

KH Group

Yhtiöraportti

22.3.2024 8:20



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kyllä kelpaa

KH Groupin tytäryhtiöiden liikevaihdot kokivat odotetusti painetta, mutta tulokset kehittyivät suotuisasti liiketoimintaympäristön haasteista huolimatta. Tulospäivän kruunasi tiedote Indoor Groupin Viron kiinteistön myynnistä, mikä auttaa yhtiötä vahvistamaan vivutettua tasettaan. Ennustemuutosten myötä osien summam-laskelmamme indikoima arvo nousi 1,04 euroon. Nostamme tavoitehintamme 0,95 euroon ja toistamme lisää-suosituksen.

Kannattavuudet kehittyvät hyvin heikosta kysyntäympäristöstä huolimatta

KH-Koneiden liikevaihto laski odotuksiamme enemmän heikon konekaupan painamana, mutta yhtiö kykeni parantamaan liiketulostaan kasvaneen vuokrausliiketoiminnan ajamana. Käsitksemme mukaan tulosparannus painottui Ruotsiin, jossa liiketoimintaympäristö ei vaikuta aivan yhtä haastavalta kuin kotimarkkinalla, mutta kannattavuutta tuki myös myydyn vaihto-omaisuuden arvonnousu. Indoor kykeni vasten odotuksiamme kääntämään liikevaihtonsa kasvuun kutistuneesta kohdemarkkinasta ja Q4:llä aloitetusta Viron liiketoiminnan alasajosta huolimatta ja vahva liikevaihto siivitti tuloksen ennusteylitykseen. Lisäksi konserni tiedotti yhtiön omistaman Viron kiinteistön myynnistä 4,0 MEUR:n kauppahinnalla, mikä nostattaa Q1'24-liiketulosta 3,7 MEUR:lla. Rakennuttajatoimisto HTJ:n liikevaihto kehittyi odotuksiamme vaisummin sairaspöissaolojen vuoksi, mutta liiketulos vastasi ennusteitamme. Liikevaihdon pehmeästä kehityksestä huolimatta tilauskanta oli 2023 lopussa noin 7 % vertailukautta suurempi. Vahvasta kysynnästä nauttiva NRG löi pöytään selvästi odotuksiamme kovemmat luvut.

Annettu ohjeistus on vahva, mutta näemme riskin sen kestävyteen liittyen

KH Group ohjeistaa kuluvalle vuodelle todella vahvaa 400-420 MEUR:n liikevaihtoa ja 14-16 MEUR:n liiketulosta. Liiketulosohjeistus ei sisällä Viron kiinteistön myyntiä. Vakuuttava raportti ja vahva ohjeistus aiheutti nousupainetta ennusteisiimme ja konsernitason lukujen osalta olemme nyt ennustehaarukan alarajalla, mutta näemme riskin ohjeistuksen pitävyyteen, sillä liiketoimintaympäristö on kuluvana vuonna tavallista haastavampi NRG:tä lukuun ottamatta jokaiselle tytäryhtiölle. Johdon kommenttien perusteella ohjeistuksen saavuttamisen pitäisi olla yhtiön omissa käsissä, mutta Suomen satamalakko voi pitkiytyessään aiheuttaa uusia haasteita etenkin Indoorille. Raportin yhteydessä nostimme Indoorin, KH-Koneiden ja NRG:n ennusteitamme, mikä heijastuu myös osien summa-laskelmassamme.

Osien summassa edelleen nousuvaraa, mutta pitkä peli KH-Koneissa

Osien summa -laskelmamme indikoi konsernille 1,04 euron osakekohtaista arvoa. Olemme osien summa -laskelmassamme määrittäneet tytäryhtiökohtaisiksi arvoiksi seuraavat: KH Koneet 52 MEUR:, Indoor 25 MEUR, HTJ 16,5 MEUR ja NRG 3 MEUR. Mielestämme etenkin Indooriin liittyvä taseriski on laskenut ja myös NRG:n kohdalla tie arvon purkautumiselle vaikuttaa aiempaa suoraviivaisemmalta, joskin korkotasojen lasku eittämättä helpottaisi tytäryhtiöiden myymistä. Osien summa -laskelmassamme tytäryhtiökohtaiset arvostukset vaikuttavat tuloskertomilla edullisilta, mutta turvamarginaali on nähdäksemme etenkin kuluvan vuoden ennusteiden osalta vähissä. Pidemmälle katsoessa ja konsernirakenteen yksinkertaistuessa sijoitustarina nivoutuu enenevästi sen ympärille kykeneekö KH-Koneet tekemään hyvää kannattavuutta myös kotimarkkinan ulkopuolella.

Suositus

Lisää

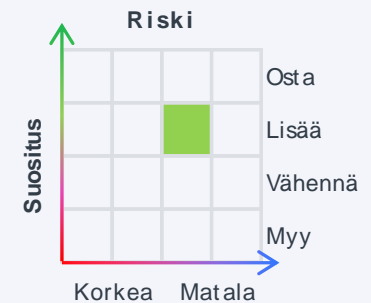
(aik. Lisää)

0,95 EUR

(aik. ,80 EUR)

Osakekurssi:

0,85



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT oik.	10,8	14,3	19,0	20,7
EBIT-% oik.	2,7 %	3,6 %	4,6 %	4,7 %
Nettotulos	-7,0	3,6	5,1	6,8
EPS (oik.)	0,12	0,00	0,09	0,12
P/E (oik.)	6,5	neg.	9,6	7,3
P/B	0,6	0,6	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	13,2	9,4	8,2
EV/EBITDA	6,4	3,6	4,0	3,6

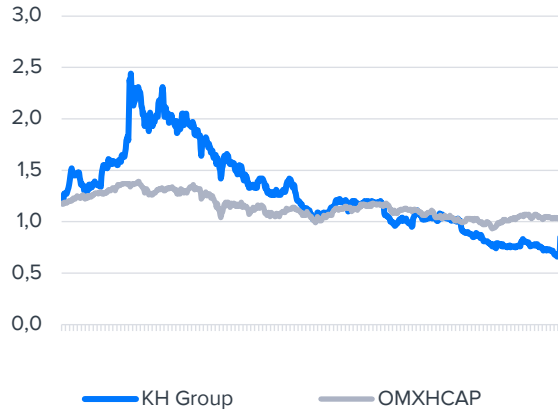
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

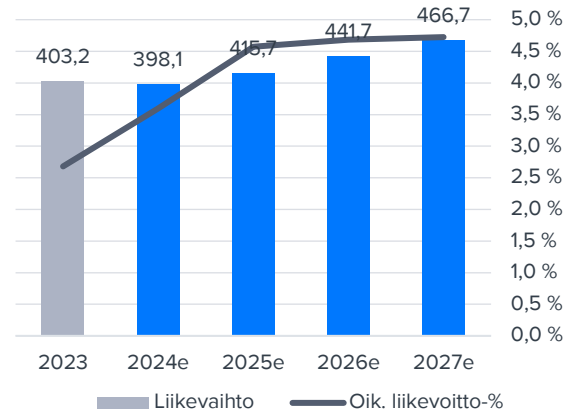
KH Group arvioi nykyisellä konsernirakenteella 2024 liikevaihdoksi 400–420 MEUR ja liikevoitoksi 14–16 MEUR.

Osakekurssi



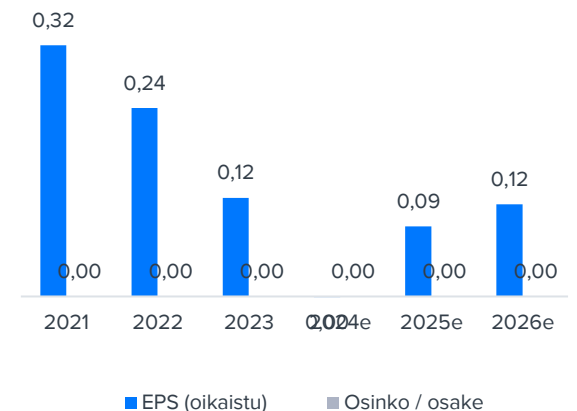
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Omistusten määrätietoinen kehittäminen
- Yritysjärjestelyt
- Nykyisen omistusrakenteen purkaminen



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,85	0,85	0,85
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	49	49	49
Yritysarvo (EV)	190	180	170
P/E (oik.)	neg.	9,6	7,3
P/E	13,6	9,6	7,3
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	3,6	4,0	3,6
EV/EBIT (oik.)	13,2	9,4	8,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Laskeva liikevaihto ei haitannut tuloskehitystä

KH Koneet kärsi syklin heikentymisestä

KH-Koneiden liikevaihto laski selvästi konekaupan heikentyneen kysynnän vuoksi ja alitti odotuksemme. Yhtiön liikevaihto laski 22 % Suomessa ja 14 % Ruotsissa. Selvästi heikentyneestä liikevaihdosta huolimatta KH-Koneet kykeni vasten odotuksiamme kasvattamaan liiketulostaan vuokrausliiketoiminnan ajamana. Suhteellista kannattavuutta tuki taseesta toimitettu vallitsevia markkinahintoja edullisemmalla hinnalla ostettu kalusto ja konekauppaa vakaamman kysyntäprofiilin ja vahvemman marginaalitason omaava jälkimarkkina-liiketoiminta. Käsitksemme mukaan tulosparannus painottui heikomman kannattavuustason omaavaan Ruotsin liiketoimintaan. Raportin yhteydessä konserni muutti konevuokrausliiketoimintaan liittyvää kirjausmenetelmää, mikä aiheutti pieniä muutoksia 2022 ja 2023 lukuihin ja johti taseessa vuokratulosten rahoitusvelkojen erittelymiseen vuokrasopimusveloista.

Indoorin liikevaihto kääntyi yllättäen kasvuun

Indoorin kehitys oli vahvaa Q4:llä liikevaihdon kääntynyt yllättäen kasvuun kutistuneesta kohdemarkkinasta ja Virosta vetäytymisestä huolimatta. Yhtiön mukaan viime vuosina heikentyneen liiketoimintaympäristön kurittaman Asko-ketjun liikevaihto kääntyi pieneen kasvuun ja Sotkan kehitys jatkui myönteisenä. Osasimme odottaa bruttokatteen paranemista toimialan laskeneiden varastotasojen myötä ja niiden ohella laskeneet henkilöstökulut tukivat kannattavuutta. Yhtiön uuden ERP-järjestelmän implementaatio aiheutti vertailukauden tapaan 0,6 MEUR:n edestä kuluja Q4:llä ja johti odottaa edelleen hankkeen valmistuvan H1'24:n aikana.

Sairaspoissaolot piinasivat HTJ:tä

HTJ:n Q4-luvut osoittivat odotetusti heikkenemisen merkkejä heikon rakennussektorin keskellä, mutta sille keskeinen julkinen ja infrarakeneminen piti pintansa muuta sektoria paremmin. Myös sairaspöissaolot painoivat yhtiön liikevaihtoa ja sen

myötä kannattavuutta.

NRG:n käänne etenee

NRG:n kvartaali oli selvästi odotuksiamme vahvempi liikevaihdon laskettua melko lievästi vahvan vertailukauden tasolta. Yhtiötä pitkään kiusanneet alustojen ja komponenttien saatavuushaasteet ovat KH Groupin mukaan pääosin poistuneet, mikä helpottaa suorittamista. NRG:n vahva kannattavuus johtui emoyhtiön kutistuneesta kulurakenteesta ja Sala Brandin hyvästä kannattavuudesta.

Käyttöpääoman vapautuminen tuki taseasemaa

Operatiivisesti Q4-sujui mainiosti KH Groupilta ja konserni sai nettovelkaansa laskettua osittain kausiluontoisuudesta johtuvan vapautuneen käyttöpääoman tukemana. Konsernin rahoituskulut ylittivät kuitenkin selvästi ennusteamme, mikä johtui KH-Koneiden ja HTJ:n vähemmistöosakkaiden omistusosuuksien lunastusvelkojen kasvusta (ts. vastike kasvaa kohteiden arvioidun käyvän arvon kasvun vuoksi).

Liikevaihto	Q4'22	Q4'23	Q4'23e	Kasvu	Kasvu	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Ennuste	Tot.	Tot. vs. inderes
Indoor Group	47,1	48,1	44,7	-5 %	2 %	7 %
KH-Koneet Group	48,0	39,1	46,6	-3 %	-19 %	-16 %
Nordic Rescue Group	12,5	11,4	8,8	-30 %	-9 %	30 %
HTJ	6,7	6,6	6,9	3 %	-1 %	-5 %
Oik. Liikevoitto (IFRS)	Q4'22	Q4'23	Q4'23e	Kasvu	Kasvu	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Ennuste	Tot.	Tot. vs. inderes
Indoor Group	-0,1	0,6	-0,1			
KH-Koneet Group	2,8	3,2	2,0	-30 %	14 %	63 %
Nordic Rescue Group	0,6	0,9	0,3	-52 %	55 %	221 %
HTJ	1,0	0,6	0,6	-38 %	-40 %	-4 %
Kohdistamattomat kulut	-0,6	-0,6	-0,7			

Lähde: Inderes. HUOM : Vertailukauden luvut ovat pro forma

Katso toimitusjohtajan haastattelun alta:



Raportti aiheutti nousupainetta ennusteisiimme

Annettu ohjeistus on todella vahva

Kuluvalla vuodelle KH Group ohjeistaa nykyisellä konsernirakenteella 400-420 MEUR:n liikevaihtoa ja 14-16 MEUR:n liiketulosta. Nähdäksemme ohjeistus on todella vahva, kun huomioi liiketoimintaympäristön olevan poikkeuksellisen haastava kaikille tytäryhtiöille täyttää tilauskirjaa omaavaa NRG:tä lukuun ottamatta. Samalla muutos KH-Koneiden vuokrausliiketoiminnan kirjanpitokäsittelyssä painaa yhtiön liikevaihtoa eikä tulosoheistus johdon kommenttien perusteella huomioi Indoorin Viron kiinteistön myyntivoitosta syntyvää 3,7 MEUR:n tulosvaikutusta.

Päivitetyt ennusteemme ovat ohjeistuksen alarajalla. Mielestämme ohjeistukseen yltäminen tässä liiketoimintaympäristössä olisi todella vahva suoritus, eikä se juurikaan jätä varaa negatiivisille yllätyksille. Hiljattain vaihtuneen johdon vuoksi yhtiön

ohjeistuksien pitävyyttä / tarkkuutta on kuitenkin hankala arvioida.

KH-Koneiden liikevaihtoennusteita alas, kannattavuusennusteita ylös

KH-Koneiden odotuksiamme heikomman liikevaihdon myötä laskimme lähivuosien liikevaihtoennusteitamme. Ennustemuutosta korostaa konserniin toteuttama muutos vuokratulosten kirjanpidossa, joka painoi edellisvuoden pro forma liikevaihtoa ja tulosta, mutta nostattaa suhteellista kannattavuutta. Kannattavuuden osalta kvartaali oli kuitenkin nähdäksemme rohkaiseva, sillä johdon kommenttien perusteella Ruotsin liiketoiminnan kannattavuus on kehittynyt suotuisasti, mikä validoi pidemmän aikavälin kasvutarinaa.

Indoorin operatiivisia ennusteita ylös ja myyntivoitto sisään

Vahva Q4-raportti ja liikevaihdon kasvu kutistuvassa markkinassa Virosta poistumisesta huolimatta vahvisti luottamustamme Indoorin tulostason taustalla on kuitenkin Viron kiinteistöistä kirjattava 3,7 MEUR:n myyntivoitto. Käsityksemme mukaan Suomen satamalakon vaikutukset iskevät tytäryhtiöistä eniten Indooriin, joten yhtiötä on syytä pitää silmällä, mikäli lakko venyy.

NRG myy jo vuotta 2025

NRG:n tulostäanne etenee johdon kommenttien perusteella todella vakuuttavasti ja yhtiön tilauskirja on täynnä jo vuoden 2024 osalta. Nostimme lähivuosien ennusteitamme huomioimaan vahvan tilauskirjan purkautumisen

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
Liikevaihto (MEUR)	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Indoor Group	183	186	2 %	174	181	4 %	177	184	4 %
KH Koneet	171	152	-11 %	163	145	-12 %	173	156	-10 %
HTJ	26,6	26,3	-1 %	27,0	26,8	-1 %	27,8	27,6	-1 %
NRG	35,7	38,3	7 %	36,2	39,9	10 %	37,1	41,1	11 %
Oik. Liiketulos (MEUR)									
Indoor Group	0,4	1,1	168 %	3,3	8,2	148 %	6,7	7,0	4 %
KH Koneet	8,2	9,0	10 %	5,4	7,3	34 %	7,8	8,6	10 %
HTJ	2,6	2,6	-1 %	2,2	2,2	1 %	3,1	3,0	-1 %
NRG	1,3	1,9	48 %	1,3	2,0	58 %	1,3	1,9	43 %
Kohdistamattomat kulut	-2,9	-2,8	-3 %	-2,1	-2,0	-5 %	-1,8	-1,8	0 %

Lähde: Inderes

Huom: Indoorin 2024 tulos sisältää Viron kiinteistön myynnin

Muutokset osien summa -laskelmassamme

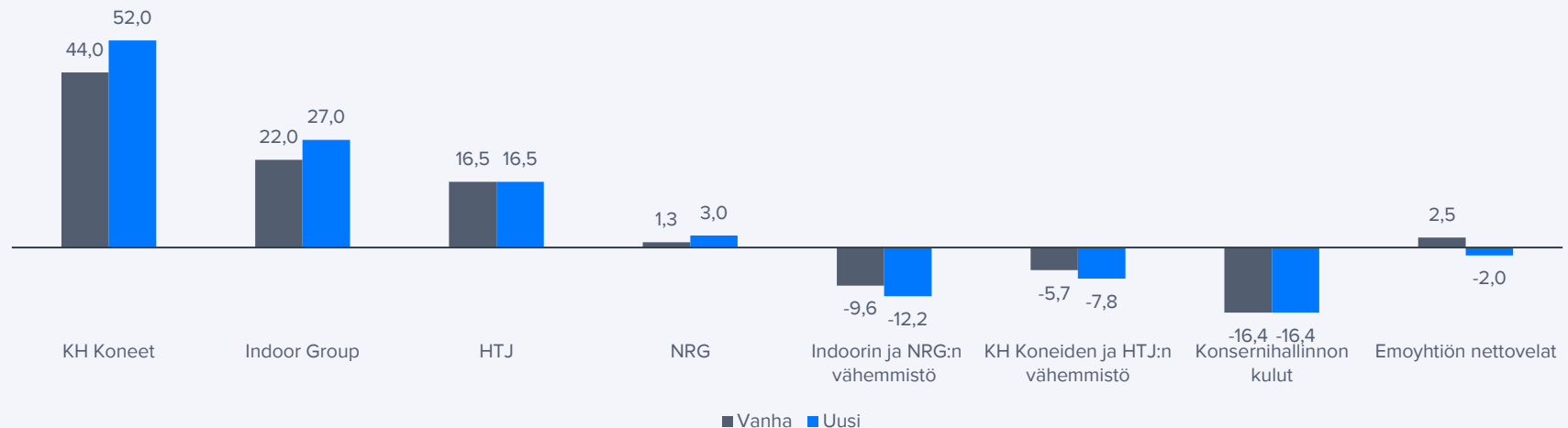
Raportti vahvisti KH-Koneiden kansainvälistä kasvustrategiaa

Q4-raportin perusteella KH-Koneet saattaa olla pelättyä suhdannekestävämpi. Yhtiö kykeni kvartaalin aikana parantamaan kannattavuuttaan heikentyneestä liikevaihdosta huolimatta ja käsityksemme mukaan etenkin Ruotsin liiketoiminta paransi vertailukaudesta, mikä validoi kansainvälistä kasvustrategiaa. Q4-raportia laimentaa kuitenkin muutos myytyjen koneiden markkinahinnassa ostohetken ja myynnin välillä, mikä antoi Q4-kannattavuudelle tukea meille tuntemattoman määrän. Samalla KH Groupin antama ohjeistus viitoittaa mielestämme, että KH-Koneilta odotetaan myös kuluvana vuonna tulospaarannusta heikosta suhdanteesta huolimatta.

Velkavivun vuoksi Indoorin ja NRG:n arvostukset ovat herkkiä ennustemuutoksille

NRG:n ja Indoor Groupin kohdalla nostimme arviotamme yhtiöiden käyvästä arvosta vahvan raportin ja sen viitoittaman paranevan näkymän myötä. Kummankin yhtiön vivutetun taseen vuoksi pienetkin ennustemuutokset lyövät vahvalla vivulla läpi osakekannan arvoon. Indoorin kohdalla Viron kiinteistön myynti valuu lähes suoraan läpi yhtiön arvoon, sillä ennustemme eivät huomioineet kiinteistön myyntiä, mutta olimme jo poistaneet Viron liiketoiminnan ennusteistamme (ts. kiinteistö oli ennusteiden kannalta taseessa turhana hyödykkeenä).

Muutokset osien summaan



Osien summa on luotettavin arvonmäärittäminen

Osien summan muodostuminen

Lähestymme KH Groupin arvonmäärittästä 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.

Osien summa -mallissamme olemme arvioineet käyvän arvon KH Groupin jokaiselle tytäryhtiölle yhtiökohtaisilla DCF-malleilla ja suhteuttamalla käypään arvoon liittyvää kerroinperusteista arvostusta yhtiökohtaisten verrokkien arvostukseen. Tytäryhtiökohtaisessa arvonmäärittäksessä 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. Osien summa -laskelmamme indikoi KH Groupin osakekohtaiseksi arvoksi 1,07 euroa osakkeelta.

Konsernihallinnon kulut syövät kokonaisuuden käypää arvoa

Olemme arvioineet konsernihallinnon kulujen olevan normalisoidusti 1,8 MEUR, jotka olemme diskontanneet 11 %:n pääoman kustannuksella tästä ikuisuuteen. Kulut ovat viime vuosina olleet hieman korkeammat, mutta odotamme niiden laskevan strategian ollessa selvä ja sen edetessä. Konsernikulujen suuremman laskun puolesta voisi argumentoida siinä vaiheessa, kun konserni sisältää enää KH-Koneet. Kyseisen ajattelumalli on mielestämme looginen, mutta haasteena näemme uudet hallinnolliset kulut, jotka syntyisivät, mikäli joku

toinen tytäryhtiöistä listattaisiin pörssiin.

Osien summan muodostuminen (MEUR)	Opon arvo DCF	Käypä arvo	Nettovelat 2024e	Yritysarvo 2024e
KH Koneet	55,5	52,0	16,3	68,3
Indoor Group	30,5	27,0	63,0	90,0
HTJ	22,8	16,5	5,8	22,3
NRG	4,5	3,0	11,0	14,0
- Indoorin ja NRG:n vähemmistö		-12,2		
- KH Koneiden ja HTJ:n vähemmistö		-7,8		
- Konsernihallinnon kulut		-16,4		
+ Emoyhtiön nettovelat		-2,0		
= Osien summa		60,1		
Konsernin nykyinen markkina-arvo		49,4		
Alennus osien summaan		-18 %		
Osien summan indikoima osakekohtainen arvo		1,04 €		

Implisiittiset arvostuskertoimet

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

KH-Koneiden arvostus ennakoi hidastuvaa konekauppaa

KH-Koneiden kohdalla tulos pohjainen arvostus vaikuttaa houkuttelevalta, mutta ennusteet sisältävät aiempaa vähemmän turvamarginaalia rakennussektorin haasteiden painaessa yhtiön tuloskuntoa. Mikäli yhtiö suoriutuu kuluvana vuonna ohjeistuksen viitoittamalla tavalla ja kykenee parantamaan Ruotsin liiketoiminnan kannattavuutta näemme edelleen nousupainetta arviossamme yhtiön arvosta. Verrokkeihin nähden KH-Koneita hinnoitellaan tulos pohjaisesti alennuksella, mikä on mielestämme perusteltua verrokkeja pienemmän koon ja rajallisempien kasvunäyttöjen myötä.

Käänneyhtiöstatus heijastuu Indoorin arvostuksessa

Käyttökateella mitattuna Indoor vaikuttaa 2024 ennusteillamme edulliselta, joskin korkean poisto/käyttökate suhteen vuoksi kerroin voi johtaa harhaan ja nettotulosennusteemme onkin ensi vuodelle juuri ja juuri positiivinen. Indoor on historiallisesti tehnyt korkeaa kannattavuutta, mutta yhtiön kohonneen riskiprofiilin ja heikentyneen tuloskunnon vuoksi pidämme perusteltuna, että yhtiötä hinnoitellaan nyt tase pohjaisesti alennuksella kirja-arvoon. Lyhyellä aikavälillä ennusteriski on koholla myös kriittisessä vaiheessa olevan ERP-hankkeen vuoksi. Tuloskunnon elpymässä ja taseen vahvistuessa näemme kaikki edellytykset tase pohjaiseen preemiohinnoitteluun ja selvään arvonnousuun suhteessa nykyiseen arvoon. Myös Indoorin verrokkeja hinnoitellaan pääosin alennuksella kirja-arvoon, mikä voi viestiä markkinan epäilyksistä toimialan pidemmän aikavälin arvonnousuunäkymää kohtaan.

HTJ:n pääomakevyyden liiketoimintamallin vuoksi fokus on tulos pohjaisissa kertoimissa

HTJ:n erittäin pääomakevyyden liiketoimintamallin vuoksi suosimme yhtiön arvonnäilytyksessä tuloskertoimia yhtiön arvostusta arvioidessa. Määrittämällämme 16,5 MEUR:n yhtiökohtaisella markkina-arvolla HTJ:ta hinnoitellaan selvällä alennuksella verrokkeihin nähden. Yhtiön pienen kokoluokan ja nykyisen omistusrakenteen vuoksi yhtiötä kuuluu mielestämme hinnoitella alennuksella listattuihin verrokkeihin nähden. DCF-mallimme puolestaan indikoi yhtiölle noin 23 MEUR:n arvoa. Liiketoiminnan suhdannekestävyys on HTJ:n kohdalla hieman epäselvä meille, mutta infrarakentaminen ja julkisen sektorin toimitilat muodostavat yli 60 % liikevaihdosta rajoittaen 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 kestävän tulostason 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	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,3
EV/ Käyttökate	7,6	6,2	5,0	4,2
EV/ Oik. Liikevoitto	8,1	6,7	5,5	4,7
Oik. P/E	9,1	7,4	6,3	5,6
P/B	1,1	1,0	0,9	0,8

Indoor Group	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/ Käyttökate	3,5	3,3	2,7	2,3
EV/ Liikevoitto	17,1	11,4	9,1	7,6
P/E	58,0	8,3	6,4	5,5
P/B	0,7	0,7	0,6	0,5

HTJ	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/ Käyttökate	9,8	6,4	5,2	4,3
EV/ Oik. Liikevoitto	10,4	6,7	5,4	4,5
Oik. P/E	10,5	7,3	6,6	6,3
P/B	1,5	1,3	1,1	0,9

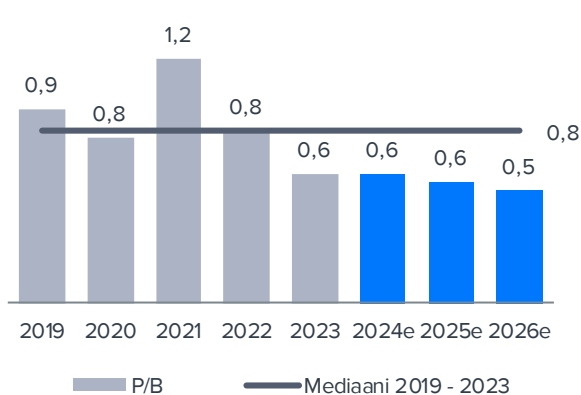
NRG	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/ Käyttökate	5,9	6,1	6,4	6,1
EV/ Oik. Liikevoitto	7,1	7,5	8,1	7,6
Oik. P/E	4,1	4,3	5,1	4,2
P/B	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4

Arvostustaulukko

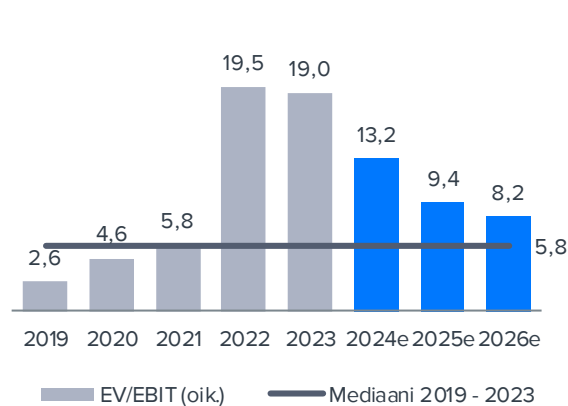
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,28	1,08	1,92	1,18	0,81	0,85	0,85	0,85	0,85
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	58,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	74	63	112	69	47	49	49	49	49
Yritysarvo (EV)	42	54	116	232	205	190	180	170	161
P/E (oik.)	5,8	6,3	6,1	5,0	6,5	neg.	9,6	7,3	5,9
P/E	5,8	6,3	6,1	5,0	neg.	13,6	9,6	7,3	5,9
P/B	0,9	0,8	1,2	0,8	0,6	0,63	0,59	0,5	0,5
P/S	>100	19,6	9,7	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	83,3	16,9	10,1	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	2,6	4,6	5,8	19,5	6,4	3,6	4,0	3,6	3,3
EV/EBIT (oik.)	2,6	4,6	5,8	19,5	19,0	13,2	9,4	8,2	7,3
Osinko/tulos (%)	83,5 %	23,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	14,5 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

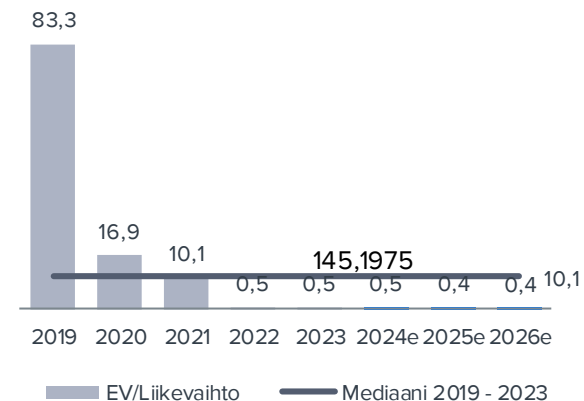
P/B



EV/EBIT



EV/Liikevaihto



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	100	100	97,6	105	403	92,7	100,0	98,5	107	398	416	442	467
KH-Koneet	40,5	40,4	32,3	39,1	152	34,0	40,4	33,9	41,4	150	162	181	199
Indoor Group	43,6	44,0	50,6	48,1	186	42,3	42,7	49,6	46,9	181	185	190	194
HTJ	6,1	7,0	6,5	6,6	26,3	6,3	7,2	6,6	6,7	26,8	27,6	28,6	29,6
Nordic Rescue Group	9,9	8,8	8,2	11,4	38,3	10,0	9,7	8,4	11,9	40,0	41,2	42,3	43,3
Käyttökate						14,0	10,6	14,5	14,2	53,2	42,3	44,4	46,1
Poistot ja arvonalennukset						-8,8	-8,8	-8,8	-8,8	-35,2	-23,3	-23,7	-24,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	2,9	5,1	1,7	10,8	1,5	1,8	5,7	5,4	14,3	19,0	20,7	22,0
Liikevoitto	1,1	0,9	-6,8	1,7	-3,1	5,2	1,8	5,7	5,4	18,0	19,0	20,7	22,0
KH-Koneet	1,8	2,0	2,0	3,2	9,0	1,5	1,7	1,9	2,5	7,5	8,9	10,0	11,0
Indoor Group	-0,6	-1,5	2,6	0,6	1,1	3,3	-0,4	3,2	2,2	8,2	7,0	7,6	7,8
HTJ	0,4	0,6	1,0	0,6	2,6	0,4	0,5	0,7	0,6	2,2	3,0	3,3	3,4
Nordic Rescue Group	0,1	0,6	0,3	0,9	1,9	0,5	0,5	0,4	0,6	2,0	1,9	1,7	1,7
Kohdistamattomat erät	-0,6	-0,8	-12,7	-3,6	-17,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-1,8	-1,8	-1,8
Nettorahoituskulut	-2,6	-3,5	-2,1	-4,1	-12,3	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-10,8	-10,4	-9,7	-8,5
Tulos ennen veroja	-1,5	-2,6	-8,9	-2,4	-15,4	2,5	-0,9	3,0	2,7	7,2	8,6	11,0	13,5
Verot	0,5	0,4	2,2	0,2	3,3	-0,5	0,2	-0,6	-0,5	-1,5	-1,7	-2,2	-2,7
Vähemmistöosuudet	0,0	1,2	3,2	0,8	5,2	-1,1	-0,1	-0,5	-0,4	-2,1	-1,8	-2,0	-2,4
Nettotulos	-1,0	-1,0	-3,2	-1,5	-6,7	0,9	-0,8	1,9	1,7	3,6	5,1	6,8	8,4
EPS (oikaistu)	-0,02	0,02	0,15	-0,03	0,12	-0,05	-0,01	0,03	0,03	0,00	0,09	0,12	0,14
Tunnusluvut	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%						-7,4 %	-0,3 %	1,0 %	1,6 %	-1,3 %	4,4 %	6,3 %	5,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%						32,2 %	-39,4 %	11,8 %	216,1 %	32,6 %	32,8 %	8,8 %	6,5 %
Käyttökate-%						15,1 %	10,6 %	14,7 %	13,3 %	13,4 %	10,2 %	10,0 %	9,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,1 %	2,9 %	5,2 %	1,6 %	2,7 %	1,6 %	1,8 %	5,8 %	5,0 %	3,6 %	4,6 %	4,7 %	4,7 %
Nettotulos-%	-1,0 %	-1,0 %	-3,3 %	-1,4 %	-1,7 %	0,9 %	-0,8 %	1,9 %	1,6 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %

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	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	213	213	207	207	207
Liikearvo	37,7	39,9	39,9	39,9	39,9
Aineettomat hyödykkeet	65,3	63,8	62,3	60,7	59,1
Käyttöomaisuus	104	103	105	106	108
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,7	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,2	5,3	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	164	135	131	135	144
Vaihto-omaisuus	112	100,0	97,5	99,8	106
Muut lyhytaikaiset varat	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,8	23,7	13,9	14,5	15,5
Likvidit varat	26,4	11,1	19,9	20,8	22,1
Taseen loppusumma	377	348	338	342	350

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	87,8	79,3	78,3	83,4	90,2
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	53,4	46,6	50,2	55,4	62,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	13,0	12,9	12,9	12,9	12,9
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	6,2	4,7	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	128	122	112	107	102
Laskennalliset verovelat	15,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Varaukset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	110	106	96,1	90,6	85,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,5	3,6	3,6	3,6	3,6
Lyhytaikaiset velat	161	147	148	152	159
Korolliset velat	74,4	60,4	64,1	60,4	57,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,4	86,2	83,6	91,5	102
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	377	348	338	342	350

*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.

Verrokkiryhmän arvostus 1/2

Indoorin verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
SURTECO GROUP (XET)	205	579	11,2	8,3	5,3	4,5	0,7	0,6	8,1	5,3	0,5
NOBIA	118	561	29,7	13,9	6,6	4,8	0,6	0,5	-19,9	9,5	0,3
MAISONS DU MONDE	184	883	25,0	19,0	4,5	4,3	0,8	0,8	18,8	8,8	0,3
LEON'S FURNITURE	1051	1232	NA	NA	5,8	5,5	0,7	0,7	11,0	10,1	NA
WILLIAMS-SONOMA	17428	16785	14,6	14,1	12,3	12,0	2,4	2,4	20,3	19,5	9,2
Indoor Group (Inderes, IFRS)	50	89	16,9	11,3	3,5	3,2	0,5	0,4	55,8	8,0	0,7
Keskiarvo			20,1	13,8	6,9	6,2	1,0	1,0	7,7	10,6	2,6
Mediaani			19,8	14,0	5,8	4,8	0,7	0,7	11,0	9,5	0,4
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-15 %	-19 %	-39 %	-33 %	-31 %	-38 %	406 %	-15 %	75 %

NRG:n verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
ROSENBAUER INTL.	186	671	11,4	10,0	7,4	6,8	0,6	0,5	6,0	4,9	0,9
OSHKOSH	7156	7807	8,7	8,3	7,2	6,9	0,8	0,8	11,4	10,6	1,8
REV GROUP	900	819	6,8	5,5	5,7	4,6	0,4	0,3	12,9	9,2	2,1
NRG (Inderes, FAS)	3	14	7,1	7,5	5,9	6,1	0,3	0,3	4,1	4,3	-0,6
Keskiarvo			9,0	7,9	6,8	6,1	0,6	0,6	10,1	8,2	1,6
Mediaani			8,7	8,3	7,2	6,8	0,6	0,5	11,4	9,2	1,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-18 %	-10 %	-18 %	-9 %	-39 %	-39 %	-64 %	-54 %	

Verrokkiryhmän arvostus 2/2

HTJ:n verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
SITOWISE GROUP	98	181	13,4	10,3	7,1	6,2	0,9	0,8	14,0	9,4	0,8
SWECO B	3937	4424	18,0	15,8	13,0	11,8	1,7	1,6	21,6	18,7	3,9
AFRY	1691	2105	11,9	10,6	8,0	7,4	0,9	0,8	13,8	11,8	1,4
REJLERS B	272	327	12,3	11,1	7,5	7,0	0,9	0,8	13,5	12,0	1,6
WSP GLOBAL	19091	21633	46,9	33,8	15,1	13,8	2,7	2,6	28,6	25,0	4,1
ETTEPLAN	334	397	13,0	11,3	7,8	7,2	1,0	1,0	13,5	11,9	2,6
ARCADIS	5178	6040	14,7	12,6	11,0	9,7	1,4	1,3	18,3	15,5	4,0
SOLWERS	40	21	4,2	4,2	2,6	2,3	0,3	0,3	13,7	12,4	1,0
HTJ (Inderes, FAS)	17	22	10,4	6,7	9,8	6,4	0,8	0,7	10,5	7,3	1,5
Keskiarvo			16,8	13,7	9,0	8,2	1,2	1,2	17,1	14,6	2,4
Mediaani			13,2	11,2	7,9	7,3	1,0	0,9	13,9	12,2	2,1
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-21 %	-40 %	24 %	-11 %	-13 %	-21 %	-24 %	-40 %	-26 %

KH -Koneiden Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
UNITED RENTALS	43911	54188	14,2	13,6	8,4	8,0	3,9	3,8	16,4	15,0	5,2
H&E EQUIPMENT SERVICES	2037	3344	11,9	10,9	5,0	4,6	2,3	2,2	12,1	10,6	3,4
MCGRATH RENTCORP	2747	3449	16,9	15,4	11,2	10,4	4,4	4,1	22,5	19,8	NA
SPEEDY HIRE	133	337	10,0	8,2	2,9	2,7	0,7	0,6	7,8	6,0	0,5
VP	266	495	8,4	8,1	3,7	3,7	1,1	1,1	7,5	7,1	1,3
WETTERI OYJ	77	221	16,1	14,1	7,5	7,0	0,4	0,3	30,3	14,9	1,9
BILIA A	1148	1881	13,4	11,7	7,9	7,2	0,6	0,5	11,7	9,9	2,4
KH Koneet (Inderes, FAS)	50	66	7,8	6,5	7,4	6,0	0,4	0,4	8,7	7,2	1,0
Keskiarvo			11,4	10,3	5,8	5,4	1,7	1,6	13,5	10,4	2,1
Mediaani			12,6	11,3	6,2	5,8	0,9	0,9	11,9	10,3	1,9
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-38 %	-43 %	19 %	4 %	-50 %	-55 %	-26 %	-30 %	-45 %

DCF -laskelma 1/4

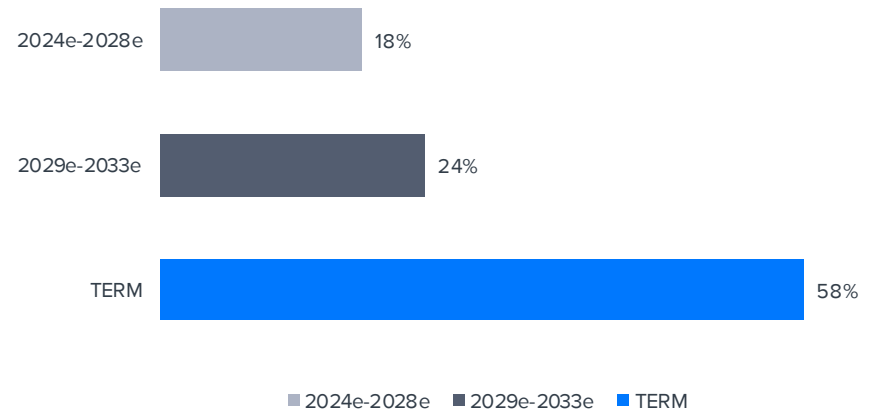
DCF-laskelma KH Koneet (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,2 %	-21,7 %	-1,7 %	8,0 %	12,0 %	10,0 %	14,0 %	12,0 %	4,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,0 %	5,4 %	4,5 %	5,0 %	5,9 %	5,9 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,2 %	4,2 %
Liikevoitto (oik.)	9,7	8,2	6,7	8,1	10,8	11,7	11,4	12,7	13,2	13,6	12,5	11,8	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,3	2,2	2,4	2,7	3,0	3,4	3,8	4,0	4,1	4,2	4,2	
- Maksetut verot	-1,9	-2,0	-1,7	-2,0	-2,2	-2,3	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,7	-1,5	
- Käyttöpääoman muutos	-11,9	0,6	-2,2	-3,8	-2,6	-3,4	-5,8	-7,6	-2,8	-1,9	-1,5	-1,2	
Operatiivinen kassavirta	-2,4	9,1	5,1	4,7	8,7	8,9	7,2	7,1	12,5	13,9	13,4	13,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,4	-2,3	-1,6	-2,8	-3,4	-3,9	-4,9	-4,7	-4,0	-4,6	-4,1	-4,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,8	6,8	3,5	1,9	5,4	5,0	2,2	2,5	8,5	9,3	9,3	8,7	
+/- 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	-9,8	6,8	3,5	1,9	5,4	5,0	2,2	2,5	8,5	9,3	9,3	8,7	109
Diskontattu vapaa kassavirta			3,2	1,6	4,1	3,5	1,4	1,4	4,6	4,5	4,2	3,5	44,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			83,4	73,4	71,8	67,6	64,1	62,7	61,2	56,6	52,1	47,9	44,4
Velaton arvo DCF			83,4										
- Korolliset velat			-31,0										
+ Rahavarat			3,1										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			55,5										

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

Rahavirranjakauma jaksoittain



DCF -laskelma 2/4

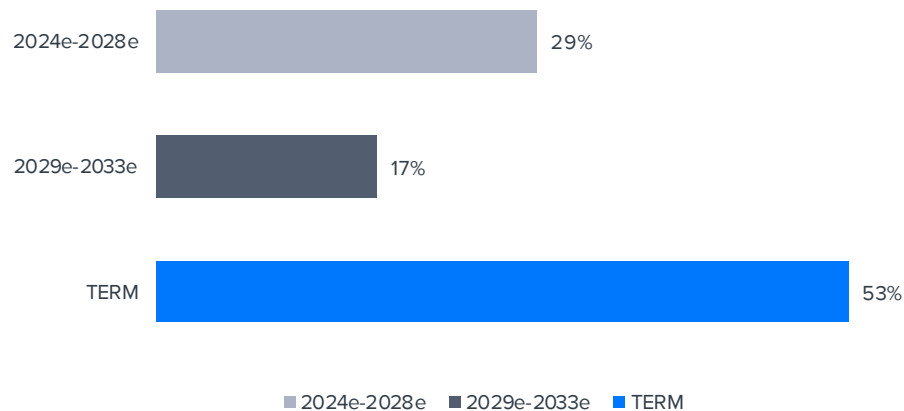
DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-6,2 %	-3,1 %	-2,6 %	2,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	0,5 %	0,6 %	4,5 %	3,8 %	4,0 %	4,0 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	1,0	1,1	8,2	7,0	7,6	7,8	8,6	8,7	8,7	8,9	9,0	8,7	
+ Kokonaispoistot	19,3	18,7	17,2	17,6	18,0	18,5	18,9	19,3	19,7	20,1	20,4	20,6	
- Maksetut verot	-0,2	-0,2	-1,6	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,7	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	-0,1	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	13,7	19,5	21,3	23,2	24,1	24,7	25,8	26,3	26,7	27,2	27,6	27,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestointit	-20,9	-16,6	-13,9	-16,6	-15,4	-16,2	-20,4	-20,5	-20,9	-21,4	-21,4	-21,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,2	3,0	7,4	6,6	8,7	8,5	5,4	5,8	5,7	5,8	6,2	6,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,2	3,0	7,4	6,6	8,7	8,5	5,4	5,8	5,7	5,8	6,2	6,3	107
Diskontattu vapaa kassavirta			7,0	5,9	7,2	6,6	3,9	3,9	3,6	3,5	3,5	3,3	55,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			107	96,9	91,0	83,8	77,2	73,3	69,4	65,8	62,3	58,8	55,6
Velaton arvo DCF			107										
- Korolliset velat			-82,2										
+ Rahavarat			5,8										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			30,5										

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



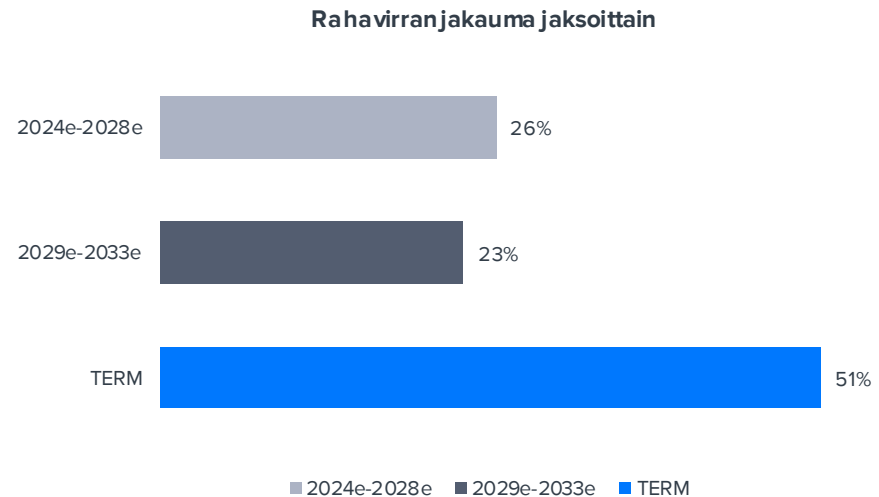
DCF -laskelma 3/4

DCF-laskelma HTJ (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	21,7 %	13,7 %	2,1 %	3,0 %	3,5 %	3,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	12,5 %	17,8 %	8,5 %	11,1 %	11,6 %	11,6 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,1 %	11,0 %	10,5 %	10,5 %
Liikevoitto	1,0	2,5	0,6	2,9	3,2	3,3	3,2	3,3	3,4	3,4	3,4	3,3	
+ Kokonaispoistot	1,9	2,2	1,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	-0,2	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
- Käyttöpääoman muutos	-0,5	0,3	-0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	2,4	4,5	1,0	2,5	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	
+ 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	-1,9	-2,2	-1,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,5	2,3	-0,2	2,4	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	
+/- 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	0,5	2,3	-0,2	2,4	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	36,1
Diskontattu vapaa kassavirta			-0,2	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1	14,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			31,1	28,9	26,9	24,9	23,0	21,3	19,8	18,3	17,0	15,7	14,6
Velaton arvo DCF			31,1										
- Korolliset velat			-10,5										
+ Rahavarat			2,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			22,8										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes



DCF -laskelma 4/4

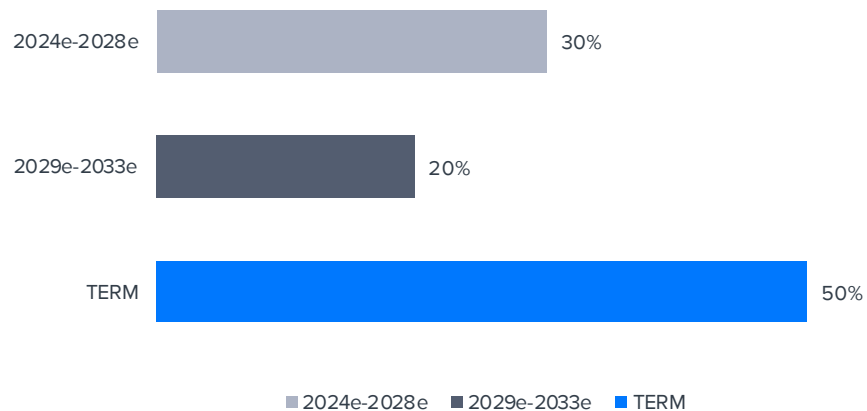
DCF-laskelma NRG (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	11,0 %	-8,3 %	4,5 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	-4,7 %	4,4 %	5,9 %	5,4 %	4,9 %	4,9 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	-8,7	-4,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,8	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5	
+ Kokonaispoistot	6,7	6,2	2,0	2,0	2,0	2,0	1,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
- Käyttöpääoman muutos	-0,4	0,4	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-1,3	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	
+ 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	-0,1	0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,5	1,9	1,0	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	
+/- 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	-1,5	1,9	1,0	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	16,9
Diskontattu vapaa kassavirta			0,9	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	7,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			17,3	14,5	13,4	12,4	11,5	10,8	10,1	9,4	8,8	8,2	7,7
Velaton arvo DCF			17,3										
- Korolliset velat			-15,0										
+ Rahavarat			2,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			4,5										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	11,5	428,9	403,2	398,1	415,7	EPS (raportoitu)	0,32	0,24	-0,11	0,06	0,09
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	53,2	45,2	EPS (oikaistu)	0,32	0,24	0,12	0,00	0,09
Liikevoitto	20,2	11,9	-3,1	18,0	19,0	Operat. kassavirta / osake	0,43	-0,64	0,75	1,11	0,80
Voitto ennen veroja	20,2	11,7	-15,4	7,2	8,6	Vapaa kassavirta / osake	0,43	-4,17	0,17	0,51	0,35
Nettovoitto	18,4	13,8	-6,7	3,6	5,1	Omapääoma / osake	1,61	1,40	1,29	1,35	1,44
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-13,9	3,7	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	113,3	377,0	347,7	338,3	342,1	Liikevaihdon kasvu-%	259 %	3630 %	-6 %	-1 %	4 %
Oma pääoma	93,5	87,8	79,3	78,3	83,4	Käyttökateen kasvu-%	73 %	-41 %	168 %	67 %	-15 %
Liikearvo	0,0	37,7	39,9	39,9	39,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	73 %	-41 %	-9 %	33 %	33 %
Nettovelat	4,7	158,2	154,9	140,2	130,2	EPS oik. kasvu-%	86 %	-25 %	-48 %	-101 %	-8872 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	175,7 %	2,8 %	7,9 %	13,4 %	10,9 %
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	53,2	45,2	Oik. Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	2,7 %	3,6 %	4,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,8	-55,7	14,0	9,6	5,0	Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	-0,8 %	4,5 %	4,6 %
Operatiivinen kassavirta	24,9	-37,3	43,4	64,5	46,4	ROE-%	21,5 %	15,8 %	-8,5 %	4,8 %	6,4 %
Investoinnit	-0,2	-207,3	-35,1	-34,5	-26,3	ROI-%	22,8 %	6,4 %	-1,2 %	7,5 %	8,0 %
Vapaa kassavirta	24,7	-242,1	9,8	29,8	20,1	Omavaraisuusaste	82,5 %	23,3 %	22,8 %	23,1 %	24,4 %
						Nettovelkaantumisaste	5,0 %	180,2 %	195,2 %	179,1 %	156,0 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	10,1	0,5	0,5	0,5	0,4						
EV/EBITDA (oik.)	5,8	19,5	6,4	3,6	4,0						
EV/EBIT (oik.)	5,8	19,5	19,0	13,2	9,4						
P/E (oik.)	6,1	5,0	6,5	neg.	9,6						
P/B	1,2	0,8	0,6	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suosituksistoria (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/12/2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
04/03/2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17/03/2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
06/05/2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18/08/2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
04/11/2022	Osta	1,40 €	1,14 €
16/12/2022	Osta	1,40 €	1,17 €
21/02/2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
01/03/2023	Lisää	1,20 €	1,08 €
05/05/2023	Osta	1,20 €	1,03 €
18/08/2023	Lisää	1,05 €	0,95 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
30/10/2023	Lisää	0,90 €	0,77 €
02/11/2023	Lisää	0,90 €	0,79 €
11/03/2024	Lisää	0,80 €	0,68 €
22/03/2024	Lisää	0,95 €	0,85 €

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.**