

Sitowise

Företagsrapport

28.2.2024 07:00



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 "Marginaalit pysyvät maltillisina" publicerad den 28.2 2024 klockan 7.00 EET

inde
res.

Marginalerna är fortfarande måttliga

Vi upprepar Sitowises Öka-rekommendation, men sänker vår rikt Kurs till 3,00 euro (tidigare 3,30 euro). Sitowises Q4-resultat och utsikter för 2024 var svagare än vi förväntade oss, särskilt vad det gäller vinstmarginalen, vilket sänkte våra prognoser för de kommande åren. År 2024 verkar fortfarande vara utmanande i byggnadsverksamheten, men den allmänna ekonomiska situationen försvagar också andra affärsområden. I slutändan kommer dock marknaden att pigga till och Sitowises faktureringsgrad kommer att normaliseras till en högre nivå, vilket skapar en grund för vinsttillväxt. Värderingen är inte hög, särskilt med tanke på den låga vinstnivån, men bristen på vinsttillväxt och svag marknadsutveckling begränsar fortfarande uppsidan.

Q4 var svagare än väntat

Sitowises omsättning minskade mer än väntat (-8%) och det operativa resultatet var också sämre än våra prognoser (just. EBITA-%: 4,6 % vs. 5,6 %) till följd av den utmanande byggmarknaden och systemreformerna (CRM,ERP) vilket försvagade faktureringsgraden. Systemreformer påverkade omsättningen med -2 % och EBITA-marginalen med upp till 2,5 % vilket var högre än förväntat. En sådan engångskostnad bör dock förbättra lönsamheten i framtiden, även om reformen inte ännu är klar i Sverige. Vi uppskattar att Sitowises lönsamhet är god för närvarande i organiskt väl växande verksamheter (Infra, Digitala lösningar), men den större effekten av svaga marknaden i byggnadsverksamheten får mest uppmärksamhet.

Utsikterna var svagare än förväntat

Sitowise räknar med en marginell omsättningsminskning (2023: 211 MEUR) och att den justerade EBITA-marginalen kommer ligga på 2023 års nivå eller förbättras något (2023: 8,1%). Marginalutsikterna var en besvikelse jämfört med våra förväntningar, eftersom vi förväntade en tydlig marginalförbättring när effekterna av engångsposter (bl.a. CRM, ERP) elimineras och marknadssituationen förbättras. Marknadsutsikterna är dock fortsatt svaga, särskilt för byggnadsverksamheten, och en avmattning har också noterats i andra verksamheter. Baserat på guidance och utsikterna sjönk våra prognoser med cirka 10-15 % för 2024. Vi räknar nu med att omsättningen för 2024 kommer att minska med 4 % vilket återspeglar den svagare orderboken (-10 % Q4) och den tröga marknaden för byggnadsverksamheten under början av året. Justerad EBITA estimeras uppgå till 17,0 MEUR och marginalen kommer att förbättras till 8,4 %. Resultatförbättringen vi förväntar oss under 2024 och de närmaste åren drivs av marknaden som gradvis förbättras, bättre faktureringsgrader, effektiviseringsåtgärder samt en minskning av interna investeringar. Enligt våra prognoser är dock första halvåret 2024 fortfarande svagt och resultatet kommer inte att förbättras avsevärt förrän under 2025-2026 (25-26e genomsnittligt just. EBITA-%: 10,5 %).

Värderingen är attraktiv med hänsyn till vinstnivån

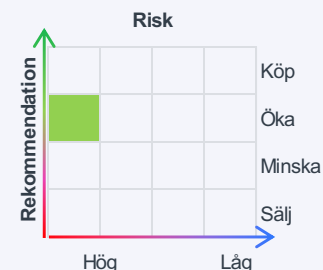
Sitowises värdering för 2024 är attraktiv (EV/EBITDA: 7x, P/E: 13x), med tanke på den nuvarande vinstnivån som är lägre än normalt. Med vår accepterbara värderingsnivå (EV/EBITDA: 8x, P/E: 14x) skulle aktien ha potential till en uppsida på 15 %. Under de närmaste åren kommer värderingen att sjunka tydligt, vilket indikerar potential när marknaden vänder. Direktavkastning som tidigare gav stöd till den förväntade avkastningen har dock nu sjunkit till noll för 2023. Enligt vår mening är värderingsskillnaden till jämförelsegruppen för stor (-20 %) och värdet av värderingen är också högre än den nuvarande kursen (4,3 euro). Det finns potential, men enligt vår uppfattning begränsar nu bristen på vinsttillväxt och en svag marknadsutveckling ytterligare uppsida.

Rekommendation

Öka
(tidigare Öka)

3,00 EUR
(tidigare 3,30 EUR)

Aktiekurs:
2,65



Nyckeltal

	2023	2024e	2025e	2026e
Omsättning	210,9	202,9	213,5	228,6
tillväxt-%	3%	-4%	5%	7%
EBITA just.	17,0	17,0	22,0	24,6
EBITA-% just.	8,1 %	8,4 %	10,3 %	10,7 %
Nettoreultat	5,6	7,4	13,0	16,0
EPS (just.)	0,21	0,21	0,36	0,45

P/E (just.)	15,2	12,8	7,3	5,9
P/B	0,9	0,7	0,7	0,6
Direktavkastning-%	0,0 %	2,3 %	4,1 %	6,2 %
EV/EBIT (just.)	14,5	12,6	7,9	6,3
EV/EBITDA	8,2	7,0	5,2	4,4
EV/Sales	0,9	0,8	0,7	0,6

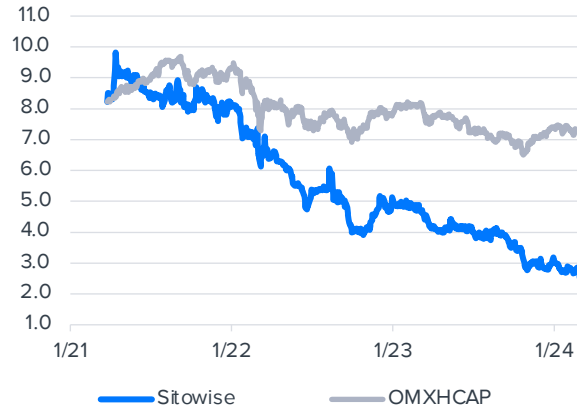
Källa: Inderes

Guidance

(Ny guidance)

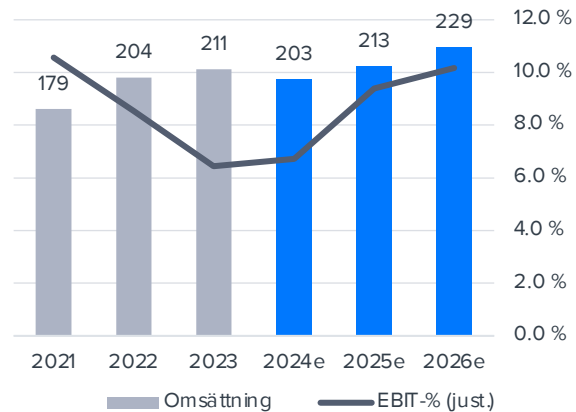
Omsättningen förväntas minska något under 2024 på grund av en nedgång i byggnadsverksamheten (2023: 211 MEUR). Den justerade EBITA-marginalen förväntas ligga på samma nivå som 2023 eller bättre (2023: 8,1%).

Aktiekurs



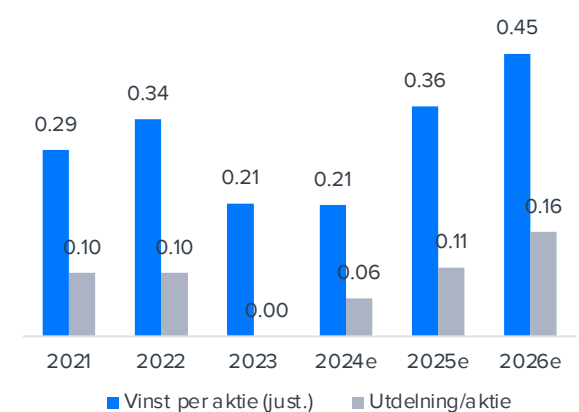
Källa. Millstream Market Data AB

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	2,65	2,65	2,65
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	95	95	95
Enterprise value (EV)	172	159	145
P/E (just.)	12,8	7,3	5,9
P/B	0,7	0,7	0,6
EV/Sales	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (just.)	7,0	5,2	4,4
EV/EBIT (just.)	12,6	7,9	6,3
Utdelning/resultat (%)	29,0 %	30,0 %	37,0 %
Direktavkastning-%	2,3 %	4,1 %	6,2 %

Källa: Inderes

Resultatet var lågt under Q4

Omsättning faller i linje med förväntan

Efter stark tillväxt i början av året (H1'23: 12 %) vände Sitowises omsättning till en mer uttalad minskning på 8 % under Q4 (Q4'23: 52,8 MEUR) jämfört med samma period föregående år. Valutakurser och en arbetsdag mindre under kvartalet försvagade omsättningen, men den organiska omsättningen minskade också med 6 % under kvartalet.

Omsättningen minskade med 24 % i byggnadsverksamheten och med 5 % i Sverige. Organiskt låg Sverige på samma nivå som under jämförelseperioden och utmanande projektet som framkom under Q3 avslutades under kvartalet. Vissa effekter från detta tycks ännu synas under Q1 i år.

Infra (+4 %) och Digitala lösningar (+2 %) fortsatte att växa. Tillväxten var dock klart långsammare än i början av året även här. Enligt rapporten har projekt i Infra skjutits upp något och i Digital lösningar börjar tillväxten från införandet av SaaS-lösningen i Leafpoint vara över. Den allmänt utmanande ekonomiska situationen försvagar privata efterfrågan även i Digitala lösningar.

Sitowises orderingång minskade med 10 % från jämförelseperioden till 167 MEUR vilket återspeglar en svagare utsikt, särskilt på byggnadsmarknaden. Bolaget borde öka orderboken under året för att möta förväntningarna, men vi tror inte det finns några betydande möjligheter för detta, åtminstone under början av året.

Låg lönsamhet av olika anledningar

Justerad EBITA minskade från jämförelseperioden till 2,4 MEUR (Q4'22: 5,3 MEUR) och var även svagare än vår prognos på 3,1 MEUR. EBITA-marginalen sjönk till 4,5 % (Q4'22: 9,2%), även under våra förväntningar, 5,6 %. Det var känt att faktureringsgraden som sjönk på grund av den svaga byggnadsmarknaden och systemreformer (73 % vs. 76 % år/år) och en arbetsdag mindre under kvartalet försvagar resultatet, men effekten var till och med större än vi förväntade. Systemreformer påverkade omsättningen med -2 % och EBITA-marginalen med upp till 2,5 %-enheter. En sådan engångskostnad bör dock förbättra lönsamheten i framtiden, även om reformen inte ännu är klar i Sverige. Vi uppskattar att

Sitowises lönsamhet är god för närvarande i organiskt väl växande verksamheter (Infra, Digitala lösningar), men den större effekten av svaga marknaden i byggnadsverksamheten får mest uppmärksamhet.

I de rapporterade siffrorna minskade rörelseresultatet tydligt, till följd av engångsposter relaterade till omstrukturering. Högre finansieringskostnader än väntat pressade nettoresultatet till förlust och vinsten per aktie till -0,02 euro. Det operativa kassaflödet minskade till 11 MEUR under Q4 (Q4'22: 13 MEUR) och utdelningsförslaget var noll (prognos: 0,12 euro per aktie) till följd av marknadsläget och potentiella tillväxtinvesteringar. Vi hade överskattat bolagets vilja att betala utdelning och vi tror att det är rätt att investera i tillväxt för tillfället. Den ekonomiska situationen är relativt stabil (soliditet: 43 %, skuldsättningsgrad: 46 %) och på grund av ett starkt kassaflöde låg likvida medel på en god nivå på cirka 16 MEUR.

Prognostabell	Q4'22	Q4'23	Q4'23e	Q4'23e	Konsensus		Skillnad (%)	2023
MEUR/EUR	Jämförelse	Utfall	Inderes	Konsensus	Lägst	Högst	Utfall vs. Inderes	Tot.
Omsättning	57,6	52,8	55,0	54,9	-	-	-4%	211
EBITA (just.)	5,3	2,4	4,9	-	-	-	-51%	17,0
EBIT	3,8	0,3	4,0	2,2	-	-	-93%	11,7
Vinst före skatt	3,0	-1,0	1,0	1,1	-	-	-201%	7,1
Vinst per aktie (rapporterad)	0,07	-0,02	0,02	0,03	-	-	-200%	0,16
Utdelning/aktie	0,10	0,00	0,12	0,09	-	-	-100%	0,00
Omsättningstillväxt-%	14,1 %	-8,3 %	-4,5 %	-4,6 %	-	-	-3,8 %-enhet	3,2 %
EBITA-% (just.)	9,2 %	4,6 %	8,9 %	-	-	-	-4,4 %-enhet	8,1 %

Källa: Inderes & Bloomberg (3) (konsensus)

Lönsamhetstrenden orsakar oro

Utsikterna var försiktiga

Sitowise säger att omsättningen kommer att minska något (2023: 211 MEUR) och att den justerade EBITA-marginalen ligger på 2023 års nivå eller förbättras något (2023: 8,1%). Marginalutsikterna var i synnerhet en besvikelse, vi förväntade redan en tydlig marginalförbättring när effekterna av engångsposter (bl.a.CRM, ERP) elimineras och marknadssituationen förbättras. Även en tydlig förbättring kan sannolikt ännu uppnås, men det skulle troligen kräva en snabbare återhämtning av marknaden än vad företaget förväntar.

Baserat på utsikterna förväntas en återhämtning i byggnadsverksamheten tidigast under andra halvåret. Sverige har vissa svaga positiva signaler och situationen är bättre än i Finland. Det finns tillväxtpotentialer i Infra och Digitala lösningar och

orderboken ligger på en bra nivå. De allmänt svaga ekonomiska utsikterna i Finland och Sverige bromsar dock nu Sitowise tillväxt på en bred front.

Den svaga marknaden har varit känd sedan tidigare, men en fortsatt försvagad lönsamhet är nu mer oroande. Företaget försöker åtgärda situationen genom sparåtgärder och investeringar i växande och lönsamma områden i sin verksamhet. Mycket återstår dock att göra, både internt och när det gäller återhämtningen på marknaden så att koncernens lönsamhet som helhet stiger mot målet (min. 12 % EBITA-%).

Vi sänkte våra resultatprognoser speciellt för 2024

Baserat på guidance och utsikterna sjönk våra prognoser med cirka 10-15 % för 2024. Vi förväntar nu att omsättningen för 2024 kommer att minska med 4 % vilket återspeglar den svagare orderboken

(-10 % Q4) och den tröga byggnadsmarknaden under början av året. Justerad EBITA förväntas bli 17,5 MEUR och marginalen kommer att förbättras till 8,6 %.

Resultatförbättringen vi förväntar oss under 2024 och de närmaste åren drivs av marknaden som gradvis förbättras, bättre faktureringsgrader, effektiviseringsåtgärder samt en minskning av interna investeringar. Enligt våra prognoser är dock första halvåret 2024 fortfarande svagt och resultatet kommer bara att förbättras tydligt under 2025-2026 (25-26e genomsnittlig just. EBITA-%: 10,5 %).

De största riskerna i våra prognoser är relaterade till Sitowises lönsamhetspotential och tajningen för markandsåterhämtningen. Misslyckade förvärv är också en tydlig risk i en affärsmodell som är starkt beroende av förvärvad tillväxt.

Prognosförändringar	2023	2023	Förändring	2024e	2024e	Förändring	2025e	2025e	Förändring
MEUR/EUR	Prognos	Utfall	%	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%
Omsättning	214	211	-1%	206	203	-2%	215	213	-1%
EBITDA	25,2	23,2	-8%	26,5	24,6	-7%	31,9	30,5	-4%
EBITA (just.)	18,0	17,0	-6%	18,9	17,0	-10%	24,7	24,6	-1%
EBITA	17,1	15,1	-12%	18,9	17,0	-10%	24,7	24,6	-1%
Vinst före skatt	9,5	7,1	-25%	11,6	9,3	-20%	17,9	16,3	-9%
Vinst per aktie (utan engångsposter)	0,23	0,21	-9%	0,26	0,21	-21%	0,40	0,36	-8%
Utdelning/aktie	0,12	0,00	-100%	0,14	0,06	-57%	0,00	0,00	

Värderigen är fortfarande attraktiv

Vi sänkte Sitowises riktkurs till 3,00 euro (tidigare 3,30 euro) till följd av prognosförändringarna. Den acceptabla värderingsnivån för Sitowise är baserad på bolagets nordiska jämförelsegrupp och dess historiska värdering. När man tittar på Sitowises värdering är det bra att ta hänsyn till företagets starka aptit för tillväxt och dess lönsamhet som är bättre än för jämförelseföretagen.

Den optimala lönsamheten är dock långt ifrån uppnådd och marknadsmiljön har blivit svagare, vilket har ökat riskerna för Sitowise. Med tanke på detta är våra accepterbara värderingsmultiplar för Sitowise: P/E 12-16x och EV/EBITDA 7-9x. Vi baserar vår värdering på mittpunkten av det accepterbara värderingsintervallet samt resultatet för 2024. Med tanke på det låga resultatet för 2024 tror vi att multiplarna kan vara högre, men över längre perioden tillämpar vi nedre gränsen av intervallen i detta läge.

Sitowises värdering för 2024 är attraktiv (2024e genomsnittlig EV/EBITDA: 7x, P/E: 13x), med tanke på den nuvarande lägre än normala vinstnivån. Enligt vår accepterbara värderingsnivå (EV/EBITDA: 8x, P/E: 14x) skulle aktien ha potential till en uppsida på 15 %. Under de närmaste åren kommer värderingen att sjunka tydligt, vilket indikerar potential när marknaden vänder. Direktavkastning som tidigare gav stöd till den förväntade avkastningen har dock nu sjunkit till noll för 2023.

Jämförelsegruppens värderingsnivå

Jämfört med jämförelsegruppen prissätts Sitowise också med en rabatt. Jämförelseföretagens median värdering för 2024 (P/E: 17x, EV/EBITDA: 9x) ser vi dock som ganska utmanande. Sitowise värderas för närvarande 20 % 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 (4,3 euro) är högre än den nuvarande kursen och vår riktkurs.

I vår prognosmodell, efter en starkare tillväxt på medellång sikt, stabiliseras bolagets omsättningstillväxt till 1 % under terminalperioden och rörelsemarginalen till 9,0 % av omsättningen. Under det senaste året har vi sänkt långsiktiga lönsamheten till en mer måttlig nivå på grund av lönsamhetsutmaningar. Vi anser inte att högre nivåer är omöjliga, men bevisen stöder för närvarande en försiktigare inställning till långsiktig lönsamhet.

Kapitalkostnaden vi använder (WACC) är 8,4 % 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	2,65	2,65	2,65
Antal aktier, miljoner	35,8	35,8	35,8
Börsvärde	95	95	95
Enterprise value (EV)	172	159	145
P/E (just.)	12,8	7,3	5,9
P/B	0,7	0,7	0,6
EV/Sales	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (just.)	7,0	5,2	4,4
EV/EBIT (just.)	12,6	7,9	6,3
Utdelning/resultat (%)	29,0 %	30,0 %	37,0 %
Direktavkastning-%	2,3 %	4,1 %	6,2 %

Källa: Inderes

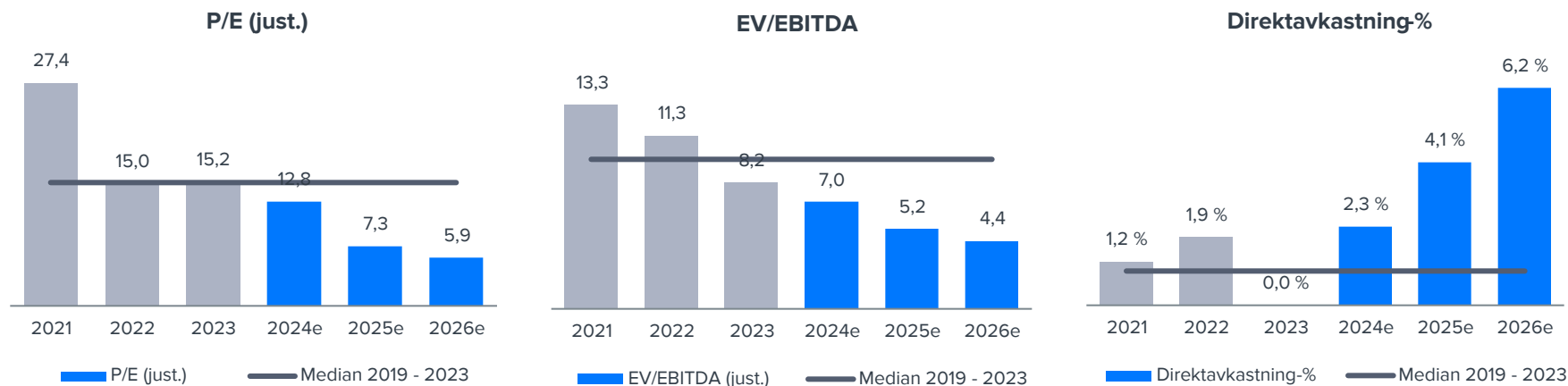
Fastställande av riktkurs



Värderingstabell

Värderingsnivå	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs			8,05	5,14	3,18	2,65	2,65	2,65	2,65
Anatl aktier, miljoner			35,4	35,5	35,5	35,8	35,8	35,8	35,8
Börsvärde			285	182	113	95	95	95	95
Enterprise value (EV)			345	268	196	172	159	145	133
P/E (just.)			27,4	15,0	15,2	12,8	7,3	5,9	5,4
P/B			2,5	1,6	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Sales			1,9	1,3	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (just.)			13,3	11,3	8,2	7,0	5,2	4,4	3,9
EV/EBIT (just.)			18,2	15,4	14,5	12,6	7,9	6,3	5,4
Utdelning/resultat (%)			45,2 %	45,2 %	0,0 %	29,0 %	30,0 %	37,0 %	40,0 %
Direktavkastning-%			1,2 %	1,9 %	0,0 %	2,3 %	4,1 %	6,2 %	7,4 %

Källa: Inderes



Värdering av jämförelsegrupp

Värdering av jämförelsegrupp Företag	Marknadsvärde	Företagsvärde	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Omsättning		P/E		Direktavkastning-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Sweco AB	3533	4030	17,6	16,1	12,8	11,6	1,6	1,5	21,1	19,0	2,5	2,8	3,7
Afry AB	1636	2057	13,3	11,4	8,4	7,7	0,9	0,8	15,2	13,1	3,6	3,8	1,4
Rejlers AB	278	334	13,9	11,9	8,4	7,5	0,9	0,9	16,0	13,8	3,0	3,5	1,7
WSP Global Inc	18021	20986	35,4	30,5	16,1	14,6	2,8	2,6	31,0	27,4	0,7	0,7	4,1
Solwers Oyj	41	51	11,6	10,9	6,7	6,2	0,8	0,7	16,8	14,4	2,2	2,4	1,0
Etteplan Oyj	326	389	14,8	12,7	8,6	7,6	1,1	1,0	17,0	13,2	2,6	3,2	2,8
Arcadis NV	4888	5751	17,4	14,4	12,0	10,6	1,5	1,4	21,0	18,0	1,7	1,9	4,1
Norconsult ASA	766	822	12,6	13,0	7,9	7,9	1,1	1,0	14,4	15,0	3,3	4,5	4,4
Sitowise (Inderes)	95	172	12,6	7,9	7,0	5,2	0,8	0,7	12,8	7,3	2,3	4,1	0,7
Genomsnitt			17,1	15,1	10,1	9,2	1,3	1,2	19,1	16,7	2,5	2,9	2,9
Median			14,3	12,9	8,5	7,8	1,1	1,0	16,9	14,7	2,6	3,0	3,3
Skillnad-% till median			-12%	-38%	-18%	-33%	-21%	-27%	-24%	-50%	-12%	38%	-77%

Källa: Refinitiv / Inderes

Resultaträkning

Resultaträkning	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättning	179,3	204,4	56,1	56,5	45,6	52,8	210,9	50,3	52,7	44,9	55,0	202,9	213,5	228,6	235,5
EBITDA	25,8	23,8	8,5	6,4	5,2	3,2	23,2	5,6	6,2	6,1	6,7	24,6	30,5	32,9	33,9
Avskrivningar och nedskrivningar	-9,4	-10,6	-3,0	-2,8	-2,9	-2,8	-11,5	-2,9	-2,7	-2,7	-2,7	-11,0	-10,4	-9,7	-9,2
EBITA (adj.)	21,1	20,4	6,6	4,5	3,5	2,4	17,0	3,5	4,3	4,2	4,9	17,0	22,0	24,6	26,0
EBITA	18,6	16,1	6,2	4,4	3,3	1,3	15,1	3,5	4,3	4,2	4,9	17,0	22,0	24,6	26,0
EBIT	16,4	13,2	5,5	3,6	2,3	0,3	11,7	2,8	3,5	3,4	4,0	13,6	20,1	23,2	24,7
Netto finansieringskostnader	-6,1	-2,9	-1,1	-0,9	-1,2	-1,3	-4,6	-1,2	-1,0	-1,1	-1,0	-4,3	-3,8	-3,2	-2,6
Vinst före skatt	10,3	10,3	4,4	2,7	1,0	-1,0	7,1	1,6	2,5	2,3	3,0	9,3	16,3	20,1	22,1
Skatt	-2,4	-2,4	-0,9	-0,6	-0,3	0,1	-1,6	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-1,9	-3,3	-4,0	-4,4
Minoritetsandelar	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoresultat	7,8	7,8	3,5	2,2	0,8	-0,9	5,6	1,3	2,0	1,8	2,4	7,4	13,0	16,0	17,6
Vinst per aktie (justerad)	0,29	0,34	0,11	0,06	0,03	0,01	0,21	0,04	0,05	0,05	0,07	0,21	0,36	0,45	0,49
Vinst per aktie (rapporterad)	0,22	0,22	0,10	0,06	0,02	-0,02	0,16	0,04	0,05	0,05	0,07	0,21	0,36	0,45	0,49
Nyckeltal	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättningstillväxt-%	12,0 %	14,0 %	13,9 %	9,2 %	-0,7 %	-8,3 %	3,2 %	-10,3 %	-6,7 %	-1,6 %	4,2 %	-3,8 %	5,2 %	7,1 %	3,0 %
Adjusted EBITA growth-%		-3,6 %	40,7 %	-24,0 %	-29,6 %	-57,0 %	-16,6 %	-46,7 %	-4,3 %	22,2 %	103,4 %	-0,2 %	29,5 %	11,8 %	6,0 %
Adjusted EBITA-%	11,8 %	10,0 %	11,8 %	8,0 %	7,6 %	4,6 %	8,1 %	7,0 %	8,2 %	9,4 %	8,9 %	8,4 %	10,3 %	10,7 %	11,1 %
Nettoresultat	4,4 %	3,8 %	6,2 %	3,8 %	1,7 %	-1,6 %	2,6 %	2,5 %	3,7 %	4,0 %	4,3 %	3,7 %	6,1 %	7,0 %	7,5 %

Källa: Inderes

Balansräkning

Tillgångar	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Anläggningstillgångar	202	202	200	197	196
Goodwill	158	158	159	159	159
Immateriella tillgångar	10,2	11,9	9,1	6,3	4,4
Anläggningstillgångar	31,8	29,3	29,7	29,9	30,2
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	72,3	83,3	101
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	56,9	59,9	64,1
Likvida medel	15,4	15,6	13,6	21,6	34,7
Balansomslutning	281	278	272	281	296

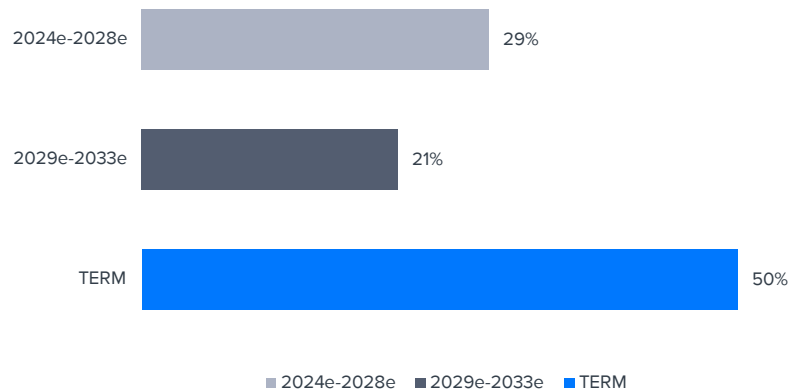
Källa: Inderes

Skulder	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Eget kapital	117	120	127	138	150
Aktiekapital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fonderade vinstmedel	23,4	25,8	33,2	44,0	55,7
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	58,1	60,9	64,8
Räntebärande skulder	7,9	8,2	5,0	5,0	5,0
Kortfristiga icke räntebärande skulder	59,6	58,3	52,8	55,5	59,4
Övriga kortfristiga skulder	1,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Balansomslutning	281	278	272	281	296

DCF-värdering

DCF-modell	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Omsättningstillväxt-%	3,2 %	-3,8 %	5,2 %	7,1 %	3,0 %	4,0 %	2,5 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
EBIT-%	5,5 %	6,7 %	9,4 %	10,2 %	10,5 %	10,0 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
EBIT	11,7	13,6	20,1	23,2	24,7	24,5	23,8	23,0	23,4	23,6	23,9	
+ Totala avskrivningar	11,5	11,0	10,4	9,7	9,2	8,8	8,6	8,4	8,3	8,2	8,1	
- Betalda skatter	-1,5	-1,9	-3,3	-4,0	-4,4	-4,5	-4,5	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	
- Skatt, finansieringskostnader	-1,0	-0,9	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	
+ 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	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operativt kassaflöde	20,1	18,5	26,3	28,0	28,8	28,2	27,5	26,7	26,9	27,0	27,2	
+ 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	9,5	18,3	20,0	20,8	20,2	19,5	18,7	18,9	19,0	19,0	
+/- 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	18,3	20,0	20,8	20,2	19,5	18,7	18,9	19,0	19,0	262
Diskonterat fritt kassaflöde	8,4	15,7	15,9	15,3	13,7	12,2	10,8	10,1	9,3	8,6	119	
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde	239	230	214	198	183	170	157	147	136	127	119	
Skuldfritt börsvärde DCF	239											
- Räntebärande skulder		-98,7										
+ Likvida medel		15,6										
- Minoritetsandel		-0,6										
- Utdelning/återbetalning av kapital		0,0										
Värdet på eget kapital DCF	155											
Värdet på eget kapital DCF per aktie	4,3											

Fördelning av kassaflöde

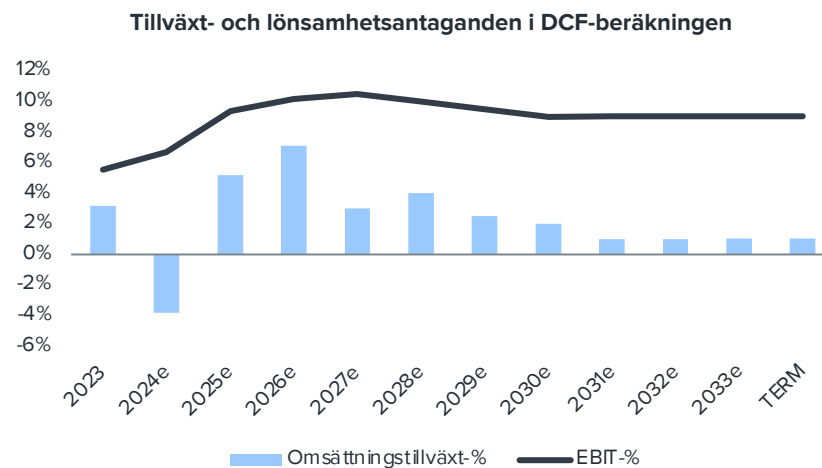
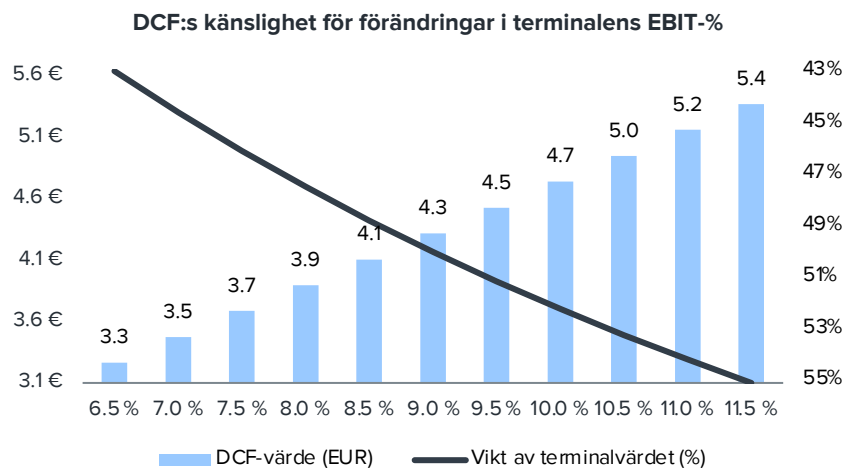
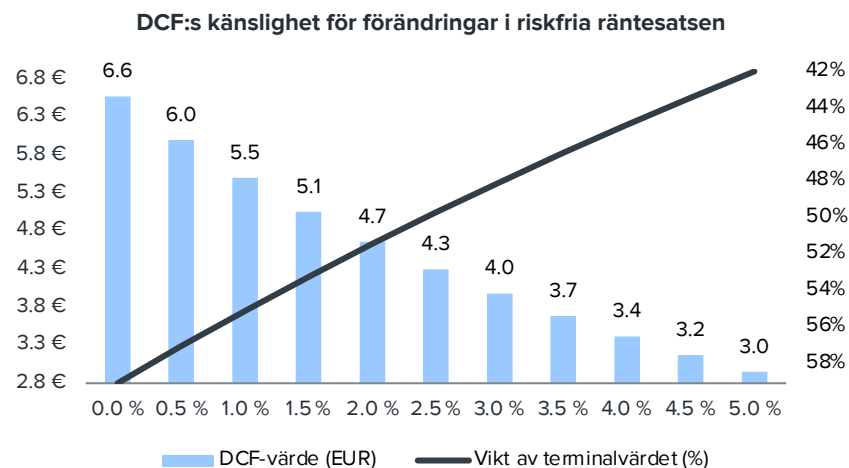
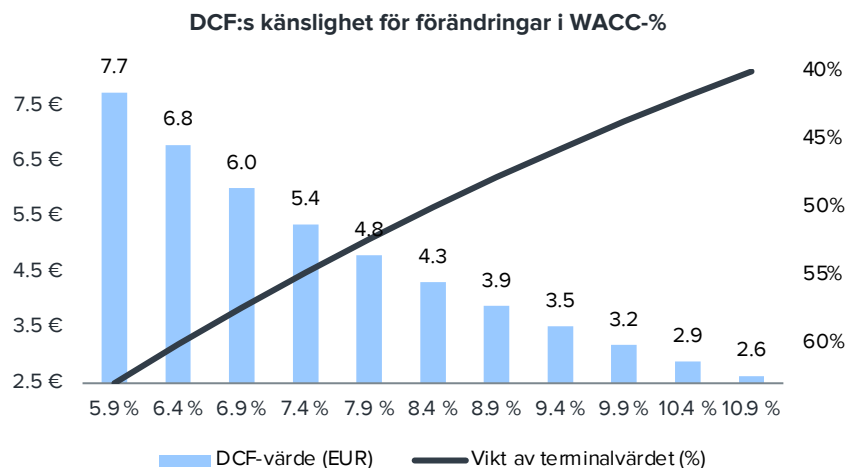


Kapitalkostnad (WACC)

Skatt-% (WACC)	20,0 %
Mål för skuldkvot D/(D+E)	25,0 %
Skuldkostnad	4,0 %
Företagets Beta	1,35
Marknadens riskpremie	4,75%
Likviditetspremie	1,20%
Risikfri räntesats	2,5 %
Kapitalkostnad	10,1 %
Vägd genomsnittlig kapitalkostnad (WACC)	8,4 %

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	202,9	213,5	EPS (rapporterad)	0,22	0,22	0,16	0,21	0,36
EBITDA	25,8	23,8	23,2	24,6	30,5	EPS (justerad)	0,29	0,34	0,21	0,21	0,36
EBIT	16,4	13,2	11,7	13,6	20,1	Operativt kassaflöde/aktie	0,50	0,50	0,56	0,52	0,73
Vinst före skatt	10,3	10,3	7,1	9,3	16,3	Fritt kassaflöde/aktie	-0,23	-0,51	0,25	0,25	0,51
Nettovinst	7,8	7,8	5,6	7,4	13,0	Eget kapital/aktie	3,24	3,29	3,36	3,53	3,84
Engångsposter	-2,6	-4,3	-1,9	0,0	0,0	Utdelning/aktie	0,10	0,10	0,00	0,06	0,00
Balansräkning	2021	2022	2023	2024e	2025e	Tillväxt och lönsamhet	2021	2022	2023	2024e	2025e
Balansomslutning	249,8	280,7	278,4	269,7	270,9	Omsättningstillväxt-%	12%	14%	3%	-4%	5%
Eget kapital	114,9	116,9	119,6	127,5	138,3	EBITDA tillväxt-%	-2%	-8%	-2%	6%	24%
Goodwill	135,2	157,6	158,0	158,5	158,5	EBIT (just.) tillväxt-%	10%	-8%	-22%	0%	47%
Nettoskulder	59,3	85,6	83,1	76,4	63,4	EPS (just.) tillväxt-%	-10%	16%	-39%	-1%	75%
Kassaflöde	2021	2022	2023	2024e	2025e	EBITDA-%	14,4 %	11,6 %	11,0 %	12,1 %	14,3 %
EBITDA	25,8	23,8	23,2	24,6	30,5	EBIT (just.)-%	10,6 %	8,5 %	6,4 %	6,7 %	9,4 %
Förändring i rörelsekapital	-3,2	-3,0	-0,7	-3,3	-0,2	EBIT-%	9,1 %	6,4 %	5,5 %	6,7 %	9,4 %
Operativt kassaflöde	17,7	17,9	20,1	18,5	26,3	ROE-%	8,6 %	6,8 %	4,7 %	6,0 %	9,8 %
Investeringar	-25,8	-36,1	-11,1	-9,0	-8,0	ROI-%	9,0 %	6,4 %	5,4 %	6,3 %	9,4 %
Fritt kassaflöde	-8,2	-18,2	9,0	9,0	18,3	Soliditet	46,0 %	41,6 %	42,9 %	47,3 %	51,1 %
						Nettoskuldssättningsgrad	51,6 %	73,2 %	69,5 %	60,0 %	45,8 %
Värderings multiplar	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Sales	1,9	1,3	0,9	0,8	0,7						
EV/EBITDA (just.)	13,3	11,3	8,2	7,0	5,2						
EV/EBIT (just.)	18,2	15,4	14,5	12,6	7,9						
P/E (just.)	27,4	15,0	15,2	12,8	7,3						
P/B	2,5	1,6	0,9	0,7	0,7						
Direktavkastning-%	1,2 %	1,9 %	0,0 %	2,3 %	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 €



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 Viikainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Connecting investors
and listed companies.**