

Sitowise

Företagsrapport

15.07.2024 18.43 EEST



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 piristyminen antaa odottaa" publicerad den 15.7.2024 klockan 18.52 EEST

**inde
res.**

Marknadens återhämtning tar sin tid

Vi anser att Sitowises marknadssituationen inte har utvecklats i en gynnsam riktning under första halvåret och därför sänker vi våra förväntningar före Q2-resultatet. År 2024 verkar fortfarande vara utmanande i bygnadsverksamheten och nu innebär utvecklingen även i andra affärsområden större osäkerhet. I takt med att marknaden tar fart och Sitowises faktureringsgrad förbättras finns det en stark grund för vinsttillväxt, men med sänkta förväntningar anser vi att förväntade avkastningen är fortsatt svag på kort sikt. Vi sänker vår riktkurs till 2,90 euro (tidigare 3,20 euro) och vår rekommendation till Minska (tidigare Öka).

Marknadsläget har ännu inte förbättrats nämnvärt

Sitowises marknadsläge i bygnadsverksamheten har länge varit svagt, men en återhämtning har förväntats under resten av året. Vi beräknar dock för närvarande att återhämtningen kommer att vara mer dämpad än tidigare förväntat under H2 och kommer att försvaga Sitowises möjligheter både vad gäller omsättning och resultat. Dessutom står Infra och Digitala lösningar, som tidigare vuxit kraftigt, inför starkare jämförelseperioder, eftersom marknaden nu också har stabiliserats efter tillväxt i båda. I Digitala lösningar beräknar vi att marknaden till och med är något utmanande, särskilt inom den privata sektorn. I Sverige uppskattar vi att den något svagare marknaden, Sitowises försäljningsinsatser och tillväxtutmaningarna även påverkar faktureringsgraden.

Operativa prognoserna minskade med cirka 10 %

På grund av den fortsatt svaga marknaden minskade vi våra omsättningsprognoser något, vilket med hänsyn till Sitowises affärsmodell och de besparingsåtgärder som redan vidtagits sänkte våra operativa resultatförväntningar med cirka 10 %. Sitowise räknar med en marginell omsättningsminskning under 2024 (2023: 211 MEUR) och att den justerade EBITA-marginalen kommer ligga på 2023 års nivå eller förbättras något (2023: 8,1 %). Efter prognosuppdateringen förväntar vi att omsättningen minskar med 5 % till 201 MEUR och justerad EBITA sjunker till 15 MEUR (2023: 17 MEUR). Med våra förväntningar faller marginalen till 7,5 % vilket är lägre än Sitowises guidance. Vi anser att risken för att Sitowise sänker sin guidance ökar om marknaden inte visar snabba tecken på återhämtning. När marknaden äntligen vänder och faktureringsgraden stiger, förväntar vi oss att resultatet förbättras under 2025-26. Vi bedömer att den nuvarande lönsamheten ligger under Sitowises potentiella lönsamhetsnivå (EBITA-%: +10 %), men för att nå denna nivå krävs framgång i Sverige och en starkare dragningskraft på den finska marknaden. Riskerna i förbättring inkluderar en fortsatt svag marknad, tillväxtutmaningar i verksamheten, misslyckande med att integrera förvärv och fortsatt intensiv konkurrens.

Potentialen väntar på att förverkligas

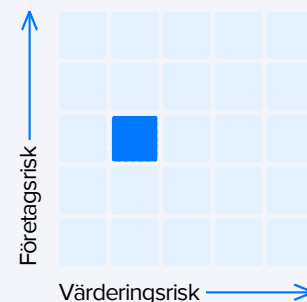
Sitowises 2024 värdering stiger till en utmanande nivå på grund av en svag resultatnivå, speciellt i förhållande till nettoresultatet (EV/EBITDA: 8x, P/E: 20x). I takt med att lönsamheten vänder och marknaden återhämtar sig sjunker multiplerna för kommande åren (2025e: EV/EBITDA: 7x, P/E: 11x), vilket visar företagets potential. Osäkerheten om återhämtningsgraden på marknaden håller dock prognosriskerna höga så man kan inte helt lita på multiplar som ligger längre fram. Om vi lutar på prognoserna för 2024-2025 och det genomsnittliga värderingsintervallen vi godkänt (EV/EBITDA: 7x, P/E: 14x) finns det inte mycket utrymme för tillväxt. Direktavkastningen stöder inte den förväntade avkastningen på kort sikt heller. I förhållande till jämförelsebolagen har Sitowise en liten rabatt (10 %), men det signalerar inte mycket utrymme för tillväxt heller. DCF-kalkylens värde är högre än aktiekursen (3,9 euro), men den nuvarande bristen på vinsttillväxt och svag marknadsutveckling ger inte orsak att stöda mot detta.

Rekommendation

Minska
(tidigare Öka)

2,90 EUR
(tidigare (3,20 EUR))

Aktiekurs:
2,77



Nyckeltal

	2023	2024e	2025e	2026e
Omsättning	210.9	200.7	210.2	223.7
tillväxt-%	3%	-5%	5%	6%
EBITA just.	17.0	15.0	18.0	21.3
EBITA-% just.	8.1 %	7.5 %	8.6 %	9.5 %
Nettoresultat	5.6	4.6	8.8	12.1
EPS (just.)	0.21	0.14	0.24	0.34
P/E (just.)	15.2	20.2	11.3	8.2
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7
Direktavkastning-%	0.0 %	2.2 %	3.6 %	5.1 %
EV/EBIT (just.)	14.5	16.1	11.0	8.2
EV/EBITDA	8.2	7.9	6.6	5.5
EV/Sales	0.9	0.9	0.8	0.7

Källa: Inderes

Guidance

(Oförändrat)

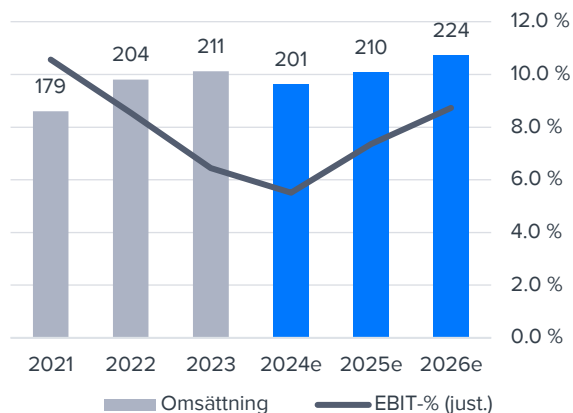
Omsättningen förväntas minska något under 2024 på grund av en nedgång i bygnadsverksamheten (2023: 211 MEUR). Den justerade EBITA-marginalen förväntas ligga på samma nivå som 2023 eller bättre (2023: 8,1%).

Aktiekurs



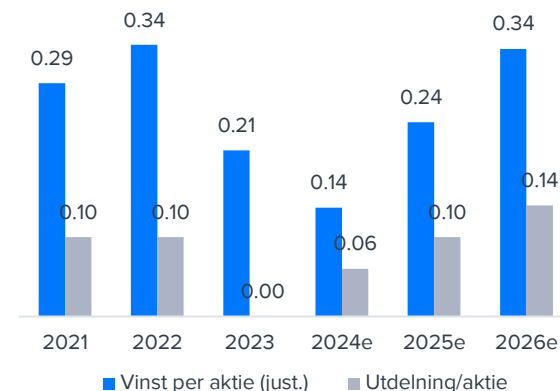
Källa. Millistream Market Data AB

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
- Skuldsättningsgrad och finansiering av tillväxt

Värderingsnivå	2024e	2025e	2026e
Aktiekurs	2.77	2.77	2.77
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	99	99	99
EV	178	170	160
P/E (just.)	20.2	11.3	8.2
P/B	0.8	0.8	0.7
EV/Sales	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.9	6.6	5.5
EV/EBIT (just.)	16.1	11.0	8.2
Utdelning/resultat (%)	46.9 %	40.8 %	41.5 %
Direktavkastning-%	2.2 %	3.6 %	5.1 %

Källa: Inderes

Prognosförändringar

Prognosförändringar 2024e-2026e

- Vi sänkte våra prognoser på grund av fortsatta svaghet på marknaden
- Framför allt kommer återhämtningen av byggnadsmarknaden sannolikt vara svag under H2, i motsats till tidigare förväntningar
- Den svenska marknaden och Digitala lösningar är också mer utmanande än under de senaste åren
- Faktureringsgraden lider också av en svag marknad, vilket återspeglas i lönsamheten genom hävstång
- Vi höjde även finansieringskostnaderna, vilket återspeglas i prognoseran på lägre raderna
- Vi inkluderade affärsområdesprognoser i tabellen (se nästa sida)

Drivkrafter för operativ prestanda 2024-2026e:

- Återhämtning på marknaden från år av nedgång
- Högre faktureringsgrader
- Resultathävstång från tillväxt och affärsmodellen
- Återgång till normala vinstnivåer
- Förvärvsmöjligheter i en fragmenterad sektor

Prognosförändringar MEUR/EUR	2024e			2025e			2026e		
	Gammal	Ny	Förändring %	Gammal	Ny	Förändring %	Gammal	Ny	Förändring %
Omsättning	203	201	-1%	213	210	-1%	226	224	-1%
EBITDA	24.1	22.7	-6%	28.0	25.6	-9%	30.7	29.0	-6%
EBITA (just.)	16.4	15.0	-9%	20.4	18.0	-12%	23.0	21.3	-7%
EBITA	16.1	14.6	-9%	20.4	18.0	-12%	23.0	21.3	-7%
Vinst före skatt	7.4	5.7	-23%	14.0	11.1	-21%	17.4	15.3	-12%
Vinst per aktie (utan engångsposter)	0.17	0.14	-21%	0.31	0.24	-21%	0.38	0.34	-12%
Utdelning/aktie	0.06	0.06	0%	0.10	0.10	0%	0.14	0.14	0%

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	204.4	56.0	56.5	45.6	52.8	210.9	51.5	52.1	44.3	52.8	200.7	210.2	223.7	231.2
Infra	60.0	15.8	17.8	14.5	17.5	65.6	17.0	18.3	14.6	17.5	67.5	69.5	70.9	73.0
Byggand	79.4	19.9	19.1	15.8	16.1	70.9	16.1	15.9	15.0	15.8	62.7	65.3	71.8	73.9
Digitala lösningar	22.1	8.0	7.7	6.7	7.6	30.0	7.0	6.9	6.4	7.7	28.0	30.8	33.3	34.6
Sverige	42.9	12.4	11.9	8.6	11.6	44.5	11.4	10.9	8.3	11.8	42.4	44.6	47.7	49.6
EBITDA	23.8	8.5	6.4	5.2	3.2	23.2	5.1	6.0	5.7	5.9	22.7	25.6	29.0	29.7
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 (adj.)	20.4	6.6	4.5	3.5	2.4	17.0	3.4	4.0	3.7	3.9	15.0	18.0	21.3	21.9
EBITA	16.1	6.2	4.4	3.3	1.3	15.1	3.1	4.0	3.7	3.9	14.6	18.0	21.3	21.9
EBIT	13.2	5.5	3.6	2.3	0.3	11.7	2.0	3.0	2.8	3.0	10.7	15.5	19.5	20.7
Netto finansieringskostnader	-2.9	-1.1	-0.9	-1.2	-1.3	-4.6	-1.2	-1.1	-1.3	-1.4	-5.0	-4.4	-4.3	-4.1
Vinst före skatt	10.3	4.4	2.7	1.0	-1.0	7.1	0.7	1.9	1.5	1.6	5.7	11.1	15.3	16.6
Skatt	-2.4	-0.9	-0.6	-0.3	0.1	-1.6	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-1.2	-2.3	-3.1	-3.4
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	1.5	1.2	1.3	4.6	8.8	12.1	13.1
Vinst per aktie (justerad)	0.34	0.11	0.06	0.03	0.01	0.21	0.03	0.04	0.03	0.04	0.14	0.24	0.34	0.37
Vinst per aktie (rapporterad)	0.22	0.10	0.06	0.02	-0.02	0.16	0.02	0.04	0.03	0.04	0.13	0.24	0.34	0.37
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 %	-8.0 %	-7.8 %	-2.8 %	0.0 %	-4.8 %	4.7 %	6.4 %	3.4 %
Adjusted EBITA growth-%		40.7 %	-24.0 %	-29.6 %	-57.0 %	-16.6 %	-49.0 %	-11.6 %	6.9 %	62.2 %	-12.0 %	20.3 %	18.3 %	3.0 %
EBITDA-%	11.6 %	15.1 %	11.3 %	11.4 %	6.0 %	11.0 %	9.9 %	11.5 %	12.8 %	11.2 %	11.3 %	12.2 %	13.0 %	12.9 %
Adjusted EBITA-%	10.0 %	11.8 %	8.0 %	7.6 %	4.6 %	8.1 %	6.6 %	7.7 %	8.3 %	7.4 %	7.5 %	8.6 %	9.5 %	9.5 %

Potentialen väntar på att förverkligas

Värderingen är utmanande för 2024, men det finns potential

Sitowises värdering för 2024 stiger till en utmanande nivå på grund av en svag resultatnivå, speciellt i förhållande till nettoresultatet (EV/EBITDA: 8x, P/E: 20x). I takt med att lönsamheten vänder och marknaden återhämtar sig sjunker multiplerna för kommande åren (2025e: EV/EBITDA: 7x, P/E: 11x), vilket visar företagets potential. Osäkerheten om återhämtningsgraden på marknaden fortsätter dock att hålla prognosriskerna höga så man kan inte helt lita på multiplar som ligger längre fram. Om vi lutar på prognoserna för 2024-2025 och det genomsnittliga värderingsintervallen vi godkänt (EV/EBITDA: 8x, P/E: 14x) finns det inte mycket utrymme för tillväxt (2,9 euro). Direktavkastningen stöder inte den förväntade avkastningen på kort sikt heller.

Våra acceptabla värderingsmultiplar för Sitowise är cirka 12-16x med P/E och EV/EBITDA 7-9x. När resultatnivån normaliseras på längre sikt skulle vi grovt sett tillämpa tal mellan intervallens mittpunkt och botten. Som en indikation på potentialen, om vi till exempel använder en P/E-multiplikel på 12-14x i vår EPS-prognos för 2026 skulle aktiekursen vara 4,0–4,8 euro. Således har aktien en betydande uppsida på medellång sikt i fall bolaget lyckas förbättra lönsamheten.

Jämförelsegruppens värderingsnivå

Jämfört med jämförelsegruppen prissätts Sitowise också med en liten rabatt. Jämförelseföretagens median värdering för 2024-2025 (P/E: 17x, EV/EBITDA: 9x) ser vi dock som ganska utmanande. Sitowise värderas för närvarande cirka 10 % under jämförelseföretagen. Vi anser att det är motiverat att

prissätta Sitowise åtminstone på jämförelsegruppens nivå tack vare kombinationen av historisk lönsamhet och framtida tillväxtpotential. Men på grund av den utmanande värderingen av jämförelsegruppen och osäkerheten i jämförelseföretagens prognoser stöder vi oss på jämförelsegruppen med en liten vikt i vår värdering.

DCF-värdering

Vi ger också tyngd åt kassaflödesmodellen (DCF) i värderingen. Värdet på DCF-modellen (3,9 euro) är högre än den nuvarande kursen och vår riktkurs.

I våra prognoser, efter en starkare tillväxt på medellång sikt, stabiliseras bolagets omsättningstillväxt till 1 % under terminalperioden och rörelsemarginalen till 9,0 %. Denna nivå ligger klart under företagets mål (justerad EBITA% >12%), men det finns i dagsläget tydliga belägg för en mer försiktig syn på långsiktig lönsamhet.

Kapitalkostnaden vi använder (WACC) är 8,6 % och kostnaden för eget kapital är 10,1 %. Vi anser att avkastningskravet är relativt lågt, även om vi har höjt det från de lägsta nivåerna på grund av ändrade ränteförväntningar och en ökad risknivå.

Värderingsnivå	2024e	2025e	2026e
Aktiekurs	2.77	2.77	2.77
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	99	99	99
EV	178	170	160
P/E (just.)	20.2	11.3	8.2
P/B	0.8	0.8	0.7
EV/Sales	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.9	6.6	5.5
EV/EBIT (just.)	16.1	11.0	8.2
Utdelning/resultat (%)	46.9 %	40.8 %	41.5 %
Direktavkastning-%	2.2 %	3.6 %	5.1 %

Källa: Inderes

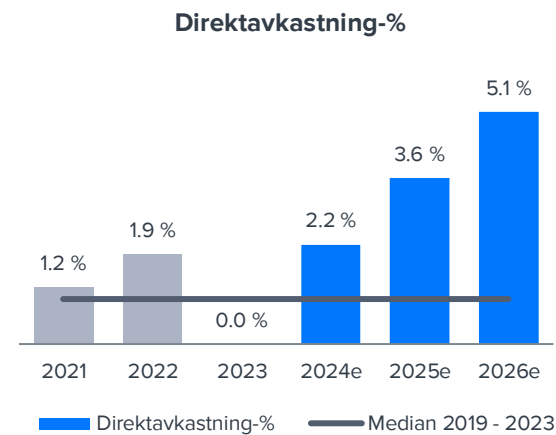
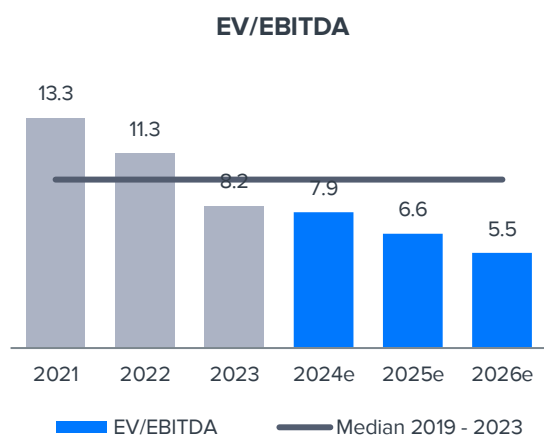
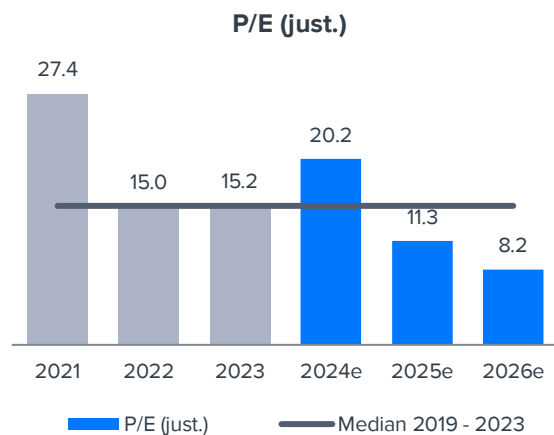
Fastställande av rikt Kurs



Värderingstabell

Värderingsnivå	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs			8.05	5.14	3.18	2.77	2.77	2.77	2.77
Antal aktier, miljoner			35.4	35.5	35.6	35.8	35.8	35.8	35.8
Börsvärde			285	182	113	99	99	99	99
EV			345	268	197	178	170	160	151
P/E (just.)			27.4	15.0	15.2	20.2	11.3	8.2	7.6
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	0.7
EV/EBITDA			13.3	11.3	8.2	7.9	6.6	5.5	5.1
EV/EBIT (just.)			18.2	15.4	14.5	16.1	11.0	8.2	7.3
Utdelning/resultat (%)			45.2 %	45.2 %	0.0 %	46.9 %	40.8 %	41.5 %	51.9 %
Direktavkastning-%			1.2 %	1.9 %	0.0 %	2.2 %	3.6 %	5.1 %	6.9 %

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	4972	5513	24.8	21.1	18.1	15.6	2.2	2.1	30.6	26.0	1.7	2.0	5.3
Afry AB	2013	2599	17.3	14.7	11.0	10.0	1.1	1.1	19.2	17.1	2.9	3.1	1.8
Rejlers AB	301	351	15.0	12.8	9.0	8.0	1.0	0.9	17.8	14.8	2.7	3.3	1.9
Solwers Oyj	48	65	13.4	11.9	8.2	6.8	1.0	0.8	15.1	13.2	1.3	2.0	0.9
Etteplan Oyj	328	400	15.2	13.3	8.8	7.9	1.1	1.0	17.0	14.6	2.6	3.1	2.8
Norconsult ASA	885	941	14.7	14.4	9.2	8.9	1.2	1.2	17.1	16.5	2.8	3.8	5.2
Sitowise (Inderes)	99	178	16.1	11.0	7.9	6.6	0.9	0.8	20.2	11.3	2.2	3.6	0.8
Genomsnitt			16.7	14.7	10.7	9.6	1.3	1.2	19.5	17.0	2.4	2.9	3.0
Median			15.1	13.9	9.1	8.5	1.1	1.1	17.4	15.6	2.7	3.1	2.4
Skillnad-% till median			7%	-21%	-14%	-22%	-20%	-24%	16%	-28%	-19%	17%	-66%

Källa: Refinitiv / Inderes

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	69.9	76.1	89.6
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	56.3	58.9	62.7
Likvida medel	15.4	15.6	11.8	15.3	25.1
Balansomslutning	281	278	269	273	285

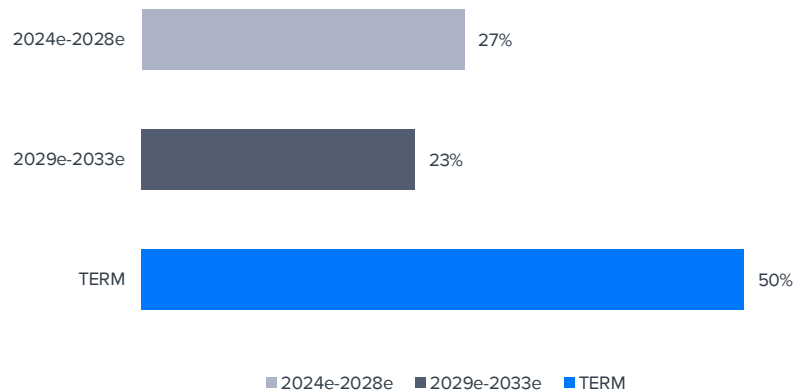
Källa: Inderes

Skulder	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Eget kapital	117	120	125	131	140
Aktiekapital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Fonderade vinstmedel	23.4	25.8	30.3	37.0	45.5
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	57.6	60.0	63.5
Räntebärande skulder	7.9	8.2	5.0	5.0	5.0
Kortfristiga icke räntebärande skulder	59.6	58.3	52.2	54.6	58.2
Övriga kortfristiga skulder	1.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Balansomslutning	281	278	269	273	285

DCF-värdering

DCF-modell	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Omsättningstillväxt-%	3.2 %	-4.8 %	4.7 %	6.4 %	3.4 %	3.0 %	2.5 %	2.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %
EBIT-%	5.5 %	5.3 %	7.4 %	8.7 %	9.0 %	10.0 %	9.7 %	9.5 %	9.2 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %
EBIT	11.7	10.7	15.5	19.5	20.7	23.8	23.7	23.6	23.1	23.0	23.2	
+ 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	-1.2	-2.3	-3.1	-3.4	-4.1	-4.0	-4.0	-3.9	-3.9	-3.9	
- Skatt, finansieringskostnader	-1.0	-1.0	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	
+ 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	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
Operativt kassaflöde	20.1	17.2	22.3	24.7	25.3	27.5	27.2	27.1	26.6	26.4	26.5	
+ 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	-8.1	
Fritt operativt kassaflöde	9.0	8.2	14.3	16.7	17.3	19.5	19.2	19.1	18.6	18.4	18.4	
+/- 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	7.7	14.3	16.7	17.3	19.5	19.2	19.1	18.6	18.4	18.4	245
Diskonterat fritt kassaflöde	7.4	12.6	13.7	13.0	13.5	12.2	11.2	10.0	9.1	8.4	112	
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde	223	216	203	190	177	163	151	140	130	121	112	
Skuldfritt börsvärde DCF	223											
- Räntebärande skulder		-98.7										
+ Likvida medel		15.6										
- Minoritetsandel		-0.6										
- Utdelning/återbetalning av kapital		0.0										
Värdet på eget kapital DCF	140											
Värdet på eget kapital DCF per aktie	3.9											

Fördelning av kassaflöde

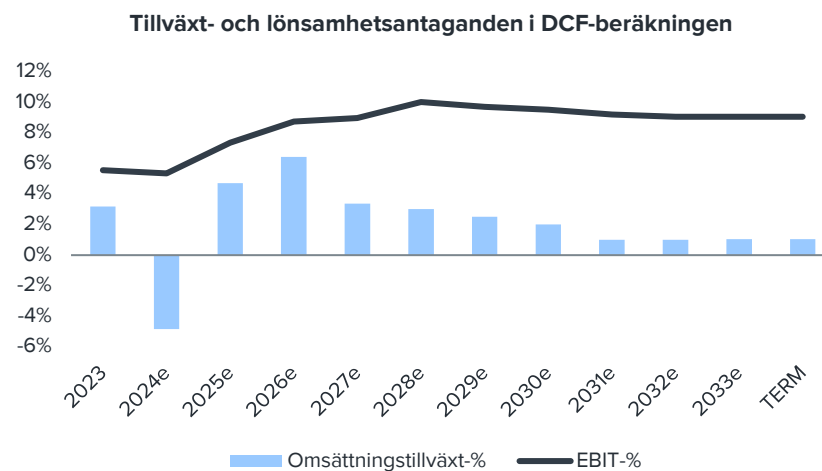
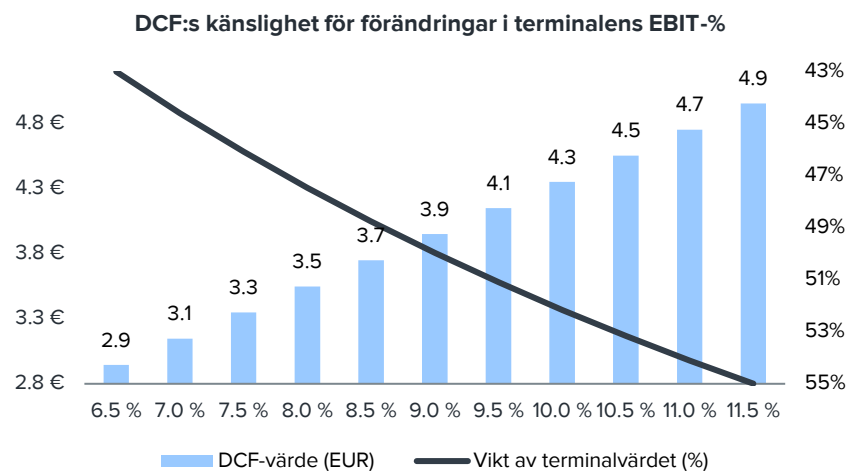
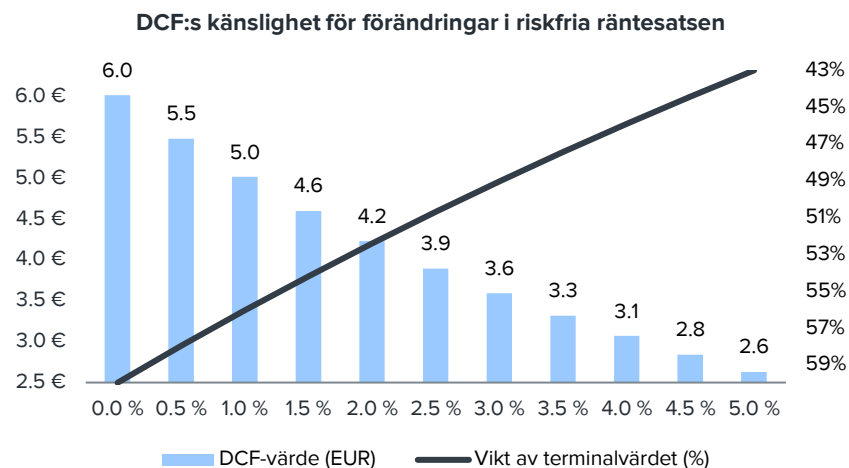
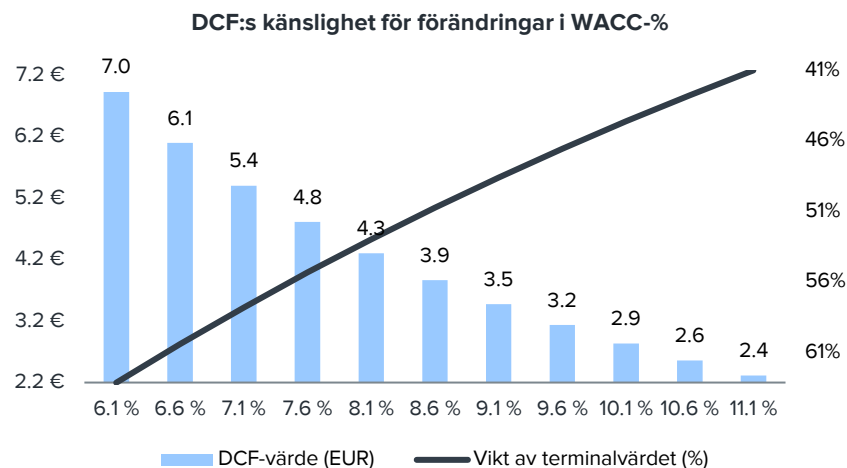


Kapitalkostnad (WACC)

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	200.7	210.2	EPS (rapporterad)	0.22	0.22	0.16	0.13	0.24
EBITDA	25.8	23.8	23.2	22.7	25.6	EPS (justerad)	0.29	0.34	0.21	0.14	0.24
EBIT	16.4	13.2	11.7	10.7	15.5	Operativt kassaflöde/aktie	0.50	0.50	0.56	0.48	0.62
Vinst före skatt	10.3	10.3	7.1	5.7	11.1	Fritt kassaflöde/aktie	-0.23	-0.51	0.25	0.21	0.40
Nettovinst	7.8	7.8	5.6	4.6	8.8	Eget kapital/aktie	3.24	3.29	3.35	3.46	3.64
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	268.7	272.8	Omsättningstillväxt-%	12%	14%	3%	-5%	5%
Eget kapital	114.9	116.9	119.6	124.6	131.3	EBITDA tillväxt-%	-2%	-8%	-2%	-2%	13%
Goodwill	135.2	157.6	158.0	158.5	158.5	EBIT (just.) tillväxt-%	10%	-8%	-22%	-19%	40%
Nettoskulder	59.3	85.6	83.1	78.2	69.7	EPS (just.) tillväxt-%	-10%	16%	-39%	-34%	79%
Kassaflöde	2021	2022	2023	2024e	2025e	EBITDA-%	14.4 %	11.6 %	11.0 %	11.3 %	12.2 %
EBITDA	25.8	23.8	23.2	22.7	25.6	EBIT (just.)-%	10.6 %	8.5 %	6.4 %	5.5 %	7.4 %
Förändring i rörelsekapital	-3.2	-3.0	-0.7	-3.3	-0.2	EBIT-%	9.1 %	6.4 %	5.5 %	5.3 %	7.4 %
Operativt kassaflöde	17.7	17.9	20.1	17.2	22.3	ROE-%	8.6 %	6.8 %	4.7 %	3.8 %	6.9 %
Investeringar	-25.8	-36.1	-11.1	-9.0	-8.0	ROI-%	9.0 %	6.4 %	5.4 %	5.0 %	7.2 %
Fritt kassaflöde	-8.2	-18.2	9.0	7.7	14.3	Soliditet	46.0 %	41.6 %	42.9 %	46.4 %	48.1 %
						Nettoskuldssättningsgrad	51.6 %	73.2 %	69.5 %	62.8 %	53.1 %
Värderings multiplar	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Sales	1.9	1.3	0.9	0.9	0.8						
EV/EBITDA	13.3	11.3	8.2	7.9	6.6						
EV/EBIT (just.)	18.2	15.4	14.5	16.1	11.0						
P/E (just.)	27.4	15.0	15.2	20.2	11.3						
P/B	2.5	1.6	0.9	0.8	0.8						
Direktavkastning-%	1.2 %	1.9 %	0.0 %	2.2 %	3.6 %						

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 €



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.**