

NYAB

05.11.2026, 06.30 UTC

Dette er en oversat version af den engelske rapport, udgivet 5.11.2026



Christoffer Jennel
+46731589555
christoffer.jennel@inderes.com

VIRKSOMHEDSKUNDE

VIRKSOMHEDSRAPPORT

NYAB

NYABs Q3-resultat slog vores estimater på både omsætning og rapporteret EBIT, drevet af stærkere vækst end forventet inden for anlægsvirksomhet (Civil Engineering), især i Finland, hvor datacenterprojektet i Mikkeli blev kørt op hurtigere, end vi havde forventet. Ordreindgangen nåede op på rekordstore 555 MEUR, og selv eksklusive NYABs andel af Uppsala-sporvognsprojektet oversteg den vores estimat, hvilket løftede den underliggende anlægsordrebog til en ny rekord. Bag de overordnede tal var billedet dog mere blandet. Den svenske margin levede ikke op til vores forventninger, Rådgivning svækkedes yderligere, og en del af EBIT-overskridelsen kom fra en ikke-operationel opskrivningsgevinst på total return-swappen. Efter Q3 hæver vi vores omsætningsestimater med 2-3 %, mens vores indtjeningsestimater er stort set uændrede. Vi hæver vores kursmål til 9,5 SEK (tidligere 9,2 SEK), men da aktiekursen er steget tydeligt mere end vores estimater siden vores seneste opdatering, sænker vi vores anbefaling til Akkumuler (tidligere Køb).

Finland drev et klart omsætningsbeat, men segmentmarginerne var blandede

NYABs omsætning i Q3 voksede med 27 % år/år til 190 MEUR, hvilket var klart over vores estimat på 176 MEUR. Ligesom i Q2 drev anlægssegmentet (Civil Engineering) væksten (+39 % y/y), men denne gang var Finland hovedkilden til det stærkere resultat med en omsætning, der steg med 126 % til 47 MEUR (Inderes estimat: 33 MEUR), i takt med at byggeriet af datacentret i Mikkeli blev kørt op. Omsætningen inden for Rådgivning faldt yderligere 25 % som følge af fortsat svag efterspørgsel efter projektpersonale på det norske offshoremarked. Eksklusive Uppsala JV nåede anlægsordrebogen op på en ny rekord på ca. 580 MEUR (Q2'26: 502 MEUR). EBIT landede på 15,0 MEUR med en margin på 7,9 % (Q3'25: 11,3 MEUR, 7,5 %), hvilket var over vores estimat på 14,0 MEUR, men det positive udfald lå udelukkende uden for de operative segmenter. Justeret for en opskrivningsgevinst på ca. 1,7 MEUR på total return-swappen, som vi anser for at være ikke-operationel, var EBIT 13,3 MEUR (7,0 %), hvorfor kvartalet beløb sig til en moderat operationel skuffelse snarere end et overordnet stærkt resultat. Et the frie cash flow på -7 MEUR blev tynget af tidspunktet for en kundebetaling, der blev modtaget kort efter kvartalets udgang, hvilket vi forventer vil blive udlignet i Q4.

Omsætningsestimater op, indtjening stort set uændret

Efter Q3 har vi hævet vores omsætningsestimater med 2-3 % for 2026-2028, mens vores justerede EBIT-estimater er stort set uændrede (2026e: -3 %, 2027-2028e: +1 %). Efter vores opfattelse betyder sammensætningen af revisionerne mere end niveauet. Finland bevæger sig kraftigt op på både volumen og rentabilitet, understøttet af en længere afdrags- og ordrehorisont i Mikkeli og en meget stærkere ordrebog ved indgangen til det sæsonmæssigt svage første halvår, mens vi sænker vores svenske marginforudsætninger, da ledelsen tilkendegav, at opstartsomkostningerne fortsætter, så længe den nuværende vækstrate fortsætter. Vi sænker også vores estimater for Rådgivning på både omsætning og margin, hvor vi ikke ser nogen kortsigtet understøttelse af et opsving. På koncernniveau udligner disse ting hinanden i vid udstrækning. Der er således tale om en volumen- og mixrevision snarere end en rentabilitetsrevision. Vores langsigtede syn er dog intakt. Vi ser fortsat NYAB som velpositioneret i forhold til strukturelle nordiske drivkræfter inden for energi, infrastruktur, industri og forsvar, og konverteringen af Uppsala og Letsi-Svartbyn til udførelseskontrakter bekræfter endnu en gang selskabets Fase 1-til-Fase 2-model.

Potentialet er blevet mindre efter den stærke kursudvikling

Efter den stærke kursudvikling siden vores omfattende analyse i begyndelse af oktober (+10 %) er den indtjeningsbaserede værdiansættelse for 2026-2027 (EV/EBIT: ~11x-9x, P/E: ~15x-13x) kommet tættere på vores acceptable værdiansættelsesintervaller (EV/EBIT: 10x-13x, P/E: 12x-15x), og på vores 2026-estimater ligger den allerede omkring midten af de intervaller, vi aktuelt anser for at være berettigede. Vi vurderer derfor, at en væsentlig del af den

multipeludvidelse, vi har forventet, allerede har fundet sted, og at yderligere potentiale nu i stigende grad afhænger af, at NYAB lever op til vores forventninger om indtjeningsvækst, hvor de blandede segmentmarginer i Q3 viser, at dette ikke er risikofrit. Vores forventede samlede afkast på mellemlang sigt ligger fortsat over vores afkastkrav, om end med en smallere margin end tidligere, mens vores sum-of-the-parts*- og DCF-model på henholdsvis 7,8-9,6 SEK og 9,52 SEK (tidligere 9,24 SEK) indikerer et mere moderat potentiale. Vi kan fortsat lide NYABs forretningsmodel og positionering, men vi ser risiko/afkast som mere afbalanceret ved den aktuelle aktiekurs.

* *Sum-of-the-parts-analyse*

Analyse

5.11.2026

Est. vs. faktisk

	Q3'25	Q3'26	Q3'26e	Q3'26e	Konsensus		Forskel (%)	2026e
	Sammenligning	Realiseredе	Inderes	Konsensus	Lav	Høj	Faktisk vs. Inderes	Inderes
Omsætning	150,5	190,2	176,3				8 %	642,9
EBITA	11,6	15,4	14,4				7 %	41,3
EBIT	11,3	15,0	14,0				7 %	41,5
PTP	10,6	15,4	14,3				8 %	43,5
Nettoresultat	8,5	12,6	11,4				11 %	34,4
Omsætningsvækst-%	60,8 %	26,4 %	17,2 %				9,2 %-point	17,5 %

Finland drev et tydeligt overskud på topinjen

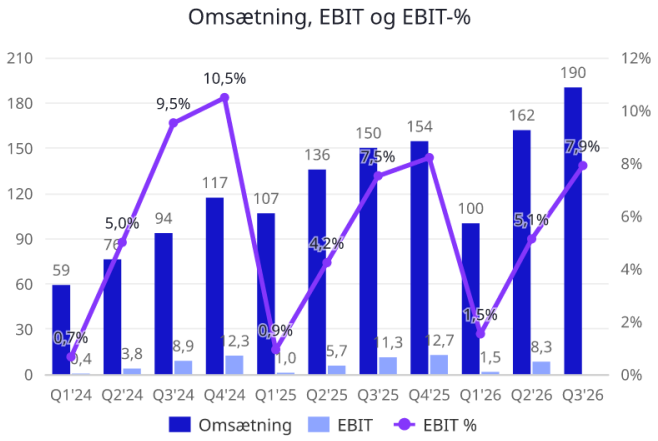
Omsætningen voksede med 27 % årligt til 190 MEUR og slog dermed klart vores estimat på 176 MEUR. Ligesom i Q2 var segmentet Anlægsarbejder drivkraften bag væksten med en omsætning op med 39 % til 169 MEUR, idet den rekordstore ordrebog fortsatte med at blive udført i det sæsonmæssigt stærke andet halvår. Den svenske omsætning steg med 12 % til 124 MEUR (Inderes-estimat: 118 MEUR), hvilket bl.a. blev understøttet af fortsættelsen af nye jernbaneinfrastrukturprojekter med høj produktion koncentreret over en kort periode. Finland var imidlertid hovedkilden til det slåede estimat, da omsætningen steg med 126 % til 47 MEUR (Inderes: 33 MEUR) drevet af optrapningen af byggeriet på Mikkeli-datacenterprojektet. På telekonferencen oplyste ledelsen, at omkring 15-20 % af Mikkeli-kontraktværdien i øjeblikket er i ordrebogen, op fra ca. 10 % ved udgangen af Q2, hvilket efter vores opfattelse indikerer en væsentligt længere afkaldsperiode, end vi havde antaget. Omvendt faldt omsætningen for Rådgivning med 25 % til 21 MEUR (Inderes: 25 MEUR), da det gennemsnitlige antal fuldtidsansatte faldt til 570 (Q3'25: 719) som følge af fortsat svag efterspørgsel efter projektpersonaleservice på det norske offshoremarked og en mere selektiv ordreindgang. Ledelsen bemærkede, at hele faldet stammede fra projektpersonaleforretningen med lavere margin.

Koncernens ordreindgang nåede et rekordhøjt niveau på 555 MEUR (Q3'25: 118 MEUR), hvoran Civil Engineering stod for 542 MEUR. Ordreindgangen omfattede NYAB's andel på ca. 294 MEUR af fase 2 af sporvognsprojektet i Uppsala (samlet værdi på 6,5 BSEK, 50/50 joint venture med AZVI) samt fase 2-kontrakten på ca. 1,6 BSEK (ca. 140 MEUR) på Svenska kraftnäts Letsi-Svartbyn-kraftlinje. Eksklusive Uppsala var koncernens ordreindgang på ca. 261 MEUR, hvilket var over vores estimat på 241 MEUR. Heraf faldt den svenske ordreindgang eksklusive Uppsala på ca. 160 MEUR under vores estimat på ca. 192 MEUR og var i sig selv domineret af Letsi-Svartbyn, mens den finske ordreindgang på 89 MEUR lå væsentligt over vores estimat på 33 MEUR. Eksklusive Uppsala nåede ordrereserven for Civil Engineering en ny rekord på ca. 580 MEUR, hvilket er en stigning på ca. 16 % fra det foregående kvartal, mens det indberettede tal inklusive joint venture-selskabet mere end fordoblede sig år-til-år til 874 MEUR (Q3'25: 404 MEUR). Da joint venture-selskabet indregnes efter indre værdis metode og kun bidrager via andelen af resultatet af associerede virksomheder og joint ventures, vil vi advare mod at tage det overordnede ordrereservetal for pålydende. Ikke desto mindre vurderer vi, at den underliggende ordrereserve giver en stærk visibilitet ind i 2027.

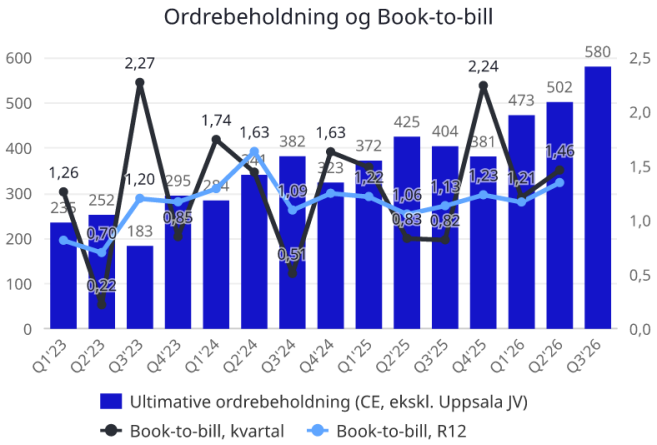
Ledelsen gentog, at de langfristede investeringsprogrammer inden for energi, infrastruktur og industri fortsat understøtter efterspørgslen, og fremhævede store investeringsbehov inden for forsvar, datacentre og infrastruktur. Ledelsen bemærkede desuden, at konkurrencen fortsat er tydeligt lavere i den tidlige fase og det samarbejdsbaserede arbejde, som nu udgør en voksende andel af volumen, mens konkurrenceintensiteten inden for traditionel hovedentreprise er bredt uændret, og at selskabet ikke har set nogen form for marginpres fra materiale- eller lønomkostninger. Det norske offshoremarked forblev svagt, og appetitten på nye investeringer i vedvarende energi forblev svag.

Med Uppsala og Letsi-Svartbyn nu i udførelsesfasen faldt den anslåede værdi af potentielle udførelseskontrakter fra igangværende tidligfaseopgaver til ca. 200 MEUR fra ca. 600 MEUR ved udgangen af Q2. Ændringen afspejler, at disse projekter er rykket ind i ordrebogen, samt nye opgaver og reviderede estimater. Ifølge ledelsen knytter den resterende pipeline sig i høj grad til industrikunder, herunder aftalen om det tidlige arbejde med SSAB vedrørende et stålcoil-logistikanlæg i tilknytning til det planlagte mini-stålværk i Luleå, hvor forhandlingerne om de efterfølgende faser er i gang. Ledelsen oplyste ikke nogen indikation af den potentielle udførelsesværdi for Utajärvi-datacenterprojektet. Disse potentielle kontrakter er ikke inkluderet i ordreindgangen eller ordrereserven.

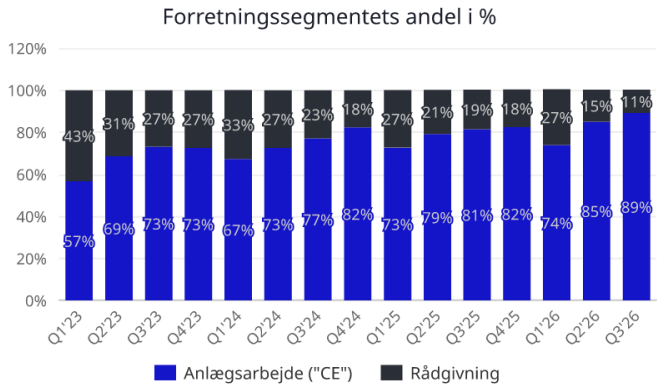
Efter vores opfattelse viste kvartalet endnu en gang værdien af NYAB’s positionering i den tidlige fase, da selskabets to største kontrakter nogensinde begge blev konverteret fra fase 1-positioner. Vi ser fortsat hovedusikkerheden i den resterende pipeline som et spørgsmål om tidspunkt snarere end udfald. Vigtigvis vil de resterende kontrakter – i ansetning fra Uppsalas joint venture-struktur – være NYAB’s egne og vil derfor flyde fuldt ud igennem omsætningen.



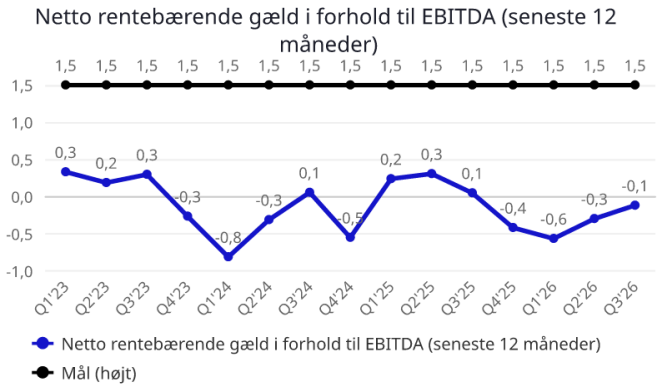
Kilde: Inderes



Kilde: Inderes



Kilde: Inderes



Kilde: Inderes

Overskriften på EBIT slog forventningerne, men den underliggende kvalitet var svagere

Driftsresultatet (EBIT) steg med 33 % til 15,0 MEUR (Q3'25: 11,3 MEUR), hvilket svarer til en margin på 7,9 % (7,5 %) og slog vores estimat på 14,0 MEUR (7,9 %). Da marginen var i overensstemmelse med vores forventninger, blev det slåede estimat drevet af volumen. Civil Engineering-segmentets EBIT steg med 33 % til 13,7 MEUR, men segmentets margin faldt en smule til 8,1 % (8,4 %). I Sverige forbedredes marginen til 8,4 % (7,8 %) på baggrund af effektiv projektgennemførelse, men dette var tydeligvis under vores estimat på 9,7 %, og EBIT på 10,4 MEUR levede ikke op til vores estimat på 11,4 MEUR. Ledelsen betegnede sig selv som tilfreds med niveauet, idet den dog bemærkede, at der stadig er plads til forbedringer, og at oppstartsomkostningerne vedbliver, så længe den nuværende vækstrate fortsætter. Finland var den positive overraskelse med et EBIT på 3,3 MEUR (Inderes-estimat: 1,9 MEUR) og en margin på 7,0 % (8,3 %) mod vores estimat på 5,7 %. Ledelsen tilskrev faldet år-til-år oppstartsomkostninger forbundet med vækstraten og et lille antal ældre projekter inden for vedvarende energi med strammere marginer, som i det væsentlige vil være afsluttet efter Q4. Rådgivningssegmentets rentabilitet svækkedes yderligere, idet marginen faldt til 0,6 % (4,5 %) mod vores estimat på 2,8 %, da omkostningseffektiviseringstiltagene i Norge endnu ikke har haft fuld virkning.

Selvom det samlede segment-EBIT på 13,8 MEUR lå en smule under vores estimat på 14,0 MEUR, skyldtes det overordnede slåede estimat ikke-allokerede koncernposter på +1,2 MEUR (Q3'25: -0,3 MEUR), understøttet af en opskrivningsgevinst på ca. 1,7 MEUR på den *total return swap*, der anvendes til at sikre aktieleverancer i henhold til de langfristede incitamentsprogrammer. Da vi betragter dette som ikke-operationelt, var det justerede EBIT på 13,3 MEUR, hvilket svarer til en margin på 7,0 % mod 7,5 % året før og vores estimat på 7,9 %. På vejen mod det langfristede mål for EBIT-marginen på >7,5 % (seneste 12 måneder: 6,2 %) gentog ledelsen, at målet ikke forventes at blive nået i 2025-2026 på grund af udvanding fra projektpersonalevirksomheden, og at selskabet sigter mod at være

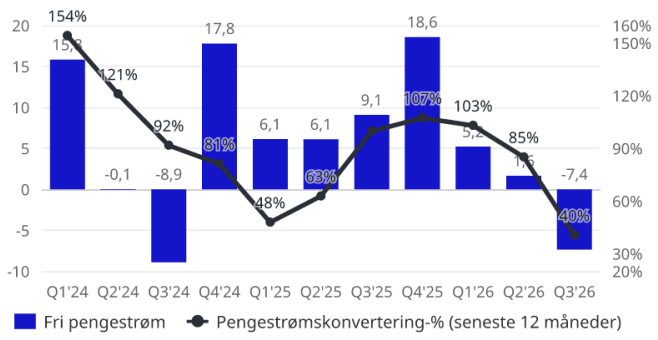
mere gennemsigtige omkring 2027-udsigterne ved årsskiftet. Mere opmuntrende fremhævede ledelsen, at Finlands historisk svage første halår, forårsaget af for lave volumer i forhold til selskabets faste omkostningsbase, bør se tydeligt bedre ud i 2027 i betragtning af den meget stærkere ordrereserve, hvilket efter vores opfattelse understøtter en strukturel forbedring af den finske helårsmargin.

Længere nede i resultatopgørelsen løftede positive finansielle poster (0,3 MEUR mod -0,6 MEUR) og en lavere skattesats end forventet nettoresultatet med 49 % til 12,6 MEUR (Q3'25: 8,5 MEUR), hvilket var over vores estimat på 11,4 MEUR, og resultat pr. aktie (EPS) steg til 0,018 EUR (0,012 EUR).

Det frie cash flow faldt som følge af tidspunktet for en stor kundebetaling

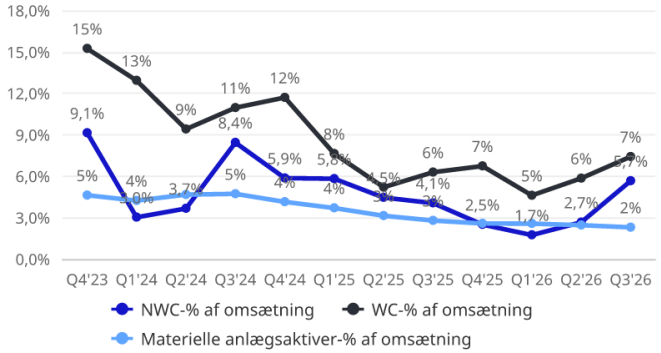
Free cash flow var -7 MEUR (Q3'25: 9 MEUR), da ca. 20 MEUR var bundet i arbejdskapital, primært i Igangværende arbejder for fremmed regning. Ifølge ledelsen blev en kundebetaling på 31 MEUR modtaget få dage efter kvartalsudgangen, og hvis den var ankommet i løbet af kvartalet, ville det frie cash flow have været omkring 24 MEUR. Derudover har arbejdskapital været bundet i løbet af Q2 og Q3 i et enkelt strategisk projekt med udvidede betalingsbetingelser, som selskabet modtager kompenserende omsætningsreguleringer for, og ledelsen forventer en væsentlig reduktion i arbejdskapitalen i Q4 i overensstemmelse med den aftalte fakturerings- og betalingsplan. Dermed er normaliseringen af pengestrømskonverteringen, som vi forventede efter Q2, blevet skubbet til Q4, men vi betragter det fortsat som tidsmæssigt betinget snarere end en forringelse af den underliggende model, hvilket ledelsen bekræftede ved at bemærke, at den underliggende pengestrømskonvertering historisk har ligget på omkring 90 %. Netto kassebeholdning faldt til 5,2 MEUR (Q2'26: 12,0 MEUR), hvilket svarer til en netto rentebærende gæld/EBITDA på -0,12x, og egenkapitalandelen udgjorde 64,8 %. Selvom balancen forbliver stærk, vil igangværende arbejder for fremmed regning være den post, vi følger tættest i Q4-rapporten.

Fri pengestrøm og pengestrømskonvertering (MEUR)



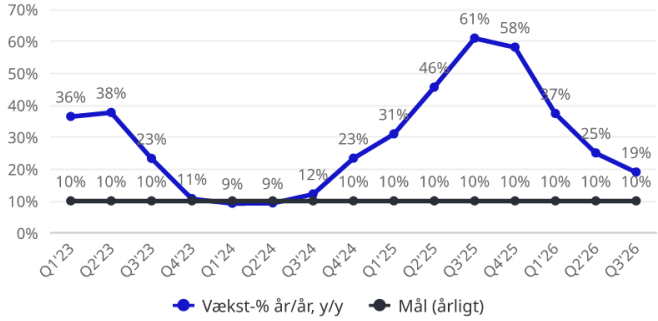
Kilde: Inderes

Kapitalforpligtelse



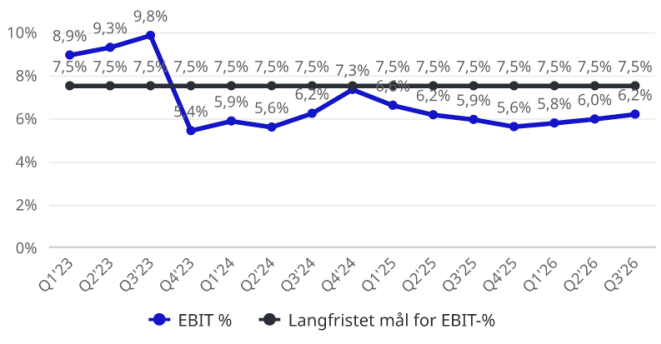
Kilde: Inderes

Omsætningsvækst de seneste 12 måneder (år/år, y/y) vs. årligt mål



Kilde: Inderes

Rapporteret EBIT-% (seneste 12 måneder) vs. langts. mål



Kilde: Inderes

Ændringer i estimater

5.11.2026

Estimatændringer

	2026e Tidligere	2026e Nyt	Ændring %	2027e Tidligere	2027e Nyt	Ændring %	2028e Tidligere	2028e Nyt	Ændring %
Omsætning	623,5	642,9	3 %	698,7	714,8	2 %	748,6	766,3	2 %
EBITDA	48,0	48,8	2 %	54,9	56,3	3 %	59,5	60,9	2 %
EBIT (ekskl. engangsposter)	42,7	41,3	-3 %	49,8	50,4	1 %	55,0	55,5	1 %
EBIT	41,3	41,5	1 %	48,6	49,1	1 %	53,8	54,1	1 %
PTP	43,2	43,5	1 %	50,5	50,9	1 %	56,1	56,4	1 %
EPS (ekskl. NRIs)	0,05	0,05	-3 %	0,06	0,06	1 %	0,07	0,07	1 %

- Vi opjusterer vores omsætningsestimater med 2-3 % på tvers af prognoseperioden og efterlader vores indtjeningsestimater stort set uændrede. Efter vores opfattelse er sammensætningen af revisionerne vigtigere end niveauet. Finland stiger kraftigt på både volumen og rentabilitet, Sverige falder på marginen, og Rådgivning falder på begge linjer. På koncernniveau udligner disse hinanden i det væsentlige, og vores justerede operativle margin falder en smule i alle tre år på trods af den højere omsætning.

- Finland er den væsentligste ændring, og vi betragter det som et etapeskift snarere end en tidsmæssig forskydning. Efter Q3-resultatet, der oversteg forventningerne på både omsætning og ordreindgang (89 MEUR mod vores estimat på 33 MEUR), og ledelsens melding om, at kun 15-20 % af Mikkeli-kontraktens værdi på nuværende tidspunkt er i ordrereserven, opjusterer vi vores finske omsætningsestimater med 22 % for 2026 til 151 MEUR og med 19 % for både 2027 og 2028. Vi opjusterer også den finske driftsmargin til 4,8 %, 5,9 % og 4,8 % for 2026-2028 (tidligere 3,6 %, 3,8 % og 4,1 %). Endnu vigtigere er det, at Finland historisk set har haft underskud eller har været stort set urentabelt i første halvår, da volumen var for lav til at bære den faste omkostningsbase, og ordrebogen på 137 MEUR ved udgangen af Q3 (Q3'25: 97 MEUR) fjerner en stor del af det problem med udgangen af 2027. Som følge heraf står Finland nu for omkring 20 % af vores prognose for segmentets driftsresultat for 2027 mod tidligere ca. 10 %.

- Selvom den svenske omsætning kom ind over vores estimat, faldt driftsrentabiliteten på 8,4 % væsentligt under vores estimat på 9,7 %, og ledelsen oplyste, at oppstartsomkostningerne fortsætter, så længe den nuværende vækstrate inden for Civil Engineering varer ved. Vi nedjusterer derfor den svenske driftsrentabilitet til 8,4 %, 8,2 % og 8,6 % for 2026-2028 (tidligere 9,1 %, 8,9 % og 8,9 %). Vores estimater for den svenske omsætning er stort set uændrede, da ordrereserven fortsat understøtter den nuværende produktionstakt.

- Rådgivning nedjusteres på både omsætning og rentabilitet. Da antallet af konsulenter i opgave faldt yderligere, og den rullende 12-måneders book-to-bill på 0,7x ikke giver nogen støtte til et kortsigtet opsving, sænker vi Rådgivnings omsætning med 7 % for 2026 og med omkring 10 % for 2027-2028 samt sænker driftsrentabiliteten til 1,1 %, 1,9 % og 2,7 % (tidl. 2,1 %, 2,5 % og 3,0 %). Vi bemærker dog, at hele omsætningsnedgangen stammede fra projektpersonalevirksomheden med lavere margin på det norske offshoremarked, hvorfor mix-effekten er mindre skadelig, end omsætningstallene alene antyder. Dette er årsagen til, at vi fastholder en gradvis marginforbedring frem mod 2028, selvom vi sænker omsætningsbasen.

- Da overskuddet i EBIT for Q3 lå fuldstændig uden for de operative segmenter og blev understøttet af værdireguleringstesten på ca. 1,7 MEUR på total return swap-instrumentet, tager vi gevinsten med i vores the rapporterede EBIT for 2026, men udelukker den fra vores justerede EBIT, og vi antager ikke yderligere swapgevinster i vores prognoser, da instrumentet markeres til aktiekursen og ikke kan prognostiseres. Dette er årsagen til, at vores

estimat for det justerede EBIT for 2026 falder med 3 %, mens vores estimat for det rapporterede EBIT stiger med 1 %.

- Under den operative linje er revisionerne moderat positive. Nettorenteudgifter og -indtægter blev positive i Q3, resultatandelen fra associerede virksomheder og joint ventures bidrog med 0,8 MEUR over de første ni måneder, og den effektive skattesats på 19,3 % lå under vores antagelse på 21 %. Sammen med swap-gevinsten i den rapporterede EBIT løfter dette vores estimater for det rapporterede nettoresultat med ca. 4 % for 2026 og med ca. 1 % for 2027-2028. Vores udbytteestimater er uændrede.

- Vi aflagerer vores pengestrømsestimater stort set uændrede. I betragtning af ledelsens forklaring på den forsinkede kundebetaling på 31 MEUR og den forventede frigørelse af arbejdskapital knyttet til det strategiske projekt, fortsætter vi med at modellere en stærk pengestrøm i Q4, hvor NYAB forbliver i en netto kassebeholdning i hele prognoseperioden.

CEO-interview - NYAB Q3'26

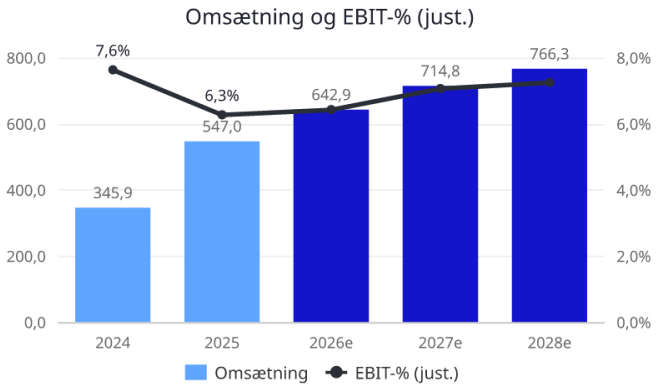


NYAB, audiocast, Q3'26

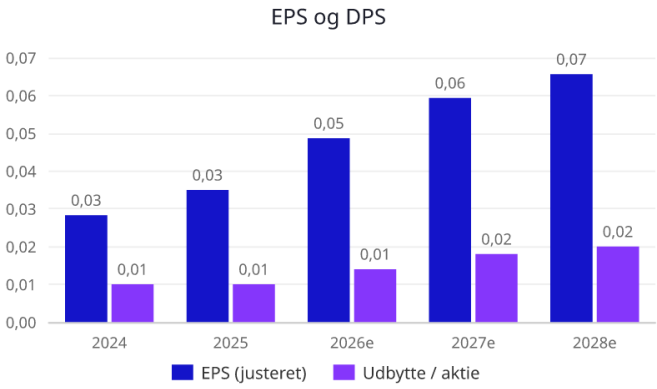


Operationelle indtjeningsdrivere

- NYABs ordrereserve inden for Civil Engineering (ekskl. Uppsala-joint venturet) lå på rekordhøje ca. 580 MEUR ved udgangen af Q3 (Q2'26: 502 MEUR) og på 874 MEUR inklusiv NYABs andel på ca. 294 MEUR af Uppsala-spor-vognsprojektet. Eksklusive Uppsala sikrer en ordreindgang på koncernniveau på ca. 261 MEUR i Q3, anført af Letsi-Svartbyn-kraftledningen på ca. 140 MEUR, en stærk visibilitet ind i 2027.
- Efter konverteringen af Uppsala og Letsi-Svartbyn beløber den anslåede værdi af potentielle udførelseskontrakter fra den tidlige fase sig til ca. 200 MEUR, hvilket primært vedrører industrikunder, herunder SSAB-aftalen om tidligt arbejde i Luleå. Ledelsen gentog, at NYAB aldrig har vundet en Fase 1- eller tidligt arbejde-aftale uden efterfølgende at modtage udførelsesordren.
- Opptrappingen af Mikkeli-datacenterprojektet, hvor kun 15 til 20 % af kontraktværdien hidtil er indregnet i ordrereserven, understøtter de finske volumener og betyder, at Finland går ind i 2027 med en væsentligt højere startordrereserve end året før.
- Flere store flerårige kontrakter underskrevet i løbet af de seneste 12 måneder fortsætter med at give selskabet visibilitet for de kommende kvartaler og forbedrer forretningens forudsigelighed, samtidig med at sæsonudsvingene reduceres.
- Omsætningsvæksten opskalerer faste omkostninger en smule, selvom oppstartsomkostningerne fortsætter, så længe den høje vækstrate varer ved
- Bæredygtig forbedring af rentabiliteten i de finske forretninger tættere på niveauet for den svenske forretning
- Succesfuld eksekvering med at forbedre rentabiliteten i de opkøbte Dovre-forretninger
- Fremdrift i Skarta Energy-projektudvikling (herunder eventuelle udviklingsgebyrer) eller salg af ejerskab



Kilde: Inderes



Kilde: Inderes

Værdiansættelse

5.11.2026

Værdiansættelsesmultiplerne er kommet tættere på vores acceptable intervaller

Baseret på vores opdaterede estimater og efter den stærke kursudvikling siden vores seneste opdatering i begyndelsen af oktober (+10%) handles NYAB til EV/EBIT-multipler for 2026-2027 på ~11x og ~9x og justerede P/E-multipler på ~15x og ~13x, i forhold til vores acceptable værdiansættelsesintervaller på 10-13x EV/EBIT og 12-15x P/E. Da vi lægger større vægt på vores 2027-estimater, ligger aktien fortsat i den nederste halvdel af vores acceptable intervaller, men rabatten er blevet indsnævret siden vores omfattende analyse i begyndelsen af oktober. Forskellen mellem de EV-baserede og indtjeningsbaserede multipler afspejler i vid udstrækning netto kassebeholdning samt ejerandelene i Skarta Energy og joint venturet i Uppsala, som alle fratrækkes virksomhedsværdien (EV). Vi fortsætter med at mene, at EV-rammen bør give disse fuld kredit, da balancen er næsten ubelånt, og vi betragter det svage Q3-pengestrøm som tidsmæssigt betinget.

Nøgletal

	2025	2026e	2027e	2028e
Omsætning	547,0	642,9	714,8	766,3
vækst-%	58 %	18 %	11 %	7 %
Justeret EBIT	34,3	41,3	50,4	55,5
Justeret EBIT-%	6,3 %	6,4 %	7,1 %	7,2 %
Nettoresultat	21,3	34,9	40,9	45,4
EPS (just.)	0,03	0,05	0,06	0,07
P/E (just.)	15,3	15,3	12,6	11,4
P/B	1,8	2,2	2,0	1,8
Udbytteafkast-%	1,9 %	1,9 %	2,4 %	2,7 %
EV/EBIT (just.)	10,2	11,1	8,7	7,1
EV/EBITDA	9,4	9,4	7,6	6,5
EV/S	0,6	0,7	0,6	0,5

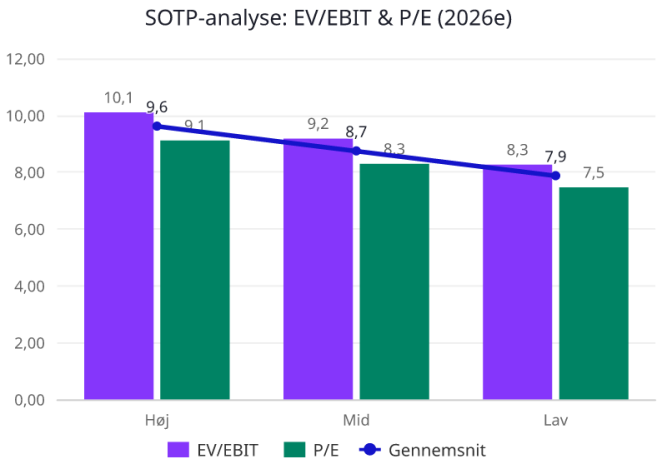
Inderes

Vi mener desuden, at det er værd at bemærke, at vi tror, selskabet har potentiale til at accelerere sin vækst gennem opkøb over tid på grund af den stærke balance. På kort sigt vurderer vi dog, at større M&A-aktivitet er usandsynlig, da vi forventer, at selskabet vil fokusere på integrationen af Dovres forretninger.

Med en rekordstor underliggende ordrebog, reduceret sæsonudsving, en positiv efterspørgselsudsigter i Sverige og et strukturelt forbedret billede i Finland vurderer vi fortsat, at risikoniveauet for indtjeningsvæksten er faldende. Vi mener dog ikke, at det endnu er berettiget, at NYAB handler i den øvre ende af vores acceptable intervaller. Q3 viste, at gennemstrømningen fra stærk volumenvækst ikke er automatisk, da visse opstartsomkostninger holdt den svenske margin tilbage, Rådgivning fortsat udvander koncernens rentabilitet i en tid med svag markedsaktivitet, og målet om en EBIT-margin på >7,5 % er blevet udskudt over to regnskabsår. Når vi vejer disse faktorer op mod hinanden, mener vi, at det på nuværende tidspunkt er berettiget, at NYAB handler i midten af vores intervaller, omkring 11-12x EV/EBIT og 13-14x P/E, hvilket aktien stort set har nået på vores 2026-estimater. Til vores kursmål vil 2027 EV/EBIT- og P/E-multiplerne være henholdsvis ca. 10,4x og 14,6x. Efter vores opfattelse vil et ryk op i intervallet kræve en vedvarende marginfremgang i Rådgivning, tegn på at forbedringen i den finske rentabilitet holder over et helt år, og en glat konvertering af den rekordstore ordrebog uden de eksekveringsproblemer, der historisk set har straffet denne sektor.

SOTP og DCF indikerer et mere moderat potentiale opad

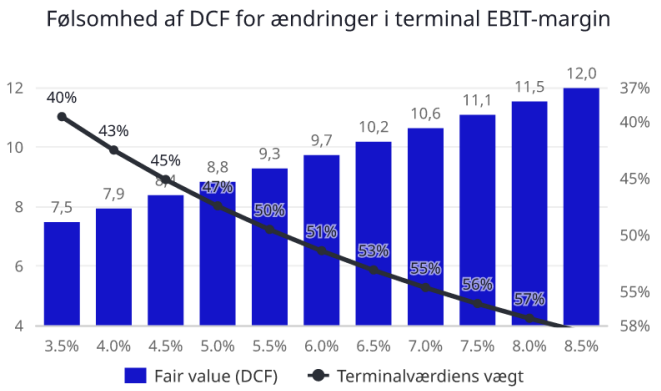
Vores sum-of-the-parts-beregning (detaljerede parametre præsenteret i vores omfattende analyse), herunder vores anslåede værdier af NYAB's andel i Skarta Energy (~17 MEUR) og Uppsala joint venturet (~11 MEUR), indikerer nu en værdi på 7,9-9,6 SEK pr. aktie med den aktuelle EUR/SEK-valutakurs. Den højere finske indtjening motiverer og modsvarer i vid udstrækning vores lavere svenske marginforudsætninger. Til den aktuelle aktiekurs på 8,19 SEK værdisættes aktien inden for dette interval.



Kilde: Inderes

I vores DCF-model anvender vi en WACC på 9,0 % og et afkastkrav på egenkapitalen på 9,7 %. Efter vores opfattelse er afkastkravet på et rimeligt niveau under hensyntagen til det nuværende renteniveau, selskabets størrelse, den overordnede bygge- og anlægsbranches sæsonmæssige og cykliske karakter samt den overordnede risikoprofil for NYAB's forretning.

Efter vores estimatrevisioner indikerer vores DCF-model en værdi på 0,87 EUR pr. aktie, svarende til 9,52 SEK pr. aktie (var 0,82 EUR / 9,24 SEK), hvilket er nogenlunde på linje med vores kursmål. Vi har gennemgået forudsætningerne i DCF-modellen mere detaljeret i vores omfattende analyse (10/2026). Derudover bør det bemærkes, at vores DCF ikke fuldt ud tager højde for Skarta Energys langsigtet potentiale (værdien i modellen er 16,8 MEUR), mens Uppsala joint venturet er inkluderet som et ikke-operativt aktiv (værdsat til ~11 MEUR).



Kilde: Inderes

Forventet afkast for de kommende år

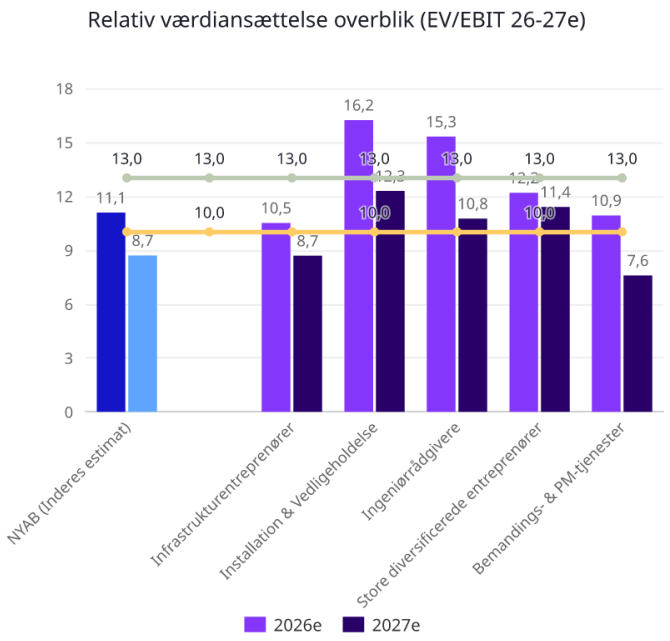
Vi har også set på en investors forventede afkast over de næste et par år ved at forenkle den acceptable værdiansættelse og vores 2028-indtjeningsestimater. Efter vores opfattelse kan NYAB's forretning blive værdisat til 11x-12x EV/EBIT og omkring 13x-14x P/E ved udgangen af 2028 baseret på vores aktuelle estimater. Dette kræver dog, at selskabet opretholder en rentabilitet over gennemsnittet for branchen, og at der ikke sker større ændringer i selskabets vækstforventninger.

Baseret på dette og vores aktuelle estimater mener vi, at NYAB kan blive værdisat til omtrent 10,2-11,2 SEK pr. aktie ved udgangen af 2028 (med den aktuelle EUR/SEK-valutakurs). Til den aktuelle aktiekurs på 8,19 SEK vil det forventede gennemsnitlige årlige afkast være omkring 13 %, og vi forventer, at investoren modtager et årligt udbytteafkast på ca. 2-3 %. Det gennemsnitlige årlige forventede samlede afkast på cirka 15-16 % forbliver derfor over det afkastkrav på egenkapitalen, vi anvender (9,6 %), men marginen er faldet tydeligt som følge af aktiekursudviklingen. Beregningen tager dog ikke højde for NYAB's andel i Skarta Energy eller Uppsala joint venturet, hvorfor den udelukkende fungerer som et understøttende element for værdisættelsen.

Afslutningsvis vurderer vi, at det forventede afkast på aktien fortsat er attraktivt, men mindre end på tidspunktet for vores omfattende analyse.

Vi sænker vores anbefaling til Akkumulér

På vores 2027-estimater er NYAB i øjeblikket værdisat på linje med infrastrukturentreprenørerne og under de store diversificerede entreprenører, som begge deler en lignende risikoprofil, da rabatten til førstnævnte er lukket efter aktiekursens stigning. Vi fortsætter med at tro, at selskabets stærke vækst, branchens førende rentabilitet og asset light-balance, som muliggør større skalerbarhed og finansiel fleksibilitet, berettiger til en moderat præmie i forhold til sin tætteste peer group over tid. Da en del af den multipeludvidelse, vi har forventet, dog nu ligger bag os, vurderer vi, at det forventede afkast på kort sigt i stigende grad vil afhænge af, at selskabet lever op til vores forventninger til indtjeningsvæksten, hvilket efterlader mindre the room for error (mindre plads til fejl).



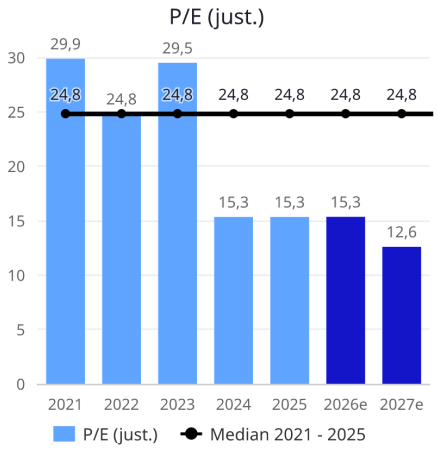
Kilde: Inderes

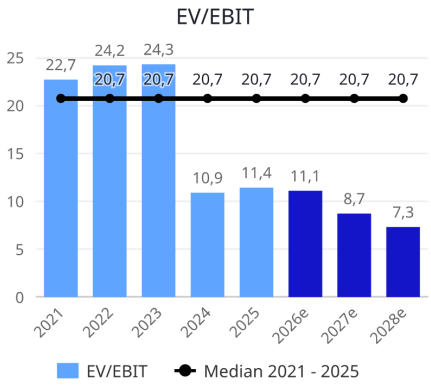
Afspejlende dette overordnede billede ser vi det risikojusterede forventede afkast på aktien til at ligge over vores anvendte afkastkrav på egenkapitalen over de næste 12 måneder, men ikke længere på et niveau, der berettiger til en Køb-anbefaling, da aktiekursen er steget mere end vores estimater siden vores omfattende analyse. Som følge heraf sænker vi vores anbefaling til Akkumulér, samtidig med at vi løfter vores kursmål til 9,5 SEK (var 9,2 SEK), hvilket afspejler vores højere omsætningsestimater og den forbedrede finske indtjeningsprofil.

Værdiansættelsesmultipler

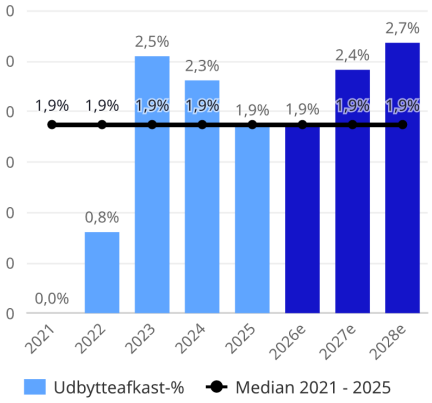
	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Aktiekurs	0,85	0,87	0,55	0,43	0,54	**0,75**	**0,75**	**0,75**	**0,75**
Antal aktier, mio	414,24	706,66	706,66	712,99	712,99	**712,99**	**712,99**	**712,99**	**712,99**
Børsværdi	352,1	614,8	388,7	309,2	382,1	**532,3**	**532,3**	**532,3**	**532,3**
EV	353,7	622,2	368,6	275,8	349,9	**460,1**	**427,1**	**395,2**	**364,2**
P/E (just.)	29,9	24,8	29,5	15,3	15,3	**15,3**	**12,6**	**11,4**	**11,2**
P/E	29,9	26,4	43,0	18,5	17,9	**15,2**	**13,0**	**11,7**	**11,2**
P/B	13,5	3,4	2,1	1,6	1,8	**2,2**	**2,0**	**1,8**	**1,6**
P/S	2,7	2,4	1,4	0,9	0,7	**0,8**	**0,7**	**0,7**	**0,7**
EV/omsætning	2,7	2,5	1,3	0,8	0,6	**0,7**	**0,6**	**0,5**	**0,5**
EV/EBITDA	21,1	20,5	17,2	9,1	9,4	**9,4**	**7,6**	**6,5**	**6,1**
EV/EBIT (just.)	22,7	22,9	20,7	10,5	10,2	**11,1**	**8,7**	**7,1**	**6,7**
Udbytteprocent (%)	0,0 %	21,2 %	109,3 %	42,6 %	33,4 %	**28,6 %**	**31,4 %**	**31,4 %**	**33,0 %**
Udbytteafkast-%	0,0 %	0,8 %	2,5 %	2,3 %	1,9 %	**1,9 %**	**2,4 %**	**2,7 %**	**2,9 %**

Kilde: Inderes





Kilde: Inderes



Appendices

5.11.2026

Peer Group

	Market cap	EV	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/S		P/E		Dividend yield-%		P/B
	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
NCC	1.722	2.137	13,5	11,5	8,4	7,5	0,4	0,4	14,3	11,8	5,5	6,0	2,1
Peab	2.471	3.457	12,2	11,4	8,2	7,7	0,6	0,6	11,5	10,6	4,4	4,7	1,5
Skanska	10.897	9.601	12,7	11,6	9,6	8,9	0,6	0,6	16,7	15,4	3,8	3,9	1,8
YIT	845	1.600	22,5	13,3	21,3	11,4	0,8	0,7	158,3	19,7		0,5	1,4
Veidekke	2.762	2.438	11,7	11,4	7,8	7,6	0,6	0,5	17,0	16,2	5,5	5,8	7,6
AF Gruppen	2.166	2.284	11,4	10,9	8,6	8,4	0,7	0,7	16,1	15,4	6,0	6,3	5,3
NRC Group	165	240	12,8	9,7	6,5	5,6	0,4	0,4	22,6	11,9		3,5	1,0
MT Hoejgaard Holding	300	286	9,4	4,8	6,0	3,6	0,2	0,2	14,7	6,6	2,0	3,8	1,7
Per Aarsless A/S	1.826	2.014	11,4	10,1	6,3	5,7	0,6	0,5	14,2	12,4	1,8	2,0	2,2
Sweco	4.705	5.322	16,7	15,1	12,6	11,6	1,7	1,6	19,7	18,0	2,8	3,0	3,7
AFRY	1.337	1.901	12,5	10,5	8,4	7,4	0,8	0,8	13,3	10,7	4,5	5,2	1,1
Sitowise	79	149	22,9	11,9	9,9	8,0	0,9	0,9		15,7	0,5	1,1	1,1
Etteplan	178	253	15,3	10,8	7,6	6,2	0,7	0,7	17,6	11,3	3,0	4,6	1,4
Rejlers	289	386	12,4	9,6	7,5	6,5	0,8	0,8	11,6	9,4	4,1	4,3	1,4
Solwers	11	39	77,6	15,5	8,6	5,5	0,5	0,5		52,8		1,0	0,3
Instalco	1.020	1.499	17,7	13,7	10,9	9,1	1,1	1,0	17,8	13,2	1,7	2,2	3,0
Bravida Holding	2.918	3.153	16,9	14,4	12,9	11,3	1,1	1,0	20,6	17,4	2,6	2,8	3,3
Eltel	229	422	16,2	12,3	7,4	6,5	0,5	0,5	22,5	13,3	0,3	1,4	1,4
Netel	14	111	11,5	10,0	6,6	6,0	0,5	0,4	10,0	4,4			0,2
Kreate	248	276	7,8	7,0	5,7	5,2	0,4	0,4	11,3	9,5	5,8	6,5	4,0
GRK Infra	862	710	9,6	7,7	6,9	6,1	0,8	0,7	13,4	11,4	3,3	3,6	3,5
Green Landscaping	83	292	9,8	8,3	4,5	3,8	0,5	0,6	4,8	5,3			0,5
Brunel International	378	420	9,6	7,6	6,3	5,3	0,3	0,3	15,4	11,4	5,5	7,2	1,4
Aqualis	109	137	10,9	7,3	7,0	5,5	0,4	0,4	10,8	8,0	10,9	10,3	1,5
Eezy	22	66	21,9	13,1	6,0	5,5	0,5	0,5		8,6			0,2
Multiconsult ASA													

				Market cap	EV	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/S		P/E		Dividend yield-%		P/B
				MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
343	482	9,9	7,9	5,8	5,0	0,6	0,6	13,0	10,3	5,0	6,5	2,4				
NYAB (Inderes)				**532**	**460**	**11,1**	**8,5**	**9,4**	**7,6**	**0,7**	**0,6**	**15,3**	**12,6**	**1,9**	**2,4**	**2,2**
Average						**16,0**	**10,7**	**8,3**	**7,0**	**0,7**	**0,6**	**21,2**	**13,5**	**3,9**	**4,2**	**2,1**
Median						**12,4**	**10,8**	**7,5**	**6,4**	**0,6**	**0,6**	**14,7**	**11,6**	**3,9**	**3,9**	**1,5**
Diff-% to median						**-10 %**	**-22 %**	**25 %**	**20 %**	**23 %**	**6 %**	**5 %**	**8 %**	**-52 %**	**-38 %**	**53 %**

Source: Refinitiv / Inderes

Quarterly P&L

	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Revenue	**345,9**	**106,9**	**136,0**	**150,5**	**153,6**	**547,0**	**100,1**	**161,9**	**190,2**	**190,7**	**642,9**	**714,8**	**766,3**	**800,4**
Civil Engineering	0,0	77,7	107,5	122,2	127,2	434,6	73,9	137,6	169,5	169,4	550,5	623,6	672,4	702,3
Consulting	0,0	29,2	28,5	28,3	27,7	113,7	26,6	24,7	21,1	21,3	93,8	92,7	95,5	99,7
EBITDA	**30,3**	**2,6**	**7,4**	**12,9**	**14,4**	**37,2**	**3,2**	**10,1**	**17,0**	**18,5**	**48,8**	**56,3**	**60,9**	**59,4**
Depreciation	-5,0	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-6,5	-1,7	-1,8	-1,9	-1,8	-7,2	-7,2	-6,8	-5,0
EBIT (excl. NRI)	**26,4**	**3,1**	**6,1**	**11,6**	**13,5**	**34,3**	**1,9**	**8,7**	**13,7**	**17,1**	**41,3**	**50,4**	**55,5**	**54,4**
EBIT	**25,4**	**1,0**	**5,7**	**11,3**	**12,7**	**30,6**	**1,5**	**8,3**	**15,0**	**16,7**	**41,5**	**49,1**	**54,1**	**54,4**
Civil Engineering	0,0	1,9	5,7	10,2	12,7	30,5	2,1	8,8	13,5	16,4	40,8	47,3	51,5	47,8
Consulting	0,0	0,8	0,8	1,1	0,9	3,6	0,1	0,5	0,1	0,3	1,0	1,8	2,6	6,8
Other	0,0	-1,7	-0,8	0,0	-0,9	-3,4	-0,7	-1,0	1,4	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,1
Share of profits in assoc. compan.	-0,8	-0,2	0,1	-0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,8	0,0	0,2	1,0	2,3	2,7	4,7
Net financial items	-3,7	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7	-2,5	0,2	0,3	0,3	0,1	1,0	-0,4	-0,4	-0,4
PTP	**20,9**	**0,1**	**5,4**	**10,6**	**11,6**	**27,7**	**1,8**	**9,4**	**15,4**	**17,0**	**43,5**	**50,9**	**56,4**	**58,7**
Taxes	-4,1	-0,4	-1,2	-2,2	-2,7	-6,4	-0,7	-1,7	-2,8	-3,5	-8,6	-10,0	-11,1	-11,1
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net earnings	**16,8**	**-0,3**	**4,2**	**8,5**	**9,0**	**21,3**	**1,1**	**7,7**	**12,6**	**13,5**	**34,9**	**40,9**	**45,4**	**47,6**
EPS (adj.)	**0,03**	**0,00**	**0,01**	**0,01**	**0,01**	**0,03**	**0,00**	**0,01**	**0,02**	**0,02**	**0,05**	**0,06**	**0,07**	**0,07**
EPS (rep.)	**0,02**	**-0,00**	**0,01**	**0,01**	**0,01**	**0,03**	**0,00**	**0,01**	**0,02**	**0,02**	**0,05**	**0,06**	**0,06**	**0,07**
Key figures														
Revenue growth-%	23,4 %	80,6 %	78,8 %	60,8 %	31,2 %	58,1 %	-6,3 %	19,0 %	26,4 %	24,1 %	17,5 %	11,2 %	7,2 %	4,4 %
Adjusted EBIT growth-%	48,0 %	243,7 %	55,2 %	28,7 %	7,7 %	29,9 %	-38,2 %	42,1 %	17,5 %	26,6 %	20,5 %	22,2 %	10,0 %	-1,9 %

	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
EBITDA-%	8,8 %	2,4 %	5,4 %	8,6 %	9,4 %	6,8 %	3,2 %	6,2 %	8,9 %	9,7 %	7,6 %	7,9 %	7,9 %	7,4 %
Adjusted EBIT-%	7,6 %	2,9 %	4,5 %	7,7 %	8,8 %	6,3 %	1,9 %	5,4 %	7,2 %	8,9 %	6,4 %	7,1 %	7,2 %	6,8 %
Net earnings-%	4,8 %	-0,3 %	3,1 %	5,6 %	5,8 %	3,9 %	1,1 %	4,8 %	6,6 %	7,1 %	5,4 %	5,7 %	5,9 %	5,9 %

Source: Inderes

Balance Sheet

	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Assets					
Non-current assets	**161,4**	**186,3**	**182,5**	**179,0**	**176,2**
Goodwill	122,4	138,8	138,8	138,8	138,8
Intangible assets	0,8	8,5	7,2	5,8	4,8
Tangible assets	18,4	20,3	18,1	16,0	14,2
Associated companies	18,3	16,8	16,8	16,8	16,8
Other investments	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Other non-current assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred tax assets	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Current assets	**123,9**	**164,4**	**213,4**	**263,1**	**309,5**
Inventories	11,2	1,4	2,6	4,3	5,4
Other current assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Receivables	82,1	131,6	151,7	167,3	179,3
Cash and equivalents	30,6	31,4	59,0	91,5	124,8
Balance sheet total	**285,3**	**350,7**	**395,8**	**442,1**	**485,7**
Liabilities & equity					
Equity	**193,2**	**209,5**	**237,3**	**268,2**	**300,8**
Share capital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Retained earnings	67,2	88,8	116,6	147,5	180,1
Hybrid bonds	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Revaluation reserve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other equity	125,9	120,7	120,7	120,7	120,7
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Non-current liabilities	**8,8**	**13,7**	**15,9**	**15,9**	**15,9**
Deferred tax liabilities	4,8	5,7	5,7	5,7	5,7
Provisions	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Interest bearing debt	3,7	7,8	10,0	10,0	10,0
Convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other long term liabilities	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Current liabilities	**83,3**	**127,5**	**142,6**	**158,0**	**169,0**
Interest bearing debt	10,3	8,1	5,0	5,0	5,0
Payables	73,0	119,4	137,6	153,0	164,0
Other current liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balance sheet total	**285,3**	**350,7**	**395,8**	**442,1**	**485,7**

Source: Inderes

DCF Model

	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Revenue growth-%	58,1 %	17,5 %	11,2 %	7,2 %	4,4 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT-%	5,6 %	6,5 %	6,9 %	7,1 %	6,8 %	6,5 %	6,2 %	6,0 %	5,9 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
EBIT (operating profit)	**30,6**	**41,5**	**49,1**	**54,1**	**54,4**	**54,1**	**53,4**	**53,2**	**53,9**	**55,8**	**57,0**	
+ Depreciation	6,5	7,2	7,2	6,8	5,0	4,1	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	
- Paid taxes	-5,8	-8,2	-10,0	-11,1	-11,1	-11,1	-10,9	-10,9	-11,0	-11,4	-11,6	
- Tax, financial expenses	-0,6	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	
+ Tax, financial income	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Change in working capital	6,6	-3,1	-1,9	-2,1	-1,7	-1,7	-0,8	-0,7	-1,0	-1,0	-0,4	
Operating cash flow	**37,4**	**37,6**	**44,3**	**47,6**	**46,5**	**45,3**	**45,6**	**45,6**	**46,0**	**47,7**	**49,3**	
+ Change in other long-term liabilities	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Gross CAPEX	-32,6	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,7	-4,7	
Free operating cash flow	**4,7**	**33,9**	**40,5**	**43,7**	**42,4**	**41,2**	**41,3**	**41,2**	**41,5**	**43,0**	**44,6**	
+/- Other	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCFF	4,7	33,9	40,5	43,7	42,4	41,2	41,3	41,2	41,5	43,0	44,6	657,0
Discounted FCFF		**33,5**	**36,7**	**36,3**	**32,4**	**28,8**	**26,5**	**24,3**	**22,4**	**21,3**	**20,3**	**299,4**
Sum of FCFF present value		582,0	548,5	511,9	475,5	443,2	414,3	387,8	363,5	341,0	319,7	299,4

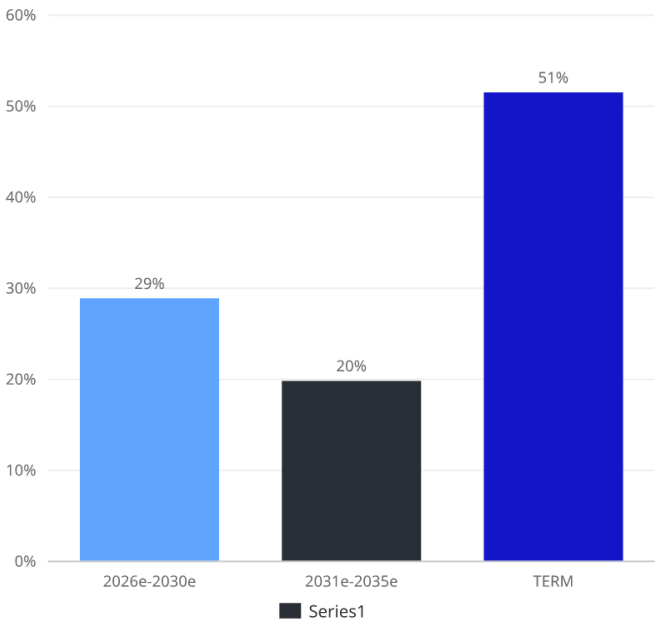
DCF Valuation

Enterprise value DCF	**582,0**
- Interest bearing debt	-15,9
+ Cash and cash equivalents	31,4
+ Associated companies	28,1
-Minorities	0,0
-Dividend/capital return	-7,1
Equity value DCF	**618,5**
Equity value DCF per share (EUR)	**0,87**
Equity value DCF per share (SEK)	**9,52**
Cost of equity	**9,6 %**
Weighted average cost of capital (WACC)	**9,0 %**

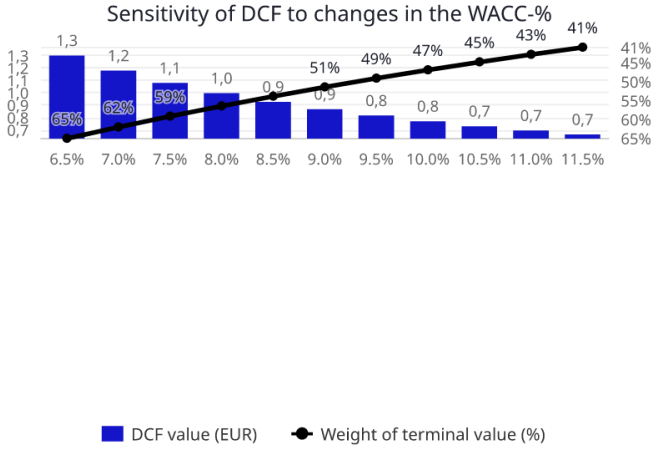
Inputparametre

Tax-% (WACC)	20,6 %
Target debt ratio (D/(D+E)	10,0 %
Cost of debt	4,5 %
Equity Beta	1,13
Market risk premium	4,8 %
Liquidity premium	1,2 %
Risk free interest rate	3,0 %

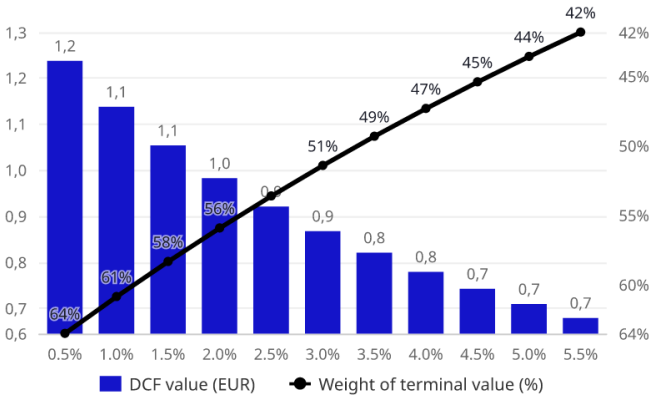
Cash flow distribution



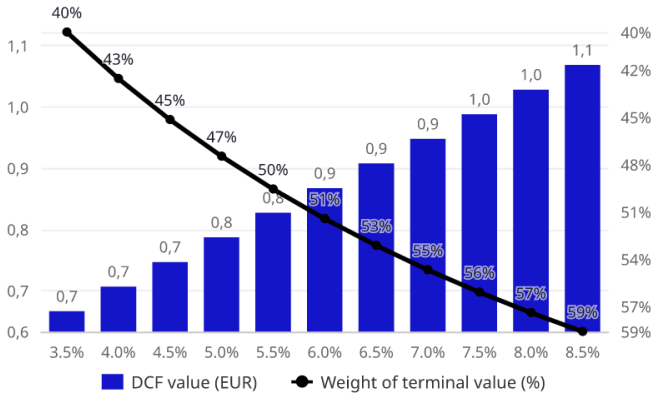
Sensitivity of DCF to changes in the WACC-%



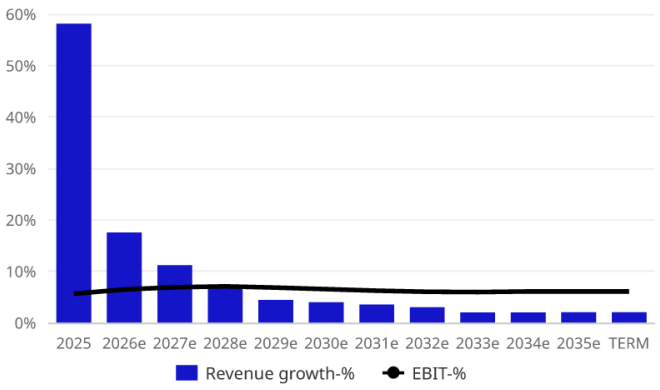
Sensitivity of DCF to changes in the risk-free rate



Sensitivity of DCF to changes in the terminal EBIT margin



Growth and profitability assumptions in the DCF calculation



Ansvarsfraskrivelse og anbefalingshistorik

5.11.2026

This disclaimer applies to written, video and audio reports and other content related to stock research produced by Inderes Oyj (hereinafter referred to as "Inderes") or published on the inderes.fi website or other distribution channels of Inderes (hereinafter collectively referred to as "reports"). This disclaimer contains important information regarding Inderes' stock research, including investment recommendations.

Inderes engages in commissioned stock research for certain companies under its monitoring. In this arrangement, the monitored company compensates Inderes for delivering independent stock research. Information required to be given by law related to investment recommendations, but not covered in this general disclaimer, is available in the company reports on the respective company's page on the Inderes website.

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.

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 announce 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 consider 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.

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 considers 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 the 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 can only own shares in the target companies it follows to the extent shown in the company's model portfolio and/or femme portfolio investing real funds. All of Inderes' shareholdings are presented in itemized form in the model and femme portfolio. Inderes does not have other shareholdings in the target companies analyzed. The remuneration of the analysts who produce the analysis are not directly or indirectly linked to the issued recommendation or views. Inderes 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 organization of investor events, advisory services related to investor relations and the production of investor research reports.

Inderes has made an agreement with the issuer and target of this report, which entails compiling a research report.

Anbefalingshistorik

Dato	Anbefaling	Mål (SEK)	Aktiekurs (SEK)
5.11.2026	Akkumulér	9.50	8.19
8.10.2026	Køb	9.20	7.46
14.8.2026	Køb	8.40	6.44
8.5.2026	Køb	7.80	5.94
13.2.2026	Køb	8.00	5.80
6.11.2025	Køb	7.90	5.89
14.8.2025	Akkumulér	8.25	7.13
8.5.2025	Køb	7.20	5.90
3.4.2025	Køb	7.00	5.32
27.2.2025	Køb	6.80	5.27
2.12.2024	Køb	6.80	5.20
6.11.2024	Akkumulér	6.80	5.80
3.11.2024	Akkumulér	6.80	5.93
15.8.2024	Reducer	6.80	6.75
27.6.2024	Akkumulér	6.20	7.39
9.5.2024	Akkumulér	6.24	5.59
5.5.2024	Reducer	5.10	5.42
28.2.2024	Reducer	5.10	5.67
25.2.2024	Reducer	5.10	5.54
26.12.2023	Sælg	5.10	6.39
12.11.2023	Reducer	5.67	5.57
11.10.2023	Reducer	6.24	5.81
27.8.2023	Sælg	6.24	7.17
11.8.2023	Reducer	6.24	7.03
27.7.2023	Reducer	7.94	8.25
14.5.2023	Reducer	7.94	7.55
24.4.2023	Reducer	7.94	8.03



CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES

Inderes democratizes financial information by connecting investors and listed companies. For investors, we are an investing community and a trusted source of financial information and equity research. For listed companies, we are a partner in delivering high-quality investor relations. Over 500 listed companies in Europe use our investor relations products and equity research services to provide better investor communications to their shareholders.

Our goal is to be the most investor-minded company in finance. Inderes was founded in 2009 by investors, for investors. As a Nasdaq First North-listed company, we understand the dayto-day reality of our customers.

Inderes Oyj
Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

inderes.fi

Inderes Ab
Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

inderes.se