

Sitowise

Företagsrapport

10.5.2024 08:10



Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi



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



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

✓ Inderes företagskund

Rapporten är en översättning av rapporten "Markkinan piristymistä odotellessa" publicerad den 10.5.2024 klockan 8.10 EEST

**inde
res.**

I väntan på att marknaden ska piggnas till

Sitowises Q1-resultat var operativt i linje med våra förväntningar. Bolagets kommentarer om utsikterna visade små tecken på förbättring för byggnadsverksamheten och Sverige, men totalt sett kommer innevarande år fortfarande att vara utmanande. I slutändan kommer dock marknaden att piggnas till och normaliserad faktureringsgrad borde skapa en märkbar hävstång för förbättrad lönsamhet. Mot bakgrund av detta, ser aktiens värdering låg ut för de närmaste åren, men osäkerheten kring marknadens återhämtningstakt begränsar enligt vår mening den kortsiktiga uppsidan. Sammanslaget anser vi dock att den riskjusterade avkastningen fortsatt lutar åt det positiva hållet. Vi upprepar vår Öka-rekommendation och justerar riktkursen till 3,2 euro (EUR 3,0).

Som väntat avspeglades det svaga marknadsläget i minskad omsättning, liten ökning i orders

Sitowises omsättning under Q1 minskade med 8 % till 51,5 MEUR, något över vår 50,3 MEUR förväntning. Utvecklingen var särskilt mjuk i byggnadsverksamheten (-19 %), där den svåra marknadssituationen för närvarande innebär utmaningar, vilket var enligt förväntan. Infra (+8 %) presterade väl medan den svaga marknaden under Q1 var mer synlig även i Sverige (-8 %) och i Digi (-12 %). Ordergången ökade dock med 2 % från föregående kvartal och orders växte i Infra, byggnadsverksamhet och Sverige. Orderboken (163 MEUR) var även stabil jämfört med föregående kvartal. I ljuset av detta verkar det som utvecklingen tar små steg mot bättre. Sitowises justerad EBITA minskade till 3,4 MEUR under Q1 (Q1'23: 6,6 MEUR) och var väl i linje med vår prognos på 3,5 MEUR. Justerade EBITA-marginalen (6,6 % vs. 11,8 %) var som förväntat under press på grund av den kombinerade effekten av lägre omsättning och löneinflation. De redovisade resultatsiffrorna nådde inte upp till våra förväntningar på grund av större engångsposter och avskrivningar på immateriella tillgångar.

En aning försiktighet i takten av resultatförbättringar för kommande åren

Som väntat upprepade Sitowise sin guidance för 2024, som förväntar en något sjunkande omsättning (2023: 211 MEUR) och att justerade EBITA-marginalen ligger på samma nivå som 2023 eller bättre (2023: 8,1 %). Enligt bolaget var orderboken för Infra och Digitala lösningar på en god nivå och orderboken i Sverige på en tillfredsställande nivå i slutet av Q1. I byggnadsverksamheten var arbetsbeståndet otillräckligt, vilket har lett till fortsatt riktade uppsägningar under Q1 och även under Q2. Tillväxten i erbjudna volymer och mottagna order i Finland och Sverige indikerar en början på marknadsförbättring, men det är fortfarande mycket svårt att förutse tidpunkten för en tydlig marknadsvändning, enligt bolaget. Baserat på Q1-rapporten sänkte vi våra resultatförväntningar för de kommande åren, men vi förväntar oss fortfarande en betydande resultatförbättring (2025e-2026e just. EBITA: 9,4–10,1 %), framför allt drivet av en återhämtande marknad och förbättrade faktureringsgrader. Förändringar i förväntningarna för 2024 (omsättning 204 MEUR och just. EBITA 8,2 %) var mindre.

Värderingen är låg om resultatförbättringar realiserar

På grund av den utmanande marknaden är Sitowises resultat för 2024 långt under dess potential, men ändå är värderingsmultiplarna (EV/EBITDA 7x och just. P/E 16x) neutrala/rimliga. I takt med att marknadssituationen underlättas och den förväntade resultatvändningen förverkligas, faller multiplerna för 2025-2026 (EV/EBITDA 6x-5x och just. P/E 9.5x-8x) till låga nivåer. Detta indikerar den underliggande potentialen i aktien när vinstvändningen realiserar. Osäkerheten om återhämtningsgraden på marknaden fortsätter dock att hålla prognosriskerna höga och man kan ännu inte helt luta på multiplar som ligger längre fram.

Rekommendation

Öka
(tidigare Öka)

3,20 EUR
(tidigare (3,00 EUR))

Aktiekurs:
2,88



Nyckeltal

	2023	2024e	2025e	2026e
Omsättning	210.9	204.1	213.5	225.0
tillväxt-%	3%	-3%	5%	5%
EBITA just.	17.0	16.7	20.1	22.8
EBITA-% just.	8.1 %	8.2 %	9.4 %	10.1 %
Nettoreultat	5.6	6.3	10.8	13.7
EPS (just.)	0.21	0.18	0.30	0.38

P/E (just.)	15.2	15.6	9.5	7.6
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7
Direktavkastning-%	0.0 %	2.1 %	3.5 %	4.9 %
EV/EBIT (just.)	14.5	14.1	9.7	7.5
EV/EBITDA	8.2	7.4	6.1	5.2
EV/Sales	0.9	0.9	0.8	0.7

Källa: Inderes

Guidance

(Oförändrat)

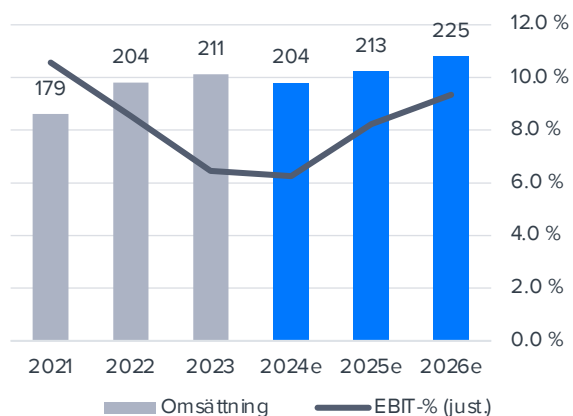
Omsättningen förväntas minska något under 2024 på grund av en nedgång i byggnadsverksamheten (2023: 211 MEUR). Den justerade EBITA-marginalen förväntas ligga på samma nivå som 2023 eller bättre (2023: 8,1 %).

Aktiekurs



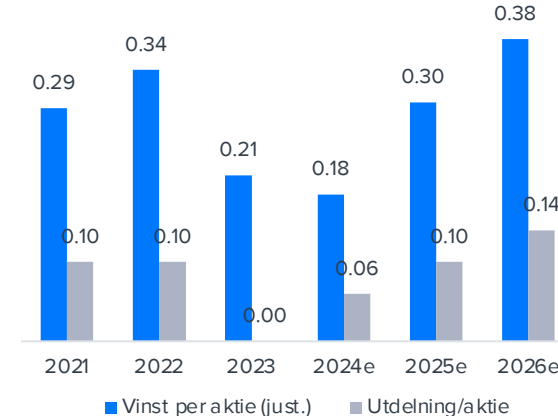
Källa. Millstream Market Data AB

Omsättning och rörelseresultat-%



Källa. Inderes

Vinst per aktie och utdelning



Källa. Inderes



Värde drivare

- Starkare organisk tillväxt än marknaden och förvärv
- Upprätthållning av branschens högsta lönsamhet
- Expansion till de nordiska länderna
- Utvidgande av utbudet
- 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

- Konjunktorkänslighet i underliggande byggmarknaden
- Hållbar upprätthållande av en hög lönsamhetsnivå
- En tydlig och långsiktig försvagning av marknaden efter starka år
- Utmaningarna av expansion till nordiska länderna och nya marknader
- Misslyckade förvärv
- Personalberoende och lämpliga incitament för nyckelpersoner

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	180	170	158
P/E (just.)	15.6	9.5	7.6
P/B	0.8	0.8	0.7
EV/Sales	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.4	6.1	5.2
EV/EBIT (just.)	14.1	9.7	7.5
Utdelning/resultat (%)	34.1%	33.2%	36.8%
Direktavkastning-%	2.1%	3.5%	4.9%

Källa: Inderes

Den operativa utvecklingen försvagades enligt förväntan under Q1

Som väntat avspeglades det svaga marknadsläget i minskad omsättning

Sitowises omsättning under Q1 minskade med 8 % till 51,5 MEUR, något över vår 50,3 MEUR förväntning. Utvecklingen var särskilt mjuk i byggnadsverksamheten (16,1 MEUR, -19%), där den nuvarande svåra marknadssituationen för närvarande innebär utmaningar som förväntat. Jämfört med jämförelseperioden hade Q1 också färre arbetsdagar (1 dag i Finland, 1,5 i Sverige), utöver vilka valutakurser resulterade i en motvind för omsättningen. Faktureringsgraden (Q1'24: 72,3 %) försvagades från jämförelseperioden (74,4 %) och bolaget försöker aktivt förbättra den från den nuvarande otillfredsställande nivån.

I linje med våra förväntningar såg Infra-verksamheten (17,0 MEUR, +8 %) klart bättre utveckling vilket stöds av gröna omställningsprojekt. Infrans orderbok ligger enligt bolaget på en god nivå och utsikterna är goda även för framtiden.

I Sverige (-8 %) och i Digitala lösningar (-12 %) försvagades omsättningsutvecklingen i början av året

i takt med att efterfrågan svalnade och konkurrensen intensifierades. I Infra förväntar sig bolaget låg ensiffrig organisk tillväxt under kommande kvartalen som stöds av orderboken som förstärktes mots slutet av Q1. I Sverige fortsätter företaget att utveckla sin säljkultur och hoppas att de initiala små positiva signalerna så småningom kommer vända till en mer betydande återhämtning på marknaden.

Orderboken (Q1'24: 163 MEUR) sjönk med 8 % från den goda nivån under jämförelseperioden, vilket i synnerhet återspeglar den utmanande marknaden i byggnadsverksamheten. Jämfört med föregående kvartal var det dock stabilt. Orderingången ökade med 2% från föregående kvartal och orders ökade i Infra, byggnadsverksamheten och Sverige. I ljuset av detta verkar det som utvecklingen tar små steg mot det bättre.

Resultatet på en låg nivå under början av året som förväntat

Sitowises justerad EBITA minskade till 3,4 MEUR under Q1 (Q1'23: 6,6 MEUR) och var väl i linje med vår prognos på 3,5 MEUR. Justerade EBITA-marginalen

(6,6 % vs. 11,8 %) var som förväntat under press på grund av den kombinerade effekten av lägre omsättning och löneinflation. De redovisade resultatsiffrorna nådde inte upp till våra förväntningar på grund av större engångsposter och avskrivningar på immateriella tillgångar. Sitowises toppprioritet för innevarande år är att förbättra lönsamheten, och dessa åtgärder förväntas gradvis bli synliga under de kommande kvartalen. Bolaget lyckades uppnå en rimlig nivå av kostnadsdisciplin redan under första kvartalet, men detta motverkades delvis av hård konkurrens och svaga faktureringsnivåer.

Operativt kassaflöde (5,0 MEUR) var på en god nivå i början av året. Till följd av den försvagade resultatutvecklingen steg nettoskuld/EBITDA till 3,8x i slutet av Q1, vilket ligger klart över bolagets målnivå (max 2,5x). Enligt bolaget bromsar den nuvarande finansiella ställningen också bolagets önskan att ta större steg på förvärvsfronten. Mindre förvärv kan dock även förekomma i framtiden.

Prognostabell MEUR/EUR	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus		Skillnad (%)	2024e
	Jämförelse	Utfall	Inderes	Konsensus	Lägst	Högst	Utfall vs. Inderes	Inderes
Omsättning	56.0	51.5	50.3				2%	204.1
EBITA (just.)	6.6	3.4	3.4				0%	16.7
EBIT	5.5	2.0	2.8				-30%	12.4
Vinst före skatt	4.4	0.7	1.6				-55%	7.9
Vinst per aktie (rapporterad)	0.10	0.02	0.04				-54%	0.18
Omsättningstillväxt-%	13.9 %	-8.1 %	-10.2 %				2.1 procentenhet	-3.2 %
EBITA-% (oik.)	11.8 %	6.6 %	6.7 %				-0.2 procentenhet	8.2 %

Källa: Inderes

En aning försiktighet i takten av resultatförbättringen för kommande åren

Små tecken på förbättring i utsikterna, men osäkerheten kvarstår

Sitowise upprepade sin guidance för detta år. Bolaget förväntar sig att omsättningen (2023: 211 MEUR) minskar något under 2024 på grund av en nedgång i byggnadsverksamheten. Den justerade EBITA-marginalen förväntas ligga på samma nivå som 2023 eller bättre (2023: 8,1 %).

Enligt bolaget var orderboken för Infra och Digitala lösningar på en god nivå och orderboken i Sverige på en tillfredsställande nivå i slutet av Q1. I byggnadsverksamheten var arbetsbeståndet otillräckligt, vilket har lett till fortsatt riktade uppsägningar under Q1 och även under Q2. Tillväxten i erbjudna volymer och mottagna order i Finland och Sverige indikerar en början på marknadsförbättring, men det är fortfarande mycket svårt att förutse tidpunkten för en tydlig

marknadsvändning, enligt bolaget. Sammantaget håller de svaga ekonomiska utsikterna i Finland och Sverige nu tillbaka tillväxten i Sitowise, och man hoppas på att lägre räntenivåer skulle pigga upp tillväxten. Men även i ett positivt scenario är det inte troligt att detta kommer att hjälpa utvecklingen under innevarande år.

En aning högre försiktighet i förväntningarna

Baserat på Q1-rapporten har vi reviderat våra förväntningar för finansiella kostnader och avskrivningar av immateriella tillgångar uppåt för de kommande åren. Samtidigt har vi reviderat våra antaganden angående lönsamhetsförbättringens takt för de kommande åren en aning försiktigare. Som ett resultat föll resultatförväntningarna för de närmaste åren ganska tydligt speciellt på EPS nivån.

Vi förväntar oss nu att omsättningen för 2024 kommer att minska med 3 % till 204 MEUR, vilket

återspeglar den dämpade marknadssituationen i byggnadsverksamheten. Justerad EBITA förväntas vara 16,7 MEUR, vilket motsvarar en något bättre marginal på 8,2 % jämfört med föregående år. När det gäller tillväxt förväntar vi oss att Q2 förblir svagt, och en gradvis förbättring under H2. Detta kommer också att stödjas av svagare jämförelseperioder.

Resultatförbättringen vi förväntar oss under de närmaste åren drivs av marknaden som gradvis förbättras, bättre faktureringsgrader, effektiviseringsåtgärder samt en minskning av interna investeringar. Därmed förväntar vi oss fortfarande betydande förbättringar (2025-2026 just. EBITA: 9,4-10,1 %), även om vi sänkte våra förväntningar på utvecklingstakten. Största osäkerheten i våra förväntningar är fortfarande relaterad till Sitowises lönsamhetspotential och tidsplanen för återhämtning på marknaden. I detta avseende gav Q1-rapporten ännu inte väsentligt bättre synlighet.

Prognosförändringar MEUR/EUR	2024e		Förändring %	2025e		Förändring %	2026e		Förändring %
	Gammal	Ny		Gammal	Ny		Gammal	Ny	
Omsättning	203	204	1%	213	213	0%	229	225	-2%
EBITDA	24.6	24.4	-1%	30.5	27.7	-9%	32.9	30.5	-7%
EBITA (oik.)	17.0	16.7	-2%	22.0	20.1	-9%	24.6	22.8	-7%
EBITA	17.0	16.3	-4%	22.0	20.1	-9%	24.6	22.8	-7%
Vinst före skatt	9.3	7.9	-15%	16.3	13.6	-16%	19.6	17.2	-12%
Vinst per aktie (utan engångspo:	0.21	0.18	-11%	0.36	0.30	-17%	0.43	0.38	-12%
Utdelning/aktie	0.06	0.06	0%	0.11	0.10	-9%	0.16	0.14	-13%

Värderingen är låg om resultatförbättringen realiseras

Värderingen är måttlig när marknadssituationen återhämtar sig

På grund av den utmanande marknaden är Sitowises resultat för 2024 långt under dess potential, men ändå är värderingsmultiplarna (EV/EBITDA 7x och just. P/E 16x) neutrala/rimliga. I takt med att marknadssituationen förbättras och förväntade resultatvändningen förverkligas, faller multiplerna för 2025-2026 (EV/EBITDA 6x-5x och just. P/E 9.5x-8x) till låga nivåer. Detta indikerar den underliggande potentialen i aktien när vinstvändningen lyckas. Osäkerheten om återhämtningsgraden på marknaden fortsätter dock att hålla prognosriskerna höga och man kan ännu inte helt luta på multiplar som ligger längre fram. Sammantaget anser vi dock att den riskjusterade avkastningen fortsatt lutar åt det positiva hållet.

Våra acceptabla värderingsmultiplar för Sitowise är cirka 12-16x med P/E och EV/EBITDA 7-9x. Med hänsyn till de låga vinsterna under 2024 anser vi att multiplerna kunde varit högre, men på längre sikt, när vinstnivån normaliseras, anser vi att den mellersta till nedre delen av intervallet är rimligt att tillämpa. Om vi till exempel använder en 12-14x P/E-multiplikel i vår EPS-prognos för 2025 skulle aktiekursen vara 3,6–4,2 euro. Således har aktien en betydande uppsida på medellång sikt i fall bolaget lyckas förbättra lönsamheten.

Jämförelsegruppens värderingsnivå

Sitowise prissätts till en rabatt relativt liknande bolag. För 2024 är medianvärderingen för jämförelsegruppen (P/E 17x och EV/EBITDA 9x) redan relativt utmanande. Jämfört med dessa prissätts Sitowise till en rabatt på ca 8-15 %. Under 2025 kommer Sitowises rabatt (24-35 %) i förhållande till jämförelsebolagen att fördjupas väsentligt om den resultatvändning vi förväntar för bolaget realiserar. Således ser även aktiens värdering relativt lågt prissatt ut.

DCF-modellen indikerar en tydlig uppsida

Vi ger också tyngd åt kassaflödesmodellen (DCF) i värderingen. DCF-modellens värde (4,0 euro) indikerar en tydlig uppsida och återspeglar aktiens långsiktiga potential. I våra prognoser, efter en starkare tillväxt på medellång sikt, stabiliseras bolagets omsättningstillväxt till 1 % under terminalperioden och rörelsemarginalen till 9,0 %. Detta är under bolagets långsiktiga mål (just. EBITA-marginal >12 %). Kapitalkostnaden (WACC) vi använder är 8,6% (tidigare 8,4 %) och kostnaden för eget kapital är oförändrad på 10,1 %. Vi har reviderat våra förväntningar om långsiktig skuldsättning och lånekostnader, vilket ökade WACC något.

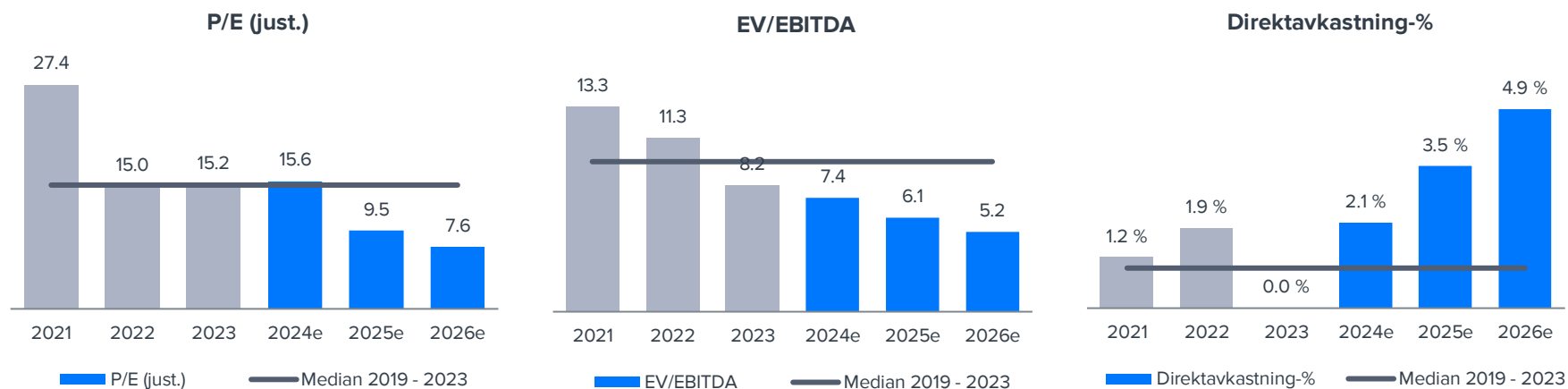
Värderingsnivå	2024e	2025e	2026e
Aktiekurs	2.88	2.88	2.88
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	103	103	103
EV	180	170	158
P/E (just.)	15.6	9.5	7.6
P/B	0.8	0.8	0.7
EV/Sales	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.4	6.1	5.2
EV/EBIT (just.)	14.1	9.7	7.5
Utdelning/resultat (%)	34.1 %	33.2 %	36.8 %
Direktavkastning-%	2.1 %	3.5 %	4.9 %

Källa: Inderes

Värderingstabell

Värderingsnivå	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs			8.05	5.14	3.18	2.88	2.88	2.88	2.88
Antal aktier, miljoner			35.4	35.5	35.6	35.8	35.8	35.8	35.8
Börsvärde			285	182	113	103	103	103	103
EV			345	268	197	180	170	158	147
P/E (just.)			27.4	15.0	15.2	15.6	9.5	7.6	6.7
P/B			2.5	1.6	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/Sales			1.9	1.3	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA			13.3	11.3	8.2	7.4	6.1	5.2	4.6
EV/EBIT (just.)			18.2	15.4	14.5	14.1	9.7	7.5	6.3
Utdelning/resultat (%)			45.2 %	45.2 %	0.0 %	34.1 %	33.2 %	36.8 %	44.0 %
Direktavkastning-%			1.2 %	1.9 %	0.0 %	2.1 %	3.5 %	4.9 %	6.6 %

Källa: Inderes



Värdering av jämförelsegrupp

Värdering av jämförelsegrupp Företag	Börsvärde MEUR	EV MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Sales		P/E		Direktavkastning-%		P/B 2024e
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	
Sweco AB	3810	4285	19.6	17.5	14.3	12.8	1.8	1.6	23.8	21.3	2.2	2.5	4.1
Afry AB	1739	2315	15.7	13.3	9.9	9.0	1.0	1.0	16.9	14.9	3.3	3.5	1.6
Rejlers AB	289	338	14.7	13.5	8.8	7.9	1.0	0.9	17.3	14.7	2.8	3.2	1.9
Solwers Oyj	48	65	13.5	11.8	8.2	6.8	1.0	0.8	15.1	13.1	1.3	2.0	0.9
Etteplan Oyj	328	391	14.8	12.7	8.6	7.7	1.1	1.0	17.1	14.4	2.6	3.2	2.9
Norconsult ASA	771	825	12.9	12.2	8.1	8.2	1.1	1.0	14.9	15.5	3.2	4.2	4.6
Sitowise (Inderes)	103	180	14.1	9.7	7.4	6.1	0.9	0.8	15.6	9.5	2.1	3.5	0.8
Genomsnitt			15.2	13.5	9.7	8.7	1.1	1.1	17.5	15.6	2.6	3.1	2.7
Median			14.8	13.0	8.7	8.1	1.1	1.0	17.0	14.8	2.7	3.2	2.4
Skillnad-% till median			-4%	-26%	-15%	-24%	-16%	-20%	-8%	-35%	-23%	9%	-65%

Källa: Refinitiv / Inderes

Resultaträkning

Resultaträkning	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättning	204	56.0	56.5	45.6	52.8	211	51.5	52.7	44.9	55.0	204	213	225	232
EBITDA	23.8	8.5	6.4	5.2	3.2	23.2	5.1	6.2	6.2	6.9	24.4	27.7	30.5	32.3
Avskrivningar och nedskrivningar	-10.6	-3.0	-2.8	-2.9	-2.8	-11.5	-3.1	-3.0	-2.9	-2.9	-11.9	-10.1	-9.5	-9.0
EBITA (just.)	20.4	6.6	4.5	3.5	2.4	17.0	3.4	4.2	4.2	4.9	16.7	20.1	22.8	24.5
EBITA	16.1	6.2	4.4	3.3	1.3	15.1	3.1	4.2	4.2	4.9	16.3	20.1	22.8	24.5
EBIT	13.2	5.5	3.6	2.3	0.3	11.7	2.0	3.2	3.3	4.0	12.4	17.6	21.0	23.2
Netto finansieringskostnader	-2.9	-1.1	-0.9	-1.2	-1.3	-4.6	-1.2	-1.1	-1.1	-1.1	-4.5	-3.9	-3.8	-3.7
Vinst före skatt	10.3	4.4	2.7	1.0	-1.0	7.1	0.7	2.1	2.2	2.9	7.9	13.6	17.2	19.5
Skatt	-2.4	-0.9	-0.6	-0.3	0.1	-1.6	-0.2	-0.4	-0.4	-0.6	-1.6	-2.8	-3.5	-4.0
Minoritetsandelar	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Nettoresultat	7.8	3.5	2.2	0.8	-0.9	5.6	0.6	1.7	1.8	2.3	6.3	10.8	13.7	15.5
Vinst per aktie (justerad)	0.34	0.11	0.06	0.03	0.01	0.21	0.03	0.05	0.05	0.06	0.18	0.30	0.38	0.43
Vinst per aktie (rapporterad)	0.22	0.10	0.06	0.02	-0.02	0.16	0.02	0.05	0.05	0.06	0.18	0.30	0.38	0.43
Nyckeltal	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättningstillväxt-%	14.0 %	13.9 %	9.2 %	-0.7 %	-8.3 %	3.2 %	-8.1 %	-6.7 %	-1.6 %	4.2 %	-3.2 %	4.6 %	5.4 %	3.2 %
Adjusted EBITA growth-%	-3.6 %	40.7 %	-24.0 %	-29.6 %	-57.0 %	-16.6 %	-49.0 %	-6.5 %	21.9 %	102.0 %	-1.9 %	20.6 %	13.5 %	7.3 %
EBITDA-%	11.6 %	15.1 %	11.3 %	11.4 %	6.0 %	11.0 %	9.9 %	11.8 %	13.8 %	12.5 %	11.9 %	13.0 %	13.6 %	13.9 %
Adjusted EBITA-%	10.0 %	11.8 %	8.0 %	7.6 %	4.6 %	8.1 %	6.6 %	8.0 %	9.4 %	8.9 %	8.2 %	9.4 %	10.1 %	10.5 %

Balansräkning

Tillgångar	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Anläggningstillgångar	202	202	199	197	195
Goodwill	158	158	159	159	159
Immateriella tillgångar	10.2	11.9	8.5	5.9	4.1
Anläggningstillgångar	31.8	29.3	29.3	29.7	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	72.4	80.7	95.3
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	57.2	59.9	63.1
Likvida medel	15.4	15.6	13.4	19.0	30.3
Balansomslutning	281	278	271	277	291

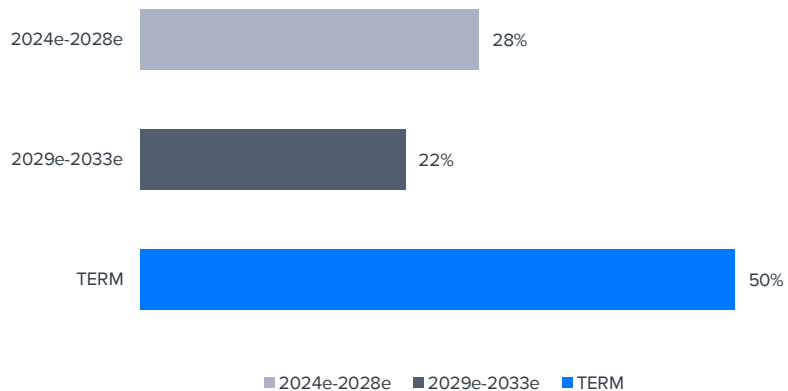
Källa: Inderes

Skulder	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Eget kapital	117	120	126	135	145
Aktiekapital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Fonderade vinstmedel	23.4	25.8	32.1	40.7	50.8
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	58.5	60.9	63.9
Räntebärande skulder	7.9	8.2	5.0	5.0	5.0
Kortfristiga icke räntebärande skulder	59.6	58.3	53.1	55.5	58.5
Övriga kortfristiga skulder	1.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Balansomslutning	281	278	271	277	291

DCF-värdering

DCF-modell	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Omsättningstillväxt-%	3.2 %	-3.2 %	4.6 %	5.4 %	3.2 %	3.0 %	2.5 %	2.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %
EBIT-%	5.5 %	6.1 %	8.2 %	9.3 %	10.0 %	10.0 %	9.7 %	9.5 %	9.2 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %
EBIT	11.7	12.4	17.6	21.0	23.2	23.9	23.8	23.8	23.2	23.1	23.3	
+ Totala avskrivningar	11.5	11.9	10.1	9.5	9.0	8.7	8.5	8.3	8.2	8.2	8.1	
- Betalda skatter	-1.5	-1.6	-2.8	-3.5	-4.0	-4.1	-4.1	-4.1	-4.0	-4.0	-4.0	
- Skatt, finansieringskostnader	-1.0	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	
+ 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	-3.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
Operativt kassaflöde	20.1	18.5	24.0	26.0	27.4	27.6	27.3	27.2	26.7	26.5	26.6	
+ 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	-9.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-7.7	
Fritt operativt kassaflöde	9.0	9.5	16.0	18.0	19.4	19.6	19.3	19.2	18.7	18.5	18.9	
+/- 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	9.0	16.0	18.0	19.4	19.6	19.3	19.2	18.7	18.5	18.9	252
Diskonterat fritt kassaflöde	8.5	13.9	14.5	14.3	13.4	12.1	11.1	9.9	9.0	8.5	113	
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde	229	220	206	192	177	164	152	141	131	122	113	
Skuldfritt börsvärde DCF	229											
- Räntebärande skulder	-98.7											
+ Likvida medel	15.6											
- Minoritetsandel	-0.6											
- Utdelning/återbetalning av kapital	0.0											
Värdet på eget kapital DCF	145											
Värdet på eget kapital DCF per aktie	4.0											

Fördelning av kassaflöde

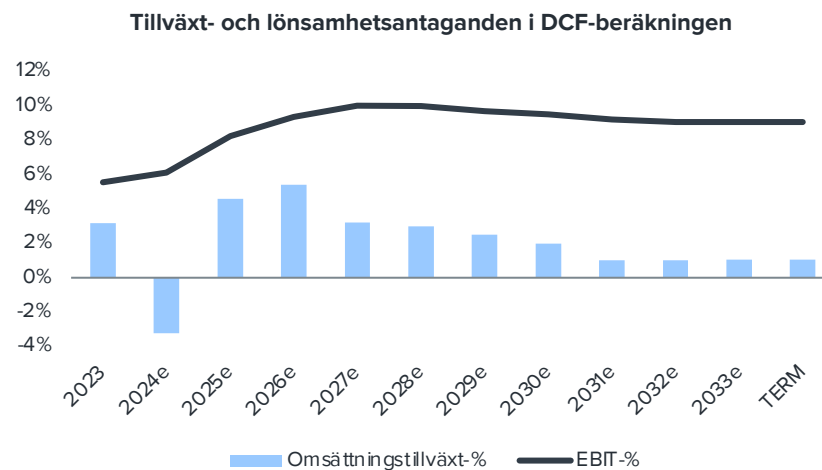
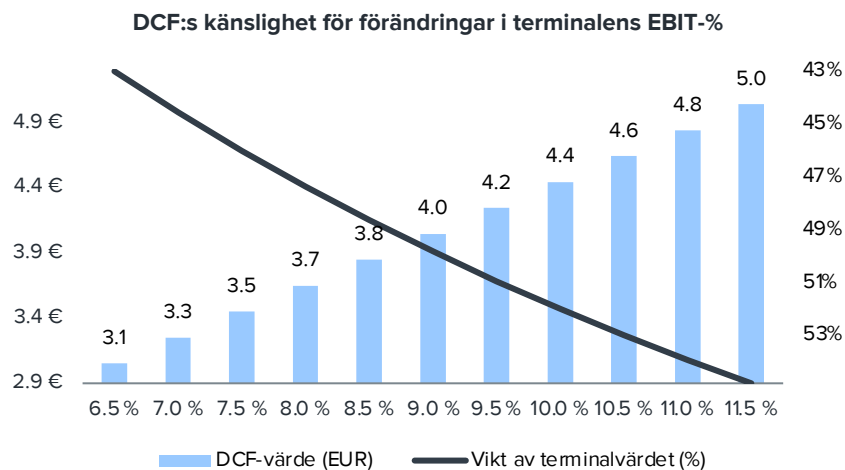
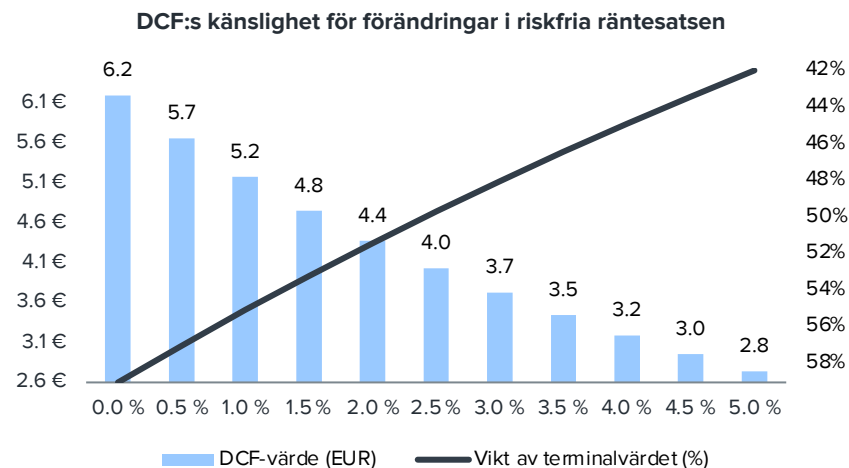
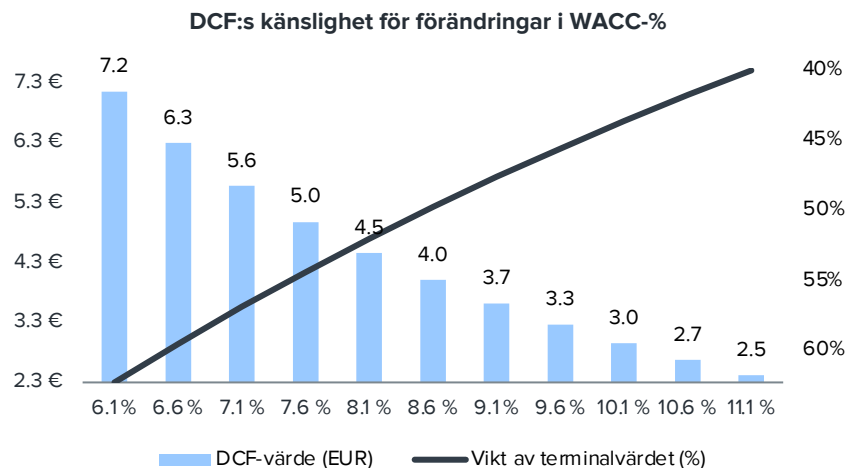


Kapitalkostnad (WACC)

Skatt-% (WACC)	20.0 %
Mål för skuldkvot D/(D+E)	23.0 %
Skuldkostnad	4.5 %
Företagets Beta	1.35
Marknadens riskpremie	4.75%
Likviditetspremie	1.20%
Risikfri räntesats	2.5 %
Kapitalkostnad	10.1 %
Vägd genomsnittlig kapitalkostnad (WACC)	8.6 %

Källa: Inderes

DCF:s känslighet och väsentliga antaganden i grafer



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

Sammanfattning

Resultaträkning	2021	2022	2023	2024e	2025e	Tal per aktie	2021	2022	2023	2024e	2025e
Omsättning	179.3	204.4	210.9	204.1	213.5	EPS (rapporterad)	0.22	0.22	0.16	0.18	0.30
EBITDA	25.8	23.8	23.2	24.4	27.7	EPS (justerad)	0.29	0.34	0.21	0.18	0.30
EBIT	16.4	13.2	11.7	12.4	17.6	Operativt kassaflöde/aktie	0.50	0.50	0.56	0.52	0.67
Vinst före skatt	10.3	10.3	7.1	7.9	13.6	Fritt kassaflöde/aktie	-0.23	-0.51	0.25	0.25	0.45
Nettovinst	7.8	7.8	5.6	6.3	10.8	Eget kapital/aktie	3.24	3.29	3.35	3.50	3.75
Engångsposter	-2.6	-4.3	-1.9	-0.3	0.0	Utdelning/aktie	0.10	0.10	0.00	0.06	0.10
Balansräkning	2021	2022	2023	2024e	2025e	Tillväxt och lönsamhet	2021	2022	2023	2024e	2025e
Balansomslutning	249.8	280.7	278.4	271.3	277.4	Omsättningstillväxt-%	12%	14%	3%	-3%	5%
Eget kapital	114.9	116.9	119.6	126.3	135.0	EBITDA tillväxt-%	-2%	-8%	-2%	5%	14%
Goodwill	135.2	157.6	158.0	158.5	158.5	EBIT (just.) tillväxt-%	10%	-8%	-22%	-6%	38%
Nettoskulder	59.3	85.6	83.1	76.6	66.0	EPS (just.) tillväxt-%	-10%	16%	-39%	-12%	63%
Kassaflöde	2021	2022	2023	2024e	2025e	EBITDA-%	14.4 %	11.6 %	11.0 %	11.9 %	13.0 %
EBITDA	25.8	23.8	23.2	24.4	27.7	EBIT (just.)-%	10.6 %	8.5 %	6.4 %	6.3 %	8.2 %
Förändring i rörelsekapital	-3.2	-3.0	-0.7	-3.3	-0.2	EBIT-%	9.1 %	6.4 %	5.5 %	6.1 %	8.2 %
Operativt kassaflöde	17.7	17.9	20.1	18.5	24.0	ROE-%	8.6 %	6.8 %	4.7 %	5.1 %	8.3 %
Investeringar	-25.8	-36.1	-11.1	-9.0	-8.0	ROI-%	9.0 %	6.4 %	5.4 %	5.7 %	8.1 %
Fritt kassaflöde	-8.2	-18.2	9.0	9.0	16.0	Soliditet	46.0 %	41.6 %	42.9 %	46.6 %	48.7 %
						Nettoskuldssättningsgrad	51.6 %	73.2 %	69.5 %	60.6 %	48.9 %
Värderings multiplar	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Sales	1.9	1.3	0.9	0.9	0.8						
EV/EBITDA (just.)	13.3	11.3	8.2	7.4	6.1						
EV/EBIT (just.)	18.2	15.4	14.5	14.1	9.7						
P/E (just.)	27.4	15.0	15.2	15.6	9.5						
P/B	2.5	1.6	0.9	0.8	0.8						
Direktavkastning-%	1.2 %	1.9 %	0.0 %	2.1 %	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 €



Inderes democratizes investor information by connecting investors and listed companies.

We help over 400 listed companies better serve investors. Our investor community is home to over 70,000 active members.

We build solutions for listed companies that enable frictionless and effective investor relations. For listed companies, we offer Commissioned Research, IR Events, AGMs, and IR Software.

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

FI-00180 Helsinki, Finland

+358 10 219 4690

Award-winning research at [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Vi sammanför investerare
och börsbolag.**