

KH Group

Yhtiöraportti

15.8.2023 8:30



Olli Vilppo
+358 40 761 9380
olli.vilppo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Luvassa odotettu raportoinnin muutos H1:llä

KH Groupin H1-raportti julkaistaan torstaina kello 8 ja olemme sitä ennen tehneet muokkauksia osien summamme sisällä, mutta kokonaisuutena se pysyi lähellä aiempaa arviotamme. Näemme osakkeessa edelleen selvää arvoa suhteessa alhaiseen nykykurssiin ja odotamme arvon purkautuvan asteittain uuden strategian edistyessä. Toistamme tavoitehintamme 1,20 euroa, ja osta-suosituksen.

Indoorin 2023 ennusteemme laskivat ja samoin näkemyksemme omistuksen arvosta

Laskimme ennusteitamme Indoorin vuodesta 2023, sillä tilastokeskuksen huonekalu- ja sisutusalan markkinadata osoittaa kvartaalille noin 8 %:n laskua, eikä odottamaamme orastavaa elpymistä ole vielä ollut havaittavissa. Tämä siitäkkin huolimatta, että puutarhakalusteiden menekille tärkeitä kevätkelit olivat tänä vuonna normaalit, kun taas viime vuonna niitä jäi paljon myymättä. Heikosta markkinan kehityksestä viestii osaltaan myös se, että lisälmen Asko ja Sotka liikkeet ollaan lopettamassa. Odotamme Indoorin myynnin laskevan Q2:lla nyt 7 %:lla 43,4 MEUR:oon, mutta ennustamme käyttökateen (IFRS) elpymän silti hieman vertailukaudesta 4,7 MEUR:oon (Q2'22: 3,6 MEUR). Muutosneuvotteluista tulleet noin 1 MEUR/v säästöt tukevat hieman tulosta, samoin laskeneet rahtihinnat ja ylimääräisiä ERP-kirjauksia pitäisi olla myös vertailukautta vähemmän. Laskeneiden ennusteidemme myötä laskimme arviotamme Indoor-omistuksen arvosta 24,6 MEUR:oon (aik. 29,0 MEUR). Kuluvasta vuodesta näyttää tulevan Indoorille tulostasoltaan edelleen matala, mutta ERP-hankkeen pitäisi valmistua Q4:lla ja sen tuomat paremmat toiminnallisuudet, ERP-implementointikulujen poistuminen, ja hiljalleen elpymä ostovoima palauttavat rahavirran 2024 ennusteessamme taas normaalimmalle tasolle. Indoorin 2023e P/E-kerroin on tuloskuopassa hyvin korkea, mutta 2024e P/E-kerroin on vain 8x kunhan markkina alkaa normalisoitua.

KH-koneilta odotuksissa jälleen vahva kvartaali, mutta rakentamisen hidastuminen tuo epävarmuuksia

KH-Koneet Groupin ennusteemme on ennallaan ja odotamme sen liikevaihdon olevan Q2:lla vertailukauden tasolla 54,7 MEUR:ssa, mutta käyttökate laskee ennusteessamme lievästi 4,3 MEUR:oon (Q2'22: 4,5 MEUR). Kuluvana vuonna ennakoimme rakentamisen markkinan hidastumisen alkavan toimia vastavoimana hyvälle omalle tekemiselle, jolloin 2023 tulos jää lievästi alle 2022 tason. KH Koneiden arvo 50,9 MEUR on ennallaan ja sen 2023 P/E-kerroin on edelleen noin 9x tasolla. Kohdeyhtiöiden arvon kehityksen osalta suurin potentiaali kohdistuu edelleen KH-Koneisiin, joka voimakkaan kasvun jatkuessa voisi kasvattaa arvoaan vielä selvästi. HTJ:ltä odotamme liikevaihdon kasvua sekä paranevaa käyttökateä. Nordic Rescue Groupin myyntiä painaa Veman poistuminen luvuista, mutta käyttökateen pitäisi nousta plussalle, kun Vema ei enää tee yhtiölle tappiota.

Osissa näemme edelleen piilevää arvoa

Kokonaisuutena osien summa-laskelmamme pysyi lähellä aiempaa arviotamme Indoor-omistuksen arvon laskiessa ja Logistikaksen myyntihinnan ylitettyä odotuksemme 1,5 MEUR:illa. Leikkaisimme myös verovelat (-3,5 MEUR) osien summasta, sillä arviomme mukaan ne eivät realisoitu taseessa olevan arvonnousun kohdistuessa KH-Koneisiin, josta ei olla irtautumassa. Arviomme mukaan markkinat alkavat tulevaisuudessa katsoa osaketta tulos pohjaisesti raportoinnin muuttuessa, kun aiemmin keskeisessä roolissa on ollut yhtiön tase pohjainen hinnoittelu. Tulos pohjaisesti arvostettu osien summamme on nyt 71,5 MEUR tai 1,23 euroa per osake ja tähän suhteutettuna osake on mielestämme edelleen aliarvostettu.

Suositus

Osta

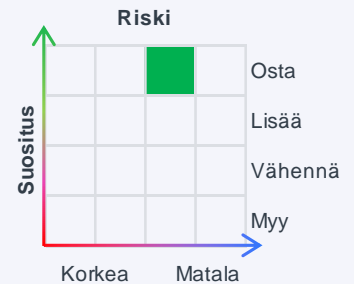
(aik. Lisää)

1,20 EUR

(aik. 1,20 EUR)

Osakekurssi:

1,01



	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT oik.	-10,1	7,7	12,0	13,2
Nettotulos	-8,2	6,0	8,7	9,6
EPS (oik.)	-0,14	0,10	0,15	0,17
P/E (oik.)	neg.	9,9	6,8	6,2
P/B	0,8	0,7	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	9,9	6,5	6,0
EV/EBITDA	neg.	9,9	6,5	6,0

Lähde: Inderes

Odotuksemme torstain H1-tulokselle

Liikevaihto	H1'22	H1'23	H1'23e	Kasvu
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Ennuste
Indoor Group	93		87	-6 %
KH-Koneet Group	97		98	1 %
Nordic Rescue Group	23		20	-12 %
HTJ	10,5		12,9	23 %
Käyttökate	H1'22	H1'23	H1'23e	Kasvu
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Ennuste
Indoor Group (IFRS)	6,8		9,0	33 %
KH-Koneet Group	6,2		6,6	6 %
Nordic Rescue Group	-0,3		0,7	-333 %
HTJ	1,2		1,2	0 %

Lähde: Inderes

Hinta alle konservatiivisen osien summan

Osien summa luo pohjan arvonmääritykselle

Yhtiökohtaiset ennusteet ja käyttämämme arvostuskertoimet on esitetty kokonaisuudessaan sivuilla 5-8. Sivulla 9 on esitetty omistusten verrokkiryhmien arvostukset. Yhtiölle laskemamme osien summa on nyt 71,5 MEUR tai 1,23 euroa per osake. Yhtiön oman pääoman tuotto laski viimeiseltä 12 kk -9,5 %:iin. Aiempien vuosien vahva track record onkin alkanut osoittaa rakoilun merkkejä. Toki Indoorin toimintaympäristö on ollut vaikea ja pidemmällä ajalla ROE-% on edelleen erinomainen.

Keskeiset arvoajurit tulevaisuudessa:

1) KH-koneiden kehityksessä onnistuminen 2) muiden kohdeyhtiöiden kehityksessä onnistuminen ennen irtautumista, jolloin myyntihinnoilla on eväät nousta. Mielestämme oli oikea ratkaisu kohdistaa panokset KH-Koneisiin, sillä omistuksista suurin potentiaali kohdistuu siihen. KH:n voimakkaan kasvun jatkuessa voisi se kasvattaa arvoaan vielä selvästi sekä tulospääomaa, että nousevan hyväksyttävän arvostustason kautta. Kuitenkin myös kohdemarkkina jäähtyminen tuo lyhyen ajan riskejä tuloskehitykselle.

Indoorin arvo yhtiölle on viime vuosina muodostunut sen tasaisesti jauhaman vahvan kassavirran kautta. Suomen huonekalumarkkina on ennen pandemiavuosia (2013-2019) ollut suhteellisen stabiili ja uskomme sen stabiloituvan H2'23 alkaen, kun kuluttajien ostovoima alkaa kääntäytyä inflaatiota kiinni. Toimintaympäristön normalisoituessa yhtiö palaa 2024 ennusteessamme jauhamaan jälleen vahvaa osinkotuottoa omistajilleen, sillä lähes koko nettotulos voidaan maksaa yhtiöstä osinkoina käyttöpääoman tai investointien sitoessa vain rajallisesti pääomia.

HTJ tekee pääomakevyellä liiketoiminnallaan myös

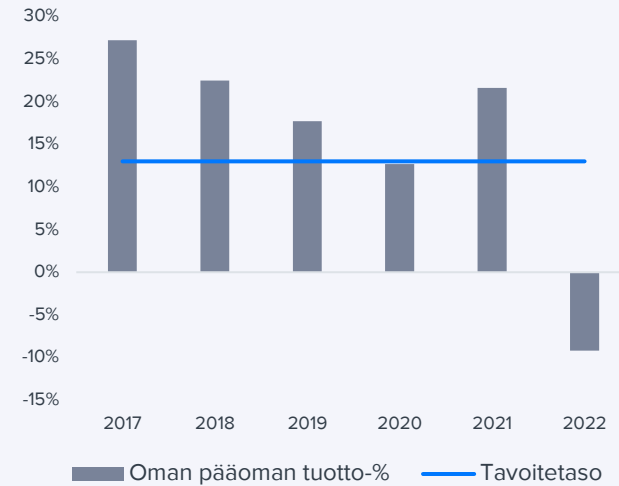
hyvää rahavirtaa. Sen arvolla on jo nykyisellä tulosasolla hyvät edellytykset kehittyä positiivisesti, kun nettovelat lyhenevät. NRG:n tulospotentiaali on selvästi laskenut Vema Liftin konkurssin myötä. Samalla myös sen tuloskäänteen onnistumisen riskit ovat poistuneet. NRG:n painoarvo on osien summassamme hyvin matala.

Uusi strategia pyrkii purkamaan osien piilevää arvoa

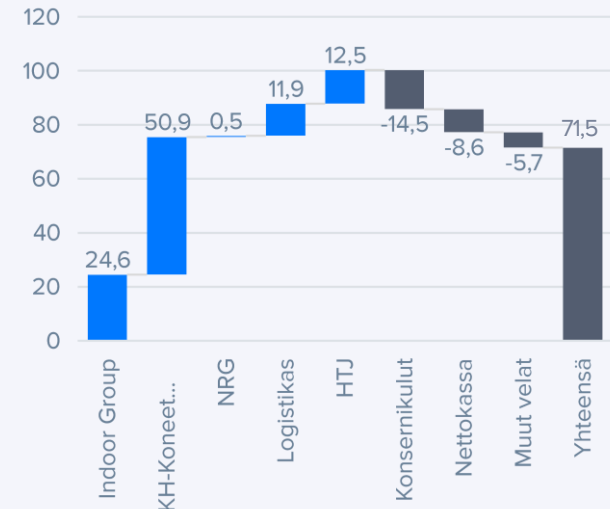
KH Group muuttaa toimintansa ensin H1'23:lla pääomasijoitusyhtiöstä monialakonserniksi. Monialakonserniksi muuttumisen juurisyynä on se, että yhtiön eri listaamattomien omistusten tulokset ja konsernin kulut yhdistetään silloin samaan tuloslaskelmaan, taseeseen ja rahavirtalaskelmaan (vrt. mm. Aspö). Tämän myötä sijoittajan on helpompi tehdä omat arvonmäärityksensä yhtiöryppään arvosta verrattuna nykyiseen malliin, jossa omistusten käyvän arvon muutokset taseessa määrittävät yhtiön tulosta. Uskomme pelkästään raportoinnin muutoksen myötä osakkeen liikkuvan hiljalleen kohti osien summamme indikoimaa arvoa (nyt 1,20 €).

Lopulta KH Groupin on tarkoitus muuttua KH-Koneet Groupin ympärille rakentuvaksi teolliseksi konserniksi ja luopua muista kohdeyhtiöistä. Sivulle 10 olemme lisänneet laatimamme KH-Koneiden DCF-laskelman. Laskelma indikoi, että KH-koneet voisi itsenäisenä olla yhtä arvokas kuin mitä KH Groupin markkina-arvo on tällä hetkellä ja sijoittaja saisi siten ikään kuin muut osat ilmaiseksi. Laskelma on alustava, sillä se pohjautuu FAS-kirjanpitoon ja IFRS kirjanpitoon siirtyminen saattaa aiheuttaa isoja muutoksia.

KH-koneiden DCF-malliin nojaaminen arvonmäärityksessä edellyttää kuitenkin ensin sitä, että yhtiö todistaa sen nykyisen vahvan tulostason kestävyiden myös heikommassa markkinassa.



Osien summa



Huom. osien summan "muut velat" rivi liittyy KH-Koneiden ja HTJ:n vähemmistöjen lunastusoptioon

Indoor Group

Indoor Group tuottaa normaalissa markkinassa vahvaa kassavirtaa.

Yhtiökuvaus

Indoor Group Oy omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan ja yhtiöön kuuluvat myös Lahdessa sijaitseva sohvatehdas Insofa Oy sekä Viron toiminnoista vastaava Indoor Group AS.

Liiketoimintamalli

Indoor Groupilla on Suomessa maanlaajuinen myymäläverkosto. Myös verkkokaupan merkitys on kasvanut yhtiön monikanavaisuutta hyödyntävässä liiketoimintamallissa.

Sijoitustarina

Sievi Capital (nyk. KH Group) hankki enemmistöosuuden Indoorista 2017 Keskolta. Koronavuosina yhtiön tuloskehitys oli vahvaa. Kesällä 2020 päivitetty strategia tavoittelee kannattavuuden parannukselle jatkoa siten, että liikevoittomarginaali tuplaantuisi vuoden 2019 tasosta.

Kilpailuetu

Indoor Groupille kilpailuetua tuovat tunnetut brändit, hyvä markkina-asema ja sen mukanaan tuomat korkeat volyymit. Oma sohvatehdas Lahdessa mahdollistaa Askolle myös kysyntäohjautuvan tuotteiden räätälöinnin.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



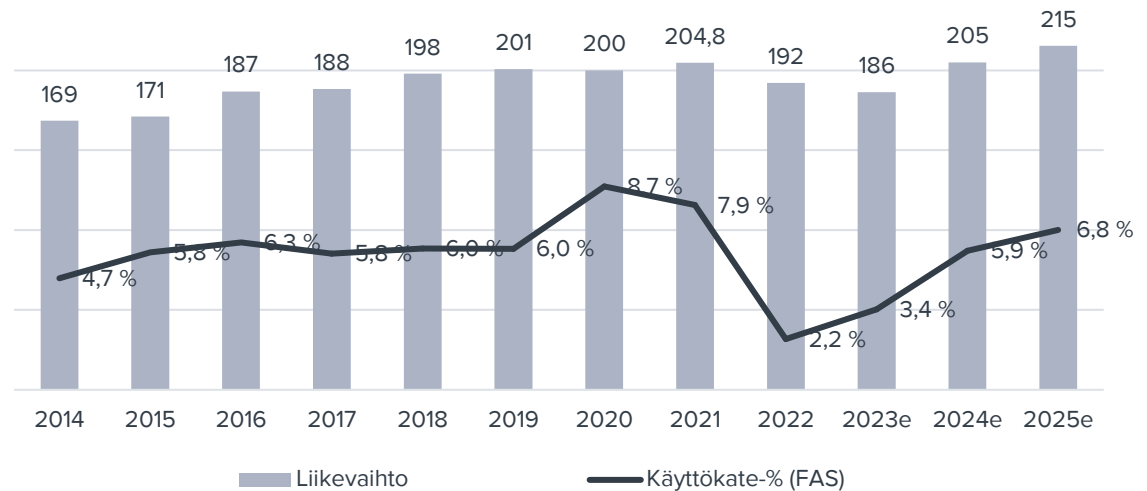
EV/EBITDA*
5,0x
2023e

Arvioitu EV*
119
MEUR

Omistus
58,3 %
2021

Omistus
24,6
MEUR

Avainluvut ja ennusteet**(FAS):



Arvoajurit

- Brändien ja hinnoittelun terävöittäminen
- Asiakasdatan hyödyntäminen
- Kasvun lähteenä tuoteryhmien laajentaminen sekä verkkokauppa
- Vahva kassavirta ja hyvä pääoman tuotto
- Toiminnan tehostaminen taustaprosesseja harmonisoimalla



Riskitekijät

- Matalan kuluttajaluottamuksen ja heikentyvän ostovoiman jatkuminen odotuksia pidempään
- Markkinan yleinen kasvu on ollut hidasta ennen koronaa
- Kasvun pakottaminen kalliilla yritysostolla
- Kilpailun kiristyminen
- ERP-järjestelmän päivityksen onnistuminen



Arvostus

- Arvostus on verkokiryhmän tasolla 2023e EV/EBITDA-kertoimilla, kun ERP-järjestelmään liittyvä kertakulu oikaistaan. 2023 P/E-kertoimet ovat kuitenkin koholla, sillä heikko tuloskunto näkyy erityisen selvästi alarivillä.
- Odotamme Indoorin palaavan 2024 tekemään normaalimpaa tulosta, jolloin P/E-kerroin on 8x.

* IFRS-kirjanpidon mukaiset EV sekä EBITDA, ** kuvan ennusteissa FAS-kirjanpidon mukainen käyttökate, jotta aikasarja pysyy vertailukelpoisena. IFRS kirjanpidossa käyttökate on noin 17 MEUR korkeampi ja nettovelat 67 MEUR korkeammat kuin FAS-kirjanpidossa. Ennustamaamme kannattavuuden notkahdusta vuonna 2022 selittää myös ERP hanke, sillä siihen liittyvä pilvipalveluinvestointi (-3,2 MEUR), joka käsitellään kuluna. Myös vuodelle 2023 odotamme näitä kuluja vielä 1 MEUR:lla. Näitä kuluja ei ole kuvaajassa oikaistu.

KH-Koneet Group

KH-Koneet Group on ollut erittäin onnistunut sijoitus yhtiöryhmän kehittyttyä muodostamisensa jälkeen erinomaisesti.

Yhtiökuvaus

KH-Koneet Group on maanrakennuskoneiden maahantuoja ja vähittäismyyjä. Se tarjoaa myös huolto- ja varaosapalveluita. Yhtiöllä on myös 2018 perustettu konevuokraamo ja 2019 yhtiö laajeni Ruotsiin yritysostolla.

Liiketoimintamalli

KH-Koneilla on kattava verkosto- ja palvelutarjonta Suomessa ja nykyisin myös Ruotsissa. Väliportaita toimitusketjussa on vain vähän. Yhtiön liiketoimintamallissa myyjät ovat keskeisiä ja kulurakenne joustaa sen onnistumisen mukana.

Sijoitustarina

Sievi Capital (nyk. KH Group) sijoitti KH-koneet Groupiin 2017. Erillisistä yhtiöistä kootun kokonaisuuden kasvu on ollut sijoitusaikana vahvaa. Nyt yhtiö hakee kannattavaa kasvua etenkin Ruotsista, jossa markkinaosuudet ovat vielä matalat

Kilpailuetu

Yhtiö on myös onnistunut rakentamaan vahvat suhteet ja hyvän neuvotteluaseman sekä valmistajiin että asiakkaisiin. Myös yhtiön ketterä ja itseohjautuva organisaatio tuo selvää kilpailuetua.

Arvio tulokasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



EV/EBITDA

6,5x
2023e

Arvioitu EV

79,7
MEUR

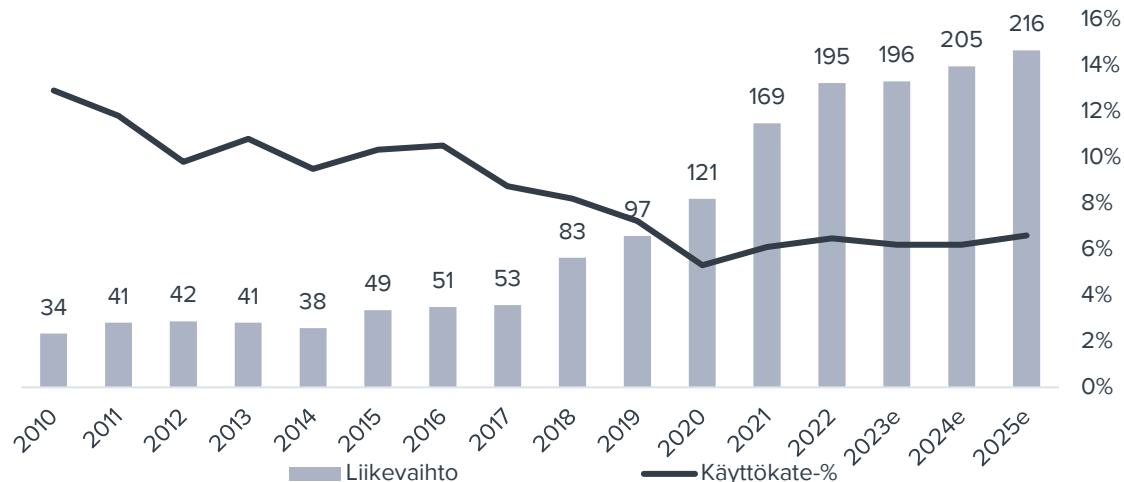
Omistus*

100 %
2022

Omistus

50,9
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:



Arvoajurit

- Myynnin kasvu Ruotsissa verkoston ja edustusten laajentumisen myötä
- KH-koneiden toimintamallin tuonti myös Ruotsiin ja kannattavuuden nosto Suomen tasolle
- Vuokraustoiminnan kasvattaminen



Riskitekijät

- Yritysoston onnistuminen
- Markkinatilanteen heikentyminen
- Kiristynyt kilpailu
- Valmistajien yrityskaupat
- Komponenttipulan vaikutukset saatavuuteen
- Konsernin kasvaessa itseohjautuvan kulttuurin säilyttäminen voi luoda omia haasteitaan



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä konservatiivisella EV/EBITDA-kertoimella 6,5x 2023-ennusteilla
- Alennus verrokkeihin on perusteltu, sillä verrokkit ovat isoja maanrakennuskoneita valmistavia yhtiöitä, joita hinnoitellaan preemiolla suhteessa maahantuojaan.

2010-2016 luvut pro-forma lukuja, joihin laskettu mukaan Edeco Tools Oy, KH-Koneet Oy, KH-Engineering Oy

*Yhtiön omistus oli 2022 lopussa 90,7 %, mutta sillä on optio nostaa omistus 100 %:iin

Nordic Rescue Group

Yhtiö toteutti yrityskaupan helmikuussa 2020 ja se on ollut tähän mennessä sijoitusyhtiöltä selkeä epäonnistuminen.

Yhtiökuvaus

Sauruksen toimitilat sijaitsevat Jyväskylässä ja Sala Brandin Ruotsissa. Konsernilla on vahva asema kotimarkkinoillaan Suomessa ja Ruotsissa.

Liiketoimintamalli

Sauruksen ja Sala Brandin liiketoiminta koostuu pelastusajoneuvojen kokoonpanosta. Myynti tapahtuu suoraan kotimaisille loppuasiakkaille.

Sijoitustarina

Yhtiöiden edellinen omistaja Kiitokori myi yhtiöt sukupolvenvaihdoksessa. Yhtiön alaisuudessa NRG:n tarina on ollut kuoppainen, sillä Vema Lift ei onnistunut lunastamaan sille asetettuja lupauksia kv-kasvun osalta. Vema Lift asetettiin konkurssiin 2022 lopulla.

Kilpailuetu

Vahvat brändit ja markkina- asema Suomessa ja Ruotsissa, osaava henkilöstö ja pitkät asiakassuhteet tuovat myös kilpailuetua.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



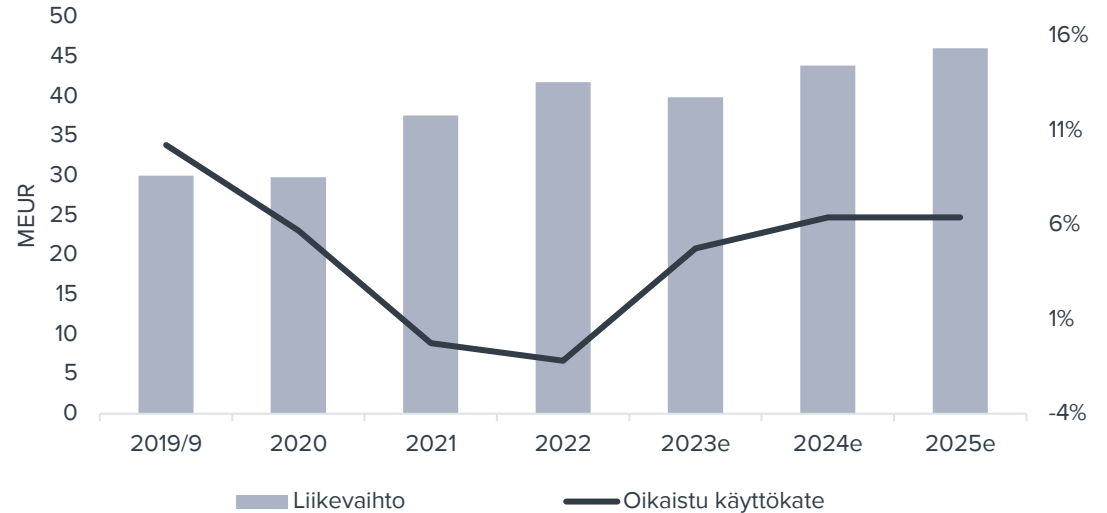
EV/EBITDA
6,0x
2023e

Arvioitu EV
11,4
MEUR

Omistus
68,1 %
2022

Omistus
0,5
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:



Arvoajurit

- Vema Liftin konkurssin jälkeen fokus on Suomen ja Ruotsin markkinoissa
- Komponenttipulan helpottaminen
- Tuotannon kapasiteetin kasvu kysynnän tahdissa
- Tuotannon läpimenojen nopeuttaminen ja käyttöpääoman tehostaminen
- Emoyhtiön kulutason sopeuttaminen kutistuneeseen konserniin



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Komponenttipulan uusiutuminen voisi vaikuttaa alustatoimituksiin jälleen negatiivisesti, sillä asema arvoketjussa ei erityisen hyvä



Arvostus

- Hyvin rajallinen vaikutus yhtiön arvoon johtuen yhtiön korkeasta velkataakasta

Rakennuttajatoimisto HTJ

Rakennuttajatoimisto HTJ on yhtiön tuorein hankinta, joka toteutettiin vuoden 2021 lokakuussa.

Yhtiökuvaus

HTJ on 1999 perustettu rakennuttajakonsulttiyhtiö. Yhtiö tarjoaa talonrakentamiseen liittyviä rakennuttamis- ja valvontapalveluita sekä talotekniikkapalveluita ja infrastruktuuriin rakennuttamispalveluita.

Liiketoimintamalli

Yhtiön keskittyy hyvää pääoman tuottoa ja kassavirtaa generoivaan asiantuntijatoimintaan. Palvelutarjonnan kivijalan muodostavat monipuoliset rakennuttamis-, valvonta- ja projektinjohdopalvelut.

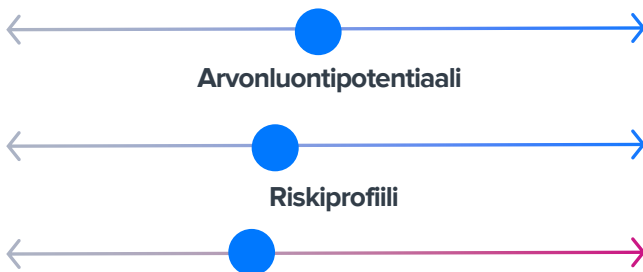
Sijoitustarina

Markkina HTJ:n tarjoamille palveluille on kasvanut arvion mukaan keskimäärin noin 6 % vuodessa vuosien 2015 - 2020 aikana. Yhtiön alaisuudessa HTJ toteutti jo myös ensimmäisen yritysostonsa (Infrap Oy kevät 2022). Aiemmin yhtiö on kasvanut vain orgaanisesti.

Kilpailuetu

Yhtiöllä on vahvat kasvunäytöt ja sen liiketoiminta on kasvanut vuodesta 2017 orgaanisesti noin 50 %:lla. Pitkäaikaiset asiakassuhteet, ammattitaitoinen ja sitoutunut henkilöstö sekä vahva palvelukonsepti ja brändi ovat HTJ:n toiminnan kilpailuetuina.

Arvio tuloskasvunopeudesta



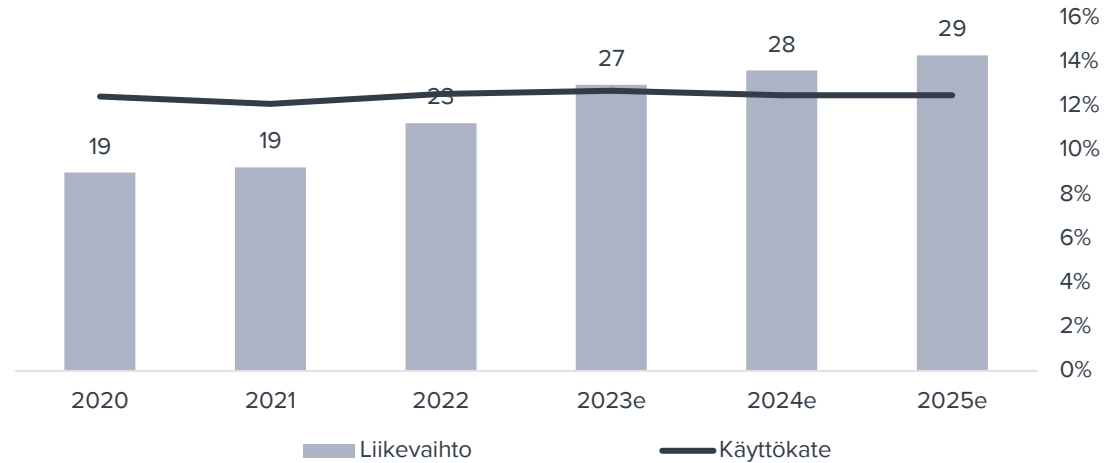
EV/EBITDA
6,5x
2023e

Arvioitu EV
20,8
MEUR

Omistus*
100 %
2022

Omistus
12,5
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:



Arvoajurit

- Vahvasti kasvava kohdemarkkina
- Markkinaa vahvemman kasvun jatkaminen orgaanisesti
- Suurin kasvu on viime vuosina tullut infrarakentamisen palveluista, joissa nähdään jatkossakin merkittävää kasvupotentiaalia
- Yritysostot kasvun kiihdyttäjänä



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen



Arvostus

- Selvä alennus listattuihin verrokkeihin on perusteltu pienemmän koon johdosta.
- Katsomme 2023-kertoimia, sillä Infrap-yritysosto näkyy vasta silloin koko vuoden osalta tulosennusteessa.

*Yhtiön omistus oli 2022 lopussa 91,7 %, mutta sillä on optio nostaa omistus 100 %:iin

Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	P/E 22	P/E 23
Surteco Group SE	649	7,6	7,7	10,5	24,6
Nobia AB	517	4,3	6,0	6,4	48,7
Maisons du Monde SA	1139	5,0	5,0	14,7	12,8
Leon's Furniture Ltd	1091	4,7	5,4	7,7	9,6
Williams-Sonoma Inc	1154	5,1	4,8	9,4	8,2
Mediaani	1091	5,0	5,4	9,4	12,8
Indoor Group (IFRS)	119	5,0	4,8	50,6	56,5
Erotus -%	-89 %	0 %	-11 %	439 %	340 %

Huom. Indoorin vuoden 2022 käyttökate heikkeni kertaluontoisesti 3,2 MEUR:lla johtuen ERP-järjestelmän uusimisesta ja olemme oikaisseet tämän erän 2022 luvuissa. odotamme myös 2023 ennusteessa näitä kuluja noin 1 MEUR:lla, jotka olemme tässä oikaisseet

HTJ	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	EV/S 22
Sitowise Group Oyj	222	9,1	7,7	1,1
Sweco AB (publ)	3938	16,0	13,7	1,9
Afry AB	2031	9,9	8,4	1,0
Rejlers AB (publ)	298	9,0	8,0	1,0
WSP Global Inc	18815	18,2	14,6	3,1
Etteplan Oyj	466	9,6	9,7	1,3
Arcadis NV	4891	13,1	10,0	1,3
Mediaani	2031	9,9	9,7	1,3
HTJ	21	7,2	6,5	0,9
Erotus -%	-99 %	-28 %	-33 %	-31 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	P/E 22	P/E 23
Ponsse Oyj	913	11,7	9,9	23,1	18,6
Palfinger AG	1728	7,6	6,0	12,1	8,4
Volvo AB	53856	9,4	7,5	12,1	9,0
Deere & Comp	164500	16,6	12,4	18,9	13,7
Caterpillar Inc	160255	16,8	12,0	20,5	14,3
AGCO Corp	10350	7,6	5,8	10,8	8,3
Terex Corp	4127	9,9	6,4	14,7	8,5
Mediaani	10350	9,9	7,5	14,7	9,0
KH-Koneet Group	80	6,3	6,5	8,7	9,3
Erotus -%	-99 %	-36 %	-13 %	-41 %	3 %

Nordic Rescue Group	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	EV/S 22
Rosenbauer Int AG	637	22,1	10,5	0,6
Oshkosh Corp	6391	14,7	8,3	0,9
REV Group Inc	948	10,2	8,2	0,5
Mediaani	948	14,7	8,3	0,6
Nordic Rescue Group*	11,4	-5,7	6,0	0,3
Erotus -%	-99 %	-139 %	-27 %	-57 %

Lähde: Inderes ja Refinitiv, verrokkien arvostustasot haettu 14.8.2023. * Indoor Group EV sisältää IFRS 16 mukaiset vuokravastuut. Muiden yhtiöiden ennusteet FAS-kirjanpidossa.

DCF-laskelma

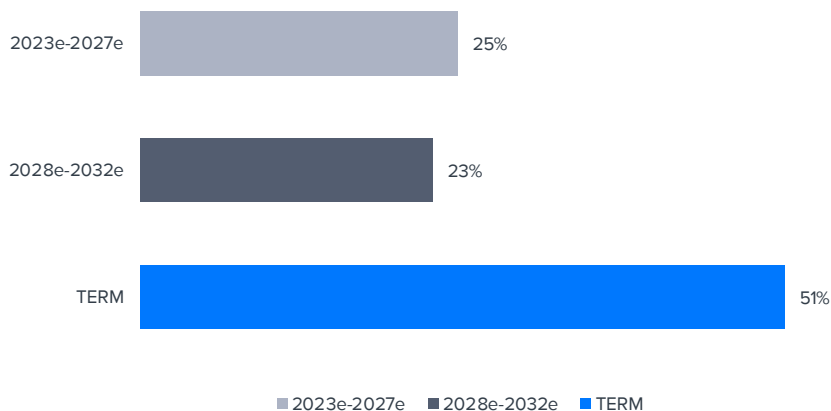
DCF-laskelma KH-Koneet	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,4 %	0,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,4 %	4,2 %	4,2 %	4,7 %	4,7 %	4,8 %	4,9 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
Liikevoitto	8,6	8,1	8,7	10,2	10,5	11,4	12,2	12,9	13,5	13,7	14,0	
+ Kokonaispoistot	2,9	2,3	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	
- Maksetut verot	-2,4	-1,5	-1,5	-1,9	-2,0	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,6	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-8,0	-2,0	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	
Operatiivinen kassavirta	0,9	6,6	6,6	7,5	7,5	8,0	8,4	10,5	10,8	11,0	11,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,4	5,6	5,6	6,5	6,5	7,0	7,4	9,5	9,8	10,0	9,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,4	5,6	5,6	6,5	6,5	7,0	7,4	9,5	9,8	10,0	9,9	124
Diskontattu vapaa kassavirta		5,2	4,7	4,9	4,5	4,4	4,2	4,9	4,6	4,2	3,8	48,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		93,4	88,3	83,6	78,6	74,2	69,8	65,6	60,7	56,1	51,8	48,0
Velaton arvo DCF		93,4										
- Korolliset velat		-44,9										
+ Rahavarat		17,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		65,6										
Oman pääoman arvo DCF per Sievin osake		1,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likvideiteettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Lähde: Inderes. Korostamme sijoittajille, että laatimamme DCF-laskelma on suuntaa antava, sillä listaamattomien yhtiöiden tilinpäätökset tulevat julkisiksi pitkällä viiveellä. Olemme käyttäneet parametrien haarukoinnissa KH Koneet Groupin vuoden 2021 tilinpäätöstä sekä KH Groupin 2022 tilinpäätöksessä kertomien ajantasaisten nettovelkojen lisäksi

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.10.2018	Myy	1,50 €	2,12 €
5.11.2018	Vähennä	1,35 €	1,46 €
21.12.2018	Vähennä	1,25 €	1,25 €
3.3.2019	Lisää	1,35 €	1,30 €
23.8.2019	Vähennä	1,25 €	1,24 €
30.10.2019	Vähennä	1,25 €	1,23 €
29.11.2019	Lisää	1,30 €	1,21 €
8.1.2020	Vähennä	1,40 €	1,40 €
30.1.2020	Vähennä	1,25 €	1,35 €
4.3.2020	Vähennä	1,15 €	1,18 €
27.4.2020	Vähennä	0,90 €	0,87 €
29.4.2020	Lisää	0,92 €	0,88 €
23.6.2020	Lisää	0,98 €	0,89 €
26.8.2020	Lisää	1,10 €	1,04 €
30.10.2020	Osta	1,15 €	1,01 €
25.2.2021	Osta	1,30 €	1,19 €
14.4.2021	Lisää	1,55 €	1,49 €
30.4.2021	Lisää	1,55 €	1,48 €
17.6.2021	Osta	1,65 €	1,34 €
18.8.2021	Lisää	2,10 €	2,06 €
19.8.2021	Lisää	2,80 €	2,39 €
30.9.2021	Osta	2,80 €	1,95 €
1.11.2021	Lisää	2,50 €	2,09 €
15.12.2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
4.3.2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17.3.2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
6.5.2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18.8.2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
4.11.2022	Osta	1,40 €	1,14 €
16.12.2022	Osta	1,40 €	1,17 €
21.2.2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
1.3.2023	Lisää	1,20 €	1,08 €
5.5.2023	Osta	1,20 €	1,03 €
15.8.2023	Osta	1,20 €	1,01 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**