

SITOWISE

13.02.2025 07.00 EET

Översättning av "Tulostrendi on negatiivinen" rapporten,
publicerad 13/2/2025



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



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

INDERES FÖRETAGSKUND

FÖRETAGSRAPPORT



Resultattrenden är negativ

Vi sänker Sitowises riktkurs till EUR 2,50 euro (tidigare EUR 2,70) och vi upprepar vår Minska rekommendation efter bolagets Q4 resultat. Sitowises år 2024 var klart sämre än väntat och baserat på utsikterna kommer 2025 fortfarande att vara resultatmässigt svagt. Lönsamhetsutmaningarna för Byggverksamheten och verksamheten i Sverige fortsätter tills vidare och en vändning till det bättre kräver, utöver förbättringar i den operativa prestandan, även stöd från marknaden. Med tanke på riskerna i verksamheten och den osäkra resultatutvecklingen ser vi inte att aktiens riskjusterad avkastning är attraktiv för tillfället.

Svagt resultat under årets sista kvartal

Sitowises omsättning sjönk med 8 % under Q4 till 48,8 MEUR (Q4'23: 52,8 MEUR) och har minskat sex kvartal i rad. Den förväntade omsättningsnedgången under Q4 berodde bl.a. på att julhelgerna inföll ogynnsamt för arbetsgivaren, men operativt påverkades den mer av den otillräckliga orderstocken och den svaga marknadssituationen i byggverksamheten i Sverige och Finland. Orderstocken minskade med 8 % under Q4 och det finns för få tecken på en vändning i omsättningstillväxten. Tillväxt behövs, eftersom lönsamheten var betydligt under förväntningarna. Justerad EBITA sjönk till 1,2 MEUR under Q4 och marginalen till 2,5 % (Q4'23: 4,5 %). Med tanke på den svaga jämförelseperioden var kvartalets resultat svagt och justerad EBITA var 65 % under våra prognoser (prognos: 3,5 MEUR) och marginalen med flera procent (prognos: 7,0 %). Den svaga lönsamheten och prognosmissen beror på en lägre debiteringsgrad på grund av julens tajming och den svaga marknadssituationen på byggmarknaden, men även projektutmaningar som återigen uppstått under kvartalet. Enligt Sitowise telekonferens verkar projektutmaningarna vara mer marknadsdrivna, men deras återkomst kvartal efter kvartal väcker oro angående sundheten i Sitowises verksamhet (särskilt i Sverige).

Brist på guidance ökar osäkerheten

Utöver det savag resultatet gav Sitowise ingen guidance för 2025. Enligt Sitowise finns det osäkerhet kring tidpunkten för återhämtningen på byggmarknaden och omsättningen kan därmed inte uppskattas tillförlitligt. Vi anser att bristen på guidance är negativt och i kombination med resultatet, som var lägre än väntat, väcker det oro över Sitowises riktning eller brist på riktning. Utebliven guidance och de utmanande utsikterna sänkte våra prognoser för de närmaste åren tydligt.

Baserat på utsikterna förväntar vi oss att Sitowises tillväxt startar först från och med 2026 (+9 %) och tillväxten fortsätter även under 2027 (+7 %). Med ökade volymer och debiteringsgrader stiger lönsamheten till närmare 9 % (EBITA-%) från cirka 5 % föregående år (24e). Detta ligger även närmare Sitowises normaliserade nivå (9-10 %). Trots den goda EBITA-tillväxten kommer stora och fortfarande ökande finansieringskostnader att tära på en stor del av nettoresultatet under de närmaste åren. De största riskerna med våra prognoser är relaterade till en fördröjd marknadsåterhämtning, fortsatta interna utmaningar för Sitowise och inflationstryck (löner).

Värderingen är utmanande de närmaste åren, men det finns potential

Sitowises värdering för innevarande år är utmanande på grund av det svaga resultatet och vi betonar därför 2026 års mer normala vinstnivå i vår värdering. Under 2026 kommer värderingen att sjunka på grund av vinststillväxt (26e, genomsnitt: EV/EBITDA: 6x, P/E: 12x), men är dock bara på en neutral nivå. Baserat på nästa år och värderingsnivån vi accepterar (EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x) finns det knappt någon uppsida i aktien och utdelningen stöder inte heller den förväntade avkastningen. Värdet av vår DCF är högre än nuvarande aktiekursen (EUR 3,3), 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 2,50

(tidigare EUR 2,70)

Aktiekurs:

2,49

Affärsrisk



Värderingsrisk



	2024	2025e	2026e	2027e
Omsättning	192.9	191.2	207.6	221.1
tillväxt-%	-9%	-1%	9%	7%
EBITA just.	9.6	12.9	17.4	20.3
EBITA-% just.	5.0 %	6.8 %	8.4 %	9.2 %
Nettoresultat	-2.6	2.3	7.0	10.1
EPS (just.)	-0.01	0.08	0.20	0.28

P/E (just.)	neg.	31.1	12.4	8.6
P/B	0.9	0.7	0.7	0.7
Direktavkastning-%	0.0 %	4.1 %	5.8 %	7.9 %
EV/EBIT (just.)	40.6	16.8	10.4	7.9
EV/EBITDA	11.9	7.9	6.1	5.3
EV/Sales	1.0	0.8	0.7	0.7

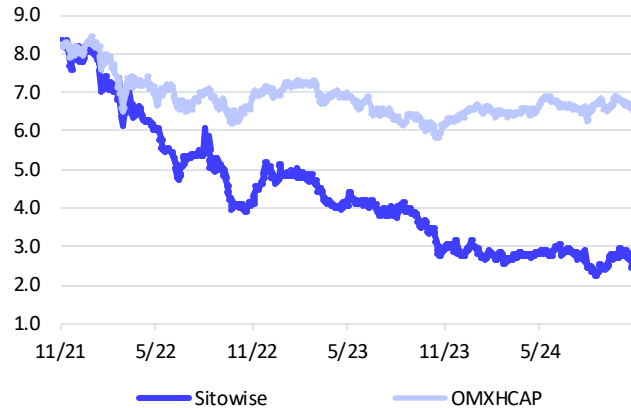
Källa: Inderes

Guidance

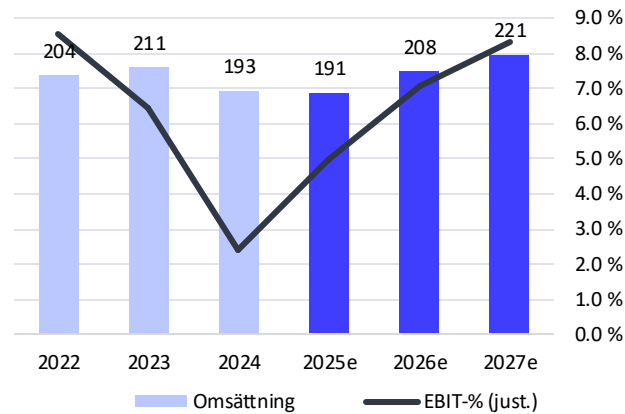
(Ny guidance)

Ingen guidance på grund av osäkerhet på marknaden

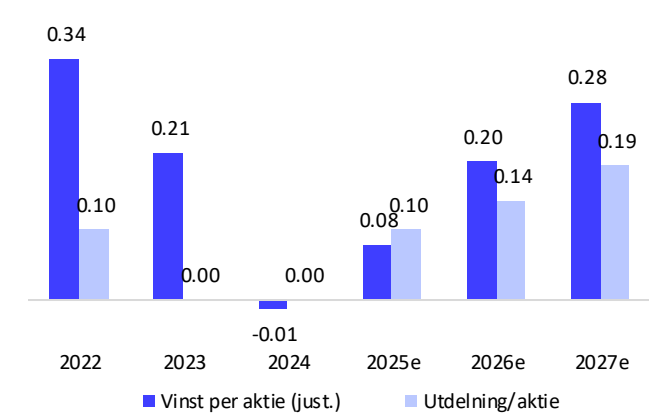
Aktiekurs



Omsättning och rörelseresultat-%



Vinst per aktie och utdelning



Värddrivare

- 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 marknaden
- Misslyckade förvärv
- Skuldsättningsgrad och finansiering av tillväxt

Värderingsnivå	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs	2.42	2.42	2.42
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	87	87	87
EV	160	153	146
P/E (just.)	31.1	12.4	8.6
P/B	0.7	0.7	0.7
EV/Sales	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.9	6.1	5.3
EV/EBIT (just.)	16.8	10.4	7.9
Utdelning/resultat (%)	156.8 %	71.6 %	67.7 %
Direktavkastning-%	4.1 %	5.8 %	7.9 %

Källa: Inderes

Estimaterna missades tydligt

Omsättning minskar på grund av marknadsutmaningar

Sitowises omsättning sjönk med 8 % under Q4 till 48,8 MEUR (Q4'23: 52,8 MEUR), och var 1 % svagare än våra förväntningar. Omsättningen minskade nu för sjätte kvartalet i rad och nedgången har ännu inte avtagit nämnvärt. Den organiska omsättningen minskade med 9,4 % under kvartalet.

Omsättningsminskningen under Q4 berodde bl.a. på att julhelgerna inföll vid en ogynnsam tidpunkt för arbetsgivaren, men operativt har den otillräckliga orderstocken och svaga marknadssituationen inom byggverksamheten i Sverige och Finland haft en större inverkan. I Sverige sjönk omsättningen med 17 % till 9,6 MEUR och i byggverksamheten med 15 % till 13,6 MEUR. Utvecklingen inom konstruktionsprojektering har varit särskilt svag, även om Sitowise redan har sett en viss återhämtning inom byggprojektledning och renoveringsbyggnad.

Omsättningen i Digitala lösningar var i linje med förväntningarna på samma nivå som under jämförelseperioden (-0,2 %, 7,6 MEUR). Inom produktverksamheten för digitala lösningar har utvecklingen visserligen varit positiv, men projekten har tyngts av hård konkurrens och den svaga ekonomin. Inom Infra ökade omsättningen, till skillnad från övriga segment, med 3 % och stöder nu Sitowise i den svaga konjunkturen. Infra har också fått flera viktiga order under året, vilket stöder segmentets utveckling väl även i år.

Sitowises orderstock minskade med 8 % från jämförelseperioden till 151 MEUR vilket återspeglar en svagare utsikt, särskilt på byggmarknaden in Finland och Sverige. Återhämtningen på marknaden borde snabbt avspeglas i Sitowises orderbok (design- och utvecklingsfasen börjar först), men hittills finns det inga tydliga tecken på en vändning, även om jämförelseperioderna börjar bli svaga.

Sitowises just. EBITA sjönk, i motsats till förväntningarna, till 1,2 MEUR i Q4 och marginalen föll till 2,5 % (Q4'23: 4,5 %). Med tanke på den svaga jämförelseperioden var kvartalets resultat svagt och justerade EBITA var 65 % under våra prognoser (prognos: 3,5 MEUR) och marginalen med flera procent (prognos: 7,0 %).

Den svaga lönsamheten och prognosmissen beror på den lägre debiteringsgraden under julen, den svaga marknadssituationen på bygnmarknaden, men också projektutmaningar som återigen uppstått under kvartalet. Enligt rapporten har projektkostnaderna överskridit förväntningarna och förutsättningarna för genomförandet av vissa befintliga projekt har försämrats, vilket ledde till försämrade resultat för byggverksamheten och Sverige. Enligt rapporten var både bygg- och svenska verksamheten förlustbringande under kvartalet. På den positiva sidan uppnådde Infraverksamheten och Digitala lösningar mer än målnivån (+12% EBITA).

Mycket svag resultatnivå

Prognostabell	Q4'23	Q4'24	Q4'24e	Q4'24e	Konsensus	Skilnad (%)	2024
MEUR/EUR	Jämförelse	Utfall	Inderes	Konsensus	Lägst Högst	Utfall vs. Inderes	Utfall
Omsättning	52.8	48.8	49.5			-1%	192.9
EBITA (just.)	2.4	1.2	3.5			-65%	9.6
EBITA	1.3	0.9	3.1			-71%	7.4
EBIT	0.3	-0.4	2.1			-119%	2.5
Vinst före skatt	-1.0	-2.1	0.6			-478%	-3.4
Vinst per aktie (rapporterad)	-0.02	-0.05	0.01			-506%	-0.07
Utdelning/aktie	0.00	0.00	0.00				0.00
Omsättningstillväxt-%	-8.3 %	-7.6 %	-6.2 %			-1.4 procentenhet	-0.9 %
EBITA-% (just.)	4.5 %	2.5 %	7.0 %			-4.5 procentenhet	5.0 %

Källa: Inderes

Utebliven guidance är ett tecken på bristande riktning

På grund av Sitowises otillräckliga arbetsbörda minskade debiteringsgraden till 72,5 % under Q4 (Q4'23: 72,6%) och 72,6% under hela året, vilket är en svag nivå med Sitowises mått (historiskt genomsnitt på cirka 76%). På konsumentens sida fortsatte lönetrycket och hårda priskonkurrensen gjorde prissättningen svårare. Utöver de svaga rapporterade resultaten i de lägre raderna gjorde de höga finansiella kostnaderna att nettoresultatet var klart negativt och vinst per aktie var EUR -0.04 (prognos: EUR 0,01). Sitowise justerad EBITA för hela året var 9,6 MEUR (EBITA %: 5 %) och nettoresultatet sjönk till -2,7 MEUR. Detta var det första förlustbringande året i Sitowises dokumenterade börshistorik.

Kassaflödet förbättrades mot slutet av året som förväntat

Det operativa kassaflödet var 10,9 MEUR under Q4 (Q4'23: 11,3 MEUR) och förbättrades säsongsmässigt mot slutet av året. Tack vare kassaflödet var bolagets ekonomiska situation stabil jämfört med tidigare kvartal, vilket var positivt. Sitowises solvenssiffror ligger på en relativt god nivå (Q4 soliditet: 43 %,

skuldsättningsgrad: 46 %). I slutet av kvartalet var kassareserverna 17,5 MEUR (Q4'23: 15,6 MEUR) och likviditetssituationen är fortfarande relativt god, om det inte uppstår några oväntade utbetalningar.

Bolagets skuldsättningsgrad (nettoskuld/justerad EBITDA) var 5x under Q4 (målet under 2,5x). Denna siffra är mycket hög och väcker oro över bolagets finansiella avtal. I bolagets finansieringsavtal om 100 MEUR är nettoskuld/EBITDA ett av villkoren och bolaget har förhandlat med sina finansörer om en tillfällig ändring av avtalsvillkoren. Vi tror dock inte att villkoren kan tänjas ut i det oändliga och företagets resultat måste också vända så att de finansiella siffrorna kan vända till det bättre.

Finansieringspaketet löper ut i mars 2026 och bolaget förhandlar för närvarande om en fortsättning på avtalet. Med tanke på finansieringens kontinuitet och pris vore en förbättrad resultatutveckling nödvändig redan i år.

Ingen guidance, vilket tyder på osäkerhet och brist på riktning

Utöver det svaga resultatet beslutade Sitowise att inte ge någon

guidance för 2025. Enligt Sitowise finns det osäkerhet kring tidpunkten för återhämtningen på byggmarknaden och omsättningen kan därmed inte uppskattas tillförlitligt. Enligt utsikterna är situationen svag för byggverksamheten och Sverige, men stabil för Digitala lösningar och Infra. Sammantaget kan H1'25 fortfarande förväntas vara utmanande och den förväntade återhämtningen under andra halvåret ser nu alltmer osannolik ut. Bristen på guidance är enligt vår uppfattning klart negativ och i kombination med resultatet, som var lägre än väntat, väcker det oro över Sitowises riktning eller brist på riktning.

Utebliven guidance och utsikterna sänkte våra estimat

Estimatförändringar

- Vi sänkte de operativa resultatförväntningarna för de kommande åren med cirka 10 % baserat på guidance och utsikter
- På de lägre raderna sjönk prognoserna kraftigare på grund av de höjda finansieringskostnaderna
- Vi förväntar oss att resultatet förbättras under 2025 när årliga besparingar på 3,5 MEUR, bortfallet av engångskostnader från 2024 (nedskrivningar på projekt) och en gradvis återhämtning på marknaden stöder lönsamheten, även om vi inte förväntar oss någon omsättningstillväxt
- Första halvåret är svagare än andra halvåret på grund av minskade arbetstimmar, en svag marknad och en lägre orderstock
- Under 2026 förväntar vi oss att marknadstillväxten återhämtar sig tydligt och stöder Sitowises lönsamhetsförbättring

Drivkrafter för operativ prestanda

- Återhämtningen av marknaden från år av nedgång stöder den ökade tillväxten under 2025-2027
- Växande omsättning och marknad stöder en ökning i debiteringsgraden
- Betydande hävstången från tillväxt och affärsmodellen förbättrar möjligheterna till vinsttillväxt
- Förväntningar om en uppgång mot en mer normal resultatnivå under de kommande åren (2026-2027)
- Mångsidiga förvärvsmöjligheter i en fragmenterad sektor och marknad, när den finansiella och operativa situationen har förbättrats

Prognosförändringar	2024	2024e	Förändring	2025e	2025e	Förändring	2026e	2026e	Förändring
MEUR/EUR	Inderes	Utfall	%	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%
Omsättning	194	193	0%	197	191	-3%	213	208	-3%
EBITDA	17.7	15.6	-12%	21.1	20.3	-3%	26.6	25.0	-6%
EBITA (just.)	11.8	9.6	-19%	14.0	12.9	-8%	18.9	17.4	-8%
EBITA	9.6	7.4	-23%	13.5	12.4	-8%	18.9	17.4	-8%
Vinst före skatt	-0.7	-3.4	-365%	5.0	2.9	-41%	11.5	8.9	-22%
Vinst per aktie (utan engångsposter)	0.04	-0.01	-134%	0.12	0.08	-36%	0.25	0.20	-22%
Utdelning/aktie	0.00	0.00		0.10	0.10	0%	0.14	0.14	0%

Värderingen lockar inte till att ta risker

Absoluta multiplar är utmanande

Sitowises värdering för 2025 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 (2026e: EV/EBITDA: 6x, P/E: 12x), men är som mest neutrala. Under närmaste åren borde Sitowises prestation och lönsamhetsnivå gradvis förbättras närmare bolagets normala lönsamhetsnivå (EBITA %: 9-10%), varför 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) finns det inte nämnvärt utrymme för uppsida i aktien.

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 marknads 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.

Utdelningen pausas tills den ekonomiska situationen förbättras

Sitowises utdelning är noll från 2024 års resultat och därmed stöder det inte avkastningsförväntningarna på kort sikt. Vi förväntar oss att bolaget återgår till utdelningsbetalningar under 2026 (direktavkastning-% 25e: 3,5 %), men detta är i hög grad beroende av bolagets resultat och förhandlingarna om finansieringen som förfaller år 2026. För närvarande kan utdelningen således inte ses som ett stöd för aktiens förväntade avkastning.

Jämförelsegruppens värderingsnivå

Jämfört med jämförelsegruppen prissätts Sitowise också med en rabatt på cirka 25 %. Jämförelseföretagens median värdering för 2026 (P/E: 17x, EV/EBITDA: 9x) ser vi dock som utmanande. 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 historik (t.ex. Sweco), vilket betyder att det är acceptabelt att jämförelsebolagen prissätts klart högre. Med tanke på utmaningarna i verksamheten och den nuvarande svaga lönsamheten är rabatten motiverad för Sitowise och vi tycker inte aktien har utrymme för tillväxt på basis av relativvärderingen.

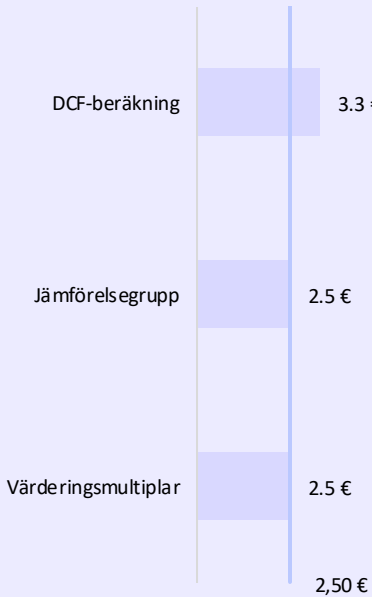
DCF-värdering

Vi ger också tyngd åt kassaflödesmodellen (DCF) i värderingen. Enligt vår DCF-modell är aktiens värde EUR 3,3, 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 målnivå (+12 %). Våra lönsamhetsförväntningar är optimistiska i förhållande till den nuvarande prestationen, men måttliga jämfört med historiken och potentialen. Kapitalkostnaden (WACC) vi använder är 9,2 % (tidigare 9,0 %). Vi höjde den något på grund av Sitowises ökade risker och fortsatta svaga prestation.

Värderingsnivå	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs	2.42	2.42	2.42
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	87	87	87
EV	160	153	146
P/E (just.)	31.1	12.4	8.6
P/B	0.7	0.7	0.7
EV/Sales	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.9	6.1	5.3
EV/EBIT (just.)	16.8	10.4	7.9
Utdelning/resultat (%)	156.8 %	71.6 %	67.7 %
Direktavkastning-%	4.1 %	5.8 %	7.9 %

Källa: Inderes

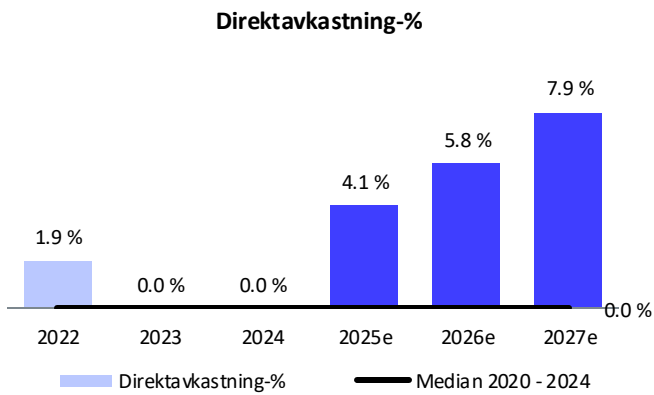
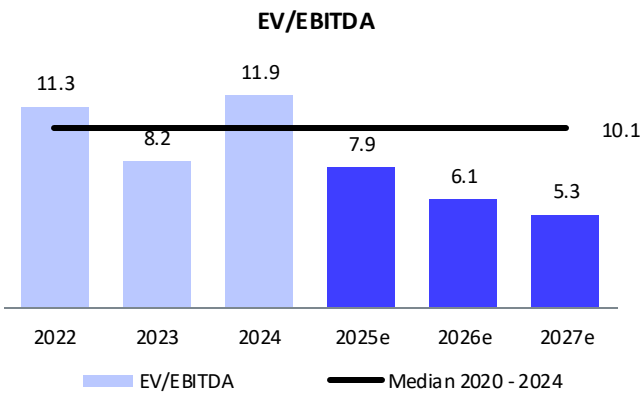
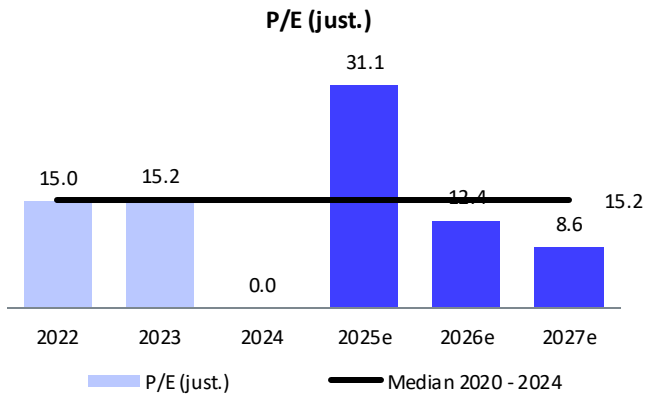
Fastställande av riktkurs



Värderingstabell

Värderingsnivå	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktiekurs		8.05	5.14	3.18	3.05	2.42	2.42	2.42	2.42
Antal aktier, miljoner	35.1	35.4	35.5	35.6	35.8	35.8	35.8	35.8	35.8
Börsvärde		285	182	113	109	87	87	87	87
EV	101	345	268	197	186	160	153	146	139
P/E (just.)	0.0	27.4	15.0	15.2	neg.	31.1	12.4	8.6	7.5
P/B	0.0	2.5	1.6	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/Sales	0.6	1.9	1.3	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.8	13.3	11.3	8.2	11.9	7.9	6.1	5.3	4.8
EV/EBIT (just.)	5.9	18.2	15.4	14.5	40.6	16.8	10.4	7.9	6.9
Utdelning/resultat (%)	0.0 %	45.2 %	45.2 %	0.0 %	0.0 %	156.8 %	71.6 %	67.7 %	45.0 %
Direktavkastning-%		1.2 %	1.9 %	0.0 %	0.0 %	4.1 %	5.8 %	7.9 %	6.0 %

Källa: Inderes



Värdering av jämförelsegrupp

Värdering av jämförelsegrupp	Börsvärde	EV	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Sales		P/E		Direktavkastning-%		P/B
Företag	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Sweco AB	5366	5945	27.1	23.2	19.8	17.5	2.4	2.2	33.5	28.7	1.6	1.9	5.8
Afry AB	1540	2152	14.6	12.7	9.2	8.7	0.9	0.9	14.9	14.1	3.7	3.9	1.4
Rejlers AB	282	345	15.0	13.4	9.0	7.9	1.0	0.9	16.9	14.2	2.9	3.3	1.8
Solwers Oyj	48	65	13.4	12.9	8.2	7.1	1.0	0.7	15.1	15.3	1.3	2.2	0.8
Etteplan Oyj	275	355	13.5	16.4	7.8	8.8	1.0	1.0	14.3	20.5	3.1	1.9	2.4
Norconsult ASA	1030	1076	17.1	16.7	10.7	10.4	1.4	1.4	20.2	18.4	2.4	3.4	6.2
Sitowise (Inderes)	87	160	16.8	10.4	7.9	6.1	0.8	0.7	31.1	12.4	4.1	5.8	0.7
Genomsnitt			16.8	15.9	10.8	10.1	1.3	1.2	19.2	18.5	2.5	2.8	3.1
Median			14.8	14.9	9.1	8.7	1.0	1.0	16.0	16.9	2.6	2.8	2.1
Skilnad-% till median			14%	-30%	-14%	-30%	-15%	-22%	94%	-27%	57%	108%	-65%

Källa: Refinitiv / Inderes

Resultaträkning

Resultaträkning	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	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	42.1	51.2	191.2	207.6	221.1	230.3
Infra	60.0	65.6	17.0	18.0	15.5	17.9	68.4	17.3	18.6	16.2	19.1	71.2	73.4	75.2	76.7
Byggverksamhet	79.4	70.8	16.1	15.5	12.2	13.6	57.4	14.0	14.6	11.8	13.9	54.3	61.4	68.7	72.2
Digitala lösningar	22.1	29.9	7.0	7.0	6.5	7.6	28.1	7.1	7.2	6.8	8.2	29.3	33.7	36.3	38.1
Sverige	42.9	44.5	11.4	10.4	7.7	9.6	39.1	9.7	9.5	7.3	10.0	36.4	39.1	40.9	43.4
EBITDA	23.8	23.2	5.1	4.3	3.3	3.0	15.6	4.9	4.9	5.2	5.3	20.3	25.0	27.7	28.8
Avskrivningar och nedskrivningar	-10.6	-11.5	-3.1	-3.2	-3.5	-3.3	-13.2	-2.9	-2.9	-2.8	-2.7	-11.3	-10.3	-9.3	-8.6
EBITA (just.)	20.4	17.0	3.4	2.6	2.4	1.2	9.6	3.1	3.0	3.3	3.5	12.9	17.4	20.3	21.5
EBITA	16.1	15.3	3.1	2.2	1.3	0.9	7.4	2.9	2.9	3.2	3.4	12.4	17.4	20.3	21.5
EBIT	13.2	11.7	2.0	1.1	-0.2	-0.4	2.5	2.0	2.0	2.4	2.6	9.0	14.7	18.4	20.2
Netto finansieringskostnader	-2.9	-4.6	-1.2	-1.3	-1.6	-1.7	-5.8	-1.4	-1.5	-1.6	-1.6	-6.1	-5.8	-5.6	-5.4
Vinst före skatt	10.3	7.1	0.7	-0.2	-1.8	-2.1	-3.4	0.6	0.5	0.8	1.0	2.9	8.9	12.8	14.8
Skatt	-2.4	-1.6	-0.2	0.0	0.4	0.5	0.7	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.6	-1.9	-2.8	-3.2
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	0.4	0.4	0.6	0.8	2.3	7.0	10.1	11.6
Vinst per aktie (justerad)	0.34	0.21	0.03	0.01	-0.01	-0.04	-0.01	0.02	0.01	0.02	0.02	0.08	0.20	0.28	0.32
Vinst per aktie (rapporterad)	0.22	0.16	0.02	0.00	-0.04	-0.05	-0.07	0.01	0.01	0.02	0.02	0.06	0.20	0.28	0.32

Nyckeltal	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	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 %	-2.1 %	0.8 %	5.1 %	-0.9 %	8.5 %	6.5 %	4.2 %
Adjusted EBITA growth-%		-16.6 %	-28.3 %	-56.9 %	-50.4 %	-78.7 %	-43.8 %	-9.2 %	18.9 %	36.3 %	194.7 %	35.3 %	34.6 %	16.5 %	6.1 %
EBITDA-%	11.6 %	11.0 %	9.9 %	8.4 %	7.9 %	6.1 %	8.1 %	10.1 %	9.9 %	12.4 %	10.4 %	10.6 %	12.0 %	12.5 %	12.5 %
Adjusted EBITA-%	10.0 %	8.1 %	6.6 %	5.0 %	5.8 %	2.5 %	5.0 %	6.4 %	6.1 %	7.9 %	6.9 %	6.8 %	8.4 %	9.2 %	9.3 %

Balansräkning

Tillgångar	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Anläggningstillgångar	202	198	195	192	189
Goodwill	158	159	159	159	159
Immateriella tillgångar	11.9	11.6	9.2	6.5	4.6
Anläggningstillgångar	29.3	25.3	24.4	23.9	23.5
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	74.1	80.3
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	50.7	55.0	58.6
Likvida medel	15.6	17.5	13.4	18.5	21.1
Balansomslutning	278	267	260	266	270

Källa: Inderes

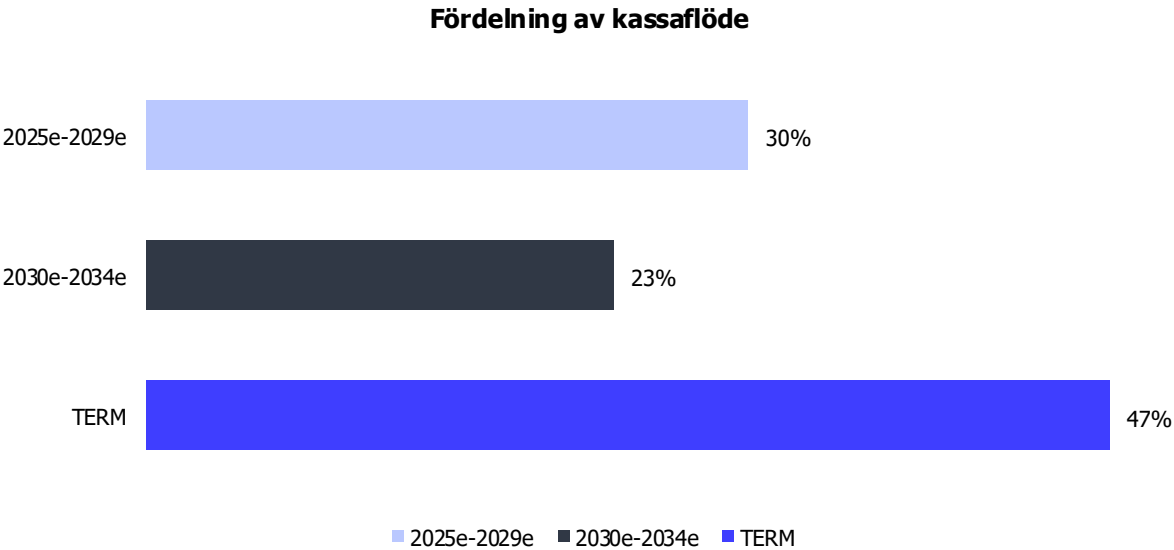
Skulder	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Eget kapital	120	115	118	121	126
Aktiekapital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Fonderade vinstmedel	25.8	23.3	25.5	29.0	34.0
Lån i eget kapital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uppskrivningsfond	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
Övrigt eget kapital	93.2	92.0	92.0	92.0	92.0
Minoritetsandel	0.3	0.0	0.0	0.0	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	60.7	63.5	67.3
Räntebärande skulder	8.2	8.4	6.8	5.0	5.0
Kortfristiga icke räntebärande skulder	58.3	55.5	53.5	58.1	61.9
Övriga kortfristiga skulder	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Balansomslutning	278	267	260	266	270

DCF-värdering

DCF-modell	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Omsättningstillväxt-%	-8.5 %	-0.9 %	8.5 %	6.5 %	4.2 %	2.5 %	2.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %
EBIT-%	1.3 %	4.7 %	7.1 %	8.3 %	8.8 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %
EBIT	2.5	9.0	14.7	18.4	20.2	21.2	21.7	21.9	22.1	22.3	22.6	
+ Totala avskrivningar	13.2	11.3	10.3	9.3	8.6	8.1	7.8	7.6	7.4	7.3	7.2	
- Betalda skatter	0.1	-0.6	-1.9	-2.8	-3.2	-3.4	-3.5	-3.5	-3.6	-3.6	-3.7	
- Skatt, finansieringskostnader	-1.2	-1.3	-1.2	-1.2	-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	-1.9	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	
Operativt kassaflöde	21.4	16.4	22.1	23.9	24.6	24.9	24.9	24.8	24.8	24.8	24.9	
+ 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	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.2	
Fritt operativt kassaflöde	12.2	8.4	15.1	16.9	17.6	17.9	17.9	17.8	17.8	17.8	17.8	
+/- 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	8.4	15.1	16.9	17.6	17.9	17.9	17.8	17.8	17.8	17.8	220
Diskonterat fritt kassaflöde		7.8	12.8	13.2	12.5	11.7	10.7	9.7	8.9	8.2	7.5	92.6
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde		196	188	175	162	149	138	127	117	108	100	92.6
Skuldfritt börsvärde DCF	196											
- Räntebärande skulder		-94.6										
+ Likvida medel		17.5										
- Minoritetsandel		0.0										
- Utdelning/återbetalning av kapital		0.0										
Värdet på eget kapital DCF	118											
Värdet på eget kapital DCF per aktie	3.3											

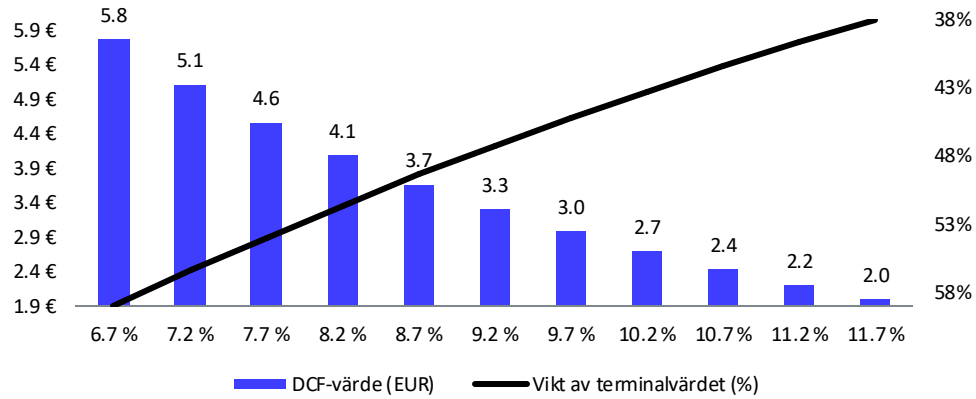
Kapitalkostnad (WACC)	
Skatt-% (WACC)	20.0 %
Mål för skuldkvot D/(D+E)	20.0 %
Skuldkostnad	5.5 %
Företagets Beta	1.40
Marknadens riskpremie	4.75%
Likviditetspremie	1.20%
Riskfri räntesats	2.5 %
Kapitalkostnad	10.4 %
Vägd genomsnittlig kapitalkostnad (WACC)	9.2 %

Källa: Inderes

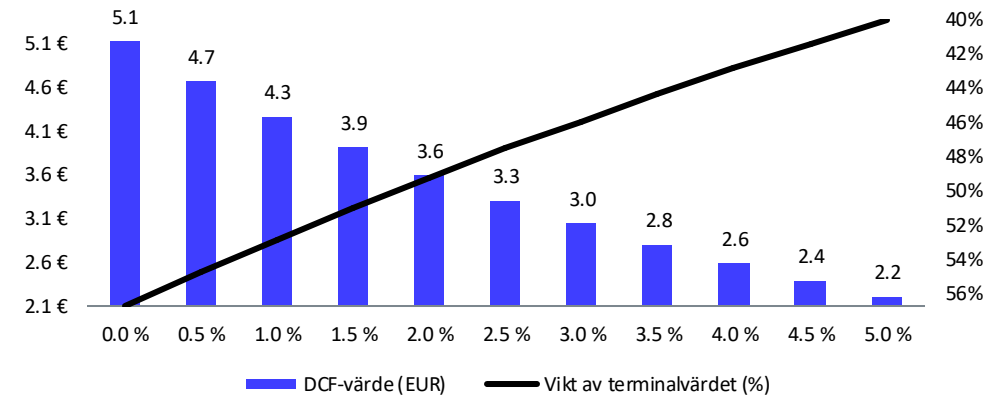


DCF:s känslighet och väsentliga antaganden i grafer

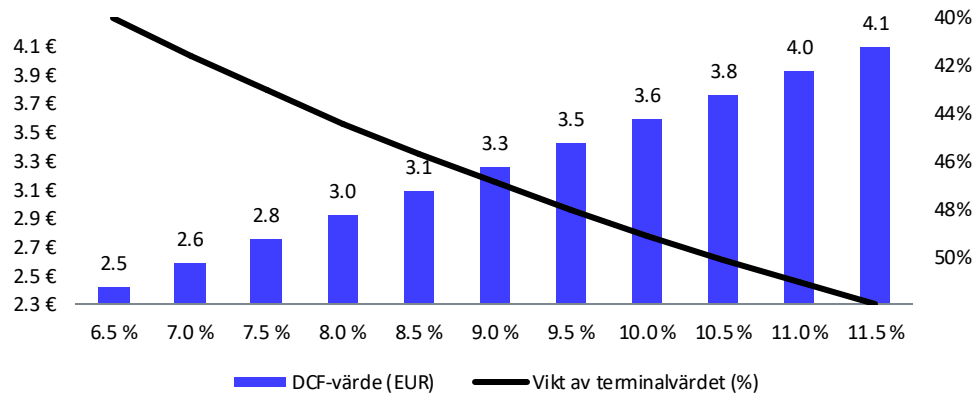
DCF:s känslighet för förändringar i WACC-%



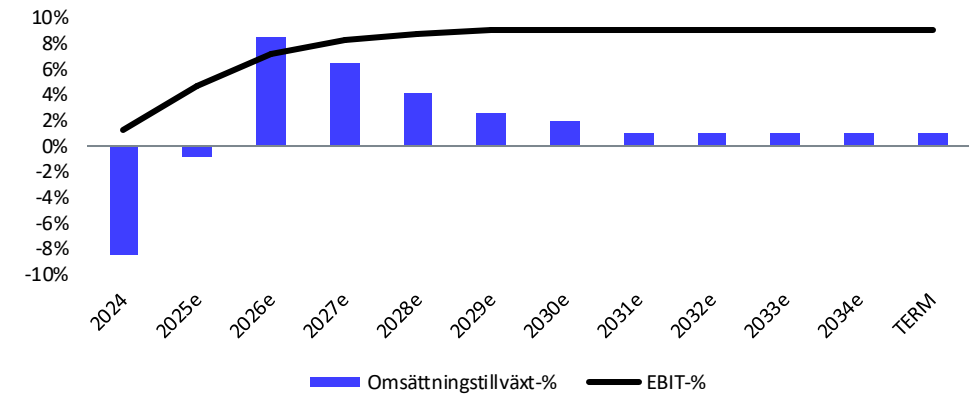
DCF:s känslighet för förändringar i riskfria räntesatsen



DCF:s känslighet för förändringar i terminalens EBIT-%



Tillväxt- och lönsamhetsantaganden i DCF-beräkningen



Sammanfattning

Resultaträkning	2022	2023	2024	2025e	2026e	Tal per aktie	2022	2023	2024	2025e	2026e
Omsättning	204.4	210.9	192.9	191.2	207.6	EPS (rapporterad)	0.22	0.16	-0.07	0.06	0.20
EBITDA	23.8	23.2	15.6	20.3	25.0	EPS (justerad)	0.34	0.21	-0.01	0.08	0.20
EBIT	13.2	11.7	2.5	9.0	14.7	Operativt kassaflöde/aktie	0.50	0.56	0.60	0.46	0.62
Vinst före skatt	10.3	7.1	-3.4	2.9	8.9	Fritt kassaflöde/aktie	-0.51	0.25	0.33	0.24	0.42
Nettovinst	7.8	5.6	-2.6	2.3	7.0	Eget kapital/aktie	3.29	3.35	3.22	3.28	3.38
Engångsposter	-4.3	-1.9	-2.1	-0.5	0.0	Utdelning/aktie	0.10	0.00	0.00	0.10	0.14
Balansräkning	2022	2023	2024	2025e	2026e	Tillväxt och lönsamhet	2022	2023	2024	2025e	2026e
Balansomslutning	280.7	278.4	267.1	259.7	265.9	Omsättningstillväxt-%	14%	3%	-9%	-1%	9%
Eget kapital	116.9	119.6	115.3	117.6	121.0	EBITDA tillväxt-%	-8%	-2%	-33%	30%	23%
Goodwill	157.6	158.0	158.6	158.6	158.6	EBIT (just.) tillväxt-%	-8%	-22%	-66%	108%	54%
Nettoskulder	85.6	83.1	77.1	73.4	66.5	EPS (just.) tillväxt-%	16%	-39%	-106%	-711%	152%
Kassaflöde	2022	2023	2024	2025e	2026e	EBITDA-%	11.6 %	11.0 %	8.1 %	10.6 %	12.0 %
EBITDA	23.8	23.2	15.6	20.3	25.0	EBIT (just.)-%	8.5 %	6.4 %	2.4 %	5.0 %	7.1 %
Förändring i rörelsekapital	-3.0	-0.7	6.9	-1.9	0.2	EBIT-%	6.4 %	5.5 %	1.3 %	4.7 %	7.1 %
Operativt kassaflöde	17.9	20.1	21.4	16.4	22.1	ROE-%	6.8 %	4.7 %	-2.2 %	2.0 %	5.9 %
Investeringar	-36.1	-11.1	-9.6	-8.0	-7.0	ROI-%	6.4 %	5.4 %	1.2 %	4.4 %	7.2 %
Fritt kassaflöde	-18.2	9.0	11.7	8.4	15.1	Soliditet	41.6 %	42.9 %	43.2 %	45.3 %	45.5 %
						Nettoskulsättningsgrad	73.2 %	69.5 %	66.9 %	62.4 %	54.9 %
Värderings multiplar	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Sales	1.3	0.9	1.0	0.8	0.7						
EV/EBITDA	11.3	8.2	11.9	7.9	6.1						
EV/EBIT (just.)	15.4	14.5	40.6	16.8	10.4						
P/E (just.)	15.0	15.2	neg.	31.1	12.4						
P/B	1.6	0.9	0.9	0.7	0.7						
Direktavkastning-%	1.9 %	0.0 %	0.0 %	4.1 %	5.8 %						

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.

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 €
2/13/2025	Minska	2.50 €	2.42 €



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