

KH Group

Yhtiöraportti

04.11.2024 8.15 EET



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kannattavuus piti pintansa

KH Groupin suurimpien tytäryhtiöiden Q3-kannattavuudet pitivät pintansa odotuksiamme paremmin, mutta NRG:n vakuuttava käänne meni tauolle heikon tuloskehityksen myötä. Ennustemuutokset jäivät kokonaisuudessaan raportin yhteydessä pieniksi. Näemme edelleen selvää piiloarvoa KH Groupin taseessa osien summa -laskelmamme viitoittaessa nykyistä kurssitasoa korkeampaa arvoa. Tarkistamme tavoitehintamme 0,68 euroon (aik. 0,65 eur) ja toistamme lisää-suosituksen.

KH-Koneiden ja Indoor Groupin kannattavuudet pitivät pelättyä paremmin pintansa

KH-Koneet saavutti haastavasta liiketoimintaympäristöstä huolimatta Q3:lla kasvua ja yhtiön kannattavuus säilyi lähes vertailukauden tasolla ylittäen odotuksemme. Yhtiön mukaan kasvu painottui konevuokraukseen, mutta oletamme yhtiön voittaneen markkinaosuutta myös konekaupassa. Indoor Groupin liikevaihto laski odotetusti kutistuneen markkinan ja supistuneen myymäläverkoston myötä. Indoor Groupin 1,8 MEUR:n liiketulos heikkeni vahvan vertailukauden tasolta, mutta kehittyi odotuksiimme ja erittäin heikkoon alkuvuoteen nähden myönteisesti. Nordic Rescue Groupin neljännes oli yllättävän heikko, sillä 2024 täydestä tilauskannasta ja kasvaneesta organisaation koosta huolimatta liikevaihto laski 26 % vertailukaudesta ja tulos kääntyi tappiolliseksi. KH Group kirjasi Q3:lla 2,6 MEUR:n erän HTJ:n myyntivoittoon liittyen. KH Groupin matka kohti KH-Koneiden ympärille rakennettavaa kokonaisuutta eteni kvartaalin aikana HTJ-myyntiin toteuduttua. HTJ:n myyntin myötä emoyhtiön taseasema vahvistui selvästi ja kvartaalin lopussa emolla oli 11,3 MEUR:n nettokassa. Emme odota yhtiön jakavan osinkoa, vaan säilyttävän rahavarat tytäryhtiöiden tukemista varten.

Ohjeistus ei kestä alkuvuoden kaltaista suoritusta Indoorilta

KH Group toisti nykyiselle konsernirakenteelle tarkoitetun 340-360 MEUR:n liikevaihto- ja 4-7 MEUR:n oikaistun liiketulosohjeistuksensa. Raportin yhteydessä ennustemuutoksemme jäivät pieniksi KH-Koneiden ja Indoor Groupin kohdalla, mutta laskimme NRG:n lähivuosien tulosehdotteita 10-14 % heikkojen Q3 -lukujen myötä. Kuluvan vuoden ennusteemme asettuvat nykyisellä konsernirakenteella (huom: HTJ mukana virallisissa konsernitason luvuissa Q1'24) 351 MEUR:oon liikevaihdon ja 4,1 MEUR:oon liiketuloksen osalta. Tulosehdotteemme on ohjeistushaarukan alarajalla ja näemme riskin negatiiviselle tulosvaroitukselle, mikäli viimeinen neljännes menee jonkin tytäryhtiön osalta penkin alle. Odotamme kuluvan vuoden jäävän syklin pohjavuodeksi ja KH Groupin saavuttavan huomattavasti vahvemman tulostason jatkossa. Vahvistuvan operatiivisen tulostason ohella korkojen lasku vaikuttaa KH Groupin nettotulokseen erityisen myönteisesti konsernin merkittävän velkavivun takia.

Markkina ei anna Indoorille enää arvoa

Osien summa -laskelmamme indikoi KH Groupille 0,84 euron osakekohtaista arvoa. Mielestämme KH Groupin omistuksissa on kiistatta arvoa ja nähdäksemme arvo ylittää nykyisen kurssitason ilman tuskailtavaa Indooriakin. Indoorin taseriskin realisoituminen söisi arvoa ja rajaisi osakkeen nousuvaraa, mutta emoyhtiö ei ole vastuussa Indoorin veloista (emolla on nettokassa HTJ:n myyntin myötä). Tästä johtuen Indoor painaa kokonaisuuden arvoa vain, jos pääomaa allokoidaan heikosti yhtiön suuntaan tai jos Indoorin vaikeudet vievät johdon huomioita merkittävästi pois muista tytäryhtiöistä. KH-Koneiden arvon kannalta näytöt kannattavuuden parantumisesta Ruotsissa ovat tarinan kannalta keskeisiä, josta olemmekin kuluvan vuoden aikana saaneet näyttöjä.

Suositus

Lisää

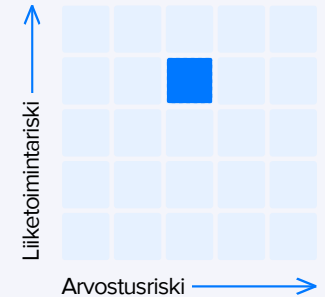
(aik. Lisää)

0,68 EUR

(aik. ,65 EUR)

Osakekurssi:

0,60



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	403	357	360	380
kasvu-%	-6 %	-11 %	1 %	6 %
EBIT oik.	10,8	4,2	10,6	12,5
EBIT-% oik.	2,7 %	1,2 %	3,0 %	3,3 %
Tulos ennen veroja	-15,4	-6,9	0,7	3,4
Nettotulos	-7,0	-5,0	0,2	1,7
EPS (oik.)	0,12	-0,02	0,00	0,03
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E (oik.)	6,5	neg.	>100	20,5
P/B	0,6	0,4	0,4	0,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	40,0	15,4	12,6
EV/EBITDA	6,4	4,4	4,5	4,0
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5	0,4

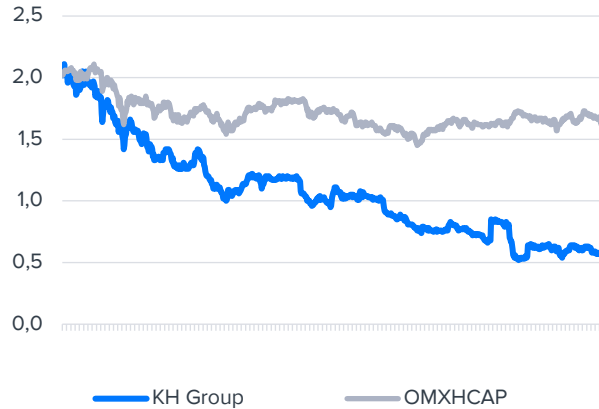
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

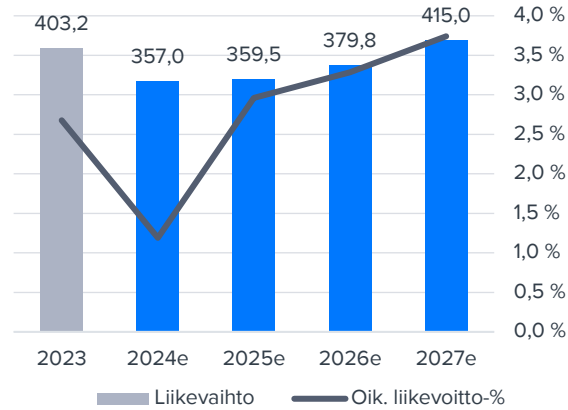
KH Group arvioi 2024 pro forma liikevaihdoksi 340–360 MEUR ja liikevoitoksi 4–7 MEUR sisältäen Viron kiinteistökaupasta kirjatun liikevoiton. Ohjeistus ei huomioi HTJ:tä

Osakekurssi



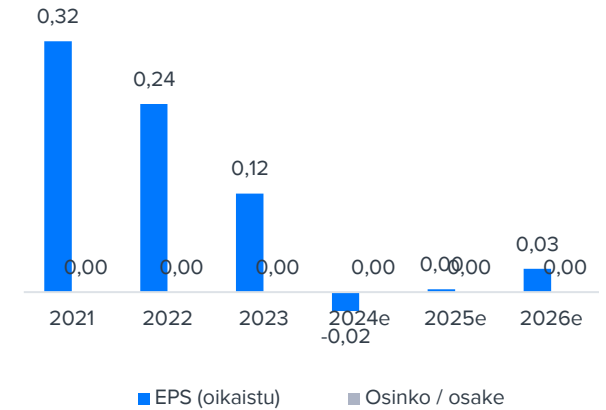
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Omistusten määrätietoinen kehittäminen
- Yritysjärjestelyt
- Nykyisen omistusrakenteen purkaminen



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,60	0,60	0,60
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	170	164	157
P/E (oik.)	neg.	>100	20,5
P/E	neg.	>100	20,5
P/B	0,4	0,4	0,4
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,4	4,5	4,0
EV/EBIT (oik.)	40,0	15,4	12,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Suurten tytäryhtiöiden kannattavuus piti pintansa

KH-Koneiden suoritus oli väkivahva

KH-Koneiden Q3 -liikevaihto kasvoi 4 % 33,6 MEUR:oon, mikä oli linjassa ennusteidemme kanssa. Arviomme mukaan yhtiön kohdemarkkina kutistui katsauskauden aikana sekä Suomessa että Ruotsissa, mikä kielii markkinaosuuksien voittamisesta. Kasvua ajoi onnistumiset konevuokrauksessa, joka on heikossa suhdanteessa pitänyt pintansa konekauppaa paremmin. KH-Koneiden myyntikatteet pysyivät kummassakin toimintamaassa yhtiön mukaan vakaina. Tämän myötä liiketuloksen lievä lasku 1,9 MEUR:oon johtuu nähdäksemme kasvupanostuksista ja vertailukautta tuhdimmasta kulurakenteesta. Suhtaudumme myönteisesti KH-Koneiden hallittuun kasvuhakuisuuteen heikossa suhdanteessa, sillä kilpailijoiden haasteet voivat nähdäksemme avata houkuttelevia taskuja markkinalla ja yritysostomahdollisuuksia.

Indoor Groupin kannattavuus piti odotettua paremmin pintansa

Indoor Groupin liikevaihto kehittyi odotetun vaisesti

erittäin heikon huonekalumarkkinan keskellä. Liikevaihto laski 9 % 46 MEUR:oon, mikä jäi aavistuksen ennusteestamme. Suomen ALV-kannan nosto syyskuussa rasitti koko toimialaa katsauskauden aikana. Yhtiön mukaan Askon kokonaisynti laski, mutta ketjun liikevaihto verkkokaupassa kasvoi katsauskaudella. Sotkan myynti puolestaan laski. Indoor Groupin 1,8 MEUR:n oikaistu liiketulos ylitti selvästi 0,9 MEUR:n ennusteemme kausiluontoisesti tärkeällä neljänneksellä. Yhtiö on kyennyt puolustamaan kannattavuuttaan kulusäästöillä, mutta hyötyi myös siitä, ettei uuden toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotto aiheuttanut alkuvuoden kaltaista tehottomuutta. Indoorin rahoituksen kovenanttiehdot eivät täytyneet Q3:n lopussa, mikä nostattaa yhtiön taseriskiä.

Kvartaali osoitti mutkia NRG:n käännetarinassa

Nordic Rescue Groupin Q3 jäi yllättävän vaisuksi ja alitti selvästi odotuksemme niin liikevaihdon kuin tuloksen osalta. NRG:n henkilöstömäärä oli katsauskaudella kasvanut 9 % vertailukaudesta, mikä korosti laskevan liikevaihdon vaikutusta

kannattavuuteen. KH Groupin mukaan NRG:n 2024 tuotantokapasiteetti on myyty loppuun ja kvartaalin aikana myynti kehittyi odotetusti, mutta siitä huolimatta Q3-liikevaihto laski 26 % vertailukaudesta. Konsernin mukaan taustalla oli matala määrä asiakastoimituksia, mutta myös huoltoliiketoiminta jäi vertailukaudesta. Johdon haastattelun perusteella NRG:n kvartaali näytti lukujen valossa todellisuutta heikommalta ajoituksellisten tekijöiden takia.

Emoyhtiöllä on hyvä nettokassa HTJ-kaupan myötä

KH Group -konserni teki Q3:lla 2,8 MEUR:n nettotuloksen, josta 2,6 MEUR syntyi tytäryhtiö HTJ:n myynnistä kirjattavaan voittoon liittyen. HTJ:n myynnin myötä emoyhtiöllä oli katsauskauden lopussa 11,3 MEUR:n nettokassa, jolla se voi tarpeen tullen tukea tytäryhtiöitään. Katsauskauden aikana KH Group teki 0,5 MEUR:n lisäsjoituksen NRG:hen muiden omistajien rinnalla. Indoor Groupin yskiessä konsernitason pääoman allokoitint päätökset nousevat erityisen keskeiseen rooliin. Arviomme mukaan KH-Koneille voi heikossa syklissä syntyä houkuttelevia investointimahdollisuuksia, mutta tarve/houkutus rahoittaa muita tytäryhtiöitä voi nousta suureksi.

Liikevaihto MEUR	Q3'23 Vertailu	Q3'24 Toteutunut	Q3'24e Inderes	Kasvu Ennuste	Kasvu Tot.	Erotus (%) Tot. vs. inderes
Indoor Group	50,6	46,0	47,1	-7 %	-9 %	-2 %
KH-Koneet Group	32,3	33,6	33,9	5 %	4 %	-1 %
Nordic Rescue Group	8,2	6,1	10,3	26 %	-26 %	-41 %
Oik. Liikevoitto (IFRS) MEUR	Q3'23 Vertailu	Q3'24 Toteutunut	Q3'24e Inderes	Kasvu Ennuste	Kasvu Tot.	Erotus (%) Tot. vs. inderes
Indoor Group	2,6	1,8	0,9	-64 %	-31 %	91 %
KH-Koneet Group	2,0	1,9	1,6	-19 %	-5 %	17 %
Nordic Rescue Group	0,3	0,0	0,7	141 %		
Kohdistamattomat kulut	-0,8	-0,4	-0,5			

Lähde: Inderes. HUOM: Vertailukauden luvut ovat pro forma

KH Group Q3'24: Oikeaan suuntaan



Odotuksia alas NRG:n suhteen

Muutokset NRG:n kasvuodotuksissa ajoivat ennustemuutoksia

Laskimme NRG:n kasvuennusteitamme 10 % yhtiön Q3-liikevaihdon jäätyä selvästi odotuksistamme. Q3:n heikko suoritus oli jokseenkin yllättävä kasvanut henkilöstömäärä ja tuhti tilauskanta huomioiden. Johdon kommenttien perusteella ajoitukselliset tekijät ja kesälomakausi heikensivät NRG:n Q3 -suoritusta. Mikäli heikon kvartaalin taustalla oli ainoastaan ajoitukselliset tekijät, voi kulunut neljännes pedata vahvoja Q4-lukuja. Odotamme NRG:n tulostason elpyvän Q4:llä, mutta jäävän vahvan vertailukauden tasosta.

KH-Koneissa ja Indoor Groupissa ei suurempia ennustemuutoksia

KH-Koneet ja Indoor Group yllättivät kumpikin myönteisesti Q3:lla suhteellisen kannattavuutensa

suhteen. Raportti ei kuitenkaan mielestämme aiheuttanut tarvetta oleellisille ennustemuutoksille, sillä yhtiöiden liiketoimintaympäristö ei ole vielä tässä vaiheessa osoittanut oleellisia merkkejä elpymisestä, mitä lähivuosien myönteistä kehitystä viitoittavat ennusteemme kuitenkin edellyttävät.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
Liikevaihto (MEUR)	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Indoor Group	168	166	-1 %	170	168	-1 %	174	172	-1 %
KH Koneet	146	145	0 %	154	151	-2 %	170	166	-2 %
NRG	44,3	39,8	-10 %	45,6	41,0	-10 %	46,7	42,0	-10 %
Oik. Liiketulos (MEUR)									
Indoor Group	-1,1	-0,3		3,7	3,7	-1 %	4,7	4,6	-1 %
KH Koneet	5,4	5,6	5 %	6,9	6,8	-2 %	8,2	8,0	-2 %
NRG	3,1	2,3	-25 %	2,3	2,0	-14 %	1,9	1,7	-10 %
Kohdistamattomat kulut	-1,8	-1,8		-1,8	-1,8	0 %	-1,8	-1,8	0 %

Lähde: Inderes

Muutokset osien summa -laskelmassamme

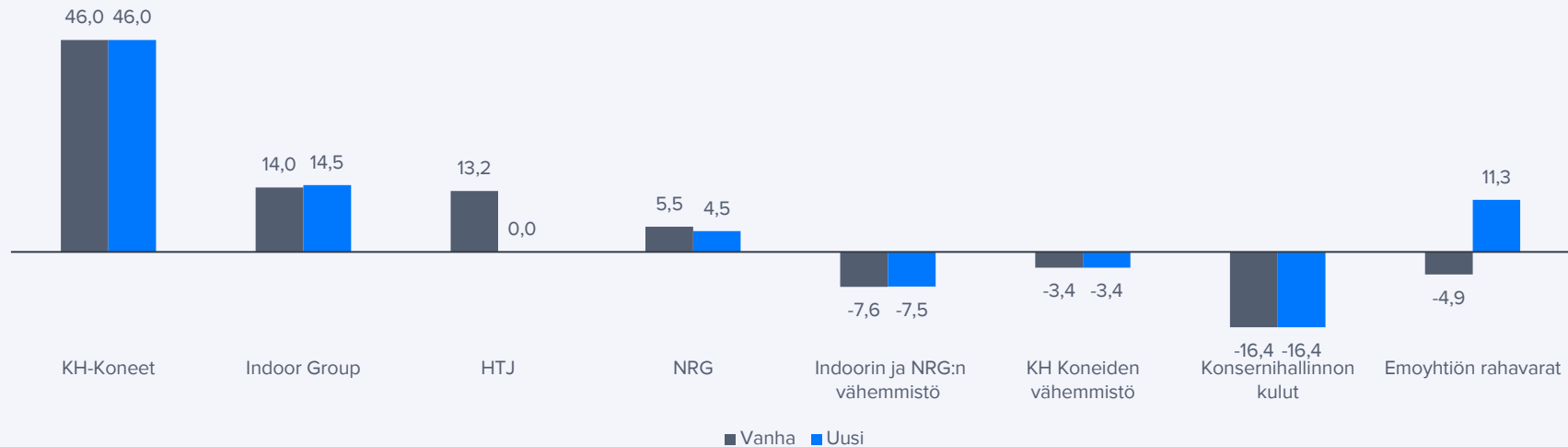
NRG:n arvoa alas, Indooria lievästi ylös

Laskimme NRG:n käypää arvoa osien summa -laskelmassamme odotettua heikomman osavuositarkastuksen myötä. Pudotus käyvässä arvossa saattaa vaikuttaa tuntuvalta, mutta käänneyhtiöstatus ja velkainen tase tekevät yhtiön käyvästä arvosta erityisen herkän muutoksille taustaoletuksissa.

Nostimme lievästi näkemystämme Indoor Groupin käyvästä arvosta yhtiön kohtuullisen kannattavuuden ansiosta. Näkemyksemme yhtiön käyvästä arvosta on maltillinen Indoorin historialliseen tulostasoon peilattuna, mutta suurempi myönteinen muutos edellyttäisi taseriskien vahvistamista ja näyttöjä kyvystä vuositason voittolisen tuloksen saavuttamisesta.

Olemme lisäksi poistaneet HTJ:n käyvän arvon laskelmastamme tytäryhtiön myynnin toteuduttua.

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 ja konsernihallinnon

kulut. HTJ:n toteutuneen kaupan myötä laskelmamme ei enää huomioi yhtiötä erikseen.

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	53,7	46,0	21,5	67,5
Indoor Group	16,7	14,5	63,8	78,3
HTJ		0,0		23,0
NRG	5,1	4,5	12,8	17,3
- Indoorin ja NRG:n vähemmistö		-7,5		
- KH Koneiden vähemmistö		-3,4		
- Konsernihallinnon kulut		-16,4		
+ Emoyhtiön nettokassa		11,3		
= Osien summa		49,1		
Konsernin nykyinen markkina-arvo		35,0		
Alennus osien summaan		-29 %		
Osien summan indikoima osakekohtainen arvo		0,84 €		

Tytäryhtiöiden 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 neutraalilta/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 arvonmäärittämisemme 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 tase pohjainen 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 tase pohjaisesti alennuksella kirja-arvoon. Tuloskunnan elpymässä ja taseen vahvistuessa näemme edellytykset nykyistä korkeampaan tase pohjaiseen 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 arvonluontinäkömää kohtaan. Suurin riski Indoorin liiketoimintaan ja arvostukseen liittyy on nähdäksemme, että yhtiö jää jumiin nykyiseen kalliiseen liiketoiminnan kutistamisen ja tehostamisen kierteeseen erittäin aggressiivisten kilpailijoiden vuoksi.

NRG:n arvostus tulos pohjaisesti matala, muttei syyttä

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	9,6	7,2	5,8	4,6
EV/Oik. Liikevoitto	10,3	7,7	6,3	5,2
Oik. P/E	11,9	8,7	7,1	5,8
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	5,1	3,6	3,3	2,7
EV/Liikevoitto	-24,1	19,4	14,9	10,5
Oik. P/E	-2,0	461,2	15,7	6,0
P/B	0,5	0,5	0,5	0,5

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

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	49129	61025	15,9	15,1	9,3	8,9	4,4	4,2	18,7	17,4	6,1
H&E EQUIPMENT SERVICES	1762	3156	14,5	13,5	5,1	4,9	2,3	2,2	15,7	13,6	3,0
MCGRATH RENTCORP	2571	3128	15,1	13,8	9,8	9,6	3,7	3,7	21,4	18,9	NA
SPEEDY HIRE	181	416	13,2	10,7	3,7	3,4	0,8	0,8	12,5	9,0	0,7
VP	283	505	8,6	8,8	3,8	3,9	1,1	1,2	8,2	8,7	1,3
WETTERI OYJ	60	202	20,0	14,9	8,9	7,1	0,3	0,3	-58,2	15,4	1,6
BILIA A	1043	1762	14,3	11,9	8,5	7,1	0,5	0,5	14,5	10,4	2,4
KH Koneet (Inderes, FAS)	46	67	10,3	7,7	9,6	7,2	0,5	0,4	11,9	8,7	1,1
Keskiarvo			12,7	11,1	6,1	5,6	1,6	1,6	4,1	11,7	2,2
Mediaani			14,4	12,7	6,8	6,0	1,0	1,0	13,5	12,0	1,6
<i>Erutus-% vrt. mediaani</i>			-28 %	-39 %	41 %	20 %	-53 %	-59 %	-12 %	-28 %	-33 %

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)	274	621	14,0	10,5	5,9	5,2	0,7	0,7	14,2	9,2	0,7
NOBIA	291	659	1529,9	21,5	10,0	6,4	0,7	0,7	-10,4	34,5	0,6
MAISONS DU MONDE	157	816	61,8	17,9	4,6	4,2	0,8	0,7	-21,0	12,9	0,3
LEON'S FURNITURE	1209	1385	10,9	10,2	6,9	6,7	0,8	0,8	13,5	12,5	NA
WILLIAMS-SONOMA	15609	14444	12,5	11,6	10,6	9,9	2,0	2,1	18,5	16,4	8,3
Indoor Group (Inderes, IFRS)	46	78	-24,1	19,4	5,1	3,6	0,5	0,4	-2,0	461,2	0,5
Keskiarvo			325,8	14,3	7,6	6,5	1,0	1,0	2,9	17,1	2,5
Mediaani			14,0	11,6	6,9	6,4	0,8	0,7	13,5	12,9	0,6
<i>Erutus-% vrt. mediaani</i>				67 %	-27 %	-43 %	-37 %	-41 %		3478 %	-20 %

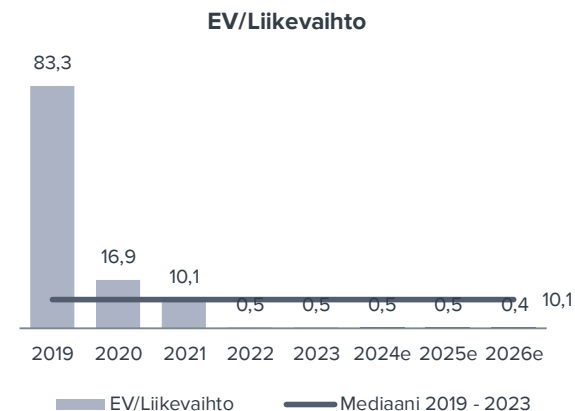
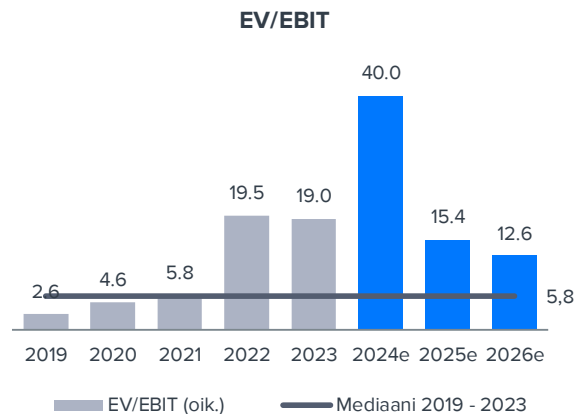
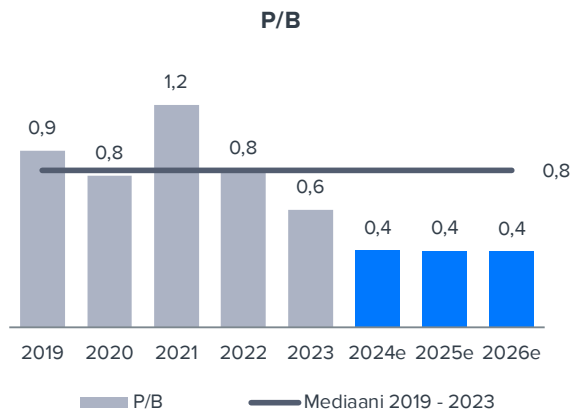
Verrokkiryhmän arvostus 2/2

NRG:n verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
ROSENBAUER INTL.	234	738	12,0	9,9	8,1	7,0	0,6	0,6	12,8	7,7	1,1
OSHKOSH	6127	7395	7,3	7,6	6,2	6,4	0,8	0,8	9,0	9,2	1,6
REV GROUP	1269	1421	22,6	9,1	9,6	7,7	0,7	0,6	16,8	12,6	3,5
NRG (Inderes, FAS)	5	17	7,6	8,9	6,5	7,3	0,4	0,4	6,7	9,2	-4,5
Keskiarvo			14,0	8,9	8,0	7,0	0,7	0,7	12,9	9,8	2,1
Mediaani			12,0	9,1	8,1	7,0	0,7	0,6	12,8	9,2	1,6
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-37 %	-3 %	-20 %	5 %	-33 %	-34 %	-48 %	0 %	

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,28	1,08	1,92	1,18	0,81	0,60	0,60	0,60	0,60
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	35	35	35	35
Yritysarvo (EV)	42	54	116	232	205	170	164	157	152
P/E (oik.)	5,8	6,3	6,1	5,0	6,5	neg.	>100	20,5	8,5
P/E	5,8	6,3	6,1	5,0	neg.	neg.	>100	20,5	8,5
P/B	0,9	0,8	1,2	0,8	0,6	0,4	0,4	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	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,6	4,6	5,8	19,5	6,4	4,4	4,5	4,0	3,6
EV/EBIT (oik.)	2,6	4,6	5,8	19,5	19,0	40,0	15,4	12,6	9,8
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



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	100	100	97,6	105	403	84,2	89,3	85,7	97,8	357	360	380	415
KH-Koneet	40,5	40,4	32,3	39,1	152	29,2	41,1	33,6	41,1	145	151	166	196
Indoor Group	43,6	44,0	50,6	48,1	186	37,8	37,1	46,0	45,2	166	168	172	176
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	6,1	11,5	39,8	41,0	42,0	43,1
Käyttökate						8,1	7,1	11,3	12,0	38,5	36,5	38,7	42,4
Poistot ja arvonalennukset						-8,8	-8,7	-8,7	-8,8	-35,0	-25,9	-26,2	-26,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	2,9	5,1	1,7	10,8	-0,7	-1,6	3,3	3,2	4,2	10,6	12,5	15,5
Liikevoitto	1,1	0,9	-6,8	1,7	-3,1	-0,7	-1,6	2,6	3,2	3,5	10,6	12,5	15,5
KH-Koneet	1,8	2,0	2,0	3,2	9,0	-0,4	2,0	1,9	2,1	5,6	6,8	8,0	9,8
Indoor Group	-0,6	-1,5	2,6	0,6	1,1	-0,3	-2,6	1,8	0,8	-0,3	3,7	4,6	5,8
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	0,0	0,7	2,3	2,0	1,7	1,7
Kohdistamattomat erät	-0,6	-0,8	-12,7	-3,6	-17,7	-0,7	-1,9	-1,1	-0,5	-4,2	-1,8	-1,8	-1,8
Nettorahoituskulut	-2,6	-3,5	-2,1	-4,1	-12,3	-3,0	-2,3	-2,3	-2,9	-10,4	-9,9	-9,1	-8,0
Tulos ennen veroja	-1,5	-2,6	-8,9	-2,4	-15,4	-3,6	-3,9	0,3	0,3	-6,9	0,7	3,4	7,5
Verot	0,5	0,4	2,2	0,2	3,3	0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,7	-1,5
Vähemmistöosuudet	0,0	1,2	3,2	0,8	5,2	0,5	1,5	0,0	-0,4	1,6	-0,4	-1,0	-1,9
Nettotulos	-1,0	-1,0	-3,2	-1,5	-6,7	-2,8	-2,0	2,8	-0,2	-2,1	0,2	1,7	4,1
EPS (oikaistu)	-0,02	0,02	0,15	-0,03	0,12	-0,05	-0,03	0,06	0,00	-0,02	0,00	0,03	0,07
EPS (raportoitu)	-0,02	-0,02	-0,06	-0,03	-0,11	-0,05	-0,03	0,05	0,00	-0,04	0,00	0,03	0,07

Tunnusluvut	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%					0,0 %	-15,9 %	-10,9 %	-12,2 %	-7,1 %	-11,5 %	0,7 %	5,6 %	9,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%					0,0 %	-160,0 %	-155,2 %	-35,4 %	89,0 %	-60,7 %	150,6 %	17,3 %	24,3 %
Käyttökate-%					2,0 %	9,7 %	8,0 %	13,2 %	12,3 %	10,8 %	10,2 %	10,2 %	10,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,1 %	2,9 %	5,2 %	1,6 %	2,7 %	-0,8 %	-1,8 %	3,8 %	3,3 %	1,2 %	3,0 %	3,3 %	3,7 %
Nettotulos-%	-1,0 %	-1,0 %	-3,3 %	-1,4 %	-1,7 %	-3,3 %	-2,2 %	3,3 %	-0,2 %	-0,6 %	0,1 %	0,4 %	1,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	213	213	211	210	208
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	103	105	107
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	4,6	1,2
Vaihtuvat vastaavat	164	135	118	117	123
Vaihto-omaisuus	112	100,0	87,5	86,3	91,2
Muut lyhytaikaiset varat	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,8	23,7	12,5	12,6	13,3
Likvidit varat	26,4	11,1	17,8	18,0	19,0
Taseen loppusumma	377	348	329	327	331

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	87,8	79,3	84,7	84,9	86,6
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	53,4	46,6	44,5	44,7	46,4
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	108	104	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	91,7	88,0	84,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,5	3,6	3,6	3,6	3,6
Lyhytaikaiset velat	161	147	136	138	144
Korolliset velat	74,4	60,4	61,1	58,7	56,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,4	86,2	75,0	79,1	87,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	377	348	329	327	331

DCF -laskelma 1/3, KH-Koneet

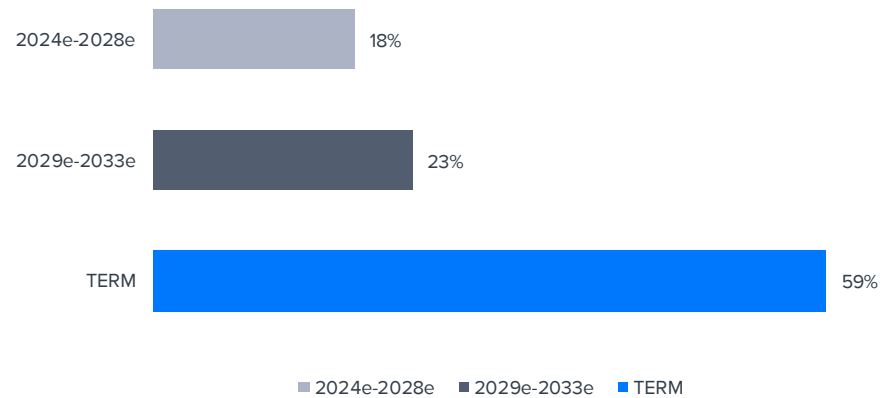
DCF-laskelma KH-Koneet (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,2 %	-14,9 %	-12,5 %	4,0 %	10,0 %	18,0 %	14,0 %	12,0 %	6,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,0 %	3,7 %	3,3 %	4,0 %	5,3 %	5,3 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto (oik.)	9,7	6,1	4,8	6,0	8,8	10,4	11,2	12,5	13,2	13,6	12,5	11,2	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,7	2,2	2,3	2,5	2,9	3,3	3,7	4,0	4,1	4,2	4,2	
- Maksetut verot	-1,9	-1,6	-1,3	-1,5	-1,8	-2,1	-1,7	-1,7	-1,9	-1,9	-1,7	-1,5	
- Käyttöpääoman muutos	-11,9	-5,2	2,3	1,0	-1,5	-7,0	-5,7	-7,5	-4,2	-1,9	-1,5	-1,2	
Operatiivinen kassavirta	-2,4	1,4	8,0	7,8	8,0	4,3	7,0	7,0	11,2	13,9	13,4	12,8	
+ 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	-7,4	0,0	-4,7	-0,6	-4,5	-3,6	-5,1	-4,4	-4,7	-3,9	-4,8	-4,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,8	1,3	3,2	7,1	3,5	0,7	1,9	2,6	6,5	9,9	8,7	8,8	
+/- 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	3,2	7,1	3,5	0,7	1,9	2,6	6,5	9,9	8,7	8,8	110
Diskontattu vapaa kassavirta			3,2	6,4	2,9	0,5	1,3	1,6	3,7	5,2	4,1	3,8	47,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			80,2	77,0	70,6	67,7	67,2	65,9	64,3	60,6	55,5	51,4	47,6
Velaton arvo DCF			80,2										
- Korolliset velat			-26,5										
+ Rahavarat			0,0										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			53,7										

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

Rahavirran jakauma jaksoittain



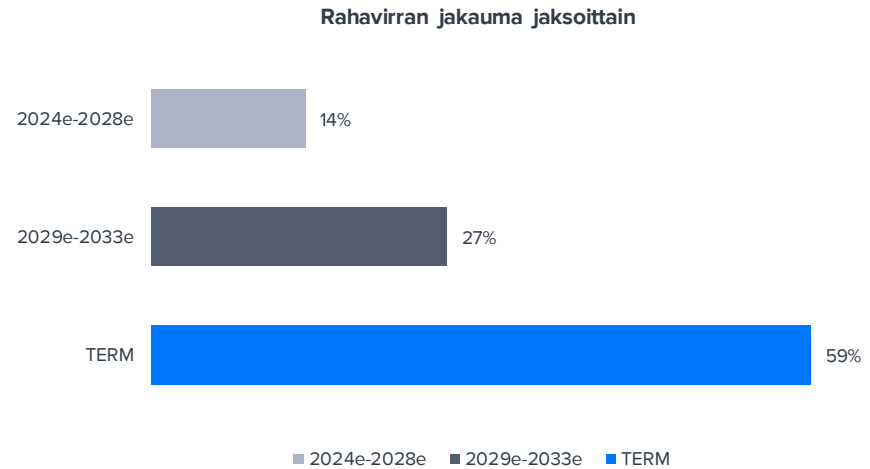
DCF -laskelma 2/3, Indoor Group

DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-6,2 %	-3,1 %	-10,8 %	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 %	-0,2 %	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	-0,3	3,7	4,6	5,8	7,8	7,9	7,9	8,1	8,2	7,8	
+ Kokonaispoistot	19,3	20,9	15,8	15,9	16,3	16,7	17,2	17,5	17,9	18,2	18,5	18,6	
- Maksetut verot	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	-0,9	-1,2	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-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	11,3	17,3	14,7	21,4	23,4	23,8	24,2	24,6	25,0	24,8	
+ 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	-20,9	-20,5	-10,9	-14,2	-15,6	-16,1	-16,6	-16,7	-17,2	-14,3	-19,3	-18,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,2	5,7	0,4	3,1	-0,9	5,3	6,8	7,1	7,0	10,4	5,7	6,0	
+/- 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	0,4	3,1	-0,9	5,3	6,8	7,1	7,0	10,4	5,7	6,0	93,4
Diskontattu vapaa kassavirta			0,4	2,9	-0,8	4,3	5,1	5,0	4,6	6,4	3,3	3,2	50,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			85,1	84,6	81,8	82,6	78,3	73,2	68,2	63,5	57,1	53,8	50,6
Velaton arvo DCF			85,1										
- Korolliset velat			-76,9										
+ Rahavarat			8,6										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			16,7										

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



DCF -laskelma 3/3, NRG

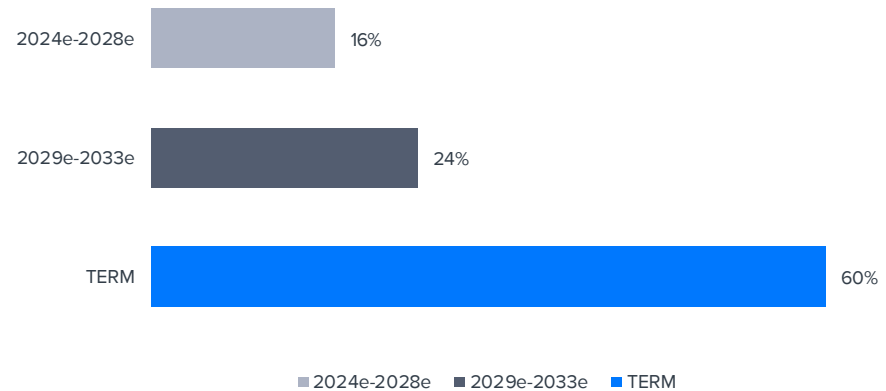
DCF-laskelma NRG (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	11,0 %	-8,4 %	4,1%	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	-4,7 %	5,2 %	6,7%	5,7 %	4,9 %	4,9 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto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

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

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	11,5	428,9	403,2	357,0	359,5	EPS (raportoitu)	0,32	0,24	-0,11	-0,04	0,00
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	38,5	36,5	EPS (oikaistu)	0,32	0,24	0,12	-0,02	0,00
Liikevoitto	20,2	11,9	-3,1	3,5	10,6	Operat. kassavirta / osake	0,43	-0,64	0,75	0,88	0,69
Voitto ennen veroja	20,2	11,7	-15,4	-6,9	0,7	Vapaa kassavirta / osake	0,43	-4,17	0,17	0,36	0,25
Nettovoitto	18,4	13,8	-6,7	-2,1	0,2	Omapääoma / osake	1,61	1,40	1,29	1,46	1,46
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-13,9	-0,7	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	113,3	377,0	347,7	328,7	326,9	Liikevaihdon kasvu-%	259 %	3630 %	-6 %	-11 %	1 %
Oma pääoma	93,5	87,8	79,3	84,7	84,9	Käyttökateen kasvu-%	73 %	-41 %	168 %	21 %	-5 %
Liikearvo	0,0	37,7	39,9	39,9	39,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	73 %	-41 %	-9 %	-61 %	151 %
Nettovelat	4,7	158,2	154,9	135,0	128,7	EPS oik. kasvu-%	86 %	-25 %	-48 %	-119 %	-114 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	175,7 %	2,8 %	7,9 %	10,8 %	10,2 %
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	38,5	36,5	Oik. Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	2,7 %	1,2 %	3,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,8	-55,7	14,0	12,5	5,2	Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	-0,8 %	1,0 %	3,0 %
Operatiivinen kassavirta	24,9	-37,3	43,4	51,0	40,3	ROE-%	21,5 %	15,8 %	-8,5 %	-2,6 %	0,2 %
Investoinnit	-0,2	-207,3	-35,1	-33,0	-25,8	ROI-%	22,8 %	6,4 %	-1,2 %	1,5 %	4,5 %
Vapaa kassavirta	24,7	-242,1	9,8	20,8	14,6	Omavaraisuusaste	82,5 %	23,3 %	22,8 %	25,8 %	26,0 %
						Nettovelkaantumisaste	5,0 %	180,2 %	195,2 %	159,4 %	151,7 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	10,1	0,5	0,5	0,5	0,5						
EV/EBITDA	5,8	19,5	6,4	4,4	4,5						
EV/EBIT (oik.)	5,8	19,5	19,0	40,0	15,4						
P/E (oik.)	6,1	5,0	6,5	neg.	>100						
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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. 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 palkitsemista 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](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

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 €
04/11/2024	Lisää	0,68 €	0,60 €

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.**