

# KH Group

## Yhtiöraportti

30.10.2023 8:30



Thomas Westerholm  
+358 50 541 2211  
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Heikko suhdanne pitää arvoa vankinaan

Leikkaamme KH Groupin tavoitehinnan 0,90 euroon (aik. 1,05 eur) ja toistamme lisää suosituksemme. Olemme laskeneet etenkin näkemystämme Indoor Groupin arvosta, mutta olemme tarkistaneet ylös näkemyksemme HTJ:n käyvästä arvosta. Suhtaudumme myönteisesti strategiaan arvon vapauttamiseksi ja nykyinen kurssitaso hinnoittelee kokonaisuutta 25 %:n alennuksella osien summa -laskelmaamme, mutta heikon taloussuhdanteen koetellessa konserniin kolmea suurinta omistusta emme näe nopeaa reittiä osakkeen uudelleen hinnoittelulle.

## Rakennussektorin haasteet lyövät lyhyellä aikavälillä KH Konetta ja HTJ:ta kynsille

Ennustamme nykyään KH Groupia segmenteittäin monialakonsernin rakenteen mukaisesti, mikä arviomme mukaan lisää näkyvyyttä näkemyksiimme tytäryhtiöiden tulostulokunnoista ja ennusteisiin. KH Koneiden osalta olemme tarkistaneet arviotamme käyvästä arvosta 44 MEUR:oon. Pidämme kasvutarinanasta ja sijoitustarinan luomisesta yhtiön ympärille, mutta näkemyksemme mukaan yhtiön haasteet ovat vasta edessäpäin rakennussektorin heikkouden ja liiketoiminnan jälkisyklisen luonteen vuoksi. Näkemystämme tukee mm. Volvon arvio rakennuskoneiden markkinan supistumisesta Euroopassa 5-15 % vuonna 2024. HTJ:n kohdalla olemme selvästi nostaneet näkemystämme yhtiön käyvästä arvosta 19 MEUR:oon. Arviomme mukaan yhtiön lyhyen tähtäimen näkymä on KH Koneiden tapaan haastava, mutta liiketoiminnan matala operatiivinen vipu, matala pääomatarve ja vahva kassavirta tekevät siitä laadullisesti oikein hyvän liiketoiminnan silmissämme.

## Leikkuri kävi Indoor Groupin arvolle, mutta se nousee vahvalla vivulla tulokunnan elpymässä

Olemme tehneet merkittävän leikkauksen näkemykseemme Indoorin arvosta (konsernin EV: 92 MEUR ja opon arvo 20 MEUR). Indoor Group kykenee tyypillisesti generoimaan vahvaa rahavirtaa, mutta kasvu on yhtiön kohdalla tiukassa, kilpailu erittäin kireää ja kannattavuus melko herkkä talouden suhdanteille. Näkemyksemme mukaan taseen velkavipu on optimaalista suurempi nykyinen haastava liiketoimintaympäristö (mm. heikentynyt kuluttajien ostovoima, noussut korkotaso) ja rikkoutuneet kovenanttiehdot huomioiden. Yhtiön tuntuvan korollisen vieraan pääoman (pankkilaina ja IFRS vuokrat) vuoksi arvostus on herkkä muutoksille tulokunnossa ja riskiprofiilissa. Tästä johtuen oman pääoman arvo nousee vivulla taseen ja tuloksen vahvistuessa. Korkea velkalasti pitää silmissämme yhtiön riskiprofiilia koholla, mutta arviomme mukaan omistajilla olisi tarpeen tullen kyky ja halukkuus rahoittaa yhtiötä, mikäli heikko sykli löisi pahemmin kynsille. Rajallisten pääomien kanavoiminen Indoorin tappioiden paikkaamiseksi ei luonnollisesti olisi sijoitustarinan kannalta optimaalista ja suosimme pääomien allokoimista vahvan kasvunäkymän omaavaan KH Koneisiin.

## Arvostuksessa paino edelleen osien summassa

Uusi monialakonsernin raportointitapa mahdollistaa Kh Groupin arvostuksen katsomisen konsernitasolla, mutta tytäryhtiöiden vahvasti poikkeavien kassavirtaprofiilien, tytäryhtiöiden vähemmistöosuuksien ja tulevaisuudessa muuttuvan konsernirakenteen vuoksi suosimme osien summa -menetelmää. Osien summa -laskelmamme indikoi konsernille 1,02 euron osakekohtaista arvoa. Yhtiökohtaiset DCF-mallimme indikoivat seuraavia arvoja: KH Koneet 46 MEUR:, Indoor 21 MEUR, HTJ 25 MEUR ja NRG 2 MEUR. Lyhyellä aikavälillä osakkeen nousuajurit ovat mielestämme vähissä heikon rakennussyklin ja tytäryhtiöiden heikentyvän tulostason vuoksi. Sykliin yli katsoessa tuotto-odotus kääntyy mielestämme jopa houkuttelevan puolelle ja pelikirja kokonaisuuden markkina-arvon tuplaamiselle on hahmoteltavissa (Indoor jaloilleen, konsernirakenteen purkaminen, pääomat KH Koneisiin).

## Suositus

### Lisää

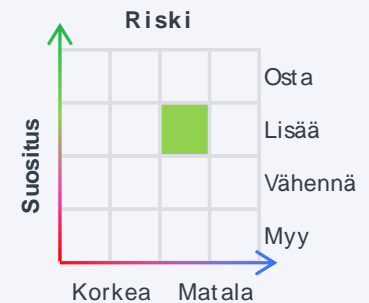
(aik. Lisää)

**0,90 EUR**

(aik. 1,05 EUR)

### Osakekurssi:

0,77



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>EBIT oik.</b>	12,2	7,3	9,4	16,7
<b>EBIT-% oik.</b>	2,8 %	1,7 %	2,3 %	4,0 %
<b>Nettotulos</b>	14,1	-3,7	2,1	7,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,24	-0,03	0,04	0,12
<b>P/E (oik.)</b>	4,9	neg.	21,6	6,2
<b>P/B</b>	0,8	0,6	0,6	0,5
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	19,0	26,9	19,4	10,0
<b>EV/EBITDA</b>	19,0	5,1	5,6	4,2

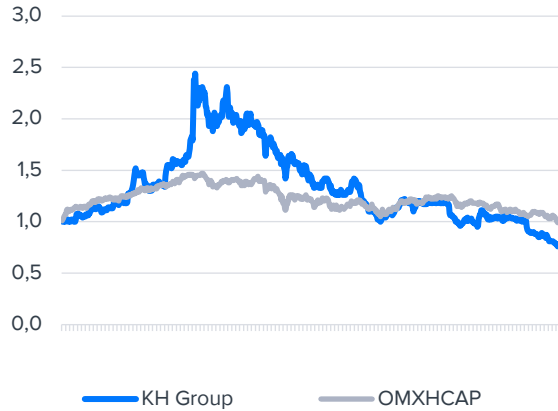
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

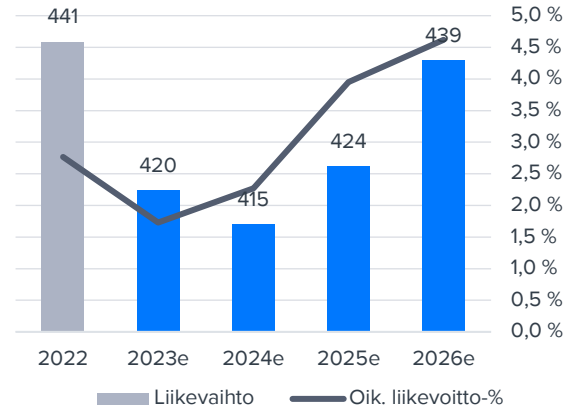
Ei ohjeistusta

## Osakekurssi



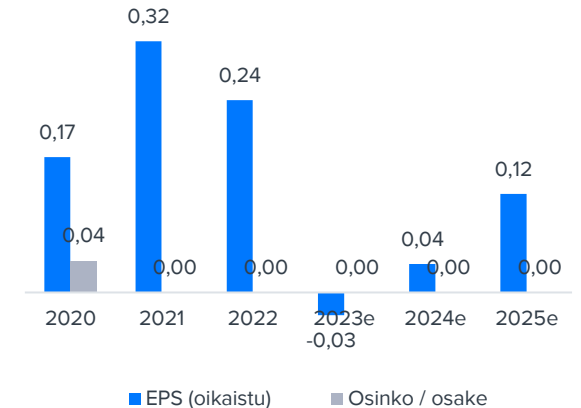
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Omistusten määrätietoinen kehittäminen
- Yritysjärjestelyt
- Nykyisen omistusrakenteen purkaminen



### Riskitekijät

- Taloustilanteen heikkeneminen
- Portfolion yhtiöistä etenkin Indoor Group ja KH-Koneet Group ovat syklisiä
- Indoorin taseriski
- Kilpailutilanteen kiristymisen
- Järkevien irtautumismahdollisuuksien lykkäntyminen heikon pääomamarkkinan vuoksi

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	0,77	0,77	0,77
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	58,1	58,1	58,1
<b>Markkina-arvo</b>	45	45	45
<b>Yritysarvo (EV)</b>	195	183	168
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	21,6	6,2
<b>P/E</b>	neg.	21,6	6,2
<b>P/B</b>	0,6	0,6	0,5
<b>P/S</b>	0,1	0,1	0,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,5	0,4	0,4
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	5,1	5,6	4,2
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	26,9	19,4	10,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Muutokset osien summa -laskelmassamme

## Rakennussykli lyö KH Koneita ja HTJ:ta näpeille

Tarkistimme aavistuksen verran ylös arviotamme KH Koneiden käyvästä arvosta. Näemme yhtiöllä hyvät edellytykset arvonluonnille orgaanisen että epäorgaanisen kasvun kautta. Yhtiön lyhyen aikavälin näkymä on kuitenkin kiistatta haastava, mikä heijastuu myös vuoden 2024 arvostuskertoimissa. Rakennussektorin heikko suhdanne voi arviomme mukaan luoda KH Koneille mahdollisuuksia toteuttaa yrityskauppoja houkuttelevilla arvostustasoilla. Rakennus- ja maansiirtokoneet ovat suuri, tyypillisesti velalla rahoitettava investointi, mikä nostaa KH Koneiden liikevaihdon herkkyyttä korkotasolle. Odotamme yhtiön tulostuksen pohjaavan vuonna 2024, jonka jälkeen se elpyy asteittain arvioimallemme yli syklin normalisoidulle tulostasolle (FAS EBITDA: 6,0 %).

Rakennussektorin hidastuva aktiiviteetti tulee arviomme mukaan lyömään HTJ:ta enenevästi kynsille heikentyneen kysynnän painaessa projektikohtaista hinnoitteluvoimaa ja laskutusasteita. Liiketoiminta omaa kuitenkin asiantuntijaliiketoiminnalle tyypillisen vuolaan kassavirtaprofiilin, vahvan taseen ja matalan

operatiivisen vivun, mikä rajoittaa haastavan talousnäkömän aiheuttamia riskejä. Ennusteissamme yhtiön pidemmän aikavälin normalisoitu (FAS) käyttökatemarginaali on 11 %.

Päivitimme näkemystämme HTJ:n käyvästä arvosta 19,0 MEUR:oon. Tällä tasolla yhtiötä hinnoitellaan EV/EBIT-pohjaisesti edelleen \_\_\_-%:n alennuksella listattuun verrokkiryhmään, mikä on mielestämme perusteltua yhtiön pienempi koko ja heikko likviditeetti huomioiden.

## Indoorin pelastaminen vaatii taseen velkavivun purkamista

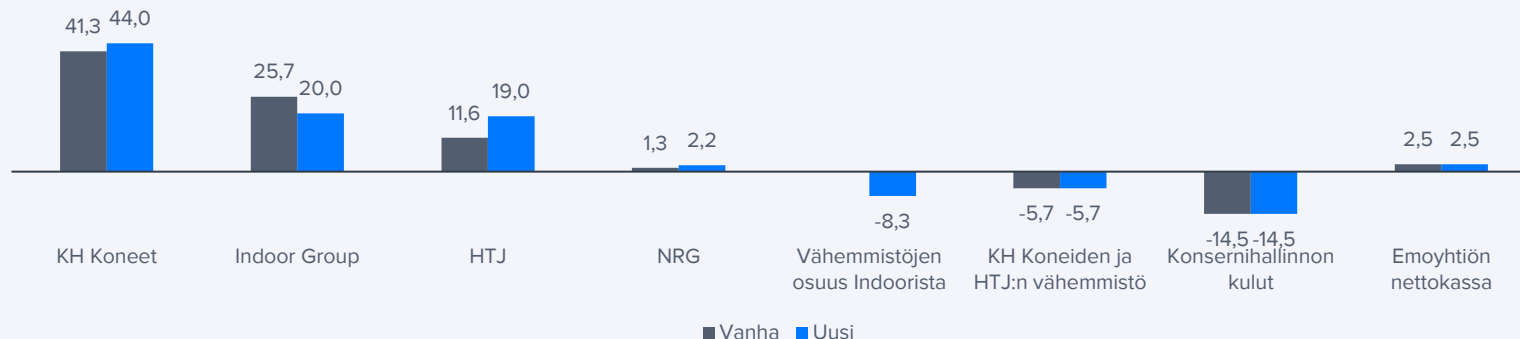
Eniten huomiota herättävä muutos osien summa -laskelmassamme liittyy oletettavasti KH Groupin entiseen kruunujalokiveen, Indoor Groupiin, jonka suhteen odotukset pääsivät arviomme mukaan karkaamaan yhtiön vahvojen 2020 ja 2021 suoritusten myötä. Ennusteissamme yhtiön normalisoitu liikevoittomarginaali asettuu 4,2 %:iin, mikä on linjassa 2000-2022 keskiarvon kanssa (4,1 %). Tiedostamme, että yhtiö on ajoittain tehnyt huomattavasti korkeampaa kannattavuutta, mutta kannattavuus omaa syklisen luonteen, josta yksi

esimerkki on ajanjakso 2007-2009, jolloin liiketulosmarginaali oli -5,6...-3,4 %. Kysynnän syklistä luonnetta ja nykyistä haastavaa liiketoimintaympäristöä vasten pidämme yhtiötä juuri nyt turhan vivutettuna. Tiedostamme yhtiön nettovelan laskeneen hieman H1:n aikana, mutta heikon tulostuksen vuoksi kehityksen taustalla on arviomme mukaan ollut väliaikainen heilahdus käyttöomaisuudessa. Indoorin tulostuksen elpymässä ja velkavivun purkautuessa laskee yhtiön riskiprofiili antaen arvostukselle potentiaalisesti kaksi vipua. Näkemysme mukaan tulostuksen elvyttäminen voi kuitenkin vaatia myymäläverkoston karsimista kiristyneen kilpailun ja verkkoon osittain siirtyneen kysynnän seurauksena.

## NRG:llä on näytön paikka

Yhtiö on alkuvuodesta antanut rohkaisevia näyttöjä ja Q2:n yhteydessä KH Groupin johdon kommenttien perusteella yhtiön tilauskanta oli hyvällä tasolla, mikä lupaa hyvää käännetarinaa ajatellen. Vema Liftin konkurssin myötä historiallisesti vahvan suhteellisen kannattavuuden omaavan Sauruksen kannattavuus pääsee paremmin esille.

Muutokset osien summaan



# HTJ:lle näemme paljon ottajia

## HTJ on arviomme mukaan ensimmäinen tytär, joka muuttaa pois kotoa

Pidämme todennäköisenä, että HTJ on KH Groupin tytäryhtiöistä ensimmäinen, josta konserni luopuu. Arviomme mukaan yhtiö herättää kiinnostusta strategisten ostajien ja myös pääomasijoittajien keskuudessa. Laaja potentiaalinen ostajakirjo vahvistaa KH Groupin neuvotteluasemaa ja sen vuoksi konsernin tulisi mielestämme kiihertymisen sijaan rauhassa etsiä omistaja-arvoa maksimoiva ratkaisu. Neuvotteluasemaa parantaa myös se, että HTJ:sta saisi näkemyksemme mukaan sellaisenaan erillisen listayhtiön jakamalla osan HTJ:n osakkeista KH Groupin omistajille. Eittämättä yhtiö olisi nykyisellä rakenteellaan kooltaan pienemmän puoleinen listayhtiö, mutta julkisesti listattu osake helpottaisi arvonluontia yritysjärjestelyillä ja voisi nopeuttaa kasvua suurempaan kokoluokkaan. KH Group voisi

myöhemmin kerätä varoja myymällä HTJ:n osakkeita markkinalle tai blokkeina sijoittajille/yhtiön avainhenkilöille.

Indoorin kohdalla oletamme johdon pysyvän avoinna kaikille keinoille omistaja-arvon maksimoimiseksi. Pidämme kuitenkin hyvin todennäköisenä, että yhtiö tullaan listaamaan pörssiin. Tämä edellyttää, että yhtiön tuloskunto saadaan taas normalisoitua ja tasetta vahvistettua. Tästä johtuen potentiaalinen ajankohta olisi alisteinen kysyntäympäristön elpymiselle.

NRG:lle on haastava arvioida optimaalista luopumisajankohtaa. Viime vuosien haasteiden ja Vema Liftin konkurssin jälkeen näyttöjen antaminen tuloskäänteen etenemisestä vahvistaisi arviomme mukaan KH Groupin neuvotteluasemaa yhtiön myynnissä. NRG:lle voi näkemyksemme mukaan olla

haastavaa löytää motivoitunut ostaja, mikä laskee kynnystä tarttua tarjouksiin, jotka yhtiö KH Group vastaanottaa. Tästä johtuen NRG:n luopumisajankohdan arvioiminen on mielestämme vaikeinta.

Olemme arvioineet konsernihallinnon kulujen olevan normalisoidusti 1,6 MEUR, jotka olemme diskontanneet 11 %:n pääoman kustannuksella tästä ikuisuuteen. Kulut ovat viime vuosina olleet hieman korkeammat, mutta odotamme niiden laskevan strategian ollessa selvä ja sen edetessä. Konsernikulujen suuremman laskun puolesta voisi argumentoida siinä vaiheessa, kun konserni sisältää enää KH Koneet. Kyseisen ajattelumalli on mielestämme looginen, mutta haasteena näemme uudet hallinnolliset kulut, jotka syntyisivät, mikäli joku toinen tytäryhtiöistä listattaisiin pörssiin.

Osien summan muodostuminen (MEUR)	Opon arvo DCF	Käypä arvo	Nettovelat 2023e	Yritysarvo 2023e
KH Koneet	46,1	44,0	19,8	63,8
Indoor Group	21,0	20,0	72,6	92,6
HTJ	24,8	19,0	-2,0	17,0
NRG	2,5	2,2	6,5	8,7
- Vähemmistöjen osuus Indoorista		-8,3		
- KH Koneiden ja HTJ:n vähemmistö		-5,7		
- Konsernihallinnon kulut		-14,5		
+ Emoyhtiön nettokassa		2,5		
= Osien summa		<b>59,1</b>		
Konsernin nykyinen markkina-arvo		44,6		
Alennus osien summaan		-25 %		
Osien summan indikoima osakekohtainen arvo		1,02 €		

# Tytäryhtiöiden arvostuskertoimet

Olemme viereisessä taulukossa pyrkineet havainnollistamaan KH Groupin tytäryhtiöiden käyvän arvon arvioomme pohjautuvia implisiittisiä arvostuskertoimia. Kertoimet noudattavat FAS-kirjanpitoa Indoor Groupia lukuun ottamatta, sillä yhtiöiden tilinpäätökset noudattavat FAS-standardia. Vertailukelpoisuuden parantamiseksi olemme oikaisseet liikearvon poistot tulosennusteistamme. Emme ole ennustaneet osingonjakoa, minkä seurauksena yhtiöiden generoima kassavirta laskee nettovelkaa ja yritysarvoa.

## KH Koneiden arvostus ennakoi hidastuvaa konekauppaa

KH Koneiden kohdalla tulos pohjainen arvostus venyy vuonna 2024, sillä odotamme heikon suhdanteen jälkivaikutusten heijastuvan yhtiön tuloskunnossa takautuvasti. 2024 ennusteillamme yhtiön arvostus on korkea, mutta 2025-26 se kääntyy silmissämme hyvinkin houkuttelevaksi. Mielestämme KH Koneilla on hyvät näytöt arvonluonnista ja yhtiötä kuuluu hinnoitella preemiolla taseen kirja-arvoon nähden. Tase pohjaisessa arvostuksessa näemme nousuvaraa kasvunäkymän parantuessa ja mikäli yhtiö osoittaa kestävänsä suhdannevaihteluita odotuksiamme paremmin. Verrokkeihin nähden KH Koneiden arvostus näyttää tulos pohjaisesti 2024 ennusteilla todella kalliilta, mikä johtuu arvioomme mukaan yhtiöiden poikkeavista kysyntäsykleistä. Tase pohjaisesti yhtiön arvostus on kuitenkin selvästi alennuksella listattuihin verrokkeihin.

## Käännyhtiöstatus heijastuu Indoorin arvostuksessa

Käyttökateella mitattuna Indoor vaikuttaa 2024 ennusteillamme edulliselta, joskin korkean poisto/käyttökate suhteen vuoksi kerroin voi johdatella harhaan ja nettotulosennusteemme onkin ensi vuodelle lievästi negatiivinen. Indoor on viime vuotta tehnyt korkeaa kannattavuutta, mutta yhtiön kohonneen riskiprofiilin ja heikentyneen tuloskunnan vuoksi pidämme perusteltuna, että yhtiötä hinnoitellaan nyt tase pohjaisesti alennuksella kirja-arvoon. Lyhyellä aikavälillä ennusteriski on koholla myös kriittisessä vaiheessa olevan ERP-hankkeen vuoksi. Tuloskunnan elyessä ja taseen vahvistuessa näemme kaikki edellytykset tase pohjaiseen preemiohinnoitteluun ja selvään arvonnousuun suhteessa nykyiseen arvoon.

## HTJ:n nettokassan vuoksi suosimme EV-pohjaisia kertoimia

HTJ:n tuntuvan nettokassan ja erittäin pääomakevyen liiketoimintamallin vuoksi suosimme yhtiön arvonnäilyksessä EV-pohjaisia tuloskertoimia yhtiön arvostusta arvioidessa. Yhtiön EV-pohjainen arvostus näyttää mielestämme nykyennusteilla houkuttelevalta ja EV/EBIT-pohjaisesti yhtiötä hinnoitellaan 25-36 %:n alennuksella verrokkeihin nähden. Yhtiön pienen kokoluokan ja nykyisen omistusrakenteen vuoksi yhtiötä kuuluu mielestämme hinnoitella alennuksella listattuihin verrokkeihin nähden, mutta päälle päin alennus vaikuttaa jopa leveän puoleiselta.

## NRG:n arvostus tulos pohjaisesti matala, muttei syytä

NRG:n liikevaihto- ja tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat matalat, mikä selittyy yhtiön korkealla riskiprofiililla ja käännyhtiöstatuksella. Yhtiön kestävä tulos tason arvioiminen on nykyisillä näytöillä erittäin hankalaa, minkä kuuluu mielestämme heijastua hyväksyttävissä arvostuskertoimissa. Vema Liftin konkurssin myötä yhtiön oma pääoma oli 2022 vuosikertomuksessa vain 0,5 MEUR ja kuluva vuoden ennusteillamme oma pääoma painuu tappiolliseksi pääosin liikearvopoistojen vuoksi.

KH Koneet	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,36	0,36	0,32	0,27
EV/ Käyttökate	7,33	9,89	6,28	4,50
EV/ Oik. Liikevoitto	9,18	13,66	7,84	5,39
Oik. P/E	9,81	15,99	8,59	6,20
P/B	1,09	1,06	0,98	0,88

Indoor Group	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,51	0,46	0,40	0,33
EV/ Käyttökate	6,48	4,18	3,06	2,47
EV/ Liikevoitto	-30,36	29,01	11,37	8,34
P/E	-3,83	-129,14	6,35	4,50
P/B	0,75	0,75	0,67	0,58

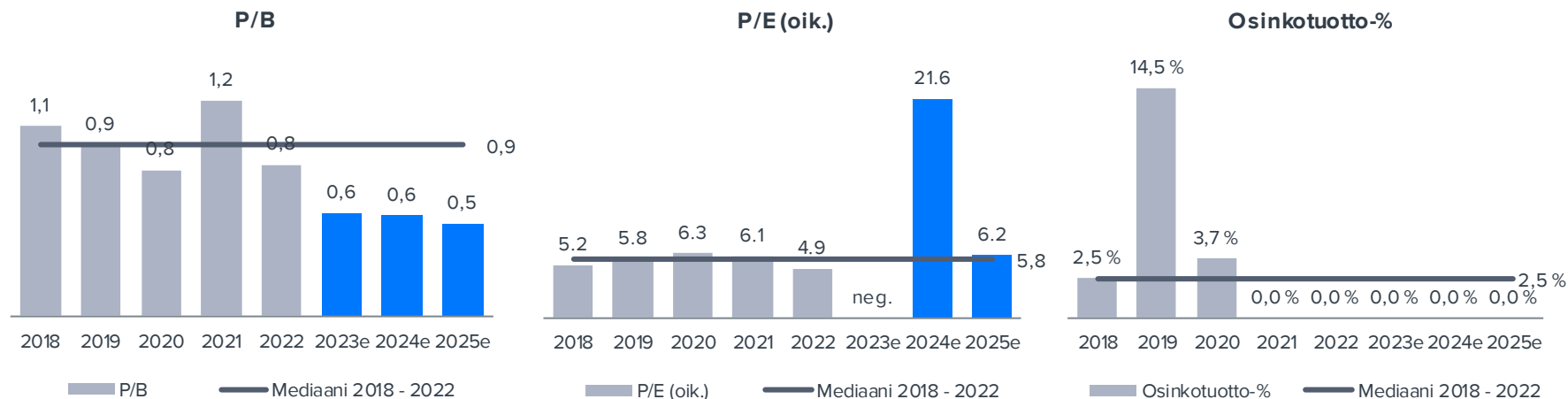
HTJ	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,65	0,60	0,50	0,39
EV/ Käyttökate	7,88	7,87	4,54	3,46
EV/ Oik. Liikevoitto	8,39	8,42	4,76	3,62
Oik. P/E	11,92	12,91	8,63	8,20
P/B	4,91	3,92	2,90	2,27

NRG	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,24	0,23	0,21	0,19
EV/ Käyttökate	5,58	5,18	4,77	4,28
EV/ Oik. Liikevoitto	7,24	6,70	6,18	5,54
Oik. P/E	4,37	3,69	3,38	2,81
P/B	-3,61	-1,36	-0,86	-0,65

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,22	1,28	1,08	1,92	1,18	<b>0,77</b>	<b>0,77</b>	<b>0,77</b>	<b>0,77</b>
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	57,8	58,0	58,1	58,1	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>
Markkina-arvo	70	74	63	112	69	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
Yritysarvo (EV)	74	42	54	116	232	<b>195</b>	<b>183</b>	<b>168</b>	<b>154</b>
P/E (oik.)	5,2	5,8	6,3	6,1	4,9	neg.	<b>21,6</b>	<b>6,2</b>	<b>4,3</b>
P/E	5,2	5,8	6,3	6,1	4,9	neg.	<b>21,6</b>	<b>6,2</b>	<b>4,3</b>
P/B	1,1	0,9	0,8	1,2	0,8	<b>0,57</b>	<b>0,56</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
P/S	19,0	>100	19,6	9,7	0,2	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
EV/Liikevaihto	19,9	83,3	16,9	10,1	0,5	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
EV/EBITDA (oik.)	4,5	2,6	4,6	5,8	19,0	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>
EV/EBIT (oik.)	4,5	2,6	4,6	5,8	19,0	<b>26,9</b>	<b>19,4</b>	<b>10,0</b>	<b>7,6</b>
Osinko/tulos (%)	12,8 %	83,5 %	23,4 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
Osinkotuotto-%	2,5 %	14,5 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

Lähde: Inderes



\*Huom: 2018-2021 luvut ovat sijoitusyhtiön raportoinnin mukaisia eivätkä sen vuoksi vertailukelpoisia. 2022-H1'23 luvut koostuvat eri tytäryhtiöiden pro forma -luvista, ja 2022 tase monialakonsernin 2023'H1 taseesta. Ennusteiden P/B kerroin on nähdäksemme parhaiten verrattavissa historiallisten lukujen kanssa.

# Verrokkiryhmän arvostus 1/2

Indoorin verrokkiryhmän arvostus		Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2023e
SURTECO GROUP (XET)	222	596	30,6	9,5	7,8	4,9	0,7	0,6	116,8	6,8	0,6	
NOBIA	119	478	35,6	16,5	6,2	4,6	0,4	0,4	42,8	30,2	0,3	
MAISONS DU MONDE	200	900	21,5	16,4	4,7	4,3	0,8	0,8	12,8	7,9	0,3	
LEON'S FURNITURE	828	1069	NA	NA	4,9	4,6	0,6	0,6	8,6	7,6	NA	
WILLIAMS-SONOMA	8775	8289	5,7	7,2	5,0	6,1	1,0	1,1	8,8	10,3	5,6	
<b>Indoor Group (Inderes, IFRS)</b>	<b>44</b>	<b>93</b>	<b>-30,4</b>	<b>29,0</b>	<b>6,5</b>	<b>4,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-129,1</b>	<b>0,7</b>	
<b>Keskiarvo</b>			<b>23,4</b>	<b>12,4</b>	<b>5,7</b>	<b>4,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>38,0</b>	<b>12,6</b>	<b>1,7</b>	
<b>Mediaani</b>			<b>26,1</b>	<b>12,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>12,8</b>	<b>7,9</b>	<b>0,4</b>	
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				<b>124 %</b>	<b>29 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-26 %</b>				<b>68 %</b>
NRG:n verrokkiryhmän arvostus		Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2023e
ROSENBAUER INTL.	201	670	19,1	12,6	10,5	8,1	0,6	0,6	11,5	7,2	1,1	
OSHKOSH	5575	5805	7,9	7,1	6,6	6,0	0,6	0,6	10,9	9,6	1,7	
REV GROUP	837	996	9,3	7,4	7,6	6,2	0,4	0,4	12,7	9,7	1,9	
<b>NRG (Inderes, FAS)</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>-3,6</b>	
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,1</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>11,7</b>	<b>8,8</b>	<b>1,6</b>	
<b>Mediaani</b>			<b>9,3</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>6,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>11,5</b>	<b>9,6</b>	<b>1,7</b>	
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<b>-22 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-61 %</b>	<b>-61 %</b>	<b>-62 %</b>	<b>-62 %</b>		



# Verrokkiryhmän arvostus 2/2

HTJ:n verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
SITOWISE GROUP	105	187	12,9	10,7	7,2	6,7	0,9	0,9	12,5	9,9	0,9
SWECO B	2892	3463	15,7	14,1	11,7	11,0	1,5	1,4	17,8	15,5	3,1
AFRY	1153	1806	11,4	10,4	7,5	7,1	0,8	0,8	11,0	9,6	1,1
REJLERS B	210	265	11,6	10,2	7,0	6,4	0,8	0,7	12,7	11,1	1,4
WSP GLOBAL	15144	18107	25,6	22,3	13,8	12,6	2,4	2,3	26,1	22,8	3,4
ETTEPLAN	349	420	15,6	14,0	9,1	8,4	1,2	1,1	17,3	15,4	3,0
ARCADIS	3459	4638	13,5	11,8	9,4	8,6	0,9	1,0	14,6	12,8	2,8
SOLWERS	36	18	3,5	3,5	2,2	2,2	0,3	0,3	14,4	13,3	0,9
<b>HTJ (Inderes, FAS)</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>11,9</b>	<b>12,9</b>	<b>4,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,7</b>	<b>12,1</b>	<b>8,5</b>	<b>7,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>15,8</b>	<b>13,8</b>	<b>2,1</b>
<b>Mediaani</b>			<b>13,2</b>	<b>11,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>14,5</b>	<b>13,0</b>	<b>2,1</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<b>-36 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>2 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>134 %</b>
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
UNITED RENTALS	25959	37098	9,9	9,5	5,8	5,6	2,8	2,7	10,1	9,5	3,4
H&E EQUIPMENT SERVICES	1357	2614	10,2	9,4	4,2	3,9	1,9	1,7	8,9	7,9	2,8
MCGRATH RENTCORP	2245	2881	15,3	14,1	9,8	9,2	3,8	3,6	20,5	18,0	NA
SPEEDY HIRE	147	351	8,7	7,9	3,0	2,8	0,7	0,7	7,9	5,3	0,7
VP	225	447	8,2	7,5	3,7	3,4	1,1	1,0	6,3	6,2	1,1
WETTERI OYJ	68	187	14,7	16,3	8,0	8,2	0,4	0,4	11,6	13,0	2,1
BILIA A	836	1445	10,3	9,9	6,7	6,4	0,5	0,7	9,3	8,5	2,1
<b>KH Koneet (Inderes, FAS)</b>	<b>44</b>	<b>64</b>	<b>9,2</b>	<b>13,7</b>	<b>7,3</b>	<b>9,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>9,8</b>	<b>16,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>9,7</b>	<b>9,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>	<b>1,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>2,1</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<b>-9 %</b>	<b>45 %</b>	<b>48 %</b>	<b>110 %</b>	<b>-59 %</b>	<b>-58 %</b>	<b>8 %</b>	<b>96 %</b>	<b>-47 %</b>

# Tuloslaskelma\*

Tuloslaskelma	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>99,5</b>	<b>116</b>	<b>112</b>	<b>114</b>	<b>441</b>	<b>103</b>	<b>106</b>	<b>104</b>	<b>107</b>	<b>420</b>	<b>415</b>	<b>424</b>	<b>439</b>
KH Koneet	42,4	54,8	45,6	51,8	195	43,4	46,1	39,6	46,6	176	169	172	181
Indoor Group	45,6	47,2	52,3	47,1	192	43,6	44,0	49,2	45,7	182	184	187	192
HTJ	4,7	5,8	5,9	6,7	23,1	6,1	7,0	6,1	6,8	26,1	26,5	27,2	27,9
Nordic Rescue Group	6,8	8,4	8,3	8,0	31,5	9,9	8,8	8,8	8,2	35,7	36,3	37,2	38,3
<b>Käyttökate</b>					<b>12,2</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,6</b>	<b>9,7</b>	<b>38,3</b>	<b>32,9</b>	<b>40,3</b>	<b>44,0</b>
Poistot ja arvonalennukset					0,0	-8,2	-8,4	-8,2	-8,2	-33,0	-23,4	-23,5	-23,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>12,2</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>7,3</b>	<b>9,4</b>	<b>16,7</b>	<b>20,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>12,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>5,3</b>	<b>9,4</b>	<b>16,7</b>	<b>20,3</b>
KH Koneet	1,6	3,7	2,0	3,5	10,8	1,9	2,3	1,8	1,8	7,8	5,2	7,7	9,9
Indoor Group	-1,5	-1,2	3,8	-0,1	1,0	-0,6	-1,5	-0,5	-0,5	-3,0	2,9	6,5	7,7
HTJ	0,5	0,6	0,7	1,0	2,8	0,4	0,6	0,5	0,6	2,1	2,0	2,9	3,1
Nordic Rescue Group	-0,5	0,3	-0,8	0,8	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,2	1,2	1,3	1,3	1,3
Kohdistamattomat erät	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-2,2	-0,6	-0,8	-0,7	-0,7	-2,8	-2,0	-1,8	-1,8
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-2,6	-3,5	-3,2	-3,2	-12,5	-6,9	-6,1	-5,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>12,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-7,2</b>	<b>2,5</b>	<b>10,7</b>	<b>15,3</b>
Verot	0,5	0,6	0,6	0,4	2,1	0,5	0,4	0,3	0,3	1,5	-0,5	-2,1	-3,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,4	0,4	2,1	0,1	-1,3	-1,9
<b>Nettotulos</b>	<b>0,0</b>	<b>3,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>14,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,1</b>	<b>7,2</b>	<b>10,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,06</b>	<b>0,10</b>	<b>0,09</b>	<b>0,24</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,12</b>	<b>0,18</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22</b>	<b>Q4'22</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23e</b>	<b>Q4'23e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>					12,2 %	3,6 %	-8,8 %	-7,4 %	-5,5 %	-4,8 %	-1,1 %	2,0 %	3,6 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>					12,2 %	-340,0 %	10,3 %	-72,6 %	-68,6 %	-40,4 %	29,7 %	77,4 %	21,2 %
<b>Käyttökate-%</b>					12,2 %	9,1 %	9,1 %	9,3 %	9,0 %	9,1 %	7,9 %	9,5 %	10,0 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-0,5 %	2,5 %	4,6 %	4,1 %	2,8 %	1,2 %	3,0 %	1,4 %	1,4 %	1,7 %	2,3 %	4,0 %	4,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,0 %	2,9 %	5,2 %	4,4 %	3,2 %	-0,9 %	-0,7 %	-1,0 %	-0,9 %	-0,9 %	0,5 %	1,7 %	2,4 %

Lähde: Inderes

\*Huom: 2022-H1'23 luvut koostuvat eri tytäryhtiöiden pro forma -luvista, eivätkä virallisista raportoiduista luvuista vertailukelpoisuuden parantamiseksi. Jatkossa luvut tulevat vastaamaan raportoituja lukuja.

Tytäryhtiöiden ennusteet noudattavat IFRS-kirjanpitoa, minkä seurauksena luvuissa on poikkeamaa yhtiökohtaisten FAS-kirjanpitoa noudattavien DCF-mallien kanssa.

# Tase\*

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>111</b>	<b>213</b>	<b>202</b>	<b>200</b>	<b>198</b>
Liikearvo	0,0	37,7	37,7	37,7	37,7
Aineettomat hyödykkeet	0,0	65,3	65,3	65,3	65,3
Käyttöomaisuus	0,2	104	93,7	94,2	95,0
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	108	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	3,0	5,2	5,2	2,7	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>1,8</b>	<b>164</b>	<b>150</b>	<b>144</b>	<b>145</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	112	105	102	102
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	7,3	7,3	7,3	7,3
Myyntisaamiset	0,0	18,8	16,8	14,5	14,8
Likvidit varat	1,8	26,4	21,0	20,8	21,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>113</b>	<b>377</b>	<b>352</b>	<b>344</b>	<b>343</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>93,5</b>	<b>87,8</b>	<b>77,9</b>	<b>80,0</b>	<b>87,2</b>
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	65,4	53,4	49,7	51,8	59,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	12,9	13,0	13,0	13,0	13,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	6,2	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>14,6</b>	<b>128</b>	<b>121</b>	<b>113</b>	<b>105</b>
Laskennalliset verovelat	9,1	15,7	15,7	15,7	15,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	5,5	110	103	95,3	86,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	2,5	2,5	2,5	2,5
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>5,2</b>	<b>161</b>	<b>153</b>	<b>151</b>	<b>151</b>
Korolliset velat	1,0	74,4	68,8	63,5	57,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,2	86,4	84,0	87,2	93,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>113</b>	<b>377</b>	<b>352</b>	<b>344</b>	<b>343</b>

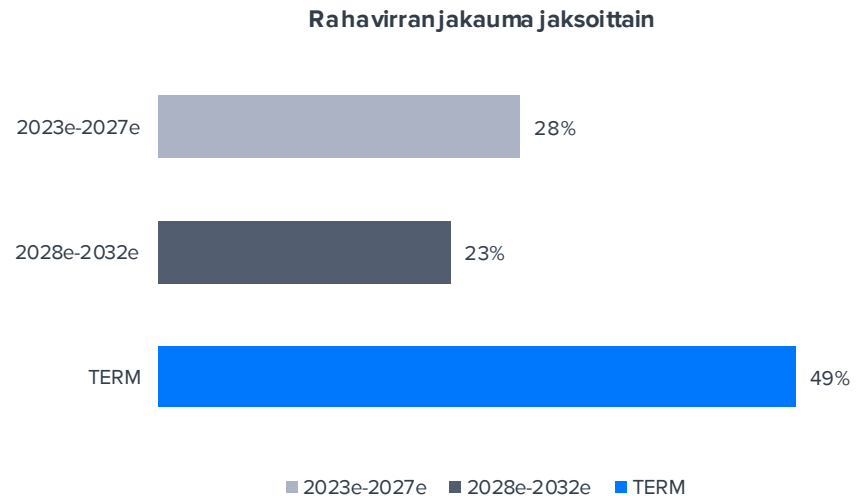
\*Huom: 2021 tase noudattaa sijoitusyhtiön raportointitapaa, eikä sen vuoksi ole vertailukelpoinen nykyisen monialakonsernin raportointitavan kanssa. Olemme korvanneet 2022 sijoitusyhtiön taseen H1'23 raportin monialakonsernin taseella, jotta tulevat tase-ennustemme rakentuisivat vertailukelpoisen datapisteen päälle.

# DCF -laskelma 1/4

DCF-laskelma KH Koneet (FAS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	40,1 %	15,2 %	-9,6 %	-4,0 %	2,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Käyttökate-%	6,1 %	6,5 %	5,0 %	3,6 %	5,0 %	6,1 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,3</b>	<b>8,2</b>	<b>5,3</b>	<b>2,7</b>	<b>5,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>8,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,4</b>	<b>10,6</b>	<b>9,7</b>	
+ Kokonaispoistot	2,9	4,4	3,5	3,4	3,4	3,5	3,6	3,1	2,0	2,1	2,1	2,1	
- Maksetut verot	-1,8	-2,0	-1,4	-0,9	-1,4	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-1,9	
- Käyttöpääoman muutos	-3,4	-11,9	0,6	-1,2	-0,4	-2,4	-2,2	-2,1	-1,6	-1,4	-1,1	-0,9	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>4,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>7,9</b>	<b>4,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	
+ 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	0,0	
- Bruttoinvestointit	-0,9	-7,4	-1,0	-1,7	-1,3	-1,9	-1,9	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,7</b>	<b>-9,8</b>	<b>7,0</b>	<b>2,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,7	-9,8	7,0	2,3	5,5	4,9	5,3	5,5	6,3	6,7	7,2	6,7	84,5
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>			<b>6,8</b>	<b>2,1</b>	<b>4,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>36,5</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			73,9	67,1	65,0	60,4	56,8	53,2	49,8	46,2	42,8	39,4	36,5
<b>Velaton arvo DCF</b>			<b>73,9</b>										
- Korolliset velat				-31,0									
+ Rahavarat				3,1									
-Vähemmistöosuus				0,0									
-Osinko/pääomapalautus				0,0									
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>				<b>46,0</b>									

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,6 %</b>

Lähde: Inderes



# DCF -laskelma 2/4

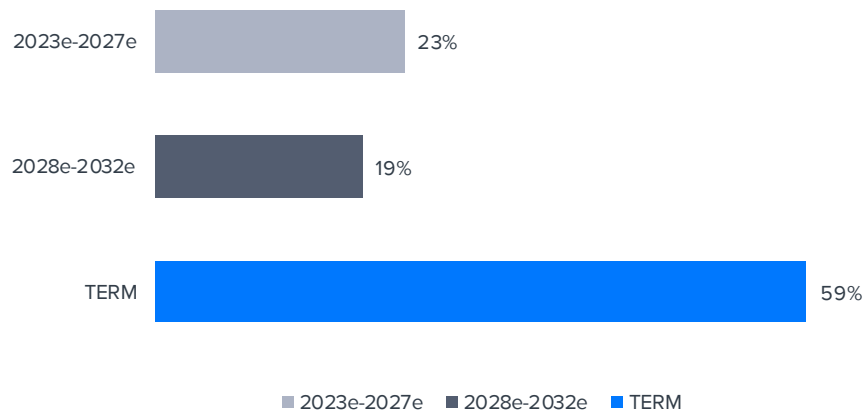
DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,5 %	-6,2 %	-5,1 %	0,7 %	1,8 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	6,9 %	0,5 %	-1,7 %	1,6 %	3,5 %	4,0 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>14,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>6,5</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>	
+ Kokonaispoistot	18,3	19,3	17,3	17,5	17,8	18,2	18,7	19,0	19,4	19,8	20,1	20,3	
- Maksetut verot	-2,8	-0,2	0,6	-0,6	-1,3	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,7	
- Käyttöpääoman muutos	-5,3	-1,6	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>21,3</b>	<b>13,7</b>	<b>12,3</b>	<b>19,8</b>	<b>23,0</b>	<b>24,3</b>	<b>25,4</b>	<b>25,9</b>	<b>26,3</b>	<b>26,8</b>	<b>27,2</b>	<b>27,1</b>	
+ 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	0,0	
- Bruttoinvestointit	-16,5	-20,9	-12,1	-15,6	-14,7	-16,0	-20,1	-20,2	-20,6	-21,0	-21,1	-20,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>4,8</b>	<b>-7,2</b>	<b>0,1</b>	<b>4,2</b>	<b>8,3</b>	<b>8,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,8	-7,2	0,1	4,2	8,3	8,4	5,3	5,7	5,6	5,8	6,2	6,2	105
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>			<b>0,1</b>	<b>3,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>57,0</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			97,1	97,0	93,1	86,0	79,2	75,2	71,2	67,5	63,9	60,4	57,0
<b>Velaton arvo DCF</b>			<b>97,1</b>										
- Korolliset velat			-82,0										
+ Rahavarat			5,8										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>			<b>20,9</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	75,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,5
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,5 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>12,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,9 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# DCF -laskelma 3/4

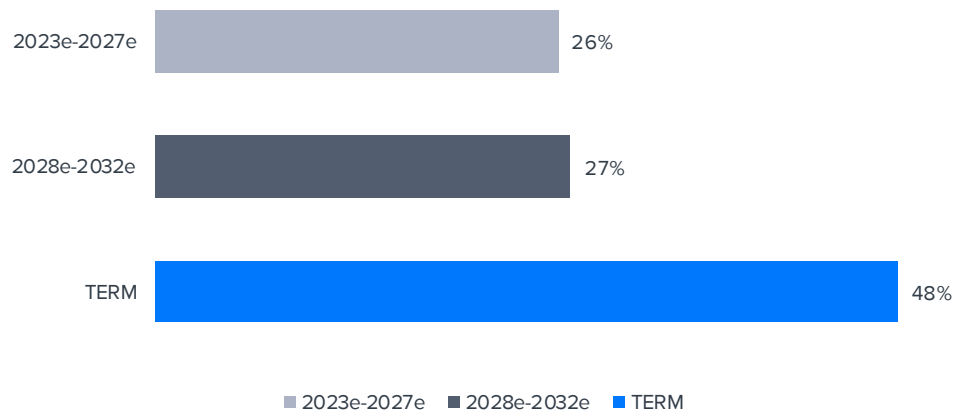
DCF-laskelma HTJ (FAS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,8 %	4,4 %	31,9 %	1,5 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	12,4 %	11,7 %	8,2 %	7,6 %	10,9 %	11,3 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	10,5 %	10,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	
+ Kokonaispoistot	0,1	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,2	
- Maksetut verot	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	
+ 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	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,2	0,0	-1,7	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,4	2,5	-0,2	1,0	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	28,3
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>			<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>10,7</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			22,5	22,8	21,8	20,0	18,3	16,7	15,3	14,0	12,8	11,7	10,7
<b>Velaton arvo DCF</b>			<b>22,5</b>										
- Korolliset velat			0,0										
+ Rahavarat			2,2										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>			<b>24,7</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>11,2 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksottain



# DCF -laskelma 4/4

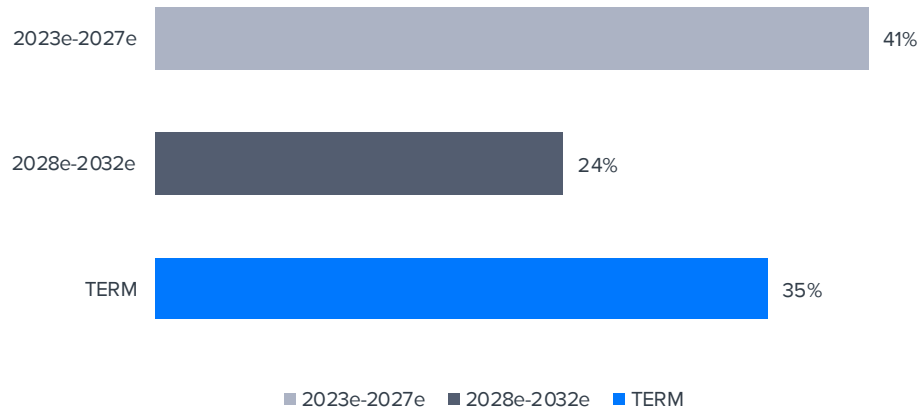
DCF-laskelma NRG (FAS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	43,0 %	11,0 %	-14,4 %	1,5 %	2,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	-0,1 %	-4,7 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,9</b>	<b>-8,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	
+ Kokonaispoistot	1,9	6,7	2,0	2,0	2,0	2,0	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
- Käyttöpääoman muutos	-1,3	-0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	
+ 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	0,0	
- Bruttoinvestointit	-3,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,5	-1,5	1,3	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9	9,6
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>			<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>3,4</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			9,6	8,4	7,6	6,9	6,3	5,7	5,1	4,6	4,1	3,7	3,4
<b>Velaton arvo DCF</b>			<b>9,6</b>										
- Korolliset velat			-9,4										
+ Rahavarat			2,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>			<b>2,5</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,80
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>13,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>12,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	3,2	11,5	441,3	420,1	415,3	EPS (raportoitu)	0,17	0,32	0,24	-0,06	0,04
Käyttökate	11,7	20,2	12,2	38,3	32,9	EPS (oikaistu)	0,17	0,32	0,24	-0,03	0,04
Liikevoitto	11,7	20,2	12,2	5,3	9,4	Operat. kassavirta / osake	0,19	0,43	-0,64	0,75	0,73
Voitto ennen veroja	11,6	20,2	12,0	-7,2	2,5	Vapaa kassavirta / osake	0,19	0,43	-4,16	0,37	0,32
Nettovoitto	9,9	18,4	14,1	-3,7	2,1	Omapääoma / osake	1,33	1,61	1,40	1,34	1,38
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-2,0	0,0	Osinko / osake	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	83,5	113,3	377,0	352,0	344,2	Liikevaihdon kasvu-%	540 %	259 %	3737 %	-5 %	-1 %
Oma pääoma	77,3	93,5	87,8	77,9	80,0	Käyttökateen kasvu-%	-27 %	73 %	-40 %	214 %	-14 %
Liikearvo	0,0	0,0	37,7	37,7	37,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-27 %	73 %	-40 %	-40 %	30 %
Nettovelat	-8,6	4,7	158,2	150,9	138,0	EPS oik. kasvu-%	-23 %	86 %	-23 %	-112 %	-224 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	365,6 %	175,7 %	2,8 %	9,1 %	7,9 %
Käyttökate	11,7	20,2	12,2	38,3	32,9	Oik. Liikevoitto-%	365,6 %	175,7 %	2,8 %	1,7 %	2,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	4,8	-55,7	6,4	8,7	Liikevoitto-%	365,6 %	175,7 %	2,8 %	1,3 %	2,3 %
Operatiivinen kassavirta	10,8	24,9	-37,0	43,6	42,2	ROE-%	12,7 %	21,5 %	16,1 %	-4,6 %	2,6 %
Investoinnit	0,2	-0,2	-207,3	-22,2	-23,9	ROI-%	15,1 %	22,8 %	6,6 %	2,0 %	3,9 %
Vapaa kassavirta	11,0	24,7	-241,8	21,4	18,3	Omavaraisuusaste	92,6 %	82,5 %	23,3 %	22,1 %	23,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-11,2 %	5,0 %	180,2 %	193,6 %	172,6 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	16,9	10,1	0,5	0,5	0,4						
EV/EBITDA (oik.)	4,6	5,8	19,0	5,1	5,6						
EV/EBIT (oik.)	4,6	5,8	19,0	26,9	19,4						
P/E (oik.)	6,3	6,1	4,9	neg.	21,6						
P/B	0,8	1,2	0,8	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

\*Huom: 2020-2021 luvut eivät ole vertailukelpoisia raportoinnin muutoksen vuoksi.



# 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 käsittää 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi 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 jakaumaan 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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
01/11/2021	Lisää	2,50 €	2,09 €
15/12/2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
04/03/2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17/03/2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
06/05/2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18/08/2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
04/11/2022	Osta	1,40 €	1,14 €
16/12/2022	Osta	1,40 €	1,17 €
21/02/2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
01/03/2023	Lisää	1,20 €	1,08 €
05/05/2023	Osta	1,20 €	1,03 €
18/08/2023	Lisää	1,05 €	0,95 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
30/10/2023	Lisää	0,90 €	0,77 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyritysten tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia 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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**