

KH Group

Seurannan aloitus



Julkaisuajankohta
29.5.2024 8:08

Arvo toimintaympäristön vankina

- Aloitamme KH Groupin seurannan VÄHENNÄ-suosituksella ja 0,55 euron tavoitehinnalla. Yhtiö toteuttaa parhaillaan strategiamuutosta pääomasijoitusyhtiöstä teolliseksi konserniksi. Tytäryhtiöiden tulokset ovat paineessa, ja selkeämpää parannusta joudutaan odottamaan ensi vuoteen. Pehmeä kysyntä ja vivutettu tase nostavat näkemyksemme mukaan yhtiön riskiprofiilia. Jos tuloskunto ei parane ja strategiset irtautumiset venyvät, on mahdollista, että pääomaa joudutaan allokoimaan epäoptimaalisesti heikommin suorittavien tytäryhtiöiden tukemiseksi. Pidemmälle katsoessa näemme hyvät mahdollisuudet arvonnouintiin, mutta lyhyen aikavälin epävarmuuden vuoksi suhtaudumme osakkeeseen varovaisesti.
- Neljä erilaista liiketoimintaa: KH Group on entisen pääomasijoitusyhtiö Sievi Capitalin perustuksille rakentunut monialayhtiö, joka sisältää neljä hyvin erilaista liiketoimintaa. Konserni koostuu rakennus- ja maansiirtokoneiden myyntiin, vuokraukseen ja huoltoon erikoistuneesta KH-Koneista, huonekalujen vähittäiskauppaa harjoittavasta Indoorista, pelastusajoneuvojen toimittaja NRG:stä sekä rakennuttajakonsultti HTJ:stä.
- KH-Koneet strategian keskiössä: Uudistuneen strategian tavoitteena on muuntautua tulevaisuudessa KH-Koneiden ympärille rakentuvaksi teolliseksi konserniksi. Muiden liiketoimintojen kehittäminen jatkuu, mutta niistä pyritään irtautumaan alkuperäisen sijoitusstrategian mukaisesti arvonnouinnan kannalta optimaalisessa vaiheessa. Mielestämme uuden strategian rakentaminen KH-Koneiden ympärille on perusteltua, sillä yhtiöllä on vankat näytöt kannattavasta kasvusta, ja näemme myös tulevaisuudessa varsin hyvät mahdollisuudet arvoa luovaan kasvuun.
- Näkymät ja ohjeistus: Tytäryhtiöistä erityisesti KH-Koneet, Indoor ja HTJ altistuvat talouden suhdannevaihteluille. Rakennussektorin heikkojen näkymien sekä kuluttajien varovaisuuden vuoksi odotamme yhtiön tuloksen säilyvän viime vuoden tapaan heikkona kuluvana vuonna. KH Group ohjeistaa kuluvan vuoden liikevaihdoksi 400–420 milj. euroa, ja liikevoitoksi 12–16 milj. euroa. Vuoden ensimmäinen neljännes oli heikko, ja ohjeistukseen yltyminen vaatii merkittävää parannusta loppuvuoden aikana.
- Arvonmäärittäminen: Tavoitehintamme 0,55 euroa perustuu osien summa-laskelmaan, johon sovellamme vuosien 2024–2025 ennusteitamme tasapainoin. Tavoitehintamme vastaa kokonaisuuden osalta EV/EBIT-kerrointa 11,5x vuoden 2025 tulosennusteellamme.

Suositus

VÄHENNÄ

Tavoitehintaa (€)

0,55

Hinta (€)*	0,53
Ylin (12kk)	1,10
Alin (12kk)	0,52

Markkina-arvo (M€)	31
Indeksipaino	0 %
Beta	0,68
Kaupankäyntitunnus	KHG
Seuraava tulosjulkistuspäivä	16.8.2024

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	0,81	0,72	1,05
Muutos	-33,9 %	-25,7 %	-48,9 %



— KH Group
— OMX Helsinki Cap
— Stoxx 600 Teollisuustuot. ja palv.

Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) 28.5.

KH Group

Milj. euroa	2022*	2023*	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	429	403	395	411	434
Liikevaihdon kasvu (%)		-6 %	-2 %	4 %	6 %
Liikevoitto	11,9	11,7	11,7	15,8	20,4
Liikevoitto-%	2,8 %	2,9 %	3,0 %	3,8 %	4,7 %
Tulos ennen veroja	4,3	-0,8	0,2	5,1	10,3
Tulos/osake			-0,01	0,04	0,10
Osinko/osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Sales		0,7	0,5	0,4	0,4
EV/EBIT		-14,0	15,9	11,4	8,4
P/E			-75,6	12,8	5,2
P/B		0,6	0,4	0,4	0,4
ROE			0 %	3 %	7 %
ROCE			4 %	4 %	6 %
Omanvaraisuusaste		23 %	23 %	24 %	26 %
Gearing		195 %	196 %	183 %	160 %

Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022–2023 luvut perustuvat yhtiön julkaisemiin Pro forma -taloudellisiin tietoihin



Analyytikko

Joona Harjama

+358 10 252 4351

joona.harjama@op.fi

Investment case

- **KH-Koneiden kannattava kasvu:** Konsernin uudistunut strategia rakentuu KH-Koneiden ympärille. Yhtiö on kartuttanut pitkän historiansa aikana kumuloitunutta osaamista konekaupan saralla, ja on onnistunut kasvamaan kannattavasti sekä orgaanisesti että yritysjärjestelyjen avulla. Näemme yhtiöllä hyvät mahdollisuudet arvoa luovan kasvun jatkumiselle. Pidemmällä aikavälillä KH-Koneilla on näkemyksemme mukaan hyvät mahdollisuudet laajentua Suomen ja Ruotsin lisäksi myös muihin Pohjoismaihin.
- **Muiden liiketoimintojen kehittäminen:** KH Groupin tavoitteena on irtautua Indoorista, NRG:stä ja HTJ:stä lähitulevaisuudessa arvonaluonnin kannalta optimaalisessa vaiheessa. Irtautumisten näkökulmasta näemme keskeisenä tekijänä tytäryhtiöiden liiketoimintojen kehittämisessä onnistumisen. Lähihistorian näytöt huomioiden, tällä hetkellä ainoastaan HTJ on näkemyksemme mukaan mahdollista divestoida osakkeenomistajien kannalta edullisin ehdoin.
- **Arvonluonti strategisten irtautumisten avulla:** Strategiset irtautumiset luovat onnistuessaan arvoa KH Groupin omistajille ensisijaisesti KH-Koneiden kasvuinvestointien tai vaihtoehtoisesti osingonmaksun kautta. Arviomme mukaan rakenteen selkeytyminen strategisten irtautumisten jälkeen tulisi heijastumaan positiivisesti myös KH-Koneiden arvostustasoon ja sijoittajakiinnostukseen.

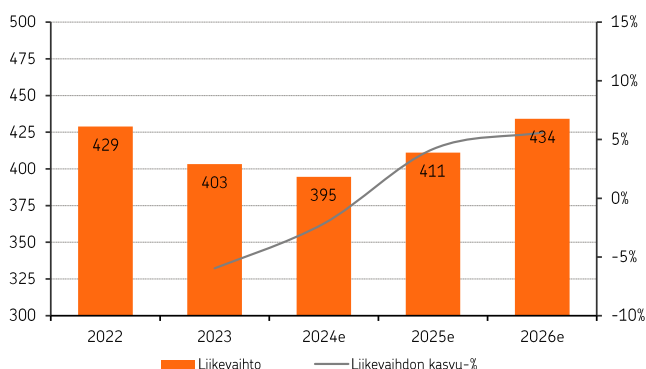
Ajurit

- **KH-Koneiden kannattavuusparannus Ruotsissa:** Ruotsin liiketoiminnot ovat toistaiseksi olleet kannattavuudessa Suomea jäljessä, minkä taustalla on arviomme mukaan nopeasti tapahtunut laajentuminen uudelle markkinalle. Kannattavuuden parantuaessa investoinnit Ruotsin liiketoiminnan kasvattamiseen ja muualle Pohjoismaihin laajentumiseen näyttäisivät entistä houkuttelevammilta.
- **Transaktiomarkkinan elpyminen:** Transaktiomarkkinalla investointien edellytykset ovat heikentyneet historiallisen nopeasti nousseen korkotason myötä. Korkojen odotettu lasku tulisi arviomme mukaan tukemaan strategisten irtautumisten edellytyksiä.
- **Pääomien allokointi:** Sijoittajan näkökulmasta pääomien tehokas allokointi on keskiössä tuottopotentiaalnin realisoinnin näkökulmasta. Mikäli KH-Koneet onnistuu parantamaan kannattavuuttaan Ruotsissa, irtautumisista saatavat varat olisi näkemyksemme mukaan syytä kohdistaa osingonjaon sijaan liiketoiminnan kasvun tukemiseen.

Riskit

- **Alttius talouden suhdannevaihteluille:** KH Groupin liiketoiminnoista KH-Koneet ja HTJ ovat sidoksissa rakennussektorin kehitykseen, ja Indoorin toiminta on puolestaan riippuvaista kuluttajakäynnän kehityksestä. Näin ollen KH Group altistuu väistämättä talouden sykleille.
- **Tasetilanne:** KH Groupin tytäryhtiöiden taseet hyvin vivutettuja, mikä on perua yhtiön pääomasijoitustaustasta. Näemme erityisesti Indoorin ja NRG:n kohdalla velkaantuneisuuden olevan koholla peilaten aiempiin näyttöihin ja tämän hetken tulokuntoon.
- **Strategian etenemisen hidastuminen:** Strategiset irtautumiset vaativat erityisesti Indoorin ja NRG:n kohdalla viitteitä kestävästä kannattavuusparannuksesta. Käänteiden toteuttamisen viivästyminen ja transaktiomarkkinan hitauden pitkittyminen voi johtaa tilanteeseen, jossa KH Group joutuu pääomittamaan heikoimmassa tilanteessa olevia tytäryrityksiään kannattavampien investointien sijaan.

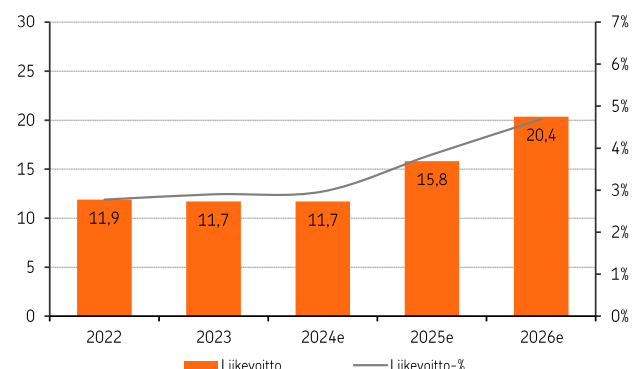
Liikevaihto (milj. euroa) ja liikevaihdon kasvu-%



Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022-2023 luvut pro forma -tietoja

Liikevoitto (milj. euroa) ja liikevoitto-%



Lähde: OP Markets

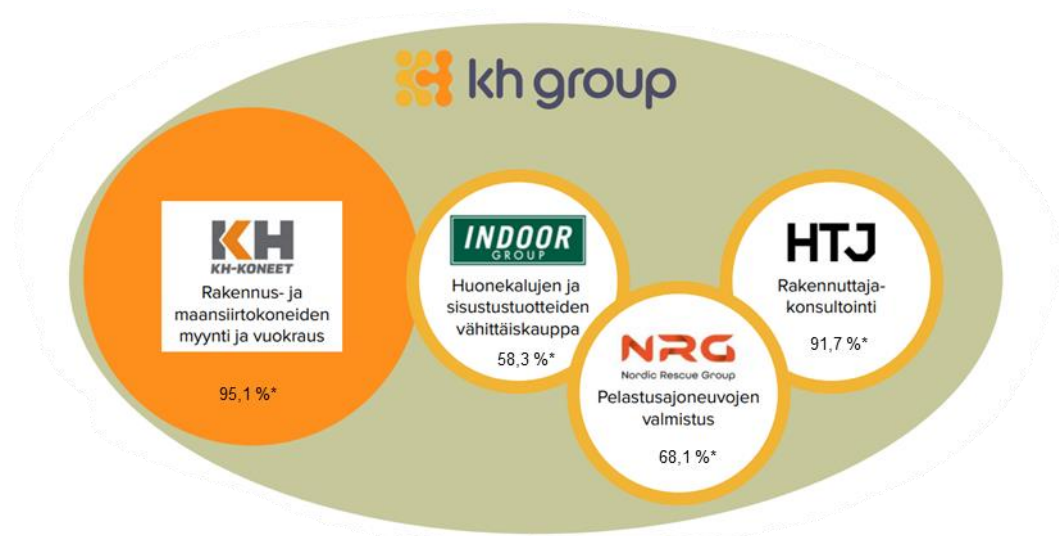
*Vuosien 2022-2023 luvut pro forma -tietoja

Yhtiökuvaus

KH Group on muuntautunut joulukuussa 2022 julkaistun uuden strategian mukaisesti entisestä pääomasijoitusyhtiö Sievi Capitalista monialakonserniksi, joka omistaa ja kehittää tytäryhtiöitään Suomessa ja Pohjoismaissa.

Konserni koostuu konekauppaan ja -vuokraukseen erikoistuneesta KH-Koneet Groupista, huonekalujen vähittäiskauppaa harjoittavasta Indoor Groupista, pelastusajoneuvoja toimittavasta Nordic Rescue Groupista (NRG) sekä rakennuttajakonsultti HTJ:stä. Uudistuneen strategian mukaan KH Groupin on tarkoitus muuntautua tulevien vuosien aikana KH-Koneiden ympärille rakentuvaksi teolliseksi konserniksi. Indoorin, NRG:n ja HTJ:n liiketoimintojen kehittäminen jatkuu, mutta niistä tullaan yhtiön mukaan irtautumaan alkuperäisen sijoitusstrategian mukaisesti arvonaluonnin kannalta optimaalisessa vaiheessa, joko myynnin tai pörssilistautumisen muodossa.

Pääomasijoitustaustan vuoksi liiketoiminta-alueet eroavat toisistaan huomattavasti ja tämän vuoksi koemme tarkoituksenmukaisena analysoida kokonaisuutta liiketoimintakohtaisesti. Tässä raportissa käymme läpi ensin KH Groupin päivitetyn konsernitason strategian muutosmatkan taustoittamiseksi, jonka jälkeen syvennymme tytäryhtiöihin yksi kerrallaan.



Kuvan lähde: KH Group CMD 2023

*KH Groupin omistusosuus KH-Koneista nousee 95,1 prosenttiin kesäkuun 2024 aikana (aiemmin 90,7 %)

Tytäryhtiöt

KH-Koneet Group

KH-Koneet on yksi johtavista rakennus- ja maansiirtokoneiden toimittajista Pohjoismaissa. Yhtiö tuo maahan, myy ja vuokraa koneita pääasiassa maanrakennuksen ja kiinteistöhuollon tarpeisiin. Yhtiö on läsnä Suomessa ja Ruotsissa, joissa se toimii niin omien toimipisteiden kuin kattavan jälleenmyyntiverkoston kautta. Yhtiön toiminta sisältää myös koneiden huolto- ja varaosapalvelut.



KH-Koneet on Suomessa selkeä markkinajohtaja, erityisesti pienissä koneissa. Ruotsissa yhtiö profiloituu selkeämmin haastajan asemaan, ollen kuitenkin merkittävä toimija markkinalla ja omaa arviomme mukaan realistiset lähtökohdat markkina-asemansa vahvistamiseksi.

KH-Koneet on ollut osana KH Group -konsernia vuodesta 2017. KH Groupin omistusosuus yhtiöstä tulee nousemaan kuluvan vuoden ensimmäisen puoliskon aikana 95,1 prosenttiin, ja konsernilla on optio lunastaa vuonna 2025 myös jäljellä oleva vähemmistöosuus itselleen KH-Koneiden avainhenkilöiltä.

Indoor Group



Indoor Groupin Askon- ja Sotkan -vähittäiskauppaketjut ovat Suomen tunnetuimpia kodin huonekalujen ja sisutustuotteiden jälleenmyyjiä. Yhtiön liiketoiminta sisältää myös huonekalutehdas Insofan. Askolla ja Sotkalla on noin 80 myymälää Suomessa ja näiden lisäksi molemmilla brändeillä on omat verkkokauppansa.

Indoor on ollut osana konsernia vuodesta 2017. KH Groupin omistusosuus yhtiöstä on 58,3 prosenttia. Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen omistaa yhtiöstä 18,9 prosenttia, ja loput omistajat ovat Indoorin hallituksen jäseniä, johdon avainhenkilöitä sekä yksityissijoittajia.

Nordic Rescue Group



Nordic Rescue Group (NRG) on johtava pelastusajoneuvojen toimittaja Suomessa ja Ruotsissa, missä se toimii Saurus- ja Sala Brand -brändeillä. NRG, ja erityisesti Saurus, toimittaa pelastusajoneuvoja myös ulkomaille, Saurus on toimittanut käsityksemme mukaan noin 400 autoa vuosien saatossa vientimarkkinoille, esimerkiksi Aasiaan.

NRG on ollut osa konsernia vuodesta 2020 alkaen. KH Groupin omistusosuus yhtiöstä on 68,1 prosenttia, ja vähemmistöosuuden yhtiöstä omistaa Suomen valtion pääomasijoitusyhtiö Tesi (Suomen Teollisuussijoitus Oy) sekä yksityiset sijoittajat.

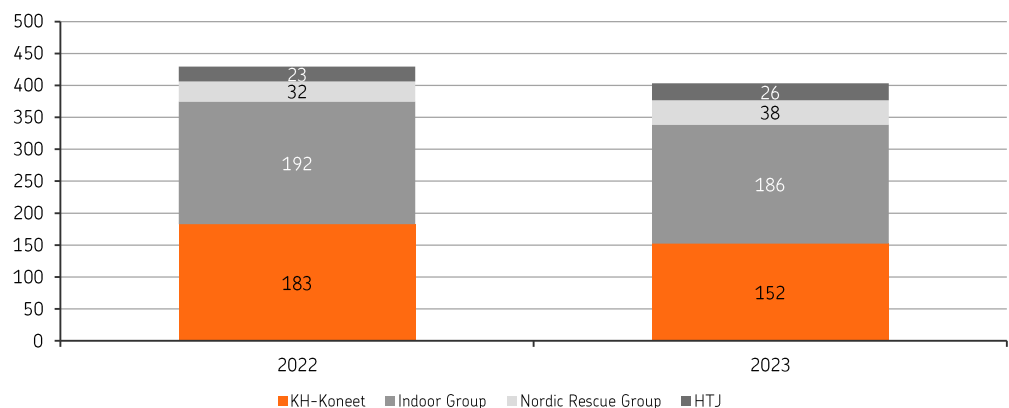
HTJ



HTJ tarjoaa asiakkailleen rakennuttamisen, työmaavalvonnan, energia- ja ympäristökonsultoinnin sekä projektinjohdon palveluita. Yhtiö on Suomen markkinalla merkittävä toimija, työllistäen yli 200 asiantuntijaa eri puolilla Suomea. Yhtiön merkittävimpiin referensseihin kuuluu muun muassa parhaillaan käynnissä olevan Helsingin kaupungin Kruunusillat-hankkeen valvonta.

HTJ tuli osaksi KH Groupia vuonna 2021 silloisen Sievi Capitalin hankittua yhtiöstä 91,7 prosentin omistusosuuden. Yhtiön vähemmistöomistajiston muodostavat HTJ:n johtohenkilöt ja osa hallituksen jäsenistä. Myös HTJ:n kohdalla on sovittu vähemmistöosakkeenomistajien omistamien osakkeiden myynti- ja lunastusoikeuksista tiettyjen ehtojen täytyessä.

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

Luvut perustuvat KH Groupin julkaisemiin Pro forma -tietoihin

Strategiamuutos – pääomasijoittajasta monialakonserniksi

Nykymuotoisen KH Groupin ensiaskeleet otettiin vuonna 2012, kun silloinen Sievi Capital jakautui kahdeksi pörssilistatuksi yhtiöksi; sijoitusyhtiö Sievi Capitaliksi sekä sopimusvalmistaja Scanfiliksi. Jakautumisen jälkeen Sievi Capitalin sijoitustoiminta suuntautui vähitellen laaja-alaisesta sijoittamisesta selkeämmin kohti pääomasijoitustoimintaa, ja vuosina 2017–2022 liiketoiminta perustui täysin pääomasijoittamiseen. Historian aikana omistettuihin ja kehitettyihin yhtiöihin kuuluvat muun muassa Apetit, Finelcomp, iLoq, Kitron ja Logistikas.

Yhtiö julkaisi joulukuussa 2022 uuden strategian, jonka myötä käynnistyi muutos pääomasijoitusyhtiöstä monialakonserniksi. Samassa yhteydessä ilmoitettiin suunnitellusta nimenmuutoksesta Sievi Capitalista KH Groupiksi, joka kuvastaa suunnitelmia profiloitua tulevien vuosien aikana KH-Koneiden ympärille rakentuvaksi teolliseksi konserniksi. Strategiamuutokseen liittyvät ehdotukset uudeksi nimeksi sekä yhtiöjärjestykseen tehtäviin muutoksiin hyväksyttiin toukokuussa 2023 varsinaisessa yhtiökokouksessa, ja yhtiö raportoi monialakonsernina ensimmäistä kertaa H1/2023-puolivuotiskatsauksen yhteydessä.

KH-Koneet uuden strategian ytimessä

KH Group on viestinyt rakennemuutoksen kohti teollista konsernia etenevän vaiheittain vuosien 2024–2025 aikana, huomioiden kuitenkin liiketoiminnan asettamat reunaehdot. Indoor Groupin, Nordic Rescue Groupin ja HTJ:n liiketoimintojen kehittäminen jatkuu, mutta niistä tullaan irtautumaan alkuperäisen sijoitusstrategian mukaisesti arvonaluonnin kannalta optimaalisessa vaiheessa, joko myynnin tai pörssilistautumisen muodossa. Irtautumisista saadut varat tullaan yhtiön mukaan käyttämään KH-Koneiden liiketoimintaa tukeviin yrityskauppoihin, muiden kohdeyhtiöiden kehittämiseen sekä osingonmaksuun rahoitussopimusten sallimissa puitteissa.

Strategiamuutoksen tarkoituksena on mahdollistaa entistä pitkäjänteisempi liiketoiminnan kehittäminen. Pääomasijoitusyhtiöiden raportoinnissa tulos muodostuu omistettavien yhtiöiden liikevaihdon ja kustannusten sijaan käypien arvojen muutoksista, jolloin varsinaisen liiketoiminnan kehitys tuloraportoinnin taustalla jää helposti hämärän peittoon. Käsityksemme mukaan strategiamuutoksella pyritään tuomaan tätä kautta myös varsinaisen liiketoiminnan arvoa paremmin esille.

Näkemyksemme mukaan KH-Koneiden ympärille rakentuva strategia on perusteltu, sillä yhtiöllä on vahvat näytöt kannattavasta kasvusta nykyisen johdon aikakaudella. KH-Koneet on onnistunut kasvamaan markkinaa nopeammin – liikevaihto on moninkertaistunut KH Groupin omistusaikana, ja samalla käyttökate on yli kaksinkertaistunut. Kaupungistumisen megatrendi ja siihen liittyvät investoinnit infrastruktuuriin tukevat arviomme mukaan KH-Koneiden tulevaisuuden näkymiä. Orgaanisen kasvun mahdollisuudet painottuvat erityisesti Ruotsiin, jossa liiketoiminnan kasvun pääajurit ovat näkemyksemme mukaan markkinaosuuden voittaminen kilpailijoilta ja konevuokrausliiketoiminnan kasvattaminen. Tämän lisäksi yrityskaupat ovat yhtiön mukaan keskeinen osa kasvustrategiaa.

Strategiakauden askelmerkit

KH Group esitteli vuoden 2023 marraskuussa järjestämässään pääomamarkkinapäivässä strategiakauden suuntaviivoja, joiden avulla pyritään saavuttamaan tavoite olla vuonna 2028 johtava kone- ja vuokraamoliike Pohjoismaissa. Strategiakauden toimenpiteet voidaan jaotella KH-Koneiden kehitykseen ja strategisiin irtautumisiin muista tytäryhtiöistä. KH-Koneet ei ole julkaissut tarkasti määriteltyjä, numeerisia taloudellisia tavoitteita vuodet 2024–2028 kattavalla strategiakaudelle, vaan yhtiö on kuvailut tavoitteita sanallisesti.

Seuraavien vuosien aikana yhtiön tavoitteena on vahvistaa tasettaan sekä laskea velkaantuneisuutta liiketoiminnan kassavirran sekä strategisten irtautumisten avulla. KH Groupin ensisijaisena tarkoituksena on investoida kasvuun tulevina vuosina ja palata osingonmaksajaksi irtautumisten onnistuessa ja tasetilanteen ja rahoitussopimusten ehtojen niin salliessa. Alla olemme tiivistäneet KH Groupin päivitetyn strategian ydinkohdat:

1. KH-Koneiden kehitys

2024–2025

Perustat kuntoon

- Panostukset henkilöstön hyvinvointiin ja osaamiseen
- Toimintojen yhtenäistäminen
- Koko palvelutarjooma saataville kaikkiin toimipisteisiin
- Laajeneminen Pohjois-Ruotsiin ja kierrätyskalustoon

2026–2028

Investoinnit kasvuun

- Uusien alueiden skaalaaminen
- Portfolion laajentaminen tuotesynergioiden tukemana
- Vuokrauksen ja palveluiden laajentaminen
- Merkittävät panostukset vähäpäästöisiin koneisiin



2. Strategiset irtautumiset

2024–2025

Irtautumiset
optimaalisessa
vaiheessa

- Indoorin, NRG:n ja HTJ:n liiketoiminnan kehittäminen jatkuu
- Irtautuminen optimaalisessa vaiheessa joko myynnin tai listautumisen kautta



3. Taloudelliset tavoitteet

2024–2028

- Taserakenteen vahvistaminen ja nettovelkaantuneisuuden vähentäminen
- Investoinnit ydinliiketoimintaan
- Osingonmaksu irtautumisten jälkeen taserakenteen ja rahoitussopimusten niin salliessa



Raportointimuutos ja pro forma -taloudelliset tiedot

Strategiamuutoksen myötä myös yhtiön raportointirakenne on muuttunut, eikä Sievi Capitalin aikaiset tuloslaskelma- ja tasetiedot ole enää käyttökelpoisia monialakonsernin taloudellisen kehityksen arvioinnissa.

Pääomasijoitusyhtiönä sijoitukset tytäryhtiöihin arvostettiin käypään arvoon tulosvaikutteisesti, jolloin yhtiön operatiivinen tulos muodostui pääasiassa omistettujen yhtiöiden käyvän arvon muutoksista. Yhtiön muutettua toimintaansa varsinaisen yhtiökokouksen päätöksellä monialakonserniksi 4.5.2023, muuttui myös raportointitapa ja 1.5.2023 alkaen konserni on yhdistelty tytäryhtiöt rivikohtaisesti tuloslaskelmaan ja taseeseen. H1/2023-puolivuotiskatsaus oli ensimmäinen uuden raportointitavan mukainen tulosraportti.

KH Group on julkaissut havainnollistamistarkoituksessa tilintarkastamattomia pro forma -lukuja vuoteen 2022 asti. Näiden lukujen tarkoituksena on tarjota havainnollistavia tietoja liikevaihdon, käyttökatteen, liikevoiton ja veroja edeltävän tuloksen osalta, mikäli muutos monialakonserniksi, ja sitä myötä nykyiseen raportointitapaan olisi tapahtunut 1.1.2022 alkaen. Pro forma -taloudellisista tiedoista on eliminoitu pois yhtiöiden väliset tapahtumat, vuonna 2022 konkurssiin menneen NRG:n tytäryhtiö Vema Lift Oy:n sekä vuonna 2023 myydyin Logistikas-liiketoiminnan luvut.

Yhtiökohtaisessa raportoinnissaan KH-Koneet, Nordic Rescue Group sekä HTJ noudattavat suomalaisen tilinpäätöskäytännön (FAS) mukaista kirjanpitolakia. Pro forma -taloudellisissa tiedoissa edellä mainittujen tytäryhtiöiden FAS-mukaiset luvut on oikaistu vastaamaan konsernin IFRS-periaatteita. Indoor Groupin historialliset taloudelliset tiedot on laadittu IFRS-standardin mukaisesti. Yhtiöiden omat, yhtiökohtaiset kirjanpitolakien standardit eivät ole käsityksemme mukaan muuttumassa, mutta KH Group tulee jatkossa raportoimaan luvut taloudellisissa katsauksissaan tytäryhtiöiden osalta IFRS-periaatteiden mukaisiksi konvertoituina, ja luvut ovat näin ollen vertailukelpoisia suhteessa historiallisiin pro forma -lukuihin.

Tässä raportissa esitetyt, tuloskehitystä ja taloudellisesta asemaa kuvaavat luvut vuosilta 2022–2023 perustuvat yhtiön julkaisemiin, IFRS:n mukaisiin pro forma -tietoihin. Tulostenneemme perustuvat myös IFRS-periaatteella raportoitaviin lukuihin. Ennen vuotta 2021 esitetyt luvut perustuvat tytäryhtiöiden omaan raportointitapaan, ja niiden tarkoitus on tuoda ilmi liiketoiminnan historiallista laajuutta. Kyseiset luvut ovat KH-Koneiden, NRG:n sekä HTJ:n kohdalla FAS:n mukaisia, mikä heikentää lukujen vertailukelpoisuutta nykytilanteeseen verrattuna.

Keskeisimmät eroavaisuudet IFRS:n ja FAS:n mukaisen kirjanpitolakan välillä ovat seuraavat:

- IFRS käyttökate: emoyhtiön tytäryhtiösijoitusten käyvän arvon muutoksien kirjaukset sekä FAS-vuokrakulut on oikaistu pois,
- IFRS liikevoitto: käyttökatteeseen tehtyjen oikaisujen lisäksi liikevoittoon on lisätty IFRS 16 -mukaiset vuokrasopimusten poistot,
- IFRS tulos ennen veroja: käyttökatteeseen ja liikevoittoon tehtyjen oikaisujen lisäksi tulokseen ennen veroja on lisätty IFRS 16 -mukaiset korkokulut.

KH-Koneet – strategian ydin

Pitkän linjan konekauppaa



KH-Koneiden tarina sai alkunsa vuonna 1996, kun yhtiön nykyinen toimitusjohtaja Teppo Sakari perusti yhtiön veljensä kanssa. KH-Koneiden liiketoiminta perustuu rakennus- ja maansiirtokoneiden ostoon, myyntiin ja vuokraukseen sekä niiden huoltoon ja korjaukseen liittyviin toimintoihin. Keskeisiä tuotteita ovat muun muassa pyöräkuormaajat, kaivukoneet, tiivistyslaitteet sekä kurottajat.

KH-Koneet toimii konekaupan arvoketjussa keskeisessä roolissa, liiketoiminnan koostuessa maanrakennuskoneiden maahantuonnista, myynnistä, vuokrauksesta sekä huoltopalveluista. Palveluverkosto kattaa Suomessa lähes koko maan omien toimipisteiden sekä jälleenmyyjien kautta. Konevalikoima sisältää muun muassa pyöräkuormaajia, kaivukoneita, tiivistyslaitteita sekä kurottajia. Yhtiön tärkeimmät merkkiedustukset ovat Kobelco, Kramer, Wacker-Neuson sekä Yanmar. Tuotteista Kramerin pyöräkuormaaja sekä Yanmarin kaivukoneita on tuotu maahan jo yli 20 vuoden ajan ja molemmat merkit ovat selviä markkinajohtajia Suomessa omilla segmenteissään.

Yhtiö tuli osaksi KH Groupia vuonna 2017 silloisen Sievi Capitalin hankittua KH-Koneet Oy:n, Edeco Tools Oy:n ja KH-Tekninen Kauppa Oy:n enemmistöosuudet omistajayrittäjiltä. Myyjät ovat jatkaneet merkittävässä roolissa yhtiön operatiivisessa johdossa, jonka myötä toimintakulttuuri on käsityksemme mukaan varsin yrittäjähenkistä. KH-Koneiden toiminnassa korostuu näkemyksemme mukaan suunnitelmallisuus ja pitkäjänteisyys, joka on seurausta yhtiön pitkästä historiasta konekaupan parissa. Vuosien varrella kertynyt vankka asiantuntemus mahdollistaa asiakastarpeiden ymmärryksen ja laadukkaan palvelun, jonka myötä yhtiön asiakassuhteet ovat käsityksemme mukaan pääosin varsin pitkäaikaisia.

Tuote- ja palveluportfolio on kasvanut vaiheittain

Yhtiön tuote- ja palveluportfolio on muovautunut vaiheittain. Toiminnan alkaessa KH-Koneet toi maahan ensin käytettyjä asfalttikoneita sekä tienrakennuskoneita, ja tarjonta laajeni nopeasti pieniin maanrakennuskoneisiin. 2000-luvun vaihteessa tuoteportfolioon tulivat mukaan Yanmar-minikaivukoneet sekä Kramer-pyöräkuormaajat, jotka ovat yhä keskeinen osa valikoimaa ja joista kumpikin on selkeä markkinajohtaja omilla segmenteissään.

2010-luvulla perustettiin Edeco Tools aloittamaan Wacker-Neuson-merkkisten kevyiden laitteiden myynti Suomessa. Vuosien myötä yhteistyö on syventynyt, ja nykyään KH-Koneet edustaa Wacker-Neusonia kaikkien tuotteiden osalta, kattaen myös raskaat maanrakennuskoneet.

Vuosi 2017 oli KH-Koneiden kannalta merkittävä. Yhtiö oli kasvanut vakaasti, ja ambitiot olivat korkealla. Suunnitelmissa oli erityisesti raskaiden tela-alusteisten kaivinkoneiden myynnin ja maahantuonnin aloittaminen (Kobelco-koneet) sekä laajentuminen konevuokrauksen pariin (yhtiöllä oli tuolloin jo aiempaa kokemusta konevuokrauksesta). KH Groupin mukaantulo vuoden 2017 aikana toi hartioita kasvustrategian toteuttamiselle. Lähes välittömästi yhtiön tultua osaksi KH Groupia, Suomen Kolbeco-merkkiedustus hankittiin Keskolta. Vuonna 2018 perustettiin Crent Oy, jonka toiminta sisältää pääasiassa yhtiön edustamien maanrakennus- ja kiinteistöhuoltokoneiden vuokraamisen. Kotimaassa asetetut tavoitteet oli saavutettu, ja seuraava askel oli laajentuminen Ruotsin markkinalle.

Esimerkkejä KH-Koneiden merkkiedustuksista



Esimerkkejä KH-Koneiden tuotteista

Pyöräkuormaajat



Kaivukoneet



Tiivistyslaitteet ja kurottajat



Laajentuminen Ruotsiin on tapahtunut nopeasti

Ruotsin markkinalle laajentumista suunniteltiin käsityksemme mukaan huolellisesti ja sopiva mahdollisuus avautui vuonna 2019, kun KH-Koneet hankki norjalaisen Beck Maskin (nyk. KH-Maskin AB) Kobelco-liiketoiminnot Ruotsissa. Laajentuminen jatkui seuraavana vuonna konevuokraamo S-Rentalin hankinnalla. Yritysstot tukivat uudelle markkinalle laajentumista merkittävästi, kun yhtiö sai käytännössä valmiin alustan toteuttaa samankaltaista liiketoimintaa Ruotsissa, kuin mitä Suomessa oli toteutettu jo pidempään. Käsityksemme mukaan yhtiön liiketoiminta laajeni hyvin nopeasti Ruotsissa nykyiseen muotoonsa, sillä yhtiö sai Ruotsissa identtiset maahantuontiedustukset Suomeen nähden (Kramer-pyöräkuormaajat sekä Wacker-Neusonin kaikki tuotteet). Ruotsin liiketoiminta vahvistui edelleen vuonna 2020, kun Göteborgin alueella maanrakennuskonevuokrauksen parissa toimiva Törnells Maskinuthyrningin hankittiin osaksi konsernia.

KH-Koneiden merkittävimmät järjestelyt KH Groupin omistusaikana

Vuosi	Järjestely
2017	KH-Koneet osaksi KH Groupia
2017	Kobelco-koneiden merkiedustus hankittiin Keskolta
2018	Crent Oy perustettiin Suomessa harjoittamaan konevuokrausliiketoimintaa
2019	KH-Koneet osti norjalaisen Beck Maskin Kobelco-liiketoiminnot Ruotsissa
2020	Konevuokraamo S-Rentalin hankinta Ruotsissa
2020	KH-Koneet osti Ruotsissa vuokrausliiketoimintaa harjoittavan Törnells Maskinuthyrningin

Lähde: KH Group, OP Markets

Kannattavuuden vahvistaminen Ruotsissa on arvonluonnin ydin tästä eteenpäin

Orgaanisen kasvun sekä yritysjärjestelyjen myötä KH-Koneet on kasvanut merkittävästi KH Groupin omistusaikana. Vuosien 2017–2022 välillä liikevaihto lähes nelinkertaistui ja käyttökate kasvoi noin 150 prosenttia. Liikevaihdon kasvusta merkittävin osa on ollut orgaanista kasvua – yritysstojen kumulatiivinen, liikevaihtoa lisäävä vaikutus on ollut noin 50 milj. euroa.

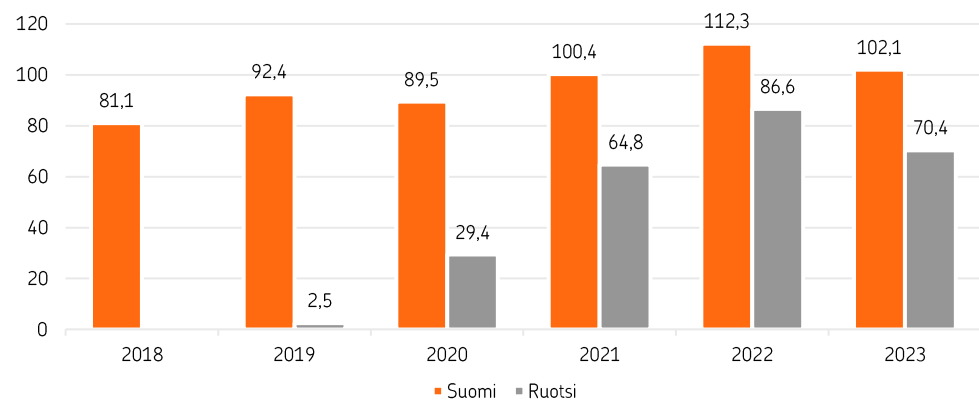
Laajentuminen Ruotsin markkinalle on sujunut varsin hyvin huolimatta melko ripeästä aikataulusta. Merkittävin tekijä laajentumisen onnistumiselle on arviomme mukaan ollut se, että yhtiöllä on ollut selkeän suunnitelma ja kriteeristö yrityshankintaprosesseille. Hankitut liiketoiminnot vaikuttavat olleen hyvin samankaltaisia KH-Koneiden Suomen liiketoimintojen kanssa ja näin ollen niiden operointiin on pystytty soveltamaan sujuvasti olemassa ollutta osaamista ja liiketaloudellista strategiaa. Lisäksi myös kone- ja laitevalmistajien kanssa on käsityksemme mukaan käyty jo etukäteen dialogia laajentumissuunnitelmista, ja tämä on todennäköisesti edesauttanut Ruotsin markkinalle laajentumisen onnistumista.

Ruotsin liiketoiminnan kannattavuus on kuitenkin toistaiseksi ollut heikompaa verrattuna Suomen liiketoimintaan. Tämä selittyy arviomme mukaan pitkälti sillä, että laajentuminen uudelle markkinalle on tapahtunut varsin lyhyellä aikajänteellä, ja toimintamallien yhtenäistäminen, synergioiden maksimointi ja sitä myötä kannattavuus on toistaiseksi jäänyt Suomen liiketoimintaa matalammalle tasolle. Vuonna 2022 Suomen liiketoiminta teki vahvaa 7,6 prosentin käyttökatemarginaalia (FAS). Ruotsissa vastaava lukema oli matalampi, 4,5 prosenttia.

Tulevina vuosina KH-Koneiden ja myös koko KH Groupin arvonluonnin kannalta oleellista on se, että Ruotsin liiketoiminnan kannattavuutta saadaan nostettua lähemmäs Suomen liiketoiminnan tasoa. Tämä takaisi sen, että kasvupanostukset synnyttäisivät merkittävää lisäarvoa. Mielestämme nykyisen johdon vankat historialliset näytöt sekä uuden strategian selkeät ja määrätietoiset askelmerkit tarjoavat erinomaiset edellytykset Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuden vahvistumiselle. Rakentamisen heikko suhdanne tulee kuitenkin arviomme mukaan jarruttamaan kannattavuusparannusta vähintään kuluvan vuoden ajan.

Näkemyksemme mukaan Ruotsin liiketoimintojen kannattavuuskehitys on hyvin keskeinen asia myös KH Groupin osakkeenomistajien näkökulmasta. Jos KH-Koneet pystyy nostamaan Ruotsin liiketoimintojen kannattavuuden samalle tasolle kuin Suomen liiketoimintojen kannattavuus, olisi muiden yhtiöiden suunnitelluista irtautumista saatavat varat näkemyksemme mukaan optimaalista ja perusteltua allokoida KH-Koneiden kasvupanostuksiin esimerkiksi osingonjaon sijaan.

Liikevaihdon kehitys Suomessa ja Ruotsissa (milj. euroa)*



Lähde: OP Markets, KH-Koneet Group Oy:n tilinpäätökset (FAS)

*Liikevaihto ennen konsernitason eliminoitajeja

KH-Koneilla on laaja rooli konekaupan arvoketjussa

Täyden palvelun koneliike

KH-Koneiden tuote- ja palveluportfolio tarjoaa asiakkaille kokonaisvaltaiset koneratkaisut. Kun maahantuonti, räätälöinti, myynti, vuokraus ja huoltopalvelut hoidetaan saman katon alla, syntyy ajan mittaan merkittävä määrä kumuloitunutta osaamista ja tietotaitoa, joka tuo merkittävää kilpailuetua. Tämä mahdollistaa näkemyksemme mukaan jatkuvan parantamisen ja toisaalta myös korkean asiakastytyväisyyden. Yhtiö on näkemyksemme mukaan myös arvokas kumppanina laite- ja konevalmistajille, sillä se kykenee välittämään ajantasaista tietoa käyttäjien tarpeista ja toiveista sekä tarjoamaan asiakaskuntansa kautta valmistajille laajan loppukäyttäjämärkinän.

Maahantuonti, myynti ja vuokraus

KH-Koneet tuo maahan edustamiensa merkkien koneita, jotka tyypillisesti räätälöidään vastaamaan asiakkaiden tarpeita esimerkiksi puomien tai kauhojen osalta. Käsityksemme mukaan lähes kaikki koneet kustomoidaan jollain tasolla, ja asiakaskohtaisella räätälöinnillä on lisäarvopalveluille ominaisesti marginaaleja nostava vaikutus. Kattavat merkkiedustukset ja laaja

asiakaskunta mahdollistavat riittävän suuret myynnin ja vuokrauksen volyymit. Suurten volyymien ansiosta yhtiön neuvotteluasema suhteessa valmistajiin vahvistuu, mikä mahdollistaa edullisemmat hankintahinnat sekä muiden kaupallisten ehtojen suotuisuuden. Yhtiön toimintamallissa keskeinen rooli on käsityksemme mukaan myös riittävän suurilla varastotasoilla, joilla pyritään varmistamaan koneiden ja varaosien toimituskyky. Lisäksi oma varasto auttaa suojautumaan tuotanto- ja toimituskapeikkojen aiheuttamilta hintahäiriöiltä.

Vuokrausliiketoiminnan merkitys KH-Koneille on viime vuosina ollut Ruotsissa Suomea suurempi. KH-Koneet Group Oy:n tilinpäätöstietojen perusteella vuosina 2022–2023 Suomen liikevaihdosta (FAS) noin 7 prosenttia on tullut vuokrauksesta. Vastaavalla tarkastelujaksolla Ruotsissa vuokrausliiketoiminta on ollut niin absoluuttiselta kuin suhteelliselta osuudeltaan merkittävämmässä roolissa, keskimäärin 20 prosenttia liikevaihdosta. Suomen kohdalla huomionarvoista on se, että vaikka yleinen toimintaympäristö rakennussektorilla heikkeni vuoden 2023 aikana, KH-Koneiden Suomen vuokrausliiketoiminnan liikevaihto kasvoi vertailukauteen nähden. Tämä kuvastaa arviomme mukaan hyvin dynamiikkaa omistamisen ja vuokraamisen välillä. Koneinvestoinnit ovat yhtiön asiakkaille merkittäviä panostuksia, ja epävarmassa toimintaympäristössä arviomme mukaan vuokrauspalveluiden kysyntä kasvaa. Tämä osaltaan hieman tasoittaa KH-Koneiden liikevaihdon syklistä, kun asiakkaille pystytään tarjoamaan kattavia vaihtoehtoja omistamisen ja vuokrauksen välillä.

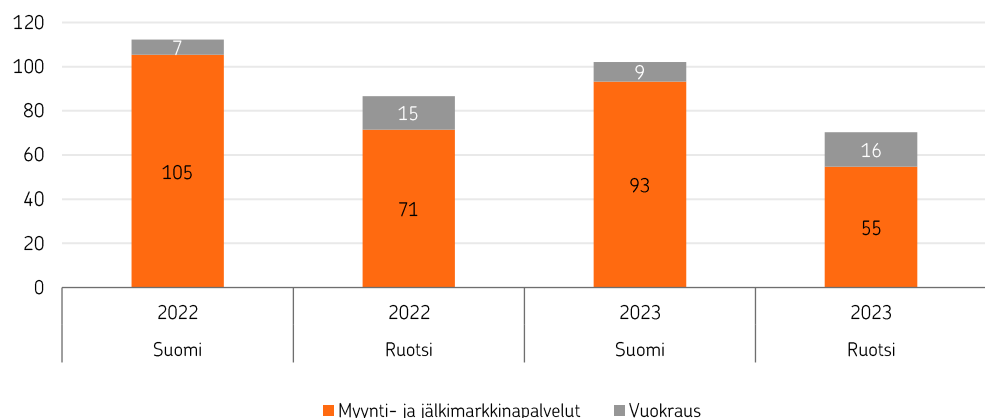
Jälkimarkkinapalvelut

Merkittävä osa KH-Koneiden liiketoiminnasta syntyy myös koneiden jälkimarkkinalla, jossa yhtiön palvelutarjonta koostuu laajasta huoltoverkostosta, sisältäen kenttähuollon ja teknisen tuen palvelun. Suuri markkinalla oleva konekanta mahdollistaa kannattavan huoltoliiketoiminnan. Käsityksemme mukaan asiakkaat huoltavat ostamansa koneet käytännössä poikkeuksetta samassa liikkeessä, josta ne on alun perin hankittu.

Koneiden varaosat ovat saatavilla suoraan varastosta ja työlaiteet yhtiön varustekaupasta. Palvelukokonaisuus toteutetaan niin omien toimipisteiden kuin jälleenmyyjien ja sopimuskumppaneiden kautta. Toimivat jälkimarkkinapalvelut tuovat yhtiölle tärkeää jatkuvuutta ja ovat käsityksemme mukaan myös erittäin kannattavaa liiketoimintaa.

Koneet ovat yhtiön asiakkaille merkittäviä investointeja, jonka vuoksi toimivat huolto- ja asiakaspalvelu ovat elinehto hyvän asiakaskokemuksen, ja sen myötä pitkäaikaisten asiakkuuksien syntymiseksi. Tässä KH-Koneet on arviomme mukaan onnistunut vuosien saatossa ja asiakasuskollisuus on tulkintamme mukaan vahvalla tasolla.

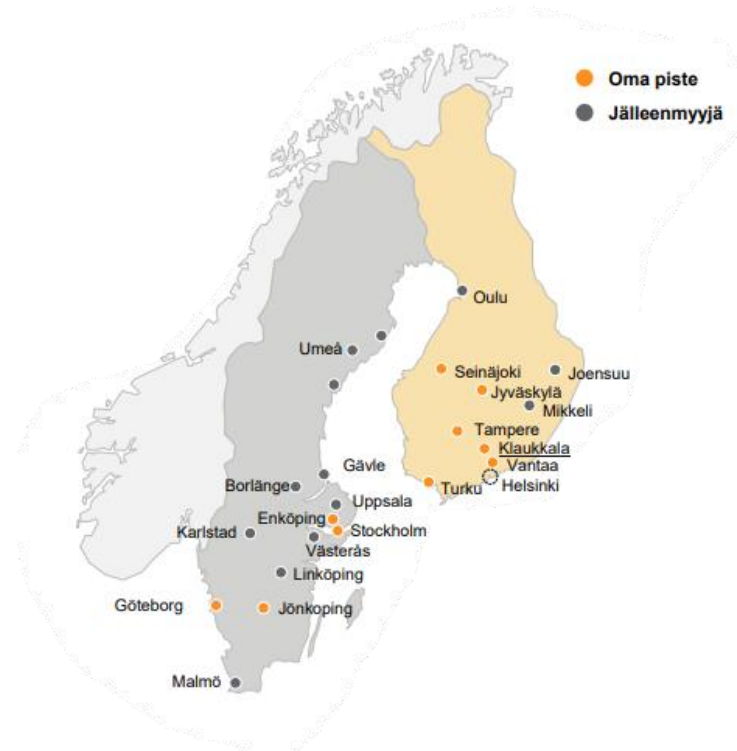
Liikevaihto, myynti ja jälkimarkkinapalvelut sekä vuokraus maakohtaisesti (milj. euroa)*



Lähde: OP Markets, KH-Koneet Group Oy:n tilinpäätökset (FAS)

*Liikevaihto ennen konsernitason eliminoituja. Keskinäisten tapahtumien eliminoitu liikevaihto allokoitu liikevaihdon mukaan myynti- ja jälkimarkkinapalveluiden sekä vuokrauksen välillä.

KH-Koneiden palveluverkosto



Kuvan lähde: KH Group

Asiakaskunta koostuu laajasta joukosta pieniä asiakkaita

KH-Koneiden asiakaskunta koostuu suuresta määrästä pieniä yrityksiä. Yli 70 prosenttia liikevaihdosta tulee asiakkailta, joiden vuosittainen liikevaihto on 10 milj. euroa tai vähemmän. Näin ollen asiakkuuksien keskittymisestä aiheutuva riski on tulkintamme mukaan lähes olematon. Toisaalta yhtiö ei myöskään pääse hyötymään yksittäisten suurien asiakkaiden tuomista tulovirroista. KH-Koneiden vahvuus on käsityksemme mukaan historiassa ollut tiivis yhteydenpito asiakkaisiin. Asiakassuhteista merkittävä osa on käsityksemme mukaan hyvin pitkäaikaisia ja asiakasvaihtuvuus on arviomme mukaan melko vähäistä.

Läheiset asiakassuhteet lujittavat ymmärrystä niin asiakkaiden tarpeista, markkinatilanteen kehityksestä kuin myös tuotteilta vaadittavista ominaisuuksista. Tätä kautta yhtiö kykenee säätämään omaa palvelutarjontaansa ja toisaalta välittämään valmistajille tärkeää informaatiota. Pitkän linjan kokemus konekaupasta yhdistettynä osaavaan henkilökuntaan mahdollistaa laadukkaan asiakaspalvelun. Asiakasymmärrys, markkinatuntemus ja hyvät suhteet valmistajiin auttavat yhtiötä mukautumaan mahdollisimman hyvin toimintaympäristön muutoksiin.

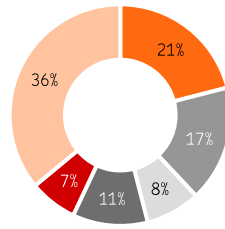
Rakentamisen merkittävä rooli altistaa suhdannevaihteluille

Asiakaskunnasta merkittävä osa on tavalla tai toisella sidoksissa rakennussektoriin ja tämän takia yhtiö altistuu väistämättä talouden suhdannevaihteluille. On kuitenkin hyvä huomioida, että rakennussektorin sisällä esimerkiksi infrarakentamisen ja korjausrakentamisen parissa toimivien asiakkaiden liiketoiminta on talonrakentamista vakaampaa. Vuokrauspalveluissa kysynnän kehitys seuraa käsityksemme mukaan rakentamisen sykliä hieman viiveellä, minkä vuoksi rakentamisen hitaus heijastuu vuokrauskysyntään asteittain. Suomessa kiinteistöhuolto tuo lähes viidenneksen liikevaihdosta ja tällä on osaltaan syklisyyttä tasoittava vaikutus. Yli kolmannes Suomen liikevaihdosta ja lähes puolet Ruotsin liikevaihdosta kertyy muilta toimialoilta. Rakentamisen ulkopuoliset asiakastoimialat kattavat käsityksemme mukaan ainakin logistiikka- ja maanviljelyalan toiminnan sekä myös julkisen sektorin asiakkuudet.

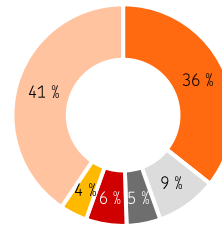
Maantieteellisesti tarkasteltuna merkittävin osa liikevaihdosta tulee Suomen etelä- ja länsiosissa toimivilta asiakkailta. Ruotsissa Göteborgin ja Tukholman alueet tuovat kaksi kolmannesta liikevaihdosta ja näiden alueiden ulkopuolisesta liikevaihdosta Etelä-Ruotsin osuus on huomattava.

Liikevaihdon jakauma asiakastoimialoittain

Suomi



Ruotsi

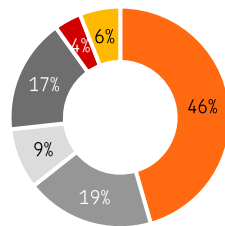


- Rakennuspaikan valmistaja
- Kiinteistöhuolto
- Vuokraamo
- Infra
- Rakentaminen
- Konekauppa
- Muut

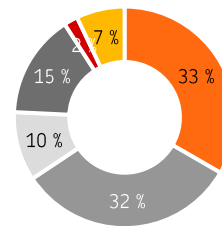
Lähde: OP Markets, KH Group CMD

Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti

Suomi



Ruotsi



- Etelä-Suomi
- Länsi-Suomi
- Keski-Suomi
- Muu Suomi
- Ulkomaat
- Ei luokiteltu

- Göteborg
- Tukholma
- Jönköping
- Muu Ruotsi
- Ulkomaat
- Ei luokiteltu

Lähde: OP Markets, KH Group CMD

Suomessa johtava koneliike, Ruotsissa haastajan asemassa

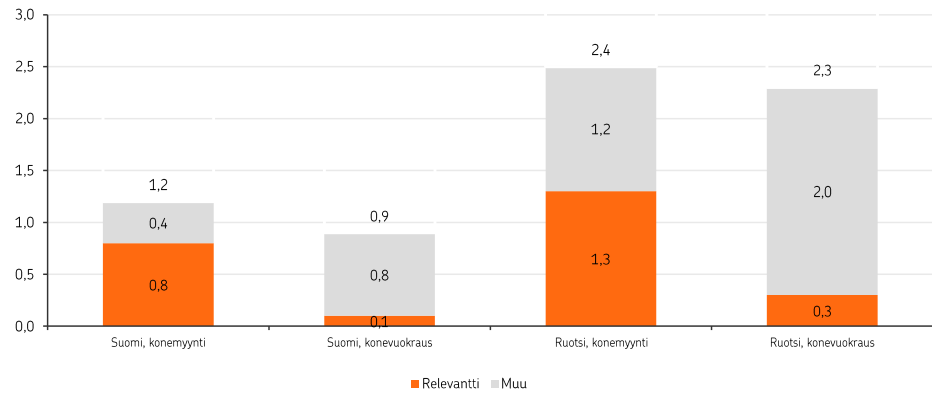
KH-Koneet on koneiden kappalemäärällä mitattuna Suomen markkinan suurin toimija. Koneyyppien osalta yhtiö on markkinajohtaja pyöräkuormaajissa sekä minikaivukoneissa, ja raskaissa tela-alustaisissa kaivukoneissa kolmen merkittävimmän koneliikkeen joukossa. Yksinkertaistettuna voi todeta, että yhtiö on vahvimmillaan niillä markkinan osa-alueilla, joissa se on toiminut kaikkein pisimpään.

Ruotsissa yhtiö asemoituu tällä hetkellä suurimpien toimijoiden taakse ja on selkeästi haastajan roolissa. Yhtiö on kertonut olevansa Ruotsissa markkinajohtaja tärylevyissä, ja omaavansa vahvan aseman myös telakonemarkkinalla. Pyöräkuormaajien osalta haastajan asema on selkeämpi Volvon hallitessa kotimarkkinaansa. Vuokrausliiketoiminnassa KH-Koneet on relevantin markkinan osalta yksi johtavista toimijoista sekä Ruotsissa että Suomessa.

Yhtiön markkina-asema on Suomessa jo erittäin vahva. Näin ollen kasvun merkittävimmät mahdollisuudet ovat näkemysmme mukaan lähtökohtaisesti Ruotsissa, jossa markkina on kooltaan noin 2,5-kertainen Suomeen verrattuna. Tämän lisäksi Ruotsin markkinalla on monia potentiaalisia tuotealueita, joissa yhtiö ei ole vielä mukana lainkaan tai joissa toiminta on tällä hetkellä vielä vähäistä. Esimerkki tällaisesta tuotealueesta on pyöräalustaiset kaivukoneet.

KH-Koneille relevantin markkinan koko on noin 2,5 mrd. euroa

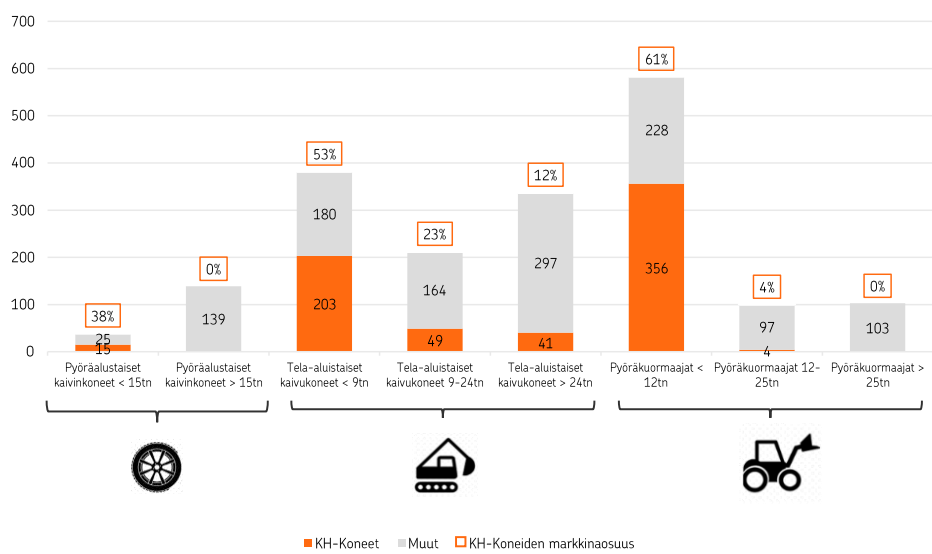
Koneiden myynti- ja vuokrausmarkkinat (mrd. euroa)



Lähde: OP Markets, KH Group CMD 2023

KH-Koneet on Suomessa markkinajohtaja pienissä koneissa

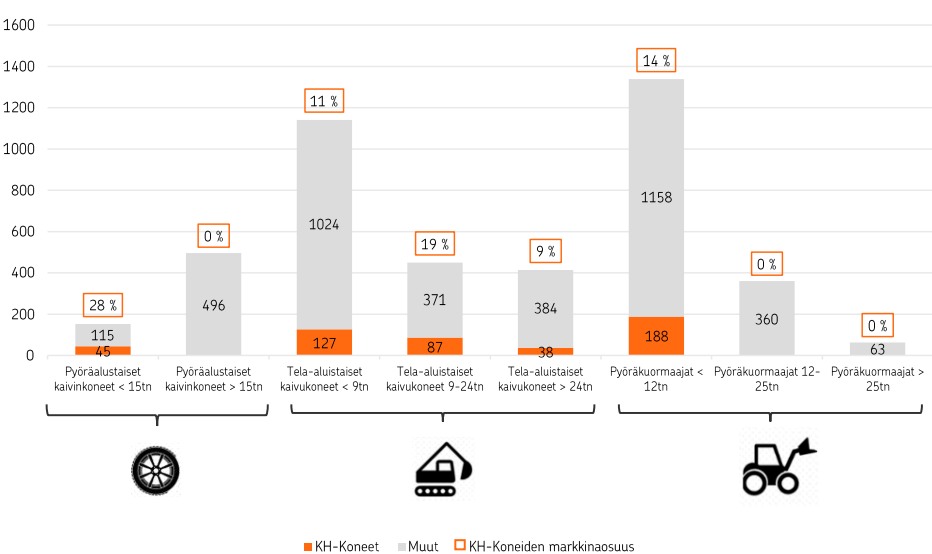
KH-Koneiden markkinaosuus eri tuotekategorioiden Suomessa (kpl)



Lähde: OP Markets, KH Group CMD 2023

Ruotsissa yhtiö on selkeämmin haastajan asemassa

KH-Koneiden markkinaosuus eri tuotekategorioiden Ruotsissa (kpl)



Lähde: OP Markets, KH Group CMD 2023

Alalle tulon kynnykset tarjoavat osittaista suojaa kilpailulta

KH-Koneiden toimialalla alalle tulon kynnystä nostaa erilaisten sidosryhmien suuri merkitys. Konekaupan maahantuojalla on käsityksemme mukaan oltava riittävät suhteet koneiden ja laitteiden valmistajiin. Tämän ohella jälleenmyyntiverkosto ja asiakassuhteet ovat merkittävässä osassa menestyvän liiketoiminnan rakentamisessa. Sen paremmin jälleenmyyntiverkoston rakentaminen kuin kriittisten asiakassuhteiden luominenkaan ei käsityksemme mukaan onnistu käden käänteessä. Uskottavalla myyjällä on oltava myös huoltotoiminnot, joiden kannattava ylläpitäminen vaatii riittävän suuren massan markkinalla olevia koneita.

KH-Koneiden esimerkki on osoittanut, että uudelle markkinalle laajentuminen on mahdollista toteuttaa kannattavasti yritysjärjestelyjen kautta. Tämän vuoksi yhtiön vahvaa markkina-asemaa Suomessa voisi haastaa todennäköisemmin kansainvälinen, Suomeen laajentava toimija kuin täysin uusi kotimainen alalle tulija.

Lisäksi yhtiön edustamat merkit ovat markkinan suosituimpia koneita. Maahantuontiin liittyviä oikeuksia ei käsityksemme mukaan ole tapana jakaa useammalle toimijalle. Näin ollen alalle tulon kynnystä nostaa myös käyttäjämarkkinan merkkiuskollisuus.

Strategian keskiössä tuoteportfolion kasvattaminen sekä Pohjois-Ruotsiin laajentuminen

KH-Koneiden viime vuosien kasvun taustalla on tuote- ja palveluportfolion kehittyminen sekä Ruotsin markkinalle laajentuminen. Yhtiön tavoitteena on vuodet 2023–2028 kattavalla strategiakaudellaan jatkaa kannattavaa kasvua. Vuosien 2024–2025 aikana on tarkoitus rakentaa perusta kannattavalle kasvulle. Oheinen perusta sisältää parhaiden käytäntöjen tunnistamisen ja toimintamallien yhtenäistämisen yhtiön sisällä, palvelutarjonnan laajentamisen kaikkiin toimipisteisiin sekä panostamisen henkilöstön hyvinvointiin ja osaamisen kehittämiseen. Vuosina 2026–2028 on tarkoitus investoida voimakkaammin kasvuun.

Koko viisivuotisen strategiakauden aikana kasvun ajureina toimivat tuoteportfolion kasvattaminen sekä maantieteellinen laajentuminen Pohjois-Ruotsin markkinalle. Ruotsin toiminnot painottuvat tällä hetkellä vahvasti Tukholma-Göteborg-akselille, ja laajentumisaikheet Pohjois-Ruotsiin ovat näkemyksemme mukaan luonnollinen askel eteenpäin. Alueelle on suunnitteilla yli 100 miljardin euron arvosta teollisuuden investointeja, joiden odotetaan vetävän alueelle yli 100 000 uutta asukasta sekä luovan kymmeniä tuhansia uusia työpaikkoja. Tämä tulee arviomme mukaan väistämättä heijastumaan kasvattavasti rakentamisen volyymeihin ja tästä kasvusta KH-Koneet pyrkii pääsemään osalliseksi.

Tuoteportfolion kasvattaminen painottuu käsityksemme mukaan nollapäästöisten maanrakennuskoneiden, pyöräalustaisten kaivukoneiden sekä kierrätyskoneiden markkinaosuuden kasvattamiseen. Nollapäästöisten koneiden kysyntää tukee vihreän siirtymän megatrendi ja niiden kysynnän kasvun odotetaan olevan tulevien vuosien aikana vahvaa. Pyöräalusteiset kaivukoneet sopivat erittäin hyvin kaupunkityömaille ja kasvavat kaupungit takaavat niiden markkinoille positiiviset kysyntänäkymät pitkälle tulevaisuuteen. KH-Koneet ei ole perinteisesti ollut vahva toimija kyseisessä konekategoriasa, ja tämä tarjoaakin kasvun mahdollisuuksia suurella ja vakiintuneella tuotealueella. Kolmas strateginen tuotepainopiste ovat kierrätyskoneet, joiden kysyntä on käsityksemme mukaan kasvussa erityisesti Ruotsissa. KH-Koneet aloitti kierrätyskoneiden maahantuonnin Ruotsissa vuoden 2023 aikana.

Portfolion kasvattamisen ja maantieteellisen laajentumisen avulla KH-Koneet pyrkii kasvattamaan tavoitettavissa olevan markkinan kokoluokan strategiakauden aikana 3,3 miljardiin euroon, mikä tarkoittaa potentiaalisen markkinan tuplaamista vuoden 2022 tasolta. Strategiakauden loppuun mennessä KH-Koneiden tavoitteena on olla Pohjoismaiden johtava koneliike. Suomessa pyritään säilyttämään nykyinen vahva markkina-asema. Tämän lisäksi tavoitteena on nousta suurimmaksi toimijaksi raskaissa tela-alustaisissa kaivukoneissa, vahvistaa asemaa pyöräalustaisissa kaivukoneissa sekä olla mukana kierrätyskalustomarkkinassa. Ruotsissa tavoitellaan nousemista kolmen suurimman koneliikkeen joukkoon, nousemista markkinajohtajaksi minikaivukoneissa sekä kierrätyskalustossa ja nousua kahden suurimman toimijan joukkoon pyöräkuormaajissa. Sekä Suomessa että Ruotsissa on tavoitteena olla johtava maanrakennuskonevuokraamo.

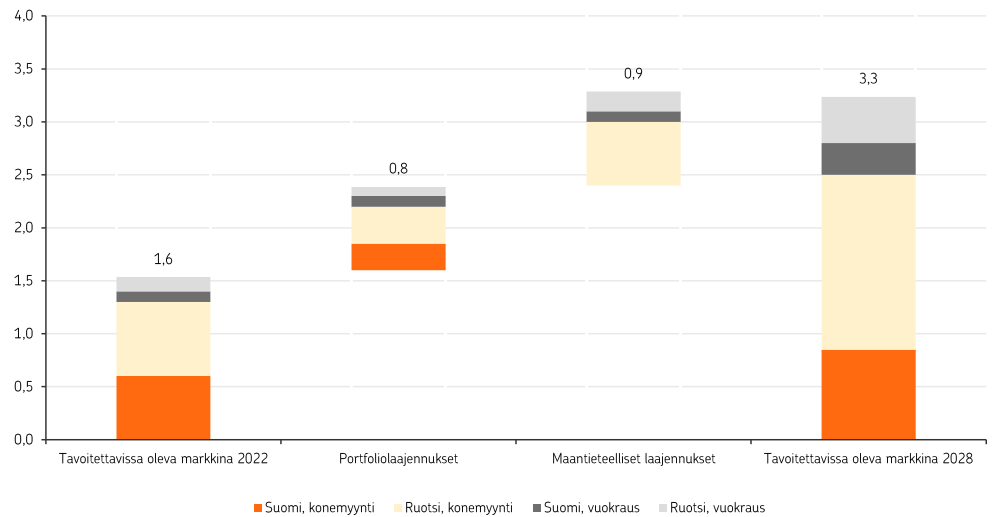
Strategiset toimenpiteet nivoutuvat kunnianhimoisiin taloudellisiin tavoitteisiin; yhtiö tavoitteena on saavuttaa vuoden 2028 loppuun mennessä noin 250–400 milj. euron liikevaihto, ja yltää 25–40

milj. euron FAS-käyttökatteeseen. Tavoite on hyvin kunnianhimoinen ja edellyttää merkittävää kannattavuusloikkaa molemmissa tämänhetkissä toimintamaissa.

Heikentynyt taloussuhdanne ja nopeasti noussut korkotaso hidastavat arviomme mukaan kehitystä strategiakauden alkuvaiheessa. Pidemmällä aikavälillä yhtiöllä on näkemyksemme mukaan kuitenkin kaikki eväät saavuttaa tavoitteensa. Se, onko tavoitteet mahdollista saavuttaa vuoteen 2028 mennessä, riippuu näkemyksemme mukaan paljon rakentamisen suhdanteen elpymisen aikataulusta.

KH-Koneet pyrkii tuplaamaan tavoitettavissa olevan markkinan portfolion kasvattamisen ja maantieteellisen laajentumisen avulla

Tavoitettavissa oleva markkina (mrd. euroa)



Lähde: OP Markets, KH Group CMD 2023

Pohjois-Ruotsiin suunnitteilla olevat massiiviset investoinnit tarjoavat myös KH-Koneille mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia



Kuvan lähde: KH Group

Toimintaympäristön odotetaan jatkuvan tahmeana kuluvaan vuoden ajan

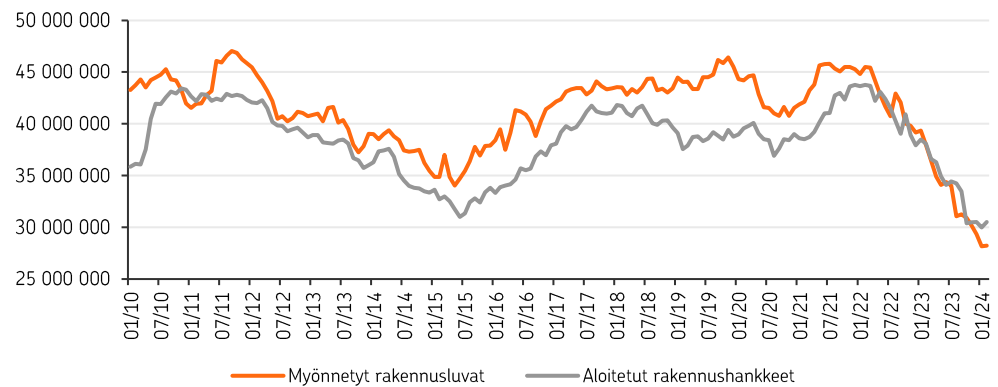
Rakennussektori on luonteeltaan syklisenä toimialana kärsinyt erityisen pahasti historiallisen nopeasti nousseesta korkotasosta. Selkein pudotus on nähty asuinrakentamisessa, jossa kiinteähintainen arvonlisäys laski viime vuonna 38 prosenttia vertailukaudesta. Kokonaisuudessaan rakentamisen arvonlisäys laski viime vuonna 11 prosenttia, ja näkymät käännteestä ovat toistaiseksi sumeat. Rakennusteollisuus RT:n kuluvaan kevään katsauksessa ennustetaan rakentamisen laskun jatkuvan kuluvaan vuonna 5 prosentin verran heikosta vertailukaudesta. Rakentamisen aktiviteetti on tällä hetkellä finanssikriisiäkin heikommallakin tasolla. Ensi vuodelle odotetaan kuitenkin jo maltillista 3 prosentin kasvua.

Infrarakentamisessa syklisyys on tyypillisesti vähäisempää, kun esimerkiksi julkinen sektori pyrkii elvyttämään taloutta heikon suhdanteen aikana muun muassa infrahankkeiden käynnistämisen avulla. Infrarakentamisen tasaisempi luonne tarjoaa myös KH-Koneille kysyntätukea matalasuhdanteiden aikana.

Teknisen Kaupan Liiton ennusteet työkoneiden vuokramarkkinan osalta ovat hyvin samansuuntaiset Rakennusteollisuus RT:n rakennussektorin ennusteiden kanssa. Kuluvaan vuoden huhtikuussa liitto arvioi konevuokrauksen supistuvan kuluvaan vuonna 1 prosentin verran, mutta ensi vuonna markkinalle ennakoidaan selkeää käännettä ja 6 prosentin kasvua.

Rakennussektorin aktiviteetti on romahtanut korkojen nousun myötä

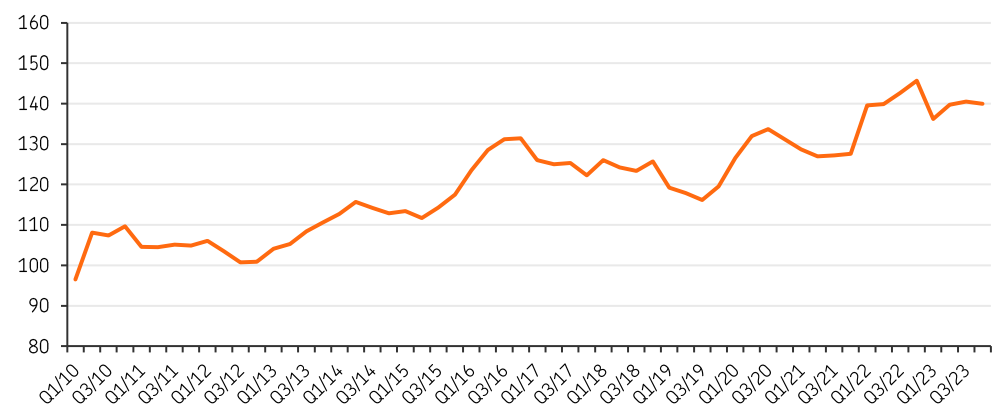
Myönnetyt rakennusluvut ja aloitetut rakennushankkeet, liukuva vuosisumma (m3)



Lähde: Tilastokeskus, OP Markets

Infrarakentaminen tarjoaa KH-Koneille kysyntätukea heikoissa markkinasykleissä

Maa- ja vesirakentamisen investointien trendi, viitevuosi 2015 (mrd. euroa)



Lähde: Rakennusteollisuus RT, OP Markets

**Rakennusteollisuus RT
ennustaa rakentamisen
kääntyvän ensi vuonna
maltilliseen kasvuun**

Rakentamisen näkökulma (kevät 2024)

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Asunnot	10,5 %	7,9 %	-38,0 %	-22,0 %	12,0 %
Muu kuin asuinrakentaminen	1,2 %	1,1 %	-5,4 %	1,2 %	-0,4 %
Korjausrakentaminen	4,8 %	3,1 %	-4,0 %	-1,0 %	1,0 %
Maa- ja vesirakentaminen	-1,5 %	-1,4 %	-5,0 %	-2,0 %	2,0 %
Rakentaminen yhteensä*	9,6 %	3,4 %	-11,0 %	-5,0 %	3,0 %

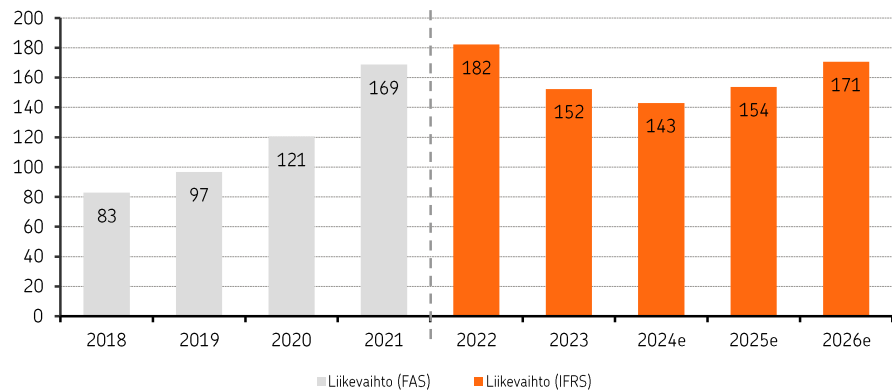
Lähde: Tilastokeskus, RT ennuste

*kiinteähintainen arvonlisäys

Liikevaihto- ja tulosenusteet

Odotamme KH-Koneiden kärsivän rakentamisen heikosta syklistä kuluvan vuoden aikana. Arvioimme toimintaympäristön paranevan asteittain vuoden loppua kohti ja tämän myötä odotamme kysynnän piristyvän hieman H2/24 aikana. Ennustamme vuoden 2024 liikevaihdon jäävän kuitenkin viime vuotta selkeästi matalammaksi 143 milj. euroon. Vuosille 2025-2026 ennustamme 154 ja 171 milj. euron liikevaihtoa, mikä vastaa noin 10 prosentin liikevaihdon vuosittaista kasvua rakentamisen syklin elpessä.

KH-Koneet, liikevaihto (milj. euroa)

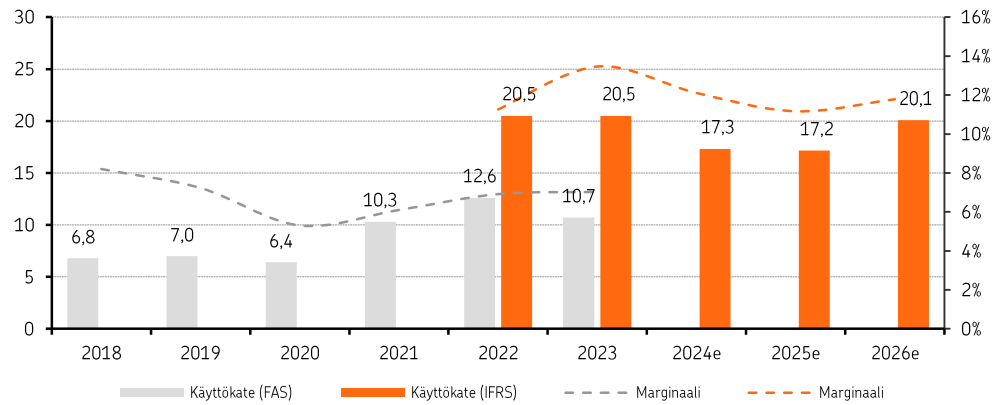


Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja

Yllä esitetyt vuosien 2018-2021 liikevaihtoluvut perustuvat KH-Koneet Group Oy:n raportointiin liikevaihtotietoihin (FAS), joiden tarkoitus on kuvata liiketoiminnan historiallista laajuutta. Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia pro forma -tietoja, jotka ovat linjassa nykyisen raportointitavan kanssa.

KH-Koneet, käyttökate (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

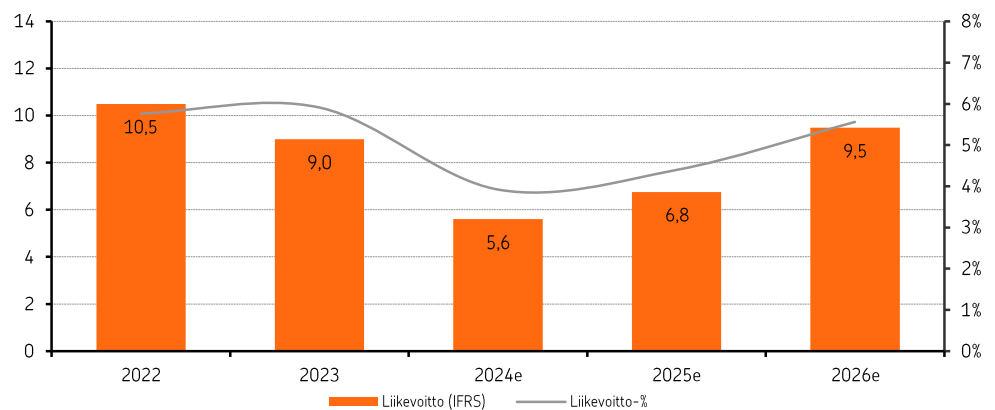
*Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja

Yllä esitetystä pro forma -käyttökatteesta on FAS:n mukaisiin lukuihin nähden peruttu vuokratulot, jotka IFRS:n mukaisessa kirjanpidossa esitetään osin käyttöoikeusomaisuudesta tehtävinä poistoina sekä osin liiketuloksen jälkeen rahoituskuluissa. Vuokratulujen poistamisen vaikutus oli yhtiön mukaan vuonna 2023 10,7 milj. euroa ja vuonna 2022 8,6 milj. euroa käyttökattetta nostava.

Odotamme käyttökatteen heikentyvän kuluvana vuonna 17,3 milj. euroon (2023: 20,5). Merkittävin selittäjä käyttökatteen laskulle on rakennussektorin heikkoudesta seuraava liikevaihdon lasku, ja ennustamme käyttökatteen palautuvan liikevaihdon mukana kasvu-uralle vuosina 2025-2026. Vuosien 2025 ja 2026 käyttökate-ennusteemme vastaavat noin 11-12 prosentin marginaalia.

Liikevoiton osalta kuluvan vuoden ennusteemme on 5,6 milj. euroa. Odotamme yhtiön kykenevän parantamaan liiketoiminnan kannattavuutta tulevina vuosina erityisesti Ruotsin ajamana, kun nopean laajentumisen jälkeen toimintamalleja kyetään yhtenäistämään ja operatiivista tehokkuutta parantamaan.

KH-Koneet, liikevoitto (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja

Indoor Group



Indoor Group on merkittävä toimija huonekalujen ja sisustustuotteiden vähittäiskaupassa ja sen omistamat Asko ja Sotka -ketjut ovat alan tunnetuimpia brändejä. Molemmilla ketjuilla on pitkät perinteet Suomen kodinsisustusmarkkinalla. Sotka on toiminut alalla jo 65 vuotta, ja Askon juuret ylettyvät aina vuoteen 1918 asti. Yhtiön liiketoimintaan kuuluu myös Lahdessa sijaitseva huonekalutehdas Insofa, jolla on pitkät perinteet olohuoneiden verhoiltujen kalusteiden sekä patjojen valmistuksessa. Indoor tuli osaksi KH Groupia vuonna 2017, kun silloinen Sievi Capital hankki yhtiön enemmistöosuuden Keskolta. Velaton kauppahinta (ilman IFRS 16 velkoja) oli 67 milj. euroa. Indoor työllistää kokonaisuudessaan noin 750 työntekijää.



SOTKA



Kuvien lähde: KH Group

Liiketoimintamalli sitoo normaalioloissa maltillisesti pääomaa

Asko ja Sotka omaavat vahvan markkina-aseman Suomessa. Askolla on Suomessa 36 myymälää, ja Sotka palvelee yhteensä 47 toimipisteessä. Tämän lisäksi molemmilla brändeillä on omat verkkokaupat, jotka ovat myymäläverkoston ohella tärkeä myyntikanava. Yhtiön liiketoimintamalli on hyvin suoraviivainen – pääosa kuluttajille myytävistä tuotteista ostetaan suoraan tavarantoimittajilta. Sekä Askon että Sotkan tuotteita valmistetaan myös Insofan tehtaalla, mikä mahdollistaa käsityksemme mukaan myös tuotteiden räätälöinnin asiakastarpeiden mukaisesti. Kokonaisuuteen nähden melko pieni, mutta hyvin kannattava osa liiketoimintaa on myös rahoituspalvelu, jota tarjotaan asiakkaille yhdessä rahoituskumppanin kanssa. Rahoitustuotteiden pääomat eivät sitoudu Indoorin taseeseen, vaan rahoituskumppani hyvittää Indoorille osan palvelun tuotoista.

Indoorin liiketoiminnassa varaston kierto on normaalioloissa käsityksemme mukaan varsin tehokasta. Tämän lisäksi kuluttajat maksavat hankintansa välittömästi ostopäätöksen yhteydessä, yhtiön saadessa maksuaikaa tavarantoimittajiltaan. Edellä mainittujen tekijöiden seurauksena huonekaluliiketoiminta sitookin melko maltillisesti pääomia.

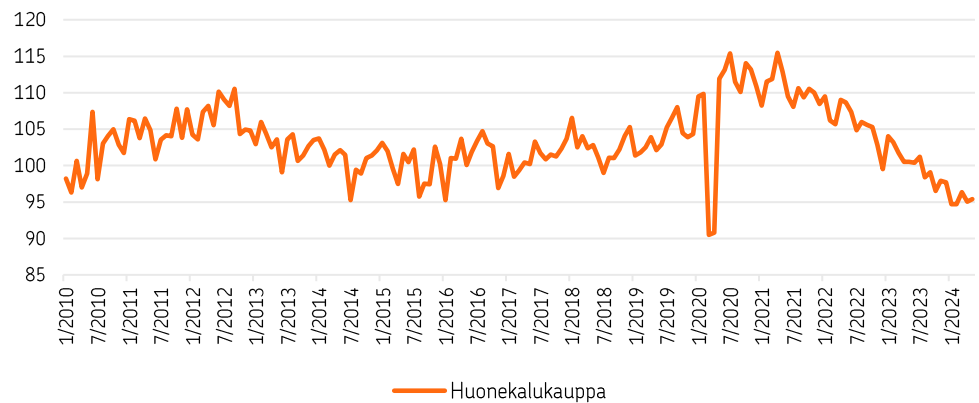
Yhtiö toimi aiemmin myös Virossa, mutta toiminnan alasajopäätöksestä tiedotettiin viime vuonna. Päätöksen taustalla oli käsityksemme mukaan hyvin kireä kilpailutilanne, jonka myötä liiketoiminta kannattavuus oli heikkoa. Yhtiö kertoi kuluvaan vuoden maaliskuussa saaneensa päätökseen Tallinnassa sijaitsevan kiinteistön myynnin, josta se nettosi noin 3,7 milj. euron myyntivoiton. Näkemyksemme mukaan päätös vetäytyä Viron markkinalta on perusteltu toiminnan oltua tappiollista jo pidempään. Voimavarat voidaan jatkossa keskittää liiketoiminnan kehittämiseen Suomessa.

Haastava toimintaympäristö on aiheuttanut painetta tuloksetekokyvylle

Huonekalujen ja kodin sisustustuotteiden markkinan kehitys mukailee näkemyksemme mukaan pitkällä aikavälillä bruttokansantuotteen kehitystä. Lyhyemmällä aikavälillä liikevaihdon kehitystä ohjaa myös esimerkiksi kuluttajien luottamus oman talouden näkyymiin, mikä heijastuu kodintuotteiden ostoaikeisiin. Huonekalukaupan toimintaympäristö on käänntynyt haastavaksi koronapandemian aikaisen kotoilubuumin ja sen aiheuttaman kodintuotteiden kysyntäpiikin jälkeen. Taloudellinen epävarmuus sekä nopeasti kohonneiden korkojen ja inflaation myötä heikentynyt kuluttajien ostovoima on heijastunut myös Indoorin tuotteiden kysyntään. Tämän lisäksi myös asuntomarkkinan ja uudisrakentamisen alakulo vaikuttaa huonekalukauppaan heikentävästi - asunnot vaihtuvat hitaasti eikä sisustustarpeita ole normaalissa mittakaavassa.

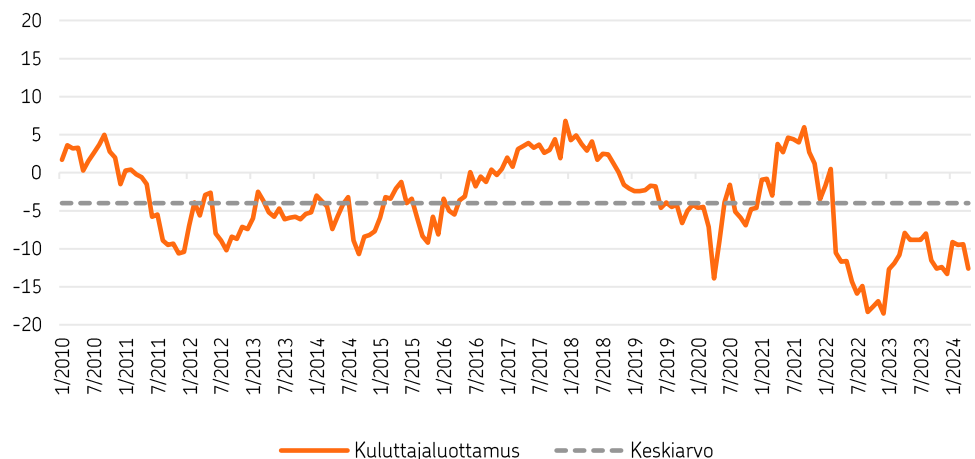
Haastava toimintaympäristö on aiheuttanut painetta Indoorin tuloksetekokyvylle ja erityisesti Askolle viimeiset vuodet ovat olleet haastavia. Sotka on puolestaan menestynyt yhtiön mukaan selkeästi paremmin. Arviomme mukaan Sotkan liiketoiminta on hieman defensivisempää tuotteiden alhaisempien hintojen vuoksi.

Huonekalukaupan liikevaihdon kehitys (2015=100)



Lähde: OP Markets, Erikoiskaupan liitto ETU ry, Tilastokeskus

Kuluttajaluottamus Suomessa (saldoluku)

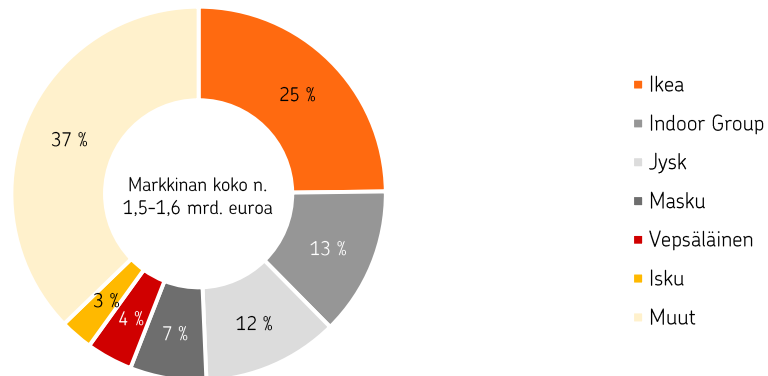


Lähde: OP Markets, Tilastokeskus

Indoor on Ikean jälkeen toiseksi suurin toimija Suomen markkinalla

Suomen huonekalu- ja sisustustuotteiden markkina on kooltaan arviomme mukaan noin 1,5–1,6 mrd. euroa vuodessa. Suurin toimija Suomen markkinalla on ruotsalaisjätti Ikea 25 % markkinaosuudellaan, jonka perässä tulevat Indoor (13 %) ja edullisiin tuotteisiin profiloitunut Jysk (12 %). Korkeamman hintapisteen tuotteita myyvien Vepsäläisen (4 %) ja Iskun (3 %) markkinaosuudet ovat selvästi kilpailukentän pienimmät. Edellä mainittujen suurimpien toimijoiden yhteenlaskettu markkinaosuus on laskelmiemme mukaan noin 63 % koko markkinasta.

Huonekalu- ja sisustuskaupan toimijoiden markkinaosuudet



Lähde: OP Markets, yhtiöiden tilinpäätökset

Strategia tähtää kannattavuuden palauttamiseen

Indoorin strategiset toimet kannattavuuden palauttamiseksi rakentuvat käsityksemme mukaan vahvasti molempien ketjujen brändimielikuvan vahvistamisen, verkkokaupan kehittämisen ja myymäläverkoston optimoinnin sekä toimintamallien hiomisen varaan. Arviomme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet palauttaa kannattavuus lähemmäs historiallisia tasoja (~5 % liikevoittomarginaali) edellyttäen, että strategiset toimenpiteet etenevät suunnitellusti ja että kuluttajakäyttäytyminen elpyy ja tarjoaa kysyntätukea tulevien vuosien aikana.

Brändimielikuvaa vahvistetaan

Asko tarjoaa laatu- ja tietoisille asiakkaille kilpailukykyisen tuotevalikoiman, joka on tunnettu kotimaisuudesta ja hyvästä hinta-laatusuhteesta. Sotka puolestaan keskittyy edullisemman hintapisteen tuotteisiin.

Indoor pyrkii kirkastamaan tätä brändimielikuvaa molempien ketjujen osalta, mutta tulkintamme mukaan tämä on keskeistä erityisesti Askon kohdalla. Huomattavat alennuskampanjat ovat olleet tyypillisiä edullisten ja keskihintaisten tuotteiden markkinoinnissa, mikä syö hintakilpailuun lähtevien toimijoiden marginaaleja. Käsityksemme mukaan Asko pyrkii irtautumaan tästä toimintamallista. Tulkintamme mukaan Indoor pyrkii jatkossa palvelemaan hintatietoisia asiakkaita Sotkan tuotetarjoomalla, kun taas Askoa tulitisiin ohjaamaan selkeämmin Iskun ja Vepsäläisen kaltaisten kilpailijoiden kanssa samalle pelikentälle, jossa arviomme mukaan keskeinen erottautumistekijä ei ole hinta, vaan tuotteiden sekä palvelun laatu. Brändien kirkastamisen onnistuessa, myös potentiaalisten asiakkaiden määrän pitäisi kasvaa eivätkä ketjut myöskään kilpailisi samoista asiakkaista.

Monikanavaisuus korostuu – myymäläverkoston uudelleenarviointi edessä

Verkkokaupan merkitys on vähittäiskaupalle ominaisesti kasvanut vuosien mittaan myös Indoorin kohdalla. Koronapandemian aikana verkkokaupan myynti lähti kasvuun, ja yhtiö kertoi pääomamarkkinapäivässään viime vuonna, että noin 15 prosenttia liikevaihdosta syntyy verkkokaupan kautta. Verkkokaupan roolia pyritään yhä kasvattamaan, ja yhtiön näkemyksen mukaan verkkokaupalla on potentiaalia saavuttaa jopa 25 prosentin osuus liikevaihdosta. Verkkokaupan myynnin kasvattamiseksi yhtiö panostaa käsityksemme mukaan erityisesti tuotevalikoiman sekä käyttäjäkokemuksen kehittämiseen. Käsityksemme mukaan suurin osa Indoorin lähitulevaisuuden investoinneista kohdistuu verkkokaupan kehitykseen.

Arviomme mukaan kivijalan rooli tulee kuitenkin säilymään tärkeänä myös tulevaisuudessa, sillä merkittävä osa kuluttajista haluaa jatkossakin tutustua tuotteisiin ja tehdä ostopäätöksensä paikan päällä.

Näemme kuitenkin Indoorin ja muiden alan toimijoiden kohdalla mahdollisena skenaariona, että tulevaisuudessa kivijalkaliikkeet muuntautuvat ainakin osittain nykyisistä suurehkoista myymälätiloista pienemmiksi showroom-tyylisiksi esittelyliikkeiksi. Tällaisessa mallissa myymälöiden valikoima olisi rajallisempi, ja varastointi sekä jakelu nojaisi suurempiin keskusvarastoihin. Viime vuonna Indoorin vuokrasopimuksista aiheutuneet vuokrasopimusvelkojen poistot olivat 18,6 milj. euroa ja niihin liittyvät korkokulut 1,9 milj. euroa. Näin ollen vuokratulujen osuus liikevaihdosta oli yli 10 %. Näkemyksemme mukaan yhtiön on jatkossa joko pystyttävä kasvattamaan liikevaihtoaan merkittävästi, tai vaihtoehtoisesti karsimaan myymäläverkoston vuokratuloja. Kysyntänäkymät sekä esimerkiksi Ikean erittäin vahva markkina-asema huomioiden, pidämme todennäköisempänä ratkaisuna myymäläverkoston optimointia sekä vuokrasopimusten uudelleen neuvottelua edullisemmin ehdoin.

Indoorilla olisi näin ollen edessään myymäläverkoston kriittinen arviointi, jonka myötä kannattamattomimmat sijainnit tulaisiin hyvin todennäköisesti lopettamaan. Käsitksemme mukaan erot parhaiden ja heikoimpien myymälöiden välisessä kannattavuudessa ovat huomattavat, mikä ei ole yllätys huomioiden esimerkiksi kaupungistumiskehitys sekä pienempien kuntien elinvoiman heikkeneminen, ja siitä aiheutuva potentiaalisen asiakaskunnan pieneneminen. Voimassa olevat vuokrasopimukset muodostavat kuitenkin myymäläverkoston optimoinnin toteuttamiselle rajoitteen, jonka myötä strateginen arviointi tulee todennäköisimmin tapahtumaan vaiheittain ja myymäläkohtaisesti vuokrauskausien lähestyessä loppuaan.

Kokonaisuutena arvioimme myymäläverkoston strategisen arvioinnin olevan keskeinen osa keinovalikoimaa yhtiön tuloksentelekyvyn parantamiseksi. Myymälöiden sulkemisella olisi, muut asiat ennallaan, liikevaihtoa laskeva vaikutus, ja suhteellisen kannattavuuden parantamisesta huolimatta absoluuttisen tulostason palautuminen historiallisille tasoille on näkemyksemme mukaan haastavaa. Myymäläverkoston supistuminen nostaa verkkokaupan merkitystä myyntikanavana entisestään.

Tehokkuutta uudella ERP-järjestelmällä ja toimintamallien hiomisella

Indoor pyrkii nykyisessä strategiassaan tulkintamme mukaan ketjujen aiempaa yhtenäisempään johtamiseen. Aiemmin Asko ja Sotka toimivat hyvin pitkälti erillisinä yhtiöinä ja tällä on ollut vaikutuksensa organisaatorakenteisiin, järjestelmiin sekä toimintatapoihin. Lisäksi Sotkan myymälät toimivat vielä 2020-luvun alkupuolella osittain franchising-mallilla, mutta Indoor lunasti viimeiset yrittäjät ulos vuonna 2022. Tämä on käsityksemme mukaan tuonut tehokkuushyötyjä Sotka-brändin sisällä.

Toiminnan tehostamisessa keskeisessä asemassa on kevään aikana käyttöön otettu uusi toiminnanohjausjärjestelmä (ERP). Uutta ERP-järjestelmää on kehitetty pitkään, ja järjestelmä otettiin ensin maaliskuussa Sotkassa ja myöhemmin toukokuussa Askossa. Hanke on yhtiön mukaan mahdollistanut liiketoiminnan prosessien huolellisen ja syvällisen läpikäynnin. Toiminnanohjausjärjestelmähankkeen tavoitteena on ollut tunnistaa parhaat käytännöt molempien brändien toiminnassa, ja ottaa ne käyttöön yhtenäisesti koko Indoorin tasolla.

Odotamme uuden toiminnanohjausjärjestelmän ja prosesseihin tehtyjen muutosten tukevan hankintaa, kustannustehokkuutta sekä parantavan johdon käytössä olevan tiedon laatua. Parhaimmillaan laadukkaampi data mahdollistaa asiakasymmärryksen kehittymisen, optimoidun hinnoittelun sekä tehokkaamman markkinoinnin. ERP-projektin suurin työ on nyt takana ja tämä mahdollistaa resurssien allokoimisen jatkossa kasvavassa määrin muihin kehityshankkeisiin. ERP-hankkeen valmistuminen tarkoittaa myös asteittain kulusäästöjä. ERP-kulut ovat olleet Q1/2022-Q1/2024 välillä keskimäärin 0,6 milj. euroa vuosineljänneksen aikana. Yhtiön mukaan kulut tulevat vähenemään vuoden 2024 jälkimmäiseltä puoliskolta alkaen, ja tulevat kulut liittyvät käsityksemme mukaan käyttöönottoon ja pienemmän mittakaavan jatkokehitykseen.

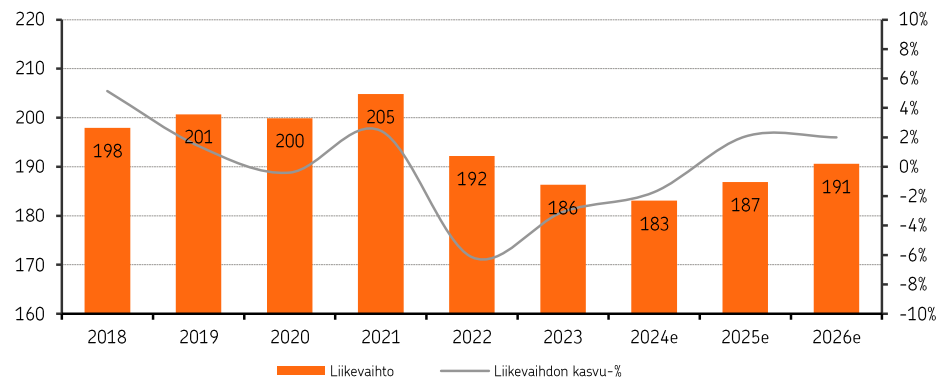
Liikevaihto- ja tulosennusteet

Indoorin liikevaihto on huonekalutoimialalle tyypillisesti syklistä. Yhtiön liikevaihto kääntyi voimakkaaseen laskuun vuonna 2022, kun koronapandemian aikainen kotoilutrendi alkoi laantua sekä korkojen nousu ja kohonnut inflaatio heikensivät kuluttajakysyntää entisestään.

Kotitalouksien ostovoiman heikkeneminen ja yleisen kuluttajaluottamuksen pehmeys vaikuttivat negatiivisesti liikevaihdon kehitykseen myös vuonna 2023.

Pehmeä kehitys jatkui myös kuluvan vuoden ensimmäisellä neljänneksellä ja odotamme toimintaympäristön jatkuvan haastavana ainakin loppuvuoden ajan. Korkeiden lasku tukee, odotetun mukaisesti toteutuessaan, kotitalouksien ostovoimaa loppuvuotta kohti, mutta ennustamme tästä huolimatta Indoorin kuluvan vuoden liikevaihdon laskevan lähihistorian alhaisimmaksi 183 milj. euroon. Ennakoimme liikevaihdon laskun pysähtyvän vuoden jälkimmäisellä puoliskolla, ja kääntyvän maltilliseen noin kahden prosentin keskimääräiseen kasvuun vuosina 2025–2026.

Indoor Group, liikevaihto (milj. euroa)

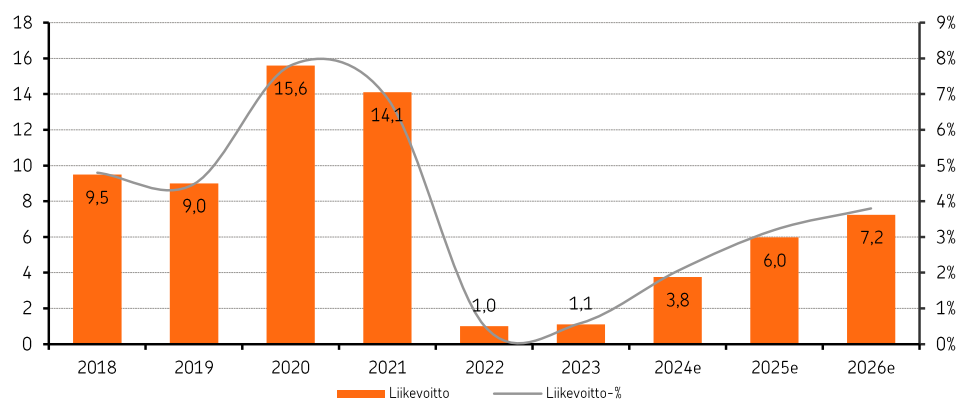


Lähde: OP Markets

Koronan aikainen kotoilubuumi näkyi Indoorin kannattavuudessa kodin sisustustuotteiden vahvan kysynnän tukemana ja vuosina 2020-2021 yhtiö ylsi keskimäärin yli 7 prosentin liikevoittomarginaaliin. Vuonna 2022 äkillisesti heikentynyt toimintaympäristö heijastui myös kannattavuuteen, kun tuotteiden rahti- ja hankintahinnat nousivat, ja samalla kysyntä alkoi rapistua. Arviomme mukaan terve, yli syklin kestävä keskimääräinen liikevoittomarginaali on Indoorin kohdalla noin 4,5 prosentin luokkaa.

Odotamme käyttöönotetun ERP-järjestelmäprojektin sekä sen aikana läpikäytyjen prosessien sekä parhaiden käytäntöjen tunnistamisen tukevan kannattavuuden palautumista asteittain. Ennustamme kuluvan vuoden liikevoiton kasvavan merkittävästi viime vuodesta, mutta jääden kuitenkin historiallisia tasoja matalammalle 3,8 milj. euroon. Odotamme vaiheittain piristyvän kuluttajakysynnän vaikuttavan myönteisesti kannattavuuskehitykseen vuosina 2025-2026. Marginaalien selkeämpi vahvistuminen vaatisi arviomme mukaan liikevaihdon merkittävää kasvua tulevana vuosina, tai vaihtoehtoisesti onnistumisia esimerkiksi toimitilojen vuokratasojen uudelleen neuvotteluissa edullisemmille tasoille.

Indoor Group, liikevoitto (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

Nordic Rescue Group



Nordic Rescue Group (NRG) on johtava pohjoismainen pelastusajoneuvojen toimittaja, joka toimii Suomessa Saurus- ja Ruotsissa Sala Brand -brändeillä. NRG:n liiketoiminta rakentuu pelastusajoneuvojen suunnittelun ja valmistuksen ympärille. NRG:llä on toimistot Suomessa, Pohjoismaissa sekä Kiinassa.

Yhtiö muodostui alkuvuodesta 2020, kun silloinen Sievi Capital ja Tesi ostivat Saurus Oy:n ja Vema Lift Oy:n Kiirokori-konsernilta. Toiminta laajeni Sala Brand -yritysoston myötä Ruotsiin vuonna 2021. Nykyinen rakenne sai muotonsa, kun pelastusnostimiin erikoistunut Vema Lift asetettiin konkurssiin vuonna 2022. Konkurssin taustalla merkittävin tekijä oli yhtiön mukaan Kiinan viennin tyrehtyminen, mikä yhdistettynä komponenttipulaan ja inflaation myötä kohonneisiin kustannuksiin ajoi Vema Liftin ahdinkoon.

Sauruksella on pitkät perinteet pelastusajoneuvojen toimittajana. Yhtiö perustettiin vuonna 1982 Jyväskylässä, ja se on toimittanut lähes 2 000 pelastusajoneuvoa Suomeen sekä ulkomaille. Tällä hetkellä Saurus työllistää 60 henkilöä sekä merkittävän määrän alihankkijoita. Yhtiön tuotantotilat sijaitsevat Säynätsalossa. Käsityksemme mukaan yhtiö hyödyntää tuotannossaan myös ulkopuolisia kumppaneita.

Sala Brand keskittyy pelastusalan lisäksi palvelemaan teollisuuden ja lentokenttien toimijoita. Vuonna 1995 perustettu yhtiö on toimittanut historiansa aikana 1 325 pelastusajoneuvoa asiakkailleen. Yhtiön tuotantolaitos Ruotsin Salassa mahdollistaa 50 ajoneuvon valmistamisen ja toimittamisen vuosittain.

Huoltopalvelut täydentävät monipuolista tuoteportfolioa

Nordic Rescue Group suunnittelee ja kokoonpanee pelastusajoneuvoja asiakkailleen Suomessa ja Ruotsissa. Myös ulkomaankauppa on tärkeä osa yhtiön liiketoimintaa, ja jatkossa arviomme mukaan merkittävin kasvun lähde. Yhtiön monipuolinen tuoteportfolio sisältää muun muassa sammutus-, säiliö-, raivausautoja. Autokaluston ohella tarjonta kattaa myös esimerkiksi operatiivisen pelastuskaluston, korkeapainesammutuslaitteiston sekä ylläpitojärjestelmät. NRG on käsityksemme mukaan vahva toimija erityisesti raskaissa pelastusajoneuvoissa.

Pelastusajoneuvojen alustat ostetaan ajoneuvovalmistajilta, jonka jälkeen ne räätälöidään asiakkaiden tarpeisiin. Käsityksemme mukaan suurin alustojen toimittaja on Scania, mutta myös muut tunnetut merkit ovat alustatoimittajien joukossa. Räätälöinti tehdään asiakkaan toiveiden perusteella ja esimerkiksi Suomessa ja Ruotsissa toimivilla pelastusviranomaisilla on erilaiset preferenssit. Myös maan sisällä eri alueiden pelastuslaitokset voivat painottaa toiveissaan erilaisia ominaisuuksia. Ajoneuvon runko rakennetaan alustan päälle ja ajoneuvoa täydennetään monenlaisilla erikoisvarusteilla, kuten pumpuilla, henkilönostimilla tai raivauskalustolla. Räätälöinnin tasoa kuvaa se, että NRG:n toimittamissa ajoneuvoissa on käsityksemme mukaan yhteensä tuhansia erilaisia komponentteja.

Yhtiön tuotteet eroavat Suomen ja Ruotsin markkinoilla varustelultaan ja ominaisuuksiltaan. Suomessa Sauruksen pelastusajoneuvojen runko on rakennettu teräksestä, joka on erittäin kestävä, mutta alumiinia raskaampi materiaali. Ajoneuvon sisälle mahtuu tämän vuoksi myös vähemmän kalustoa. Ruotsissa ajoneuvot ovat alumiinirunkoisia, jolloin ne ovat painovastaisesti keveämpiä ja varustelua mahtuu sisälle enemmän. Laitteet menevät tästä huolimatta pitkälti samoihin käyttötarkoituksiin ja materiaalien erot perustuvat käsityksemme mukaan pitkälti käyttäjien preferensseihin ja markkinastandardeihin. Suomessa Sauruksen tarjonta perustuu pitkälti omien mallien kokoonpanoon ja myyntiin. Ruotsissa Sala Brandin valikoimaa täydentävät eurooppalaisten Magiruksen (tikasautot) sekä Rosenbauerin (paloautokalusto) ajoneuvot ja merkkiedustuksilla on näin ollen Suomea merkittävämpi rooli.

Sauruksen tuotteet valmistetaan Säynätsalon tuotantolaitoksella. Valmistus on pitkälti käsityönä tehtävää kokoonpanoa valmiiden alustojen päälle. Yhtiö on panostanut toiminnan tehokkuuteen KH Groupin omistusaikana ja tuotantoon on haettu esimerkiksi LEAN-periaatteiden mukaista teollista tehokkuutta. Sala Brandin toimitilat sijaitsevat Salan kaupungissa Ruotsissa, jossa toiminta on tulkintamme mukaan hyvin samantyyppistä kuin Suomessa.

NRG tarjoaa asiakkailleen myös kattavat huolto- ja ylläpitopalvelut sekä omien toimipisteiden että kumppaniverkoston kautta. Huoltopalveluiden kannattavan ylläpidon edellytykset paranevat, kun

kentällä on suurempi määrä yhtiön toimittamia ajoneuvoja. Ajoneuvoja on huollettava säännöllisesti, ja lisäksi niille on suoritettava lakisääteinen katsastus. Huoltotarve kohdistuu niin alustaan kuin pelastuskalustoon. Pelastustehtävissä sekä muissa kolaritilanteissa syntyvät vahingot on korjattava. Käsityksemme mukaan ajoneuvojen merkittävämmät huollot suoritetaan lähtökohtaisesti toimittajan toimesta, mikä tuo NRG:lle jatkuvaa liikevaihtoa myös toimitusten jälkeen. Ajan yli asiakkaille myyty kalusto tuo toisteista liikevaihtoa huollon lisäksi myös kaluston säännöllisten uusimisten kautta.

Huoltopalveluihin on panostettu merkittävästi, ja yhtiö on avannut uudet huoltohallit sekä Suomessa että Ruotsissa. Käsityksemme mukaan huoltohalleissa riittää kapasiteettia, jonka myötä huoltopalveluiden tarjonnalle ei pitäisi syntyä rajoitetta edes ajoneuvotoimitusten merkittävän kasvun seurauksena.

Esimerkkejä Sauruksen ajoneuvoista

Sammutusautot



Säiliöautot



Säiliösammutusautot



Raivausautot



Kevytyksiköt



Erikoisautot



Esimerkkejä Sala Brandin ajoneuvoista

Sammutusautot



Säiliöautot



Koukkulava-autot



Erikoisautot



Magirus-tikasautot (merkkiedustus)



Rosenbauer-sammutusautot (merkkiedustus)



Markkina kasvaa tasaisesti kaupungistumisen vetämänä

Pelastusajoneuvojen globaali markkina on yhtiön esittämien arvioiden mukaan kooltaan noin 4,3 mrd. euroa, mikä vastaa noin 21 000 ajoneuvoa vuositasolla. Historiallisesti markkinakasvu on ollut yli 5 prosentin luokkaa, ja yhtiön arvioiden mukaan globaalilla tasolla vastaavaa kasvuvauhtia voidaan odottaa myös tulevaisuudessa. Kasvumarkkinoita ovat muun muassa Kiina ja Lähi-itä, joissa kysyntää kasvattavat kaupungistuminen sekä yleinen infrastruktuurin kehitys.

Markkinan kasvua tukee kaupungistuminen, kun kaupunkien kasvaessa myös pelastustehtävät lisääntyvät, ja sitä myötä tarvittavan kaluston määrä kasvaa. Kaupungistumiskehityksen näkökulmasta on realistista olettaa, että kasvunäkymät ovat parhaat maissa, joissa väestönkasvu on voimakkainta. Käänteisesti tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi Suomessa ja muissa läntisissä maissa, joissa väestönkehityksen trendi on jopa laskeva, on myös kysyntä huomattavasti globaalin kasvuennusteen alapuolella ja näin ollen lähempänä bruttokansantuotteen kehitystä ja 2–3 prosentin tasoa.

Saurus selkeä markkinajohtaja Suomessa, Sala Brand johtavia toimijoita Ruotsissa

NRG:n selkeä vahvuus on näkemyksemme mukaan vuosien mittaan muovautuneet erittäin tunnetut ja luotetut brändit. Tämän lisäksi yhtiöllä on tulkintamme mukaan myös vakaat ja luottamukselliset suhteet keskeisiin asiakkaisiin. Ulkomaankaupassa, erityisesti Aasian markkinoilla, yhtiön tuotteet erottautuvat paikallisista kilpailijoista arviomme mukaan ajoneuvojen korkealaatuisuuden ansiosta.

Suomessa Sauruksen kilpailuasema on erittäin vahva. Saurus kokoonpanee ja myy vuosittain yli 50 ajoneuvoa. Yhtiön markkinaosuus on käsityksemme mukaan Suomessa yli 90 prosenttia raskaiden pelastusajoneuvojen kohdalla. Ruotsissa myydyin kaluston määrä on samaa suuruusluokkaa kuin Suomessa, mutta markkinaosuus on käsityksemme mukaan selkeästi pienempi.

Uusille markkinoille laajentuminen on haastavaa useammasta syystä. Asiakkaat käyttävät mieluummin tuttuja merkkejä ja laitteistoa, jonka lisäksi onnistunut laajentuminen uudelle markkinalle vaatii myös merkittäviä referenssejä. Tämä suojaa NRG:tä kilpailulta Pohjoismaissa, mutta toisaalta yhtiö kohtaa samanlaisia haasteita vientitoiminnassaan. Tämän lisäksi maakohtaiset standardit heikentävät maantieteellisen laajentumisen houkuttelevuutta, sillä esimerkiksi muualta Euroopasta Suomen ja Ruotsin markkinoille etabloituminen vaatisi huomattavia modifikaatioita tuotteisiin.

Vuosien varrella Sauruksen valmistamasta kalustosta noin 20 prosenttia (~400 ajoneuvoa) on viety ulkomaille, mikä on näkemyksemme mukaan osoitus ajoneuvojen korkeasta laadusta ja kilpailukyvyistä. Yhtiö omaa arviomme mukaan merkittävää potentiaalia kasvattaa liikevaihtoaan kansainvälisillä markkinoilla. Sauruksen pelastuskalustoa on toimitettu merkittäviä määriä esimerkiksi Kiinaan ja Unkariin. Yhtiön mukaan viimeisen vuoden aikana keskusteluja on käyty Keski- ja Etelä-Amerikassa sijaitsevien asiakkaiden kanssa. Sala Brandin valmistamat ajoneuvot ovat puolestaan käsityksemme mukaan toimitettu historian saatossa pitkälti Ruotsin kotimarkkinalle, mutta arviomme mukaan kansainvälinen laajentuminen ei ole Sala Brandin kohdallakaan mahdoton skenaario.

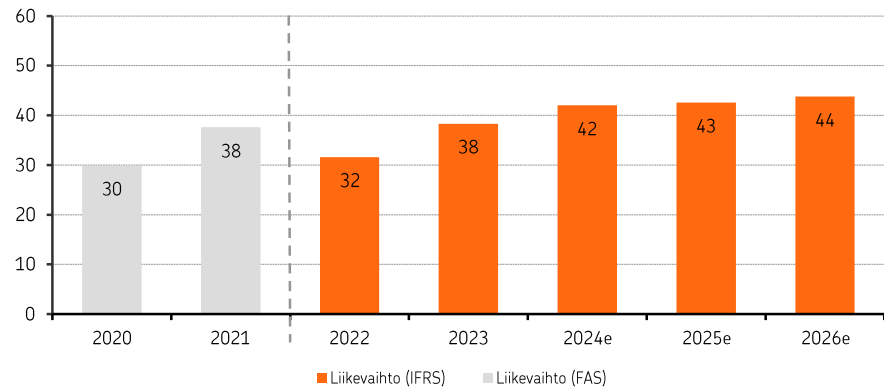
Liikevaihto- ja tulosenusteet

Vuosi 2023 oli NRG:lle vahvan kasvun vuosi. Yhtiön vertailukelpoinen liikevaihto kasvoi 21 prosenttia edellisvuodesta. Kasvua tukivat vuoden aikana kotimarkkinoilla Suomessa ja Ruotsissa julkisen sektorin aktiivisena jatkuneet pelastusajoneuvojen hankinnat, joiden lisäksi huoltosopimukset toivat vakaata liikevaihtoa. Tappiollisen Vema Liftin jäätyä pois yhtiön raportoiduista luvuista, osoitti NRG kannattavuuspotentiaaliaan vuonna 2023: Liikevoitto nousi 1,9 milj. euroon, mikä vastaa historiaan peilaten erinomaista 5 prosentin marginaalitasoa.

Näkymät vuodelle 2024 ovat hyvät, sillä yhtiön mukaan kuluvan vuoden tuotantokapasiteetti on sekä Sauruksen että Sala Brandin osalta myyty loppuun. Vahva tilauskanta antaa näkemyksemme mukaan hyvän selkänojan keskittyä operatiivisen toiminnan kehittämiseen, mikä tukee hyvän vireen jatkumista tulevina vuosina.

Odotamme liikevaihdon kasvavan viime vuodesta vahvan alkuvuoden ja hyvän tilausnäkömän ajamana huomattavasti 42 milj. euroon. Vuosina 2025–2026 ennustamme kasvun maltillistuvan mukailemaan arvioimamme markkinakasvun tahtia, keskimäärin 2 prosenttia vuodessa. Odotamme liikevoittomarginaalin vakiintuvan ennustejaksollamme noin 5 prosentin tasolle. Kuluvalla vuodelle ennustamme 2,2 milj. euron liikevoittoa.

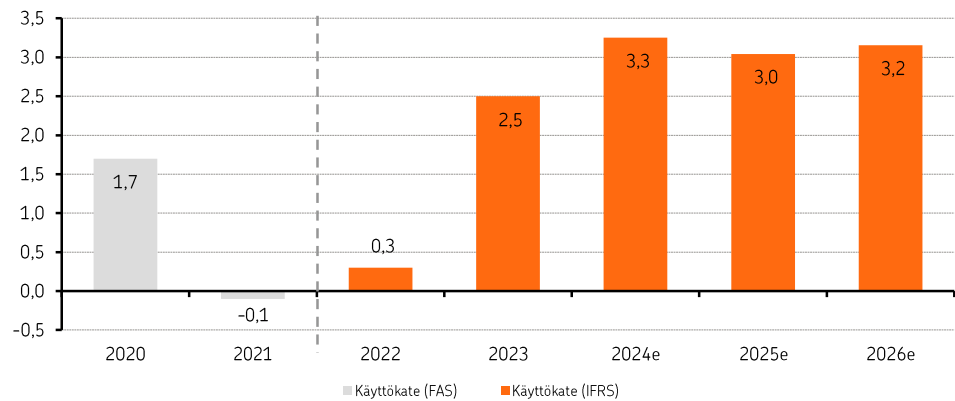
Nordic Rescue Group, liikevaihto (milj. euroa)*



Lähde: OP Markets

*Vuosien 2020-2021 luvut sisältävät vuonna 2022 konkurssiin menneen Verna Lift Oyn osuuden

Nordic Rescue Group, käyttökate (milj. euroa)

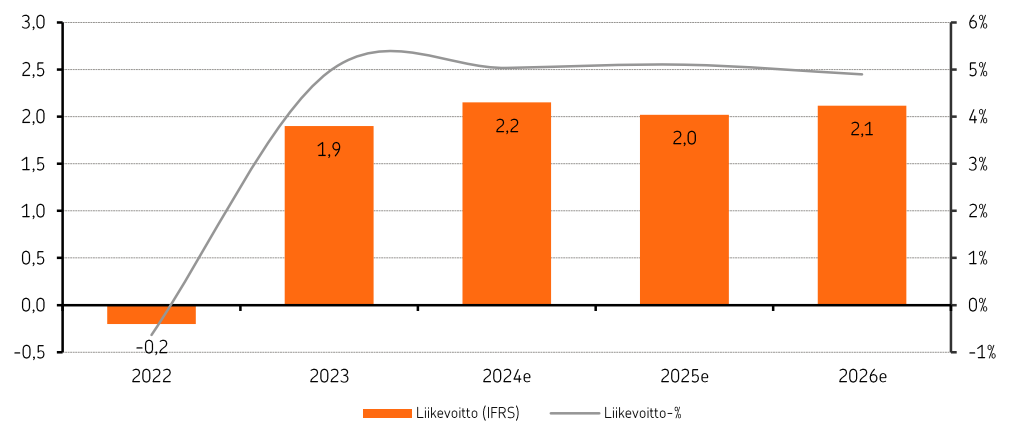


Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja

Yllä esitetty FAS-mukainen käyttökate sisältää NRG:n vuokratulut. Vuokratulut olivat vuosina 2022-2023 pro forma -taloudellisten tietojen täsmäytyslaskelmien perusteella 0,5 milj. euroa vuodessa.

Nordic Rescue Group, liikevoitto (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja



HTJ

KH Groupin neljäs tytäryhtiö on rakennuttajakonsulttiyhtiö HTJ. Yhtiön palveluportfolio sisältää rakennuttamisen, työmaavalvonnan, energia- ja ympäristökonsultoinnin sekä projektinjohdon asiantuntijapalveluita. HTJ on alallaan merkittävä toimija Suomen markkinalla. Vuonna 1999 perustetun yhtiön päätoimipiste sijaitsee Vantaalla, jonka lisäksi yhtiöllä on toimipisteet Hämeenlinnassa, Kuopiossa, Oulussa, Rovaniemellä, Seinäjoella, Tampereella sekä Turussa. HTJ työllistää yli 200 rakennuttamisen asiantuntijaa.

HTJ tuli osaksi KH Groupia, kun silloinen Sievi Capital hankki enemmistöosuuden HTJ:stä vuonna 2021 noin 13,8 milj. euron velattomalla kauppahinnalla. Vuoden 2020 tuloslukuihin suhteutettuna kauppa oli tulkintamme mukaan KH Groupin näkökulmasta edullinen (~6,7x EV/EBIT).

Projektinjohdon ja valvontaan erikoistunut konsulttitalo

HTJ:n liiketoiminnan kivijalka muodostuu monipuolisten rakennuttamis-, valvonta- ja projektinjohdopalveluiden ympärille. Yhtiön strategian keskiössä on liiketoiminnan kasvun ja kehittämisen jatkaminen. Keinovalikoimaan kuuluu käsityksemme mukaan rekrytointiin panostaminen sekä potentiaalisten yritysostokohteiden kartoitus. Liiketoiminta on asiantuntijaorganisaatiolle tyypillisesti hyvin pääomakevyttä, jossa merkittävimmät investointitarpeet kohdistuvat tyypillisesti järjestelmiin sekä kasvun myötä uusiin työntekijöihin. Lisäksi konsulttiyhtiöiden liiketoimintamallille on ominaista negatiivinen käyttöpääoma ja vahva kassavirtaprofiili.

HTJ:n projektien keskikoko vaihtelee huomattavasti muutamista kymmenistä tuhansista euroista useisiin miljooniin euroihin. Yhtiön asiakassegmenteistä tärkeimmät ovat infrarakentaminen sekä julkisen sektorin toimitilat, jotka muodostavat yli 60 prosenttia liikevaihdosta. Esimerkiksi kunnat ja kaupungit ovat käsityksemme mukaan tärkeitä asiakkaita, tuoden liiketoimintaan tervetullutta jatkuvuutta.

Yhtiön merkittävimpiin referensseihin kuuluu muun muassa Helsingin kaupungin Kruunusillat-hankkeen valvontarooli, joka tuo liikevaihtoa usean vuoden ajan. Muita merkittäviä referenssejä ovat muun muassa Kiasman peruskorjauksen rakennuttajakonsultointi ja valvonta sekä Tampereen yliopistollisen sairaalan (TAYS) uudistushankkeen rakennuttamiseen ja valvontaan liittyvät tehtävät.

Kasvua yrityskaupoilla

Yhtiö on pystynyt kasvamaan kannattavasti viime vuosina kiitettävällä tahdilla, jota on tukenut organisaation tarkasteltuna erityisesti korkojen nousua edeltänyt rakentamisen korkeasuhdanne, mutta myös onnistuneet rekrytoinnit. Henkilöstövetoisessa liiketoiminnassa kasvuvauhdin ylläpitäminen vaatii investointeja kapasiteettiin rekrytointien muodossa.

HTJ on laajentanut liiketoimintaansa viime vuosina myös yritysjärjestelyjen avulla. Yhtiö hankki vuonna 2022 infra- ja teollisuusrakentamisen parissa toimivan Infrapin, joka toimii valtakunnallisesti Helsingistä Rovaniemelle asti. Toinen yritysjärjestely toteutettiin viime vuonna, kun HTJ hankki talonrakennuksen palveluihin erikoistuneen FinestCon Oy:n liiketoiminnan. FinestCon on rakennuttamis-, valvonta- ja projektinjohdotehtäviin erikoistunut asiantuntijayritys, jonka toiminta painottuu Jyväskylän ja Kuopion alueille. Yhtiö palvelee sekä yksityisen että julkisen sektorin asiakkaita pääsääntöisesti talonrakennushankkeissa, joiden lisäksi se on ollut osallisena myös merkittävässä tuulivoimalahankkeissa.

HTJ:n asiakaskunta kattaa merkittäviä toimijoita yksityiseltä ja julkiselta sektorilta



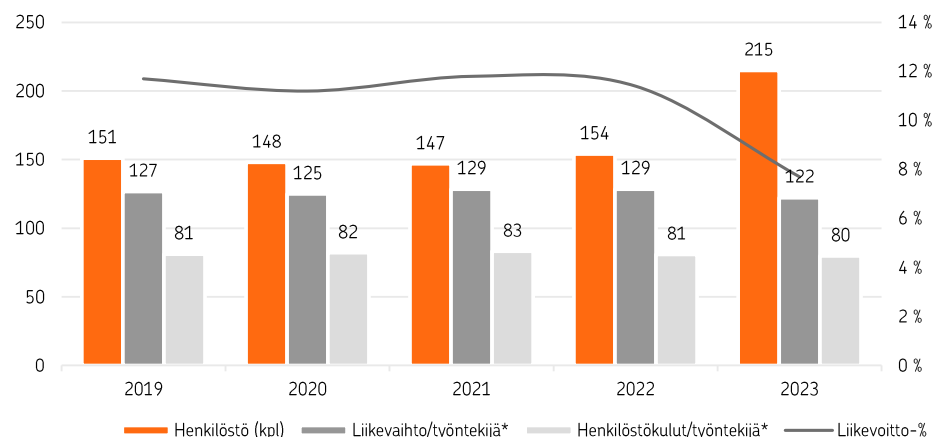
Käyttöaste on keskeinen tehokkuuden mittari sekä kannattavuuden lähde

HTJ:n kaltaisella asiantuntijaorganisaatiolla tehokkaan ja kannattavan liiketoiminnan perusedellytys on mahdollisimman korkea työntekijöiden käyttöaste, sillä henkilöstökustannukset muodostavat merkittävimmän osan kustannuksista. Vuosina 2019–2023 henkilöstökustannukset olivat keskimäärin 65 prosenttia liikevaihdosta.

Käyttöaste indikoi, kuinka suuren osan ajastaan konsultit käyttävät laskutettavaan työhön projektien ja palveluiden parissa. Tällä on suora yhteys kannattavuuteen sekä pääomien käytön tehokkuuteen. Käyttöasteisiin vaikuttaa yksilökohtaisten tekijöiden lisäksi esimerkiksi, kuinka paljon yhtiöllä on toistuvia mandaatteja pitkäaikaisilta asiakkailta, kuinka paljon myynnistä vastaavat henkilöt pystyvät generoimaan tarjouspyyntöjä uusilta potentiaalisilta asiakkailta, ja mikä on yhtiön kyvykyys voittaa toimeksiantoja tarjouskilpailuissa. Rekrytointien osalta on huomionarvoista, että tyypillisesti uuden työntekijän tuoma liikevaihto on alkuvaiheessa kokenutta asiantuntijaa selkeästi matalampi, jonka taustasyynä on perehtymiseen kuluva aika sekä osaamisen mukana kasvava kapasiteetti.

Tehokkuutta voidaan mitata esimerkiksi työntekijäkohtaisella liikevaihdolla, tai vaihtoehtoisesti laskutusasteella, joka kuvastaa kuinka suuri osa työajasta on käytetty laskutettavaan työhön. HTJ:n työntekijäkohtainen laskutus oli vuoteen 2023 lähdeäessä kehittynyt positiivisesti edeltävien vuosien aikana, mutta heikentyneen toimintaympäristön myötä työntekijäkohtainen liikevaihto heikkeni viime vuonna.

Liikevaihto per työntekijä ja kannattavuus



Lähde: OP Markets, HTJ:n tilinpäätökset (FAS)

*Tuhatta euroa

Rakentamisen pehmeys näkyy kiristyvänä kilpailuna

HTJ ei käsityksemme mukaan toimi merkittävässä määrin asuinrakentamisen projekteissa, jonka myötä se ei ole kärsinyt asuntomarkkinan pysähtymisestä yhtä vakavasti kuin osa alan toimijoista. Käsityksemme mukaan yhtiöllä on myös useita pitkäkestoisia asiakkuuksia, mikä tarjoaa arviomme mukaan resilienssiä erityisesti heikemmän suhdanteen aikana. Yleinen

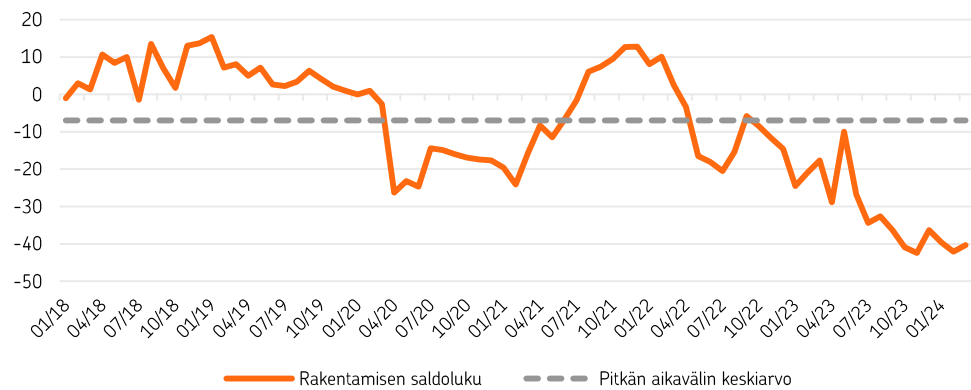
kiinteistömarkkinan pehmeys kuitenkin rasittaa näkemyksemme mukaan vähintään kuluvan vuoden ajan kaikkia toimialan yrityksiä eikä HTJ ole silmissämme tästä näkökulmasta poikkeus.

Rakennusteollisuus RT:n kuluvan kevään katsauksessa ennustetaan rakentamisen laskevan kuluvana vuonna 5 prosentin verran heikosta vertailukaudesta. Rakentamisen aktiviteetti on tällä hetkellä finanssikriisiäkin heikommallakin tasolla. Ensi vuodelle odotetaan jo maltillista 3 prosentin kasvua, jonka odotamme tukevan myös HTJ:n palveluiden kysyntää ja henkilöstön laskutusasteita.

Heikko rakentamisen sykli on kiristänyt toimialan kilpailua, mikä ilmenee muun muassa tarjouten hinnoittelutasoissa sekä normaalioloissa enemmän suunnittelurooleihin hakeutuvien kilpailijoiden siirtymisenä selkeämmin HTJ:n toiminta-alueille. HTJ:llä ei ole monista kilpailijoista poiketen lainkaan suunnittelutoimintaa, jonka myötä yhtiö ei joudu sisäisesti kilpailemaan, panostaako tarjouskilpailuissa suunnittelu- vai valvontaroolin voittamiseen. Tyypillisesti suuret kilpailijat - kuten Ramboll ja Sweco - ovat panostaneet kilpailutuksissa enemmän suunnitteluroolien voittamiseen, jotka ovat euromääräisesti rakennuttamista ja valvontaa suurempia.

Käsityksemme mukaan kaikki suuret insinööritoimistot ovat HTJ:n potentiaalisia kilpailijoita. Kilpailijoiden joukkoon kuuluvat arviomme mukaan muun muassa Sitowise, Ramboll, AFRY, Granlund ja Sweco, ja pienemmistä alan toimijoista A-Insinöörit ja Raksystems sekä infrapuolella Welado.

Rakentamisen luottamus Suomessa



Lähde: EK, OP Markets

HTJ toimii valvojana Helsingin kaupungin Kruunusillat-hankkeessa



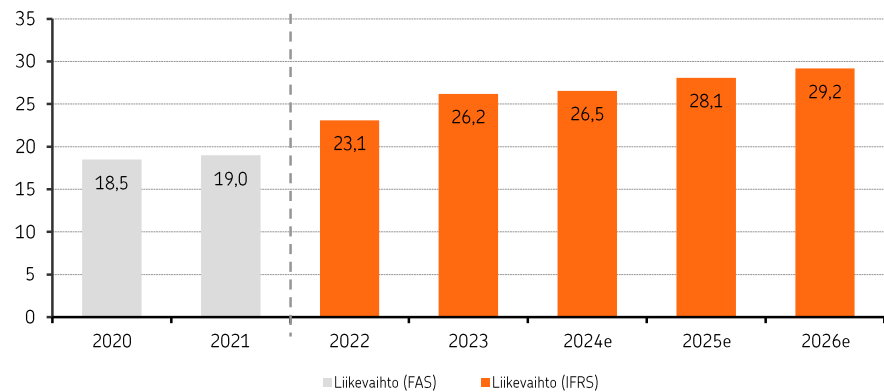
Kuvan lähde: Rakennuslehti

Liikevaihto- ja tulosenusteet

HTJ:n liikevaihto on onnistunut viime vuosina kasvattamaan liikevaihtoaan sekä organisaation avulla. Rakentamisen pehmeä sykli pysäyttää kuitenkin arviomme mukaan kasvun hetkellisesti ja odotamme liikevaihdon kasvavan kuluvaan vuonna vain marginaalisesti. Tulevina vuosina odotamme HTJ:n palaavan selkeämmin kasvu-uralle ja ennustamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 5 prosenttia vuosina 2025–2026.

Arvioimme liikevoiton laskevan kuluvaan vuonna suhteessa enemmän kuin liikevaihdon, laskutusasteen heikkenemisen sekä toisaalta kiristyvän kilpailun seurauksena. Ennustamme liikevoiton laskevan tänä vuonna 1,9 milj. euroon (2023: 3,2). Vuosille 2025–2026 ennustamme marginaalien vahvistuvan rakennussektorin aktiviteetin piristymisen ja laskutusasteiden nousun tukemana.

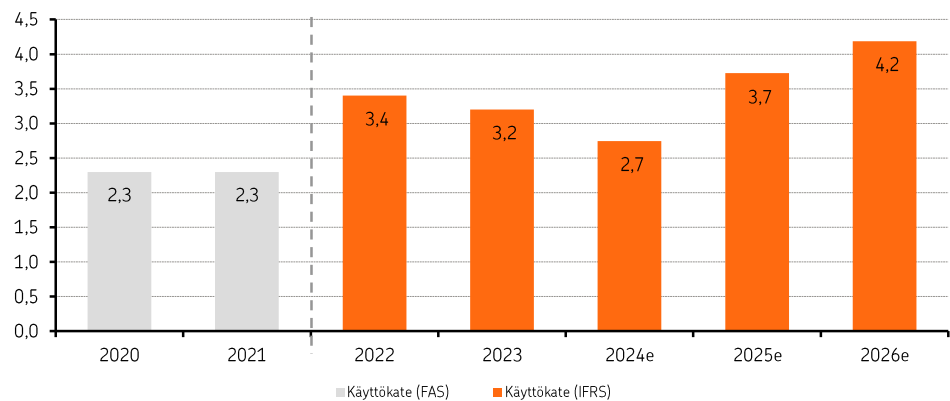
HTJ, liikevaihto (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022–2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja

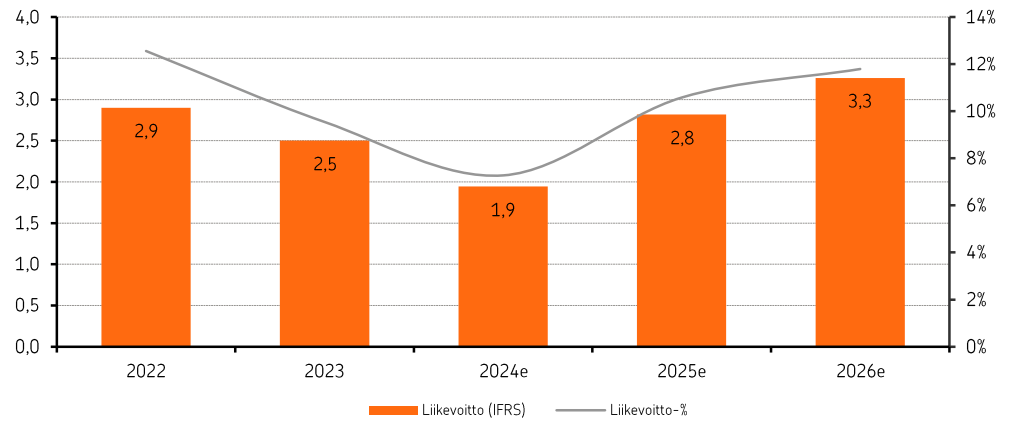
HTJ, käyttökate (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022–2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja

HTJ, liikevoitto (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja

KH Group



Taloudelliset tavoitteet

KH Groupilla ei ole konsernitasolla numeerisia taloudellisia tavoitteita. Vuoteen 2028 ulottuvalla strategiakaudellaan se pyrkii kuitenkin vahvistamaan tasettaan sekä laskemaan velkaantuneisuuttaan liiketoiminnan kassavirran sekä strategisten irtautumisten avulla.

Tulevien vuosien aikana KH Groupin on tarkoitus strategiassaan investoida kasvuun ja palata osingonmaksajaksi irtautumisten onnistuessa, mikäli tasetilanne ja rahoitussopimusten ehdot niin sallivat. Ennusteissamme emme toistaiseksi odota osingonjakoa, potentiaalisten irtautumisten ajankohtiin liittyvän epävarmuuden vuoksi.

Ohjeistus ja näkymät

KH Group antoi tulosvaroituksen Q1-tuloksen alla 30. huhtikuuta. Yhtiön vuoden 2023 tilinpäätöksen yhteydessä antamaa ohjeistusta laskettiin liikevoiton osalta alaspäin. KH Group arvioi kuluvaan vuoden liikevaihdon asettuvan 400–420 milj. euron haarukkaan, ja liikevoiton olevan 12–16 milj. euroa sisältäen Viron kiinteistökaupasta kirjatun 3,7 milj. euron liikevoiton. Aiempi ohjeistus oli liikevaihdon osalta identtinen, mutta liikevoitto-ohjeistus oli ennen tulosvaroitusta 14–16 milj. euroa ilman Viron kiinteistön myyntivoittoa. Kiinteistökaupan vaikutuksesta oikaistuna liikevoitto-ohjeistuksen alalaita laski näin ollen 5,7 milj. eurolla.

Ohjeistuksen laskun taustalla oli Indoor Groupin ja KH-Koneiden ennakoitua alhaisempi liikevaihto ja liikevoitto pääosin vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. Yleinen markkinoiden epävarmuus, Suomessa toteutuneet poliittiset lakot ja Indoor Groupin uuden ERP-järjestelmän käyttöönotto vaikuttivat heikentävästi KH Groupin liikevaihtoon ja liikevoittoon alkuvuoden aikana.

Yhtiön kuluvaan vuoden alkuvuosi jäi heikoksi. Yhtiön liikevaihto laski Q1:llä 16 prosenttia vertailukaudesta 84,2 milj. euroon. Liikevoitto kääntyi heikossa toimintaympäristössä poikkeuksellisesti -0,7 milj. euroa pakkasen puolelle siitä huolimatta, että Viron kiinteistön myynti tuki tulosta 3,7 milj. eurolla. Segmenteistä ainoastaan NRG:n ensimmäinen neljännes sujui positiivisella nuotilla. Heikon alkuvuoden jälkeen ohjeistukseen yltämiseen kohdistuu näkemyksemme mukaan painetta. Kuluvaan vuoden ennustemme ovat sekä liikevaihdon että liikevoiton osalta hieman ohjeistuksen alalaitaa alhaisemmat.

Toimitusjohtajan vaihdos edessä

KH Group tiedotti 14. toukokuuta yhtiön toimitusjohtaja Lauri Veijalaisen jättävän tehtävänsä yhtiön toimitusjohtajana. Yhtiö kertoi samalla aloittavansa uuden toimitusjohtajan rekrytoinnin välittömästi. Veijalainen jatkaa edelleen Indoor Groupin toimitusjohtajana ja hän toimii myös KH Groupin toimitusjohtajana enintään kuuden kuukauden, ennen kuin hänen seuraajansa aloittaa tehtävässä. Muutoksella pyritään yhtiön mukaan selkeyttämään konsernin hallintomallia sekä mahdollistetaan Veijalaisen ajankäytön keskittäminen täysimääräisesti Indoorin toimitusjohtajan tehtävään.

Konsernin tulossennusteet

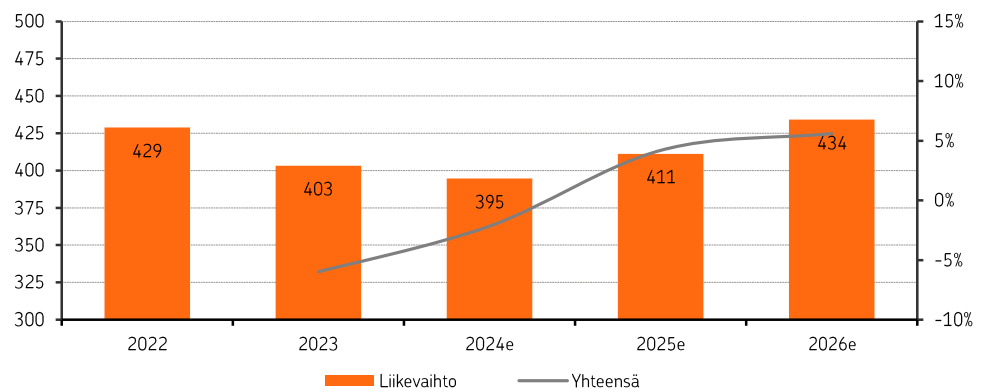
Liikevaihto

KH Groupin tulos muodostuu tytäryhtiökohtaisista tuloksista, joita täydentää käytännössä kaikki konsernin kulut sisältävä Kohdistamattomat-segmentti. Konsernilla ei ole ollut liikevaihtoa aikavälillä Q1/2022-Q1/2024.

Olemme edellisissä osioissa kuvanneet tytäryhtiökohtaiset liikevaihtoennusteemme. Liiketoiminta-kohtaisten ennusteidemme kautta odotamme KH Group -konsernin liikevaihdon olevan kuluvaan vuonna 395 milj. euroa, mikä alittaa hieman yhtiön ohjeistushaarukan alalaidan. Arvioimme rakentamisen heikon suhdanteen ja kuluttajakäyttäytymiseen liittyvän epävarmuuden vaikuttavan negatiivisesti erityisesti KH-Koneiden ja Indoorin liikevaihdon kehitykseen kuluvaan vuoden aikana. Nordic Rescue Groupin kohdalla odotamme hyvien tilausnäkymien vauhdittavan liikevaihdon vahvaan 10 prosentin kasvuun kuluvaan vuoden aikana. HTJ:lle ennustamme maltillista 1 prosentin kasvua.

Vuosina 2025–2026 odotamme konsernin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 5 prosenttia vuodessa. Kasvun tärkeimpänä ajurina toimii KH-Koneet, jonka liikevaihdon odotamme kasvavan keskimäärin 9 prosentin vauhdilla kuluvaan vuoden jälkeen ennustejakson ajan.

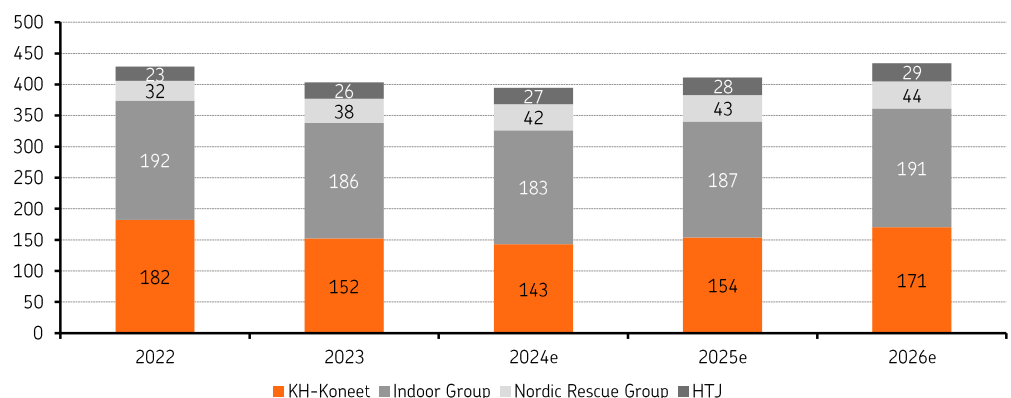
Liikevaihto (milj. euroa) ja liikevaihdon kasvu-%



Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja. Vuodelta 2021 tietoja ei ole saatavilla.

Liikevaihto segmenteittäin (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

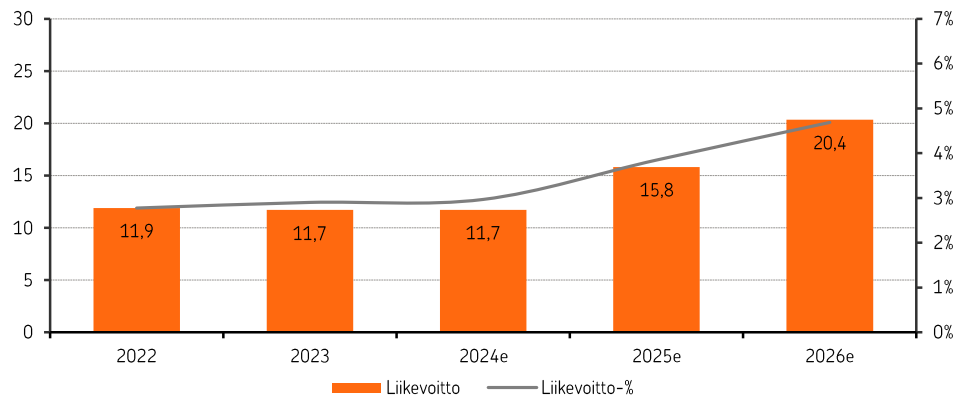
*Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja

Kannattavuus

KH Groupin liikevoitto muodostuu liikevaihdon tavoin tytäryhtiökohtaisista tuloksista. Tämän lisäksi konsernin kulut vaikuttavat liikevoittoon laskevasti. Ennustamme konsernin kulujen asettuvan tulevina vuosina noin 1,8 milj. euron tasolle. Arviomme mukaan mahdolliset irtautumiset tulisivat pienentämään konsernitason kuluja.

Ennustamme kuluvan vuoden liikevoiton asettuvan 11,7 milj. euroon. Odotamme konsernin liikevoiton kasvavan merkittävästi ennustejaksomme aikana, saavuttaen 20,4 milj. euron liikevoiton vuonna 2026.

Liikevoitto (milj. euroa) ja liikevoitto-%



Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022-2023 luvut ovat yhtiön julkaisemia Pro forma -tietoja.

Rahoituskulut ja verot

KH Group -konsernin rahoituskulut olivat vuosina 2022 7,6 milj. euroa. Vuonna 2023 rahoituskulut kasvoivat merkittävästi 12,5 milj. euroon.

Odotamme rahoituskulujen laskevan hienoisesti tulevina vuosina. Ennustemme perustuu markkinakorkojen odotettuun laskuun sekä siihen, että tulevien vuosien voittovaroja ohjautuu taseaseman vahvistamiseen. Ennusteissamme nettorahoituskulut ovat 11,5 milj. euroa vuonna 2024, laskien asteittain noin 10 milj. euroon vuonna 2026.

Vähemmistöosakkaat

KH Groupin kaikissa tytäryhtiöissä on mukana vähemmistöomistajia, jonka myötä osa tuloksesta valuu konsernin ulkopuolelle. KH-Koneiden osalta yhtiöllä on optio lunastaa vuonna 2025 myös jäljellä oleva 4,9 prosentin vähemmistöosuus itselleen KH-Koneiden avainhenkilöiltä. Indoorissa vähemmistöomistajien omistusosuus on 58,3 prosenttia. NRG:stä vähemmistöomistajat omistavat 31,9 prosenttia ja HTJ:stä 8,3 prosenttia.

Ennusteissamme vähemmistöomistajien osuus tuloksesta on vuonna 2024 0,2 milj. euroa, ja vuosina 2025–2026 vastaavasti 1,1 milj. euroa ja 1,8 milj. euroa.

Tytäryhtiöiden omistusrakenne

Yhtiö	KH Groupin omistusosuus (%)	Vähemmistöomistajien omistusosuus (%)
KH-Koneet	95,1 %	4,9 %
Indoor Group	58,3 %	41,7 %
NRG	68,1 %	31,9 %
HTJ	91,7 %	8,3 %

Lähde: OP Markets, KH Group

Vuosiennusteet

KH Group - Vuosiennusteet

Milj. euroa	2022*	2023*	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto					
KH-Koneet	182	152	143	154	171
Indoor Group	192	186	183	187	191
Nordic Rescue Group	32	38	42	43	44
HTJ	23	26	27	28	29
Yhteensä	429	403	395	411	434
Liikevaihdon kasvu-%					
KH-Koneet		-16 %	-6 %	7 %	11 %
Indoor Group		-3 %	-2 %	2 %	2 %
Nordic Rescue Group		22 %	10 %	1 %	3 %
HTJ		14 %	1 %	6 %	4 %
Yhteensä		-6 %	-2 %	4 %	6 %
Liikevoitto					
KH-Koneet	10,5	9,0	5,6	6,8	9,5
Indoor Group	1,0	1,1	3,8	6,0	7,2
Nordic Rescue Group	-0,2	1,9	2,2	2,0	2,1
HTJ	2,8	2,6	1,9	2,8	3,3
Kohdistamattomat	-2,2	-2,9	-1,8	-1,8	-1,8
Yhteensä	11,9	11,7	11,7	15,8	20,4
Liikevoitto-%					
KH-Koneet	5,8 %	5,9 %	3,9 %	4,4 %	5,6 %
Indoor Group	0,5 %	0,6 %	2,0 %	3,2 %	3,8 %
Nordic Rescue Group	-0,6 %	5,0 %	5,1 %	4,8 %	4,8 %
HTJ	12,1 %	9,9 %	7,3 %	10,0 %	11,2 %
Yhteensä	2,8 %	2,9 %	3,0 %	3,8 %	4,7 %
Rahoituskulut netto	-7,6	-12,5	-11,5	-10,8	-10,1
Tulos ennen veroja	4,3	-0,8	0,2	5,1	10,3
Tuloverot			-0,5	-1,5	-2,5
Nettotulos			-0,2	3,5	7,7
Vähemmistöomistajien osuus			0,2	1,1	1,8
Nettotulos (emoyhtiö)			-0,4	2,4	5,9
EPS (emoyhtiö)			-0,01	0,04	0,10

Lähde: OP Markets

*Vuosien 2022-2023 luvut perustuvat yhtiön julkaisemiin Pro forma -tietoihin

Kvartaaliennusteet

KH Group – Kvartaaliennusteet												
Milj. euroa	1Q22*	2Q22*	3Q22*	4Q22*	1Q23*	2Q23*	3Q23*	4Q23*	1Q24	2Q24e	3Q24e	4Q24e
Liikevaihto												
KH-Koneet	39,5	51,7	42,9	48,0	40,5	40,4	32,3	39,1	29,2	33,5	35,7	44,6
Indoor Group	45,6	47,2	52,3	47,1	43,6	44,0	50,6	48,1	37,8	43,1	52,6	49,5
Nordic Rescue Group	6,9	8,4	3,8	12,5	9,9	8,8	8,2	11,4	11,1	9,3	9,0	12,5
HTJ	4,8	5,8	5,8	6,7	6,1	7,0	6,5	6,6	6,1	7,0	6,6	6,8
Yhteensä	96,8	113,1	104,8	114,3	100,2	100,2	97,6	105,3	84,2	93,0	104,0	113,5
Liikevaihdon kasvu-%												
KH-Koneet					2,5 %	-21,9 %	-24,7 %	-18,5 %	-27,9 %	-17,0 %	10,5 %	14,0 %
Indoor Group					-4,4 %	-6,8 %	-3,3 %	2,1 %	-13,3 %	-2,0 %	4,0 %	3,0 %
Nordic Rescue Group					43,5 %	4,8 %	115,8 %	-8,8 %	12,1 %	6,0 %	10,0 %	10,0 %
HTJ					27,1 %	20,7 %	12,1 %	-1,5 %	0,0 %	0,0 %	2,0 %	3,0 %
Yhteensä					3,5 %	-11,4 %	-6,9 %	-7,9 %	-16,0 %	-7,2 %	6,5 %	7,7 %
Liikevoitto												
KH-Koneet	1,5	3,6	2,6	2,8	1,8	2,0	2,0	3,2	-0,6	1,3	1,8	3,1
Indoor Group	-1,5	-1,2	3,8	-0,1	-0,6	-1,5	2,6	0,6	-0,3	-0,7	3,2	1,6
Nordic Rescue Group	-0,4	0,3	-0,7	0,6	0,1	0,6	0,3	0,9	0,5	0,4	0,4	0,9
HTJ	0,6	0,6	0,7	1,0	0,3	0,6	1,0	0,6	0,0	0,5	0,8	0,7
Kohdistamattomat	-0,6	-0,5	-0,3	-0,8	-0,6	-0,8	-0,8	-0,6	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5
Yhteensä	-0,4	2,8	6,1	3,5	1,0	0,9	5,1	4,7	-0,7	1,2	5,5	5,7
Liikevoitto-%												
KH-Koneet	3,8 %	7,0 %	6,1 %	5,8 %	4,4 %	5,0 %	6,2 %	8,2 %	-2,1 %	3,9 %	5,0 %	7,0 %
Indoor Group	-3,3 %	-2,5 %	7,3 %	-0,2 %	-1,4 %	-3,4 %	5,1 %	1,2 %	-0,8 %	-1,6 %	6,0 %	3,2 %
Nordic Rescue Group	-5,8 %	3,6 %	-18,4 %	4,8 %	1,0 %	6,8 %	3,7 %	7,9 %	4,5 %	4,4 %	4,3 %	6,8 %
HTJ	12,5 %	10,3 %	12,1 %	14,9 %	4,9 %	8,6 %	15,4 %	9,1 %	0,0 %	6,9 %	11,9 %	9,9 %
Yhteensä	-0,4 %	2,5 %	5,8 %	3,1 %	1,0 %	0,9 %	5,2 %	4,5 %	-0,8 %	1,3 %	5,3 %	5,0 %
Rahotuskulut netto	-1,7	-1,9	-1,9	-2,2	-2,6	-3,5	-2,2	-4,1	-2,8	-3,0	-2,9	-2,8
Tulos ennen veroja	-2,0	0,9	4,1	1,4	-1,6	-2,3	2,8	0,6	-3,2	-1,4	3,1	3,4
Tuloverot							2,2	0,2	0,3	0,3	-0,7	-0,7
Nettotulos**							-6,8	-2,2	-3,2	-1,5	2,1	2,4
Vähemmistöomistajien osuus**							-3,2	-0,8	-0,5	-0,5	0,8	0,4
Nettotulos (emoyhtiö)**							-3,6	-1,5	-2,8	-0,9	1,4	2,0
EPS (emoyhtiö)**							-0,06	-0,03	-0,05	-0,02	0,02	0,03

Lähde: OP Markets

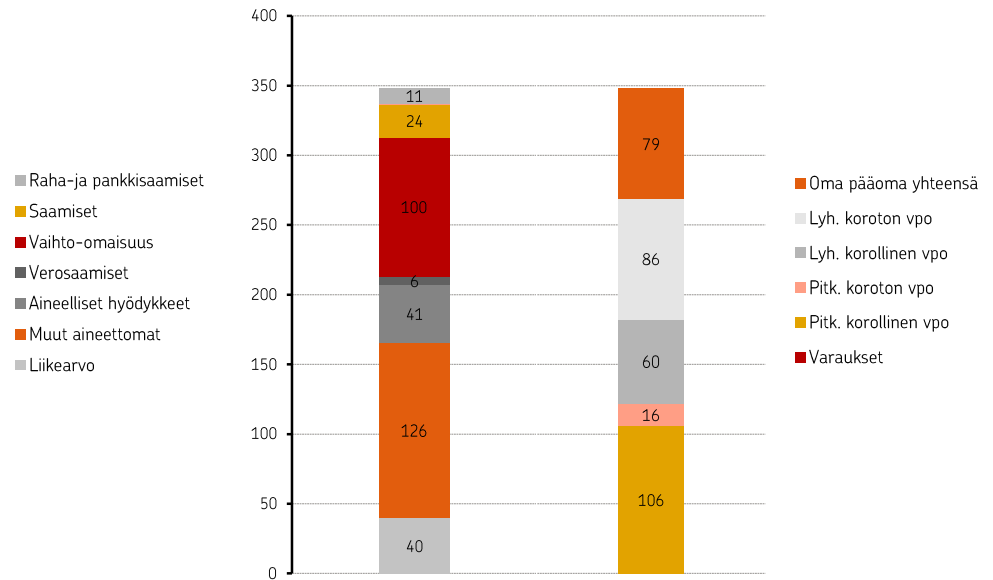
*Vuosien 2022-2023 luvut perustuvat yhtiön julkaisemiin Pro forma -tietoihin, pl nettotulos ja EPS, jotka perustuvat raportoituihin lukuihin.

**Perustuu yhtiön nykyisen raportointitavan mukaisiin IFRS-lukuihin

Konsernin tase

KH Groupin tase muodostuu pääasiassa neljän, liiketoiminnaltaan hyvin erilaisen tytäryhtiön taseen suoraviivaisena summana. Näin ollen tase ei anna kovinkaan yksityiskohtaista kuvaa eri tytäryhtiöiden varoista ja vastuista.

Vastaavaa ja vastattavaa, 2023 (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

Oma pääoma

Konsernin taseen oma pääoma oli vuoden 2023 lopussa 79,3 milj. euroa, josta määräysvallattomien omistajien osuus oli 4,7 milj. euroa. Näin ollen KH Groupin emoyhtiön omistajille kuuluvan oman pääoman määrä oli 74,6 milj. euroa.

Kuluvan vuoden ensimmäisen neljänneksen aikana emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma laski tappiollisen tuloksen seurauksena 71,5 milj. euroon.

Velat

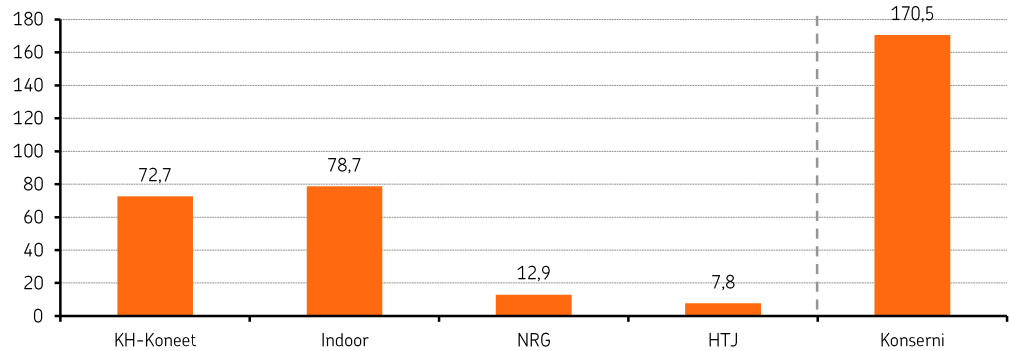
Kokonaisuutena KH Groupin tase on varsin velkainen. Tämä juontaa näkemyksemme mukaan juurensa yhtiön pääomasijoitustaan, missä tyypillisesti hyödynnetään vahvasti velkavipua tuottojen maksimoiseksi kohdeyhtiöiden pitoaikana. Lainat ovat lähes täysin tytäryhtiöiden taseissa, jonka myötä emon tase on terveessä kunnossa.

Yhtiön nettovelat olivat vuoden ensimmäisen neljänneksen lopussa 170,5 milj. euroa (sis. vuokrasopimusvelat), kohoten selvästi vuodenvaihteen 154,9 milj. euron tasolta. Ilman vuokrasopimusvelkoja korolliset nettovelat olivat maaliskuun lopussa 107,1 milj. euroa. Yhtiöllä oli vuoden ensimmäisen neljänneksen päättyessä lyhytaikaisia korollisia rahoitusvelkoja 36,2 milj. euroa (Q4/23: 29,6).

Konsernin nettovelkaantumisaste oli Q1:n lopussa hyvin korkealla tasolla 225 prosentissa (ilman vuokrasopimusvelkoja 142 %), ja omavaraisuusastekin ainoastaan 22 prosenttia. Yhtiön rahoituskulut olivat tulokuntoon nähden vuoden ensimmäisellä neljänneksellä korkeat 3,0 milj. euroa. Näkemyksemme mukaan korkea velkaantuneisuus asettaa painetta tuloksentelekyvyn parantumiselle lähineljänneksen aikana. Tulokunnon heikkenemisestä ja nettovelkojen kasvusta huolimatta kaikki konserniyhtiöt täyttivät kuitenkin rahoitussopimusten kovenanttiehdot maaliskuun tarkistushetkellä.

Tasetilanne asettaa painetta tuloksentelekyvyn parantumiselle

Korolliset nettovelat segmenteittäin (milj. euroa), 31.3.2024

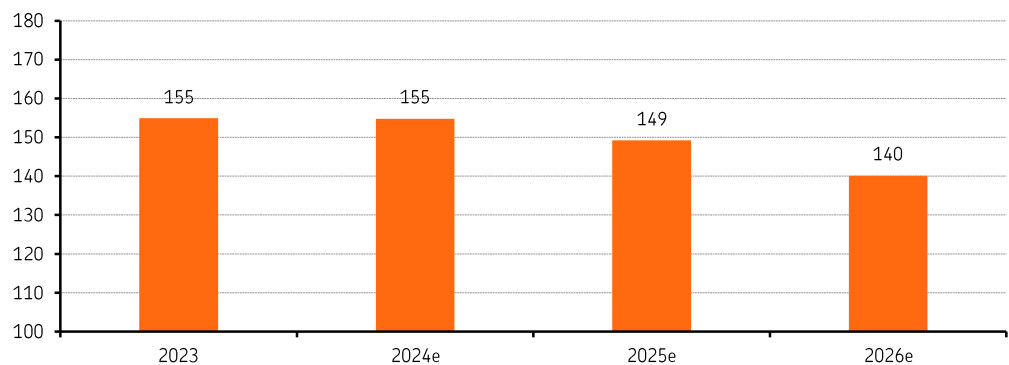


Lähde: OP Markets

Ennustemme korollisten nettovelkojen kehityksestä etenee tulosennusteidemme mukaisesti.

Odotamme yhtiön käyttävän tulevia voittovaroja taseen vahvistamiseen osingonmaksun sijaan.

Ennuste korollisten nettovelkojen kehityksestä (milj. euroa)



Lähde: OP Markets

Varat

Lyhytaikaiset varat

Konsernin lyhytaikaiset varat olivat vuoden 2023 lopussa 134,8 milj. euroa. Lyhytaikaisista varoista selkeästi suurin erä oli 100 milj. euron suuruinen vaihto-omaisuus, joka koostuu pääasiassa KH-Koneiden (69,7 milj. euroa) sekä Indoorin (25,4 milj. euroa) varastoista. Myyntisaamiset olivat 19,3 milj. euroa, ja rahavarat 11,1 milj. euroa.

Vuoden lopussa KH Groupin nettokäyttöpääoma oli 39 milj. euroa. Tytäryhtiöistä KH-Koneiden liiketoiminta sitoo eniten pääomaa, ja yhtiön kasvustrategian edistäminen vaikuttaa vaativan melko mittavia investointeja varastoihin. Vuosina 2022–2023 KH-Koneiden nettokäyttöpääoma suhteessa koko vuoden liikevaihtoon oli 28 % ja 34 %. Oheiset suhdeluvut ovat näkemyksemme mukaan hyviä arvioita pidemmän aikavälin käyttöpääomatarpeelle.

Indoorin nettokäyttöpääoma on normaalioloissa minimaalinen ja jopa negatiivinen. Indoorin liiketoiminnalle on ominaista tehokas varaston kierto, asiakkaiden käytännössä olemattomat maksuajat sekä vastaavasti suhteessa pidemmät maksuajat tavarantoimittajille, mikä selittää matalaa käyttöpääomatarvetta.

Muista liiketoiminnoista HTJ ei konsulttiyhtiölle ominaisesti sido lainkaan pääomaa ja sen liiketoiminta on kokonaisuudessaan hyvin tasekevyttä. Myös NRG:n liiketoiminta sitoo verrattain vähän käyttöpääomaa.

Pitkäaikaiset varat

Pitkäaikaisia varoja tarkastellessa merkittävin omaisuuserä on käyttöoikeusomaisuus. Tämä perustuu yhtiöiden toimintamalliin, jossa toimitiloja ei omisteta, vaan ne vuokrataan. Vuoden 2023 lopussa käyttöoikeusomaisuus oli yhteensä 61,8 milj. euroa, josta merkittävin osa liittyy Indoorin myymäläverkostoon (Indoorin käyttöoikeusomaisuus noin 49 milj. euroa).

KH Groupin tase sisälsi vuoden 2023 lopussa 39,9 milj. euroa liikearvoa, jota on syntynyt vuosien varrella yritysjärjestelyjen seurauksena. KH Group ei tee liikearvosta poistoja, vaan liikearvolle tehdään arvonalentumistestauksia vähintään vuosittain. Mikäli viitteitä mahdollisesta

arvonalentumisesta esiintyy, tehdään testaus lyhyemmälläkin aikavälillä. Taseen muut aineettomat hyödykkeet olivat vuoden 2023 lopussa 64,2 milj. euroa, koostuen pääasiassa Indoorin tavaramerkeistä.

Tasetilannetta syytä tarkkailla

Kun suhteutetaan nettovelkojen määrää käyttökatteeseen, on tasetilanne näkemyksemme mukaan haastavin Indoorin ja NRG:n kohdalla, ja sijoittajan on suositeltavaa seurata tasetilanteen kehitystä sekä tytäryhtiöiden että konsernin tasolla.

Indoorin kohdalla merkittävin osa korollisista veloista ovat IFRS 16 -mukaisia myymäläverkostoon liittyviä vuokrasopimusvelkoja. Yhtiön oman tilinpäätöksen mukaan nettovelat olivat viime vuoden lopussa 68,3 milj. euroa, joista vuokrasopimusvelkoja oli yhteensä 51,7 milj. euroa. Kun koko vuoden käyttökatte oli 21,9 milj. euroa oli nettovelat suhteessa käyttökatteeseen -tunnusluku 3,1x. Kun huomioidaan liiketoiminnan kannalta kriittiset vuokratulot (rahavirtalaskelman mukaiset vuokrasopimusvelkojen takaisinmaksut 18,6 milj. euroa), on vuokravastuista oikaistu nettovelat/käyttökatte -tunnusluku huomattavasti korkeampi ~5x. Indoorin kohdalla on syytä huomioida, että tunnusluku on poikkeuksellisen heikko pehmeän kannattavuuden vuoksi. Vaikka tulokunto paranisi, syövä vuokratulot käänteen toteutuessakin huomattavan osan kassavirrasta ja rajoittavat tuottopotentiaalia. Viime vuonna Indoorin vuokratulujen osuus liikevaihdosta oli yli 10 prosenttia. Vuokratasoissa on viime vuosina ollut nousupainetta, mikä arviomme mukaan on seurausta vuokrasopimusten indeksointiehdosta. Näemme Indoorin kohdalla tärkeänä, että toimitilojen vuokria onnistuttaisiin neuvottelemaan maltillisemmille tasoille.

NRG:n nettovelat olivat vuoden 2023 lopussa 11,0 milj. euroa, ja ne kohosivat Q1:n aikana 12,9 milj. euroon. Yhtiön edeltävien 12 kuukauden rullaava pro forma -käyttökatte oli 3,1 milj. euroa. Näin ollen nettovelat/käyttökatte -tunnusluku on korkea 4,1x. NRG:n kohdalla tilanne Indooriin nähden hieman erilainen. NRG:llä on takanaan vahva vuosi, ja alkuvuosikin jatkui positiivisella nuotilla. Myös tilauskanta tälle vuodelle on yhtiön mukaan loppuunmyyty. Tästä huolimatta tase on vivutettu, ja taloudellisen aseman vahvistuminen edellyttää pysyvää tulostason parantumista.

Myös KH-Koneilla on myös huomattava määrä velkaa taseessaan (Q1/24 nettovelat: 72,7 milj. euroa). Emme kuitenkaan näe velkalastin aiheuttavan yhtiön kohdalla toistaiseksi ongelmia, ellei rakennussektorin elpymisen aikataulu veny huomattavasti odotettua pidemmälle heijastuen kysynnän pidempiaikaiseksi alakuloksi. HTJ:n kohdalla tasetilanne on näkemyksemme mukaan kohtalaisen hyvä (Q1/24 nettovelat: 7,8 milj. euroa).

Viime aikoina on toteutettu useampia rahoitusjärjestelyitä

Konserniyhtiöistä Indoor Group, KH-Koneet ja HTJ sopivat alkuvuoden aikana rahoittajiensa kanssa sopimusten ehtomuutoksista, joiden myötä vuoden 2023 tilinpäätöshetkellä olleita lyhytaikaisia vastuita siirtyi 11,4 milj. euron edestä lyhennettäväksi vuoden 2024 jälkeiselle ajalle. Myös emoyhtiön rahoitussopimus uusittiin kuluvaan vuoden huhtikuussa. Uudella 5,1 milj. euron lainalla on tarkoitus käyttää NRG:n pääomituksen loppuosaan sekä KH-Koneiden osakkeiden lunastukseen vähemmistöomistajilta.

Vivutettu tase yhdessä tulokunnon heikkenemisen kanssa aiheuttaa arviomme mukaan riskin, että emoyhtiö joutuu allokoimaan pääomaa heikommin suoriutuvien tytäryhtiöiden tukemiseen. KH Group joutuikin tekemään yhdessä muiden omistajien kanssa viime vuoden viimeisellä neljänneksellä yhteensä 2,75 milj. euron lisäsijoituksen Indooriin yhtiön taseaseman vahvistamiseksi. Tämän lisäksi vuoden 2023 toisen neljänneksen aikana NRG sopi rahoittajansa kanssa ehtomuutoksista. Samassa yhteydessä KH Group ja vähemmistöomistajat sitoutuivat 1,5 milj. euron pääomituksen, josta KH Groupin osuudeksi muodostui 0,75 milj. euroa. Vastaavanlaiset, uudet pääomitarpeet aiheuttavat KH Groupin kannalta epämieluisan tilanteen, kun pääomia joudutaan allokoimaan epäoptimaalisella tavalla.

Tase				
Milj. euroa	2023	2024e	2025e	2026e
Vastaavaa:				
Liikearvo	40	40	40	40
Muut aineettomat	126	126	126	126
Aineelliset hyödykkeet	41	38	35	32
Verosaamiset	6	6	6	6
Vaihto-omaisuus	100	100	100	100
Saamiset	24	24	24	24
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	11	6	4	3
Yhteensä	348	339	334	330
Vastattavaa:				
Osakepääoma	15	15	15	15
Muu sidottu	13	13	13	13
Vapaa pääoma	47	46	49	55
Vähemmistöosuus	5	5	5	5
Oma pääoma yhteensä	79	79	81	87
Varaukset	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	106	106	106	106
Pitk. koroton vpo	16	16	16	16
Lyh. korollinen vpo	60	55	47	37
Lyh. koroton vpo	86	83	83	83
Yhteensä	348	339	334	330

Lähde: OP Markets

Arvonmääritys

Arvonmäärityksemme perustuu osien summa-laskelmaan

KH Groupin liiketoiminnot poikkeavat toisistaan huomattavasti, jonka seurauksena perustamme arvonmäärityksemme osien summa -laskelmaan. Osien summa -laskelma on näkemyksemme mukaan myös perusteltu huomioiden KH Groupin tavoite irtautua kaikista muista liiketoiminnoista paitsi KH-Koneista. Arvonmäärityksemme perustuu vuosien 2024 ja 2025 tulosennusteisiimme tasapainoin. Määrittelemme jokaiselle tytäryhtiölle EV/EBIT-kertoimen, perustuen muun muassa niiden kasvu- ja kannattavuusprofiileihin. Tämän lisäksi olemme koonneet kullekin tytäryhtiölle oman verrokkiryhmän, joihin peilaamme hyväksymiämme arvostuskertoimia. Olemme jättäneet tarkastelussa vuokrasopimusvelat nettovelkaennusteemme ulkopuolelle.

KH-Koneet on konsernin arvokkain osa. Olemme hyväksyneet yhtiölle EV/EBIT-kertoimen 11x. Yhtiön kannattavuus on toistaiseksi selvästi verrokkiyhtiöitä matalammalla tasolla. KH-Koneiden vertailuyhtiöitä vahvempi kasvuprofiili huomioiden yhtiön kohdalla on oikeutettua käyttää korkeampaa kerrointa kuin vertailuryhmän matalimmalle arvostetuilla yhtiöllä. Mikäli yhtiö onnistuu parantamaan Ruotsin liiketoiminnan, ja sen myötä myös kokonaisuuden kannattavuutta, on arvostuskertoimissa mielestämme nousuvaraa. Myös strategisten irtautumisten toteutumisella ja konsernirakenteen selkeytymisellä olisi arviomme mukaan arvostuskertoimia nostava vaikutus.

Indoor kohdalla olemme käyttäneet EV/EBIT-kerrointa 9x. Taso on mielestämme oikeutettu huomioiden yhtiön tämänhetkinen tuloksentelekyky, käännteeseen liittyvä epävarmuus sekä taseen velkaisuus. Indoorin kohdalla arvonnousun ajurit ovat näkemyksemme mukaan sekä tulostason kasvu että sitä seuraava arvostuskertoimien nousu riskiprofiiliin tervehtyessä.

NRG on tuloskäänneen realisoitumisen kynnyksellä, ja vahvan tilauskannan myötä tulevaisuuden näkymät vaikuttavat hyviltä. Yhtiön asiakaskunnasta merkittävä osa koostuu julkisen sektorin toimijoista, ja Saurus on Suomessa selkeä markkinajohtaja. Yhtiön taseasema huomioiden emme näe kuitenkaan premiohinnoittelua perusteltuna, vaan olemme soveltaneet NRG:n kohdalla EV/EBIT-kerrointa 7x, joka on linjassa vertailuryhmän yhtiöiden kanssa. Näkemyksemme mukaan arvostuskertoimessa on kuitenkin nousuvaraa, jos tuloskäännä osoittautuu olevan kestäväällä pohjalla ja yhtiön kykenee parantamaan taseasemaansa.

HTJ:n näkymät ovat vakaat. Olemme hyväksyneet yhtiölle arvostuskertoimen EV/EBIT 10x, joka on linjassa verrokkiryhmän pienempien yhtiöiden kanssa. Odotamme HTJ:n kasvavan verrokkiryhmän kanssa samalla kulmakertoimella, mutta yltävän tulevina vuosina hieman vertailuyhtiöitä parempaan kannattavuuteen.

Konsernikulujen osalta olemme soveltaneet EV/EBIT-kerrointa 9x, joka asettuu liiketoimintojen kohdalla käyttämiemme kertoimien puoliväliin.

Edellä mainittujen kertoimien ja tulosennusteidemme kautta KH Group -konsernin EV/EBIT-kertoimeksi muodostuu vuokrasopimusvelat huomioiden ~11,5x vuoden 2025 ennusteellamme laskettuna. Osakkeen arvonmäärityksessä olemme huomioineet vähemmistöosuudet liikevoittoa sekä nettovelkoja vähentävinä tekijöinä omistusosuuksien suhteessa.

Aloitamme KH Groupin seurannan VÄHENNÄ-suosituksella ja 0,55 euron tavoitehinnalla

Aloitamme KH Groupin seurannan 0,55 euron tavoitehinnalla ja VÄHENNÄ-suosituksella. Tytäryhtiöiden tulokunnot ovat kuluvana vuonna paineessa, ja selkeämpää parannusta joudutaan odottamaan arviomme mukaan ensi vuoden puolelle. Pehmeä kysyntä ja vivutettu tase nostavat näkemyksemme mukaan yhtiön riskiprofiilia. Jos tulokunto ei parane ja strategiset irtautumiset venyvät, on mahdollista, että pääomaa joudutaan allokoimaan epäoptimaalisesti heikommin suorittavien tytäryhtiöiden tukemiseksi. Pidemmälle katsoessa näemme hyvät mahdollisuudet arvonluontiin, mutta lyhyen aikavälin epävarmuuden vuoksi suhtaudumme osakkeeseen varovaisesti.

KH GROUP - OSIEN SUMMA												
Vuosien painot		KH Group konserni		Emoyhtiön omistajien osuus		Emoyhtiön omistajille kuuluva liiketoiminnan arvo, Me						
2024	2025	Liikevaihto	Oik. EBIT	Omistusosuus	Oik. EBIT	EV/EBIT						
50 %	50 %	Me	Me	%	Me	7x	8x	9x	10x	11x	12x	
		KH-Koneet	148	6,2	95,1 %	5,9	41	47	53	59	65	71
		Indoor	185	4,9	58,3 %	2,8	20	23	26	31	31	34
		NRG	42	2,1	68,1 %	1,4	10	11	13	14	16	17
		HTJ	27	2,4	91,7 %	2,2	15	17	20	22	24	26
		Kohdistamattomat	0	-1,8	100,0 %	-1,8	-12	-14	-16	-18	-19	-21
		Yhteensä	403	13,8		10,6						
		EV					74	85	95	108	116	127
		Nettovelat (emoyhtiön osuus)*					75	75	75	75	75	75
		Markkina-arvo					-1	10	20	33	41	52
		Osakkeen arvo					OSAKKEEN ARVO, euroa					
		valituilla EV/EBIT-kertoimilla	0,55				0,0	0,2	0,3	0,6	0,7	0,9

Lähde: OP Markets

*Ilman vuokrasopimusvelkoja

Vertailuyhtiöiden arvostus

KH-Koneet - verrokkiryhmä	MCAP EURm	EV/EBIT			P/E			Kasvu			EBIT-%		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
H&E Equipment Services	1 633	12,4x	10,9x	9,9x	11,3x	9,3x	8,9x	7 %	4 %	3 %	18 %	19 %	20 %
Sandvik	25 692	16,4x	12,7x	11,5x	20,5x	16,5x	15,2x	0 %	4 %	4 %	16 %	19 %	19 %
United Rentals	42 971	14,1x	13,0x	12,0x	15,8x	14,6x	13,3x	6 %	4 %	6 %	28 %	28 %	29 %
Palfinger	831	9,5x	7,3x	6,6x	11,8x	8,0x	7,4x	-5 %	7 %	4 %	7 %	8 %	8 %
Terex	3 837	6,1x	5,8x	5,4x	8,6x	8,6x	8,0x	3 %	0 %	-3 %	13 %	13 %	13 %
Deere	100 296	17,4x	18,0x	15,4x	15,4x	15,5x	13,5x	-18 %	-1 %	6 %	20 %	20 %	21 %
Ponsse	666	16,7x	12,1x	10,4x	25,9x	17,2x	15,1x	-11 %	6 %	3 %	6 %	7 %	8 %
Douglas Dynamics	546	14,0x	9,8x	na.	17,1x	12,2x	n.a.	10 %	8 %	n.a.	9 %	11 %	--
Volvo	49 733	7,8x	7,0x	6,2x	11,8x	11,0x	10,3x	-7 %	6 %	5 %	12 %	13 %	13 %
Mediaani		14,0x	10,9x	10,2x	15,4x	12,2x	11,8x	0 %	4 %	4 %	13 %	13 %	16 %

EV/EBIT (NTM) - KH-Koneet verrokkiryhmän mediaani



Lähde: Factset, OP Markets

Indoor - verrokkiryhmä	MCAP EURm	EV/EBIT			P/E			Kasvu			EBIT-%		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Arhaus	2 119	17,8x	14,7x	11,7x	22,2x	18,2x	16,9x	5 %	10 %	8 %	10 %	11 %	11 %
Maisons du Monde	194	34,8x	16,0x	9,0x	n.a.	12,0x	6,6x	-5 %	6 %	3 %	3 %	4 %	6 %
DFS Furniture	316	10,6x	8,3x	9,1x	18,0x	10,0x	6,8x	-8 %	5 %	8 %	6 %	7 %	8 %
VTE UNIQ.COM	134	11,1x	8,1x	6,5x	14,8x	12,3x	10,8x	6 %	6 %	5 %	6 %	7 %	8 %
Nobia	268	123,5x	21,8x	11,2x	n.a.	188,1x	14,0x	-14 %	7 %	4 %	1 %	3 %	5 %
Williams-Sonoma	18 722	14,9x	14,4x	13,5x	20,6x	19,5x	18,6x	0 %	2 %	4 %	17 %	17 %	17 %
Haverty Furniture	430	na.	na.	na.	20,6x	9,7x	n.a.	-9 %	7 %	n.a.	3 %	6 %	--
Leon's Furniture	1 033	na.	na.	na.	11,5x	10,5x	n.a.	5 %	3 %	0 %	--	--	--
Mediaani		16,4x	14,5x	10,1x	19,3x	12,2x	12,4x	-3 %	6 %	4 %	6 %	7 %	8 %

EV/EBIT (NTM) - Indoor Group verrokkiryhmän mediaani



Lähde: Factset, OP Markets

NRG - verrokkiryhmä	MCAP	EV/EBIT			P/E			Kasvu			EBIT-%		
	EURm	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Rosenbauer	214	9,7x	7,8x	6,7x	10,7x	6,5x	5,5x	10 %	6 %	5 %	5 %	5 %	6 %
REV Group	1 277	12,3x	10,5x	8,9x	18,3x	15,1x	12,9x	-6 %	4 %	-1 %	5 %	6 %	6 %
Iveco Group	3 018	6,3x	5,6x	4,9x	8,1x	5,7x	4,6x	-4 %	5 %	5 %	6 %	6 %	7 %
Oshkosh	7 149	7,6x	6,9x	6,5x	10,5x	9,8x	9,4x	11 %	2 %	4 %	10 %	10 %	11 %
Mediaani		8,7x	7,3x	6,6x	10,6x	8,2x	7,5x	3 %	5 %	4 %	6 %	6 %	7 %

EV/EBIT (NTM) - NRG verrokkiryhmän mediaani



Lähde: Factset, OP Markets

HTJ - verrokkiryhmä	MCAP	EV/EBIT			P/E			Kasvu			EBIT-%		
	EURm	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
AFRY	1 845	13,2x	11,4x	10,1x	15,3x	12,6x	11,7x	2 %	5 %	5 %	8 %	8 %	9 %
Arcadis	5 376	15,6x	12,4x	10,6x	19,4x	16,3x	14,2x	7 %	7 %	6 %	9 %	10 %	10 %
Rejlers AB	308	13,3x	11,6x	10,3x	14,7x	13,4x	12,0x	6 %	7 %	5 %	7 %	7 %	8 %
Sitowise Group	102	14,4x	10,7x	8,9x	15,8x	9,5x	8,4x	-3 %	4 %	5 %	6 %	8 %	8 %
Solwers	39	12,0x	10,9x	na.	13,6x	12,4x	12,0x	17 %	3 %	2 %	6 %	7 %	7 %
Stantec	8 378	20,5x	17,6x	15,9x	25,4x	21,8x	19,7x	15 %	9 %	7 %	12 %	12 %	13 %
SWECO	4 574	19,7x	17,7x	15,3x	25,1x	22,8x	20,7x	8 %	5 %	5 %	10 %	10 %	11 %
WSP Global	17 523	19,6x	17,7x	na.	25,7x	22,7x	20,0x	8 %	6 %	4 %	10 %	10 %	--
Mediaani		15,0x	12,0x	10,4x	17,6x	14,9x	13,1x	7 %	6 %	5 %	8 %	9 %	9 %

EV/EBIT (NTM) - HTJ verrokkiryhmän mediaani



Lähde: Factset, OP Markets

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

Milj. euroa	2023*	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	271	395	411	434
Kustannukset yhteensä	-260	-349	-364	-382
Käyttökate	10	46	47	52
Poistot	-25	-34	-32	-32
Liikevoitto	-14	12	16	20
Rahoituserät	-9	-12	-11	-10
Tulos ennen veroja	-23	0	5	10
Verot	4	0	-2	-3
Vähemmistöosuus	-4	0	-1	-2
Nettotulos (emoyhtiö)	-10	0	2	6
Tulos/osake (emoyhtiö)	-0,18	-0,01	0,04	0,10
Osinko/osake	0,00	0,00	0,00	0,00

Lähde: OP Markets

*Vuoden 2023 luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia kesken tilikautta tapahtuneen raportointitavan muutoksen vuoksi

Tase

Milj. euroa	2023	2024e	2025e	2026e
Vastaavaa:				
Liikearvo	40	40	40	40
Muut aineettomat	126	126	126	126
Aineelliset hyödykkeet	41	38	35	32
Verosaamiset	6	6	6	6
Vaihto-omaisuus	100	100	100	100
Saamiset	24	24	24	24
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	11	6	4	3
Yhteensä	348	339	334	330
Vastattavaa:				
Osakepääoma	15	15	15	15
Muu sidottu	13	13	13	13
Vapaa pääoma	47	46	49	55
Vähemmistöosuus	5	5	5	5
Oma pääoma yhteensä	79	79	81	87
Varaukset	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	106	106	106	106
Pitk. koroton vpo	16	16	16	16
Lyh. korollinen vpo	60	55	47	37
Lyh. koroton vpo	86	83	83	83
Yhteensä	348	339	334	330

Lähde: OP Markets

Hallitus



Juha Karttunen

Hallituksen puheenjohtaja

s. 1964, KTM, CEFA

Sisu Partners Oy,
toimitusjohtaja 2014-



Kati Kivimäki

Hallituksen jäsen

s. 1973, BBA, MBA

Jääkiekon SM-liiga,
toimitusjohtaja 2022-2023



Timo Mänty

Hallituksen jäsen

s. 1960, KTM

Onninen Oy,
toimitusjohtaja 2011-2016



Taru Narvanmaa

Hallituksen jäsen

s. 1963, KTM

Aktia Oyj,
varatoimitusjohtaja 2011-2017



Jon Unnérus

Hallituksen jäsen

s. 1969, OTK, LL.M

Roschier Asianajotoimisto Oy,
osakas 2006-2023

Johto



Lauri Veijalainen

Toimitusjohtaja (toistaiseksi)

s. 1968, LuK, MBA



Ville Nikulainen

Talousjohtaja

s. 1970, KTM

Suurimmat omistajat

Suurimmat osakkeenomistajat*

	Osakkeita	Omistusosuus (%)
1 Preato Capital Ab	13 490 000	23,23
2 Laakkonen Mikko Kalervo	4 363 086	7,51
3 MI Stable Oy	2 837 268	4,89
4 Takanen Sanna Johanna	1 406 000	2,42
5 Takanen Juha Petteri	812 034	1,40
6 Amlax Oy	437 220	0,75
7 Kuusisto Teppo	408 204	0,70
8 Nieminen Jorma Juhani	332 000	0,57
9 Kaski Marko Petteri	280 000	0,48
10 Alho Tomio Mikael	270 165	0,47
11 Zeroman Oy	260 000	0,45
12 Nordea Henkivakuutus Suomi Oy	240 992	0,41
13 Rötökapital Oy	240 000	0,41
14 Merikallio Lauri Valtteri	215 215	0,37
15 Takanen Juuso Arttu Tapio	197 822	0,34
16 Takanen Leevi Vili Joonas	197 822	0,34
17 Takanen Niko Reino Petteri	197 822	0,34
18 Etelä-Pohjanmaan Turve Oy	191 000	0,33
19 Rätty Tommi Tapani	164 780	0,28
20 Peura Markus Oskari	163 951	0,28
20 suurinta omistajaa yhteensä	26 705 381	45,98
Hallintarekisteröityä	2 239 092	3,86
Muut	29 134 422	50,16
Yhteensä	58 078 895	100

Lähde: KH Group, OP Markets

*30.4.2024 tilanne

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitustutkimuksista:

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj:n Markets-liiketoiminta-alueen (OP Markets) Analyysi-tiimi (OP Analyysi). OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoinnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analyytikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Tutkimusraporttia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen raportin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuuta, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehinta kuvaa analyytikon näkemystä siitä, paljonko analyytikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluessa tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analyytikon näkemystä siitä, miten analyytikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseräatteen perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkyymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP Analyysi käyttää neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot. Poikkeustapauksessa, jossa seurannassa olevan yhtiön osakkeista on tehty julkinen ostotarjous, voi OP Analyysi osoittaa kantansa ostotarjoukseen käyttämällä suosituksia: HYVÄKSY OSTOTARJOUS tai HYLKÄÄ OSTOTARJOUS. Näissä tapauksissa OP Analyysin arvio perustuu käytössä olevien tietojen perusteella tehtyyn analyysiin ostotarjouksen mielekkyydestä osakkeenomistajalle.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntevia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosten herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyysoanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin

perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi eturistiriitatilanteena on tunnistettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen ja OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen jäsen on Raisio Oyj:n hallituneuvoston jäsen. Näiden eturistiriitatilanteiden ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysitiimin Kesko Oyj:tä ja Raisio Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

OP Analyysin analyytikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa OP Analyysin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analyytikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analyytikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja muiden OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai muulla OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussääntelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Ryhmän keskusyhteisökonsernin kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana*: Boreo, Cibus, Citycon, Fiskars, Kojamo, Metso, Neste, Nokian Renkaat, Rapala, Säästöpankki, Terveystalo, TVO ja Tornator.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissio pohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissio pohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Aspo, Asuntosalkku, Atria, Exel Composites, Fodelia, HKFoods, KH Group, Koskisen, Modulight, NoHo Partners, Nurminen Logistics, Rapala ja Wetteri.

Suositukset ja tavoitehinnat		KH Group		
Suositus	Tavoitehintana (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä	
VÄHENNÄ	0,55	0,53	29.5.2024	Seurannan aloitus

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa tutkituissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

Osakesuosituksien jakauma (29.4.2024)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	24	36	3	38
LISÄÄ	20	30	2	25
VÄHENNÄ	20	30	2	25
MYY	3	4	1	13
	67	100	8	100

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseista ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta OP Analyysin sivuilta (Henkilöasiakkaat -> Säästöt ja sijoitukset -> Osakesuosituksat ja tavoitehinnat)

Yhteystiedot

Analyyssi

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Ilkka Saksa	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Joonas Häyhä	Seniorianalyytikko, kauppa, kulutustavarat, liikenne	010 252 4504
Jussi Mikkonen	Seniorianalyytikko, investointitavarat, yrityslainat	010 252 8780
Henri Parkkinen	Seniorianalyytikko, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia, media	010 252 4561
Carlo Gylling	Metalli, kiinteistöt, yrityslainat, strategia	010 252 4392
Joonas Harjama	Liikenne, rakentaminen, Small Caps	010 252 4351
Juho Saarinen	Elintarvikkeet, terveydenhuolto	010 252 4408
Osku Kumpulainen	Analyttikkoharjoittelija	010 252 4604
Auli Valtanen-Huopaniemi	Assistentti	050 413 1362

OP Yrityspankki Oyj

Gebhardin aukio 1
00013 OP
010 252 011
etunimi.sukunimi@op.fi

Asiakkuudet ja myynti

Tuomas Leisti Johtaja 010 252 2058

Instituutiomyynti

Tuomas Kaasalainen 010 252 2534
Henrik Helppi 010 252 3252
Kasper Hietanen 010 252 4479
Tomi Kallio 010 252 2993
Terhi Ollikainen 010 252 3148
Wilhelm Stjernvall 010 252 4436

Execution

Mikael Ahovuo 010 252 1706
Lasse Jaakonmäki 010 252 2901
Ville Orava 010 252 2672
Ari Triumf 010 252 4349
Ville Viertola 010 252 3870