

KH Group

Yhtiöraportti

18.08.2024 7.45 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Katsauskauden haasteet rajoittuivat Indooriin

KH Groupin Q2-raportti oli ruman tulosvaroituksen jälkeen huojentava, sillä se vahvisti heikentyneen tuloskunnan johtuneen pelkästään konsernin murheenkryynin, Indoor Groupin, erittäin heikosta suorittamisesta. Mielestämme konsernin muut omaisuuserät tarjoavat arvoa nykyiseen kurssitasoon nähden, mutta tunnistamme riskin arvon tuhoutumiselle Indooriin suuntautuvan heikon pääoman allokoinnin kautta. Tarkistamme tavoitehintamme 0,65 euroon (aik. 0,60 eur) ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä)

Neljännes oli kaksijakoinen

KH Groupin neljännes oli kaksijakoinen, sillä KH-Koneet suoriutui vakuuttavasti ja saavutti lievää kasvua ja vertailukauden tasoisin liiketuloksen konekaupan erittäin heikosta vireestä huolimatta, mikä vahvisti käsitystämme yhtiön laadusta. NRG:n käännetarina eteni merkittävän tuloskasvun merkeissä. Huonekalukauppaan keskittyvän Indoorin neljännes oli kuitenkin erittäin heikko ja vesitti yksinään koko konsernin konsolidoidut luvut. KH-Koneiden 2,0 MEUR:n ja NRG:n 0,9 MEUR:n liiketuloksesta huolimatta konsernin pro forma liiketulos painui lievästi tappiolle Indoorin (-2,6 MEUR) ja kohdistamattomien erien (-0,6 MEUR) ajamana. Johto kävi läpi suunnitelmaa Indoorin parantamiseksi, mutta Ask- ja Sotka-myymlöiden tiiviimmän yhdistämisen kautta 10 MEUR:n vuosittaisiin kulusäästöihin tähtäävän ohjelman tehokkuus arveluttaa meitä aikaisemman tavoitteen oltua Ask-brändin kirkastaminen.

Oletamme syklin pohjan olevan käsillä

KH Groupin tuorein tulosohjeistus indikoi 340-360 MEUR:n liikevaihtoa ja 4-7 MEUR:n pro forma liiketulosta. Vuoden jälkipuoliskolle lähdetään takaa-ajoasemasta, sillä H1:n tulokertymä oli -0,8 MEUR. Kuluva vuosi pro forma liikevaihtoennusteemme asettuu 358 MEUR:oon ja liiketulosennusteemme on 5,5 MEUR. Vuoden jälkipuolisko on kausiluontoisesti huomattavasti parempi Indoor Groupille, jonka ryhdistäytymisen pitäisi mahdollistaa ohjeistuksen saavuttaminen ilman suurempia parannuksia muilta liiketoiminnoilta. Odotamme vuoden 2024 olevan syklin pohja KH Groupin tytäryhtiöille ja lähivuosina elpyvä liiketoimintaympäristö tukee KH-Koneiden ja Indoor Groupin tuloskehitystä. Indoorin osalta ennusteemme eivät tässä vaiheessa huomioi erityisiä hyötyjä uudesta tehostusohjelmasta, mutta seuraamme mielenkiinnolla sen implementaatiota. KH-Koneilla näemme edellytyksen tasokorjaukseen kasvun ja kannattavuuden osalta konekaupan elpyessä, mutta haluamme yhtiöltä näyttöjä Ruotsin liiketoiminnan suhteellisen kannattavuuden skaalautumisesta kansainvälisen kasvustrategian mielekkyyden validoimiseksi.

Markkina ei anna Indoorige enää arvoa

Osien summa -laskelmamme indikoi KH Groupille 0,8 euron osakekohtaista arvoa. Mielestämme KH Groupin omistuksissa on kiistatta arvoa ja nähdäksemme arvo ylittää nykyisen kurssitason ilman tuskailtavaa Indoorigin. Indoorin taseriskin realisoituminen söisi arvoa ja rajaisi osakkeen nousuvaraa, mutta emo ei ole vastuussa Indoorin veloista (emolla on nettokassa HTJ:n myynnin myötä). Tästä johtuen Indoor painaa kokonaisuuden arvoa vain, jos pääomaa allokoidaan heikosti yhtiön suuntaan tai jos Indoorin vaikeudet heikentävät vievät johdon huomioita merkittävästi pois muista tytäryhtiöistä. KH-Koneiden arvon kannalta näytöt kannattavuuden parantumisesta Ruotsissa ovat tarinan kannalta keskeisiä, josta saimmekin Q2:lla osviittaa.

Suositus

Lisää

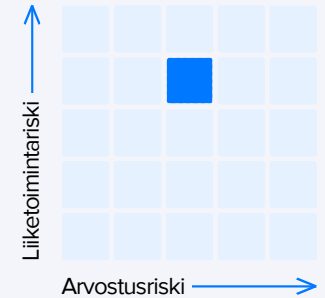
(aik. Vähennä)

0,65 EUR

(aik. ,60 EUR)

Osakekurssi:

0,57



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	403	364	370	391
kasvu-%	-6 %	-10 %	2 %	6 %
EBIT oik.	10,8	3,9	11,2	12,9
EBIT-% oik.	2,7 %	1,1 %	3,0 %	3,3 %
Tulos ennen veroja	-15,4	-4,6	1,3	3,8
Nettotulos	-7,0	-3,7	0,6	2,0
EPS (oik.)	0,12	-0,10	0,01	0,03
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E (oik.)	6,5	neg.	58,1	16,6
P/B	0,6	0,4	0,4	0,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	43,8	14,6	12,0
EV/EBITDA	6,4	4,1	4,4	4,0
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4

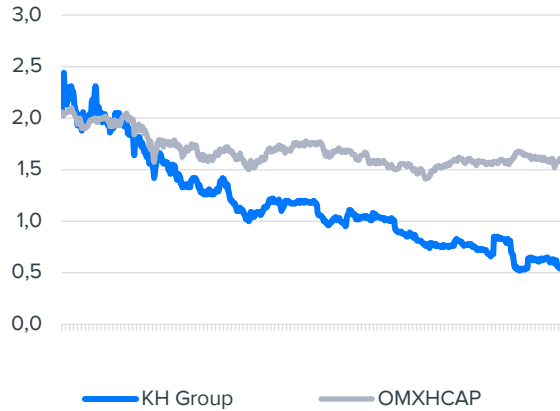
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

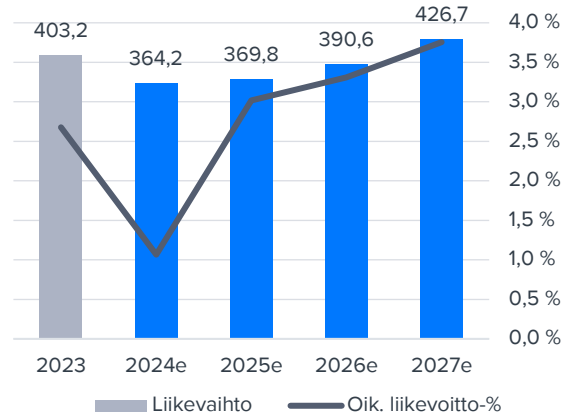
KH Group arvioi 2024 pro forma liikevaihdoksi 340–360 MEUR ja liikevoitoksi 4–7 MEUR sisältäen Viron kiinteistökaupasta kirjatun liikevoiton. Ohjeistus ei huomioi HTJ:ta

Osakekurssi



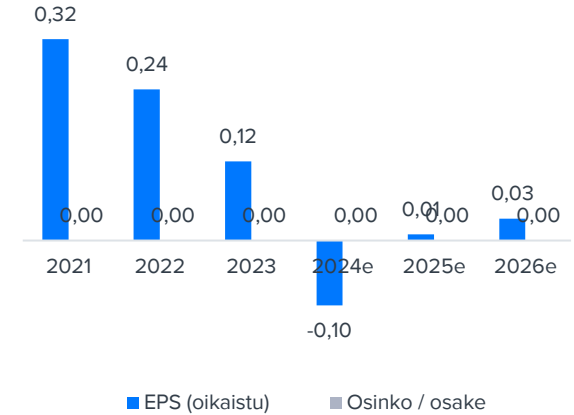
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Omistusten määrätietoinen kehittäminen
- Yritysjärjestelyt
- Nykyisen omistusrakenteen purkaminen



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,57	0,57	0,57
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	33	33	33
Yritysarvo (EV)	170	163	155
P/E (oik.)	neg.	58,1	16,6
P/E	neg.	58,1	16,6
P/B	0,4	0,4	0,4
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,1	4,4	4,0
EV/EBIT (oik.)	43,8	14,6	12,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Indoor vesitti konsernin luvut

Rajun tulosvaroituksen myötä odotukset raporttia kohtaan olivat matalalla

KH Groupin Q2-raportti oli viime viikolla annettun rajun tulosvaroituksen jälkeen huojentava, sillä se osoitti konsernin haasteiden painottuvan Indoor Groupiin.

KH-Koneet ja NRG olivat väkivahvoja

KH-Koneiden Q2-liikevaihto kasvoi 2 % 41,1 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi 34,7 MEUR:n ennusteamme. Konekauppa on kutistunut selvästi vertailukaudesta, minkä valossa kasvun saavuttaminen on erityisen vahva suoritus. Johdon kommenttien perusteella kasvu painottui Ruotsiin, jossa syklin pohja saattaa jo olla takana päin ja Ruotsin liiketoiminta on jo kooltaan lähes Suomen kokoinen. Yhtiön myyntikatteet vahvistuivat kvartaalin aikana kummassakin toimintamaassa, mutta liiketulos säilyi vertailukauden tasolla. Arviomme mukaan tämä johtuu yhtiön tekemistä kasvuinvestoinneista, jotka nostattavat operatiivisia kuluja (mm. uusien toimipisteiden avaaminen). Ruotsin kasvusta huolimatta yhtiön kannattavuus painottuu edelleen

Suomeen.

NRG:n 26 %:n liikevaihdon kasvu oli vastaavasti vahva suoritus ja johti selvään ennustelytykseen niin liikevaihdon kuin -tuloksen osalta. NRG:n myy jo vuotta 2025 ja 2026, joten yhtiön keskeisin pullonkaula kasvulle on oma toimituskyky. Käsityksemme mukaan yhtiön kysyntää tukee Ukrainalle lahjoitettu pelastuskalusto, mikä vaikeuttaa nykyisen kysyntäsyklin arvioimista. Liikevaihdon kasvun ohella NRG hyötyi vertailukautta suotuisammasta myynnin jakaumasta kasvaneen huoltoliiketoiminnan myötä.

Indoor edelleen murheenkryyni

Indoorin kohdalla Q2 oli pohjanoteeraus. Liikevaihto laski 16 %. Suomen huonekalumarkkina laski huhtitoukokuussa -9 %, joten Indoor kutistui markkinaa enemmän. Osittain tämän taustalla on Virosta poistuminen, myymälöiden sulkeminen Suomessa ja uuden toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotosta aiheutunut tehottomuus. Indoorin liiketulos painuikin -2,6 MEUR:oon liikevaihdon laskun sekä heikentyneiden myyntikatteiden ajamana ja konserni

joutui sen myötä antamaan negatiivisen tulosvaroituksen ennen osavuosisikastaan.

Tulosvaroituksen perusteella Indoorin luvut jäivät selvästi konsernin odotuksista. Indoorin Q2:n -4 MEUR:n tulos ennen veroja painoikin koko konsernin -2,6 MEUR:n tappiolle muiden tytäryhtiöiden hyvistä suorituksista huolimatta.

Konsernin taseasema on kireä, mutta ongelmat nivoutuvat Indooriin

Q2:n lopussa KH Groupin korolliset nettovelat olivat 169,2 MEUR, mikä on tuntuva taso KH Groupin kokoiselle yhtiölle. Todellisuudessa taso on kuitenkin hieman matalampi HTJ:n myynnistä saatujen varojen myötä ja emoyhtiö on nettokassan puolella. Mielestämme konsernin tasehuolet nivoutuvat näin ollen Indoor Groupiin, jonka heikko tuloskunto ja 83,7 MEUR:n nettovelat aiheuttavat selvän riskin niistä selviämiseen. Konsernin vakaavaraisuutta ajatellen keskeinen kysymys on kuinka paljon emo on valmis investoimaan Indoorin pelastamiseksi, mikäli tämän ongelmat pitkittyvät.

Liikevaihto	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Kasvu	Kasvu	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Ennuste	Tot.	Tot. vs. inderes
Indoor Group	44,0	37,1	41,4	-6 %	-16 %	-10 %
KH-Koneet Group	40,4	41,1	34,7	-14 %	2 %	18 %
Nordic Rescue Group	8,8	11,1	9,7	10 %	26 %	15 %
Oik. Liikevoitto (IFRS)	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Kasvu	Kasvu	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Ennuste	Tot.	Tot. vs. inderes
Indoor Group	-1,5	-2,6	-1,6			
KH-Koneet Group	2,0	2,0	1,3	-34 %	0 %	51 %
Nordic Rescue Group	0,6	0,9	0,6	6 %	50 %	41 %
Kohdistamattomat kulut	-0,8	-0,6	-0,5			

Lähde: Inderes. HUOM: Vertailukauden luvut ovat pro forma

Indoorin odotuksia alas, muilla ylös

KH-Koneiden ja NRG:n ennusteita ylös

Olemme raportin yhteydessä nostaneet KH-Koneiden ja NRG:n lähivuosien ennusteitamme yhtiöiden vahojen Q2-suoritusten myötä. Etenkin KH-Koneiden suoritus teki meihin vaikutuksen, sillä konekaupassa on heikon syklin myötä käynnissä pudotuspeli ja syklin elpyessä alan toimijoiden määrä on hyvin todennäköisesti nykyistä matalampi. Liiketoimintaympäristön heikkoudesta huolimatta yhtiö on jatkanut kasvupanostuksiaan avaamalla uusia toimipisteitä ja solmimalla uusia jälleenmyyntisopimuksia. Laajentuminen Ruotsiin on laskenut yhtiön riippuvuutta Suomen rakennusmarkkinasta ja Ruotsissa kysyntäympäristö vaikuttaa elpyvän Suomea aikaisemmin. Laajentuminen Ruotsiin on kuitenkin painanut KH-Koneiden pääoman tuottoja ja pidemmän päälle yhtiön on edelleen parannettava suhteellista kannattavuuttaan vahvan kotimarkkinan ulkopuolella,

jotta kansainvälinen kasvutarina olisi houkutteleva.

Indoor hakee merkittävää tehostusta, mikä toimii ainakin paperilla

Osavuositarkastuksen yhteydessä KH Group kertoi Indoorin käynnistävän toimenpiteet toimintamallien uudistamiseksi ja kannattavuuden parantamiseksi. Yhtiö tähtää 10 MEUR:n kannattavuusparannukseen vuositasolla 2026 mennessä, josta merkittävä osa näkyisi jo 2025 aikana. Prosessiin kuuluu uuden ERP-järjestelmän täysmittainen hyödyntäminen, mutta muita keskeisiä toimenpiteitä ovat myymäläverkoston optimointi (mm. pitkästä aikaa myös uudet myymäläavaukset), Asko- ja Sotka-myymlöiden tiiviimpi yhdistäminen ja prosessien tehostaminen.

Uuden ERP:n hyötyjen ulosmittaaminen näkyy arviomme mukaan nopeinten ja pelkästään järjestelmän käyttöönotosta aiheutuneen operatiivisen tehostumuuden ja kulujen poistumisen

pitäisi tuoda pientä tukea Indoorin kannattavuudelle. Kyseisten suorien hyötyjen vastapainona Suomen yleisen ALV-kannan nousu syyskuun alussa osuu etenkin Indooriin.

Käsityksemme mukaan yksi keino jolla yhtiö pyrkii saavuttamaan kustannushyötyjä on vierekkäisten Asko- ja Sotka-myymlöiden yhdistäminen, mikä mahdollistaisi henkilöstöressurssien yhdistämisen ja tehokkaamman käytön. Ajatus kuulostaa kulujen näkökulmasta toimivalta, mutta asiakaskokemuksen ja brändien mielikuvan kannalta päätös arveluttaa meitä, sillä yhtiön oli aiemmin tarkoitus kirkastaa Askon brändimielikuvaa vahvemmin laadun suuntaan. Asko-myymlöiden tilojen ja henkilöstön yhdistäminen hintataistelija Sotkan kanssa voi nähdäksemme heikentää brändien erottautuvuutta ja hämmäntää niiden viestiä kuluttajille (kumpikin brändi kehittyisi ns. ”stuck in the middle” suuntaan).

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
Liikevaihto (MEUR)	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Indoor Group	174	168	-3 %	176	170	-3 %	180	174	-3 %
KH Koneet	139	146	5 %	147	154	5 %	162	170	5 %
NRG	41,1	44,3	8 %	42,3	45,6	8 %	43,4	46,7	8 %
Oik. Liiketulos (MEUR)									
Indoor Group	0,8	-1,1	-234 %	6,0	3,7	-38 %	6,5	4,7	-28 %
KH Koneet	4,5	5,4	20 %	6,6	6,9	5 %	7,8	8,2	5 %
NRG	2,5	3,1	25 %	1,9	2,3	20 %	1,7	1,9	8 %
Kohdistamattomat kulut	-1,7	-1,8	9 %	-1,8	-1,8	0 %	-1,8	-1,8	0 %

Lähde: Inderes

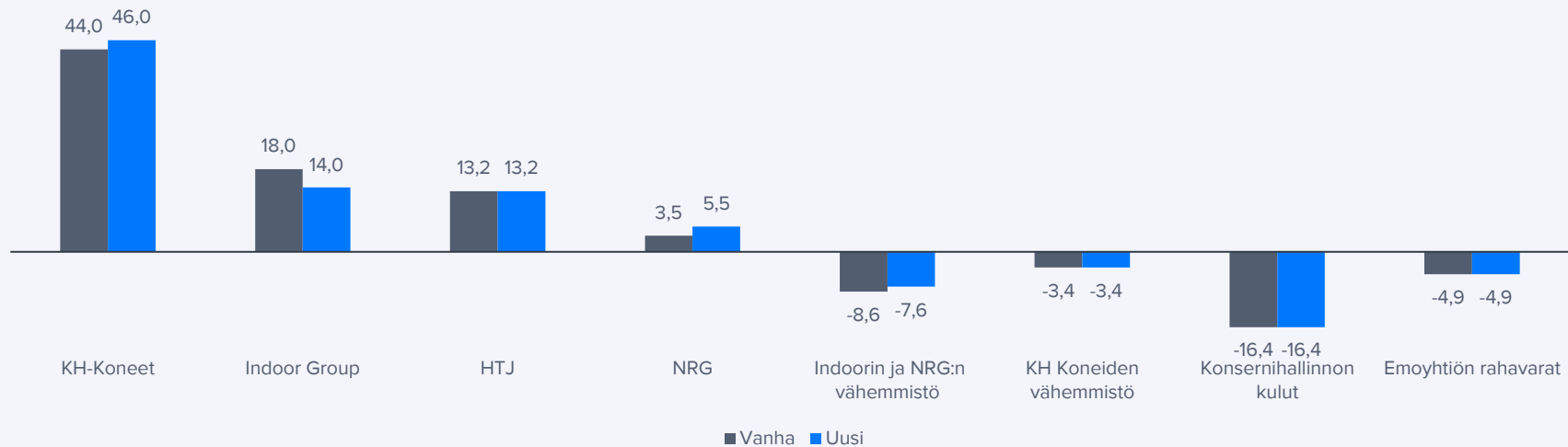
Muutokset osien summa -laskelmassamme

KH-Koneiden ja NRG:n arvoa ylös, Indooria alas

Nostimme lievästi KH-Koneiden ja NRG:n käypää osien summa laskelmassamme ennustemuutosten myötä, mutta laskimme samalla Indoorin arvoa yhtiön pitkittyneiden ongelmien myötä. Sekä Indoor että NRG ovat tulokuntoonsa nähden melko vivutettuja, minkä seurauksena näkemyksemme niiden arvosta on erityisen herkkä muutoksille yhtiöiden tulokunnossa.

KH Groupin ja KH-Koneiden vähemmistöjen välillä on vielä molemminpuolinen sopimus jäljellejäävästä 4,9 %:n omistusosuudesta, jonka käypä arvo oli 2023 tilinpäätöksessä 3,4 MEUR. Kyseinen sopimus hinnoittelee yhtiötä 69,4 MEUR:n arvolla ja on käytettävissä vuonna 2025.

Muutokset osien summaan



Osien summa on luotettavin arvonmääritysmenetelmä

Osien summan muodostuminen

Lähestymme KH Groupin arvonmääritystä osien summa -laskelman kautta. Menetelmä on mielestämme optimaalinen, sillä nykyinen konsernirakenne on tarkoitus purkaa, mikä mahdollistaa arvon vapautumisen. Samalla tytäryhtiöiden eroavien kassavirta- ja riskiprofilien vuoksi niiden kasvu, kannattavuus ja hyväksyttävät arvostuskertoimet eroavat huomattavasti toisistaan. Osien summassa olemme arvioineet käyvän arvon KH Groupin jokaiselle tytäryhtiölle yhtiökohtaisilla DCF-malleilla ja suhteuttamalla käypään arvoon liittyvää kerroin pohjaista arvostusta yhtiökohtaisten verrokkien arvostukseen. Tytäryhtiökohtaisessa arvonmäärityksessä olemme hyödyntäneet yhtiökohtaisia FAS-kirjanpitoa noudattavia tilinpäätöksiä (pl. Indoor Group, joka raportoi IFRS:n alla), mikä heikentää hieman lukujen vertailukelpoisuutta verrokkeihin nähden.

Yhtiökohtaisesta käyvän arvon arviosta vähennämme vähemmistöjen omistusosuuden yhtiöstä ja

konsernihallinnon kulut sekä arviomme emoyhtiön veloista osana laskelmaa. HTJ:n arvo nojaa laskelmassa tiedotettuun yrityskauppaan.

Konsernihallinnon kulut syövät kokonaisuuden käypää arvoa

Olemme arvioineet konsernihallinnon kulujen olevan normalisoidusti 1,8 MEUR, jotka olemme diskontanneet 11 %:n pääoman kustannuksella tästä ikuisuuteen. Kulut ovat viime vuosina olleet hieman korkeammat, mutta odotamme niiden laskevan strategian ollessa selvä ja sen edetessä.

Konsernikulujen suuremman laskun puolesta voisi argumentoida siinä vaiheessa, kun konserni sisältää enää KH-Koneet. Kyseisen ajattelumalli on mielestämme looginen, mutta haasteena näemme uudet hallinnolliset kulut, jotka syntyisivät, mikäli Indoor Group listattaisiin pörssiin.

Osien summan muodostuminen (MEUR)	Opon arvo DCF	Käypä arvo	Nettovelat 2024e	Yritysarvo 2024e
KH-Koneet	51,2	46,0	21,9	67,9
Indoor Group	15,2	14,0	65,1	79,1
HTJ		13,2		23,0
NRG	7,2	5,5	12,3	17,8
- Indoorin ja NRG:n vähemmistö		-7,6		
- KH Koneiden vähemmistö		-3,4		
- Konsernihallinnon kulut		-16,4		
+ Emoyhtiön nettovelat		-4,9		
= Osien summa		46,4		
Konsernin nykyinen markkina-arvo		33,1		
Alennus osien summaan		-29 %		
Osien summan indikoima osakekohtainen arvo		0,80 €		

Implisiittiset arvostuskertoimet

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

KH-Koneiden arvostus ennakoi tuloskuopan osuvan kuluvaan vuoteen

KH-Koneiden kohdalla tulos pohjainen arvostus vaikuttaa kuluvana vuonna korkeahkolta, mutta ensi vuoden kertoimilla arvostus kääntyy jo mielestämme selvästi houkuttelevan puolelle. Ennusteissamme on hyvä pitää mielessä, että odotamme liiketoimintaympäristön paranevan 2025, mutta yhtiön tulostason olevan vielä normalisoitua tasoa heikompi. Verrokkeihin nähden arvonnäärityksemme hinnoittelee KH-Koneita isossa kuvassa alennuksella, mikä on mielestämme perusteltua verrokkeja pienemmän koon ja rajallisempien kasvunäyttöjen myötä. Ensi vuoden kertoimilla alennus venyy kuitenkin jo turhankin leveäksi ja mikäli tuloskäännä tulee läpi odotustemme mukaisesti näemme nousupainetta arviossamme yhtiön käyvästä arvosta. Suhtaudumme KH-Koneiden liiketoimintaan ja sen kasvuun arvoa luovana, minkä seurauksena tasepohjainen arvostus (2024 P/B: 1,1x) antaa nykytasolla mielestämme selkänöjää arvostuksen alle.

Käänneyhtiöstatus heijastuu Indoorin arvostuksessa

Käyttökatteella mitattuna Indoor vaikuttaa 2024 ennusteillamme edulliselta, joskin korkean poisto/käyttökate suhteen vuoksi kerroin voi johtaa harhaan ja nettotulosennusteemme onkin tappiollinen. Indoor on historiallisesti tehnyt korkeaa kannattavuutta, mutta yhtiön kohonneen riskiprofiiliin ja heikentyneen tuloskunnan vuoksi pidämme perusteltuna, että yhtiötä hinnoitellaan nyt tasepohjaisesti alennuksella kirja-arvoon. Lyhyellä aikavälillä ennusteriski on koholla myös hiljattain toteutetun uuden ERP-järjestelmän käyttöönoton myötä. Tuloskunnan elpyessä ja taseen vahvistuessa näemme edellytykset nykyistä korkeampaan tasepohjaiseen arvostukseen, mutta ensin yhtiön on saavutettava tuloskäännä ja todistettava liiketoiminnan elinvoimaisuus. Myös Indoorin verrokkeja hinnoitellaan pääosin alennuksella kirja-arvoon, mikä voi viestiä markkinan epäilyksistä toimialan pidemmän aikavälin arvonaluontinäkymää kohtaan. Suurin riski Indoorin liiketoimintaan ja arvostukseen liittyen on nähdäksemme, että yhtiö jää jumiin nykyiseen kalliiseen liiketoiminnan kutistamisen ja tehostamisen kierteeseen erittäin aggressiivisten kilpailijoiden vuoksi.

NRG:n arvostus tulos pohjaisesti matala, muttei syytä

NRG:n liikevaihto- ja tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat matalat, mikä selittyy yhtiön korkealla riskiprofiililla ja käänneyhtiöstatuksella. Yhtiön kestävä tulostason arviointi on nykyisillä näytöillä hankalaa, minkä kuuluu mielestämme heijastua hyväksyttävissä arvostuskertoimissa. Yhtiön tuntuva velkavivun vuoksi onnistuneella tuloskäänteellä olisi merkittävä positiivinen vaikutus oman pääoman arvoon. Tukea arvostukselle tuo kuitenkin yhtiön vahva tilauskanta (johdon mukaan yhtiö myy jo vuotta 2025), jonka turvin se kykenee vahvistamaan tasettaan ja rauhassa edistämään kestävä tuloskäännettä.

KH-Koneet	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,3
EV/Käyttökate	10,0	7,2	5,7	4,6
EV/Oik. Liikevoitto	10,8	7,7	6,2	5,2
Oik. P/E	12,7	8,6	7,0	5,4
P/B	1,1	1,0	0,9	0,8

Indoor Group	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/Käyttökate	5,3	3,6	3,3	2,7
EV/Liikevoitto	-19,3	19,4	14,9	10,5
Oik. P/E	-1,8	180,9	13,4	5,5
P/B	0,5	0,5	0,5	0,4

NRG	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/Käyttökate	5,1	6,4	7,4	7,0
EV/Oik. Liikevoitto	5,8	7,7	9,3	8,8
Oik. P/E	4,1	6,8	9,4	7,5
P/B	-16,8	-4,9	-2,6	-1,8

Verrokkiryhmän arvostus 1/2

KH -Koneiden verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
UNITED RENTALS	43288	54590	14,2	13,5	8,4	8,0	4,0	3,8	16,3	15,0	5,4
H&E EQUIPMENT SERVICES	1524	2913	13,1	12,4	4,8	4,6	2,1	2,0	12,9	11,2	2,6
MCGRATH RENTCORP	2354	3068	15,0	13,7	9,9	9,3	3,9	3,7	23,5	17,3	NA
SPEEDY HIRE	207	439	14,0	11,5	3,9	3,6	0,9	0,9	14,5	10,2	0,8
VP	320	540	9,3	9,0	4,1	4,1	1,2	1,2	9,3	8,9	1,5
WETTERI OYJ	67	220	16,6	14,4	8,4	6,9	0,4	0,3	26,0	13,5	1,7
BILIA A	1050	1777	13,4	11,3	8,1	7,1	0,5	0,5	11,6	9,4	2,3
KH Koneet (Inderes, FAS)	46	68	10,8	7,7	10,0	7,2	0,5	0,4	12,7	8,6	1,1
Keskiarvo			11,9	10,7	5,9	5,4	1,6	1,5	14,3	10,7	2,0
Mediaani			13,7	11,9	6,5	5,8	1,1	1,0	13,7	10,7	1,7
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-21 %	-35 %	56 %	24 %	-56 %	-62 %	-7 %	-19 %	-36 %

Indoorin verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
SURTECO GROUP (XET)	223	570	12,9	9,6	5,4	4,8	0,6	0,6	11,4	7,4	0,6
NOBIA	312	682	295,3	21,5	19,3	6,3	0,7	0,7	-6,3	62,8	0,6
MAISONS DU MONDE	143	803	26,5	17,3	4,2	3,9	0,7	0,7	21,2	7,2	0,2
LEON'S FURNITURE	1239	1416	11,2	10,4	7,1	6,8	0,8	0,8	13,7	12,6	NA
WILLIAMS-SONOMA	16132	14990	13,2	12,1	11,2	10,3	2,1	2,1	19,0	16,8	8,6
Indoor Group (Inderes, IFRS)	46	79	-19,3	19,4	5,3	3,6	0,5	0,4	-1,8	180,9	0,5
Keskiarvo			71,8	14,2	9,4	6,4	1,0	1,0	11,8	21,4	2,5
Mediaani			13,2	12,1	7,1	6,3	0,7	0,7	13,7	12,6	0,6
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				60 %	-25 %	-42 %	-36 %	-41 %		1335 %	-9 %

Verrokkiryhmän arvostus 2/2

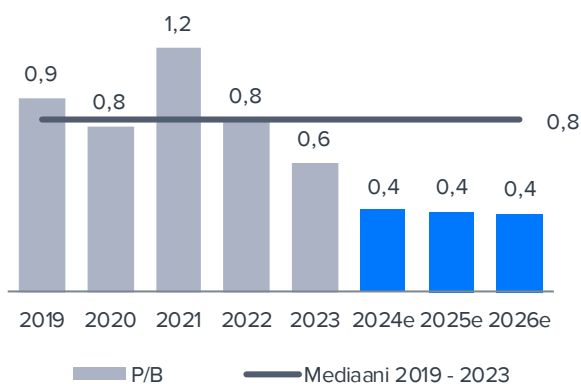
NRG:n verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
ROSENBAUER INTL.	261	765	13,1	10,7	8,6	7,4	0,6	0,6	12,7	8,2	1,3
OSHKOSH	6075	7434	7,1	7,3	6,2	6,2	0,8	0,8	8,8	8,7	1,6
REV GROUP	1369	1535	25,1	9,9	10,6	8,5	0,7	0,7	18,4	13,6	3,7
NRG (Inderes, FAS)	6	18	5,8	7,7	5,1	6,4	0,4	0,4	4,1	6,8	-16,8
Keskiarvo			15,1	9,3	8,5	7,4	0,7	0,7	13,3	10,2	2,2
Mediaani			13,1	9,9	8,6	7,4	0,7	0,7	12,7	8,7	1,6
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-55 %	-22 %	-41 %	-14 %	-42 %	-43 %	-67 %	-22 %	

Arvostustaulukko

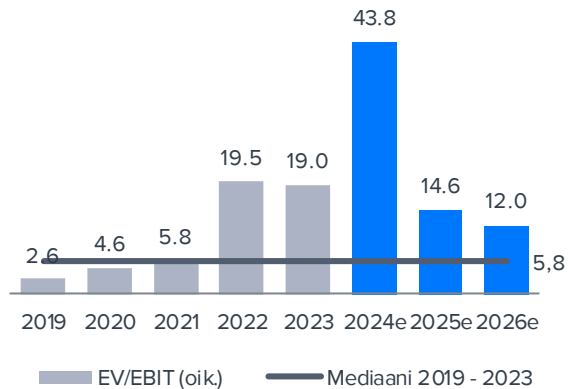
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,28	1,08	1,92	1,18	0,81	0,57	0,57	0,57	0,57
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	58,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	74	63	112	69	47	33	33	33	33
Yritysarvo (EV)	42	54	116	232	205	170	163	155	151
P/E (oik.)	5,8	6,3	6,1	5,0	6,5	neg.	58,1	16,6	7,5
P/E	5,8	6,3	6,1	5,0	neg.	neg.	58,1	16,6	7,5
P/B	0,9	0,8	1,2	0,8	0,6	0,40	0,39	0,4	0,4
P/S	>100	19,6	9,7	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	83,3	16,9	10,1	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,6	4,6	5,8	19,5	6,4	4,1	4,4	4,0	3,5
EV/EBIT (oik.)	2,6	4,6	5,8	19,5	19,0	43,8	14,6	12,0	9,4
Osinko/tulos (%)	83,5 %	23,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	14,5 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

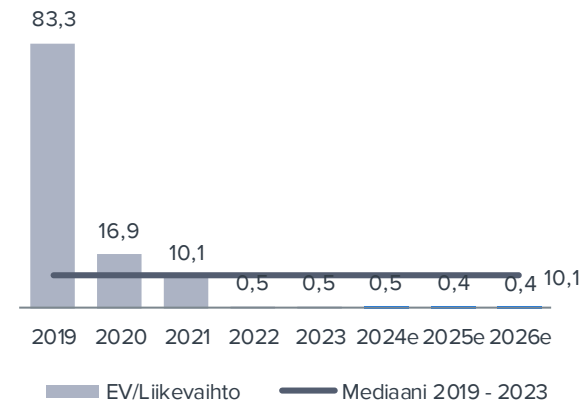
P/B



EV/EBIT



EV/Liikevaihto



DCF -laskelma 1/3, KH-Koneet

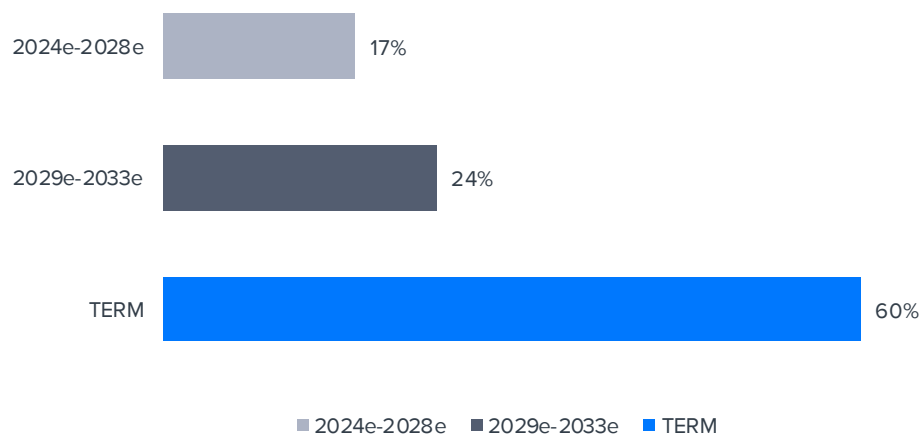
DCF-laskelma KH-Koneet (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,2 %	-14,9 %	-12,0 %	6,0 %	10,0 %	18,0 %	14,0 %	12,0 %	6,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,0 %	3,7 %	3,1 %	4,0 %	5,3 %	5,3 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto (oik.)	9,7	6,1	4,6	6,1	9,0	10,7	11,4	12,8	13,6	13,9	12,8	11,5	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,7	2,2	2,3	2,5	3,0	3,4	3,8	4,1	4,2	4,3	4,3	
- Maksetut verot	-1,9	-1,6	-1,3	-1,6	-1,8	-2,1	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	
- Käyttöpääoman muutos	-11,9	-5,2	2,0	0,1	-1,5	-7,2	-5,9	-7,7	-4,3	-1,9	-1,6	-1,2	
Operatiivinen kassavirta	-2,4	1,4	7,5	7,0	8,2	4,4	7,2	7,2	11,4	14,2	13,8	13,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,4	0,0	-4,8	-0,9	-4,4	-4,0	-5,0	-4,7	-4,6	-4,3	-4,6	-4,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,8	1,3	2,7	6,1	3,8	0,4	2,2	2,4	6,9	9,9	9,1	8,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-9,8	1,3	2,7	6,1	3,8	0,4	2,2	2,4	6,9	9,9	9,1	8,7	110
Diskontattu vapaa kassavirta			2,6	5,4	3,1	0,3	1,5	1,5	3,8	5,1	4,2	3,7	46,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			77,6	75,0	69,6	66,5	66,2	64,7	63,3	59,4	54,4	50,1	46,4
Velaton arvo DCF			77,6										
- Korolliset velat													-26,5
+ Rahavarat													0,0
- Vähemmistöosuus													0,0
- Osinko/pääomapalautus													0,0
Oman pääoman arvo DCF													51,2

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksottain



DCF -laskelma 2/3, Indoor Group

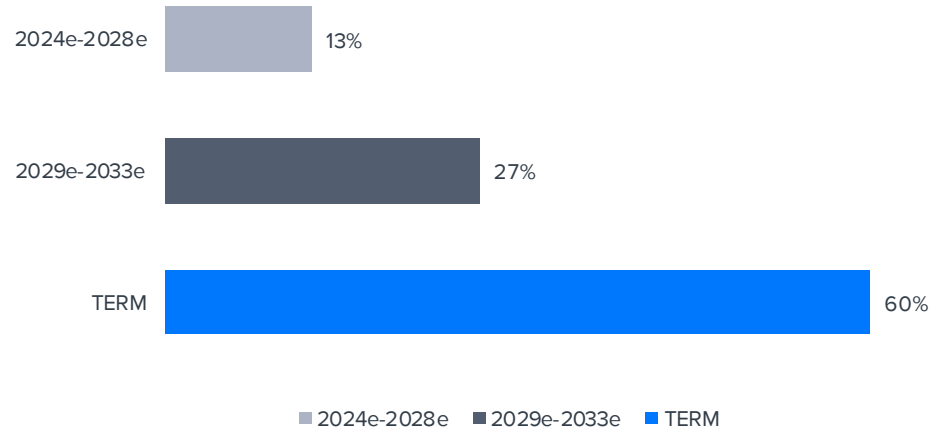
DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-6,2 %	-3,1 %	-9,8 %	1,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %
Liikevoitto-%	0,5 %	0,6 %	-0,7 %	2,2 %	2,7 %	3,3 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	1,0	1,1	-1,1	3,7	4,7	5,9	7,9	8,0	8,0	8,2	8,3	7,9	
+ Kokonaispoistot	19,3	20,9	16,0	16,1	16,5	16,9	17,4	17,7	18,1	18,4	18,7	18,8	
- Maksetut verot	-0,2	-0,2	0,2	-0,7	-0,9	-1,2	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,6	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	8,6	-4,2	-1,6	-5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	13,7	26,2	10,9	17,5	14,9	21,7	23,7	24,1	24,5	24,9	25,3	25,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-20,9	-20,5	-11,9	-14,4	-15,8	-16,3	-16,8	-16,9	-17,4	-14,4	-19,5	-19,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,2	5,7	-0,9	3,1	-1,0	5,3	6,8	7,2	7,1	10,5	5,8	6,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,2	5,7	-0,9	3,1	-1,0	5,3	6,8	7,2	7,1	10,5	5,8	6,1	94,6
Diskontattu vapaa kassavirta			-0,9	2,9	-0,8	4,3	5,1	5,0	4,6	6,4	3,3	3,2	50,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			83,6	84,5	81,6	82,4	78,2	73,1	68,0	63,4	57,0	53,7	50,5
Velaton arvo DCF			83,6										
- Korolliset velat			-76,9										
+ Rahavarat			8,6										
- Vähemmistöosuus			0,0										
- Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			15,2										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



DCF -laskelma 3/3, NRG

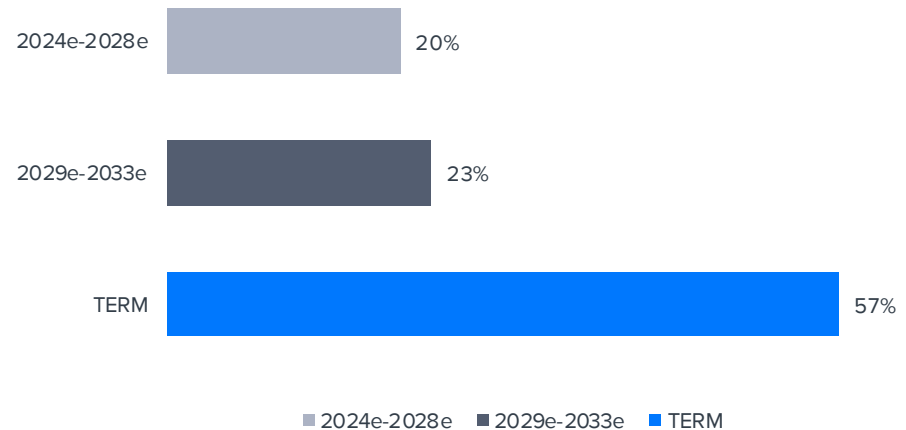
DCF-laskelma NRG (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	11,0 %	-8,4 %	15,7 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	-4,7 %	5,2 %	7,9 %	5,9 %	4,9 %	4,9 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	-8,7	0,9	1,4	0,6	0,2	0,3	0,9	1,7	1,7	1,8	1,8	1,6	
+ Kokonaispoistot	6,7	1,1	2,0	2,1	2,1	2,1	1,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	0,0	-1,5	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	
- Käyttöpääoman muutos	-0,4	7,2	-3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-1,3	0,0	-1,0	2,2	1,9	2,0	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	1,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,5	-0,2	-1,5	1,7	1,4	1,5	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,5	-0,2	-1,5	1,7	1,4	1,5	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	20,2
Diskontattu vapaa kassavirta			-1,4	1,6	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	9,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			16,6	18,0	16,5	15,3	14,2	13,3	12,4	11,6	10,8	10,1	9,5
Velaton arvo DCF			16,6										
- Korolliset velat			-9,8										
+ Rahavarat			0,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			7,2										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	100	100	97,6	105	403	84,2	89,3	91,3	99,4	364	370	391	427
KH-Koneet	40,5	40,4	32,3	39,1	152	29,2	41,1	33,9	41,4	146	154	170	200
Indoor Group	43,6	44,0	50,6	48,1	186	37,8	37,1	47,1	46,2	168	170	174	178
HTJ	6,1	7,0	6,5	6,6	26,3	6,1	0,0	0,0	0,0	6,1	0,0	0,0	0,0
Nordic Rescue Group	9,9	8,8	8,2	11,4	38,3	11,1	11,1	10,3	11,7	44,3	45,6	46,7	47,9
Käyttökate						8,1	7,1	14,2	12,1	41,6	37,1	39,2	42,9
Poistot ja arvonalennukset						-8,8	-8,7	-8,8	-8,8	-35,1	-25,9	-26,3	-26,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	2,9	5,1	1,7	10,8	-0,7	-1,6	2,8	3,3	3,9	11,2	12,9	16,0
Liikevoitto	1,1	0,9	-6,8	1,7	-3,1	-0,7	-1,6	5,4	3,3	6,5	11,2	12,9	16,0
KH-Koneet	1,8	2,0	2,0	3,2	9,0	-0,4	2,0	1,6	2,2	5,4	6,9	8,2	10,0
Indoor Group	-0,6	-1,5	2,6	0,6	1,1	-0,3	-2,6	0,9	0,8	-1,1	3,7	4,7	5,9
HTJ	0,4	0,6	1,0	0,6	2,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Nordic Rescue Group	0,1	0,6	0,3	0,9	1,9	0,7	0,9	0,7	0,8	3,1	2,3	1,9	1,9
Kohdistamattomat erät	-0,6	-0,8	-12,7	-3,6	-17,7	-0,7	-1,9	2,2	-0,5	-0,9	-1,8	-1,8	-1,8
Nettorahoituskulut	-2,6	-3,5	-2,1	-4,1	-12,3	-3,0	-2,3	-2,9	-2,9	-11,1	-9,9	-9,1	-8,0
Tulos ennen veroja	-1,5	-2,6	-8,9	-2,4	-15,4	-3,6	-3,9	2,5	0,4	-4,6	1,3	3,8	8,0
Verot	0,5	0,4	2,2	0,2	3,3	0,3	0,0	-0,5	-0,1	-0,3	-0,3	-0,8	-1,6
Vähemmistöosuudet	0,0	1,2	3,2	0,8	5,2	0,5	1,5	-0,5	-0,4	1,1	-0,4	-1,1	-2,0
Nettotulos	-1,0	-1,0	-3,2	-1,5	-6,7	-2,8	-2,0	1,5	-0,1	-3,3	0,6	2,0	4,4
EPS (oikaistu)	-0,02	0,02	0,15	-0,03	0,12	-0,05	-0,03	-0,02	0,00	-0,10	0,01	0,03	0,08
Tunnusluvut	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%					100 %	-15,9 %	-10,9 %	-6,4 %	-5,5 %	-9,7 %	1,6 %	5,6 %	9,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%					100 %	-160,0 %	-155,2 %	-44,3 %	94,1 %	-64,1 %	187,6 %	15,7 %	24,0 %
Käyttökate-%					2,7 %	9,7 %	8,0 %	15,6 %	12,2 %	11,4 %	10,0 %	10,0 %	10,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,1 %	2,9 %	5,2 %	1,6 %	2,7 %	-0,8 %	-1,8 %	3,1 %	3,3 %	1,1 %	3,0 %	3,3 %	3,8 %
Nettotulos-%	-1,0 %	-1,0 %	-3,3 %	-1,4 %	-1,7 %	-3,3 %	-2,2 %	1,7 %	-0,1 %	-0,9 %	0,2 %	0,5 %	1,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	213	213	211	210	207
Liikearvo	37,7	39,9	39,9	39,9	39,9
Aineettomat hyödykkeet	65,3	63,8	62,3	60,7	59,1
Käyttöomaisuus	104	103	104	105	108
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,7	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,2	5,3	5,3	4,0	0,2
Vaihtuvat vastaavat	164	135	120	120	127
Vaihto-omaisuus	112	100,0	89,2	88,8	93,8
Muut lyhytaikaiset varat	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,8	23,7	12,7	12,9	13,7
Likvidit varat	26,4	11,1	18,2	18,5	19,5
Taseen loppusumma	377	348	331	330	334

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	87,8	79,3	83,4	84,0	86,0
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarat	53,4	46,6	43,3	43,8	45,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	13,0	12,9	12,9	12,9	12,9
Muu oma pääoma	0,0	0,0	12,1	12,1	12,1
Vähemmistöosuus	6,2	4,7	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	128	122	109	105	101
Laskennalliset verovelat	15,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Varaukset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	110	106	93,1	89,1	85,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,5	3,6	3,6	3,6	3,6
Lyhytaikaiset velat	161	147	139	141	147
Korolliset velat	74,4	60,4	62,1	59,4	56,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,4	86,2	76,5	81,4	89,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	377	348	331	330	334

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	11,5	428,9	403,2	364,2	369,8	EPS (raportoitu)	0,32	0,24	-0,11	-0,06	0,01
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	41,6	37,1	EPS (oikaistu)	0,32	0,24	0,12	-0,10	0,01
Liikevoitto	20,2	11,9	-3,1	6,5	11,2	Operat. kassavirta / osake	0,43	-0,64	0,75	0,93	0,71
Voitto ennen veroja	20,2	11,7	-15,4	-4,6	1,3	Vapaa kassavirta / osake	0,43	-4,17	0,17	0,36	0,27
Nettovoitto	18,4	13,8	-6,7	-3,3	0,6	Omapääoma / osake	1,61	1,40	1,29	1,44	1,45
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-13,9	2,6	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	113,3	377,0	347,7	331,4	330,1	Liikevaihdon kasvu-%	259 %	3630 %	-6 %	-10 %	2 %
Oma pääoma	93,5	87,8	79,3	83,4	84,0	Käyttökateen kasvu-%	73 %	-41 %	168 %	30 %	-11 %
Liikearvo	0,0	37,7	39,9	39,9	39,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	73 %	-41 %	-9 %	-64 %	188 %
Nettovelat	4,7	158,2	154,9	137,0	130,0	EPS oik. kasvu-%	86 %	-25 %	-48 %	-182 %	-110 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	175,7 %	2,8 %	7,9 %	11,4 %	10,0 %
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	41,6	37,1	Oik. Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	2,7 %	1,1 %	3,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,8	-55,7	14,0	12,0	5,2	Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	-0,8 %	1,8 %	3,0 %
Operatiivinen kassavirta	24,9	-37,3	43,4	54,0	41,3	ROE-%	21,5 %	15,8 %	-8,5 %	-4,2 %	0,7 %
Investoinnit	-0,2	-207,3	-35,1	-33,4	-25,8	ROI-%	22,8 %	6,4 %	-1,2 %	2,7 %	4,7 %
Vapaa kassavirta	24,7	-242,1	9,8	20,9	15,4	Omavaraisuusaste	82,5 %	23,3 %	22,8 %	25,2 %	25,5 %
						Nettovelkaantumisaste	5,0 %	180,2 %	195,2 %	164,2 %	154,7 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	10,1	0,5	0,5	0,5	0,4						
EV/EBITDA	5,8	19,5	6,4	4,1	4,4						
EV/EBIT (oik.)	5,8	19,5	19,0	43,8	14,6						
P/E (oik.)	6,1	5,0	6,5	neg.	58,1						
P/B	1,2	0,8	0,6	0,4	0,4						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suosituksien historia (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/12/2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
04/03/2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17/03/2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
06/05/2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18/08/2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
04/11/2022	Osta	1,40 €	1,14 €
16/12/2022	Osta	1,40 €	1,17 €
21/02/2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
01/03/2023	Lisää	1,20 €	1,08 €
05/05/2023	Osta	1,20 €	1,03 €
18/08/2023	Lisää	1,05 €	0,95 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
30/10/2023	Lisää	0,90 €	0,77 €
02/11/2023	Lisää	0,90 €	0,79 €
11/03/2024	Lisää	0,80 €	0,68 €
22/03/2024	Lisää	0,95 €	0,85 €
02/05/2024	Lisää	0,80 €	0,70 €
07/05/2024	Vähennä	0,65 €	0,61 €
10/06/2024	Lisää	0,72 €	0,64 €
12/08/2024	Vähennä	0,60 €	0,58 €
19/08/2024	Lisää	0,65 €	0,57 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**