

Sitowise

Företagsrapport

08.11.2024 07.30 EET



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 "Ensi vuonna pitäisi jo tapahtua" publicerad den 8.11.2024 klockan 8.07 EET

**inde
res.**

Förändring väntas under 2025

Vi upprepar Sitowise riktkurs EUR 2,50 och vår Minska rekommendation efter bolagets Q3-resultat. Sitowises Q3-resultat var svagare än väntat på grund av utmaningarna i Sverige och den svaga byggmarknaden i Finland. Åtgärder har vidtagits för att förbättra lönsamheten, men en större vändning kräver också stöd från marknaden.

Marknadsutsikterna är fortfarande utmanande och en återhämtning är nu mer sannolik under andra halvåret nästa år, vilket vi anser begränsar uppsidan i aktien på kort sikt. Med tanke på riskerna i verksamheten och den osäkra vinstutvecklingen ser vi inte att aktiens riskjusterad avkastning är attraktiv för tillfället.

Q3-resultatet var klart lägre än väntat

Sitowises omsättning sjönk med 8 % under Q3 till 41,8 MEUR (Q3'23: 45,6 MEUR) och var nästan i linje med våra förväntningar. Den organiska omsättningen minskade med 10,5 % under kvartalet. Sitowises justerad EBITA minskade till 2,4 MEUR under Q3 (Q3'23: 3,5 MEUR) och marginalen sjönk till 5,8 % (Q3'23: 7,6 %). Den svaga lönsamheten och resultatet som var nästan 50 % lägre än förväntat beror på utmaningarna i Sverige och det svaga marknadsläget på både den finska och svenska byggmarknaden. Sitowises orderstock minskade med 8 % från jämförelseperioden till 154 MEUR vilket återspeglar en svagare utsikt, särskilt på byggmarknaden in Finland och Sverige.

Förväntningarna för kommande åren minskade med cirka 5 %

På grund av den långvariga svagheten på marknaden minskade vi våra operativa resultatförväntningar för de kommande åren med cirka 5 %. Sitowise räknar med att omsättningen minskar under 2024 (2023: 211 MEUR) och att den justerade EBITA-marginalen kommer ligga under 2023 års nivå (2023: 8,1 %). Vi förväntar att omsättningen under 2024 minskar med 8 % till 194 MEUR och justerad EBITA sjunker till 11,8 MEUR (2023: 17,0 MEUR), vilket är en marginal på 6,1 %. Under Q4 stöds resultatet av personalminskningar och sparåtgärder i Sverige, men på grund av den svaga efterfrågan är debiteringsgraden låg, vilket försvagar möjligheterna till resultatförbättring. När marknaden till slut vänder och debiteringsgraden stiger förväntar vi oss att vinstnivåerna kommer att stiga mot en bättre nivå under 2025-26 till följd av en stark operativ hävstångseffekt (just. EBITA-% 25-26e medeltal: 8,2 %). Vi bedömer att nuvarande lönsamheten ligger under Sitowises potential (EBITA% >10%), men att nå denna nivå är allt längre bort och kommer att kräva framgångsrik hantering av utmaningarna i Sverige och en klart starkare dragningskraft på marknaden. Enligt vår mening har verksamhetsriskerna från tillväxtutmaningar och integration av förvärv delvis materialiserats, vilket nu ökar osäkerheten kring bolagets långsiktiga potential.

Värdering uppmuntrar inte till operativt risktagande

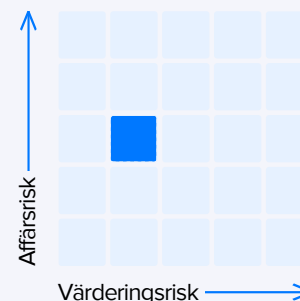
Sitowise värderingsmultiplar för innevarande år är höga på grund av svaga resultat. Den vändning i lönsamhet som en marknadsåterhämtning och stigande utnyttjandegrad medför kommer att minska värderingen under de kommande åren (25-26e, medeltal: EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x). Vi tycker dock inte att värderingen är attraktiv, eftersom osäkerheten kring återhämtningstakten i marknaden leder till ökade prognosrisker. Givet prognoserna för 25-26 och vår accepterbara värderingsnivå (EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x) finns det utrymme för uppsida i aktien. Direktavkastningen ger inget stöd till förväntade avkastningen på kort sikt, eftersom vi inte förväntar oss utdelning för 2024. Vi anser att värderingen av jämförelsebolag (25e) är på en utmanande nivå (median P/E: 17), vilket, utöver bättre resultat och lägre risker hos jämförelsebolag, sänker värdet som återspeglas i relativvärderingen. DCF-kalkylens värde är högre än aktiekursen (EUR 3,2), vilket indikerar aktiens långsiktiga potential.

Rekommendation

Minska
(tidigare Minska)

EUR 2,50
(tidigare EUR 2,50)

Aktiekurs:
2,41



Nyckeltal

	2023	2024e	2025e	2026e
Omsättning	210.9	193.7	199.1	213.6
tillväxt-%	3%	-8%	3%	7%
EBITA just.	17.0	11.8	15.0	19.0
EBITA-% just.	8.1 %	6.1 %	7.5 %	8.9 %
Nettoresultat	5.6	-0.5	5.6	9.4
EPS (just.)	0.21	0.04	0.16	0.26
P/E (just.)	15.2	64.6	15.5	9.2
P/B	0.9	0.7	0.7	0.7
Direktavkastning-%	0.0 %	0.0 %	4.1 %	5.8 %
EV/EBIT (just.)	14.5	25.6	14.3	9.6
EV/EBITDA	8.2	9.8	7.3	5.9
EV/Sales	0.9	0.9	0.8	0.7

Källa: Inderes

Guidance

(Oförändrat)

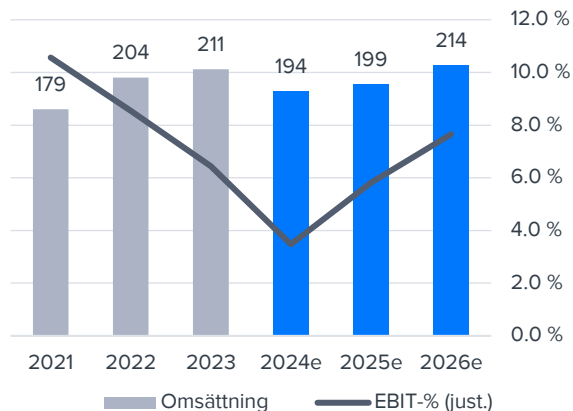
Omsättningen förväntas minska under 2024 (2023: 211 MEUR). Justerade EBITA-marginalen (%) under 2024 förväntas vara lägre än under 2023 (2023: 8,1%).

Aktiekurs



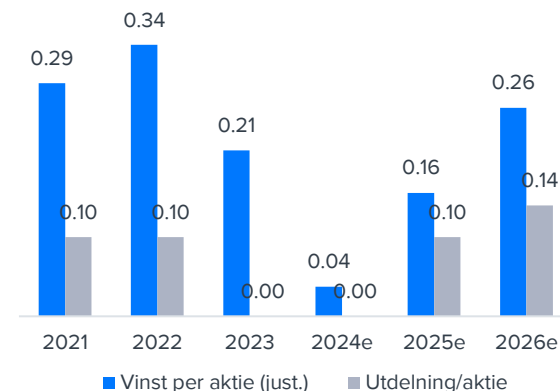
Källa. Millistream Market Data AB

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	2.41	2.41	2.41
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	86	86	86
EV	173	165	157
P/E (just.)	64.6	15.5	9.2
P/B	0.7	0.7	0.7
EV/Sales	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.8	7.3	5.9
EV/EBIT (just.)	25.6	14.3	9.6
Utdelning/resultat (%)	0.0 %	64.2 %	53.2 %
Direktavkastning-%	0.0 %	4.1 %	5.8 %

Källa: Inderes

Lönsamheten var klart lägre än förväntat

Omsättningen sjönk i linje med förväntningarna

Sitowises omsättning sjönk med 8 % under Q3 till 41,8 MEUR (Q3'23: 45,6 MEUR) och fortsatte på nedgående trenden som började förra året. Omsättningen var 2% under våra prognoser. Förvärv och en arbetsdag mera under kvartalet hade en positiv inverkan på omsättningen så den organiska omsättningen minskade med 10,5 % under kvartalet.

Omsättningsminskningen berodde på otillräckliga orderstocken i svenska och finska byggverksamheten samt den svaga marknadssituationen. I Sverige minskade omsättningen med 12 % till 7,7 MEUR, men i byggverksamheten med upp till 23 % till 12,2 MEUR, vilket var klart under vår förväntning. Omsättningen minskade också enligt förväntningarna i Digitala lösningar (-3 %; 6,5 MEUR) på grund av svag privat efterfrågan. Inom produktverksamheten för digitala lösningar har utvecklingen visserligen varit positiv,

men projekten har tyngts av hård konkurrens och den svaga ekonomin. I Infra växte omsättningen positivt med 6 % medan vi förväntade en omsättning på jämförelseperiodens nivå. Infra tog också emot en designorder för västra delen av Vandaspåran under kvartalet (värde cirka 8 MEUR), vilket redovisas i Q4 orderstocken. Dessutom ökar efterfrågan på projekt för grön omställning, även om vi tror att offentliga investeringar i infrastrukturprojekt för nästa år har försenats.

Sitowises orderstock minskade med 8 % från jämförelseperioden till 154 MEUR vilket återspeglar en svagare utsikt, särskilt på byggmarknaden in Finland och Sverige. Återhämtningen på marknaden borde snabbt avspglas i Sitowises orderbok (design- och utvecklingsfasen börjar först), men hittills finns det inga tydliga tecken på en vändning, även om jämförelseperioderna börjar vara svaga.

Lönsamheten var på en låg nivå

Sitowises justerad EBITA sjönk till 2,4 MEUR under Q3 och marginalen till 5,8 % (Q3'23: 7,6 %). Vi förväntade oss att justerad EBITA skulle stiga från den mycket svaga jämförelseperioden på grund av effektivitetsåtgärder och ökade arbetstimmar (+11h å/å), men resultatet var 45% svagare än våra prognoser (prognos: 4,3 MEUR). Den svaga lönsamhets- och prognosutvecklingen beror på utmaningarna i Sverige och det svaga marknadsläget på både den finska och svenska byggmarknaden. Enligt rapporten var både bygg- och svenska verksamheten förlustbringande under kvartalet och i Sverige till och med tydligt. På den positiva sidan uppnådde Infraverksamheten och Digitala lösningar mer än målnivån (+12% EBITA). På grund av Sitowises otillräckliga arbetsbörda minskade debiteringsgraden till 72 % under Q3 (Q3'23: 75 %), vilket är en låg nivå enligt Sitowises standarder (historiskt medeltal för Q3 cirka 76 %).

Prognostabell	Q3'23	Q3'24	Q3'24e	Q3'24e	Konsensus		Skillnad (%)	2024e	
	MEUR/EUR	Jämförelse	Utfall	Inderes	Konsensus	Lägst	Högst	Utfall vs. Inderes	Inderes
Omsättning	45.6	41.8	42.4					-2%	193.7
EBITA (just.)	3.5	2.4	4.3					-44%	11.8
EBITA	3.3	1.3	3.4					-62%	9.6
EBIT	2.3	-0.2	2.5					-108%	4.9
Vinst före skatt	1.0	-1.8	1.3					-239%	-0.7
Vinst per aktie (rapporterad)	0.02	-0.04	0.03					-239%	-0.01
Omsättningstillväxt-%	-0.6 %	-8.4 %	-6.9 %					-1.4 procentenhet	-8.2 %
EBITA-% (just.)	7.6 %	5.8 %	10.2 %					-4.5 procentenhet	6.1 %

Källa: Inderes

Återhämtning på marknaden under H2 2025

På konsumentens sida fortsatte lönetrycket och hårda priskonkurrensen gjorde prissättningen svårare. I de redovisade siffrorna minskade engångsposter för den svenska omstruktureringen och nedskrivningen av det lettiska dotterbolagets goodwill rörelseresultatet tydligt. I telekonferensen var bolaget inte oroat över goodwill i de viktigaste verksamhetsländerna, men den svaga marknaden och förlustbringande verksamheter väcker naturligtvis oro över goodwillens hållbarhet. Goodwill utgör cirka 60 % av Sitowises balansomsättning. 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 0,03).

Stabil ekonomisk situation

Det operativa kassaflödet var -0,3 MEUR under Q3 (Q3'23: -2,7 MEUR) tack vare svaga resultatet men förbättrades från jämförelseperioden. Trots

förbättringen är operativa resultatvändningen viktig även när det gäller finansiering, eftersom kassaflödet fortfarande minskar och resultatet är svagt. Sitowises skuldsättningsgrad (nettoskuld/justerad EBITDA) var redan 5,0x under Q3 (målet under 2,5x). Siffran är hög och i bolagets finansieringsavtal om 100 MEUR (förfaller 2026) är nettoskulden/EBITDA ett av villkoren. Företaget har förhandlat om en tillfällig ändring av avtalsvillkoren med sina finansiärer, men villkoren kan inte utsträckas på obestämd tid. När det gäller finansiering måste företagets resultat också vända till det bättre under de närmaste åren. Sitowises solvenssiffror ligger dock på en god nivå (Q3 soliditet: 45 %, skuldsättningsgrad: 51 %) och i slutet av kvartalet var kassareserverna på en tillräcklig nivå på 10,2 MEUR (Q3'23: 9,2 MEUR), med hänsyn till kortsiktiga behov.

Guidance oförändrad, utsikterna är fortfarande utmanande

I sin guidance förväntar sig Sitowise att omsättningen kommer att minska under 2024 (2023: 211 MEUR) och att justerade EBITA-marginalen är lägre än 2023 (2023: 8,1 %). Baserat på Q1-Q3 kommer lönsamheten att vara betydligt lägre (1-9'24: 5,8 % vs. 1-9'23: 9,2 %).

När det gäller marknadsutsikterna kan Q4 fortfarande förväntas bli utmanande för byggverksamheterna, men i Sverige förväntas lönsamheten förbättras med årliga besparingar på cirka 3,5 MEUR från Building for Future-programmet redan från nästa kvartal framåt. I Sverige förväntas även marknadsutsikterna förbättras snabbare än i Finland, även om utsikterna fortfarande är svaga enligt Sitowise. Digitala lösningar och Infra har en stabilare marknadsposition. Sammantaget anser Sitowise fortfarande att tidpunkten för återhämtningen på byggmarknaden är mycket osäker och förväntar sig att återhämtningen börjar tydligare först under andra halvåret 2025.

Sitowise Q3'24: Infra & Digital stable, Buildings still a concern



En liten nedgång i prognoserna för de närmaste åren

Prognosförändringar 2024e-2026e

- Vi sänkte prognoserna för innevarande år med cirka 20 % på grund av det svaga Q3-resultatet
- Vi förväntar oss att resultatnivån förbättras under Q4, när de årliga besparingarna på 3,5 MEUR från Building for Future -programmet påverkar lönsamheten i Sverige.
- I de lägre raderna försvagade högre engångsposter än väntat och finansieringskostnader förväntningarna.
- Utsikterna minskade också våra operativa resultatprognoser för de kommande åren med cirka 5 %.
- Den fortsatta svagheten på marknaden i Finland och utmaningarna i Sverige sänkte våra prognoser ytterligare, men förändringarna var inte stora med tanke på helheten.

Operativa drivkrafter 2024e-2026e:

- Återhämtningen av marknaden från år av nedgång stöder den ökade tillväxten under 2025-2026
- 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 MEUR/EUR	2024e Gammal	2024e Ny	Förändring %	2025e Gammal	2025e Ny	Förändring %	2026e Gammal	2026e Ny	Förändring %
Omsättning	195	194	-1%	204	199	-2%	219	214	-2%
EBITDA	20.5	17.7	-14%	23.8	22.6	-5%	27.3	26.7	-2%
EBITA (just.)	14.2	11.8	-17%	16.2	15.0	-7%	19.6	19.0	-3%
EBITA	12.3	9.6	-22%	16.2	15.0	-7%	19.6	19.0	-3%
Vinst före skatt	3.2	-0.7	-123%	8.3	7.1	-14%	12.5	12.0	-4%
Vinst per aktie (utan engångsposter)	0.09	0.04	-59%	0.18	0.16	-14%	0.27	0.26	-3%
Utdelning/aktie	0.00	0.00		0.10	0.10	0%	0.14	0.14	0%

Källa: Inderes

Värderingen är neutral på kort sikt

Värderingen är ganska neutral för de närmaste åren

Sitowises värdering för 2024 stiger till en hög nivå på grund av den svaga vinstutveckling. I takt med att resultatvändningen och marknadsåterhämtningen materialiseras som väntat, kommer multiplarna för de närmaste åren att falla klart (25-26e medeltal: EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x). Givet prognoserna för 25-26 och den nedre gränsen av vår accepterbara värderingintervall (EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x) finns det inte utrymme för tillväxt i aktien. Direktavkastningen ger inget stöd till den förväntade avkastningen på kort sikt heller, eftersom vi inte förväntar oss en utdelning för 2024 som under 2023.

Våra acceptabla värderingsmultiplar för Sitowise är cirka 12-16x med P/E och 7-9x med EV/EBITDA baserat på historiska värderingsnivåer för jämförelsebolag. När resultatnivån normaliseras på längre sikt skulle vi grovt sett tillämpa tal mellan intervallens mittpunkt och botten, men för närvarande kräver en högre värdering att bolaget visar bevis på en bättre framtid.

Jämförelsegruppens värderingsnivå

Jämfört med jämförelsegruppen prissätts Sitowise också med en rabatt på cirka 15 %. Jämförelseföretagens median värdering för 2025 (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 historia (t.ex.

Sweco), vilket beryder att det är acceptabelt att jämförelsebolagen prissätts klart högre. Med tanke på de finansiella riskerna, Sveriges utmaningar och den svaga nuvarande lönsamheten är rabatten motiverad för Sitowise och vi tycker inte det finns uppsida i aktien på basis av relativvärderingen.

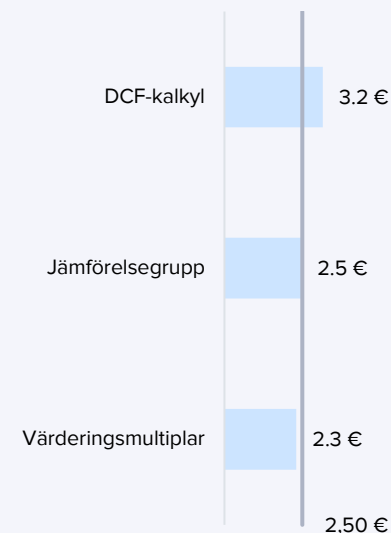
DCF-värdering

Vi ger också tyngd åt kassaflödesmodellen (DCF) i värderingen. Värdet på DCF-modellen (EUR 3,2) är högre än den nuvarande kursen och vår riktkurs, vilket också indikerar bolagets långsiktiga potential. I våra prognoser, efter en starkare tillväxt på medellång sikt, stabiliseras bolagets omsättningstillväxt till 1 % under terminalperioden och rörelsemarginalen till 9,0 % av omsättningen på basis av bolagets historiska prestation (2018-23 medeltal: 10 %). Vi utesluter inte heller en ytterligare lägre terminallönsamhet om utvecklingen fortsätter i samma riktning och lönsamhetsutmaningarna fortsätter. Kapitalkostnaden vi använder (WACC) är 9,0 % och kostnaden för eget kapital är 10,1 %. Vi anser att det inte finns utrymme för minskning av avkastningskravet förrän bolaget har lyckats vända sin verksamhet i en bättre riktning.

Värderingsnivå	2024e	2025e	2026e
Aktiekurs	2.41	2.41	2.41
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	86	86	86
EV	173	165	157
P/E (just.)	64.6	15.5	9.2
P/B	0.7	0.7	0.7
EV/Sales	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.8	7.3	5.9
EV/EBIT (just.)	25.6	14.3	9.6
Utdelning/resultat (%)	0.0 %	64.2 %	53.2 %
Direktavkastning-%	0.0 %	4.1 %	5.8 %

Källa: Inderes

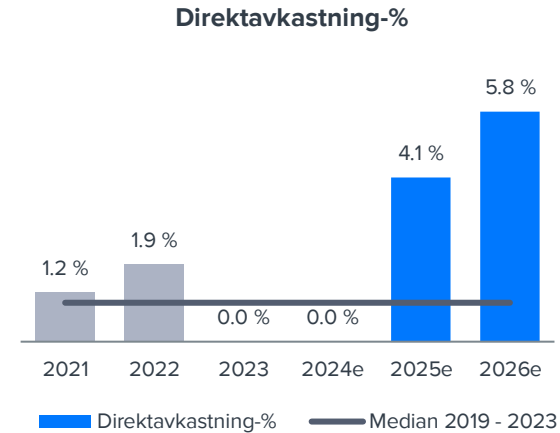
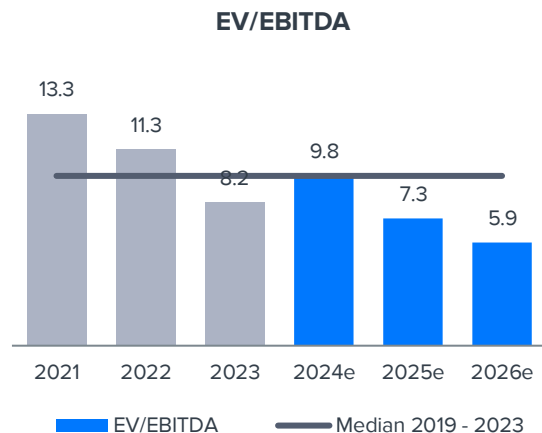
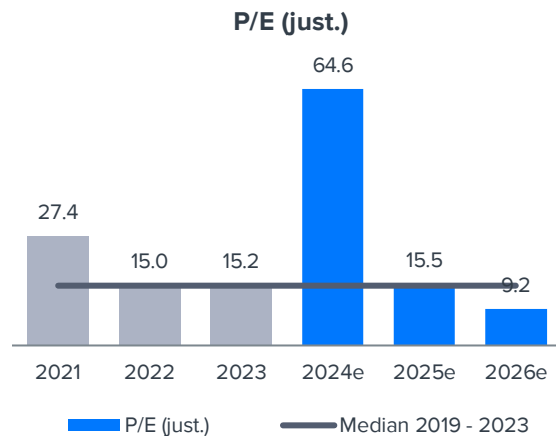
Fastställande av riktkurs



Värderingstabell

Värderingsnivå	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs			8.05	5.14	3.18	2.41	2.41	2.41	2.41
Antal aktier, miljoner			35.4	35.5	35.6	35.8	35.8	35.8	35.8
Börsvärde			285	182	113	86	86	86	86
EV			345	268	197	173	165	157	150
P/E (just.)			27.4	15.0	15.2	64.6	15.5	9.2	7.7
P/B			2.5	1.6	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/Sales			1.9	1.3	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA			13.3	11.3	8.2	9.8	7.3	5.9	5.3
EV/EBIT (just.)			18.2	15.4	14.5	25.6	14.3	9.6	8.1
Utdelning/resultat (%)			45.2 %	45.2 %	0.0 %	0.0 %	64.2 %	53.2 %	60.4 %
Direktavkastning-%			1.2 %	1.9 %	0.0 %	0.0 %	4.1 %	5.8 %	7.9 %

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	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)	86	173	25.6	14.3	9.8	7.3	0.9	0.8	64.6	15.5	0.0	4.1	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
Skillnad-% till median			74%	-4%	7%	-16%	-9%	-13%	303%	-8%	-100%	50%	-65%

Källa: Refinitiv / Inderes

Resultaträkning

Resultaträkning	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättning	204.4	56.0	56.5	45.6	52.8	210.9	51.5	50.9	41.8	49.5	193.7	199.1	213.6	223.3
Infra	60.0	15.8	17.8	14.5	17.5	65.6	17.0	18.0	15.5	18.4	68.9	71.7	73.8	76.1
Byggverksamhet	79.4	19.9	19.1	15.8	16.1	70.8	16.1	15.5	12.2	12.9	56.7	57.9	64.3	68.1
Digitala lösningar	22.1	8.0	7.7	6.7	7.6	29.9	7.0	7.0	6.5	7.7	28.1	30.4	33.4	35.1
Ruotsi	42.9	12.4	11.9	8.6	11.6	44.5	11.4	10.4	7.7	10.6	40.0	39.1	42.1	44.0
EBITDA	23.8	8.5	6.4	5.2	3.2	23.2	5.1	4.3	3.3	5.1	17.7	22.6	26.7	28.1
Avskrivningar och nedskrivningar	-10.6	-3.0	-2.8	-2.9	-2.8	-11.5	-3.1	-3.2	-3.5	-3.0	-12.8	-11.0	-10.3	-9.6
EBITA (just.)	20.4	6.6	4.5	3.5	2.4	17.0	3.4	2.6	2.4	3.5	11.8	15.0	19.0	20.3
EBITA	16.1	6.2	4.4	3.3	1.3	15.1	3.1	2.2	1.3	3.1	9.6	15.0	19.0	20.3
EBIT	13.2	5.5	3.6	2.3	0.3	11.7	2.0	1.1	-0.2	2.1	4.9	11.6	16.3	18.4
Netto finansieringskostnader	-2.9	-1.1	-0.9	-1.2	-1.3	-4.6	-1.2	-1.3	-1.6	-1.5	-5.6	-4.5	-4.4	-4.1
Vinst före skatt	10.3	4.4	2.7	1.0	-1.0	7.1	0.7	-0.2	-1.8	0.6	-0.7	7.1	12.0	14.3
Skatt	-2.4	-0.9	-0.6	-0.3	0.1	-1.6	-0.2	0.0	0.4	-0.1	0.1	-1.5	-2.5	-3.0
Minoritetsandelar	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Nettoresultat	7.8	3.5	2.2	0.8	-0.9	5.6	0.6	-0.1	-1.4	0.4	-0.5	5.6	9.4	11.3
Vinst per aktie (justerad)	0.34	0.11	0.06	0.03	0.01	0.21	0.03	0.01	-0.01	0.01	0.04	0.16	0.26	0.31
Vinst per aktie (rapporterad)	0.22	0.10	0.06	0.02	-0.02	0.16	0.02	0.00	-0.04	0.01	-0.01	0.16	0.26	0.31
Nyckeltal	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättningstillväxt-%	14.0 %	13.9 %	9.2 %	-0.6 %	-8.3 %	3.2 %	-8.0 %	-9.9 %	-8.4 %	-6.2 %	-8.2 %	2.8 %	7.3 %	4.5 %
Justerad EBITA tillväxt-%		40.7 %	-24.0 %	-29.6 %	-57.0 %	-16.6 %	-49.0 %	-43.4 %	-29.6 %	43.4 %	-30.5 %	26.9 %	26.6 %	6.9 %
EBITDA-%	11.6 %	15.1 %	11.3 %	11.4 %	6.0 %	11.0 %	9.9 %	8.4 %	7.9 %	10.2 %	9.1 %	11.3 %	12.5 %	12.6 %
Justerad EBITA-%	10.0 %	11.8 %	8.0 %	7.6 %	4.6 %	8.1 %	6.6 %	5.0 %	5.8 %	7.0 %	6.1 %	7.5 %	8.9 %	9.1 %

Balansräkning

Tillgångar	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Anläggningstillgångar	202	202	202	200	197
Goodwill	158	158	159	159	159
Immateriella tillgångar	10.2	11.9	11.2	8.8	6.1
Anläggningstillgångar	31.8	29.3	29.2	29.6	29.9
Investeringar i intresseföretag	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Övriga investeringar	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Övriga anläggningstillgångar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uppskjutna skattefordringar	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
Omsättningstillgångar	78.3	76.6	66.8	68.6	76.2
Omsättningstillgångar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Övriga omsättningstillgångar	1.3	1.8	1.8	1.8	1.8
Kundfordringar	61.6	59.2	54.3	55.8	59.9
Likvida medel	15.4	15.6	10.7	10.9	14.5
Balansomslutning	281	278	268	268	273

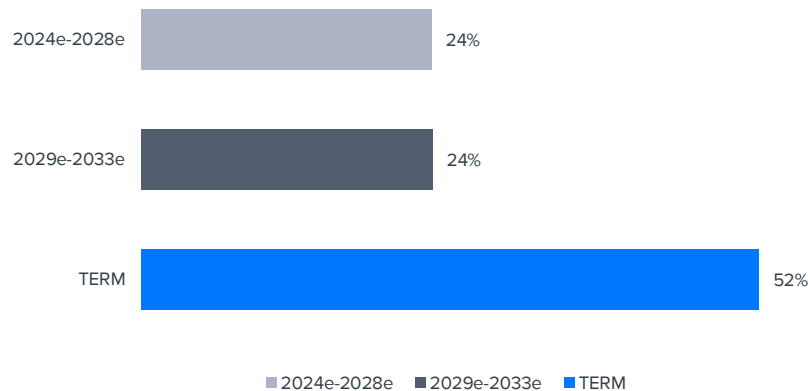
Källa: Inderes

Skulder	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Eget kapital	117	120	120	125	131
Aktiekapital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Fonderade vinstmedel	23.4	25.8	25.2	30.8	36.7
Lån i eget kapital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uppskrivningsfond	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Övrigt eget kapital	92.8	93.2	93.2	93.2	93.2
Minoritetsandel	0.3	0.3	0.8	0.8	0.8
Långfristiga skulder	94.6	92.0	86.5	81.5	81.5
Uppskjutna skatteskulder	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
Avsättningar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Räntebärande skulder	93.0	90.5	85.0	80.0	80.0
Lån mot konvertibla skuldebrev	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Övriga långfristiga skulder	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kortfristiga skulder	69.2	66.9	62.2	61.4	60.9
Räntebärande skulder	7.9	8.2	11.5	9.3	5.0
Kortfristiga icke räntebärande skulder	59.6	58.3	50.4	51.8	55.5
Övriga kortfristiga skulder	1.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Balansomslutning	281	278	268	268	273

DCF-värdering

DCF-modell	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Omsättningstillväxt-%	3.2 %	-8.2 %	2.8 %	7.3 %	4.5 %	3.0 %	2.5 %	2.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %
EBIT-%	5.5 %	2.5 %	5.8 %	7.6 %	8.3 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %
EBIT	11.7	4.9	11.6	16.3	18.4	20.7	21.2	21.6	21.9	22.1	22.3	
+ Totala avskrivningar	11.5	12.8	11.0	10.3	9.6	9.1	8.8	8.5	8.4	8.3	8.2	
- Betalda skatter	-1.5	0.1	-1.5	-2.5	-3.0	-3.5	-3.6	-3.7	-3.7	-3.8	-3.8	
- Skatt, finansieringskostnader	-1.0	-0.7	-1.0	-0.9	-0.9	-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	-3.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	
Operativt kassaflöde	20.1	14.0	20.0	22.9	24.0	25.3	25.4	25.5	25.6	25.6	25.7	
+ Ökning i icke räntebärande långfristiga skulder	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Bruttoinvesteringar	-11.1	-12.5	-9.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.2	
Fritt operativt kassaflöde	9.0	1.5	11.0	14.9	16.0	17.3	17.4	17.5	17.6	17.6	17.6	
+/- Övrigt	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Fritt kassaflöde	9.0	1.0	11.0	14.9	16.0	17.3	17.4	17.5	17.6	17.6	17.6	223
Diskonterat fritt kassaflöde	1.0	10.0	12.4	12.2	12.1	11.2	10.3	9.5	8.8	8.0	101	
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde	197	196	186	174	161	149	138	128	118	109	101	
Skuldfritt börsvärde DCF	197											
- Räntebärande skulder	-98.7											
+ Likvida medel	15.6											
- Minoritetsandel	-0.5											
- Utdelning/återbetalning av kapital	0.0											
Värdet på eget kapital DCF	113											
Värdet på eget kapital DCF per aktie	3.2											

Fördelning av kassaflöde



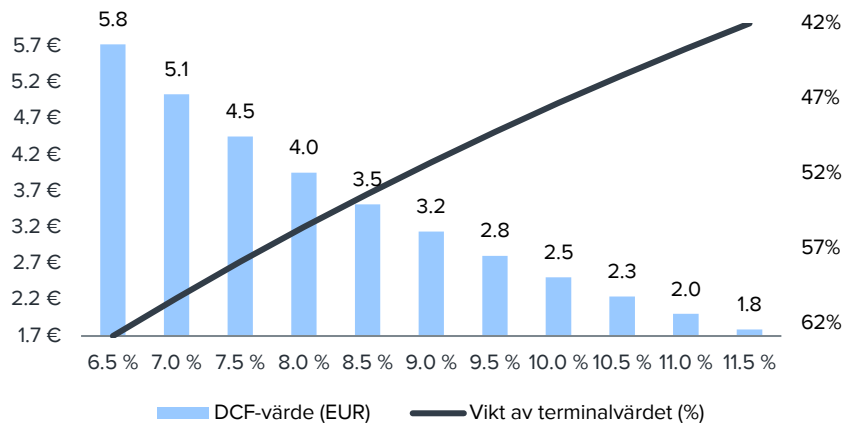
Kapitalkostnad (WACC)

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

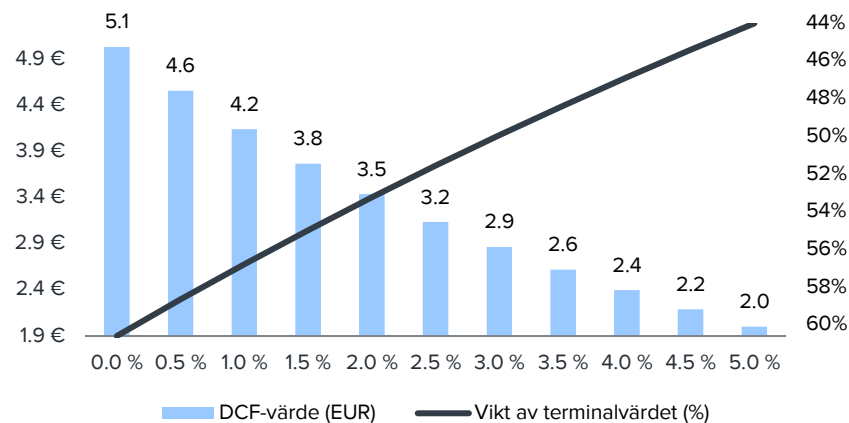
Källa: Inderes

DCF:s känslighet och väsentliga antaganden i grafer

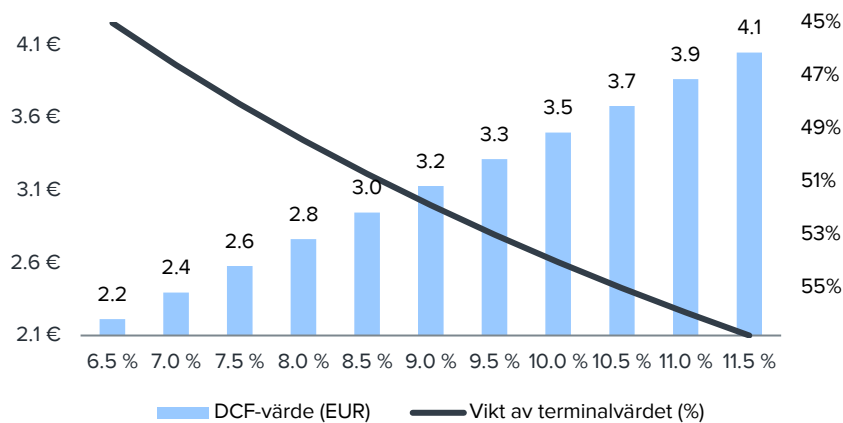
DCF:s känslighet för förändringar i WACC-%



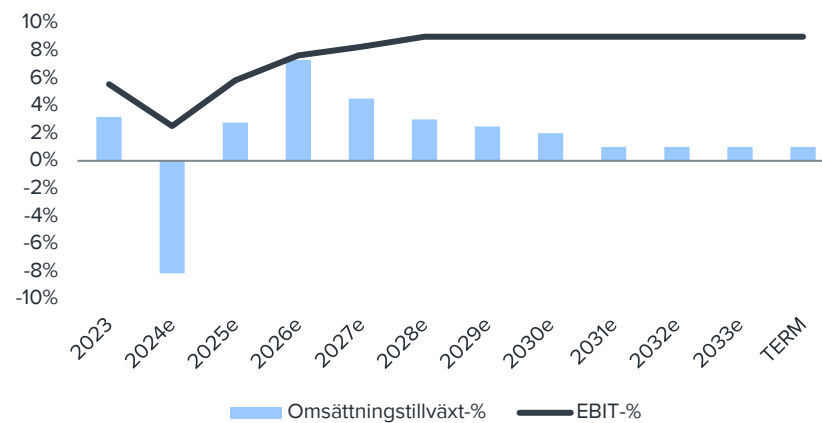
DCF:s känslighet för förändringar i riskfria räntesatsen



DCF:s känslighet för förändringar i terminalens EBIT-%



Tillväxt- och lönsamhetsantaganden i DCF-beräkningen



Källa: Inderes. OBS! terminalvärdets vikt (%) anges på en omvänd skala för tydlighetens skull.

Sammanfattning

Resultaträkning	2021	2022	2023	2024e	2025e	Tal per aktie	2021	2022	2023	2024e	2025e
Omsättning	179.3	204.4	210.9	193.7	199.1	EPS (rapporterad)	0.22	0.22	0.16	-0.01	0.16
EBITDA	25.8	23.8	23.2	17.7	22.6	EPS (justerad)	0.29	0.34	0.21	0.04	0.16
EBIT	16.4	13.2	11.7	4.9	11.6	Operativt kassaflöde/aktie	0.50	0.50	0.56	0.39	0.56
Vinst före skatt	10.3	10.3	7.1	-0.7	7.1	Fritt kassaflöde/aktie	-0.23	-0.51	0.25	0.03	0.31
Nettovinst	7.8	7.8	5.6	-0.5	5.6	Eget kapital/aktie	3.24	3.29	3.35	3.31	3.47
Engångsposter	-2.6	-4.3	-1.9	-1.9	0.0	Utdelning/aktie	0.10	0.10	0.00	0.00	0.10
Balansräkning	2021	2022	2023	2024e	2025e	Tillväxt och lönsamhet	2021	2022	2023	2024e	2025e
Balansomslutning	249.8	280.7	278.4	268.3	268.1	Omsättningstillväxt-%	12%	14%	3%	-8%	3%
Eget kapital	114.9	116.9	119.6	119.5	125.1	EBITDA tillväxt-%	-2%	-8%	-2%	-24%	28%
Goodwill	135.2	157.6	158.0	158.5	158.5	EBIT (just.) tillväxt-%	10%	-8%	-22%	-50%	72%
Nettoskulder	59.3	85.6	83.1	85.8	78.3	EPS (just.) tillväxt-%	-10%	16%	-39%	-82%	317%
Kassaflöde	2021	2022	2023	2024e	2025e	EBITDA-%	14.4 %	11.6 %	11.0 %	9.1 %	11.3 %
EBITDA	25.8	23.8	23.2	17.7	22.6	EBIT (just.)-%	10.6 %	8.5 %	6.4 %	3.5 %	5.8 %
Förändring i rörelsekapital	-3.2	-3.0	-0.7	-3.1	-0.1	EBIT-%	9.1 %	6.4 %	5.5 %	2.5 %	5.8 %
Operativt kassaflöde	17.7	17.9	20.1	14.0	20.0	ROE-%	8.6 %	6.8 %	4.7 %	-0.4 %	4.6 %
Investeringar	-25.8	-36.1	-11.1	-12.5	-9.0	ROI-%	9.0 %	6.4 %	5.4 %	2.2 %	5.4 %
Fritt kassaflöde	-8.2	-18.2	9.0	1.0	11.0	Soliditet	46.0 %	41.6 %	42.9 %	44.6 %	46.7 %
						Nettoskuldssättningsgrad	51.6 %	73.2 %	69.5 %	71.8 %	62.6 %
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	9.8	7.3						
EV/EBIT (just.)	18.2	15.4	14.5	25.6	14.3						
P/E (just.)	27.4	15.0	15.2	64.6	15.5						
P/B	2.5	1.6	0.9	0.7	0.7						
Direktavkastning-%	1.2 %	1.9 %	0.0 %	0.0 %	4.1 %						

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 €



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.**