

Sitowise

Företagsrapport

13.08.2024 19.22 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 "Kauas tulokset karkaavat" publicerad den 14.8.2024 klockan 6.57 EEST

**inde
res.**

Resultaten flyr långt bort

Vi sänker Sitowises riktkurs till EUR 2,50 (tidigare EUR 2,70) och vi upprepar vår Minska rekommendation efter bolagets Q2-resultat. Sitowises utmaningar är delvis marknadsdrivna, men i allt högre grad ligger fokus också på bolagets vinstutveckling, särskilt på grund av de pågående utmaningarna i Sverige. På grund av det svaga resultatet och den bestående marknadsnedgången har bolagets finansiella situation också försämrats. Med tanke på riskerna i verksamheten och den osäkra resultatutvecklingen ser vi nu att aktiens riskjusterad avkastning är svag.

Q2-resultatet var svagt i linje med preliminära siffror

Sitowises omsättning sjönk med 10 % under Q2 till 50,9 MEUR (Q2'23: 56,5 MEUR) och fortsatt på nedgående trend som började 2023. Den organiska omsättningen minskade med 13 % under kvartalet. På grund av svag omsättning, låg debiteringsgrad och utmaningar i Sverige föll resultatet också klart från jämförelseperioden. Justerad EBITA minskade till 2,6 MEUR under Q2 (Q2'23: 4,5 MEUR) och marginalen sjönk till 5,0 % (Q2'23: 8,0 %). Med tanke på att resultatet har gynnats av en arbetsdag mer jämfört med jämförelseperioden (cirka +0,8 MEUR positiv effekt), anser vi att lönsamheten är svag. Sitowises orderstock minskade med 7,5 % från jämförelseperioden till 162 MEUR vilket fortfarande återspeglar en svagare utsikt, särskilt på byggnadsmarknaden i Finland och Sverige.

Förväntningar för kommande åren minskade med cirka 10 %

På grund av bolagets fortsatta utmaningar i Sverige samt den svaga marknaden, har vi sänkt våra operativa resultatförväntningar för de kommande åren med cirka 5-10%. Sitowise räknar med att omsättningen minskar under 2024 (2023: 211 MEUR) och att justerade EBITA-marginalen kommer ligga under 2023 års nivå (2023: 8,1%). Vi förväntar oss att omsättningen minskar med 7 % till 195 MEUR och att justerad EBITA sjunker till 13,4 MEUR (2023: 17,0 MEUR), motsvarande en marginal på 6,9 %. Under H2 bör fler arbetsdagar stödja tillväxten och resultatet, men resultatet förväntas bli lågt på grund av den svaga marknaden, låg debiteringsgrad samt kostnadstryck och utmaningar. När marknaden till slut vänder och debiteringsgraden ökar, förväntar vi oss att vinstnivåerna stiger mot normaliserade nivåer under 2025-26. Vi bedömer att den nuvarande lönsamheten ligger under Sitowises potentiella lönsamhetsnivå (EBITA-%: +10 %) men att nå denna nivå är fortfarande långt borta och kommer att kräva att man tar itu med utmaningar i Sverige samt en starkare dragningskraft på marknaden. Enligt vår mening har verksamhetsriskerna från tillväxtutmaningar och integration av förvärv delvis materialiserats, vilket ökar osäkerheten kring bolagets potential.

Värderingen är hög i förhållande till riskerna

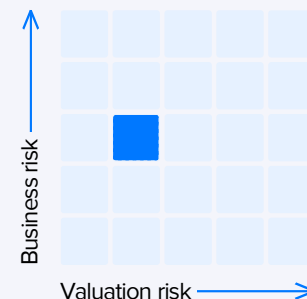
Sitowises värdering för 2024 stiger till en hög nivå på grund av den svaga vinstutvecklingen, och vi fokuserar på värderingen för de kommande åren. I takt med att lönsamheten vänder och marknaden återhämtar sig, förväntas multiplarna för de närmaste åren att falla klart (2025-26e medeltal: EV/EBITDA: 6x, P/E: 11x), vilket speglar företagets potential. Osäkerheten kring i vilken takt marknaden återhämtar sig gör dock att prognosriskerna fortfarande är höga, varför vi lutar mot den nedre gränsen av vårt acceptabla värderingsintervall (tidigare mittpunkt). Med hänsyn till prognoserna för 2025-26 och värderingsnivån vi anser rättvis (EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x) finns det inte mycket utrymme för uppsida i aktien. Till följd av att vi sänkte direktavkastningen till noll så stöder inte den heller den förväntade avkastningen. I förhållande till jämförelsebolagen värderas Sitowise till en rabatt (15 %), men det signalerar inte heller någon signifikant uppsida i aktien. DCF-värderingens värde är högre än aktiekursen (EUR 3,2), men bristen på vinsttillväxt och svag marknadsutveckling uppmuntrar inte till att luta mot potential som ligger långt i framtiden.

Rekommendation

Minska
(tidigare Minska)

EUR 2,50
(tidigare (EUR 2,70))

Aktiekurs:
2,42



Nyckeltal

	2023	2024e	2025e	2026e
Omsättning	210.9	195.4	203.6	218.8
tillväxt-%	3%	-7%	4%	7%
EBITA oik.	17.0	13.4	16.2	19.6
EBITA-% just.	8.1 %	6.9 %	8.0 %	9.0 %
Nettoresultat	5.6	2.6	6.5	9.7
EPS (just.)	0.21	0.09	0.18	0.27
P/E (just.)	15.2	26.4	13.4	8.9
P/B	0.9	0.7	0.7	0.6
Direktavkastning-%	0.0 %	0.0 %	4.1 %	5.8 %
EV/EBIT (just.)	14.5	18.8	12.7	9.2
EV/EBITDA	8.2	8.3	6.8	5.6
EV/Sales	0.9	0.9	0.8	0.7

Källa: Inderes

Guidance

(Oförändrat)

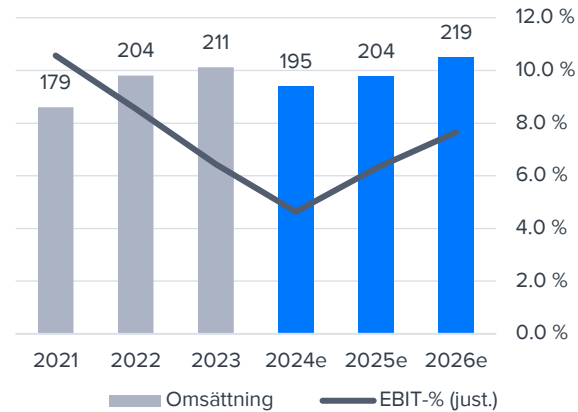
Omsättningen förväntas minska under 2024 (2023: 211 MEUR). Justerade EBITA-marginalen (%) under 2024 förväntas vara lägre än under 2023 (2023: 8,1%).

Aktiekurs



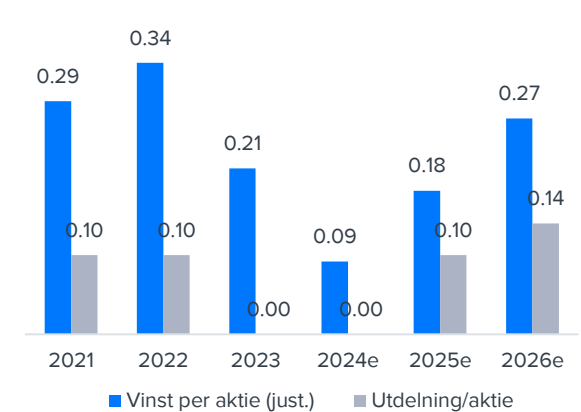
Källa. Millistream Market Data AB

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	2.42	2.42	2.42
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	87	87	87
EV	171	162	154
P/E (just.)	26.4	13.4	8.9
P/B	0.7	0.7	0.6
EV/Sales	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.3	6.8	5.6
EV/EBIT (just.)	18.8	12.7	9.2
Utdelning/resultat (%)	0.0 %	55.2 %	51.5 %
Direktavkastning-%	0.0 %	4.1 %	5.8 %

Källa: Inderes

En svag rapport i linje med preliminära siffror

Omsättning sjönk i linje med preliminära siffrorna

Sitowises omsättning sjönk med 10 % under Q2 till 50,9 MEUR (Q2'23: 56,5 MEUR) och fortsatt på nedgående trend som började förra året. Förvärv och en arbetsdag mer under kvartalet hade en positiv inverkan på omsättningen och den organiska omsättningen minskade med 13 % under kvartalet. Omsättningsminskningen berodde på otillräcklig orderstock i Sverige, vilket resulterade i en svagare utveckling än förväntat. Dessutom har byggnadsmarknaden fortsatt varit svag i Finland.

I Sverige sjönk omsättningen med 12 % till 10,4 MEUR och i byggnadsverksamheten med 19 % till 15,5 MEUR. Omsättningen minskade också i Digitala lösningar (-9 %; 7,0 MEUR) på grund av svag efterfrågan. I Infra fortsatte omsättningen att växa

något (+1 %; 18,0 MEUR), men var organiskt redan klart negativ. Tillväxten minskar nu tydligt även i Sitowises mest prestationsdugliga verksamhet.

Lönsamheten föll till en mycket svag nivå

Sitowises justerad EBITA sjönk med 40 % under Q2 till 2,6 MEUR och marginalen till 5,0 % (Q2'23: 8,0 %). Den svaga lönsamheten beror på överskridande av projekt i Sverige, den svaga marknaden och bristen på möjlighet till permittering. Svagheten på den finska byggnadsmarknaden och den otillräckliga arbetslastningen försvagade också bolagets debiteringsgrad, som slutligen minskade till 73,6% under Q2 (Q2'23: 76,0 %). Av marginalminskningen berodde cirka 2/3 på den svaga svenska marknaden och cirka 1/3 på svaghet i byggnadsverksamheten, baserat på Sitowises resultatpresentation.

Lönetrycket fortsatte på kostandssidan och personalkostnaderna minskade mindre än omsättningen under kvartalet. Avskrivning av immateriella tillgångar överskred också vår prognos och i de rapporterade siffrorna har, utöver dessa, engångsposter relaterade till t.ex. omstrukturering tydligt minskat rörelseresultatet och högre finansiella kostnader än väntat minskade slutligen nettoresultatet till en knapp förlust och vinst per aktie till 0,00 euro (prognos: EUR 0,01).

Prognostabell	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus		Skillnad (%)	2024e
MEUR/EUR	Jämförelse	Utfall	Inderes	Konsensus	Lägst	Högst	Utfall vs. Inderes	Inderes
Omsättning	56.5	50.9	50.9				0%	199.5
EBITA (just.)	4.5	2.6	2.6				0%	13.5
EBIT	3.6	1.1	1.5				-28%	9.3
Vinst före skatt	2.7	-0.2	0.4				-142%	4.3
Vinst per aktie (rapporterad)	0.06	0.00	0.01				-100%	0.10
Omsättningstillväxt-%	9.2 %	-10.0 %	-10.0 %				0 procentenheter	-5.4 %
EBITA-% (just.)	8.0 %	5.0 %	5.0 %				0 procentenheter	6.8 %

Källa: Inderes

Inget att jubla över i utsikten

Utmanande utsikter för andra halvan

I sin nyligen uppdaterad 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%). Vad gäller marknadsutsikterna kan H2 fortfarande förväntas vara utmanande för nästan alla verksamheter, men särskilt för svenska verksamheten och byggnadsverksamheten. Enligt bolaget är byggnadsmarknaden på botten och man har sett små tecken på återhämtning i verksamheten, särskilt inom renovering men ingen betydande återhämtning väntas ännu under H2. Vi tror också att den utmanande marknaden och Sveriges svagare omställningsmöjligheter kommer att tynga bolagets debteringsgrad under H2. Q3 har dock en arbetsdag mer än jämförelseperioden, vilket bör återspeglas som en faktor som stöder vinst och omsättning.

Marknadssvaghet är en utmaning i sig, men av större oro är den nuvarande vikande lönsamheten och operativa utmaningar. Bolaget strävar efter att åtgärda situationen med "Building for Future"-programmet, där Sitowises primära mål är att anpassa den svenska verksamheten och byggnadsverksamheten till de möjligheter som finns på den aktuella marknaden. Bolaget strävar också efter att ytterligare optimera och effektivisera sin organisation och investera i försäljning och växande områden i sin verksamhet. Dessa åtgärder har nu betonats, men de verkar likna Sitowises tidigare åtgärder. Enligt vår uppskattning kommer de mer uttalade effekterna att synas under 2025, men en större vinstförbättring kräver även stöd från marknaden.

Den finansiella situationen börjar bli intressant

Det operativa kassaflödet minskade till 5,9 MEUR under Q2 (Q2'23: 9,6 MEUR) på grund av ett svagt resultat. Det svaga resultatet och kassaflödet återspeglades också i bolagets finansiella nyckeltal.

På den positiva sidan ligger Sitowises solvenssiffror på en relativt god nivå (Q2 soliditet: 44 %, skuldsättningsgrad: 47 %). Dessutom, även om likvida medel nu sjönk till 14 MEUR (Q2'23: 16 MEUR) har bolaget för närvarande inga problem med kassa och likviditet, förutsatt att det inte kommer några större överraskningar och att bolaget t.ex. inte behöver betala tillbaka sina lån i förtid.

I detta sammanhang var bolagets skuldsättningsgrad (nettoskuld/justerad EBITDA) redan 4,3x under Q2 (målet under 2,5x). Denna siffra är hög och väcker oro över företagets villkor. I bolagets finansieringsavtal på 100 MEUR är nettoskuld/EBITDA ett av villkoren och bolaget uppgav att man under rapportperioden förhandlat med finansörer om en tillfällig ändring av lånevillkoren, vilket indikerar att den tidigare gränsen överskreds eller åtminstone sannolikt kommer att överskridas. Vi tror inte att villkoren kan tänjas ut i det oändliga och företagets resultat måste också vända så att de finansiella siffrorna kan vända till det bättre.

Prognosförändringar

Prognosförändringar 2024e-2026e

- Vi sänkte våra operativa resultatförväntningar för de kommande åren med 5-10 % i samband med bolagets Q2- rapport
- Marknadens svaghet och Sveriges problem med projektutmaningar sänkte våra prognoser för framtiden
- Vi bedömer att Sveriges utmaningar inte bara är tillfälliga och det kommer att ta tid att rätta till dem
- Samtidigt fortsätter svagheten på byggandsmarknaden, och tillväxten i Infra saktar också ner
- Markanden för Digitala lösningar är också mer utmanande än under de senaste åren
- Debiteringsgraden lider även av en svag marknad, vilket återspeglas i lönsamheten genom hävstång
- Utöver operativa förändringar beror den prognostiserade nedgången på en ökning av våra prognoser för avskrivningar och justeringar av immateriella tillgångar. Dessa förändringar i de lägre siffrorna minskade klart de redovisade siffrorna på den nedersta raden
- Vi sänkte också utdelningen för 2024 till noll på grund av den ekonomiska situationen

Drivkrafter för operativ prestanda 2024-2026e:

- Återhämtningen av marknaden från år av nedgång stöder den ökade tillväxten under 2025-2026
- Växande omsättning och marknad stöder en ökning i debiteringsgraden
- Hävstången från tillväxt och affärsmodellen förbättrar möjligheterna till vinsttillväxt
- Återgång till normala vinstnivåer förväntas under de kommande åren (2026-2027)
- Förvärvsmöjligheter i en fragmenterad sektor i takt med att den finansiella och operativa situationen förbättrats

Prognosförändringar	2024e	2024e	Förändring	2025e	2025e	Förändring	2026e	2026e	Förändring
MEUR/EUR	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%
Omsättning	199	195	-2%	209	204	-3%	222	219	-2%
EBITDA	21.2	20.5	-4%	25.5	23.8	-6%	28.8	27.3	-5%
EBITA (just.)	13.5	13.4	0%	17.8	16.2	-9%	21.1	19.6	-7%
EBITA	13.2	12.3	-6%	17.8	16.2	-9%	21.1	19.6	-7%
Vinst före skatt	4.3	3.2	-25%	10.9	8.3	-24%	15.1	12.5	-17%
Vinst per aktie (utan engångsposter)	0.10	0.09	-12%	0.24	0.18	-25%	0.33	0.27	-18%
Utdelning/aktie	0.06	0.00	-100%	0.10	0.10	0%	0.14	0.14	0%

Riskjusterad avkastning är inte attraktiv med aktuell värdering

Värderingen är ganska neutral för de närmaste åren

Sitowises värdering för 2024 stiger till en hög nivå på grund av den svaga vinstutvecklingen, och vi fokuserar på värderingen för de kommande åren. I takt med att lönsamheten vänder och marknaden återhämtar sig, förväntas multiplarna för de närmaste åren att falla klart (2025-26e medeltal: EV/EBITDA: 6x, P/E: 11x). Osäkerheten kring i vilken takt marknaden återhämtar sig gör dock att prognosriskerna fortfarande är höga, varför vi lutar mot den nedre gränsen av vårt acceptabla värderingsintervall.

Med hänsyn till prognoserna för 2025-26 och värderingsnivån vi anser rättvis (EV/EBITDA: 7x, P/E: 12x) finns det inte mycket utrymme för uppsida i aktien med 2025 multiplar. Till följd av att vi sänkte direktavkastningen till noll så stöder inte den heller den förväntade avkastningen.

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. Jämförelsebolagens median värdering för 2025 (P/E: 15x, EV/EBITDA: 9x) ser vi dock som ganska utmanande. Sitowise värderas för närvarande cirka 15 % under jämförelsebolagen.

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 sänkt vår acceptabla nivå till en rabatt på 5 %. 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 (EUR 3,2) är högre än den nuvarande kursen och vår rikt Kurs, men brist på vinsttillväxt och svag marknadsutveckling uppmuntrar inte till att lita mot potential som ligger långt i framtiden.

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 %). 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. Vi utesluter inte heller en ytterligare lägre lönsamhet i terminalperioden om utvecklingen fortsätter i samma riktning. Kapitalkostnaden (WACC) vi använder är 9,0 % (tidigare 8,6 %) och kostnaden för eget kapital är 10,1 %. Vi höjde avkastningskravets nivå när bolagets risker ökade.

Värderingsnivå	2024e	2025e	2026e
Aktiekurs	2.42	2.42	2.42
Antal aktier, miljoner	35.8	35.8	35.8
Börsvärde	87	87	87
EV	171	162	154
P/E (just.)	26.4	13.4	8.9
P/B	0.7	0.7	0.6
EV/Sales	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.3	6.8	5.6
EV/EBIT (just.)	18.8	12.7	9.2
Utdelning/resultat (%)	0.0 %	55.2 %	51.5 %
Direktavkastning-%	0.0 %	4.1 %	5.8 %

Källa: Inderes

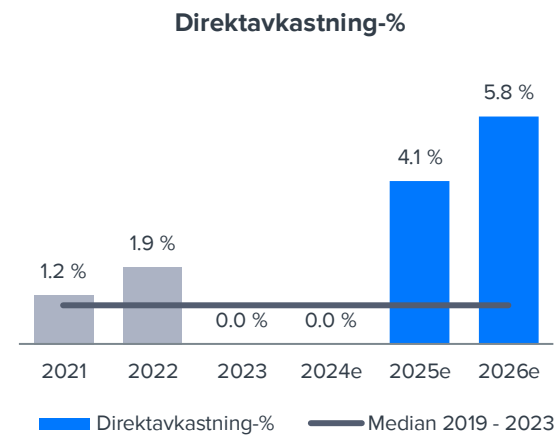
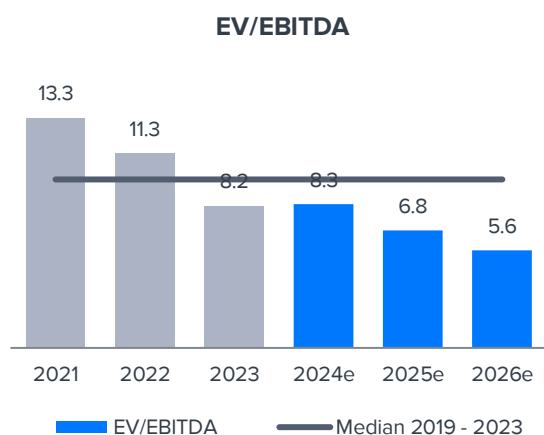
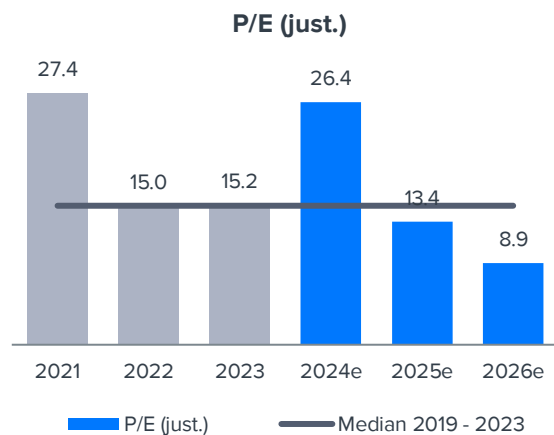
Fastställande av rikt Kurs



Värderingstabell

Värderingsnivå	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Aktiekurs			8.05	5.14	3.18	2.42	2.42	2.42	2.42
Antal aktier, miljoner			35.4	35.5	35.6	35.8	35.8	35.8	35.8
Börsvärde			285	182	113	87	87	87	87
EV			345	268	197	171	162	154	146
P/E (just.)			27.4	15.0	15.2	26.4	13.4	8.9	7.5
P/B			2.5	1.6	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/Sales			1.9	1.3	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA			13.3	11.3	8.2	8.3	6.8	5.6	5.1
EV/EBIT (just.)			18.2	15.4	14.5	18.8	12.7	9.2	7.7
Utdelning/resultat (%)			45.2 %	45.2 %	0.0 %	0.0 %	55.2 %	51.5 %	58.7 %
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	5175	5723	25.8	21.5	18.8	16.7	2.3	2.1	31.9	26.5	1.7	2.0	5.5
Afry AB	1783	2394	16.0	13.6	10.1	9.4	1.0	1.0	17.0	14.9	3.2	3.5	1.6
Rejlers AB	285	341	14.6	12.3	8.8	7.7	1.0	0.9	16.9	13.9	2.9	3.4	1.8
Solwers Oyj	48	65	13.4	11.2	8.2	6.4	1.0	0.7	15.1	12.0	1.3	2.2	0.8
Etteplan Oyj	318	398	15.1	14.4	8.8	8.5	1.1	1.0	16.5	17.1	2.7	2.8	2.8
Norconsult ASA	833	889	14.0	14.0	8.8	8.6	1.2	1.1	16.2	15.9	3.0	4.0	5.0
Sitowise (Inderes)	87	171	18.8	12.7	8.3	6.8	0.9	0.8	26.4	13.4	0.0	4.1	0.7
Genomsnitt			16.5	14.5	10.6	9.6	1.3	1.1	18.9	16.7	2.5	3.0	2.9
Median			14.9	13.8	8.8	8.5	1.1	1.0	16.7	15.4	2.8	3.1	2.3
Skillnad-% till median			27%	-8%	-5%	-20%	-18%	-21%	58%	-13%	-100%	33%	-69%

Källa: Refinitiv / Inderes

Resultaträkning

Resultaträkning	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättning	204.4	56.0	56.5	45.6	52.8	210.9	51.5	50.9	42.4	50.6	195.4	203.6	218.8	228.8
Infra	60.0	15.8	17.8	14.5	17.5	65.6	17.0	18.0	14.6	17.5	67.1	69.8	71.9	74.1
Byggnad	79.4	19.9	19.1	15.8	16.1	70.9	16.1	15.5	14.1	15.0	60.6	64.9	72.1	76.4
Digitala lösningar	22.1	8.0	7.7	6.7	7.6	30.0	7.0	7.0	6.4	7.7	28.1	30.1	33.1	34.8
Sverige	42.9	12.4	11.9	8.6	11.6	44.5	11.4	10.4	7.3	10.4	39.6	38.7	41.6	43.5
EBITDA	23.8	8.5	6.4	5.2	3.2	23.2	5.1	4.3	5.4	5.7	20.5	23.8	27.3	28.7
Avskrivningar och nedskrivningar	-10.6	-3.0	-2.8	-2.9	-2.8	-11.5	-3.1	-3.2	-2.9	-2.9	-12.1	-11.0	-10.5	-9.8
EBITA (just.)	20.4	6.6	4.5	3.5	2.4	17.0	3.4	2.6	3.6	3.9	13.4	16.2	19.6	21.0
EBITA	16.1	6.2	4.4	3.3	1.3	15.1	3.1	2.2	3.4	3.7	12.3	16.2	19.6	21.0
EBIT	13.2	5.5	3.6	2.3	0.3	11.7	2.0	1.1	2.5	2.8	8.4	12.8	16.8	19.0
Netto finansieringskostnader	-2.9	-1.1	-0.9	-1.2	-1.3	-4.6	-1.2	-1.3	-1.3	-1.4	-5.2	-4.5	-4.3	-4.1
Vinst före skatt	10.3	4.4	2.7	1.0	-1.0	7.1	0.7	-0.2	1.3	1.4	3.2	8.3	12.5	14.9
Skatt	-2.4	-0.9	-0.6	-0.3	0.1	-1.6	-0.2	0.0	-0.3	-0.3	-0.7	-1.8	-2.7	-3.2
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	-0.1
Nettoresultat	7.8	3.5	2.2	0.8	-0.9	5.6	0.6	-0.1	1.0	1.1	2.6	6.5	9.7	11.6
Vinst per aktie (justerad)	0.34	0.11	0.06	0.03	0.01	0.21	0.03	0.01	0.03	0.03	0.09	0.18	0.27	0.32
Vinst per aktie (rapporterad)	0.22	0.10	0.06	0.02	-0.02	0.16	0.02	0.00	0.03	0.03	0.07	0.18	0.27	0.32
Nyckeltal	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Omsättningstillväxt-%	14.0 %	13.9 %	9.2 %	-0.7 %	-8.3 %	3.2 %	-8.0 %	-9.9 %	-6.9 %	-4.2 %	-7.3 %	4.2 %	7.5 %	4.6 %
Justerad EBITA tillväxt-%		40.7 %	-24.0 %	-29.6 %	-57.0 %	-16.6 %	-49.0 %	-43.4 %	5.8 %	60.5 %	-20.9 %	20.6 %	20.8 %	7.0 %
EBITDA-%	11.6 %	15.1 %	11.3 %	11.4 %	6.0 %	11.0 %	9.9 %	8.4 %	12.8 %	11.2 %	10.5 %	11.7 %	12.5 %	12.6 %
Justerad EBITA-%	10.0 %	11.8 %	8.0 %	7.6 %	4.6 %	8.1 %	6.6 %	5.0 %	8.6 %	7.6 %	6.9 %	8.0 %	9.0 %	9.2 %
Nettoresultat-%	3.8 %	6.2 %	3.8 %	1.7 %	-1.6 %	2.6 %	1.1 %	-0.2 %	2.4 %	2.2 %	1.3 %	3.2 %	4.5 %	5.1 %

Källa: Inderes

Balansräkning

Tillgångar	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Anläggningstillgångar	202	202	202	200	198
Goodwill	158	158	159	159	159
Immateriella tillgångar	10.2	11.9	11.9	9.5	6.6
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	67.4	70.1	81.4
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	54.8	57.1	61.4
Likvida medel	15.4	15.6	10.7	11.2	18.2
Balansomslutning	281	278	270	270	279

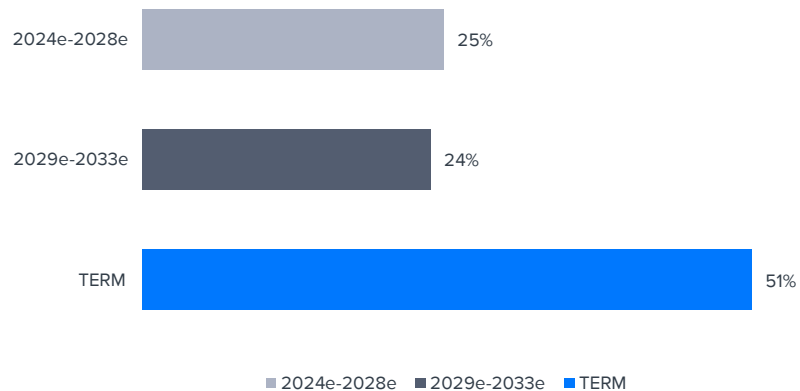
Källa: Inderes

Skulder	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Eget kapital	117	120	123	129	135
Aktiekapital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Fonderade vinstmedel	23.4	25.8	28.3	34.8	41.0
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	60.4	59.7	62.3
Räntebärande skulder	7.9	8.2	9.2	6.3	5.0
Kortfristiga icke räntebärande skulder	59.6	58.3	50.8	52.9	56.9
Övriga kortfristiga skulder	1.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Balansomslutning	281	278	270	270	279

DCF-värdering

DCF-modell	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Omsättningstillväxt-%	3.2 %	-7.3 %	4.2 %	7.5 %	4.6 %	3.0 %	2.5 %	2.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %
EBIT-%	5.5 %	4.3 %	6.3 %	7.7 %	8.3 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %
EBIT	11.7	8.4	12.8	16.8	19.0	21.2	21.7	22.2	22.4	22.6	22.8	
+ Totala avskrivningar	11.5	12.1	11.0	10.5	9.8	9.2	8.9	8.6	8.4	8.3	8.2	
- Betalda skatter	-1.5	-0.7	-1.8	-2.7	-3.2	-3.7	-3.8	-3.9	-3.9	-4.0	-4.0	
- Skatt, finansieringskostnader	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	
+ 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	-3.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
Operativt kassaflöde	20.1	15.5	20.9	23.4	24.5	25.7	25.8	25.9	25.9	26.0	26.1	
+ 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	3.0	11.9	15.4	16.5	17.7	17.8	17.9	17.9	18.0	17.9	
+/- Övrigt	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Fritt kassaflöde	9.0	2.5	11.9	15.4	16.5	17.7	17.8	17.9	17.9	18.0	17.9	226
Diskonterat fritt kassaflöde	2.4	10.6	12.5	12.3	12.2	11.2	10.3	9.5	8.8	8.0	101	
Diskonterat kumulativt fritt kassaflöde	199	196	186	173	161	149	138	127	118	109	101	
Skuldfritt börsvärde DCF	199											
- Räntebärande skulder		-98.7										
+ Likvida medel		15.6										
- Minoritetsandel		-0.5										
- Utdelning/återbetalning av kapital		0.0										
Värdet på eget kapital DCF	115											
Värdet på eget kapital DCF per aktie	3.2											

Fördelning av kassaflöde



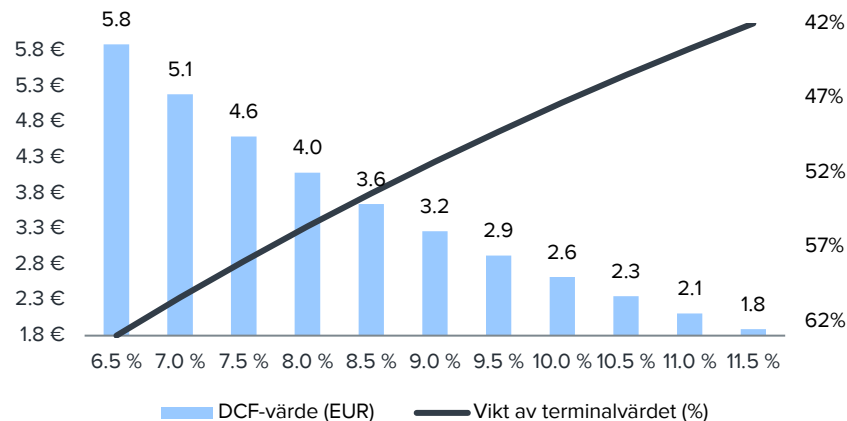
Kapitalkostnad (WACC)

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 %

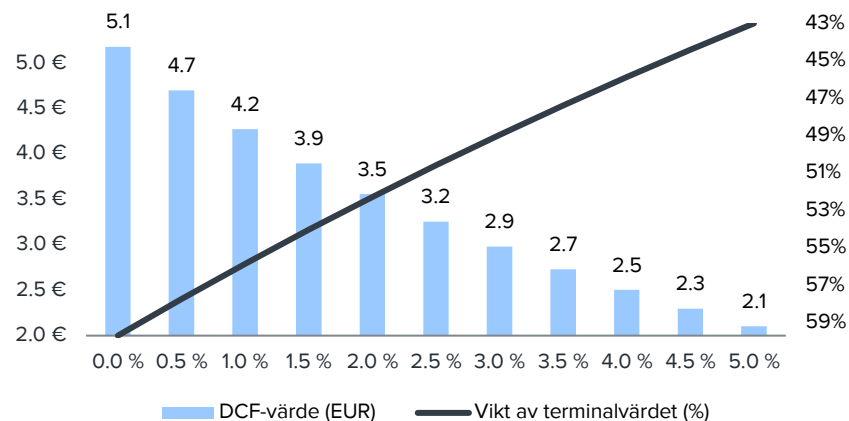
Källa: Inderes

DCF:s känslighet och väsentliga antaganden i grafer

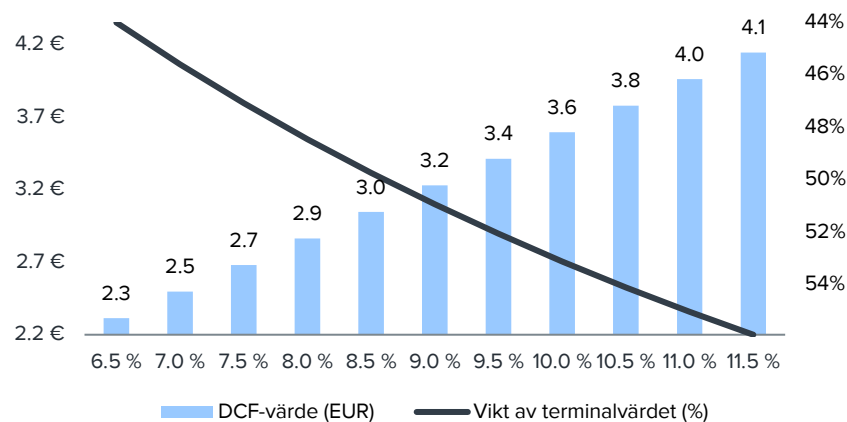
DCF:s känslighet för förändringar i WACC-%



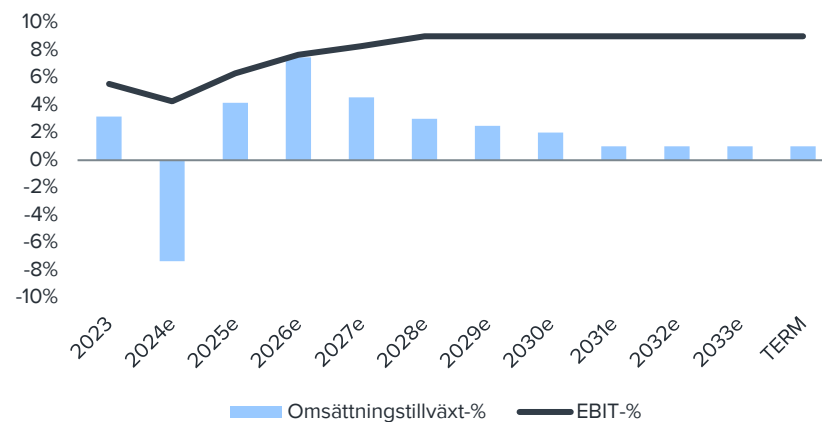
DCF:s känslighet för förändringar i riskfria räntesatsen



DCF:s känslighet för förändringar i terminalens EBIT-%



Tillväxt- och lönsamhetsantaganden i DCF-beräkningen



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	195.4	203.6	EPS (rapporterad)	0.22	0.22	0.16	0.07	0.18
EBITDA	25.8	23.8	23.2	20.5	23.8	EPS (justerad)	0.29	0.34	0.21	0.09	0.18
EBIT	16.4	13.2	11.7	8.4	12.8	Operativt kassaflöde/aktie	0.50	0.50	0.56	0.43	0.58
Vinst före skatt	10.3	10.3	7.1	3.2	8.3	Fritt kassaflöde/aktie	-0.23	-0.51	0.25	0.07	0.33
Nettovinst	7.8	7.8	5.6	2.6	6.5	Eget kapital/aktie	3.24	3.29	3.35	3.40	3.58
Engångsposter	-2.6	-4.3	-1.9	-0.7	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	269.6	270.3	Omsättningstillväxt-%	12%	14%	3%	-7%	4%
Eget kapital	114.9	116.9	119.6	122.6	129.1	EBITDA tillväxt-%	-2%	-8%	-2%	-12%	16%
Goodwill	135.2	157.6	158.0	158.5	158.5	EBIT (just.) tillväxt-%	10%	-8%	-22%	-33%	41%
Nettoskulder	59.3	85.6	83.1	83.5	75.2	EPS (just.) tillväxt-%	-10%	16%	-39%	-56%	97%
Kassaflöde	2021	2022	2023	2024e	2025e	EBITDA-%	14.4 %	11.6 %	11.0 %	10.5 %	11.7 %
EBITDA	25.8	23.8	23.2	20.5	23.8	EBIT (just.)-%	10.6 %	8.5 %	6.4 %	4.6 %	6.3 %
Förändring i rörelsekapital	-3.2	-3.0	-0.7	-3.2	-0.2	EBIT-%	9.1 %	6.4 %	5.5 %	4.3 %	6.3 %
Operativt kassaflöde	17.7	17.9	20.1	15.5	20.9	ROE-%	8.6 %	6.8 %	4.7 %	2.1 %	5.2 %
Investeringar	-25.8	-36.1	-11.1	-12.5	-9.0	ROI-%	9.0 %	6.4 %	5.4 %	3.8 %	5.9 %
Fritt kassaflöde	-8.2	-18.2	9.0	2.5	11.9	Soliditet	46.0 %	41.6 %	42.9 %	45.5 %	47.8 %
						Nettoskuldssättningsgrad	51.6 %	73.2 %	69.5 %	68.1 %	58.2 %
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	8.3	6.8						
EV/EBIT (just.)	18.2	15.4	14.5	18.8	12.7						
P/E (just.)	27.4	15.0	15.2	26.4	13.4						
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

ESG

Sitowise's business remains mainly outside taxonomy

Sitowise's main business is to provide expert and consulting services in construction and the built environment. Based on Sitowise's revenue, most of its activities are currently not covered by taxonomy. In our view, this is because the final interpretation of the taxonomy is still in progress and, on the other hand, the market demand for a taxonomy-aligned service is still developing. We estimate that Sitowise's services as a whole will contribute to the industry's climate and environmental targets, taking into account the company's sustainability perspective and objectives.

In 2023, 35% of Sitowise's revenue (2022: 40%) was considered taxonomy-eligible activities, but only 19% was considered taxonomy-aligned activities.

According to Sitowise, eligible activities included engineering services for adaptation to climate change, services related to energy performance of buildings, infrastructure for road and rail transport, data-driven solutions for GHG emission reductions, and the conservation of habitats, ecosystems and species.

The company does not consider operating expenditure to be covered by taxonomy in 2023, as the most significant items in terms of costs are generated as part of customer projects. The amount of capital expenditure (CAPEX) that is taxonomy-eligible or -aligned is slightly higher than that of revenue.

Business impact of taxonomy to emerge only years later

As most of Sitowise's business is currently not covered by taxonomy, we do not believe that current taxonomy will have significant impact on Sitowise's business, and thus, for example, on the company's financial situation or financial costs.

However, Sitowise has a rather ambitious target to double the revenue of its sustainability services to 10 MEUR between 2022 and 2025. We estimate that this could mean that the share of taxonomy-eligible or taxonomy-aligned activities in the total would increase moderately (2023 revenue: 211 MEUR).

The application and interpretation of the taxonomy is still subject to considerable development, and one of the open questions we will monitor is how the public sector's purchasing criteria will be adjusted according to the taxonomy and whether this will have an impact on decisions.

Working towards climate targets

Sitowise is committed to the Paris Agreement 1.5°C scenario and the Science Based Targets project (SBTi) which aims at this. But as Sitowise joined the SBTi project at the end of 2023, there is not much concrete evidence yet.

Sitowise says that their climate targets will be evaluated against the SBTi in 2024. Approval for these targets will be sought from the SBTi in 2025 at the latest. We estimate the costs associated with climate targets by emission category once the targets are set.

Taxonomy eligibility	2022	2023
Revenue	40%	35%
OPEX	N/A	0%
CAPEX	69%	42%

Taxonomy alignment	2022	2023
Revenue	0%	19%
OPEX	N/A	0%
CAPEX	0%	23%

Climate

Climate target	Yes	Yes
Target according to the Paris Agreement (1.5 °C warming scenario)	No	Yes

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	Aktiekurs
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 €



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.**