	0,07	0,18

P/E (just.)	neg.	neg.	35,8	14,0
P/B	0,9	0,8	0,8	0,7
Direktavkastning-%	0,0 %	0,0 %	0,8 %	2,0 %
EV/EBIT (just.)	40,6	39,4	17,9	11,4
EV/EBITDA	11,9	11,6	8,3	6,7
EV/Sales	1,0	0,9	0,8	0,7

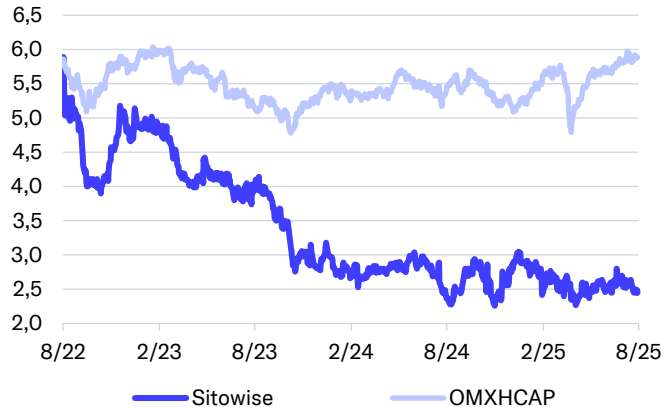
Källa: Inderes

Guidance

(Ny guidance)

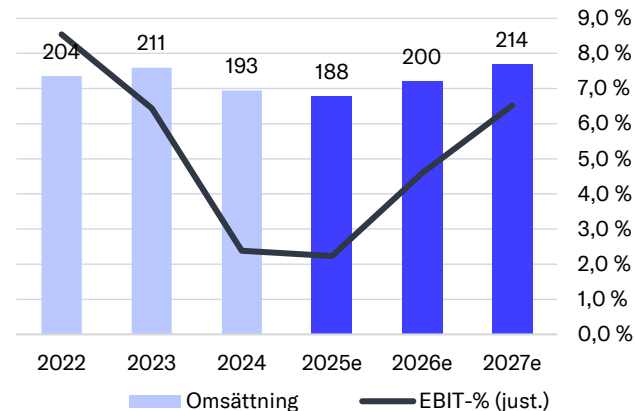
Ingen guidance på grund av marknadsosäkerhet

Aktiekurs



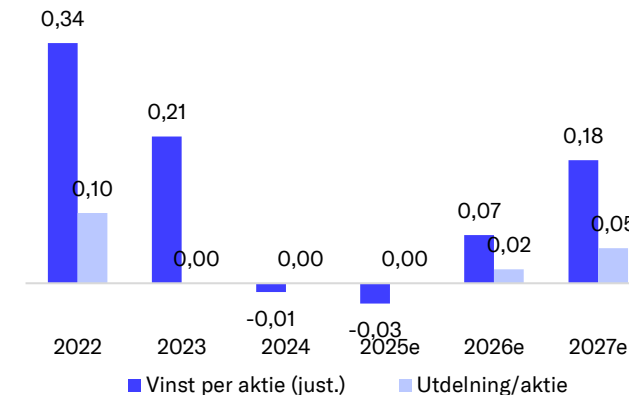
Källa. Millistream Market Data AB

Omsättning och rörelseresultat-% (just.)



Källa. Inderes

Vinst/aktie och utdelning/aktie



Källa. Inderes

Värde drivare

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

Risker

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

Värderingsnivå	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs	2,45	2,45	2,45
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	88	88	88
EV	166	165	159
P/E (just.)	neg.	35,8	14,0
P/B	0,8	0,8	0,7
EV/Sales	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	11,6	8,3	6,7
EV/EBIT (just.)	39,4	17,9	11,4
Utdelning/resultat (%)	0,0 %	29,2 %	28,5 %
Direktavkastning-%	0,0 %	0,8 %	2,0 %

Källa: Inderes

Inga tydliga tecken på återhämtning

Omsättningsutveckling i linje med våra förväntningar

Sitowises omsättning minskade med 2,1 % från jämförelseperioden (organiskt -1,2 %) till 49,8 MEUR, vilket var i stort sett i linje med våra förväntningar. Den svenska verksamheten fortsatte att prestera svagt, med en omsättning som minskade med 16,9 % till 7,2 MEUR från jämförelseperioden, främst på grund av att byggmarknaden fortsatte att utvecklas svagt som förväntat. Marknadsförhållandena var likartade inom byggnadsverksamheter, vilket ledde till överkapacitet och hård priskonkurrens. Till följd av detta minskade segmentets omsättning under Q2 med 9,3 % till 14,1 MEUR, vilket var ungefär i linje med vår prognos. Infra och Digitala lösningar presterade bättre än resten av koncernen och växte organiskt med cirka 8 % tack vare en mer stabil efterfrågan. Infra-verksamheten hade en omsättning på 19,2 MEUR och Digitala lösningar 9,4 MEUR, vilket i stort sett var i linje med våra prognoser.

På koncernnivå minskade orderboken med cirka 26 % jämfört med föregående kvartal och 19 % jämfört med

jämförelseperioden, vilket bröt den positiva trend som sågs under det senaste kvartalet. Detta berodde främst på frånvaron av större projekt, särskilt inom Infra-verksamheten. Koncernens orderbok minskade med cirka 9 % jämfört med föregående år och var 148 MEUR.

Resultat understeg våra prognoser

Sitowises justerad EBITA minskade till 2,5 MEUR under Q2 (Q2'24: 2,6 MEUR) och var svagare än vår prognos på 3,0 MEUR. Justerade EBITA-marginalen (5,1 % vs. 5,0 % under jämförelseperioden) var som förväntat under press på grund av den kombinerade effekten av lägre omsättning och en pressad prismiljö. Infrastrukturverksamheten behöll en god lönsamhet över målnivån (just. EBITA>12 %), medan lönsamheten för byggnadsverksamheten (0–5%) och Digitala lösningar (5–10 %) förblev under målet. Den svenska verksamheten var fortfarande förlusttyngd och det fanns ännu inga tydliga tecken på en vändning. Längst ned i resultaträkningen var vinsten per aktie också lägre än våra

prognoser på grund av svagare operativ lönsamhet och något högre finansieringskostnader än väntat.

Resultatförbättring är nyckeln till minskad skuldsättning

Det operativa kassaflödet tyngdes uppenbarligen av det svaga rörelseresultatet, men förbättrades tack vare frigörandet av rörelsekapital. Det operativa nettokassaflödet för tolv månadersperioden, som bättre återspeglar säsongvariationer, blev 12,4 MEUR (13,5 MEUR).

I slutet av rapportperioden hade Sitowise en nettoskuld på 53,3 MEUR, vilket var något lägre än året innan. På grund av försämringen av EBITDA på rullande 12 månader steg dock nettoskuld/EBITDA till 5,9x (tidigare 4,3x). Även om denna skuldsättningsgrad är hög, finns det en buffert i form av företagets finansieringsavtal som löper ut först den 12 juni 2027. Detta ger Sitowise tid att fokusera på att förbättra sin lönsamhet. Eftersom den absoluta nettoskulden i sig inte är överdrivet hög är den främsta utmaningen och nyckeln till skuldneddragningen att stärka företagets intäktsbas.

Prognostabell	Q2'24	Q2'25	Q2'25e	Q2'25e	Konsensus		Skillnad (%)	2025e
MEUR/EUR	Jämförelse	Utfall	Inderes	Konsensus	Lägst	Högst	Utfall vs. Inderes	Inderes
Omsättning	50,9	49,8	49,3				1%	188,5
EBITA (adj.)	2,6	2,5	3,0				-16%	9,2
EBITA	1,1	2,1	2,0				4%	6,3
EBIT	1,1	1,0	2,0				-48%	2,2
Vinst före skatt	-0,2	-0,6	0,5				-214%	-3,9
Vinst per aktie (rapporterad)	0,00	-0,01	0,01				-175%	-0,08
Omsättningstillväxt-%	-9,9 %	-2,2 %	-3,1 %				0,9 procentenhet	-2,3 %
EBITA-% (adj.)	5,0 %	5,1 %	6,1 %				-1 procentenhet	4,9 %

Källa: Inderes

Ingen betydande vändning i lönsamheten utan försäljningstillväxt

Vi förväntar oss att återhämtningen blir gradvis

Som förväntat avstod Sitowise återigen från att ge finansiella guidance, vilket understryker den fortsatta osäkerheten på marknaden och att ingen väsentlig förbättring av synligheten skett. Ledningens kommentarer innehöll inte mycket nytt utan upprepade i stort sett tidigare uttalanden. Sitowise ser tidiga tecken på en måttlig återhämtning på den finska byggmarknaden, vilket tyder på att botten kan ha nåtts, men återhämtningen väntas bli långsam och gradvis och kommer inte att bli märkbar förrän mot slutet av 2025. Bostadsbyggandet väntas inte återhämta sig förrän 2026. Utsikterna för den svenska byggmarknaden är fortsatt dämpade och ingen återhämtning väntas före slutet av 2025 eller ens 2026.

Vi reviderade kortsiktiga prognoser

Vi hade förväntat oss att Sitowise i stort sett skulle upprepa sina tidigare utsikter, men den svagare än väntade

orderingången och lönsamheten under Q2 har fått oss att sänka våra prognoser för innevarande år. Vi förutspår nu att Sitowises omsättning för helåret kommer att minska med 2% och att den justerade EBITA-marginalen kommer att ligga runt 5%. Vi tror att utan en betydande omsättningstillväxt kommer det att bli en utmaning för bolaget att avsevärt förbättra sin lönsamhet, även om omstruktureringsåtgärderna förväntas ge visst stöd.

Längst ned i resultaträkningen förväntar vi oss en negativ vinst per aktie på -0,03 euro per aktie, tyngd av höga finansieringskostnader. Med tanke på företagets finansiella situation och kassaflöde förväntar vi oss ingen utdelning under 2025, eftersom fokus sannolikt kommer att ligga på att förbättra skuldsättningen.

Prognoserna ned för 2026–2027 på grund av långsammare återhämtning

Vi har också sänkt våra prognoser för 2026–2027 eftersom återhämtningen har tagit längre tid än vi tidigare räknat med. Vi förväntar oss nu att en mer tydlig återhämtning kommer att materialiseras först 2026, med stöd av gradvis förbättrade marknader, en starkare orderbok och stigande debiteringsgrader. Vi har också sänkt vår prognos för den justerade EBITA-marginalen för 2025 till 6,1% från tidigare 6,6%. Vi förväntar oss att den starkare intäktstillväxten kommer att översättas till operationell hävstångseffekt som förbättrar resultatet. Som ett resultat av detta förväntar vi oss att bolaget återgår till nästan normala lönsamhetsnivåer från 2027 och framåt. När den finansiella och operativa situationen har stabiliserats ser vi också potential att accelerera tillväxten genom strategiska förvärv.

Prognosförändringar	2025e	2025e	Förändring	2026e	2026e	Förändring	2027e	2027e	Förändring
MEUR/EUR	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%
Omsättning	191	188	-1%	207	200	-3%	221	214	-3%
EBITDA	18,5	14,3	-23%	24,8	19,7	-20%	27,7	23,6	-15%
EBITA (adj.)	12,5	9,2	-26%	17,2	12,2	-29%	20,0	15,9	-21%
EBITA	10,5	6,3	-40%	17,2	12,2	-29%	20,0	15,9	-21%
Vinst före skatt	0,7	-3,9	-659%	8,5	3,1	-63%	12,3	8,1	-35%
Vinst per aktie (utan engångsposter)	0,07	-0,03	-140%	0,18	0,07	-63%	0,27	0,18	-35%
Utdelning/aktie	0,05	0,00	-100%	0,14	0,02	-86%	0,19	0,05	-74%

Vi förväntar oss ett bättre risk/reward-förhållande

Prognosrisken är fortsatt hög

De senaste åren har varit utmanande, med resultat som ligger betydligt under sin potential, vilket återspeglar de svaga marknadsförhållandena och åtminstone delvis engångskostnader. Därför bör inte det senaste årets resultatnivå vara det nya normala. I den nuvarande miljön ökar dock prognosriskerna av det faktum att det är svårt att förutse en vändning i bygg- och investeringsaktiviteten, och en ytterligare förlängning av den nuvarande svåra marknadssituationen kan inte uteslutas när det inte finns några tydliga tecken på en vändning uppåt. Det bör också noteras att företaget för närvarande har en hög skuldsättning, främst på grund av ett svagt operativt resultat. Kombinationen av dämpad resultatutveckling och ökad skuldsättning höjer enligt vår mening också risknivån i aktien, vilket tillsammans med osäkerheten kring omvärldsutvecklingen motiverar ett högre avkastningskrav.

Höga resultatbaserade värderingsmultiplar

Sitowises EV/S-värde är cirka 0,9x för 2025 och 2026. Vi anser att denna nivå är måttlig med tanke på lönsamhetspotentialen i denna typ av tjänsteverksamhet. Vi tror dock att en renodlad omsättningsbaserad värdering skulle kräva att man redan på kort sikt tror på en vändning på marknaden. I förhållande till den senaste tidens lönsamhetsnivåer anser vi dessutom inte att nivån är omotiverad och vi anser att en högre omsättningsbaserad värdering kräver en ökning av lönsamheten från nuvarande nivåer. Ovanstående resonemang återspeglas väl i den resultatbaserade värderingen av aktien, då våra uppdaterade prognoser ger Sitowise en negativ P/E-multipel för 2025 och 14x för 2026. EV/EBIT-talen för dessa år är 39x och 18x. Årets resultatbaserade värdering är således mycket hög och återspeglar på nettoresultatbasis det faktum att

höga finansiella nettokostnader åter upp en stor del av rörelseresultatet. Med den resultatförbättring vi förväntar oss tror vi att nästa värderingsmultiplar kommer att falla till neutral nivå 2026–2027.

Relativ värdering

I relativa termer, baserat på EV/EBITDA-tal för 2025–2026, värderas Sitowise till en genomsnittlig rabatt på 6 % jämfört med sina jämförelsebolag, samtidigt som företagets värdering stiger till en premie baserat på P/E-talet. Den relativa värderingen återspeglar således samma resultatrelaterade utmaning och skillnaden mellan rörelseresultatet och nettoresultatet. Sammantaget ger dock den resultatbaserade relativa värderingen inte stöd för en uppsida för aktien. Utmaningarna relaterade till resultatnivån återspeglas också i Sitowises omsättningsbaserade värdering, eftersom aktien värderas med en rabatt på 25 % på EV/S och på mediannivån värderas jämförelsebolag till 1,2x EV/S. Detta är ungefär den nivå där den genomsnittliga operatören bör prissättas över tiden, med tanke på lönsamhetspotentialen i branschen. Enligt vår mening återspeglar detta således aktiens potential om bolaget kan bevisa att dess lönsamhetspotential ligger över de senaste trenderna och samtidigt, med stigande resultatutveckling, sänka den risknivån som är förknippad med dess finansiella ställning.

Vi upprepar vår Minska-rekommendation

Vi anser att de absoluta värderingsmultiplarna är höga, och DCF samt den relativa värderingen ger en liknande bild. Med tanke på den höga skuldsättningen till följd av försämrad lönsamhet bedömer vi att risk/reward-förhållandet är svagt. Som en följd av detta upprepar vi vår Minska-rekommendation och reviderar vår riktkurs till 2,30 euro per aktie (tidigare 2,40 EUR).

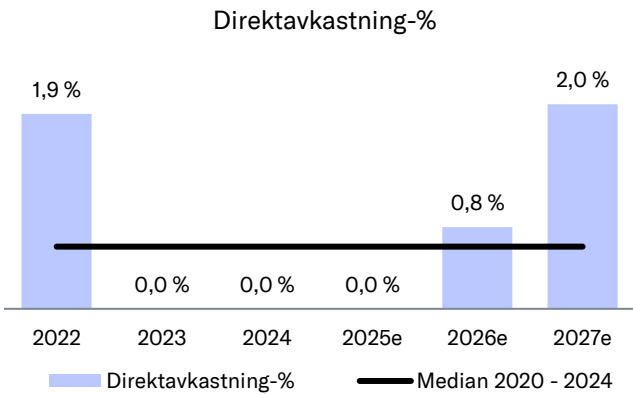
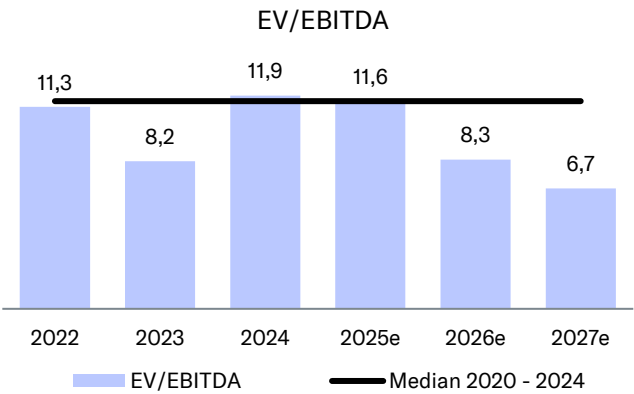
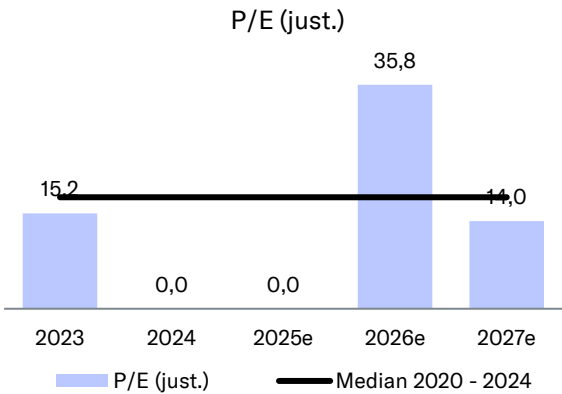
Värderingsnivå	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs	2,45	2,45	2,45
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	88	88	88
EV	166	165	159
P/E (just.)	neg.	35,8	14,0
P/B	0,8	0,8	0,7
EV/Sales	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	11,6	8,3	6,7
EV/EBIT (just.)	39,4	17,9	11,4
Utdelning/resultat (%)	0,0 %	29,2 %	28,5 %
Direktavkastning-%	0,0 %	0,8 %	2,0 %

Källa: Inderes

Värderingstabell

Värderingsnivå	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktiekurs	8,05	5,14	3,18	3,05	2,45	2,45	2,45	2,45
Antal aktier, miljoner	35,4	35,5	35,6	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	285	182	113	109	88	88	88	88
EV	345	268	197	186	166	165	159	151
P/E (just.)	27,4	15,0	15,2	neg.	neg.	35,8	14,0	8,8
P/B	2,5	1,6	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/Sales	1,9	1,3	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	13,3	11,3	8,2	11,9	11,6	8,3	6,7	5,5
EV/EBIT (just.)	18,2	15,4	14,5	40,6	39,4	17,9	11,4	8,3
Utdelning/resultat (%)	45,2 %	45,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	29,2 %	28,5 %	45,0 %
Direktavkastning-%	1,2 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	2,0 %	5,1 %

Källa: Inderes



Värdering av jämförelsegrupp

Värdering av jämförelsegrupp	Börsvärde	EV	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Sales		P/E		Direktavkastning-%		P/B
Företag	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Sweco AB	5141	5680	24,8	21,2	18,1	16,7	2,2	2,1	30,7	26,4	1,7	2,0	5,3
Afry AB	1514	2740	17,8	15,8	11,2	10,7	1,1	1,1	14,1	13,6	3,9	4,1	1,3
Rejlers AB	377	431	17,9	15,2	10,8	9,6	1,2	1,1	21,7	18,4	2,2	2,6	2,3
Solwers Oyj	48	65	13,4	21,0	8,2	8,9	1,0	0,7	15,1	28,2	1,3	0,8	0,8
Etteplan Oyj	266	351	13,4	16,2	7,8	8,7	1,0	1,0	13,8	23,9	3,2	2,0	2,3
Norconsult ASA	1192	1208	19,3	17,8	12,0	11,3	1,6	1,5	22,9	20,0	2,1	3,0	7,0
Sitowise (Inderes)	88	166	39,4	17,9	11,6	8,3	0,9	0,8	-85,4	35,8	0,0	0,8	0,8
Genomsnitt			17,8	17,9	11,3	11,0	1,4	1,2	19,7	21,7	2,4	2,4	3,2
Median			17,8	17,0	11,0	10,1	1,2	1,1	18,4	21,9	2,2	2,3	2,3
Skillnad-% till median			121%	5%	6%	-18%	-24%	-26%	-564%	63%	-100%	-65%	-66%

Källa: Refinitiv / Inderes

Resultaträkning

Resultaträkning	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Omsättning	204,4	210,9	51,5	50,9	41,8	48,7	192,9	48,1	49,8	41,5	49,0	188,5	200,4	213,6	222,3
Infra	60,0	65,6	17,0	18,0	15,5	17,9	68,4	17,6	19,2	15,8	18,4	71,0	73,1	75,0	76,5
Buildings	79,4	70,8	16,1	15,5	12,2	13,6	57,4	14,2	14,1	11,6	13,3	53,2	57,5	64,4	67,6
Digital Solutions	22,1	29,9	7,0	7,0	6,5	7,6	28,1	9,3	9,4	8,4	9,1	36,2	39,8	42,9	45,0
Sweden	42,9	44,5	11,4	10,4	7,7	9,6	39,1	7,0	7,2	5,7	8,2	28,0	30,0	31,4	33,2
EBITDA	23,8	23,2	5,1	4,3	3,3	3,0	15,6	2,8	4,1	3,7	3,6	14,3	19,7	23,6	27,4
Avskrivningar och nedskrivningar	-10,6	-11,5	-3,1	-3,2	-3,5	-3,3	-13,2	-3,1	-3,0	-3,0	-2,9	-12,0	-10,6	-9,6	-9,1
EBITA (adj.)	20,4	17,0	3,4	2,6	2,4	1,2	9,6	2,4	2,5	2,1	2,1	9,2	12,2	15,9	19,5
EBITA	16,1	15,3	3,1	2,2	1,3	0,9	7,4	0,8	2,1	1,7	1,7	6,3	12,2	15,9	19,5
EBIT	13,2	11,7	2,0	1,1	-0,2	-0,4	2,5	-0,3	1,0	0,7	0,7	2,2	9,2	13,9	18,3
Netto finansieringskostnader	-2,9	-4,6	-1,2	-1,3	-1,6	-1,7	-5,8	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-6,2	-6,0	-5,9	-5,5
Vinst före skatt	10,3	7,1	0,7	-0,2	-1,8	-2,1	-3,4	-1,8	-0,6	-0,8	-0,8	-3,9	3,1	8,1	12,8
Skatt	-2,4	-1,6	-0,2	0,0	0,4	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,2	0,9	-0,7	-1,8	-2,8
Minoritetsandelar	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	7,8	5,6	0,6	-0,1	-1,4	-1,6	-2,6	-1,4	-0,4	-0,6	-0,6	-3,0	2,5	6,3	10,0
Vinst per aktie (justerad)	0,34	0,21	0,03	0,01	-0,01	-0,04	-0,01	0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,03	0,07	0,18	0,28
Vinst per aktie (rapporterad)	0,22	0,16	0,02	0,00	-0,04	-0,05	-0,07	-0,04	-0,01	-0,02	-0,02	-0,08	0,07	0,18	0,28

Nyckeltal	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Omsättningstillväxt-%	14,0 %	3,2 %	-8,0 %	-9,9 %	-8,4 %	-7,8 %	-8,5 %	-6,6 %	-2,2 %	-0,7 %	0,7 %	-2,3 %	6,4 %	6,6 %	4,1 %
Adjusted EBITA growth-%	-3,6 %	-16,6 %	-28,3 %	-56,9 %	-50,4 %	-78,7 %	-43,8 %	-27,7 %	-1,1 %	-12,4 %	78,7 %	-3,4 %	32,1 %	30,1 %	23,2 %
EBITDA-%	11,6 %	11,0 %	9,9 %	8,4 %	7,9 %	6,1 %	8,1 %	5,9 %	8,2 %	9,0 %	7,4 %	7,6 %	9,8 %	11,0 %	12,3 %
Adjusted EBITA-%	10,0 %	8,1 %	6,6 %	5,0 %	5,8 %	2,5 %	5,0 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %	4,3 %	4,9 %	6,1 %	7,4 %	8,8 %

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

Balansräkning

Tillgångar	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Anläggningstillgångar	202	198	194	192	190
Goodwill	158	159	159	159	159
Immateriella tillgångar	11,9	11,6	8,6	5,6	3,6
Anläggningstillgångar	29,3	25,3	24,4	24,8	25,3
Investeringar i intresseföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga investeringar	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skattefordringar	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Omsättningstillgångar	76,6	68,8	64,7	69,7	75,3
Omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga omsättningstillgångar	1,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Kundfordringar	59,2	50,7	50,9	55,1	59,8
Likvida medel	15,6	17,5	13,2	14,0	15,0
Balansomslutning	278	267	259	261	266

Källa: Inderes

Skulder	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Eget kapital	120	115	112	115	120
Aktiekapital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fonderade vinstmedel	25,8	23,3	20,2	22,7	28,3
Lån i eget kapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskrivningsfond	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Övrigt eget kapital	93,2	92,0	92,0	92,0	92,0
Minoritetsandel	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Långfristiga skulder	92,0	87,5	81,3	81,3	76,3
Uppskjutna skatteskulder	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Avsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntebärande skulder	90,5	86,2	80,0	80,0	75,0
Lån mot konvertibla skuldebrev	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Kortfristiga skulder	66,9	64,3	65,3	65,4	68,9
Räntebärande skulder	8,2	8,4	11,2	10,8	10,9
Kortfristiga icke räntebärande skulder	58,3	55,5	53,7	54,1	57,7
Övriga kortfristiga skulder	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Balansomslutning	278	267	259	261	266

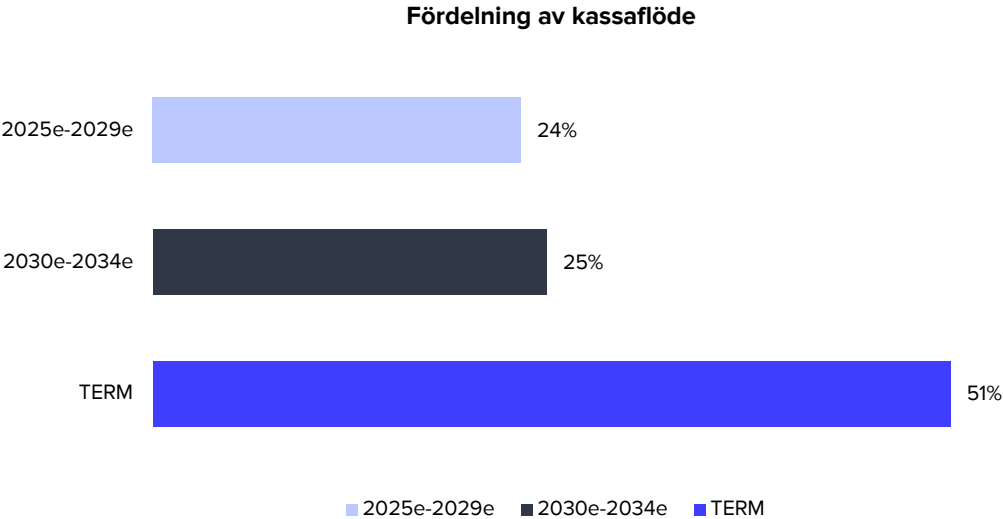
DCF-beräkning

DCF-modell	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Omsättningstillväxt-%	-8,5 %	-2,3 %	6,4 %	6,6 %	4,1 %	2,8 %	2,5 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
EBIT-%	1,3 %	1,2 %	4,6 %	6,5 %	8,2 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
EBIT	2,5	2,2	9,2	13,9	18,3	19,4	19,9	20,1	20,3	20,5	20,7	
+ Totala avskrivningar	13,2	12,0	10,6	9,6	9,1	8,8	8,7	8,6	8,7	8,8	8,9	
- Betalda skatter	0,1	0,9	-0,7	-1,8	-2,8	-3,1	-3,2	-3,3	-3,3	-3,3	-3,4	
- Skatt, finansieringskostnader	-1,2	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
+ Skatt, finansieringsintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Förändring i rörelsekapital	6,9	-2,0	-3,8	-1,1	-1,2	-1,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operativt kassaflöde	21,4	11,8	13,9	19,4	22,2	22,7	24,1	24,3	24,5	24,7	25,0	
+ Ökning i icke räntebärande långfristiga skulder	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvesteringar	-9,6	-8,0	-8,0	-8,2	-8,3	-8,5	-8,7	-8,8	-9,0	-9,2	-9,4	
Fritt operativt kassaflöde	12,2	3,8	5,9	11,2	13,8	14,2	15,4	15,5	15,5	15,5	15,6	
+/- Övrigt	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Fritt kassaflöde	11,7	3,8	5,9	11,2	13,8	14,2	15,4	15,5	15,5	15,5	15,6	189
Diskonterat fritt kassaflöde		3,6	5,2	9,1	10,2	9,6	9,5	8,7	8,0	7,4	6,8	81,8
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde		160	156	151	142	132	122	113	104	95,9	88,6	81,8
Skuldfritt börsvärde DCF		160										
- Räntebärande skulder		-94,6										
+ Likvida medel		17,5										
- Minoritetsandel		0,0										
- Utdelning/återbetalning av kapital		0,0										
Värdet på eget kapital DCF		82,9										
Värdet på eget kapital DCF per aktie		2,3										

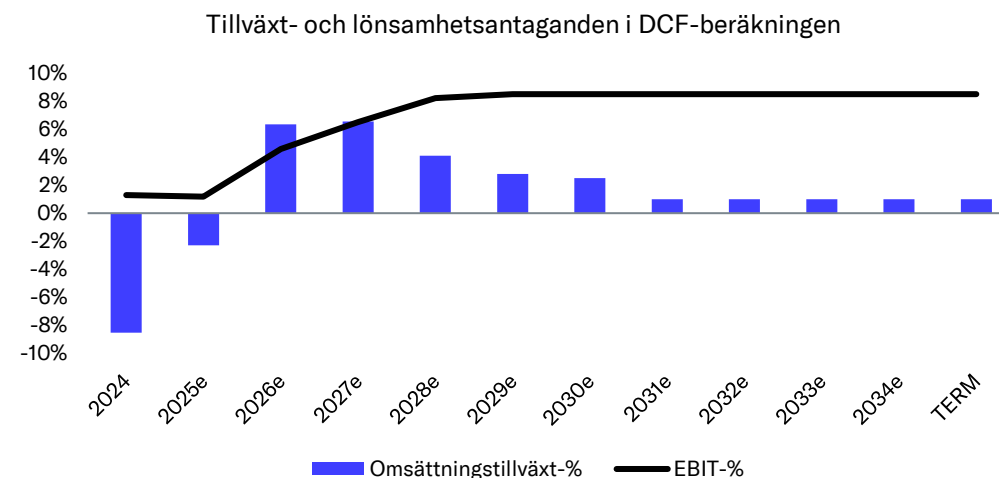
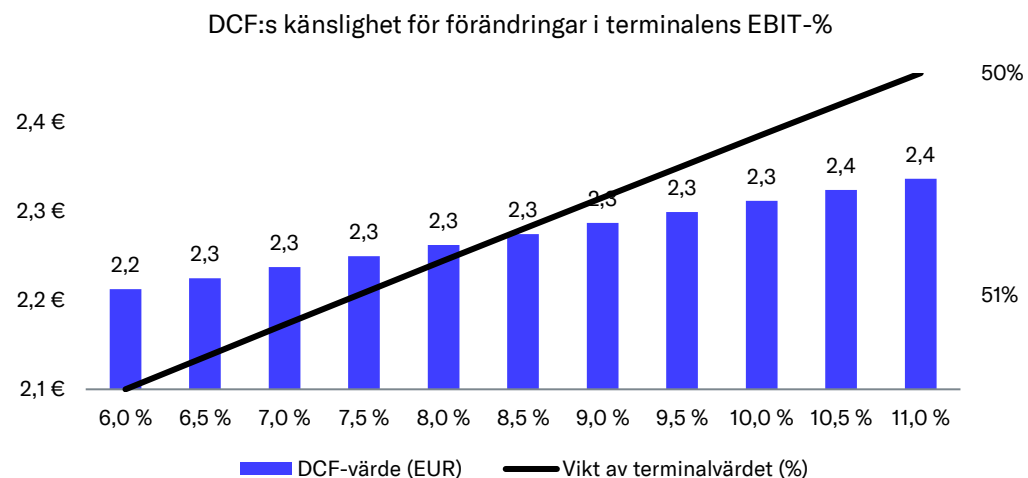
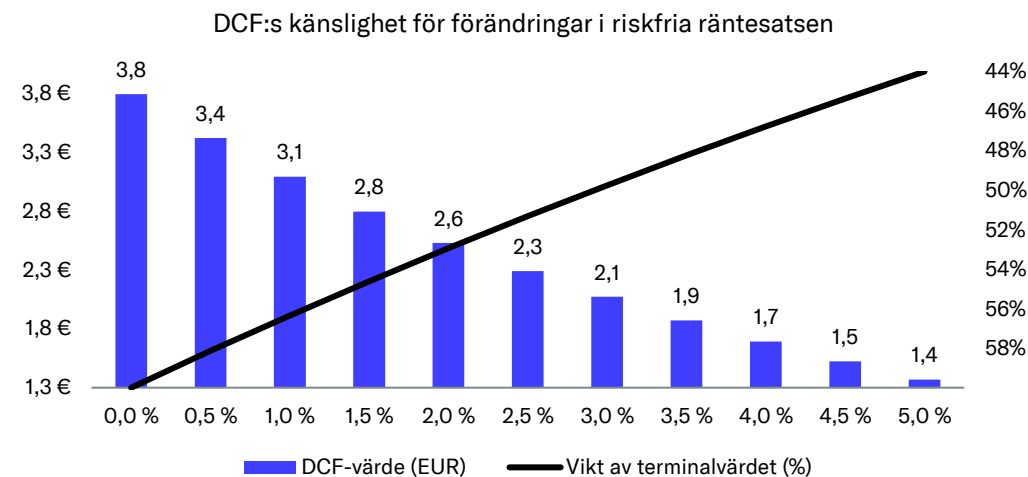
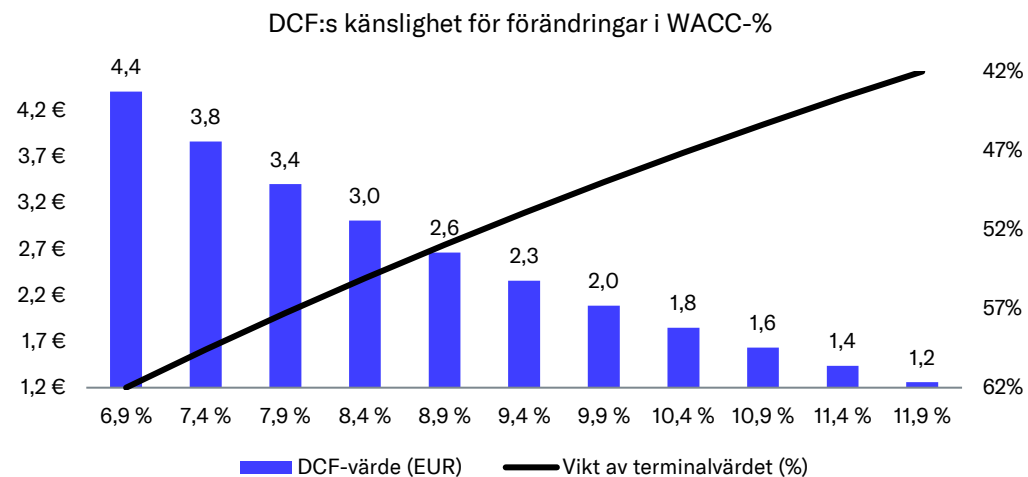
Kapitalkostnad (WACC)

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

Källa: Inderes



DCF:s känslighet och väsentliga antaganden i grafer



Källa: Inderes Observera att terminalvärdets vikt (%) visas på en omvänd skala för tydlighetens skull.

Sammanfattning

Resultaträkning	2022	2023	2024	2025e	2026e	Tal per aktie	2022	2023	2024	2025e	2026e
Omsättning	204,4	210,9	192,9	188,5	200,4	EPS (rapporterad)	0,22	0,16	-0,07	-0,08	0,07
EBITDA	23,8	23,2	15,6	14,3	19,7	EPS (justerad)	0,34	0,21	-0,01	-0,03	0,07
EBIT	13,2	11,7	2,5	2,2	9,2	Operativt kassaflöde/aktie	0,50	0,56	0,60	0,33	0,39
Vinst före skatt	10,3	7,1	-3,4	-3,9	3,1	Operativt fritt kassaflöde/aktie	-0,51	0,25	0,33	0,10	0,16
Nettovinst	7,8	5,6	-2,6	-3,0	2,5	Eget kapital/aktie	3,29	3,35	3,22	3,13	3,20
Engångsposter	-4,3	-1,9	-2,1	-2,0	0,0	Utdelning/aktie	0,10	0,00	0,00	0,00	0,02
Balansräkning	2022	2023	2024	2025e	2026e	Tillväxt och lönsamhet	2022	2023	2024	2025e	2026e
Balansomslutning	280,7	278,4	267,1	258,9	261,5	Omsättningstillväxt-%	14%	3%	-9%	-2%	6%
Eget kapital	116,9	119,6	115,3	112,3	114,8	EBITDA tillväxt-%	-8%	-2%	-33%	-9%	38%
Goodwill	157,6	158,0	158,6	158,6	158,6	EBIT (just.) tillväxt-%	-8%	-22%	-66%	-8%	119%
Nettoskulder	85,6	83,1	77,1	78,0	76,8	EPS (just.) tillväxt-%	16%	-39%	-106%	126%	-339%
Kassaflöde	2022	2023	2024	2025e	2026e	EBITDA-%	11,6 %	11,0 %	8,1 %	7,6 %	9,8 %
EBITDA	23,8	23,2	15,6	14,3	19,7	EBIT (just.)-%	8,5 %	6,4 %	2,4 %	2,2 %	4,6 %
Förändring i rörelsekapital	-3,0	-0,7	6,9	-2,0	-3,8	EBIT-%	6,4 %	5,5 %	1,3 %	1,2 %	4,6 %
Operativt kassaflöde	17,9	20,1	21,4	11,8	13,9	ROE-%	6,8 %	4,7 %	-2,2 %	-2,6 %	2,2 %
Investeringar	-36,1	-11,1	-9,6	-8,0	-8,0	ROI-%	6,4 %	5,4 %	1,2 %	1,1 %	4,5 %
Fritt kassaflöde	-18,2	9,0	11,7	3,8	5,9	Soliditet	41,6 %	42,9 %	43,2 %	43,4 %	43,9 %
Värderings multiplar	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettoskultsättningsgrad	73,2 %	69,5 %	66,9 %	69,4 %	66,9 %
EV/Sales	1,3	0,9	1,0	0,9	0,8						
EV/EBITDA	11,3	8,2	11,9	11,6	8,3						
EV/EBIT (just.)	15,4	14,5	40,6	39,4	17,9						
P/E (just.)	15,0	15,2	neg.	neg.	35,8						
P/B	1,6	0,9	0,9	0,8	0,8						
Direktavkastning-%	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %						
Källa. Inderes											

Disclaimer and recommendation history

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rekommendationshistoria (> 12 mån.)

Datum	Rekommendation	Riktkurs	Aktiepris
3/29/2021	Minska	8,60 €	8,50 €
5/20/2021	Öka	9,30 €	8,78 €
8/26/2021	Öka	9,30 €	8,27 €
11/11/2021	Öka	9,30 €	8,33 €
3/3/2022	Öka	7,60 €	6,50 €
5/4/2022	Öka	7,20 €	6,05 €
5/19/2022	Köp	7,20 €	5,74 €
8/18/2022	Öka	6,50 €	5,50 €
10/27/2022	Köp	5,50 €	3,90 €
11/2/2022	Köp	5,50 €	4,15 €
11/29/2022	Öka	5,50 €	4,75 €
3/1/2023	Öka	5,40 €	4,89 €
5/10/2023	Öka	5,10 €	4,40 €
8/17/2023	Köp	5,00 €	4,00 €
9/5/2023	Köp	5,00 €	3,99 €
10/20/2023	Öka	4,00 €	3,38 €
11/3/2023	Öka	3,30 €	2,88 €
2/28/2024	Öka	3,00 €	2,65 €
5/10/2024	Öka	3,20 €	2,88 €
7/15/2024	Minska	2,90 €	2,80 €
8/1/2024	Minska	2,70 €	2,89 €
8/14/2024	Minska	2,50 €	2,42 €
11/8/2024	Minska	2,50 €	2,41 €
1/24/2025	Minska	2,70 €	2,85 €
2/13/2025	Minska	2,50 €	2,42 €
5/14/2025	Minska	2,40 €	2,37 €
8/14/2025	Minska	2,30 €	2,45 €



CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

Inderes connects investors and listed companies.

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

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

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

Inderes was created by investors, for investors.

Inderes Ab
Brunnsgatan
Stockholm
+358 10 219 4690

inderes.se

**inde
res.**