

KH Group

Yhtiöraportti

2.11.2023 08:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tyttäret osoittivat turnauskestävyyttään

KH Groupin suurimpien omistusten liikevaihdot heikkenivät odotetusti, mutta tytäryhtiöiden kannattavuudet pitivät pintansa odotuksia paremmin ja HTJ välytytti todella vahvaa suorittamista. Näkemykseeimme osien summan arvosta ei tullut merkittäviä muutoksia laskelman osoittaessa noin 0,98 euron osakekohtaista arvoa. KH Groupin lyhyen aikavälin näkymä on vaikea, mutta syklin yli katsoessa edellytykset arvonluonnille ovat konsernirakenteen purkamisen myötä hyvät. Toistamme lisää suosituksemme ja 0,90 euron tavoitehintamme.

Liikevaihdot paineessa, mutta tyttärien kannattavuudet pitivät pintansa yllättävän hyvin

KH Koneiden ja Indoor Groupin liikevaihdot laskivat odotetusti heikon kysynnän ajamana, mutta KH Koneilla pudotus oli odotuksiamme suurempi konekaupan ja Ruotsin liiketoimintojen heikkouden vuoksi, kun taas Indoor ylitti ennusteeemme Sotka-keijun pärjättyä selvästi markkinaa paremmin. HTJ yllätti meidät hurjalla kasvulla, joka koostui sekä orgaanisesta että epäorgaanisesta kasvusta, kun taas NRG suoritti odotustemme mukaisesti. Kannattavuuden saralla KH Koneiden tuloskunto piti hyvin pintansa liikevaihdon suuresta tiputuksesta huolimatta ja ylitti odotuksemme parantuneen myyntimixin myötä (muut myynnin lähteet ovat konekauppaa parempikatteisia). Indoor Group ylitti selvästi heikkoa kannattavuutta povanneet ennusteeemme, mikä johtui alkuvuoteen nähden parantuneesta tuloskunnosta, mutta saatoimme myös aliarvioida Q3-kannattavuuden kausiluonteista vahvuutta. HTJ:n vakuuttavan kasvun ohella liiketulosmarginaali nousi todella korkealle tasolle (15,4 %), mikä johti selvään ennusteylitykseen. Emme kuitenkaan tässä vaiheessa näe erittäin vahvaa suhteellista kannattavuustasoa kestäväenä. NRG:n suoritus oli puolestaan linjassa odotuksiamme.

Muutokset osien summassa olivat pieniä

Q3:n perusteella KH koneiden tuloskunto saattaa kestää suhdanteita odotuksiamme paremmin, mutta haluamme tästä lisää näyttöjä. Säilytimme arviomme yhtiön käyvästä arvosta 44 MEUR:ssa ja ennustemuutoksemme jäivät pieniksi. Indoorin kohdalla Q3:n kannattavuus oli todella rohkaisevaa, mikä mielestämme laskee lievästi taseriskiä. Nostimme hieman yhtiön lähivuosien kannattavuusennusteitamme ja arviotamme Indoorin käyvästä arvosta 22 MEUR:oon (aik. 20 MEUR). HTJ:n vahva tulos johti positiivisiin ennustemuutoksiin ja aiempaa suurempaan näkemykseen käyvästä yritysarvosta, kun taas NRG suoritti linjassa odotuksiamme kanssa. HTJ:n ja NRG:n kohdalla osien summa laskelmamme ei monimutkaisen yhtiörakenteen vuoksi huomionnut johdonmukaisesti yhtiöiden rahoitusrakenteita, minkä seurauksena näkemyksemme yhtiöiden käyvästä markkina-arvosta laski lievästi vahvoista Q3-suorituksista huolimatta (HTJ 17 MEUR aik. 19 MEUR, NRG: 1,4 MEUR, aik. 1,9 MEUR).

Ensi vuosi ei houkuttele, mutta syklin yli tuotto-odotus on omistajan puolella

Osien summa -laskelmamme indikoi konsernille 0,98 euron osakekohtaista arvoa. Yhtiökohtaiset DCF-mallimme indikoivat seuraavia arvoja: KH Koneet 46 MEUR:, Indoor 24 MEUR, HTJ 21 MEUR ja NRG 1 MEUR. Lyhyellä aikavälillä osakkeen nousuajurit ovat mielestämme vähissä heikon rakennussyklin ja tytäryhtiöiden heikentyvän tulostason vuoksi. Syklin yli katsoessa tuotto-odotus kääntyy mielestämme jopa houkuttelevan puolelle ja pelikirja kokonaisuuden markkina-arvon tuplaamiselle on hahmoteltavissa (Indoor jaloilleen, konsernirakenteen purkaminen, pääomat KH Koneisiin). Rakennussektorin alakulun kesto ja KH Groupin kyky hyödyntää kilpailijoiden ahdinkoa epäorgaanisen arvonluonnin kannalta ovat keskeisessä roolissa määrittämässä syklin yli realisoituvaa tuottoa.

Suositus

Lisää

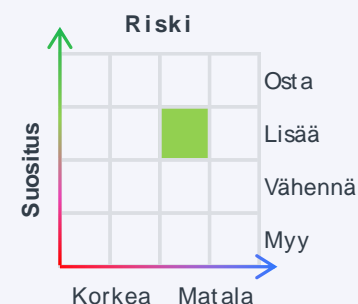
(aik. Lisää)

0,90 EUR

(aik. ,90 EUR)

Osakekurssi:

0,79



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT oik.	12,2	11,9	9,9	16,7
EBIT-% oik.	2,8 %	2,9 %	2,4 %	4,0 %
Nettotulos	14,1	-4,6	1,9	6,7
EPS (oik.)	0,24	0,17	0,03	0,12
P/E (oik.)	4,9	4,8	24,1	6,8
P/B	0,8	0,6	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	16,4	18,5	10,1
EV/EBITDA	19,0	6,1	5,6	4,2

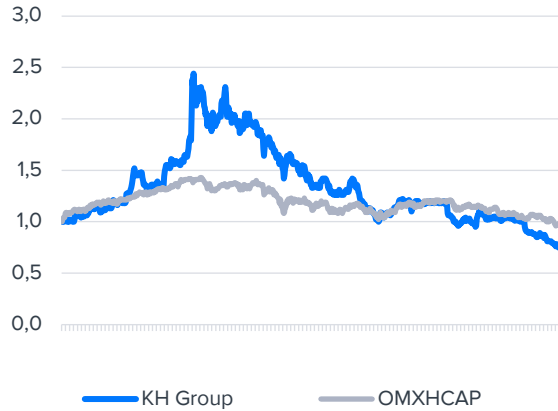
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

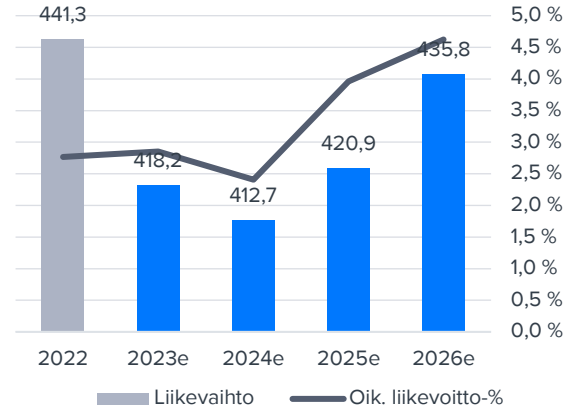
Ei ohjeistusta

Osakekurssi



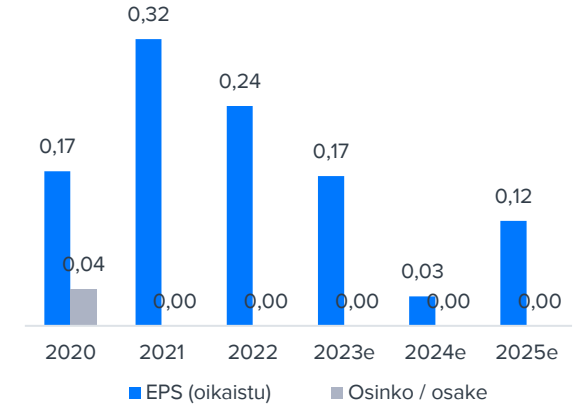
Lähde: Millistream Market Data AB

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
Osakekurssi	0,79	0,79	0,79
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	46	46	46
Yritysarvo (EV)	196	183	169
P/E (oik.)	4,8	24,1	6,8
P/E	neg.	24,1	6,8
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	6,1	5,6	4,2
EV/EBIT (oik.)	16,4	18,5	10,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Tulokset pitivät hyvin pintansa

KH Koneet kärsi syklin heikentymisestä

KH Koneiden liikevaihto laski merkittävästi ja alitti odotuksemme. Yhtiön kommenttien perusteella liikevaihdon heikkous painottui Ruotsin liikevaihdon heikkous painottui Ruotsin liiketoimintaan. Kysyntäympäristö on kohonnut korkotason ja heikkenevän rakennussyklin vuoksi KH Koneille haastava ja Ruotsin liiketoiminta kärsii lisäksi myös heikosta kruunusta. Yhtiön mukaan KH Koneiden Ruotsin liikevaihto laski merkittävästi Suomea vähemmän ja Suomessa otettiin markkinaosuutta kun taas Ruotsin liiketoiminta kehittyi markkinan mukaisesti.

Konekaupan heikkouden keskellä vuokraustoiminta on yhtiön mukaan pitänyt pintansa paremmin. Liikevaihdon tuntuva pudotuksesta huolimatta KH Koneiden suhteellinen kannattavuus oli yllättävän vahva ja johti ennustelytykseen.

Huonekalumarkkinan heikkous painoi Indooria, mutta kannattavuus piti pintansa

Indoor Groupin suoritus oli varsin rohkaiseva ja yhtiön

mukaan Indoorin Sotka -ketju pärjasi merkittävästi markkinaa paremmin, mutta korkeampaan hintasegmenttiin asemoituneen Askon haasteet ovat näemmä jatkuneet kuluttajien heikentyneen ostovoiman seurauksena. Indoorin lievästi laskenut liikevaihto ylitti kuitenkin ennusteemme, joka oli karkeasti linjassa markkinakehityksen kanssa. Yhtiön tulos piti pintansa selvästi odotuksiamme paremmin, mikä johtui osittain vertailukautta pienemmillä ERP-hankkeeseen liittyvillä kuluilla. Yhtiön mukaan sohvien ja patjojen valmistukseen keskittyvän Insofan tehtaan tilauskanta pysyi vahvana koko katsauskauden.

Indoor on saanut sitoumuksen 2,75 MEUR:n lisäsjoitukseen taseaseman vahvistamiseen. KH Groupin osuus lisäsjoituksesta on 2,1 MEUR. Tämä ei ollut meille yllätys ja liputimme Indoorin mahdollisen pääomatarpeen edellisessä yhtiöraportissamme. Mielestämme on selvää että Indooria on tuettava haastavassa markkinassa, mutta sijoitustarinan kannalta on lyhyellä aikavälillä kiusallista, että raha valuu nyt Indoorin suhteen väärään suuntaan.

Rakennussyklin heikkous ei näkynyt HTJ:n luvuissa

HTJ:n luvut menivät heittämällä yli ennusteiden vahvan kasvun ja fantastisen korkean kannattavuuden ajamana. Epäorganisen kasvun ohella yhtiö on kasvanut myös organisesti ja saanut laskutusasteitaan nostettua tehokkaan resurssoinnin tukemana. Syyskuun tilauskanta oli kuitenkin vertailukautta matalammalla tasolla, joten yhtiö ei myöskään ole immuuni rakennussektorin heikkoudelle.

NRG pääsi purkamaan tilauskantaansa

NRG:n liikevaihto ja -tulos vastasivat odotuksiamme ja Vema Liftin konkurssi toi odotetusti muiden liiketoimintojen kannattavuutta esille. Yhtiön mukaan tilauskanta on vertailukautta edellä Suomessa ja Ruotsissa. Pelastusajoneuvojen toimitusketjut ovat palautuneet ja alustojen sekä komponenttien toimitusajat ovat olleet yhtiön mukaan ennustettavia, mikä on helpottanut tuotannon suunnittelua.

Liikevaihto MEUR	Q3'22	Q3'23	Q3'23e	Kasvu	Erotus (%)
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot.	Tot. vs. inderes
Indoor Group	52,3	50,6	49,2	-3 %	3 %
KH-Koneet Group	45,6	35,0	39,6	-23 %	-12 %
Nordic Rescue Group	3,8	8,2	8,8	116 %	-7 %
HTJ	5,8	6,5	6,1	11 %	6 %
Oik. Liikevoitto (IFRS) MEUR	Q3'22	Q3'23	Q3'23e	Kasvu	Erotus (%)
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot.	Tot. vs. inderes
Indoor Group	3,8	2,6	-0,5	-32 %	na
KH-Koneet Group	2,6	2,0	1,8	-23 %	12 %
Nordic Rescue Group	-0,6	0,3	0,3	-152 %	-3 %
HTJ	0,7	1,0	0,5	43 %	96 %

Lähde: Inderes. HUOM: Vertailukauden luvut ovat pro forma

KH Group Q3'23: "Cash is King"



Ennustemuutokset olivat lähinnä tinkeröintiä

Laskimme KH Koneiden liikevaihtoennusteita, mutta kannattavuusennusteet nousivat lievästi

KH Koneiden odotuksiamme heikomman Q3-liikevaihdon vuoksi laskimme lähivuosien liikevaihtoennusteitamme lievästi. Yhtiön tuloskunto kesti kuitenkin odotuksiamme paremmin hidastuvan rakennusyösklin myynnin mixin painottuessa korkeamman suhteellisen kannattavuuden omaaviin tulonlähteisiin (huolto, varaosien myynti, vuokrausliiketoiminta). Lyhyellä aikavälillä KH Koneiden näkymä on todella haastava ja mm. Volvo arvioi rakennuskonemarkkinan supistuvan Euroopassa 5-15 % 2024.

Tuloksen syklisyyttä on mielestämme vaikea arvioida tuntematta yhtiön myynnin jakaumaa paremmin, mutta siihen odotamme saavamme parempaa näkyvyyttä yhtiön 29.11. järjestettävän CMD:n myötä.

Pieniä tarkistuksia Indoorin ennusteisiin

Indoorin selvästi odotuksiamme vahvemman Q3-kannattavuuden perusteella kuluvan vuoden liiketulosennusteemme nousi merkittävästi, mutta lähivuosien ennusteemme pysyivät pitkälti ennallaan. Tässä vaiheessa on mielestämme vaikea arvioida missä määrin vahva Q3-kannattavuus johtui alkuvuoteen nähden parantuneesta suoritusasosta ja missä määrin se selittyy kausiluonteisuudella (Q3'22 oli kannattavuuden kannalta muihin kvartaaleihin nähden todella vahva, mutta Q3'21 linjassa Q2:n kanssa).

HTJ:ssa positiivisia ennustemuutoksia, mutta emme ekstrapoloi vahvaa neljännestä

HTJ:n vahva Q3 johti pieniin positiivisiin ennustemuutoksiin lähivuosien ennusteisiimme. Q3:n hurjista luvuista huolimatta emme lähteneet

ekstrapoloimaan yhtiön tulevaisuutta vahvan neljänneksen mukaiseksi. Q3:lla toteutunut yli 15 %:n liiketulosmarginaali on erittäin korkea taso asiantuntijayhtiölle, mikä saa meidät epäilemään sen kestävyyttä.

Haastattelussamme johdon kommenttien perusteella Q3:lle ei kuitenkaan osunut poikkeuksellista hyvää, joka olisi tukenut kannattavuutta, vaan pikemminkin yhtiön korkeat laskutusasteet olivat kannattavuuden taustalla. Tämä voi luoda edellytykset tuleville myönteisille yllätyksille, jos yhtiö kykenee pitämään laskutusasteet korkealla.

NRG vastasi odotuksia

NRG:n Q3 oli linjassa odotuksiamme ja säilytimme yhtiön ennusteet ennallaan.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
Liikevaihto (MEUR)	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Indoor Group	182	185	1 %	184	186	1 %	187	189	1 %
KH Koneet	176	171	-3 %	169	163	-3 %	172	167	-3 %
HTJ	26,1	26,6	2 %	26,5	27,0	2 %	27,2	27,7	2 %
NRG	35,7	35,7	0 %	36,3	36,2	0 %	37,2	37,1	0 %
Oik. Liiketulos (MEUR)									
Indoor Group	-3,0	0,8	-126 %	2,9	3,2	8 %	6,5	6,6	1 %
KH Koneet	7,8	8,2	5 %	5,2	5,4	3 %	7,7	7,5	-3 %
HTJ	2,1	2,6	23 %	2,0	2,2	11 %	2,9	3,0	4 %
NRG	1,2	1,3	3 %	1,3	1,3	0 %	1,3	1,3	0 %
Kohdistamattomat kulut	-2,8	-2,9	4 %	-2,0	-2,1	5 %	-1,8	-1,8	0 %

Muutokset osien summa -laskelmassamme

KH Koneissa ja Indoorissa ei suurempaa draamaa

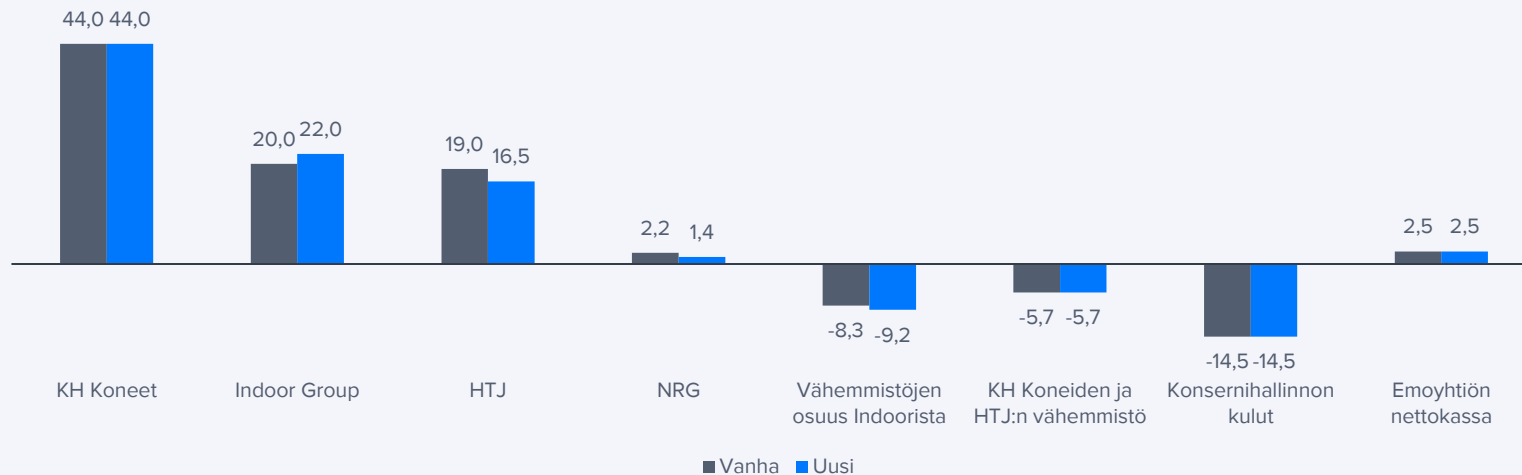
Säilytimme näkemyksemme KH Koneiden käyvästä arvosta ennallaan 44 MEUR:ssa, kun taas nostimme Indoorin käypää arvoa 22 MEUR:oon hyvän Q3-raportin ja hyvin edenneen ERP-hankkeen laskiessa todennäköisyyttä paremman taseriskin realisoitumisesta.

Korjaus HTJ:n ja NRG:n taserakenteessa painoi yhtiöiden käypää arvoa

HTJ:n ja NRG:n hyvien raporttien ja ennustemuutosten vastapainona käyvän arvon mallinnuksessamme oli muutos yhtiöiden taserakenteissa konsernin sisäisten velkojen johdonmukaisen kohtelun mahdollistamiseksi. Emme aiemmin olleet monimutkaisen konsernirakenteen vuoksi huomioineet johdonmukaisesti kaikkia konsernin tytäryhtiölle kuuluvia velkoja. Olemme

oikoneet konsernin sisäisiä lainaamisia, mikä nostattaa HTJ:n ja NRG:n nettovelkaa ja painaa oman pääoman käypää arvoa laskelmassamme. Tämän myötä olemme myös tarkastaneet uusiksi yhtiön rahoitusrakenteita DCF-malleissamme. Tämän seurauksesta muutokset osien summa laskelmassamme ovat yhtiöiden kohdalla negatiivisia hyvistä Q3-suorituksista huolimatta.

Muutokset osien summaan



HTJ:lle näemme paljon ottajia

HTJ:sta luopuminen on nähdäksemme helpointa

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.

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	46,4	44,0	17,8	61,8
Indoor Group	24,1	22,0	70,6	92,6
HTJ	19,5	16,5	7,3	23,8
NRG	1,9	1,4	12,6	14,0
- Vähemmistöjen osuus Indoorista		-9,2		
- KH Koneiden ja HTJ:n vähemmistö		-5,7		
- Konsernihallinnon kulut		-14,5		
+ Emoyhtiön nettokassa		2,5		
= Osien summa		57,0		
Konsernin nykyinen markkina-arvo		44,6		
Alennus osien summaan		-22 %		
Osien summan indikoima osakekohtainen arvo		0,98 €		

Implisiittiset 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 rakennussektorin haasteiden näkyvän yhtiön tuloskunnossa toden teolla vasta tuolloin. 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. Nykyisessä 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.

Käänneyhtiöstatus heijastuu Indoorin arvostuksessa

Käyttökateella mitattuna Indoor vaikuttaa 2024 ennusteillamme edulliselta, joskin korkean poisto/käyttökate suhteen vuoksi kerroin voi johtaa harhaan ja nettotulosennusteemme onkin ensi vuodelle juuri ja juuri positiivinen. Indoor on viime vuosina 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 elpymässä ja taseen vahvistuessa näemme kaikki edellytykset tase pohjaiseen preemiohinnoitteluun ja selvään arvonnousuun suhteessa nykyiseen arvoon.

HTJ:n pääomakevyyden liiketoimintamallin vuoksi fokus on tulos pohjaisissa kertoimissa

HTJ:n erittäin pääomakevyyden liiketoimintamallin vuoksi suosimme yhtiön arvonmäärityksessä tuloskertoimia yhtiön arvostusta arvioidessa. Määrittämällämme 16,5 MEUR:N yhtiökohtaisella markkina-arvolla HTJ:ta hinnoitellaan noin 9-29 %:n alennuksella verrokkeihin nähden. Yhtiön pienen kokoluokan ja nykyisen omistusrakenteen vuoksi yhtiötä kuuluu mielestämme hinnoitella alennuksella listattuihin verrokkeihin nähden. DCF-mallimme puolestaan indikoi yhtiölle noin 21 MEUR:n arvoa. Liiketoiminnan suhdannekestävyys on HTJ:n kohdalla hieman epäselvä meille, mutta Q3-raportin mukaan infrarakentaminen ja julkisen sektorin toimitilat muodostavat yli 60 % liikevaihdosta rajoittaen heiluntaa.

NRG:n arvostus tulos pohjaisesti matala, muttei syttyä

NRG:n liikevaihto- ja tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat matalat, mikä selittyy yhtiön korkealla riskiprofiililla ja käänneyhtiöstatuksella. Yhtiön kestävä tulos tason arvioiminen on nykyisillä näytöillä erittäin hankalaa, minkä kuuluu mielestämme heijastua hyväksyttävissä arvostuskertoimissa.

KH Koneet	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/ Käyttökate	6,8	9,4	6,3	4,5
EV/ Oik. Liikevoitto	8,4	12,7	7,8	5,4
Oik. P/E	9,0	14,7	8,8	6,4
P/B	1,1	1,0	1,0	0,9

Indoor Group	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/ Käyttökate	5,1	4,1	3,0	2,4
EV/ Liikevoitto	118,8	27,0	11,2	8,2
P/E	-10,5	217,0	6,7	4,8
P/B	0,7	0,7	0,7	0,6

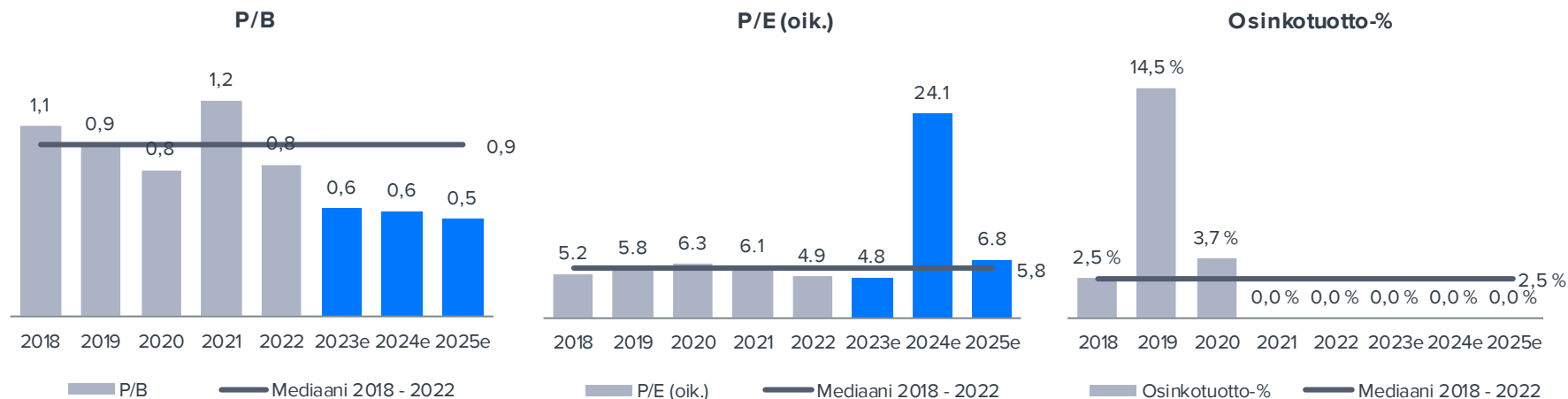
HTJ	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/ Käyttökate	9,0	9,8	6,4	5,2
EV/ Oik. Liikevoitto	9,5	10,5	6,7	5,4
Oik. P/E	9,0	10,7	7,2	6,6
P/B	1,8	1,8	1,7	1,5

NRG	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/ Käyttökate	8,8	8,9	8,7	8,4
EV/ Oik. Liikevoitto	11,3	11,5	11,3	10,9
Oik. P/E	13,1	8,2	7,5	3,6
P/B	-1,4	-0,6	-0,4	-0,3

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,22	1,28	1,08	1,92	1,18	0,79	0,79	0,79	0,79
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	57,8	58,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	70	74	63	112	69	46	46	46	46
Yritysarvo (EV)	74	42	54	116	232	196	183	169	156
P/E (oik.)	5,2	5,8	6,3	6,1	4,9	4,8	24,1	6,8	4,7
P/E	5,2	5,8	6,3	6,1	4,9	neg.	24,1	6,8	4,7
P/B	1,1	0,9	0,8	1,2	0,8	0,59	0,58	0,5	0,5
P/S	19,0	>100	19,6	9,7	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	19,9	83,3	16,9	10,1	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	4,5	2,6	4,6	5,8	19,0	6,1	5,6	4,2	3,6
EV/EBIT (oik.)	4,5	2,6	4,6	5,8	19,0	16,4	18,5	10,1	7,7
Osinko/tulos (%)	12,8 %	83,5 %	23,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	14,5 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

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
SURTECO GROUP (XET)	234	608	31,2	9,7	7,8	5,0	0,7	0,7	123,2	7,2	0,6
NOBIA	119	477	20,5	13,6	6,3	4,6	0,4	0,4	80,4	30,4	0,3
MAISONS DU MONDE	186	887	21,2	16,1	4,6	4,2	0,8	0,7	12,5	7,7	0,3
LEON'S FURNITURE	786	1026	NA	NA	4,8	4,5	0,6	0,6	8,2	7,3	NA
WILLIAMS-SONOMA	9118	8632	6,0	7,5	5,3	6,3	1,0	1,2	9,1	10,7	5,9
Indoor Group (Inderes, IFRS)	44	93	118,8	27,0	5,1	4,1	0,5	0,5	-10,5	217,0	0,7
Keskiarvo			19,7	11,7	5,7	4,9	0,7	0,7	46,7	12,6	1,8
Mediaani			20,8	11,7	5,3	4,6	0,7	0,7	12,5	7,7	0,5
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			470 %	131 %	-4 %	-12 %	-28 %	-30 %		2719 %	62 %

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
ROSENBAUER INTL.	207	676	18,8	12,1	10,3	7,8	0,6	0,6	13,3	6,8	1,1
OSHKOSH	5429	6372	8,1	7,3	6,8	6,3	0,7	0,7	9,9	8,8	1,7
REV GROUP	799	958	9,0	7,2	7,3	6,0	0,4	0,4	12,1	9,3	1,9
NRG (Inderes, FAS)	1	14	11,3	11,5	8,8	8,9	0,4	0,4	13,1	8,2	-1,4
Keskiarvo			12,0	8,9	8,1	6,7	0,6	0,5	11,8	8,3	1,5
Mediaani			9,0	7,3	7,3	6,3	0,6	0,6	12,1	8,8	1,7
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			25 %	57 %	20 %	41 %	-38 %	-33 %	8 %	-6 %	

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	98	181	12,5	10,4	7,0	6,5	0,9	0,9	11,7	9,4	0,8
SWECO B	3154	3725	17,2	15,0	12,5	11,6	1,6	1,4	19,8	16,8	3,4
AFRY	1122	1756	11,8	10,7	7,5	7,1	0,8	0,8	11,1	9,7	1,0
REJLERS B	219	274	12,1	10,5	7,3	6,6	0,8	0,7	13,3	11,5	1,4
WSP GLOBAL	15415	18356	26,2	22,8	14,1	12,8	2,5	2,3	26,8	23,3	3,5
ETTEPLAN	349	420	15,6	14,0	9,1	8,4	1,2	1,1	17,3	15,4	3,0
ARCADIS	3610	4790	14,0	12,3	9,9	9,0	1,0	1,0	15,3	13,3	3,0
SOLWERS	32	14	2,8	2,8	1,8	1,8	0,2	0,2	13,0	12,0	0,8
HTJ (Inderes, FAS)	17	24	9,5	10,5	9,0	9,8	0,9	0,8	9,0	10,7	1,8
Keskiarvo			14,0	12,3	8,6	8,0	1,1	1,1	16,0	13,9	2,1
Mediaani			13,3	11,5	8,3	7,8	0,9	0,9	14,3	12,7	2,2
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-28 %	-9 %	9 %	27 %	0 %	-13 %	-37 %	-16 %	-16 %

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	26053	37164	9,9	9,6	5,8	5,6	2,8	2,7	10,0	9,5	3,4
H&E EQUIPMENT SERVICES	1404	2711	10,5	9,7	4,3	4,0	2,0	1,8	9,0	8,2	2,9
MCGRATH RENTCORP	2331	2961	15,5	13,7	9,9	9,4	3,8	3,7	21,8	18,6	NA
SPEEDY HIRE	160	364	9,0	8,2	3,1	2,9	0,7	0,7	8,6	5,8	0,7
VP	230	451	8,3	7,6	3,7	3,4	1,1	1,0	6,5	6,3	1,2
WETTERI OYJ	67	186	14,7	16,2	8,0	8,1	0,4	0,4	11,5	12,9	2,1
BILIA A	844	1451	10,4	9,9	6,7	6,4	0,5	0,7	9,4	8,6	2,1
KH Koneet (Inderes, FAS)	44	62	8,4	12,7	6,8	9,4	0,4	0,4	9,0	14,7	1,1
Keskiarvo			9,8	9,4	5,2	5,0	1,4	1,4	9,6	8,7	1,8
Mediaani			10,2	9,6	5,0	4,8	0,9	0,9	9,2	8,4	2,1
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-17 %	32 %	36 %	96 %	-60 %	-59 %	-2 %	76 %	-48 %

Tuloslaskelma*

Tuloslaskelma	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	99,5	116	108	118	441	103	106	100	109	418	413	421	436
KH Koneet	42,4	54,8	45,6	51,8	195	43,4	46,1	35,0	46,6	171	163	167	175
Indoor Group	45,6	47,2	52,3	47,1	192	43,6	44,0	50,6	46,6	185	186	189	194
HTJ	4,7	5,8	5,8	6,7	23,1	6,1	7,0	6,5	6,9	26,6	27,0	27,7	28,4
Nordic Rescue Group	6,8	8,4	3,8	12,5	31,5	9,9	8,8	8,2	8,8	35,7	36,2	37,1	38,2
Käyttökate						9,4	9,6	2,5	10,8	32,3	33,0	39,9	43,6
Poistot ja arvonalennukset						-8,2	-8,4	-9,3	-8,4	-34,3	-23,1	-23,2	-23,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,5	2,9	6,0	3,8	12,2	1,2	3,2	5,1	2,4	11,9	9,9	16,7	20,2
Liikevoitto	-0,5	2,9	6,0	3,8	12,2	1,2	1,2	-6,8	2,4	-2,0	9,9	16,7	20,2
KH Koneet	1,6	3,7	2,6	2,9	10,8	1,9	2,3	2,0	2,0	8,2	5,4	7,5	9,6
Indoor Group	-1,5	-1,2	3,8	-0,1	1,0	-0,6	-1,5	2,6	0,3	0,8	3,2	6,6	7,8
HTJ	0,5	0,6	0,7	1,0	2,8	0,4	0,6	1,0	0,6	2,6	2,2	3,0	3,2
Nordic Rescue Group	-0,5	0,3	-0,6	0,6	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Kohdistamattomat erät	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-2,2	-0,6	-0,8	-12,7	-0,7	-14,8	-2,1	-1,8	-1,8
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-2,6	-3,5	-2,1	-2,0	-10,2	-7,5	-6,5	-5,4
Tulos ennen veroja	-0,5	2,8	6,0	3,8	12,0	-1,4	-2,3	-8,9	0,4	-12,2	2,4	10,1	14,7
Verot	0,5	0,6	0,6	0,4	2,1	0,5	0,4	2,2	-0,1	3,0	-0,5	-2,0	-2,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	3,2	0,2	4,6	0,0	-1,4	-1,9
Nettotulos	0,0	3,4	6,6	4,2	14,1	-0,9	-0,7	-3,2	0,5	-4,3	1,9	6,7	9,9
EPS (oikaistu)	0,00	0,06	0,11	0,07	0,24	-0,02	0,02	0,15	0,01	0,17	0,03	0,12	0,17
Tunnusluvut	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%					12,5 %	3,6 %	-8,8 %	-6,7 %	-7,8 %	-5,2 %	-1,3 %	2,0 %	3,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%					12,2 %	-340,0 %	10,3 %	-14,6 %	-36,3 %	-2,1 %	-16,8 %	67,8 %	20,9 %
Käyttökate-%					3,2 %	9,1 %	9,1 %	2,5 %	10,0 %	7,7 %	8,0 %	9,5 %	10,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,5 %	2,5 %	5,6 %	3,2 %	2,8 %	1,2 %	3,0 %	5,1 %	2,2 %	2,9 %	2,4 %	4,0 %	4,6 %
Nettotulos-%	0,0 %	2,9 %	6,1 %	3,5 %	3,2 %	-0,9 %	-0,7 %	-3,2 %	0,5 %	-1,0 %	0,5 %	1,6 %	2,3 %

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
Pysyvät vastaavat	111	213	201	199	197
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	92,4	92,9	93,7
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	2,8	0,0
Vaihtuvat vastaavat	1,8	164	149	143	144
Vaihto-omaisuus	0,0	112	105	101	101
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	7,3	7,3	7,3	7,3
Myyntisaamiset	0,0	18,8	16,7	14,4	14,7
Likvidit varat	1,8	26,4	20,9	20,6	21,0
Taseen loppusumma	113	377	350	342	341

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	93,5	87,8	77,3	79,2	86,0
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	65,4	53,4	49,1	51,0	57,8
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
Pitkäaikaiset velat	14,6	128	121	113	105
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	94,8	86,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	2,5	2,5	2,5	2,5
Lyhytaikaiset velat	5,2	161	152	150	150
Korolliset velat	1,0	74,4	68,4	63,2	57,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,2	86,4	83,6	86,7	92,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	113	377	350	342	341

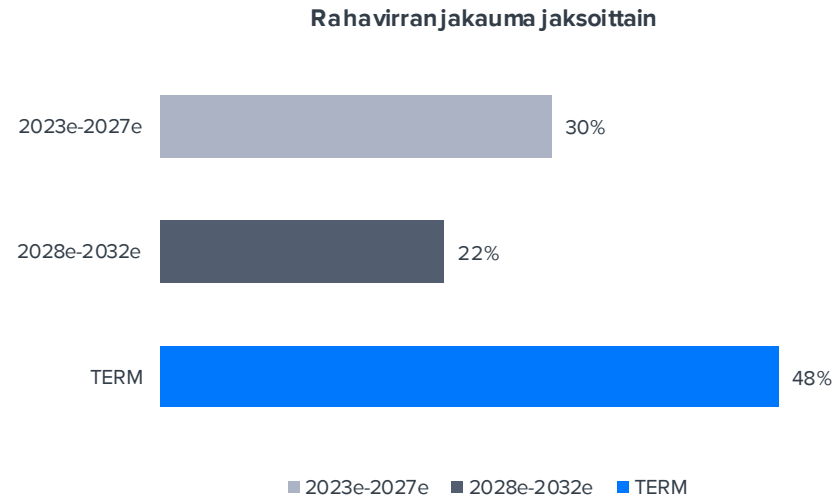
*Huom: 2021 tase noudattaa sijoitusyhtiön raportointitapaa, eikä sen vuoksi ole vertailukelpoinen nykyisen monialakonsernin raportointitavan kanssa. Olemme korvanneet 2022 sijoitusyhtiön taseen H1'23 raportin monialakonsernin taseella, jotta tulevat tase-ennusteemme rakentuisivat vertailukelpoisen datapisteen 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 %	-12,0 %	-4,5 %	2,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Käyttökate-%	6,1 %	6,5 %	5,3 %	3,8 %	5,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	7,3	8,2	5,7	2,9	5,0	7,1	7,4	8,4	9,8	10,0	10,2	9,4	
+ Kokonaispoistot	2,9	4,4	3,4	3,3	3,4	3,5	3,5	3,0	2,0	2,0	2,0	2,1	
- Maksetut verot	-1,8	-2,0	-1,5	-0,9	-1,3	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	
- Käyttöpääoman muutos	-3,4	-11,9	1,8	-0,9	-0,4	-2,3	-2,2	-2,0	-1,6	-1,3	-1,1	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	4,6	-2,4	9,4	4,4	6,6	6,5	7,0	7,5	8,2	8,7	9,1	8,7	
+ 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	-0,7	-1,6	-1,3	-1,8	-1,9	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,7	-9,8	8,7	2,8	5,4	4,7	5,1	5,3	6,1	6,5	6,9	6,5	
+/- 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	8,7	2,8	5,4	4,7	5,1	5,3	6,1	6,5	6,9	6,5	81,9
Diskontattu vapaa kassavirta			8,5	2,5	4,4	3,5	3,5	3,3	3,4	3,4	3,3	2,8	35,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			74,0	65,5	63,0	58,6	55,1	51,6	48,3	44,8	41,5	38,2	35,4
Velaton arvo DCF			74,0										
- Korolliset velat			-31,0										
+ Rahavarat			3,1										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			46,1										

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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,6 %

Lähde: Inderes



DCF -laskelma 2/4

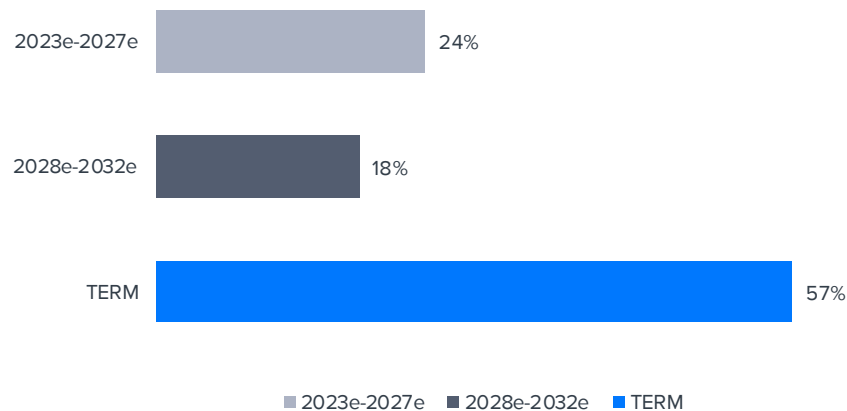
DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,5 %	-6,2 %	-3,8 %	0,7 %	1,8 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	6,9 %	0,5 %	0,4 %	1,7 %	3,5 %	4,0 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	14,1	1,0	0,8	3,2	6,6	7,8	8,6	8,7	8,7	8,9	9,0	8,7	
+ Kokonaispoistot	18,3	19,3	17,6	17,7	18,0	18,4	18,9	19,3	19,7	20,1	20,4	20,6	
- Maksetut verot	-2,8	-0,2	-0,2	-0,6	-1,3	-1,6	-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	
Operatiivinen kassavirta	21,3	13,7	15,6	20,2	23,3	24,7	25,7	26,3	26,6	27,2	27,6	27,5	
+ 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	-16,5	-20,9	-13,2	-15,9	-14,9	-16,2	-20,4	-20,5	-20,9	-21,3	-21,3	-21,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,8	-7,2	2,3	4,4	8,4	8,5	5,4	5,8	5,7	5,8	6,2	6,3	
+/- 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	2,3	4,4	8,4	8,5	5,4	5,8	5,7	5,8	6,2	6,3	107
Diskontattu vapaa kassavirta			2,3	4,0	7,2	6,9	4,1	4,1	3,8	3,6	3,6	3,4	57,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			101	98,5	94,4	87,2	80,4	76,3	72,2	68,4	64,8	61,2	57,8
Velaton arvo DCF			101										
- Korolliset velat			-82,2										
+ Rahavarat			5,8										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			24,4										

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 %
Oman pääoman kustannus	12,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



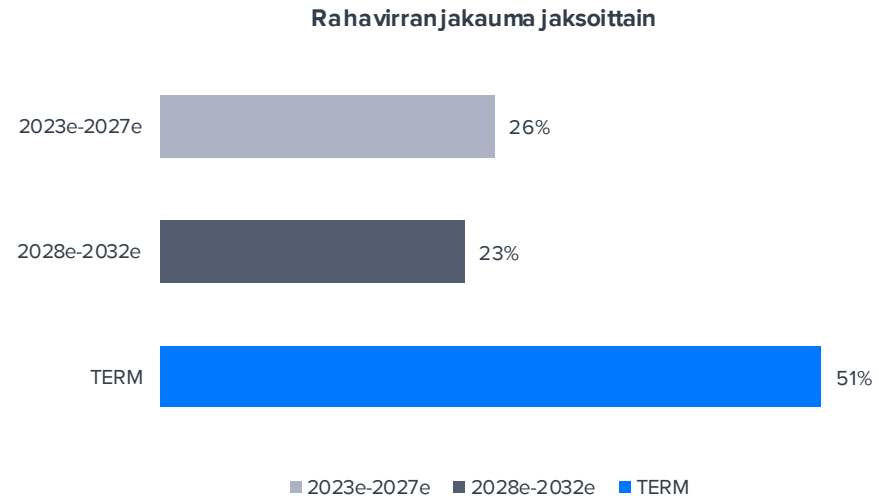
DCF -laskelma 3/4

DCF-laskelma HTJ (FAS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,8 %	21,7 %	15,0 %	1,5 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	12,4 %	12,5 %	10,0 %	8,3 %	11,1 %	11,5 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,1 %	11,0 %	10,5 %	10,5 %
Liikevoitto	2,2	1,0	1,0	0,6	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	3,3	3,3	3,2	
+ Kokonaispoistot	0,1	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	-0,4	-0,2	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	
- Käyttöpääoman muutos	1,9	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	3,9	2,4	1,6	1,9	2,5	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	
+ 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	0,2	-1,9	-1,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,1	0,5	0,4	1,7	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	
+/- 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	4,1	0,5	0,4	1,7	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	34,6
Diskontattu vapaa kassavirta			0,4	1,5	2,0	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	14,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			29,2	28,8	27,2	25,3	23,4	21,6	20,1	18,6	17,2	15,9	14,8
Velaton arvo DCF			29,2										
- Korolliset velat			-10,5										
+ Rahavarat			2,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			20,9										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes



DCF -laskelma 4/4

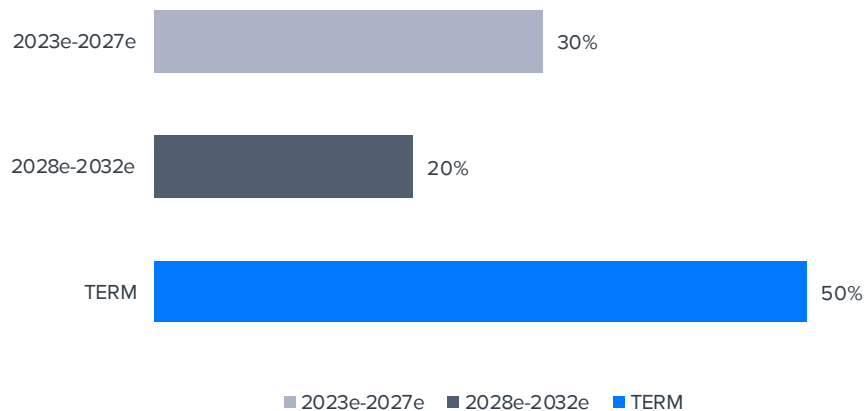
DCF-laskelma NRG (FAS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	43,0 %	11,0 %	-14,6 %	1,5 %	2,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	-0,1 %	-4,7 %	4,5 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	-1,9	-8,7	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	
+ 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	
Operatiivinen kassavirta	1,8	-1,3	1,7	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,4	
+ 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	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,5	-1,5	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9	
+/- 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	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9	14,9
Diskontattu vapaa kassavirta			1,3	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	7,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			14,2	12,9	12,1	11,3	10,7	10,0	9,3	8,7	8,1	7,6	7,1
Velaton arvo DCF			14,2										
- Korolliset velat				-15,0									
+ Rahavarat				2,3									
-Vähemmistöosuus				0,0									
-Osinko/pääomapalautus				0,0									
Oman pääoman arvo DCF				1,5									

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	65,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,80
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksottain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	3,2	11,5	441,3	418,2	412,7	EPS (raportoitu)	0,17	0,32	0,24	-0,07	0,03
Käyttökate	11,7	20,2	12,2	32,3	33,0	EPS (oikaistu)	0,17	0,32	0,24	0,17	0,03
Liikevoitto	11,7	20,2	12,2	-2,0	9,9	Operat. kassavirta / osake	0,19	0,43	-0,64	0,68	0,73
Voitto ennen veroja	11,6	20,2	12,0	-12,2	2,4	Vapaa kassavirta / osake	0,19	0,43	-4,16	0,30	0,32
Nettovoitto	9,9	18,4	14,1	-4,3	1,9	Omapääoma / osake	1,33	1,61	1,40	1,33	1,36
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-13,9	0,0	Osinko / osake	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	83,5	113,3	377,0	350,1	342,1	Liikevaihdon kasvu-%	540 %	259 %	3737 %	-5 %	-1 %
Oma pääoma	77,3	93,5	87,8	77,3	79,2	Käyttökateen kasvu-%	-27 %	73 %	-40 %	165 %	2 %
Liikearvo	0,0	0,0	37,7	37,7	37,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-27 %	73 %	-40 %	-2 %	-17 %
Nettovelat	-8,6	4,7	158,2	150,0	137,4	EPS oik. kasvu-%	-23 %	86 %	-23 %	-32 %	-80 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	365,6 %	175,7 %	2,8 %	7,7 %	8,0 %
Käyttökate	11,7	20,2	12,2	32,3	33,0	Oik. Liikevoitto-%	365,6 %	175,7 %	2,8 %	2,9 %	2,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	4,8	-55,7	6,6	8,7	Liikevoitto-%	365,6 %	175,7 %	2,8 %	-0,5 %	2,4 %
Operatiivinen kassavirta	10,8	24,9	-37,0	39,4	42,2	ROE-%	12,7 %	21,5 %	16,1 %	-5,4 %	2,4 %
Investoinnit	0,2	-0,2	-207,3	-22,2	-23,6	ROI-%	15,1 %	22,8 %	6,6 %	-0,8 %	4,1 %
Vapaa kassavirta	11,0	24,7	-241,8	17,5	18,7	Omavaraisuusaste	92,6 %	82,5 %	23,3 %	22,1 %	23,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-11,2 %	5,0 %	180,2 %	194,0 %	173,4 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	16,9	10,1	0,5	0,5	0,4						
EV/EBITDA (oik.)	4,6	5,8	19,0	6,1	5,6						
EV/EBIT (oik.)	4,6	5,8	19,0	16,4	18,5						
P/E (oik.)	6,3	6,1	4,9	4,8	24,1						
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

Suosituksistoria (>12 kk)

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 suosituksin 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 tehdyin arviot 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 sijoitavassa 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 sijoitavassa 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
02/11/2023	Lisää	0,90 €	0,79 €

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 pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, 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.**