

KH Group

Laaja Raportti

11.03.2024 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Odotuksen arvioinen rakennemuutos

Tarkistamme KH Groupin tavoitehinnan 0,80 euroon (aik. 0,90 eur) ja toistamme lisää-suosituksen. Muutosmatka kohti KH-Koneiden ympärille rakennettavaa monialakonsernia etenee, mutta arviomme mukaan nykyinen vaikea liiketoimintaympäristö voi hidastaa arvon purkautumista ja altistaa etenkin Indoor Groupin taseriskeille. Osien summa -laskelmamme viitoittaa osakkeelle selvää nousupotentiaalia, joskin sen realisoituminen on ehdollinen nykyisen omistusrakenteen purkamiselle ja taseriskien realisoitumiselta välttymiselle.

KH Group on muodostunut Sievi Capitalin transformaatiota kohti teollista konsernia

KH Group on muodostunut vanhan Sievi Capitalin muutoksesta sijoitusyhtiöstä kohti suurimman tytäryhtiön, KH-Koneiden, ympärille rakennettavaa teollista konsernia. Konserni koostuu rakennus- ja maansiirtokoneiden maahantuontiin ja vähittäiskauppaan keskittyvästä KH-Koneista, huonekalujen ja sisustustuotteiden vähittäiskaupassa toimivasta Indoor Groupista, rakennuttajakonsulttiyhtiö HTJ:sta ja pelastusajoneuvoja toimittavasta Nordic Rescue Groupista. Liiketoiminnan muuttuneen logiikan ja toisaalta vaihtuneen johdon myötä vanhan Sievi Capitalin näytöt eivät enää ole KH Groupin kannalta relevantteja ja nykyistä kokonaisuutta kannattaa mielestämme katsoa tytäryhtiöittäin. Marraskuussa järjestetyn CMD:n perusteella KH Group pyrkii 2024-2025 aikana irtautumaan muista tytäryhtiöistään, jonka jälkeen konserni koostuisi täysin KH-Koneista. Konsernin rakentaminen KH-Koneiden ympärille on mielestämme perusteltu päätös yhtiön vahvat historialliset näytöt ja pitkä kasvunäkymä huomioiden. Konsernin emon tase on hyvässä kunnossa, mutta sijoitusyhtiötausta näkyy tytäryhtiöiden taseissa, joissa on hyödynnetty velkavipua tuottojen vahvistamiseksi.

KH-Koneet on arvokkain palanen, mutta myös HTJ:ta ja Indoor Groupia hyvä pitää silmällä

KH Groupin sijoitustarinan kannalta KH-Koneet on ehdottomasti relevantein palanen. Yhtiöllä on hyvät näytöt kannattavasta kasvusta ja se on nopeasti kasvattanut liiketoimintaansa myös Ruotsissa. Kansainvälisen kasvutarinan kannalta on kuitenkin kriittistä, että yhtiö kykenee parantamaan liiketoiminnan suhteellista kannattavuutta ulkomailla, jotta suurempaan kokoluokkaan kasvaminen olisi arvoa luova. Miellämme Indoor Groupin käännetyhtiöksi, joka kamppailee turhan vivutetun taseen ja erittäin haastavan liiketoimintaympäristön kannalta. HTJ omaa näytöt vahvasta ja kannattavasta kasvusta, joskin rakennussektorin haasteet heikentävät lähitulevaisuuden arvonluontinäkömää. Konsernin pienimmän yhtiön, NRG:n kohdalla orastavan tulostakäänteen saattaminen kunnialla loppuun on keskeistä, sillä yhtiön velkavivun vuoksi taseen tuoma tappiopuskuri on vähissä. Emoyhtiön tase on kuitenkin kunnossa, joten taseriskit rajoittuvat yksittäisiin omistuksiin.

Arvostuksessa painotamme osien summaa

Monialakonsernin raportointitapa mahdollistaa KH Groupin arvonmäärityksen konsernitasolla, mutta tytäryhtiöiden vahvasti poikkeavien kassavirtaprofiilien, tytäryhtiöiden vähemmistöosuuksien ja tulevaisuudessa muuttuvan konsernirakenteen vuoksi suosimme osien summa -menetelmää. Osien summa -laskelmamme indikoi konsernille 0,94 euron osakekohtaista arvoa, joskin sen purkautuminen vaatii aikaa. DCF-mallimme indikoivat seuraavia arvoja: KH-Koneet 50 MEUR, Indoor 25 MEUR, HTJ 22 MEUR ja NRG 1,8 MEUR. Lyhyellä aikavälillä osakkeen nousuajurit ovat mielestämme vähissä heikon rakennussyklin ja tytäryhtiöiden heikentyvän tulostason vuoksi. Syklin yli katsoessa tuotto-odotus kääntyy mielestämme houkuttelevan puolelle ja pelikirja tuntuvan omistaja-arvon luomiselle on hahmoteltavissa (Indoor jaloilleen, konsernirakenteen purkaminen, pääomaa KH-Koneisiin).

Suositus

Lisää

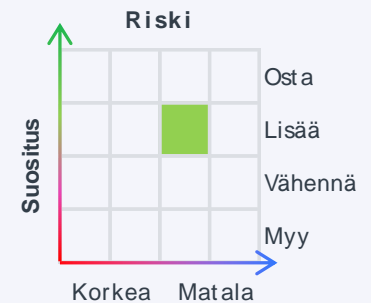
(aik. Lisää)

0,80 EUR

(aik. ,90 EUR)

Osakekurssi:

0,68



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT oik.	12,2	11,6	10,1	17,1
EBIT-% oik.	2,8 %	2,8 %	2,5 %	4,1 %
Nettotulos	14,1	-4,9	-0,7	3,9
EPS (oik.)	0,24	0,16	-0,01	0,07
P/E (oik.)	4,9	4,3	neg.	10,2
P/B	0,8	0,5	0,5	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	16,4	18,1	9,9
EV/EBITDA	19,0	5,9	5,5	4,2

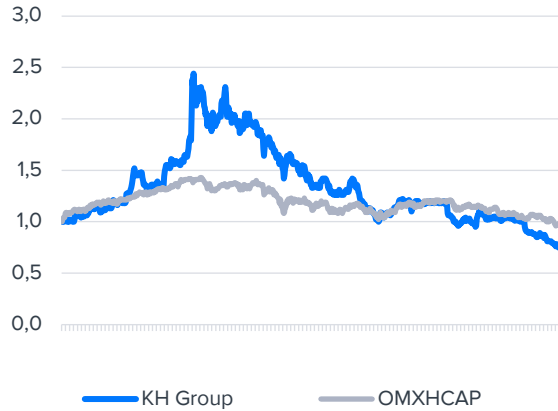
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

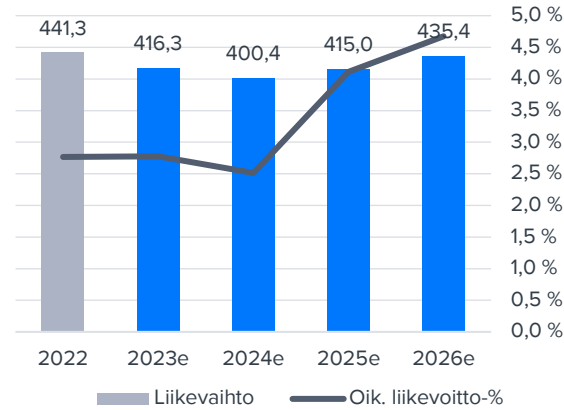
Ei ohjeistusta

Osakekurssi



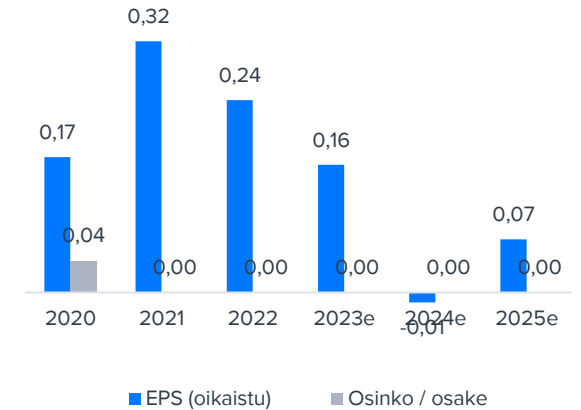
Lähde: Millistream Market Data AB

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 kiristyminen
- Järkevien irtautumismahdollisuuksien lykkäytyminen heikon pääomamarkkinan vuoksi

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,68	0,68	0,68
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	40	40	40
Yritysarvo (EV)	190	182	169
P/E (oik.)	4,3	neg.	10,2
P/E	neg.	neg.	10,2
P/B	0,5	0,5	0,5
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,9	5,5	4,2
EV/EBIT (oik.)	16,4	18,1	9,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja strategia	5-6
KH-Koneet Group	7-13
Indoor Group	14-17
Nordic Rescue Group	18-20
Rakennuttajatoimisto HTJ	21-23
Taloudellinen tilanne	24
Ennusteet ja Ennustemuutokset	25-27
Sijoitusprofiili	28-29
Arvonmääritys ja suositus	30-32
Taulukot	33-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

KH Group lyhyesti

KH Group on entisestä Sievi Capitalista muodostunut monialakonserni, jonka liiketoiminta on tarkoitus rakentaa KH-Koneiden ympärille

KH Groupin
omistus



Indoor Group omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan. Indoor keskittyy nykyään täysin kotimarkkinaan.

Vahva kassavirtaprofiili

Liittyi konserniin vuonna 2017

Irtautuminen ajankohtaista aikaisintaan H2'24

58,3%



KH-Koneet Group on maanrakennuskoneiden maahantuoja ja vähittäismyyjä. Se tarjoaa myös huolto- ja varaosapalveluita sekä konevuokrausta. Yhtiö laajeni 2019 Ruotsiin ja maan tarjooma on saatu nopeasti laajennettua lähes Suomea vastaavaksi.

Vahva asema
Suomessa

Kasvupotentiaali
Ruotsissa

Liittyi konserniin vuonna 2017

Konserni tarkoitus muodostaa KH-Koneiden ympärille.

90,7%



NRG on pelastusajoneuvojen järjestelmätoimittaja. Konsernilla on vahva asema Suomessa ja Ruotsissa. Yhtiöiden asiakkaita ovat niin julkiset kuin yksityiset pelastuslaitokset.

Kasvupotentiaali
vientimarkkinoilla

Liittyi konserniin 2020

Irtautuminen mahdollista jopa lähitulevaisuudessa, mutta voi vaatia lisänäyttöjä tuloskäänteestä.

68,1%



Rakennuttajatoimisto HTJ keskittyy rakennuttamiseen, projektinjohtoon ja valvontaan. Yhtiö toimii ympäri Suomea ja työllistää yli 200 henkilöä.

Potentiaalia tuntuvaan
kasvuun vielä Suomessa

Liittyi konserniin 2021

Irtautuminen mahdollista jopa lähitulevaisuudessa.

91,7%

Yhtiökuvaus ja strategia

KH Group on muodostunut entisestä Sievi Capitalista

KH Group koostuu entisistä sijoitusyhtiö Sievi Capitalin omistuksista. Tästä johtuen yhtiön rakenne on toistaiseksi monimutkainen ja sisältää neljä täysin erilaista liiketoimintaa. Uusi kokonaisuus on tarkoitus rakentaa KH-Koneiden ympärille konsernin luopuessa muista omistuksistaan arvoa maksimoiden. Liiketoiminnan muuttuneen logiikan ja vaihtuneen johdon vuoksi Sievi Capitalin näytöt sijoitusyhtiönä eivät enää ole KH Groupia arvioidessa relevantteja. Liiketoimintojen kehityksen seuraaminen tytäryhtiöittäin on näin ollen huomattavasti konsernitasoa mielekkäämpää. Konsernin ja Indoor Groupin luvut noudattavat IFRS-kirjanpitoa, kun taas muiden tytäryhtiöiden yhtiökohtaiset luvut ovat FAS-kirjanpidon mukaisia. Tästä johtuen analyysissämme esiintyy sekä IFRS- että FAS-lukuja, mikä voi hämmäntää lukijaa.

H1'23 tehdyn monialakonsernin transformaation myötä KH Groupin historialliset luvut ja raportointi eivät ole enää vertailukelpoisia konsernin sijoitusyhtiönä julkaisemien lukujen kanssa.

Neljä tytäryhtiötä

KH Groupilla on neljä tytäryhtiötä: konekauppaan erikoistunut KH-Koneet, huonekalujen jälleenmyyntiin keskittynyt Indoor Group, pelastusajoneuvoja valmistava Nordic Rescue Group (NRG) ja Rakennuttajatoimisto HTJ. Sijoitustarinan kannalta keskeisin omistus on KH-Koneet, jonka ympärille uusi kokonaisuus rakennetaan. Mielestämme päätös rakentaa uusi kokonaisuus KH-Koneiden ympärille on perusteltu yhtiön vahva markkina-asema, kannattava

liiketoiminta ja hyvä kasvunäkymä huomioiden.

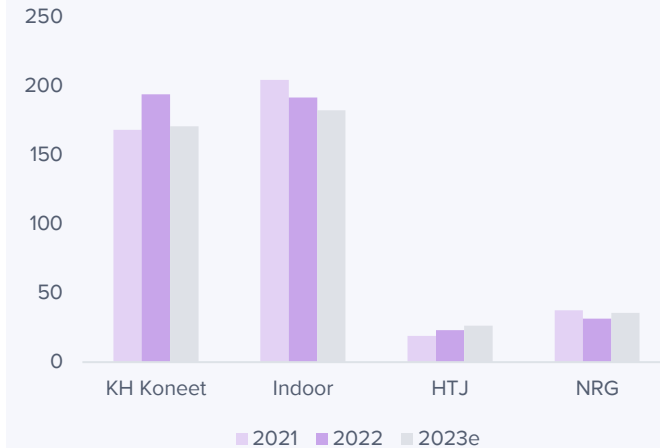
Konsernitasolla ei erillisiä taloudellisia tavoitteita

Konsernilla ei ole erikseen määritettyjä taloudellisia tavoitteita, mutta KH Groupin on strategisen muutosmatkansa aikana tarkoitus vahvistaa tasettaan ja laskea velkaantumistaan liiketoiminnan kassavirran ja tytäryhtiöistä irtautumisen kautta. Lähivuosina konsernin on tarkoitus investoida kasvuun ja maksaa osinkoa merkittävien irtautumisten yhteydessä taserakenteen ja rahoitussopimusten sallimissa puitteissa. Tytäryhtiöiden luopumisen ajankohtaan, luopumiskanavaan ja hintaan liittyvän heikon näkyvyyden vuoksi ennusteemme eivät toistaiseksi huomioi tulevaa osingonjakoa.

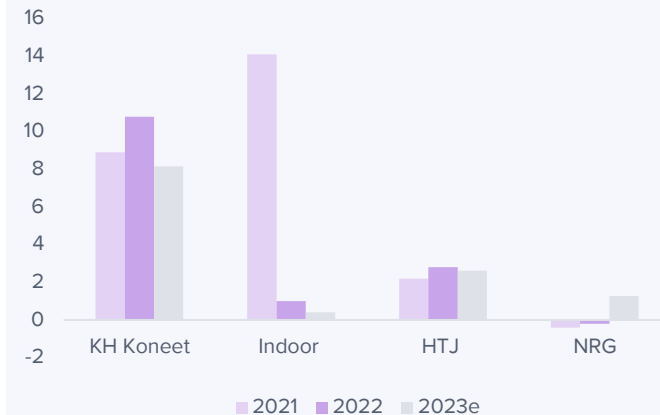
KH-Koneiden on tarkoitus kasvaa merkittävästi

KH-Koneiden on tarkoitus rakentaa vankka pohja kasvulle vuosina 2024-2025 ja tavoitella vahvempaa kasvua 2026-2028. Arviomme mukaan kasvun tavoittelun ajankohtaan voi vaikuttaa sekä lyhyen aikavälin heikko rakennussykli ja muista muiden tytäryhtiöiden luopumisesta vapautuvat rahavarat. KH-Koneiden on tarkoitus kasvattaa kohdemarkkinaansa laajentamalla tuoteportfoliotaan ja maantieteellisen laajentumisen kautta. Tuoteportfoliota yhtiöllä on käsityksemme mukaan varaa laajentaa etenkin kierrätyskoneissa. Maantieteellisesti odotamme yhtiön panostavan kasvuun Ruotsissa ja etenkin Pohjois-Ruotsissa emmekä odota laajentumista uusiin maihin lähiaikoina. Yhtiö on viestinyt visioitaan Pohjoismaisena konekauppana, joten uusien avauksien tullessa pidämme kuitenkin Norjaa todennäköisimpänä.

Pro forma liikevaihto tytäryhtiöittäin (MEUR)



Vertailukelpoinen pro forma liiketulos tytäryhtiöittäin (MEUR)



KH-Koneet Group 1/7

Yhtiökuvaus

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

Liiketoimintamalli

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

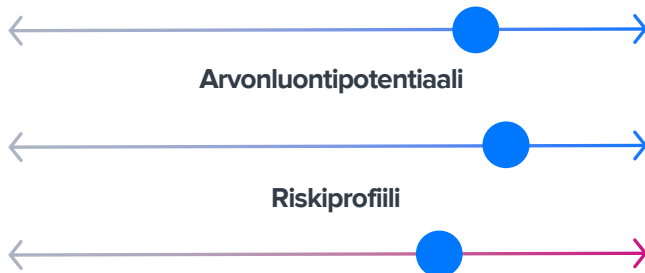
Sijoitustarina

Sievi Capital sijoitti KH-koneet Groupiin 2017. Erillisistä yhtiöistä kootun kokonaisuuden kasvu on ollut sijoitusaikana vahvaa. Nyt yhtiö hakee kannattavaa kasvuja etenkin Ruotsista, jossa yhtiö on suhteellisesti vielä pienempi.

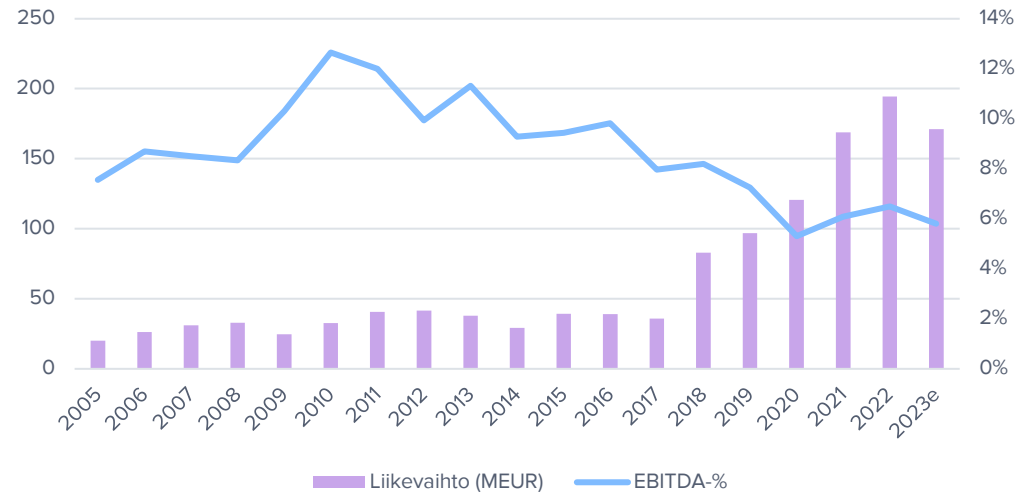
Vahvuudet

Yhtiö on onnistunut rakentamaan vahvat suhteet ja hyvän neuvotteluaseman sekä valmistajiin että asiakkaisiin. Ketterä ja itseohjautuva organisaatio sekä pitkät asiakassuhteet ja koneiden huoltokanta ovat vahvuuksia.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Kasvu on ollut voimakasta, mutta se on painanut kannattavuutta¹



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu jakeluverkoston ja merkkiedustusten edustusten laajentumisen myötä
- Vuokraustoiminnan kasvattaminen
- Ruotsin liiketoiminnan suhteellisen kannattavuuden vahvistuminen
- Epäorgaaniset kasvumahdollisuudet



Riskitekijät

- Hinnoitteluvoiman heikkeneminen agenttimallin myötä
- Valmistajien vertikaalinen integraatio
- Korkean suhteellisen kannattavuuden pysyvä laimentuminen Ruotsin laajentumisen myötä
- Japanissa sijaitsevien päämiesten toimitusongelmat Eurooppaan
- Konsernin kasvaessa itseohjautuvan kulttuurin säilyttäminen voi luoda omia haasteitaan
- Avainhenkilöriski

KH-Koneet Group 2/7

Historia ja Sievin sijoitus yhtiöön

KH-Koneet Group muodostettiin elokuussa 2017, kun erillisistä maanrakennuskoneiden maahantuojista muodostettiin KH-Koneet Group. Myyjinä olleet yrittäjät ovat jatkaneet vähemmistöomistajina sekä operatiivisessa johdossa. Kobelco-edustus hankitti Keskolta pian yhtiöryhmän muodostamisen jälkeen. Suomen tytäryhtiöistä KH-Koneet Oy:n tunnetuimmat edustukset ovat Yanmar, Kramer ja Dynapac. Edeco Tools Oy tuo maahan Wacker Neuson ja KH-Tekninen kauppa Kobelco-koneita. Neljäs Suomen tytäryhtiö Crent Oy perustettiin vuonna 2018 ja se keskittyy maanrakennuskoneiden vuokraustoimintaan. Tytäryhtiöt tarjoavat myös huolto- ja varaosapalveluita, teknistä tukea ja välittävät rahoitustuotteita.

Ruotsin liiketoiminta on skaalattu nopeasti

Vuoden 2019 lopulla yhtiö laajeni Ruotsiin Beck Maskin (nykyisin KH-Maskin) yritysostolla. Kesäkuussa 2020 Ruotsista hankittiin myös konevuokraaja S-Rental. Vuoden 2020 aikana Ruotsin portfolio vahvistui merkittävästi, kun aiemman Kobelco-edustuksen lisäksi KH-Maskin aloitti Kramerin ja Wacker Neusonin maahantuojana ja jälleenmyyjänä. Ruotsin tarjooma on saatu nopeasti lähes Suomen veroiseksi ja merkittävistä eduksista siellä puuttuu enää Yanmar. Huhtikuussa 2022 KH-Koneet vahvisti asemaansa Ruotsin konevuokrausmarkkinalla ostamalla Törnells Maskinuthyrningin. Törnells oli jo tuttu entuudestaan, sillä yhtiö on vuonna 2020 ostetun S-Rentalin entinen pääomistaja.

Kansainvälistyminen painaa suhteellista kannattavuutta

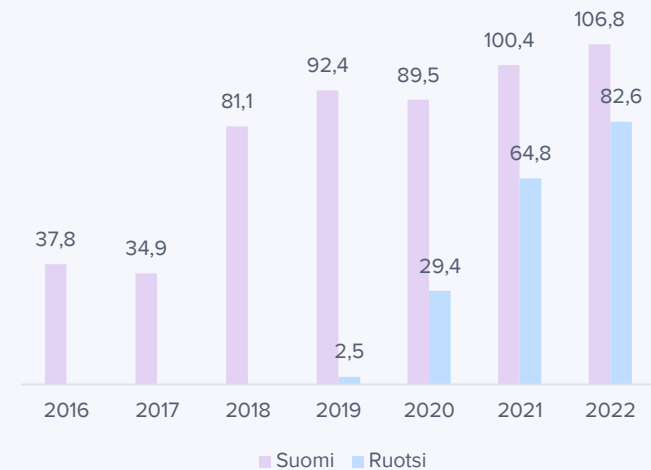
KH-Koneiden kotimarkkinalle ja vuonna 2022 yhtiö teki Suomessa 112 MEUR:n liikevaihdolla 8,5 MEUR käyttökateetta. Ruotsin liiketoiminta on kooltaan kirinyt lähes Suomen kokoiseksi ja teki vuonna 2022 87 MEUR:n liikevaihdolla 3,9 MEUR käyttökateetta. Ruotsissa liiketoiminnan suhteellinen kannattavuus on melko selvästi Suomea vaatimattomampi, mikä johtuu osittain nopeasti skaalatusta liiketoiminnasta ja myynnin vahvemmassa painottumisesta jälleenmyyntiverkoston. Nopean kasvun ohella tiettyä haastetta tuo Ruotsissa myös Volvon vahva markkina-asema kotimarkkinallaan. Ruotsissa konevuokraukseen keskittyvän S-Rentalin suhteellinen kannattavuus on saatu hyvälle tasolle (2021-2022 EBIT: 5-7 %), mutta konekaupassa tekemistä on vielä kannattavuuden saralla.

Yritysostoissa suositaan käännetarinoita

KH-Koneet on viime vuosina tehnyt useita yritysostoja, mutta yhtiön kasvu on siitä huolimatta pääosin ollut orgaanista ja ostetun liikevaihdon osuus on yhtiön mukaan yhteensä noin 50 MEUR. Ruotsissa keskeistä vahvan orgaanisen kasvun taustalla on ollut yhtiön kyky laajentaa/parantaa ostokohteen brändiportfolioa. KH-Koneiden ostokohteet ovat tyypillisesti potentiaaliinsa nähden alisuoriutuvia, minkä seurauksena maksetut vastikkeet ovat käsityksemme mukaan olleet maltillisia. Konsernin vahvojen historiallisten näyttöjen myötä pidämme uskottavana, että KH-Koneiden johto operoi kyseisiä ostokohteita myyjiä tehokkaammin.

	Konserni ¹	Suomi	Ruotsi
2022			
Liikevaihto	194	112	87
Kasvu	15,2 %	6,5 %	27,5 %
EBITDA	12,6	8,5	3,9
EBITDA-%	6,5 %	7,6 %	4,5 %
Henkilöstömäärä	198	108	87

Liikevaihto markkina-alueittain (MEUR)



1) Huom: Konsernitoimintojen osuus oikaistu maakohtaisista luvuista. Ulkomaanmyynti allokoitu Suomelle ja Ruotsille.

KH-Koneet Group 3/7

Huollon ja varaosamyynnin kaltaiset jälkimarkkinapalvelut ovat kriittinen osa KH-Koneiden liiketoimintamallia, mutta niiden kannattava ylläpitäminen vaatii riittävän määrän asiakkaiden käytössä olevaa huollettavaa kalustoa. Pidämme uuteen maahan laajentumista yritysjärjestelyllä liiketoiminnan luonne huomioiden perusteltuna, sillä yritysjärjestelyn myötä jälkimarkkinatoimintaa ei tarvitse ajaa ylös tyhjästä.

Asiakkaat tyypillisesti pieniä, mikä tukee hinnoitteluvoimaa

KH-Koneiden asiakaskunta on hyvin hajautunut ja yli 70 % yhtiön liikevaihdosta tulee suurelta joukolta hyvin pieniä asiakkaita (> 10 MEUR liikevaihto). Pienemmässä asiakassegmentissä KH-Koneet erottuu käsityksemme mukaan suuremmista toimijoista tarjoamalla ketteränä pelurina asiakkaille parempaa palvelua. Arviomme mukaan pienten asiakkaiden palveleminen tukee KH-Koneiden hinnoitteluvoimaa, joskin myynti vaatii enemmän käsipareja (vrt. suurten ostajien palvelu). Suomessa KH-Koneiden oma jälleenmyyjäverkosto on maanlaajuinen, mutta Ruotsissa yhtiön toiminta painottuu vahvasti Tukholma-Göteborg-välille (~75 % liikevaihdosta).

Konekaupan markkinajohtaja Suomessa, kärkikahinoissa Ruotsissa

Kappalemääräisesti KH-Koneet on yhtiön arvion mukaan Suomen suurin toimija konekaupassa, joka on euromääräisesti noin 1,2 miljardin euron markkina. Tästä KH-Koneille relevantin markkinan osuus on yhtiön arvion mukaan 0,8 MEUR, sillä yhtiö ei ole aktiivinen kaikissa tuotekategorioiden (keskeisimpinä suuret pyörälustaiset kaivukoneet ja suuret pyöräkuormaajat). Yhtiö on

kappalemääräisesti Suomen suurin toimija pyöräkuormaajissa ja minikaivukoneissa. Lisäksi tela-alustaisissa kaivukoneissa se lukeutuu johdon arvion mukaan kolmen suurimman toimijan joukkoon ja on yksi johtavista toimijoista maanrakennuskonevuokrauksessa. Olemme tiivistäneet yhtiön kategoriakohtaisen kappalemääräisen markkinaosuuden seuraavalla sivulla. KH-Koneiden myynti painottuu pienempiin koneisiin, joten alhaisemman yksikkökustannuksen seurauksena yhtiön euromääräinen markkinaosuus on kappalekohtaista lukua matalampi.

Suomessa KH-Koneilla on omia toimipisteitä kuudella eri paikkakunnalla (Turku, Klaukkala, Jyväskylä, Tampere, Vantaa, Seinäjoki). Oma jakeluverkosto täydennetään lisäksi Suomessa jälleenmyyjillä.

KH-Koneet on lyhyessä ajassa noussut Ruotsin 3-4 suurimmaksi konekaupaksi ja johdon arvion mukaan markkinajohtajaksi tärylevyissä. Ruotsin konekauppa- ja vuokrausmarkkinat ovat euromääräisesti 2-2,5 kertaa Suomea suuremmat, mutta KH Groupin kannalta relevantin markkinan osuus on Suomea pienempi markkinan painoutuessa vahvemmin pyörälusteisiin kaivukoneisiin, joissa KH-Koneiden tarjooma on suppeampi.

Ruotsissa verkosto on laajentunut nopeasti ja tällä hetkellä Ruotsissa on omat toimipisteet Tukholmassa (2 yksikköä), Enköpingissä, Göteborgissa ja Jönköpingissä. Jälleenmyyjäverkostoa laajennetaan Ruotsissa jatkuvasti, mutta myynti painottuu vahvasti Göteborg-Tukholma-välille (~75 % liikevaihdosta).

Konekaupan ja -vuokrauksen markkina mrd



1) Relevantti myyntimarkkina: maanrakennuskonemarkkinan tuoteriymät, joissa KH-Koneet Group läsnä. Relevantti vuokrausmarkkina: rakennuskone- ja tarvikvuokrausmarkkinan tuoteriymät, joissa KH-Koneet Group läsnä. Relevantti markkina ei huomioi konsernin maantieteellistä läsnäoloa.

KH-Koneet Group 4/7



KH-Koneet Group 5/7

Kohdemarkkinassa syklisiä ja vakaampia taskuja

KH-Koneiden kysyntä seuraa syklisen uudisrakentamisen ja selvästi tasaisempien infra- ja korjausrakentamisen sekä kiinteistöhuollon markkinoiden kehitystä. Rakennuspaikan valmistajat ovat KH-Koneiden suurimpia asiakkaita sekä Suomessa että Ruotsissa. Tasaisen kysyntäprofiilin omaava kiinteistöhuolto on KH-Koneiden kummassakin toimintamaassa keskeinen asiakasryhmä kuten myös konevuokraamot. Arviomme mukaan konekaupan ja etenkin konevuokrauksen kysyntä on luonteeltaan jälkisyklistä, minkä seurauksena taloussuhdanteiden vaikutukset näkyvät viiveellä KH-Koneiden kysynnässä.

Taloussympäristö ja korkotasokeskeisiä kysynnän kannalta

Koneinvestoinnit ovat tyypillisesti yrittäjille merkittävän kokoisia ja lainarahalla rahoitettavia investointeja, minkä seurauksena vallitsevalla korkotasolla ja rahoitusolosuhteilla on vaikutus konekauppaan. Talouden vaisu näkyvä voi johtaa tilanteeseen, jossa asiakkaat lykkäävät merkittävän kokoisia koneinvestointeja ja pyrkivät sinnittelemään nykyisellä kalustollaan tai tukeutuvat kaluston vuokraamiseen.

Yhtenä toimialan keskeisenä trendinä kehittyneissä talouksissa on asiakkaiden siirtyminen koneiden omistamisesta enenevästi vuokraamiseen. KH-Koneiden liiketoiminta kattaa sekä konekaupan että -vuokrauksen, joten kehityksellä ei ole oleellista vaikutusta yhtiöön. Konevuokraus ja etenkin huoltoliiketoiminta ovat konekauppaa vakaampia, minkä seurauksena ne tuovat vakautta KH-Koneiden kysyntään ja kannattavuuteen. Arviomme mukaan

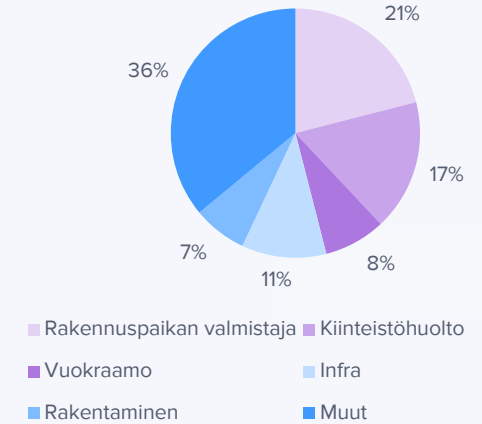
pääomantuottopotentiaali on konevuokrauksessa konekauppaa korkeampi, mutta potentiaalinen ulosmittaaminen vaatii kykyä ylläpitää kaluston korkeaa käyttöastetta. Historiallisen kehityksen perusteella (s. 6) KH-Koneet on pärjännyt kohtuullisen hyvin myös laskevassa markkinassa (2011-2014) säilyttäen hyvän käyttökatemarginaalin.

Suhteet konevalmistajiin ja jälkimarkkinatoimintatoimialan alalletulokynnyksiä

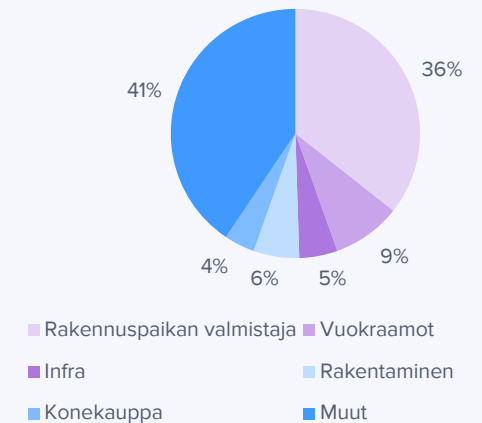
Konekaupassa on näkemyksemme mukaan kaksi oleellista alalletulokynnystä: 1) Vaaditut suhteet konevalmistajiin ja 2) asiakassuhteet ja kannattavan jälkimarkkinatoiminnan vaatima kentällä oleva kalusto. Uusien koneiden jakelu vaatii päämiessuhteita, joiden rakentaminen tyhjästä on uuden tulokkaan kannalta käsityksemme mukaan haastavaa. Olemassa olevien jakelusuhteiden laajentaminen on helpompaa ja esimerkiksi KH-Koneet on saanut laajennettua suurimman osan brändeistään Suomesta myös Ruotsin liiketoimintaan. Vahva markkina-asema tietyllä markkina-alueella helpottaa myös uusien edustusosuuksien luomista sillä suuremmat toimijat luovat ceteris paribus enemmän arvoa päämiehillään. Alalletulokynnys on näin ollen silmissämme matalampi maantieteellisen laajentumisen yhteydessä, kuin kyseiseen liiketoimintaan laajentaessa.

Huoltoliiketoiminnan ylösajaminen vaatii käsityksemme mukaan tuntuja alkuinvestointeja, sillä kannattava jälkimarkkinaliiketoiminta riittävän määrän asiakkaiden käytössä olevaa kalustoa kannattavan liiketoiminnan vaatiman volyymin saavuttamiseksi. Toimiva jälkimarkkinaliiketoiminta on myös päämiessuhteiden kannalta keskeistä asiakastytytyväisyyden ylläpitämiseksi.

Asiakkaiden toimialajako, Suomi¹



Asiakkaiden toimialajako, Ruotsi¹



KH-Koneet Group 6/7

KH-Koneita johdetaan pitkäjänteisesti

KH-Koneilla on hyvät suhteet sen globaaleihin päämiehiin, joiden tuki mahdollistaa vahvan kasvun konekaupassa. Yhtiötä johdetaan näkemyksemme mukaan pitkäjänteisesti, mikä on johtanut luottamukseen asiakkaiden parissa ja korkeaan asiakaspitoon. Yhtiön slogan onkin ”Vastuullista konekauppaa”. KH-Koneilla on tehokas ja itseohjautuva johtamismalli. Työntekijöillä on organisaatiossa omat selkeät roolinsa ja vastuunsa ja organisaatio itseohjautuu sen seurauksena ketterästi. Erityisesti liiketoimintamallin kannalta kriittisille myyjille annetaan paljon vastuuta ja heidät valtuutetaan päätöksen tekoon. Tämä on näkynyt myös henkilöstön korkeana pysyvyytenä. Myyjien palkkaus on osin suoritusperusteista, mikä rajaa kulurakenteen operatiivista vipua.

KH-Koneiden toimitusjohtajana toimii Teppo Sakari, joka on myös yksi yhtiön perustajista. KH-Koneilla on näytöt vahvasta ja kannattavasta kasvusta Sakarin alla ja näemme hänet avainhenkilönä yhtiön kehityksen kannalta.

Kannattavan kasvun strategia

KH-Koneet Groupin visiona olla Pohjoismaiden johtava täyden palvelun konetalo, joka on myös johtava toimija maanrakennuskoneiden vuokrauksessa sekä Suomessa että Ruotsissa. Strategiakauden 2023-2028 aikana yhtiön on tarkoitus kasvaa kannattavasti ja saavuttaa noin 250-400 MEUR:n liikevaihto ja 25-40 MEUR:n FAS-käyttökate. Mielestämme tavoite on

kunnianhimoinen, mutta yhtiön historialliset näytöt huomioiden saavutettavissa. Emme epäile KH-Koneiden kykyä kasvaa, mutta yhtiön sijoitustarinan kannalta on keskeistä, että se kykenee antamaan näyttöjä kannattavuuden paranemisesta Ruotsissa. Näytöt Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuden paranemisesta validoisivat näkemyksemme mukaan yhtiön kansainvälisen kasvustrategian arvonluontia, mikä laskisi sijoittajan näkökulmasta kansainvälistymiseen liittyvää riskiä.

Strategiakauden aikana yhtiön on tarkistus yli tuplata sen noin 1,6 mrd. euron kohdemarkkina laajentamalla portfoliotaan päästöttömiin maanrakennuskoneisiin, vahvistamalla olemustaan pyöräalustaisissa kaivukoneissa ja laajentamalla kierrätyskoneisiin. Kasvua on tarkoitus saavuttaa sekä Suomessa että Ruotsissa, mutta yhtiö näkee erityisesti kasvuvaraa Pohjois-Ruotsissa, jossa sen jakeluverkosto on toistaiseksi vielä markkinan kokoon nähden vaatimaton. Orgaanisen laajenemisen ohella pidämme mahdollisena, että KH-Koneet laajentaa toimipisteverkostoaan myös yritysjärjestelyillä Ruotsissa esimerkiksi ostamalla nykyisiä jakelijoitaan.

Kierrätys- ja jätehuollon koneet ovat mielestämme KH-Koneiden kannalta kiinnostava avaus, sillä markkina omaa käsityksemme mukaan vakaan luonteen ja yhtiön nykyiset päämiehet ovat aktiivisia kyseisessä tuotesegmentissä.

Vuokrausliiketoiminnassa KH-Koneet keskittyy jatkossakin maanrakennus- ja kiinteistöhuollon

koneisiin, jotka vaativat yhtiön mukaan erityisosaamista. Pohjoismaiden suurista konevuokraajista poiketen KH-Koneiden ei ole tarkoitus laajentua kattamaan rakennustyömaan laaja-alaisia tarpeita (esim. vuokraamalla rakennustelineitä tai nostimia). Suhtaudumme myönteisesti yhtiön kurinalaisuuteen olla laajentumatta uusiin tuotekategorioiden ydinosaamisalueensa ulkopuolella, joskin se rajaa kohdemarkkinan kokoa.

Strategiakausi on kaksiosainen rakennemuutoksen ja näkymän vuoksi

KH-Koneiden strategiakausi on kaksiosainen. Vuosina 2024-2025 yhtiön on tarkoitus laittaa pohjatyt kuntoon panostamalla henkilöstön hyvinvointiin ja osaamiseen, yhtenäistää toimintoja konsernissa, laajentaa koko palvelutarjoama kaikkiin toimipisteisiin ja laajentaa Pohjois-Ruotsiin ja kierrätyskalustoon. Vuosina 2026-2028 KH-Koneiden on tarkoitus skaalata uusia alueitaan, laajentaa jakeluportfoliotaan, laajentaa vuokraus- ja palveluliiketoimintaa sekä panostaa merkittävästi vähäpäästöisiin koneisiin. Mielestämme kaksiosainen strategiakausi on perusteltu, kun huomioi KH-Koneiden viime vuosien erittäin vahvan kasvun ja sen myötä heikentyneen suhteellisen kannattavuuden, rakennussektorin haastavan lyhyen aikavälin näkymän ja konsernin tulevasta rakennemuutoksesta vapautuvat rahavarat. Etenkin HTJ:n tai Indoorin myynnistä konserni voi vapauttaa merkittävästi rahavaroja, KH-Koneiden kasvustrategian vauhdittamiseksi.

KH-Koneet Group 7/7

Q4'23 ennusteet povaavat tulokskannon heikkenemistä vertailukaudesta

KH-Koneet Groupin liikevaihto kasvoi vielä 2023 ensimmäisellä neljänneksellä 2 %, mutta kääntyi seuraavilla kvartaaleilla selvään laskuun (-16...-23 %). Arviomme mukaan liikevaihdon lasku on painottunut konekauppaan, sillä liikevaihdon selvästä laskusta huolimatta yhtiön liiketulosmarginaali laski ainoastaan Q2:lla. Ennusteissamme yhtiön Q4-liikevaihto laskee 10 % vertailukaudesta 46,6 MEUR:oon. Odotamme KH-Koneiden liikevaihdon supistuvan markkinan ajamana, mutta näennäistä laskua lievittää pehmeä vertailukausi, jolloin liikevaihto supistui 11 %. KH Groupin Q4-EBITA laskee ennusteissamme kutistuvan liikevaihdon ja operatiivisen vivun ajamana 2,0 MEUR:oon (Q4'22: 2,9 MEUR).

Odotamme kuluvan vuoden olevan haastava

Odotamme vuoden 2024 olevan KH-Koneille haastava kutistuvasta markkinasta johtuen. Volvo Trucks odottaa konekaupan olevan kuluvana vuonna erityisen haastava Euroopassa ja kutistuvan 10-20 %. Teknisen kaupan liitto odottaa konevuokrausmarkkinan säilyvän vertailukauden tasolla kuluvana vuonna (+1 %). Myös rakentamisen luottamusindikaattorit puhuvat haastavan lyhyen aikavälin näkymän puolesta.

Ennusteissamme KH-Koneiden liikevaihto laskee kuluvana vuonna 5 % 163 MEUR:oon konekaupan supistumisen myötä. Odotamme yhtiön liikevaihdon pitävän pintansa markkinaa paremmin yhtiön ottaessa markkinaosuutta. Liiketulosennusteemme painuu kuluvana vuonna 5,4 MEUR:oon supistuvan markkinan ja sen myötä heikentyvän hinnoitteluvoiman ajamana. Ennusteemme on suhteellisen kannattavuuden

osalta näkemyksemme mukaan varovaisen puoleinen ja näemme yhtiöllä edellytykset sen lyömiseen, mikäli Ruotsin operatiivinen suorittamien vahvistuu.

2025-2026 odotamme paluuta kasvu-uralle

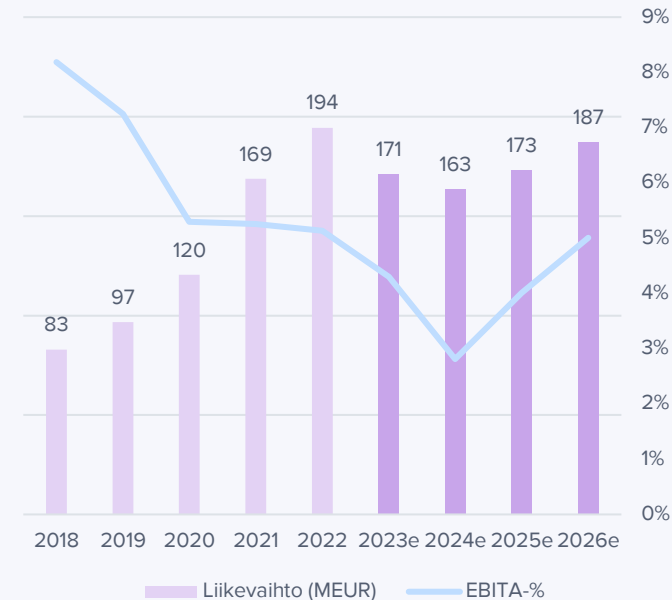
Vuosina 2025-2026 odotamme KH-Koneilta 4-5 %:n liikevaihdon kasvua rakennussyklin lähtiessä uudelleen käyntiin. Tässä vaiheessa rakennussyklin elpymisen ajankohdan ja kulmakertoimen arvioiminen on haastavaa, mutta näemme KH-Koneilla edellytykset markkinaa nopeampaan kasvuun etenkin Ruotsissa. Yhtiön strategiakausi huomioiden emme kuitenkaan odota 2018-2022 kaltaisia merkittäviä kasvupanostuksia.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2027-2028 KH-Koneiden liikevaihto kasvaa ennusteissamme 8 % vuodessa nykyisen strategiakauden seuraavan vaiheen mukaisesti. Yhtiö saavuttaa ennusteissamme noin 230 MEUR:n liikevaihtotason, mikä jää melko selvästi strategiakauden viitoittamasta tavoitetasosta. Yhtiön kykyä kasvaa emme epäile lainkaan, mutta kasvun tavoittelu ei välttämättä ole ulkomailla mielekäästä, jos liiketoiminnan kannattavuuden nostattaminen osoittautuu odotettua haastavammaksi. Emme myöskään huomioi ennusteissamme epäorgaanista kasvua.

Pidemmän aikavälin suhteellinen kannattavuusennusteemme on noin 4,5 %:n FAS-EBITA. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö ylittää yksittäisinä vuosina pidemmän aikavälin kannattavuusennusteemme, mutta liiketoiminnan jokseenkin syklisen luonteen vuoksi pyrimme mallintamaan syklin yli normalisoitua tulostasoa.

KH-Koneet Groupin kasvu- ja kannattavuusennusteet



Lähde: Inderes

Indoor Group 1/4

Yhtiökuvaus

Indoor Group omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan ja yhtiöön kuuluvat myös Lahdessa sijaitseva sohvatehdas Insofa.

Sijoitustarina

Sievi Capital hankki enemmistöosuuden Indoor Groupista 2017 Keskolta. Yhtiö kehittyi vakuuttavasti Sievin omistuksissa, kunnes liiketoimintaympäristö vaikeutui oleellisesti vuonna 2022.

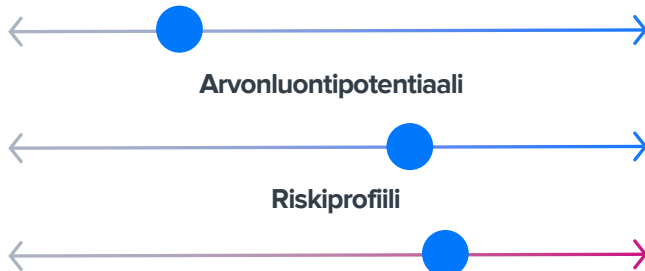
Liiketoimintamalli

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

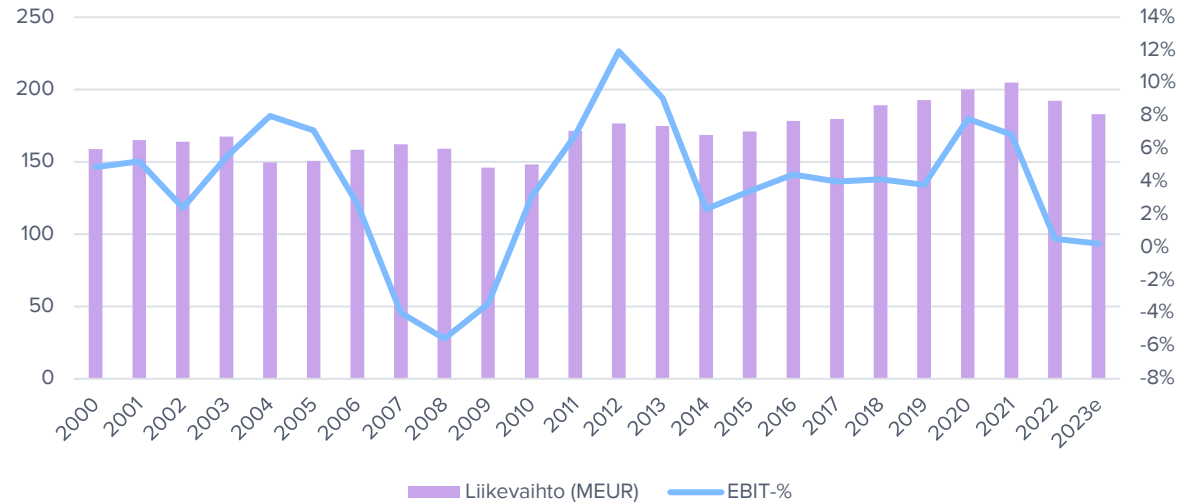
Vahvuudet

Indoorilla on kaksi Suomessa tunnettua brändiä, hyvä markkina-asema ja sen mukanaan tuomat korkeat volyymit. Oma sohvatehdas Lahdessa mahdollistaa Askolle myös kysyntäohjautuvan tuotteiden räätälöinnin.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Indoor Group on vahvaa, mutta syklistä rahavirtaa tuottava kassakone



Arvoajurit

- Brändien ja hinnoittelun terävöittäminen etenkin Askon osalta
- Asiakasdatan hyödyntäminen
- Kasvun lähteenä tuoteryhmien laajentaminen sekä verkkokauppa
- Normalisoidusti vahva kassavirta ja hyvä pääoman tuotto
- Toiminnan tehostaminen taustaprosesseja harmonisoimalla



Riskitekijät

- Markkinan yleinen kasvu on ollut hidasta ennen koronaa
- Toimialan 2 vahvaa peluria asettavat painetta hinnoitteluun
- Taloustilanteen heikentyminen
- Mahdolliset haasteet uuden ERP-järjestelmän käyttöönotossa

Indoor Group 2/4

Historia ja KH Groupiin päätyminen

Indoor Group koostuu huonekalukauppaketjuista Askosta ja Sotkasta. Askon juuret ulottuvat 1918 perustettuun Lahden Puusepäntehtaaseen. Sotkan tuotemerkki tuli markkinoille vuonna 1959.

Kesäkuussa 2017 Indoor Group Oy:n omistus siirtyi Keskolta Indoor Group Holdingille 67 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla (ei sis. IFRS 16 velkoja). Näkemyksemme mukaan ketjut jäivät vähälle huomiolle Keskon alaisuudessa erityisesti vuoden 2015 strategiauudistuksen jälkeen, jolloin se päätti luopua erikoiskaupan toiminnoista. KH Groupin toimitusjohtaja Lauri Veijalainen on toiminut myös Indoorin toimitusjohtajana elokuusta 2023 lähtien.

Liiketoimintamalli ja arvoketju

Indoor Groupilla on Suomessa yhteensä noin 80 myymälää Asko- ja Sotka-brändien alla sekä ketjukohtaiset verkkokaupat. Vielä 2021 lopussa yhtiön Sotka-myymäloistä 14 oli franchising-mallin alla, mutta yhtiö on sittemmin ostanut ulos franchising-yritykset. Käsittääksemme myymälöiden haltuunotto on tuottanut tehokkuushyötyjä Indoorille. 2022 lopussa Indoorin kummallakin ketjulla oli 4 myymälää Virossa, mutta yhtiö on ajanut alas Viron toimintansa kilpailutilanteen kehittyttyä erittäin haastavaksi. Suhtaudumme myönteisesti päätökseen vetäytyä tappiolliselta Viron markkinalta.

Indoor Groupin liikevaihdosta valtaosa muodostuu tavarantoimittajilta hankittujen tuotteiden myynnistä. Osa Askon myynnistä koostuu myös omalla sohvatehtaalla (Insofa Oy) valmistettujen tuotteiden myynnistä. Kuluttajille tarjotaan myös asiakasrahoitusta yhteistyössä rahoituskumppanin

kanssa. Sen vaatimat pääomat sitoutuvat kumppanin taseeseen ja tuotot jaetaan. Rahoitustuotteiden välitys on Indoorin kannalta erittäin kannattavaa myyntiä, joskin muuhun liikevaihtoon verrattuna pientä.

Yhtiön liiketoiminta on suhteellisen pääomakevyttä tehokkaan varaston kierron ja pitkien ostovelkojen maksuaikojen mahdollistamana eikä nettokäyttöpääomaa sitoudu juurikaan.

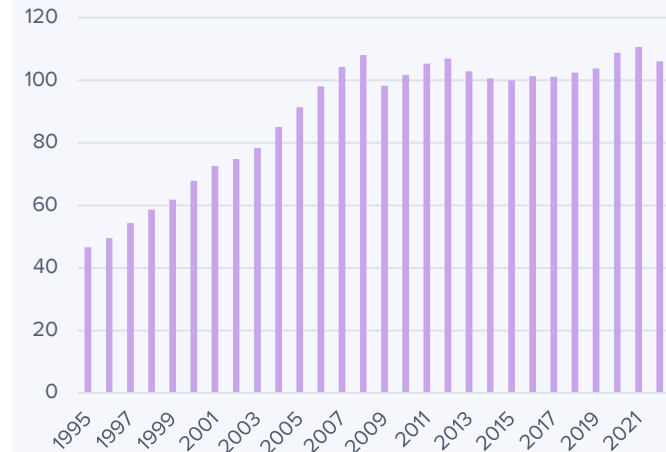
Markkina seuraa BKT:n kasvua ja konsolidoituu

Huonekalu- ja sisustuskaupan markkinat Suomessa ovat noin 1,6 mrd. euron suuruiset. Markkina on hajautunut ja kuusi suurinta toimijaa pitää hallussaan noin 57 % markkinasta. Indoor Group on Suomen toiseksi suurin toimija.

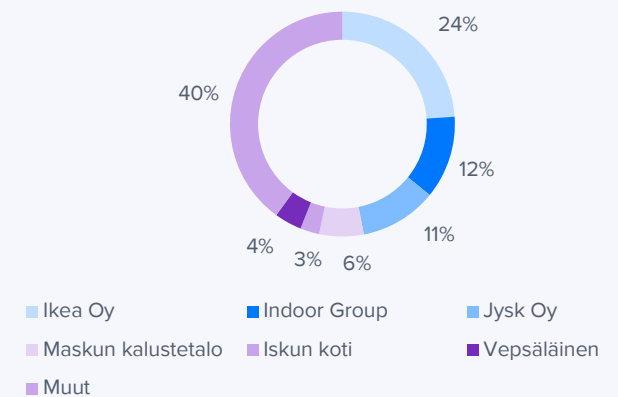
Arviomme mukaan pitkällä aikavälillä markkinan kasvu seuraa pääsääntöisesti BKT:n kasvua ja siihen vaikuttaa jonkin verran myös uudisrakentamisen ja muuttoliikenteen määrä. Myös sisustus- ja kuluttajatrendeillä on vaikutusta (esim. ekologisuus). Myyntikanavista verkkokauppa kasvattaa osuuttaan nopeasti. Huonekalujen vähittäiskaupan toimialalla hintakilpailu on kovaa ja suuresta volyyymista on selkeää etua. Pienemmillä ketjuilla on vaikeuksia kilpailla tehokkaasti suurten toimijoiden kanssa, mikä on johtanut siihen, että ala konsolidoituu globaalisti tarkasteltuna ja myös Suomessa.

Huonekalumarkkina koki vahvaa kasvua 2020-21, josta osa oli arviomme mukaan kotoilutrendin ajamaa aikaistettua kysyntä. Sittemmin huonekalumarkkina on supistunut Suomessa trendinomaisesti keväästä 2021 lähtien kuluttajien heikentyneen ostovoiman ja luottamuksen sekä vähentyneen muuttoliikenteen ajamana.

Huonekalujen, sisustus- & taloustavaroiden vähittäiskaupan indeksoitu kehitys



Huonekalu ja sisustuskaupan markkinaosuudet



Lähde: Inderes, Tilastokeskus (indeksisarja)*, yhtiöiden viimeisimmät tilinpäätökset

Indoor Group 3/4

Strategia tavoittelee kannattavuusparannusta

Indoorin strategia koostuu monikanavaisen asiointin kehittämisestä, kahdesta vahvasta brändistä sekä taustatoimintojen harmonisoinnista. Indoorin tulokunto on viime vuosina ollut selvässä paineessa, mutta näemme yhtiöllä kolme selvää askelmerkkiä kannattavuuden elvyttämiseksi. Nämä ovat näkemysemme mukaan 1) vetäytyminen Virosta, 2) ERP-hankkeen valmistuminen ja 3) Askon brändin kirkastaminen ja hintapisteen selkeyttäminen.

Verkkokauppaa vahvistetaan

Yhtiö pyrkii vastaamaan muuttuvaan kuluttajakäyttöön kehittämällä sujuvaa monikanavaista asiointia. Strategiana on parantaa verkkokaupan kyvykkyyttä ja sen resursseja onkin vahvistettu jo selvästi. Koronapandemian kiihdyttämän vähittäiskaupan murroksen myötä yhtiön verkkomyynnin osuus nousi jo yli 10 %:iin (2019 noin 7 %) ja myynnin ennakoidaan pidemmälle katsoessa painottuvan enenevästi verkon puolelle. Käsityksemme mukaan myynti on ottanut askeleen takaisin kivijalkaa päin, mutta online myynnin olevan edelleen koronaa edeltävää aikaa keskeisemmässä roolissa. Merkittävä osa verkkomyynnistä on lisäksi Click&Collect- tyyppistä myyntiä, joten kivijalan rooli nähdään myös tulevaisuudessa keskeiseksi.

Brändien kirkastaminen ja hinnoittelu

Askon brändi asemoituu perinteisesti laadukkaisiin huonekaluihin, kun taas Sotkan tuotemerkki asemoituu edullisempaan hintasegmenttiin. Nykyisessä strategiassa ketjujen brändiposiitiota

pyritään edelleen kirkastamaan. Sotkaa viedään entistä selvemmin discounter-toimijaksi ja Askossa valikoimassa korostuvat kotimaisuus ja muotoilu. Tavoitteena on, että ketjut kilpailevat aiempaa vähemmän toisiensa kanssa samoista asiakkaista. Valikoiman kehityksessä hyödynnetään myös aiempaa enemmän asiakasdataa. Myös hinnoittelun painopistettä on siirretty kustannuspohjaisesta lähestymistavasta asiakkaan kokemaan arvoon. Tämän keskiössä on asiakastiedon aiempaa parempi hyödyntäminen.

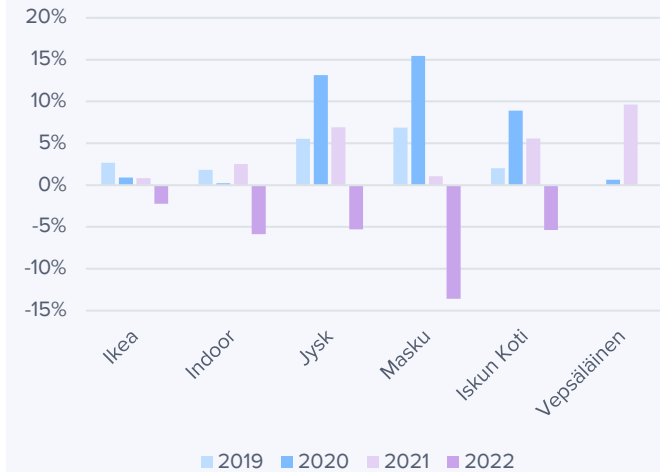
Taustafunktioiden harmonisointi

Askon ja Sotkaa on historiassa johdettu hyvin erillisinä yhtiöinä. Nykyisen strategian puitteissa ketjujen toimintatapoja, organisaatiota ja tietojärjestelmiä on alettu systemaattisesti yhtenäistämään parempien synergioiden aikaan saamiseksi.

Yhtiö on parhaillaan toteuttamassa laaja toiminnanohjausjärjestelmän päivitystä (ERP) ja sen käyttöönotto on vaiheittain aloitettu 2023 aikana. ERP-projektin etenemisen myötä eri ketjujen prosessit käydään läpi systemaattisesti. Niistä identifioidaan parhaat käytännöt ja ne tuodaan mukaan myös toisen ketjun toimintatapoihin, minkä avulla kustannustehokkuudella on edellytykset nousta.

Myös yhtiön ostotoiminnalla ja markkinoinnilla on edellytykset tehostua, kun aiempi ketjuorganisaatorakenne on vaihdettu funktionaaliseen organisaatioon. Myös Askon ja Sotkan valikoimien päällekkäisyydet vähenevät, kun yksi valikoimapäällikkö vastaa molempien ketjujen tietyistä tuotekategorioista.

Huonekalutoimijoiden liikevaihdon kasvu



Huonekalutoimijoiden EBIT-%



Indoor Group 4/4

2023 oli haastava 2024 odotamme parempaa

Odotamme Indoorin Q4'23:n olleen haastava vertailukaudesta kutistuneen markkinan ja kireän kilpailutilanteen vuoksi. Liikevaihdolta odotamme noin 5 %:n laskua, mikä on karkeasti linjassa Suomen huonekalumarkkinan kehityksen kanssa. Liiketuloseennusteemme asettuu -0,1 MEUR:oon, mikä on vertailukauden tasolla. Odotamme yhtiön ERP-hankkeen aiheuttamien kulujen kutistuneen vertailukaudesta, mutta kutistunut liikevaihto ja Virosta poistumisen aiheuttamat kulut rasittavat ennusteissamme kannattavuutta.

Vuonna 2024 odotamme Indoorilta pientä (~1 %:n) myymäläkohtaista myynnin kasvua, mutta Virosta poistuminen painaa ennusteissamme liikevaihdon 5 %:n laskuun. Ennusteissamme yhtiön liiketulos vahvistuu kuitenkin 3,3 MEUR:oon Virosta poistumisen, ERP-hankkeen hyötyjen ja vähentyneen hintakilpailun avittamana. Odotamme yhtiön kirjaavan kuluja ERP-hankkeeseen liittyen vielä H1'24 aikana, mikä rasittaa kannattavuutta. Toimialan hintakilpailu vähenee papereissamme markkinan kutistumisen taituttua ja toimialan yhtiöiden mukauduttua muutokseen (ts. varastotasoja on kevennetty ja myymälöitä suljettu).

2025-2026 odotamme paluuta normaaliin

Ennusteissamme Indoorin 2025-26 liikevaihto kasvaa maltilliset 2-4 %. Pidämme huonekalumarkkinan pidemmän aikavälin kasvunäkymää maltillisena, mutta näemme markkinalla edellytykset lievään tasokorjaukseen nykytasoilta, kuluttajaluottamuksen elpymässä ja asuntokaupan elpymässä. Emme odota Indoorin

oleellisesti pyrkivän kasvattamaan myymäläverkostoaan, joten ennusteissamme kasvu nojaa nykyisiin myymälöihin ja verkkokauppojen kehitykseen. Ennusteemme povaavat yhtiön pysyvän kassavirtakonemoodissa.

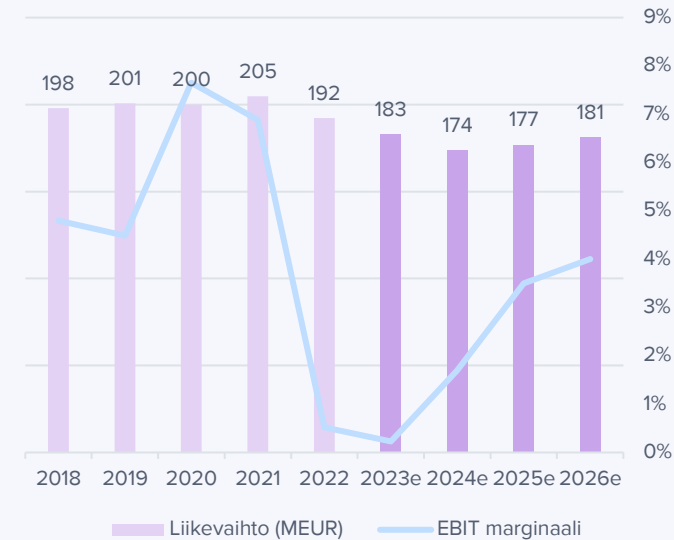
Ennusteissamme Indoor Groupin tulokunto elpyy noin 6-8 MEUR:n liiketulosotasolle, mikä edellyttää noin 4 %:n liiketulosmarginaalia. Näemme yhtiöllä edellytykset saavuttaa yksittäisinä vuosina kyseistä tasoa korkeampiakin lukuja, mutta kannattavuuden syklisen luonteen vuoksi pyrimme arvioimaan normalisoitua tulostasoa tulevien kysyntäsykliä tarkan mallintamisen sijaan.

Normalisoitu kannattavuusennusteemme on pitkälti linjassa muiden huonekaluliikkeiden tekemän kannattavuuden kanssa poikkeuksellisen vahvaa suhteellista kannattavuutta tekevä Jysk pois lukien.

Pidemmän aikavälin ennusteet

2026-2030 Indoorin liikevaihto kasvaa ennusteissamme noin 2 % vuodessa ja asettuu terminaaliyksikössä 1 %:iin. Indoorin kohdemarkkina ei ole käytännössä kasvanut finanssikriisin jälkeen, minkä seurauksena Indoorin säilyttäminen kassavirtamoodissa on mielestämme järkevä ratkaisu myös pidemmän päälle (liiketoiminta on todella kannattavaa, mutta aggressiivinen markkinaosuuden hakeminen kitukasvuisessa/kutistuvassa kohdemarkkinassa kävisi nähdäksemme turhan kalliiksi). Pidemmän päälle näemme riskin, että yhtiö joutuu kutistamaan myymäläverkostoaan, mikäli verkkokaupan penetraatio huonekalumarkkinasta kasvaa merkittävästi.

Indoor Groupin kasvu- ja kannattavuusennusteet



Nordic Rescue Group 1/3

Sievi Capital sijoitti NRG:hen helmikuussa 2020. Näemme yhtiössä kasvupotentiaalia vientimarkkinoilla.

Yhtiökuvaus

Sauruksen toimitilat sijaitsevat Jyväskylässä ja Sala Brandin Salassa. Konsernilla on vahva asema Suomessa ja lisäksi osa liikevaihdosta menee vientiin. Yhtiöiden asiakkaita ovat niin julkiset kuin yksityiset pelastuslaitokset.

Sijoitustarina

Yhtiöiden edellinen omistaja, Kiitokori, myi Sauruksen sukupolvenvaihdoksessa. NRG:n strategisena tavoitteena on luoda aiemmin erillisinä johdetuista yhtiöistä kansainvälisesti tunnettu järjestelmätoimittaja.

Liiketoimintamalli

Sauruksen liiketoiminta koostuu pelastusajoneuvojen kokoonpanosta ja huollosta, kun taas Sala Brand valmistaa ja huoltaa paloajoneuvoja. Myynti tapahtuu suoraan kotimaisille loppuasiakkaille. KV-myyntissä hyödynnetään paikallisia kumppaneita.

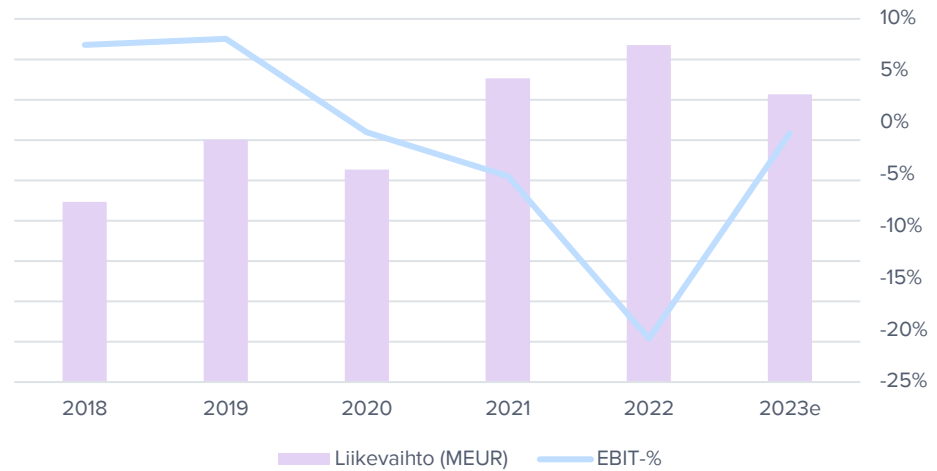
Vahvuudet

NRG:n vahvuuksiin kuuluvat oma tuotekehitys ja kilpailukykyinen tuoteportfolio. Yhtiö nauttii myös vahvoista brändeistä ja markkina- asemasta sekä Suomessa että Ruotsissa. Osaava henkilöstö ja pitkät asiakassuhteet ovat myös yhtiölle eduksi.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Viime vuodet ovat olleet NRG:lle haastavia¹



Arvoajurit

- Kansainvälisen liikevaihdon kasvu
- Tuotannon läpimenojen nopeuttaminen ja käyttöpääoman tehostaminen



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Protektionismin lisääntyminen riski kv-kasvulle
- Rahoitusriski

Nordic Rescue Group 2/3

Historia ja sijoitus yhtiöön

Nordic Rescue Group (NRG) syntyi helmikuussa 2020, kun Sievi Capital ja Teollisuussijoitus ostivat Saurus Oy:n ja Vema Lift Oy:n niiden aiemmalta omistajalta Kiitokori-konsernilta. Yhtiöllä on kohtuullisen pitkä historia, sillä Saurus perustettiin vuonna 1982. Vuonna 2021 NRG laajentui Ruotsiin ostamalla paloajoneuvoja valmistavan Sala Brandin. Konserniin kuulunut hydraulisiin pelastusnostimiin keskittynyt Vema Lift haettiin joulukuussa 2022 konkurssiin yhtiön talousvaikeuksien ja yhtiön päämarkkina-alueen eli Kiinan vaikean markkinatilanteen vuoksi.

Esa Peltola on työskennellyt NRG:n toimitusjohtajana marraskuusta 2021 lähtien.

Tuotteet ja tuotanto

Sauruksen tuotantotilat sijaitsevat Säynätsalossa ja se on keskittynyt erilaisiin siviili- ja sotilaskäyttöön tarkoitettuihin paloautoihin. Yhtiön lopputuotanto on suurelta osin käsityönä tehtävää kokoonpanoa. Sauruksen pelastusajoneuvojen autorunkojen alustatoimittajia ovat Scania, MAN, Mercedes-Benz, Renault sekä Volvo. Sauruksen tuotantoon haettiin Sievin omistuksessa uuden tason teollista tehokkuutta vaiheistamalla ja suoraviivaistamalla tuotantoa LEAN-mallin mukaisesti ja myös kehittämällä logistiikkaa. Oman tuotannon ohella yhtiöllä on myös mahdollisuus hyödyntää alihankintakumppaneita tuotannossa.

Sala Brand valmistaa paloajoneuvoja toimitiloissaan Salan Västmanlandissa. Valmistuksen lisäksi yhtiöllä on myös

huoltoliiketoimintaa ja se edustaa Rosenbauer- ja Magirus-brändejä. Sala Brandin myynti painottuu Ruotsiin.

Nordic Rescue Group omaa vahvat brändit

Nordic Rescue Groupin kilpailuvaltti Suomessa on sen edustamat luotetut brändit ja Saurus on Suomessa yhtiön mukaan lähes synonyymi pelastusajoneuvolle. Yhtiön muita vahvuuksia ovat mm. fyysinen läsnäolo, palvelun joustavuus sekä kyky vastata yksilöllisiin tarpeisiin. Aasian markkinoilla yhtiön tuotteet erottuvat paikallisista alan kilpailijoista pohjoismaisella premium-laadullaan. Arviomme mukaan kynnys laiteomittajan vaihtamiseen pelastusajoneuvoissa on kohtuullisen korkea ja moni asiakas suosivat laiteomittajiaan suuremmissa huoltotoimenpiteissä.

Markkinaosuudet ja markkinan kasvu

Pelastusajoneuvojen markkina kasvaa yhtiön arvion mukaan globaalisti noin 5 % vuodessa. Väestön kasvu ja kaupungistuminen kehittyvillä markkinoilla luovat yhä suurempia tarpeita hyvin järjestetyille pelastustoimille. Globaali pelastusajoneuvojen markkina on kooltaan noin 4,3 miljardia euroa, mikä vastaa noin 21 000 uutta ajoneuvoa vuodessa. Suomessa markkina kasvaa hitaammin (arviomme mukaan noin BKT:n tahtia).

NRG:n liikevaihdosta noin puolet on Sauruksen myyntiä ja sillä on arviomme mukaan noin 80 %:n markkinaosuus kotimaan pelastusajoneuvoista. Yhtiön myynnistä viennin osuus on noin 40 %.

Sala Bränd tuo toisen puolikkaan konsernin liikevaihdosta. Käsityksemme mukaan Sala Brändin myynti keskittyy pitkälti Ruotsin kotimarkkinalle.

Strategiassa haetaan synergioita vahvemmin

Nordic Rescue Groupin strategisena tavoitteena on luoda yhtiöstä kansainvälisesti tunnettu järjestelmätoimittaja. Konsernin fokus on siirtynyt yksittäisten tuotteiden myynnistä isompien kokonaisuuksien tarjoamiseen. Asiakkaille tarjotaan kattava ja selkeä valikoima, jonka myötä NRG pystyy osallistumaan isompiin hankkeisiin ja kilpailutuksiin vientimarkkinoilla.

Kasvua haetaan pääosin vientimarkkinoilta, sillä Suomen ja Ruotsin markkinat ovat NRG:n kannalta pitkälti jo saturoituneet. NRG on järjestänyt kansainvälisen myyntinsä agenttipohjalta ja käytössä on paikalliset yhteistyökumppanit huollon järjestämiseksi. Ulkomaisia asiakkaita tuetaan myös käyttöönotto- ja koulutuspalveluilla sekä etäkäytöllä, jonka avulla tuotteen kunto voidaan analysoida Suomesta.

Nordic Rescue Group 3/3

NRG antoi viime vuonna orastavia näyttöjä tulokäänteestä

Viime vuodet ovat olleet haastavia NRG:lle aluksi koronapandemian aiheuttamien logistiikkaketjujen häiriöistä seuranneiden komponenttien ja alustojen heikon saatavuuden vuoksi ja myöhemmin Vema Liftin Kiinan erittäin vaikeaksi muuttuneen viennin takia. Vema Liftin mentyä 2022 lopussa konkurssiin NRG pääsi vuonna 2023 näyttämään kannattavuuspotentiaaliaan ja yhtiö teki Q1-Q3 26,9 MEUR:n liikevaihdolla (Vema Liftistä oikaistu vertailukelpoinen liikevaihto +42 % vertailukaudesta) 1,0 MEUR:n liiketuloksen (oik. EBIT: 3,7 %).

Q3'23 lopussa NRG:n tilauskanta oli vielä hyvällä tasolla ja odotamme yhtiön tehneen Q4:llä 8,8 MEUR:n liikevaihdolla 0,3 MEUR:n liiketuloksen. Tasot ovat karkeasti linjassa 2023 aiempien kvartaalien kanssa. Yhtiöllä on vastassa todella vahva vertailukausi (Q4'22 pro forma liikevaihto: 12,5 MEUR, oik. EBIT: 0,6 MEUR), johon yhtiölle osui arviomme mukaan tavallista enemmän ajoneuvotoimituksia.

2024-2025 odotamme kysynnän pientä elpymistä

2024-2025 odotamme NRG:ltä maltillista 1,5-2,5 %:n kasvua elpyvän kysynnän ajamana ja noin edellisvuoden tasoista 3,5 %:n liiketulosmarginaalia. Mielestämme edellisvuoden suhteellinen kannattavuus on kohtuullinen arvio NRG:n pidemmän aikavälin potentiaalista ilman oleellista kasvua. Valmistavan teollisuuden

liiketoimintamalleihin kuuluu kohtuullinen operatiivinen vipu ja näkemyksemme mukaan NRG:n suhteellisella kannattavuudella olisi edellytykset skaalautua ennusteitamme enemmän, mikäli yhtiö kasvaisi suurempaan kokoluokkaan vientimarkkinoiden vetämänä. Oleelliset kasvuinvestoinnit eivät kuitenkaan kuulu NRG:n kohdalla perusskenaarioomme yhtiön velkaisen taseen ja toisaalta, koska KH Group on tarkoitus rakentaa KH-Koneiden ympärille. Näin ollen näemme toisella omistajalla paremmat edellytykset ulosmitata NRG:n potentiaalin vahvistamalla yhtiön tasetta ja investoimalla yhtiöön pitkäjänteisesti.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuosina 2026-2030 NRG:n liikevaihto kasvaa ennusteissamme 2 % vuodessa, eli emme odota yhtiöltä juurikaan reaalista kasvua. Näemme yhtiön viennissä potentiaalia, mutta tämä vaatii näkemyksemme mukaan omistajan, jolla on KH Groupia pidempi aikahorisontti yhtiön kehittämiseen. Yleisesti ennusteemme on liikevaihdon suhteen varovaisen puoleinen, sillä emme odota yhtiöltä suurempia kasvupanostuksia nykyomistuksessa.

Pidemmällä aikavälillä odotamme NRG:n tekevän 4,4 %:n käyttökatemarginaalia, kun taas ikuisuusolettamamme asettuu 4 %:iin. KH Groupin tytäryhtiöstä NRG:n ennustamien on mielestämme haastavinta yhtiön ailahtelevien historiallisten näyttöjen ja merkittävän rakennemuutoksen (Vema Liftin konkurssi) takia.

NRG:n kasvu- ja kannattavuusennusteet



Rakennuttajatoimisto HTJ 1/3

Sievi Capital osti enemmistön HTJ:sta syyskuussa 2021. Yhtiöllä on hyvät näytöt kannattavasta kasvusta.

Yhtiökuvaus

HTJ tarjoaa talonrakentamiseen liittyviä rakennuttamis- ja valvontapalveluita sekä talotekniikkapalveluita, ja infrastruktuurin rakennuttamispalveluita.

Liiketoimintamalli

HTJ on itsenäinen rakennuttamisen asiantuntija ja tarjoaa palveluitaan riippumattomana suunnittelu- ja urakoitsijaorganisaatioista. Yhtiö työllistää yli 200 asiantuntijaa.

Sijoitustarina

HTJ on kasvanut KH Groupin omistuksessa sekä organisesti että kahden yritysoston myötä ja laajentanut maantieteellistä läsnäoloaan kotimaassa.

Vahvuudet

HTJ:n vahvuuksiin kuuluvat kyky houkutella osaajia haastavassakin rekrytointimarkkinassa sekä hyvät asiakassuhteet

Arvio tuloskasvunopeudesta



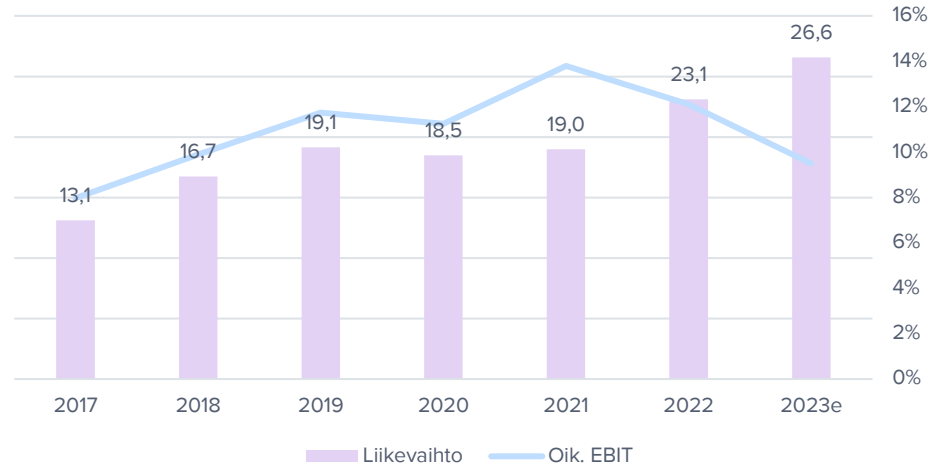
Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



HTJ:n liikevaihto ja kannattavuus on viime vuosina kehittynyt nousujohteisesti



Arvoajurit

- Kasvu-uralla jatkaminen
- Rekrytoinneissa onnistuminen
- Pääomakevyt liiketoimintamalli, joka omaa vahvan kassavirtaprofiilin
- Vahvat asiakassuhteet



Riskitekijät

- Toimiala on historiallisesti kärsinyt osaajapulasta
- Uusien projektien lykkääntyminen haastavan talousympäristön vuoksi
- Alla olevan rakentamisen markkinan suhdanneherkkyys

HTJ Group 2/3

Historia ja KH Groupiin päätyminen

HTJ on vuonna 1999 perustettu rakennuttamiseen, projektiinjohtoon ja valvontaan erikoistunut asiantuntijaorganisaatio. Sievi Capital osti enemmistön yhtiöstä lokakuussa 2021 13,75 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla (lisäkauppahinta enintään 0,75 MEUR). Sievi maksoi yhtiöstä toteutuneilla 2020 luvuilla maltilliset 0,7-0,8x liikevaihdon ja 6,6-6,9x liikutuloksen verran.

Swecolta HTJ:lle siirtynyt Janne Ketola on toiminut yhtiön toimitusjohtajana vuodesta 2017 lähtien.

Henkilöstövetoinen liiketoimintamalli tarjoaa vain rajallisesti skaalautuvuutta...

HTJ on sitoutumaton ja itsenäinen rakennuttajatoimisto. Yhtiön liiketoiminnasta on hyvä huomioida, että se ei tee suunnittelua tai urakointia. HTJ:n projektit vaihtelevat muutaman tunnin asiantuntijalausunnoista valtakunnallisiin megahankkeisiin. HTJ toimii valtakunnallisesti Suomessa ja esimerkkejä HTJ:n julkisista toimeksiannoista ovat mm. Helsingin Kruunusiltojen valvonta ja Helsinki-Vantaan lentokenttähotellin rakennusprojektin valvonta. Yleisesti yhtiön liiketoiminnan kysynnän ennustettavuus on hyvä ja asiakassuhteet tyypillisesti pitkäkestoisia.

HTJ:n liiketoiminta on henkilöstövetoista ja työntekijäkohtainen liikevaihto tarjoaa vain rajallisesti skaalautuvuutta. Tästä johtuen rekrytoinnissa onnistuminen on kriittistä kasvun kannalta ja toisaalta henkilöstön korkean käyttöasteen ylläpitäminen on aivan keskeisessä roolissa kannattavuuden kannalta. HTJ on viime

vuosina saavuttanut vahvaa kasvua sekä orgaanisesti että toteutettujen yritysostojen tukemana. Yhtiön henkilöstömäärä on kasvanut vuodesta 2017 henkilöstä noin 200:aan vuoden 2022 lopulla, josta orgaanisen kasvun osuus on noin 40 työntekijää (~36 %). Mielestämme HTJ on onnistunut rekrytoinneissa viime vuosien kannattava kasvu ja kireä asiantuntijamarkkina huomioiden.

Henkilöstökulut ovat HTJ:n merkittävin kuluerä ja ovat historiallisesti olleet 64-70 % liikevaihdosta. Henkilöstökulujen merkittävän osuuden ja puolikiinteän luonteen vuoksi korkean laskutusasteen ylläpitäminen on näkemyksemme mukaan kriittistä korkean suhteellisen kannattavuuden ylläpitämiseksi.

..., mutta on erittäin pääomakevyt negatiivisen käyttöpääoman ansiosta

HTJ:n liiketoimintamalli on todella pääomakevyt ja omaa vahvan kassavirtaprofiilin, mikä on tyypillistä kannattaville asiantuntijaorganisaatioille. Yhtiön kassavirtaa tukee negatiivinen käyttöpääoma (-5...-10 % liikevaihdosta), mikä yhdessä liiketoiminnan korkean suhteellisen kannattavuuden kanssa mahdollistaa vahvan kassavirtaprofiilin ja luo tilanteen, jossa kasvu rahoittaa itseään.

HTJ on viime vuosina tehnyt pari yritysostoa

Toukokuussa 2022 HTJ kasvoi ostamalla koko infra- ja teollisuusrakentamiseen keskittyvän Infrac Oy:n osakekannan. Infracin liiketoiminta on todella kannattavaa ja yhtiö teki vuonna 2021 4,5 MEUR:n liikevaihdolla 0,9 MEUR käyttökäytettä. Huhtikuussa 2023 HTJ laajensi

talonrakennuttamisen liiketoimintaansa Jyväskylän ja Kuopion alueille ostamalla liiketoimintakaupalla FinestCon Oy:n. Kaupan yhteydessä FinestCon työllisti viisi henkilöä. FinestConin liiketoiminta on ollut erittäin kannattavaa ja yhtiö teki vuonna 2021 0,9 MEUR:n liikevaihdolla 0,2 MEUR liikutulosta (EBIT: 25 %). Näemme kyseisessä poikkeuksellisen vahvassa tasossa painetta kohti toimialan keskiarvoa.

Työntekijät kasvustrategian keskiössä

HTJ:lla on kasvuhakuiset tavoitteet ja yhtiö on historiallisesti kasvanut sekä orgaanisesti että yritysostojen tukemana. Yhtiö panostaa aktiivisesti työntekijöiden ja asiakkaiden tyytyväisyyteen, mikä on toimialalla elinehto orgaanisen kasvun saavuttamiseksi. HTJ:n toimialalla on tyypillisesti työvoimapulaa osaajista, joskin nykyisessä heikossa rakennusyhteisössä projektien kysyntä on arviomme mukaan työntekijöiden saatavuutta oleellisempi pullonkaula yhtiöiden kasvulle.

Kysyntä kehittyneet muuta markkinaa vakaammin HTJ:n tärkeissä asiakassegmenteissä

HTJ keskittyy neljään toimialaan, jotka ovat talon-, teollisuus-, infra- ja energiarakentaminen. HTJ:n tärkeimmät asiakassegmentit ovat infrarakentaminen ja julkisen sektorin toimitilat, jotka tuovat yhteensä yli 60 % liikevaihdosta. KH Groupin mukaan kysyntä on kehittyneet haasteiden keskellä muuta rakennussektoria vakaammin HTJ:n tärkeissä asiakassegmenteissä. Rakentamisen laskenut volyyymi heijastuu kuitenkin myös HTJ:n liiketoiminnassa kiristyneenä kilpailuna toimeksiannoista.

HTJ 3/3

2023 suoritukset ovat olleet vakuuttavia

HTJ suoriutui vuonna 2023 Q1-Q3 osalta kutistunut kohdemarkkina huomioiden oikein hyvin ja yhtiön liikevaihto kasvoi 20 % 19,7 MEUR:oon. Kasvu sai tukea sekä toukokuussa 2022 toteutetusta Infrap-yritysostosta ja huhtikuussa 2023 toteutetusta FinestCon-liiketoimintakaupasta. Arviomme mukaan HTJ:n epäorgaaninen kasvu oli Q1-Q3'23 noin 12-14 %, joten yhtiö saavutti myös tervettä orgaanista kasvua, vaikka markkinan epävarmuus on yhtiön mukaan johtanut joidenkin rakennushankkeiden siirtymiseen. Yhtiön pro forma -liiketulos asettui tarkastelujaksolla 2,0 MEUR:oon (Q1'Q3'22: 1,8 MEUR), mikä on 10 % liikevaihdosta. Näkemyksemme mukaan onnistunut resursointi on ollut keskeisessä roolissa kannattavuuden suojaamiseksi rakennussektorin haasteiden keskellä. Odotamme Q4'23 liikevaihdon kasvaneen 3 %, joka tulee käytännössä täysin FinestCon-liiketoimintakaupasta. Ennusteissamme Q4-liiketuloks asettuu 0,6 MEUR:oon (9 % liikevaihdosta) vertailukauden erittäin vahvalta 1,0 MEUR:n tasolta heikentyneiden laskutusasteiden ajamana.

Odotamme kuluvan vuoden olevan haastava

HTJ:n markkinaa ajatelleen noussut korkotaso rajoittaa rakentamista laajamittaisesti lyhyellä tähtäimellä, mikä osuu etenkin asuntorakentamiseen. Rakennusteollisuus odotti syyskuun lopun katsauksessa 2024 asuntorakentamisen laskevan 9 %, mutta muun uudisrakentamisen kasvavan 3 %. Korjausrakentamiselta odotetaan 4 %:n laskua, kun

taas maa- ja vesirakentamiselle povattiin 1,5 %:n laskua.

Odotamme kuluvana vuonna HTJ:n orgaanisen kasvun pysähtyvän täysin ja 2024 liikevaihto kasvaa ennusteissamme 1,5 % täysin FinestCon-liiketoimintakaupan ajamana. Samalla näemme painetta yhtiön suhteellisessa kannattavuudessa kutistuvasta markkinasta seuraavan kiristyneen kilpailun ja toisaalta laskevien laskutusasteiden vuoksi. 2024 liiketulosennusteemme liiketoimintaympäristön vastatuulista huolimatta hyvällä tasolla ja asettuu 2,2 MEUR:oon (8 % liikevaihdosta).

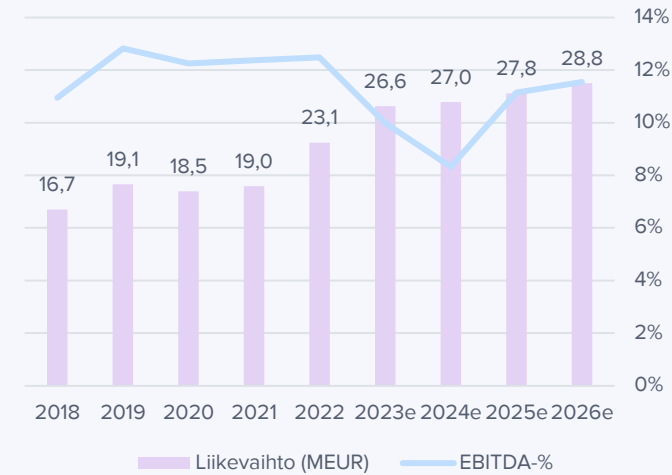
2025-2026 ennusteissa näkyy markkinan elpymistä

2025-2026 HTJ:n liikevaihto kasvaa ennusteissamme 3,5-3,6 % elpyvän kysynnän ajamana. Elpyvät käyttöasteet sekä kasvun tuoma operatiivinen vipu ajaa samalla liiketulosennusteitamme ylös 11,0-11,4 %:iin, mikä on linjassa 2021-2022 tasojen kanssa.

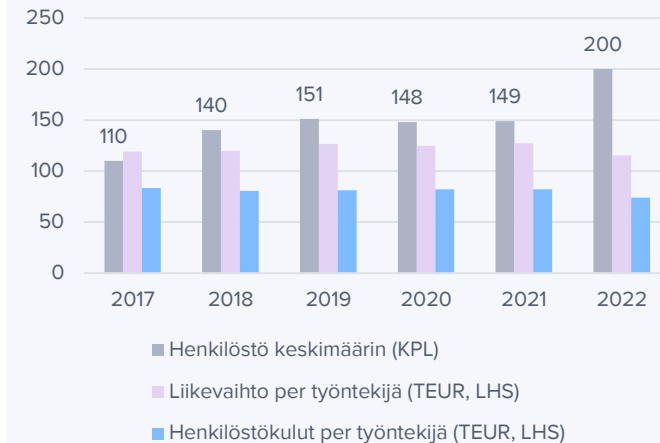
Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä odotamme HTJ:n kasvun laantuvan vuositasolla noin 2,0-2,5 %:iin. Yhtiön pidemmän aikavälin liiketulosmarginaali on ennusteissamme 10-11 %. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia tulevia tiedottamattomia yritysjärjestelyjä, sillä yrityskauppojen hinnoittelun, ajankohdan ja integraation arvioiminen järkevällä tarkkuudella on HTJ:n kohdalla ulkopuolelta käytännössä mahdotonta.

HTJ:n kasvu- ja kannattavuusennusteet¹



Henkilöstömäärä on ajanut viime vuosien kasvua



1) Huom: FAS

Taloudellinen tilanne

Tase on erikoinen sijoitusyhtiötaustan vuoksi

KH Groupin tase on melko erikoinen konsernin sijoitusyhtiötaustasta johtuvan rakenteen ja monialakonsernin raportointitavan vuoksi. Tytäryhtiöiden erilaisten liiketoimintamallien vuoksi konsernin tase ei kuvasta yksittäisen tytäryhtiön taserakennetta erityisen hyvin etenkin HTJ:n kohdalla.

Q3'23:lla KH Groupilla oli 38 MEUR:n edestä nettokäyttöpääomaa. Käyttöpääoman ja koko taseen suurin omaisuusosuus on 103 MEUR:n vaihto-omaisuus. Tytäryhtiöistä KH-Koneet sitoo absoluuttisesti ja liiketoiminnan kokoon suhteutettuna eniten vaihto-omaisuutta, kun taas HTJ:lla ei asiantuntijaliiketoiminnan luonteen vuoksi ole vaihto-omaisuutta lainkaan. HTJ:n negatiivisen käyttöpääoman ansiosta orgaaninen kasvu ei sido käytännössä lainkaan pääomaa, kun taas KH-Koneet joutuu investoimaan merkittävän määrän pääomaa etenkin varastoihin ajaakseen kasvuaan (käyttöpääoma 20-30 % liikevaihdosta). Merkittävien ostovelkojen ja tehokkaan varastonhallinnan vuoksi Indoor Group ei ole viime vuosina juurikaan sitonut nettokäyttöpääomaa.

Vuokratilavetoinen liiketoimintamalli rajaa investointitarpeita

KH Groupin tytäryhtiöt toimivat pääosin vuokratiloissa, mikä selittää 9 MEUR:n aineellisten omaisuuserien ja 99 MEUR:n käyttöoikeusomaisuuserien tuntuvaa erotusta. 99 MEUR:n käyttöoikeuserät ovat merkittävä osa tasetta ja ne liittyvät pääosin Indoorin ja KH-Koneiden toimipisteverkostoon. Vuokratiloihin nojaavan liiketoimintamallin ansiosta kasvun vaatimat investoinnit aineellisiin omaisuuseriin ovat maltilliset, joskin se kasvattaa liiketoiminnan

operatiivista vipua vuokratulujen seurauksena.

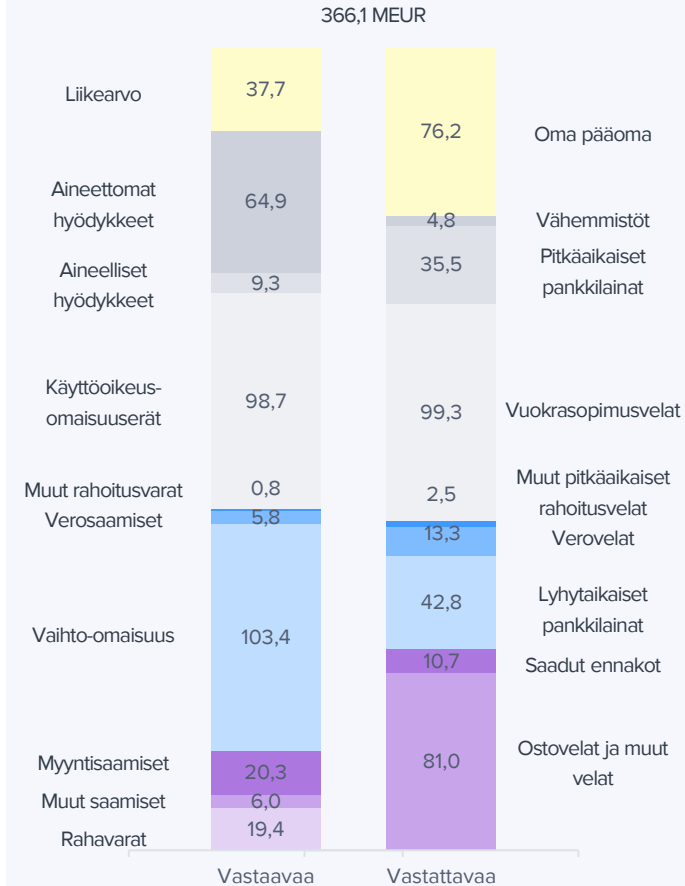
Taseen 37,7 MEUR:n liikearvo on syntynyt toteutetuista yritysjärjestelyistä kun taas 65 MEUR:n muut aineettomat hyödykkeet liittyvät lähes täysin Indoor Groupin tavaramerkkeihin. Indoor ei juurikaan aktivoi kulujaan taseeseen, mutta aineettomien hyödykkeiden määrä säilyy näillä näkymin korkeana, sillä erää ei poisteta IFRS-kirjanpidon alla, vaan testataan säännöllisesti arvonalentumista varten.

Tase on sijoitusyhtiötaustan myötä vivutettu

Q3'23 lopussa KH Groupin korolliset nettovelat olivat 164,2 MEUR eli noin 3,7 kertaa viimeisen 12 kuukauden pro forma käyttökate. Näkemyksemme mukaan tase on korkea, mutta se johtuu yhtiön pääomasijoittajataustasta ja yhtiö on viestinyt tavoitteestaan laskea velkatasoa. KH Groupin velkaantumista arvioidessa on hyvä pitää mielessä merkittävät 99 MEUR:n vuokrasopimusvelat, joista oikaistuna nettovelka on huomattavasti maltillisempi. Korkean velkavivun vaikutus korostuu tytäryhtiöistä omistajiltaan joulukuussa pääomalainan saaneissa Indoor Groupissa ja NRG:ssä, joiden taseet ovat nähdäksemme turhan vivutettuja aiheuttaen taseriskin.

Taseen 4,8 MEUR:n vähemmistöt liittyvät tytäryhtiöiden vähemmistöomistuksiin, joskin niiden markkina-arvo on selvästi tasearvoa korkeampi. KH-Koneiden ja HTJ:n kohdalla konsernilla on vähemmistöjen kanssa molemminpuolinen sopimus toteuttaa kaupat vähemmistöosakkeenomistajien osakkeista. Kyseinen erä oli sijoitusyhtiöraportoinnin alla taseessa 5,7 MEUR:n arvolla, mikä kuvaa käsityksemme mukaan melko hyvin odotettua lunastusvastiketta.

KH Groupin tase Q3'23 (IFRS)



Konsernin ennustemuutokset

Ennustemuutokset

- Laskimme Indoorin Q4-ennusteita odotuksiamme haastavamman markkinaympäristön vuoksi. Olemme samalla tarkastaneet hieman alas Q4 tulosta Virosta poistumisen aiheuttamien kulujen vuoksi. Virosta poistuminen painaa lähivuosien liikevaihtoennusteitamme, mutta nostimme lievästi sen myötä suhteellista kannattavuutta ennusteissamme. Ennusteemme eivät vielä sisällä Virossa sijaitsevan kiinteistön potentiaalista myyntihintaa, mutta kiinteistön listattu pyyntihinta oli aiemmin 4 MEUR.
- Nostimme hieman Indoorin 2024 rahoituskustannuksia vuoden 2024 alussa päivitetyn rahoitussopimuksen vuoksi.
- KH-Koneiden pidemmän aikavälin kasvua nostimme kasvuhakuista strategiaa mukaillen. Laskimme siitä johtuen hieman suhteellista kannattavuusennustetta, sillä odotamme liikevaihdon painottuvan aiempaa enemmän toistaiseksi heikomman suhteellisen kannattavuuden omaavaan Ruotsiin
- Muutimme KH-Koneiden DCF-mallin logiikkaa pyörimään FAS-kirjapidon mukaisen liiketuloksen ympärillä, josta oikaisimme liikearvon poistot. Vaihdoin aiemmasta käyttökatteesta, koska KH-Koneiden kasvu vuokrausliiketoiminnassa kasvattaa yhtiön poistojen osuutta liikevaihdosta, minkä seurauksena liiketulos on parempi mittari suhteellisen kannattavuuden vertailuun yli ajan. Oikaisimme liikearvon poistot, sillä se helpottaa yhtiön operatiivisen kannattavuustason arvioimista ja vertailua yli ajan.
- Tarkistimme HTJ:n 2025-2026 liikevaihtoennusteita ylös noin 1 %:n avistuksen verran jyrkempää kasvun kulmakerrointa ennakkoiden.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
Liikevaihto (MEUR)	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Indoor Group	185	183	-1 %	186	174	-7 %	189	177	-7 %
KH Koneet	171	171	0 %	163	163	0 %	167	173	4 %
HTJ	26,6	26,6	0 %	27,0	27,0	0 %	27,7	27,8	0 %
NRG	35,7	35,7	0 %	36,2	36,2	0 %	37,1	37,1	0 %
Oik. Liiketulos (MEUR)									
Indoor Group	0,8	0,4	-47 %	3,2	3,3	4 %	6,6	6,7	1 %
KH Koneet	8,2	8,2	0 %	5,4	5,4	0 %	7,5	7,8	4 %
HTJ	2,6	2,6	0 %	2,2	2,2	0 %	3,0	3,1	0 %
NRG	1,3	1,3	0 %	1,3	1,3	0 %	1,3	1,3	0 %
Kohdistamattomat kulut	-2,9	-2,9	0 %	-2,1	-2,1	0 %	-1,8	-1,8	0 %

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	107	416	400	415	435
KH-Koneet	42,4	54,8	45,6	51,8	195	43,4	46,1	35,0	46,6	171	163	173	187
Indoor Group	45,6	47,2	52,3	47,1	192	43,6	44,0	50,6	44,7	183	174	177	181
HTJ	4,7	5,8	5,8	6,7	23,1	6,1	7,0	6,5	6,9	26,6	27,0	27,8	28,8
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	10,5	32,0	33,2	40,4	44,0
Poistot ja arvonalennukset						-8,2	-8,4	-9,3	-8,4	-34,3	-23,1	-23,3	-23,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,5	2,9	6,0	3,8	12,2	1,2	3,2	5,1	2,1	11,6	10,1	17,1	20,4
Liikevoitto	-0,5	2,9	6,0	3,8	12,2	1,2	1,2	-6,8	2,1	-2,3	10,1	17,1	20,4
KH-Koneet	1,6	3,7	2,6	2,9	10,8	1,9	2,3	2,0	2,0	8,2	5,4	7,8	10,3
Indoor Group	-1,5	-1,2	3,8	-0,1	1,0	-0,6	-1,5	2,6	-0,1	0,4	3,3	6,7	7,3
HTJ	0,5	0,6	0,7	1,0	2,8	0,4	0,6	1,0	0,6	2,6	2,2	3,1	3,3
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	-6,9	-5,8
Tulos ennen veroja	-0,5	2,8	6,0	3,8	12,0	-1,4	-2,3	-8,9	0,1	-12,5	2,5	10,2	14,6
Verot	0,5	0,6	0,6	0,4	2,1	0,5	0,4	2,2	0,0	3,1	-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	-1,8
Nettotulos	0,0	3,4	6,6	4,2	14,1	-0,9	-0,7	-3,2	0,3	-4,6	2,0	6,8	9,9
EPS (oikaistu)	0,00	0,06	0,11	0,07	0,24	-0,02	0,02	0,15	0,00	0,16	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-%					12,4 %	3,6 %	-8,8 %	-6,7 %	-9,4 %	-5,7 %	-3,8 %	3,7 %	4,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%					12,4 %	-340,0 %	10,3 %	-14,6 %	-45,9 %	-5,2 %	-12,9 %	69,5 %	19,2 %
Käyttökate-%					2,8 %	9,1 %	9,1 %	2,5 %	9,8 %	7,7 %	8,3 %	9,7 %	10,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,5 %	2,5 %	5,6 %	3,2 %	2,8 %	1,2 %	3,0 %	5,1 %	1,9 %	2,8 %	2,5 %	4,1 %	4,7 %
Nettotulos-%	0,0 %	2,9 %	6,1 %	3,5 %	3,2 %	-0,9 %	-0,7 %	-3,2 %	0,2 %	-1,1 %	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	93,2	94,4
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
Vaihtuvat vastaavat	1,8	164	149	139	142
Vaihto-omaisuus	0,0	112	104	98,1	99,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	7,3	7,3	7,3	7,3
Myyntisaamiset	0,0	18,8	16,7	14,0	14,5
Likvidit varat	1,8	26,4	20,8	20,0	20,8
Taseen loppusumma	113	377	349	338	340

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	93,5	87,8	77,0	79,1	85,8
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	65,4	53,4	48,8	50,9	57,6
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	112	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	94,2	86,5
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	147	149
Korolliset velat	1,0	74,4	68,4	62,8	57,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,2	86,4	83,3	84,1	91,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	113	377	349	338	340

*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.

Sijoitusprofiili 1/2

Kh Group on silmissämme käänne- ja arvoyhtiö

KH Group on sijoitusprofiililtaan käänne- ja arvoyhtiö, joka pyrkii tuomaan taseensa arvoa esiin muovautumalla KH-Koneiden ympärille rakentuvaksi monialakonserniksi. KH Groupia on haastava lokeroida sijoituskohteena, sillä tuloskunnot ja arvonluontipotentiaali vaihtelee selvästi tytäryhtiöittäin. Indoor Group ja NRG ovat silmissämme selvästi käänneyhtiöitä. Rakennussektorin haasteet kiusaavat sekä HTJ:ta ja KH-Koneita, mutta syklin yli katsoessa yhtiöllä on oikein hyvät edellytykset kumuloida arvoa kasvuvetoisilla strategioilla. KH-Koneet on mielestämme kiinnostavin tytäryhtiö hyvien kasvumahdollisuuksiensa ja vahvan markkina- asemansa vuoksi (pienissä koneissa).

Heikko suhdanne pitää arvoa vankinaan

KH Groupin konsernirakenne on kiusallisessa välivaiheessa yhtiön siirtyessä sijoitusyhtiöstä kohti KH-Koneet Groupia. Nähdäksemme nykyinen konsernirakenne laskee osakkeen houkuttelevuutta sijoittajien silmissä sijoitustarinan epäselvän rakenteen vuoksi. Pidämme todennäköisenä, että tytäryhtiöitä hinnoiteltaisiin erikseen nykyistä rakennetta avokätisemmin. Samalla konsernirakenteen purkaminen poistaa riskin pääoman valumisesta KH-Koneiden sijaan heikomman arvonluontipotentiaalin omaaviin kohteisiin. Pääomamarkkinapäivällään KH Group viesti pyrkivänsä strategisiin irtautumisiin vuosina 2024-2025, mutta nähdäksemme liiketoimintaympäristön heikkeneminen voi pitkittää kyseistä prosessia. Selvin vaikutus haastavalla markkinatilanteella on Indoor Groupiin, jonka kohdalla pidämme pörssilistattomista todennäköisenä lopputulemana. Yhtiön

listaaminen vaatii nähdäksemme tuloskunnon elpymisen ja nykyistä vahvemman taserakenteen. Painotamme, että sijoitustarinan kannalta on keskeistä, että konserni irtautuu omistuksistaan arvoa maksimoimalla tavalla kiirehtimisen sijaan.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Strategiset irtautumiset: Nähdäksemme KH Group voisi löytää HTJ:lle tai NRG:lle ostajan jopa lähitulevaisuudessa, mikä voi toimia ajurina osakkeelle. HTJ:sta saatava korvaus olisi arviomme mukaan konsernitasolla oleellinen, kun taas NRG:stä luopuminen poistaisi sijoittajan kannalta riskin tytäryhtiön tuloskunnon heikkenemisestä ja rahoitustarpeesta. Mikäli KH-Koneet kykenee parantamaan kannattavuuttaan Ruotsissa edes lähelle Suomen tasoa on mielestämme selvää, että konsernin kannattaa investoida mahdollisimman suuri osuus tytäryhtiöirtautumisten tuomista rahavaroista yhtiön kasvustrategian tukemiseksi.

Kattava brändiportfolio ja myyntiverkosto: KH-Koneiden kilpailukyvyyn kannalta keskeinen tekijä on yhtiön brändiportfolion laatu. Arviomme mukaan yhtiöllä on laadukas ja monipuolinen brändiportfolio, mikä tekee siitä houkuttelevan kumppanin jälleenmyyjille ja vahvistaa yhtiön kilpailukykyä pienempiin toimijoihin nähden. Vastaavasti laaja ja kasvava jakeluverkosto tekee KH-Koneista houkuttelevan kumppanin konevalmistajille sen jakeluvoiman ansiosta.

Hyvä kasvunäkymä: Brändiportfolion vahvuuden ja jakeluverkoston laajuuden ansiosta KH-Koneilla on arviomme mukaan edellytykset markkinaa ripeämpään orgaaniseen kasvuun sekä kotimarkkinalla että ulkomailla. Liiketoimintamallin lainalaisuudet huomioiden tämän tulisi arviomme

mukaan skaalautua kannattavuuteen takautuvasti viiveellä kasvavan kenttäpopulaation ja sen tuoman jälkimarkkina-liiketoiminnan vuoksi. Näemme yhtiöllä edellytykset vauhdittaa maantieteellistä laajentumistaan yritysjärjestelyillä (mm. jakelijoiden ostaminen), joskin odotamme kasvun jatkossakin olevan pääosin orgaanista.

Heikkoudet ja riskitekijät

Riippuvuus brändiportfoliosta: KH-Koneiden kilpailukyky on liiketoimintamallin ansaintalogiikasta johtuen riippuvainen merkkiedustuksien vahvuudesta ja siten keskeisen brändin menettäminen heikentäisi kilpailukykyä, liikevaihtoa sekä tulostasoa. Edustussopimusten lisäksi on riski, että keskeisimpien merkkin oma kilpailukyky rappeutuu, mikä heijastuisi väistämättä myös yhtiön tarjoaman kiinnostavuuteen. Yhtiö ei kuitenkaan ole silmissämme huomattavan riippuvainen yksittäisistä merkeistä.

Heikompi kannattavuus Ruotsissa johtuu vauhdista, jolla KH-Koneet on skaalannut kyseisen liiketoiminnan. Ruotsin kannalta S-Rentalin hyvä kannattavuuskehitys KH-Koneiden omistuksessa on myönteinen signaali. Ruotsin liiketoiminta tarvitsee vielä kannattavuusloikan, jotta sitä voisi kutsua arvoa luovaksi. Mikäli KH-Koneet ei kykene nostamaan Ruotsin liiketoiminnan kannattavuutta voi yhtiö sitoa enenevästi pääomaa matalan kannattavuuden toimintaan heikentäen sen laatua.

Käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli: KH-Koneiden kasvu edellyttää huomattavaa vaihto-omaisuutta, johon voi kohdistua alaskirjaustarpeita. Samasta syystä liiketoiminnan rahavirta yhtiön kasvaessa operatiivista tulosta heikompi.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Taitekohdassa oleva sijoitustarina muuttuvan konsernirakenteen ja strategian myötä

2.

Konsernin kruununjalokivellä edellytykset vahvaan ja kannattavaan kasvuun

3.

KH-Koneilla korkea pääoman tuotto kotimarkkinalla

4.

Kyky luoda arvoa kansainvälisellä kasvulla vielä todistamatta

5.

Tytäryhtiöt toimivat syklisellä markkinalla

Potentiaali



- Nykyisen konsernirakenteen purkaminen voi vapauttaa arvo ja lisätä sijoittajakiinnostusta
- KH-Koneiden kotimarkkinana menestyksen monistaminen ulkomailla loisi edellytykset pitkän aikavälin arvonluonnille
- Edellytykset epäorgaaniseen kasvuun ja tytäryhtiöirtautumisista vapautuva ruuti sitä varten

Riskit



- KH-Koneiden kannattavuus on Ruotsissa vielä Suomea jäljessä, eikä arvonluonnista ulkomailla voi vielä nykyisellä kannattavuustasolla puhua
- Tarve muiden tytäryhtiöiden pääomittamiselle KH-Koneiden kasvuinvestointien rahoittamisen sijaan
- Heikko liiketoimintaympäristö voi pitkittää konsernirakenteen transitiovaihetta

Osien summa on luotettavin arvonmääritysmenetelmä

Tavoitehintaja suositus

Tarkistamme tavoitehintamme 0,80 euroon (aik. 0,90 eur) ja toistamme lisää-suosituksemme. KH Groupin osake vaikuttaa maltillisesti hinnoitellulta suhteesta osien summa -laskelmamme indikoimaan 0,94 euron osakekohtaiseen arvoon. Nähdäksemme KH Groupin käypä arvo on noin 0,9-1,2 euroa osakkeelta, joten arvon realisoituessa näemme osakkeessa selvää nousuvaraa. Kyseinen nousuvara on kuitenkin alistainen oletukselle, että velkaisen taseen ja tulokäänteen kanssa kamppailevan Indoor Groupin taseriski ei realisoitu. Lisäksi arvon purkautuminen vaatii nykyisen konsernirakenteen purkamisen sekä tytäryhtiöistä vapautuvien rahavarojen järkevän allokoinnin. Kyseiset epävarmuudet yhdessä suurimpien tytäryhtiöiden paineessa olevien tulokuntojen kanssa voi nähdäksemme lykätä tai jopa estää käypää arvoa realisoitumista, mikä pitää meidät toistaiseksi vielä ottamasta vahvempaa näkemystä suosituksemme kanssa.

Osien summan muodostuminen

Lähestymme KH Groupin arvonmääritystä osien summa -laskelman kanssa. Menetelmä on mielestämme optimaalinen, sillä nykyinen konsernirakenne on tarkoitus purkaa, mikä mahdollistaa arvon vapautumisen. Samalla tytäryhtiöiden eroavien kassavirta- ja riskiprofilien vuoksi niiden kasvun kannattavuus ja hyväksyttävät arvostuskertoimet eroavat huomattavasti toisistaan, mikä osien summa -mallin puolesta.

Osien summa -mallissamme olemme arvioineet käyvän arvon KH Groupin jokaiselle tytäryhtiölle DCF-malleja hyödyntämällä ja suhteuttamalla yhtiökohtaisia implisiittejä arvostuskertoimia listattuihin verrokkeihin. Tytäryhtiökohtaisessa arvonmäärityksessä olemme hyödyntäneet yhtiökohtaisia FAS-kirjanpitoa noudattavia tilinpäätöksiä (pl. Indoor Group, joka raportoi IFRS:n alla), mikä heikentää hieman lukujen vertailukelpoisuutta verrokkeihin nähden.

Yhtiökohtaisesta käyvän arvon arviosta vähennämme vähemmistöjen omistusosuuden yhtiöstä ja konsernihallinnon kulut sekä arviomme emoyhtiön veloista osana laskelmaa.

Konsernihallinnon kulut syövät kokonaisuuden käypää arvoa

Olemme arvioineet konsernihallinnon kulujen olevan normalisoidusti 1,8 MEUR (aik. 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. Kyseinen ajattelumalli on mielestämme looginen, mutta haasteena näemme uudet hallinnolliset kulut, jotka syntyisivät, mikäli joku toinen tytäryhtiöistä listattaisiin pörssiin.

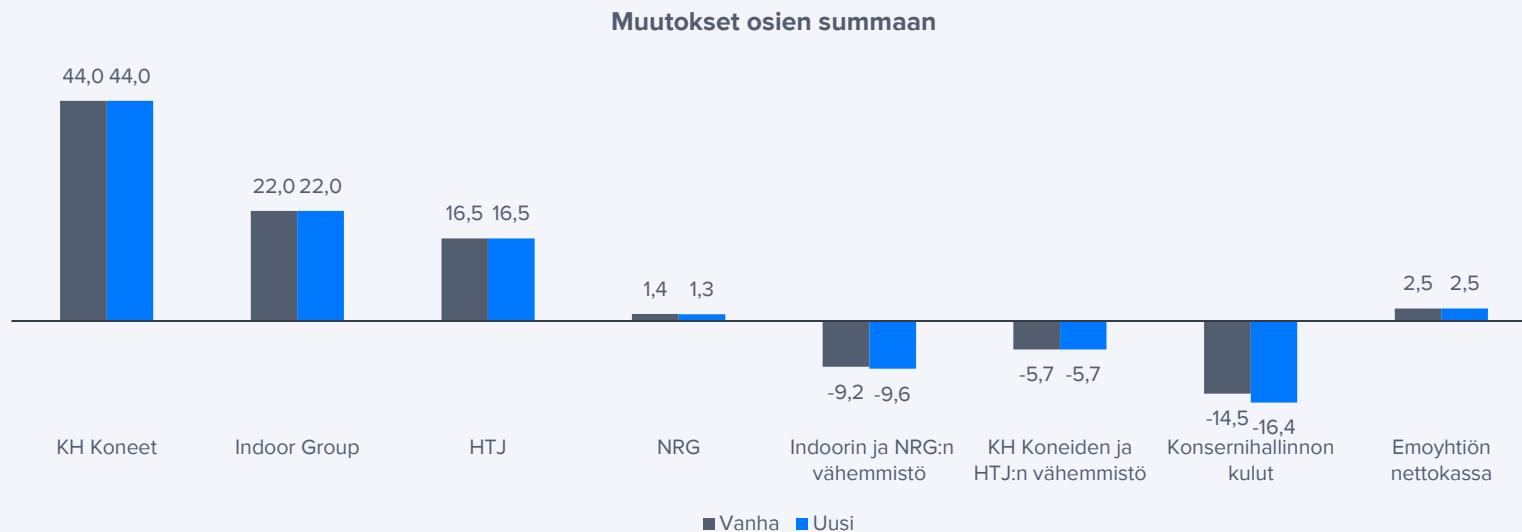
Osien summan muodostuminen (MEUR)	Opon arvo DCF	Käypä arvo	Nettovelat 2023e	Yritysarvo 2023e
KH Koneet	50,1	44,0	18,8	62,8
Indoor Group	24,6	22,0	70,3	92,3
HTJ	22,3	16,5	7,5	24,0
NRG	1,8	1,3	12,6	13,9
- Indoorin ja NRG:n vähemmistö		-9,6		
- KH Koneiden ja HTJ:n vähemmistö		-5,7		
- Konsernihallinnon kulut		-16,4		
+ Emoyhtiön nettokassa		2,5		
= Osien summa		54,6		
Konsernin nykyinen markkina-arvo		40,7		
Alennus osien summaan		-26 %		
Osien summan indikoima osakekohtainen arvo		0,94 €		

Muutokset osien summa -laskelmassamme

Muutokset osien summaan olivat pieniä

Päivityksen yhteydessä nostimme aavistuksen verran arviotamme konsernihallinnon kulujen normalisoidusta tasosta 1,8 MEUR:oon (aik. 1,6 MEUR). Odotamme hieman aiempaa korkeampaa normalisoitua tasoa mm. kustannusinflaation ja kiristyvien raportointivaatimusten aiheuttamien kulujen vuoksi. Tämän seuraksensa kohdistamattomien erien osuus osien summa-laskelmassamme nousi 16,4 MEUR:oon (aik. 14,5 MEUR).

NRG:n käypään arvoon liittyen teimme pienen negatiivisen tarkistuksen yhtiön taseriskin vuoksi, mikä näkyy Indoorin ja NRG:n vähemmistöjen osuudessa osien summa laskelmassamme.



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 tulos pohjainen arvostus venyy kuluvana vuonna rakennussektorin haasteiden painaessa tuloskuntoa ennusteissamme. 2024 ennusteillamme arvostus on korkea, mutta 2025-26 se kääntyy silmissämme hyvinkin houkuttelevaksi. Mielestämme KH-Koneilla on hyvät näytöt arvonluonnista (2017-2022: 10-21% ROE) ja yhtiötä kuuluu hinnoitella preemiolla taseen kirja-arvoon nähden. Oleellisempi venymisvara tase pohjaisessa arvostuksessa vaatii nähdäksemme lisää näyttöjä kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuuden skaalautumisesta, sillä viime vuosina Ruotsin kasvu on aiheuttanut painetta pääoman tuottoon. Verrokkeihin nähden KH-Koneiden arvostus näyttää tulos pohjaisesti 2024 ennusteilla kalliilta, mikä johtuu arviomme mukaan yhtiöiden poikkeavista kysyntäsykleistä. Tase pohjaisesti yhtiön arvostus on kuitenkin selvästi alennuksella listattuihin verrokkeihin.

Käänneyhtiöstatus heijastuu Indoorin arvostuksessa

Käyttökatteella 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 historiallisesti 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 pääomakevyen liiketoimintamallin vuoksi fokus on tulos pohjaisissa kertoimissa

HTJ:n erittäin pääomakevyen liiketoimintamallin vuoksi suosimme arvonmäärittämisessä tuloskertoimia. Määrittämällämme 16,5 MEUR:n markkina-arvolla HTJ:ta hinnoitellaan selvällä alennuksella verrokkeihin nähden. Yhtiön pienen kokoluokan ja nykyisen omistusrakenteen vuoksi alennushinnoittelu on mielestämme perusteltu listattuihin verrokkeihin nähden. DCF-mallimme puolestaan indikoi yhtiölle noin 22 MEUR:n arvoa. Yhtiön suhdannekestävyydestä ei ole vielä kunnan näyttöjä, mutta infrarakentaminen ja julkisen sektorin toimitilat muodostavat yli 60% liikevaihdosta rajoittaen kysynnän heiluntaa.

NRG:n arvostus tulos pohjaisesti matala, muttei syytä

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. Yhtiön tuntuva velkavivun vuoksi onnistuneella tuloskäänteellä olisi merkittävä positiivinen vaikutus oman pääoman arvoon.

KH Koneet	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/ Käyttökate	7,6	11,1	7,1	4,8
EV/ Oik. Liikevoitto	8,5	12,9	8,0	5,4
Oik. P/E	9,0	14,9	8,7	6,1
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	5,2	4,1	3,0	2,5
EV/ Liikevoitto	224,9	24,5	10,4	8,3
P/E	-9,3	20367,2	6,7	5,2
P/B	0,7	0,7	0,7	0,6

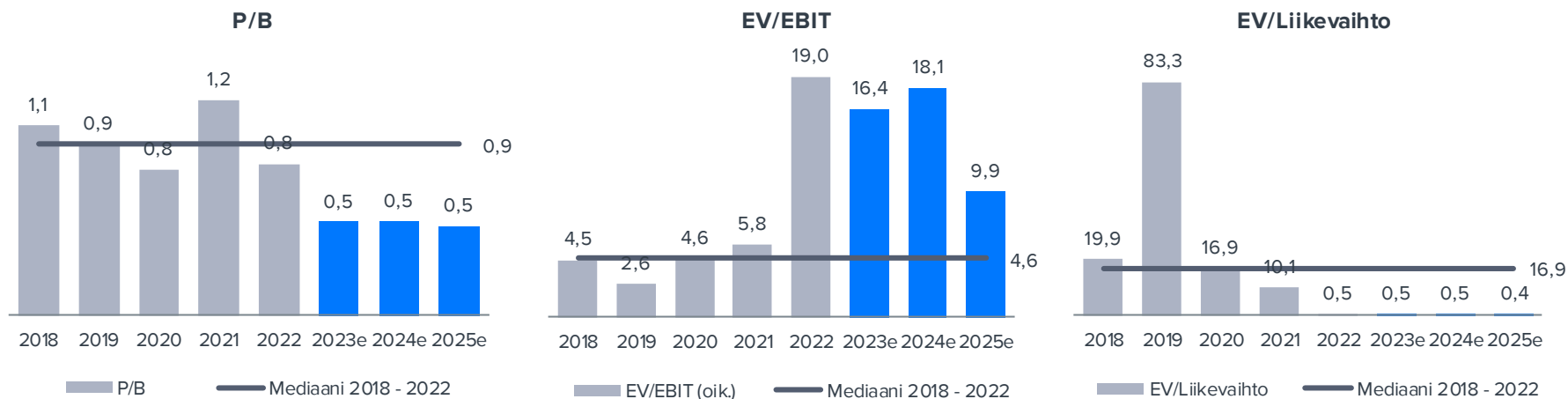
HTJ	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/ Käyttökate	9,0	9,8	6,3	5,1
EV/ Oik. Liikevoitto	9,5	10,5	6,6	5,3
Oik. P/E	9,0	10,7	7,2	6,5
P/B	1,8	1,8	1,7	1,5

NRG	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/ Käyttökate	8,7	8,8	8,7	8,4
EV/ Oik. Liikevoitto	11,2	11,4	11,2	10,9
Oik. P/E	12,1	7,6	6,9	4,3
P/B	-1,3	-0,5	-0,3	-0,3

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,22	1,28	1,08	1,92	1,18	0,68	0,68	0,68	0,68
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	40	40	40	40
Yritysarvo (EV)	74	42	54	116	232	190	182	169	160
P/E (oik.)	5,2	5,8	6,3	6,1	4,9	4,3	neg.	10,2	6,1
P/E	5,2	5,8	6,3	6,1	4,9	neg.	neg.	10,2	6,1
P/B	1,1	0,9	0,8	1,2	0,8	0,52	0,52	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	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	4,5	2,6	4,6	5,8	19,0	5,9	5,5	4,2	3,6
EV/EBIT (oik.)	4,5	2,6	4,6	5,8	19,0	16,4	18,1	9,9	7,8
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

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	95	178	13,2	10,2	7,0	6,2	0,9	0,8	13,6	9,1	0,8
SWECO B	3723	4219	16,8	14,8	12,1	11,0	1,5	1,5	20,0	17,4	3,7
AFRY	1687	2109	11,7	10,4	7,9	7,3	0,9	0,8	13,5	11,5	1,4
REJLERS B	276	332	11,8	10,9	7,5	7,0	0,9	0,8	13,7	12,2	1,6
WSP GLOBAL	19040	21578	35,4	33,8	15,1	13,8	2,7	2,6	28,6	25,1	4,0
ETTEPLAN	329	392	12,8	11,2	7,7	7,1	1,0	1,0	13,3	11,7	2,6
ARCADIS	5092	5954	14,8	12,8	10,9	9,7	1,4	1,3	18,2	15,5	3,8
SOLWERS	41	22	4,4	4,4	2,4	2,4	0,3	0,3	14,1	12,4	1,0
HTJ (Inderes, FAS)	17	24	9,5	10,5	9,0	9,8	0,9	0,8	9,0	10,7	1,8
Keskiarvo			15,1	13,6	8,8	8,1	1,2	1,1	16,9	14,4	2,4
Mediaani			13,0	11,0	7,8	7,2	0,9	0,9	13,9	12,3	2,1
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-27 %	-5 %	16 %	37 %	-4 %	-9 %	-35 %	-13 %	-12 %

KH -Koneiden 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	41451	51628	13,7	13,2	8,1	7,7	3,8	3,6	15,7	14,3	5,0
H&E EQUIPMENT SERVICES	1944	3239	11,6	10,7	4,8	4,5	2,3	2,1	11,7	10,3	3,3
MCGRATH RENTCORP	2729	3425	16,9	15,5	11,2	10,4	4,4	4,1	22,5	19,9	NA
SPEEDY HIRE	139	344	10,2	8,4	3,0	2,8	0,7	0,7	8,1	6,2	0,6
VP	255	485	8,2	7,9	3,6	3,6	1,1	1,1	7,1	6,8	1,2
WETTERI OYJ	77	204	15,8	13,0	7,5	6,6	0,4	0,3	17,0	11,4	1,7
BILIA A	1138	1803	12,6	11,0	7,4	6,8	0,5	0,5	11,4	9,6	2,3
KH Koneet (Inderes, FAS)	44	63	8,5	12,9	7,6	11,1	0,4	0,4	9,0	14,9	1,1
Keskiarvo			11,1	9,9	5,7	5,3	1,6	1,6	11,7	9,8	2,0
Mediaani			12,1	10,8	6,1	5,6	0,9	0,9	11,5	9,9	1,7
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-30 %	19 %	24 %	99 %	-59 %	-58 %	-21 %	50 %	-36 %

Verrokkiryhmän arvostus 2/2

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)	222	596	11,5	8,5	5,4	4,6	0,7	0,6	8,5	5,6	0,5
NOBIA	112	563	29,2	13,7	6,5	4,8	0,6	0,5	-18,4	8,8	0,3
MAISONS DU MONDE	161	860	18,4	16,3	4,3	4,1	0,7	0,7	7,3	6,4	0,3
LEON'S FURNITURE	1024	1204	NA	NA	5,6	5,4	0,7	0,7	10,8	9,9	NA
WILLIAMS-SONOMA	13747	13111	11,5	11,8	9,7	9,9	1,9	1,9	16,2	16,1	7,3
Indoor Group (Inderes, IFRS)	44	92	224,9	24,5	5,2	4,1	0,5	0,5	-9,3	20367,2	0,7
Keskiarvo			17,6	12,6	6,3	5,7	0,9	0,9	4,9	9,3	2,1
Mediaani			14,9	12,7	5,6	4,8	0,7	0,7	8,5	8,8	0,4
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			1405 %	93 %	-8 %	-14 %	-28 %	-32 %		231345 %	88 %

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.	191	675	11,5	10,1	7,5	6,8	0,6	0,6	6,2	5,1	0,9
OSHKOSH	6836	7480	8,4	8,1	6,9	6,7	0,8	0,8	11,0	10,3	1,8
REV GROUP	882	999	9,2	6,7	7,0	5,7	0,4	0,4	12,7	9,1	2,1
NRG (Inderes, FAS)	1	14	11,2	11,4	8,7	8,8	0,4	0,4	12,1	7,6	-1,3
Keskiarvo			9,7	8,3	7,2	6,4	0,6	0,6	10,0	8,1	1,6
Mediaani			9,2	8,1	7,0	6,7	0,6	0,6	11,0	9,1	1,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			22 %	41 %	23 %	31 %	-33 %	-30 %	10 %	-16 %	

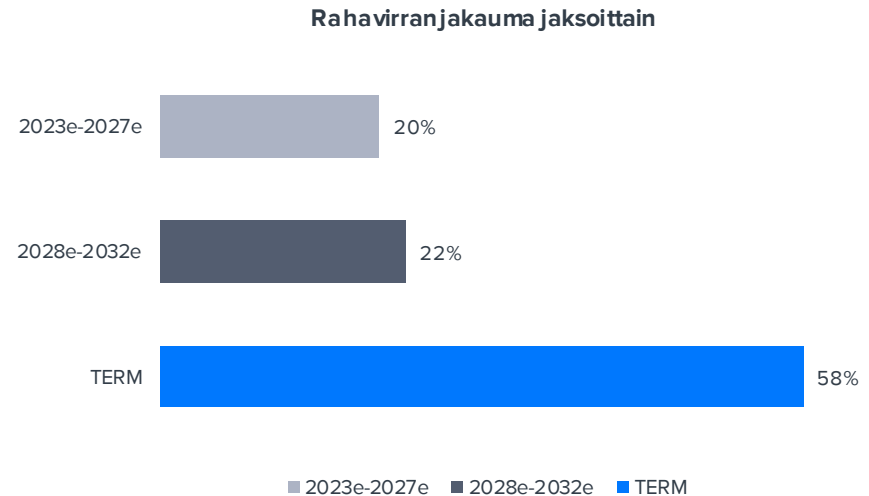
DCF -laskelma 1/4

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 %	6,0 %	8,0 %	12,0 %	10,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,3 %	5,1 %	4,3 %	2,8 %	4,0 %	5,0 %	4,0 %	4,2 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto (oik.)	8,9	10,0	7,4	4,6	6,9	9,4	8,4	9,7	10,7	11,0	11,2	10,1	
+ Kokonaispoistot	1,4	2,6	2,6	2,5	2,6	2,8	3,1	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	
- Maksetut verot	-1,8	-2,0	-1,5	-0,9	-1,4	-1,9	-1,4	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	-1,3	
- Käyttöpääoman muutos	-3,4	-11,9	1,8	-0,9	-2,2	-2,9	-6,1	-5,7	-1,9	-1,6	-1,3	-1,0	
Operatiivinen kassavirta	4,6	-2,4	10,3	5,2	5,9	7,4	4,1	6,0	11,0	11,5	12,1	11,6	
+ 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	-2,5	-2,5	-3,1	-2,8	-5,1	-3,4	-4,3	-3,5	-4,3	-3,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,7	-9,8	7,8	2,7	2,9	4,6	-1,0	2,6	6,7	8,1	7,8	8,1	
+/- 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	7,8	2,7	2,9	4,6	-1,0	2,6	6,7	8,1	7,8	8,1	101
Diskontattu vapaa kassavirta			7,8	2,5	2,4	3,5	-0,7	1,7	3,9	4,3	3,8	3,6	45,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			78,1	70,3	67,8	65,4	61,8	62,6	60,9	56,9	52,6	48,8	45,2
Velaton arvo DCF			78,1										
- Korolliset velat			-31,0										
+ Rahavarat			3,1										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			50,1										

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

Lähde: Inderes



DCF -laskelma 2/4

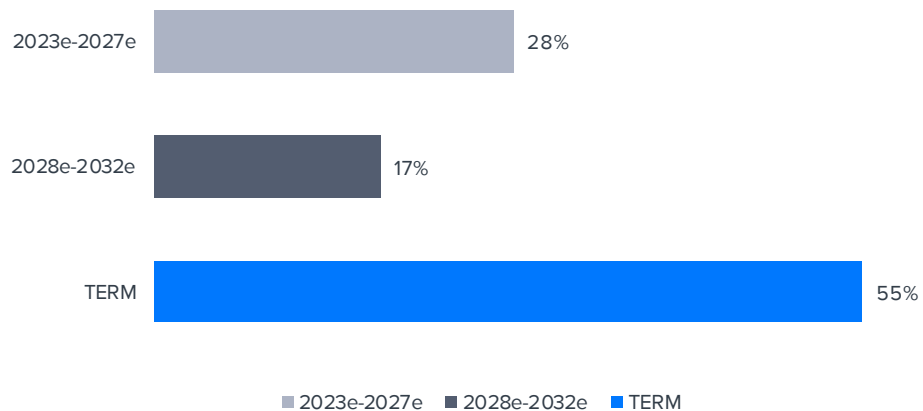
DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,5 %	-6,2 %	-4,8 %	-5,0 %	1,8 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	6,9 %	0,5 %	0,2 %	1,9 %	3,8 %	4,0 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	14,1	1,0	0,4	3,3	6,7	7,3	8,0	8,2	8,1	8,3	8,4	8,1	
+ Kokonaispoistot	18,3	19,3	17,4	16,5	16,8	17,2	17,7	18,0	18,4	18,7	19,0	19,2	
- Maksetut verot	-2,8	-0,2	-0,1	-0,7	-1,3	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,6	
- 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	15,1	19,2	22,2	23,0	24,0	24,5	24,9	25,4	25,7	25,7	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-16,5	-20,9	-12,4	-11,1	-14,0	-15,1	-19,0	-19,1	-19,5	-19,9	-19,9	-19,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,8	-7,2	2,7	8,1	8,2	7,9	5,0	5,4	5,3	5,4	5,8	5,9	
+/- 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	4,8	-7,2	2,7	8,1	8,2	7,9	5,0	5,4	5,3	5,4	5,8	5,9	99,8
Diskontattu vapaa kassavirta			2,7	7,6	7,3	6,6	3,9	3,9	3,6	3,4	3,4	3,2	55,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			101	98,3	90,6	83,4	76,8	72,9	69,0	65,4	62,0	58,5	55,3
Velaton arvo DCF			101										
- Korolliset velat			-82,2										
+ Rahavarat			5,8										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			24,6										

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

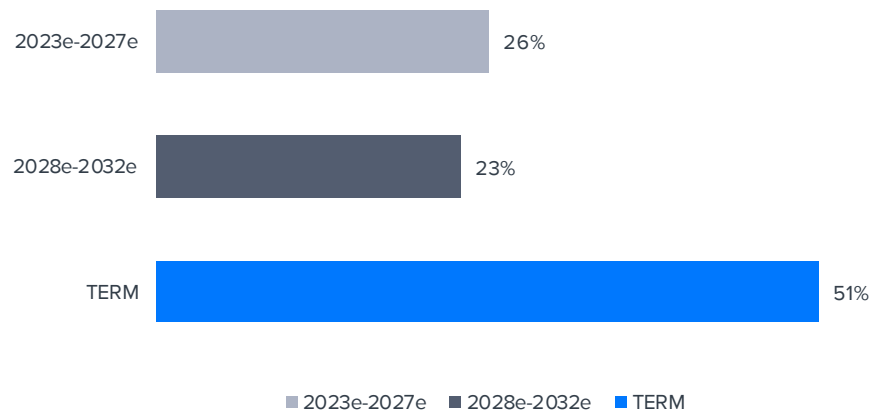
DCF-laskelma HTJ (FAS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,8 %	21,7 %	15,0 %	1,5 %	3,0 %	3,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	12,4 %	12,5 %	10,0 %	8,3 %	11,1 %	11,6 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,1 %	11,0 %	10,5 %	10,5 %
Liikevoitto	2,2	1,0	1,0	0,6	1,5	1,7	1,7	1,7	1,8	3,3	3,3	3,3	
+ Kokonaispoistot	0,1	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	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	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
- Käyttöpääoman muutos	1,9	-0,5	-0,5	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	3,9	2,4	1,6	1,9	2,6	2,8	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	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	2,6	2,6	2,6	2,7	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	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6	35,1
Diskontattu vapaa kassavirta			0,4	1,6	2,0	2,0	1,8	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	15,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			30,5	30,1	28,5	26,5	24,5	22,7	21,0	19,4	18,0	16,7	15,5
Velaton arvo DCF			30,5										
- Korolliset velat			-10,5										
+ Rahavarat			2,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			22,3										

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

Rahavirranjakauma jaksoittain



DCF -laskelma 4/4

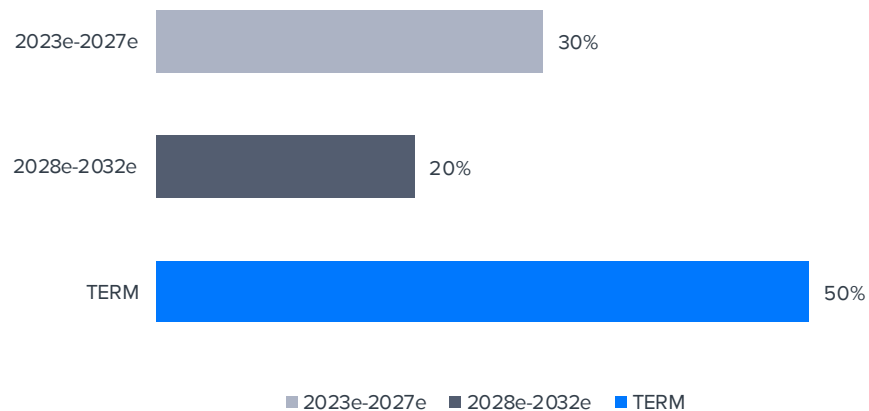
DCF-laskelma NRG (FAS)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	43,0 %	11,0 %	-14,6 %	1,5 %	2,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	-0,1 %	-4,7 %	4,5 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	-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	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	7,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			14,6	13,3	12,4	11,7	11,0	10,3	9,6	9,0	8,4	7,8	7,3
Velaton arvo DCF			14,6										
- Korolliset velat				-15,0									
+ Rahavarat				2,3									
-Vähemmistöosuus				0,0									
-Osinko/pääomapalautus				0,0									
Oman pääoman arvo DCF				1,8									

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 jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	3,2	11,5	441,3	416,3	400,4	EPS (raportoitu)	0,17	0,32	0,24	-0,08	-0,01
Käyttökate	11,7	20,2	12,2	32,0	33,2	EPS (oikaistu)	0,17	0,32	0,24	0,16	-0,01
Liikevoitto	11,7	20,2	12,2	-2,3	10,1	Operat. kassavirta / osake	0,19	0,43	-0,64	0,68	0,70
Voitto ennen veroja	11,6	20,2	12,0	-12,5	-0,9	Vapaa kassavirta / osake	0,19	0,43	-4,16	0,30	0,29
Nettovoitto	9,9	18,4	14,1	-4,6	-0,7	Omapääoma / osake	1,33	1,61	1,40	1,33	1,31
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	349,4	340,9	Liikevaihdon kasvu-%	540 %	259 %	3737 %	-6 %	-4 %
Oma pääoma	77,3	93,5	87,8	77,0	76,3	Käyttökateen kasvu-%	-27 %	73 %	-40 %	162 %	4 %
Liikearvo	0,0	0,0	37,7	37,7	37,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-27 %	73 %	-40 %	-5 %	-13 %
Nettovelat	-8,6	4,7	158,2	150,1	142,3	EPS oik. kasvu-%	-23 %	86 %	-23 %	-34 %	-108 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	365,6 %	175,7 %	2,8 %	7,7 %	8,3 %
Käyttökate	11,7	20,2	12,2	32,0	33,2	Oik. Liikevoitto-%	365,6 %	175,7 %	2,8 %	2,8 %	2,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	4,8	-55,7	6,7	9,4	Liikevoitto-%	365,6 %	175,7 %	2,8 %	-0,6 %	2,5 %
Operatiivinen kassavirta	10,8	24,9	-37,0	39,3	40,6	ROE-%	12,7 %	21,5 %	16,1 %	-5,7 %	-1,0 %
Investoinnit	0,2	-0,2	-207,3	-22,2	-23,9	ROI-%	15,1 %	22,8 %	6,6 %	-0,9 %	4,1 %
Vapaa kassavirta	11,0	24,7	-241,8	17,4	16,7	Omavaraisuusaste	92,6 %	82,5 %	23,3 %	22,0 %	22,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-11,2 %	5,0 %	180,2 %	194,9 %	186,5 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	16,9	10,1	0,5	0,5	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	4,6	5,8	19,0	5,9	5,5						
EV/EBIT (oik.)	4,6	5,8	19,0	16,4	18,1						
P/E (oik.)	6,3	6,1	4,9	4,3	neg.						
P/B	0,8	1,2	0,8	0,5	0,5						
Osinkotuotto-%	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suosituksien historia (>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 (välittömät 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 tehdyn arvon 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 investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat 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 €
11/03/2024	Lisää	0,80 €	0,68 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**