

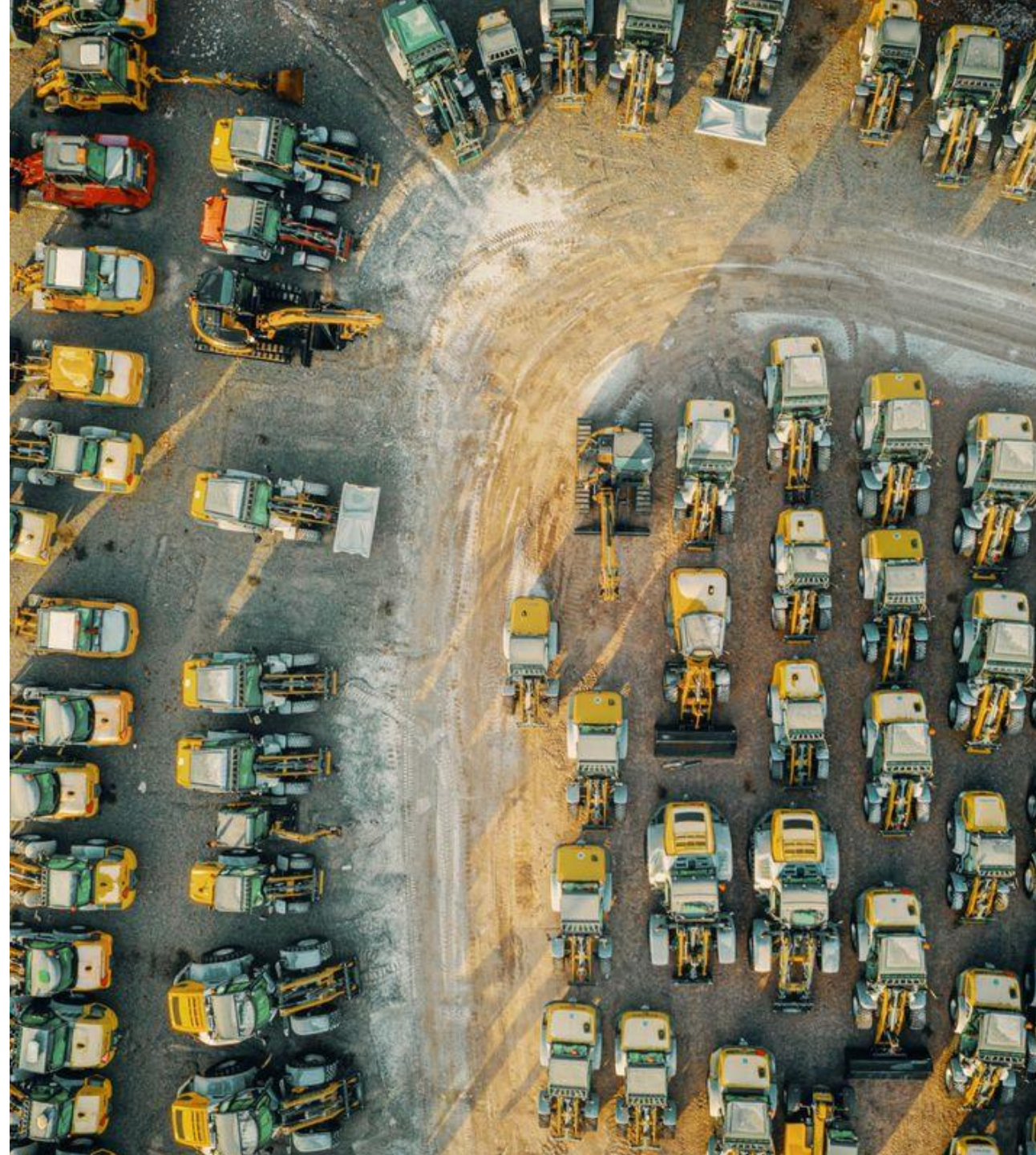
KH GROUP

24.03.2025 8.15 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Irtautumiset lähestyvät

KH Groupin Q4 noudatteli tutuksi muodostunutta kaavaa: KH-Koneet ja NRG suoriutuivat olosuhteet huomioiden hyvin, mutta Indoor Groupin tilanne heikkeni jälleen. Indoorin myyntiprosessin aloittamisen yhteydessä KH Group kirjasi alas täysimääräisesti Indoorin oman pääoman ja yhtiölle annetut pääomallinat. Nähdäksemme Indoor-omistuksen arvo on nykytilanteessa täysin spekulatiivinen, ja teimme huomattavan leikkauksen yhtiön arvoon osien summassamme. Toistamme lisää suosituksemme, mutta tarkistamme tavoitehintamme 0,65 euroon (aik. 0,68 eur).

Indoor Groupin oma pääoma alaskirjattiin täysin

Annettujen ennakkotietojen myötä KH Groupin Q4-raportti oli pääpiirteiltään jo tiedossa. KH-Koneet saavutti rakennussektorin heikkoudesta huolimatta vahvaa kasvua laajentuneen myyntiverkoston ja kasvaneen konevuokrauksen ajamana. NRG:n kasvu oli erittäin vahvaa, joskin se sai tukea ajoneuvojen toimitusten siirtymisestä kuluneelle kvartaalille. Indoor Groupin liikevaihto laski puolestaan selvästi markkinaa enemmän, eikä katsauskausi antanut vielä viitteitä uuden toiminnanohjausjärjestelmän tai toimintamallin hyödyistä. KH-Koneiden ja NRG:n kannattavuudet olivat vahvalla tasolla kasvun siivittämänä, mutta Indoorin tappiolliseksi käänntynyt liiketulos oli selvä pettymys ja heikentää luottoa yhtiön kilpailukykyä kohtaan.

Ennen tulospäivää konserni kirjasi Indoor Groupin myynnissä olevaksi varaksi, minkä yhteydessä omistuksen arvo kirjattiin käypään arvoon, joka perustuu taloudellisen neuvonantajan tekemiin markkinatunnusteluihin. Alaskirjaus kattoi Indoorin oman pääoman täysimääräisesti ja tulospuhelussa selvisi, että myös yhtiölle annettu pääomallina alaskirjattiin. KH Groupin strategia huomioiden Indoorista luopuminen on luonnollista, mutta myynnin ripeä aikataulu ja yhtiön heikko taloudellinen tila huomioiden mahdollinen myyntihinta jäänee vaisuksi.

Sijoitustarinan kannalta yhtiöstä luopumisen hopeareunus on, että se estäisi riskiksi liputtamamme tehottoman pääoman allokoinnin yhtiön suuntaan. Katsauskauden jälkeen KH Group antoikin Indoorille vielä uuden 1 MEUR:n pääomallinan, ja yhtiö lunasti KH-Koneiden vähemmistöosuuden 2 MEUR:lla.

Jatkuvien liiketoimintojen osalta odotuksissa on 2024 kaltainen vuosi

Kuluvalla vuodelle KH Group ohjeistaa jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon- ja tuloksen olevan suunnilleen vertailukauden tasolla. Ohjeistus ei sisällä Indoor Groupia, mutta johto kertoi raportoivansa Indoorin lukuja erikseen jatkossakin. NRG:n näkymiin liittyen pelastusajoneuvojen kysynnän kerrotaan heikentyneen Suomessa loppuvuodesta hyvinvointialueiden ostopäätösten viivästymisen takia. Siten tilauskannan tuoma näkyvyys on liiketoiminnan osalta vähentynyt, ja tilauskanta on supistunut edellisvuodesta. KH-Koneilta odotamme kasvun jatkuvan kuluvana vuonna, mutta NRG:n heikomman vuoden hautaavan kehitystä alleen. Päivitetyt ennusteemme ovat jatkuvien liiketoimintojen osalta linjassa ohjeistuksen kanssa. NRG:n kohdalla laskimme lähivuosien ennusteitamme aiempaa varovaisemmin viestityn näkymän myötä, kun taas Indoorin kohdalla teimme tuntuvan leikkauksen lähivuosien tulosenusteisiimme.

Indoorin arvon leikkaaminen painoi osien summaa

Osien summa -laskelmamme indikoi KH Groupille 0,80 euron osakekohtaista arvoa. Indoorin oman pääoman täyden alaskirjaamisen myötä suhtaudumme yhtiön arvoon spekulatiivisena optiona. Tarinan keskeisemmän palasen, KH-Koneiden, kannalta vahva suoritus ja vähemmistöjen lunastaminen edistää kuitenkin sijoitustarinaa. Yhtiön arvon kannalta näytöt pääoman tuoton kääntymisestä takaisin kasvuun ovat keskeisessä roolissa kansainvälisen kasvutarinan vahvistamiseksi.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

0,65 EUR

(aik. ,68 EUR)

Osakekurssi:

0,55

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	315	194	207	232
kasvu-%	-22 %	-38 %	7 %	12 %
EBIT oik.	6,0	6,9	7,7	10,7
EBIT-% oik.	1,9 %	3,6 %	3,7 %	4,6 %
Tulos ennen veroja	-3,5	0,5	1,4	4,7
Nettotulos	2,7	0,4	1,0	4,1
EPS (oik.)	-0,42	0,01	0,02	0,07
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00

P/E (oik.)	neg.	74,7	30,8	7,8
P/B	0,6	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	28,6	25,2	22,3	16,7
EV/EBITDA	5,0	8,0	8,0	7,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,9	0,8	0,8

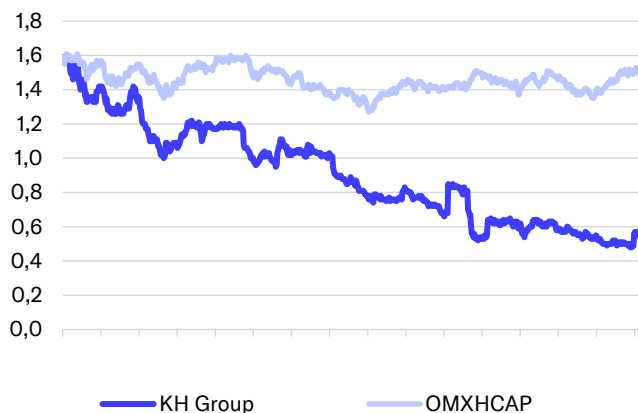
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

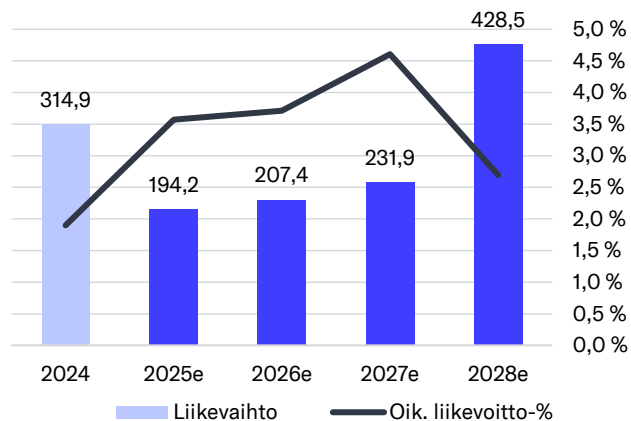
KH Group arvioi 2025 jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon ja vertailukelpoisen liiketuloksen olevan suunnilleen vertailukauden tasolla (194 MEUR ja 7,2 MEUR).

Osakekurssi



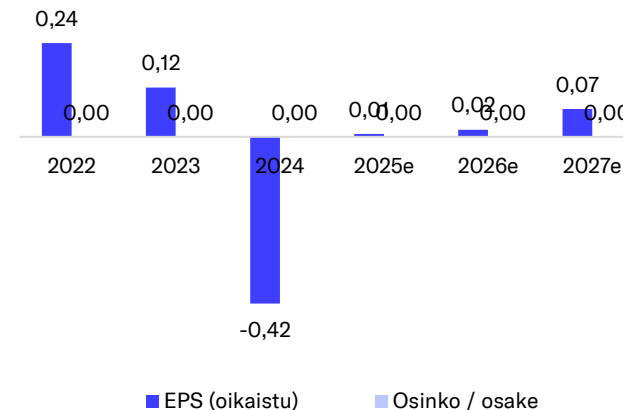
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Omistusten määrätietoinen kehittäminen
- Yritysjärjestelyt
- Nykyisen omistusrakenteen purkaminen

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	32	32	32
Yritysarvo (EV)	174	172	178
P/E (oik.)	74,7	30,8	7,8
P/E	74,7	30,8	7,8
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,2	0,2	0,1
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	8,0	8,0	7,2
EV/EBIT (oik.)	25,2	22,3	16,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Luvut olivat jo pääpiirteiltään tiedossa

Jatkuvat liiketoiminnot kasvoivat vahvasti

KH-Koneet saavutti rakennussektorin heikkoudesta huolimatta Q4:llä 17 %:n liikevaihdon kasvun laajentuneen myyntiverkoston ja kasvaneen konevuokrauksen ajamana. Johto nosti tulospuhelussa esille, ettei jakelijoiden varastotasojen täydennys ollut vahvan kasvun taustalla. NRG oli puolestaan kasvun suhteen raportin valopilku lähes 40 %:n liikevaihdon kasvullaan, joka saavutettiin käytännössä aiemmin täyteen myydyllä kapasiteetilla. Kvartaalille osui tavallista enemmän ajoneuvojen toimituksia sekä Suomessa että Ruotsissa, mikä heikentää kvartaalin vertailukelpoisuutta. Indoor Groupin liikevaihto laski 15 % vertailukaudesta, mikä alitti markkinan noin 6 %:n laskuvauhdin. Indoorin liikevaihdon supistumiseen vaikutti myymälämäärän lasku Suomessa ja Viron toimintojen lopetus, mutta haasteita esimerkiksi uuden toiminnanohjausjärjestelmän kanssa ei nostettu esille.

Jatkuvien liiketoimintojen kannattavuudet olivat hyvällä tasolla

KH-Koneiden kannattavuus jäi Q4:llä vahvan vertailukauden tasosta, vaikka myyntikatteet pysyivät konsernin mukaan molemmissa toimintamaissa lähes vertailukauden tasolla. Kannattavuutta heikensivät mm. Luulajan toimipisteen avaamiseen liittyvät kulut. KH-Koneiden kohdalla lievä lyhyen aikavälin kannattavuuden uhraaminen kasvun vahvistamiseksi vaikuttaa perustellulta. NRG:n tulospuhelussa ajoi kasvanut liikevaihto. Indoor Groupin tulosta painoi liikevaihdon lasku ja arviomme mukaan Q4:n aikana toteutetut muutosneuvottelut. Heikon tulostuksen myötä Indoor Group ei täyttänyt rahoituksensa kovenanttiehtoja syyskuun lopussa. Yhtiön välitöntä rahoitusriskiä lieventää rahoittajan kanssa tehty toukokuun loppuun asti voimassa oleva sopimus, jonka mukaan lainoja ei eräännytetä. Huonekalumarkkinan tulossykliä ajatellen Indoor Groupin myyminen nykyisillä luvuilla on kaukana ideaalista, mutta markkinan venynyt heikkous ja Indoor Groupin jatkuneet vaikeudet ovat ymmärrettävästi jättäneet KH Groupille heikon käden pelattavaksi.

KH-Koneiden vähemmistön omistus lunastettiin hyvillä ehdoilla

Katsauskauden lopussa KH Groupin nettovelka asettui 139 MEUR:oon ja nettovelkaantumisaste oli Indoor Groupin alaskirjauksen nostattamana erittäin korkealla, 283 %:n tasolla. Jatkuvien liiketoimintojen nettovelka oli kuitenkin matalampi 70 MEUR ja emoyhtiöllä oli 8,8 MEUR:n nettokassa. Katsauskauden jälkeen konserni allokoiti siitä 2,0 MEUR KH-Koneiden jäljellä olevan 4,9 %:n vähemmistöosuuden lunastamiseen. Transaktio hinnoitteli KH-Koneet noin 41 MEUR:n arvolla tehden siitä näkemyksemme mukaan KH Groupin kannalta arvoa luovan. Katsauskauden jälkeen KH Group myönsi lisäksi Indoorille vielä 1 MEUR:n osakaslainan ja oli ainut omistaja, joka osallistui yhtiön rahoittamiseen. Ratkaisu voi olla perusteltu, jos Indoorin myynti saadaan sen turvin maaliin, mutta toistaiseksi lisäsijoitukset Indoor Groupiin ovat olleet arvonluonnin kannalta kohtalokkaita.

Liikevaihto	Q4'23	Q4'24	Q4'24e	Kasvu	Kasvu	Erotus (%)	2024
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Ennuste	Tot.	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Indoor Group	48,1	40,7	40,7	-15 %	-15 %	0 %	162
KH-Koneet Group	39,1	45,8	48,0	23 %	17 %	-5 %	150
Nordic Rescue Group	11,4	15,9	13,7	20 %	39 %	16 %	44
Oik. Liikevoitto (IFRS)	Q4'23	Q4'24	Q4'24e	Kasvu	Kasvu	Erotus (%)	2024
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Ennuste	Tot.	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Indoor Group	0,6	-0,4	-0,5				-1,6
KH-Koneet Group	3,2	2,8	2,8	-12 %	-13 %	-1 %	6,3
Nordic Rescue Group	0,9	1,2	1,0	17 %	33 %	14 %	2,8
Kohdistamattomat kulut	-0,6	-0,6	-0,5				-2,0

Lähde: Inderes. HUOM: Vertailukauden luvut ovat pro forma

KH Group Q4'24: KH-Koneilla vahvaa kasvua



Ennusteita alas Indoorin ja NRG:n kohdalla

Indoorin arvioitu käypä arvo ei vahvasta luottamusta lyhyen aikavälin näkymiin

Katsauskauden aikana KH Group teki 28,9 MEUR:n alaskirjauksen Indoor Group -omistukseensa päivitettyään omistuksen käypää arvoa taloudellisen neuvonantajan tekemien markkinatunnusteluihin perustuen. Alaskirjauksen jälkeen Indoor Groupin varojen arvo vastaa sen velkoja, eli osakeomistukselle tai Indoorille annetuille pääomalainoille ei enää anneta arvoa (pl. tammikuussa 2025 annettu osakaslaina). Indoor Groupin kohdalla uudesta toimintamallista ja ERP-järjestelmästä ulosmitattavat hyödyt ovat toistaiseksi vielä näkemättä, minkä valossa tytäryhtiön myynnin aloittaminen ja omistuksen arvon alaskirjaaminen täysimääräisesti ei vahvasta luottamusta lyhyen aikavälin tulostulokäännettä kohtaan. Ymmärrettävästi KH Group on sitoutunut toteuttamaan strategiset irtautumiset tietyssä aikaikkunassa ja yhtiön kääntäminen voisi vaatia vielä uutta rahoitusta, mutta taloudellisen neuvonantajan tekemien

markkinatunnustelujen ja yhtiön tulossyklin perusteella irtautumisajankohta on kaukana ihanteellisesta. Huonekalumarkkinan viime vuosien haasteiden myötä sopivan tanssiparin löytäminen rakennejärjestelyä varten olisi arviomme mukaan toimialan sisältä haastavaa toimijoiden heikot taseasemat huomioiden. Tämä jättää potentiaaliset ostajatahot nähdäksemme pääomasijoittajien ja ulkomailta Suomeen laajentavien toimijoiden varaan.

Viestintä NRG:n näkymiin liittyen oli varovaista

NRG:n osalta tulospäivä vahvisti epäilyksemme siitä, että Q4:lle osui poikkeuksellisen paljon toimituksia ja että 2024 oli täyden tilauskirjan siivittämä tulossyklin huippu. NRG:n näkymiin liittyen pelastusajoneuvojen kysynnän kerrotaan heikentyneen Suomessa loppuvuodesta hyvinvointialueiden ostopäätösten viivästymisen takia. Siten tilauskannan tuoma näkyvyys on liiketoiminnan osalta vähentynyt ja tilauskanta supistunut. Vahvan 2024 vuoden jälkeen lähtökohdat NRG-omistuksen myymiseksi ovat

nähdäksemme parantuneet huomattavasti heikentyneestä tilauskannasta huolimatta.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
Liikevaihto (MEUR)	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Indoor Group	162	162	0 %	162	160	-1 %	166	164	-1 %
KH Koneet	152	150	-1 %	155	155	0 %	168	168	0 %
NRG	42,0	44,2	5 %	42,8	39,1	-9 %	43,7	39,9	-9 %
Oik. Liiketulos (MEUR)									
Indoor Group	-1,6	-1,6		2,4	1,9	-21 %	4,3	3,9	-8 %
KH Koneet	6,3	6,3	0 %	7,0	7,0	0 %	8,1	8,1	1 %
NRG	2,6	2,8	6 %	2,1	1,9	-5 %	1,7	1,6	-9 %
Kohdistamattomat kulut	-1,8	-2,0		-1,8	-2,0	11 %	-1,8	-1,9	6 %

Lähde: Inderes

KH Group, Webcast, Q4'24



Muutokset osien summaan

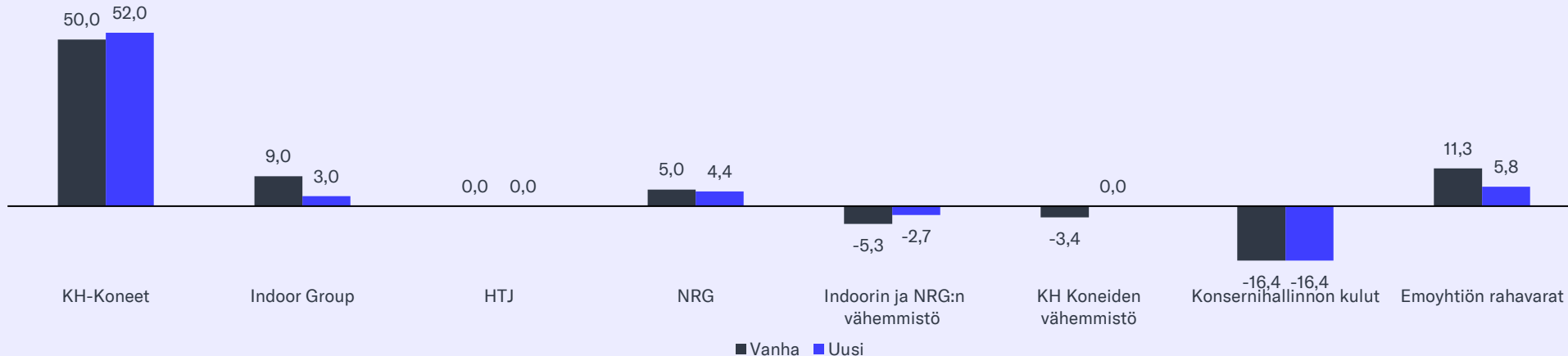
Iso leikkaus Indooriin, tarkastuksia muualle

Olemme tehneet merkittävän leikkauksen näkemykseemme Indoor Groupin arvosta tytäryhtiön myynnin tapahtuessa näillä näkymin heikossa suhdanteessa heikolla tulokunnolla. KH Groupin arvioiman käyvän arvon perusteella sijoittajan kannattaa nähdäksemme suhtautua Indoorin arvoon mahdollisena optiona eikä tässä vaiheessa laskea yhtiön varaan KH Groupin sijoitusteesin kannalta. Mikäli yhtiö myydään lähiaikoina kauppahinta tuskin on ideaalinen, mutta toisaalta se tyrehdyttäisi konsernin pääoman vuodon yhtiön suuntaan, mikä jättäisi enemmän pääomaa sijoitettavaksi KH-Koneisiin, NRG:hen ja osingonjakoon.

Ennustemuutosten myötä olemme laskeneet näkemystämme NRG:n käyvästä arvosta. KH-Koneiden kohdalla arvo nousi hieman tytäryhtiön taseaseman oltua KH-Koneiden tilinpäätöksen

perusteella vuoden lopussa odotuksiamme vahvempi. Mielestämme KH-Koneiden siirtyminen täysmääräisesti KH Groupin omistukseen on myönteinen kehitys, sillä se yksinkertaistaa sijoitustarinaa. Noin 41 MEUR:n kauppahintakin oli käyvän arvon näkemykseemme nähden houkutteleva. Käsityksemme transaktion arvostus nojasi osakassopimuksen ennalta määritettyyn arvostuskertoimeen, mikä selittää arvostuksen huokeutta. KH-Koneiden vähemmistöjen osuus on mallissamme pudonnut nolnaan vähemmistöjen lunastamisen myötä. Olemme vastaavasti vähentäneet sijoitukset KH-Koneisiin ja Indooriin emoyhtiön rahavaroista.

Muutokset osien summaan



Osien summa on sopivin arvonmääritysmenetelmä

Osien summa-arvon muodostuminen

Lähestymme KH Groupin arvonmääritystä osien summa - laskelman kautta. Menetelmä on mielestämme soveltuva konserniin, sillä nykyinen konsernirakenne on tarkoitus purkaa, mikä mahdollistaa arvon vapautumisen. Samalla tytäryhtiöiden eroavien kassavirta- ja riskiprofiilien 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 ja nostaa aavistuksen verran arvonmääritykseen liittyvää ennusteriskiä. Yhtiökohtaisesta käyvän arvon arviosta vähennämme vähemmistöjen

omistusosuuden ja konsernihallinnon kulut.

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.

Osien summan muodostuminen (MEUR)	Opon arvo DCF	Käypä arvo	Nettovelat 2025e	Yritysarvo 2025e
KH-Koneet	62,4	52,0	27,4	79,4
Indoor Group	9,7	3,0	68,1	71,1
NRG	5,7	4,4	10,6	15,0
- Indoorin ja NRG:n vähemmistö		-2,7		
- KH Koneiden vähemmistö		0,0		
- Konsernihallinnon kulut		-16,4		
+ Emoyhtiön nettokassa		5,8		
= Osien summa		46,2		
Konsernin nykyinen markkina-arvo		31,9		
Alennus osien summaan		-31 %		
Osien summan indikoima osakekohtainen arvo		0,80 €		

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 poistotulosennusteistamme. Emme ole ennustaneet osingonjakoa, minkä seurauksena yhtiöiden generoima kassavirta laskee suoraan niiden nettovelkaa ja yritysarvoa, mikä on huomioitava kertoimia vertaillessa verrokkeihin.

KH-Koneiden tuntuva uudelleenhinnoittelu vaatii pääoman tuoton elpymistä

KH-Koneiden kohdalla tulos pohjainen arvostus vaikuttaa kuluvana vuonna neutraalilta/maltilliselta ja kääntyy lähivuosina tuloskasvun ajamana selvästi houkuttelevan puolelle. KH Groupin sijoitustarinan kannalta KH-Koneiden rohkaiseva suorittaminen heikosta liiketoimintaympäristöstä huolimatta on varsin myönteistä, sillä sijoitustarina rakentuu tulevaisuudessa täysin yhtiön ympärille. Verrokkeihin nähden arvonnäyttyksemme hinnoittelee KH-Koneita alennuksella, mikä on mielestämme perusteltua verrokkeja pienemmän koon ja rajallisempien kasvunäyttöjen myötä. Suhtaudumme KH-Koneiden liiketoimintaan ja sen kasvuun arvoa luovana, minkä seurauksena tase pohjainen arvostus (2025 P/B: 1,2x) antaa nykytasolla mielestämme selkänöjää arvostukselle. Kertoimen oleellinen venymisvara vaatii kuitenkin, että KH-Koneet saa pääoman tuoton 2021 alkaneen laskutrendin käännettyä. Arviomme mukaan kasvuinvestoinnit Ruotsissa ja rakennussektorin heikkous painavat lyhyellä aikavälillä pääoman tuottoa, mutta kasvun luoma arvo jää rajalliseksi ilman tunnusluvun elpymistä.

Heikko tuloskunto ja nopea myyntiaikataulu vaikeuttavat Indoorin arvonnäytystä

Käyttökateella mitattuna Indoor vaikuttaa edulliselta, joskin korkean poisto/käyttökate suhteen vuoksi kerroin voi johtaa harhaan ja nettotulosennusteemme onkin tappiollinen. Indoor on historiallisesti tehnyt korkeaa kannattavuutta, mutta viime vuosien heikon tulostason myötä yhtiön kilpailukyky vaikuttaa heikentyneen huomattavasti. Taustalla on myös huoneistokalustemarkkinan lähes neljä vuotta kestänyt yhtäjaksoinen supistuminen. Indoorin myynnin tiukan aikataulun myötä markkinan elpyminen tuskin näkyy oleellisesti yhtiön luvuissa ennen sen myyntiä. Indoor Groupin tuloskäänteen toteutuessa näkisimme merkittävää nousuvaraa yhtiön potentiaalisessa arvostustasossa, mutta siihen tukeutuminen on haastavaa myynnin tiukka aikataulu huomioiden. Indoorin velkainen tase huomioiden pienetkin muutokset yhtiön velattomassa kauppahinnassa heiluttavat rajusti oman pääoman arvoa, joka voi KH Groupin kannalta jäädä olemattomaksi.

Ailahtelevat historialliset näytöt hankaloittavat normalisoidun tulostason arvioimista

NRG:n liikevaihto- ja tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat maltilliset, mikä selittyy yhtiön korkealla riskiprofiililla ja käännetyhtiöstästatuksella. Sauruksen ja Sala brändin kaltaisella vahvalla brändillä ja markkina- asemalla korkeampi arvostustaso olisi perusteltavissa myönteisten kannattavuusnäyttöjen kertyessä. Yhtiön kestävän tulostason arvioiminen on nykyisillä näytöillä vielä hankalaa, minkä kuuluu mielestämme heijastua hyväksyttävissä arvostuskertoimissa. Merkittävän velkavivun vuoksi muutokset yhtiön suoritusasossa heijastuvat vivulla oman pääoman arvoon.

KH-Koneet	2025e	2026e	2027e	2028e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/Käyttökate	9,0	7,1	5,3	4,5
EV/Oik. Liikevoitto	10,1	8,0	6,1	5,7
Oik. P/E	11,4	8,8	6,3	6,2
P/B	1,2	1,1	1,0	0,8

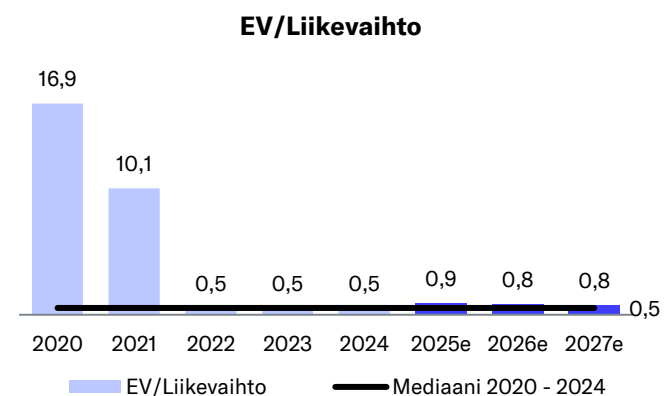
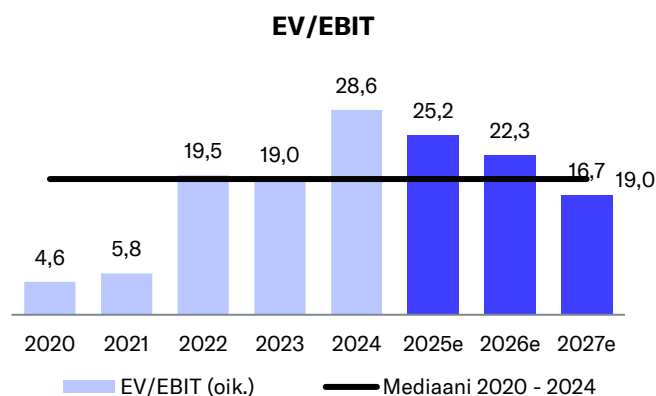
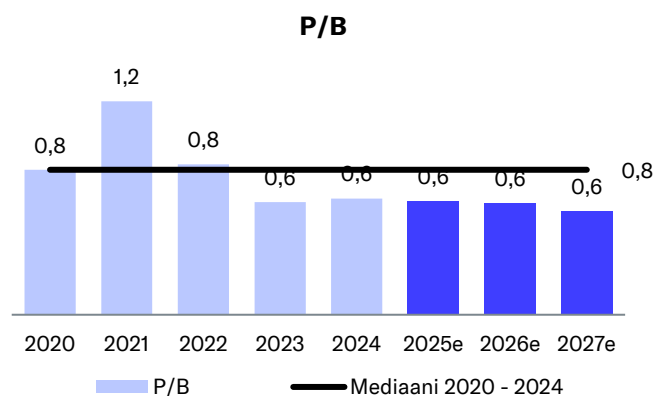
Indoor Group	2025e	2026e	2027e	2028e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/Käyttökate	4,1	3,3	3,0	2,5
EV/Liikevoitto	-68,7	16,4	13,1	11,2
Oik. P/E	-0,5	-686,2	3,9	2,1

NRG	2025e	2026e	2027e	2028e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/Käyttökate	6,5	7,6	7,3	6,9
EV/Oik. Liikevoitto	7,9	9,6	9,2	8,7
Oik. P/E	7,7	11,9	9,0	7,1
P/B	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,08	1,92	1,18	0,81	0,56	0,55	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	58,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	63	112	69	47	32	32	32	32	32
Yritysarvo (EV)	54	116	232	205	171	174	172	178	183
P/E (oik.)	6,3	6,1	5,0	6,5	neg.	74,7	30,8	7,8	6,4
P/E	6,3	6,1	5,0	neg.	neg.	74,7	30,8	7,8	6,4
P/B	0,8	1,2	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
P/S	19,6	9,7	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	16,9	10,1	0,5	0,5	0,5	0,9	0,8	0,8	0,4
EV/EBITDA	4,6	5,8	19,5	6,4	5,0	8,0	8,0	7,2	6,4
EV/EBIT (oik.)	4,6	5,8	19,5	19,0	28,6	25,2	22,3	16,7	15,8
Osinko/tulos (%)	23,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	78,1	89,3	85,7	61,7	315	42,4	53,8	42,2	55,8	194	207	232	428
KH-Koneet	29,2	41,1	33,6	45,8	150	31,0	43,2	35,6	45,3	155	168	191	214
Indoor Group	37,8	37,1	46,0	40,7	162	37,2	37,1	45,1	40,9	160	164	168	173
Nordic Rescue Group	11,1	11,1	6,1	15,9	44,2	11,4	10,7	6,5	10,5	39,1	39,9	40,9	41,9
Käyttökate						3,9	6,0	5,4	6,4	21,7	21,3	24,7	28,4
Poistot ja arvonalennukset						-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-14,8	-13,6	-14,0	-16,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,4	-0,3	3,3	3,4	6,0	0,2	2,3	1,7	2,7	6,9	7,7	10,7	11,6
Liikevoitto	-0,7	-1,1	2,6	3,1	3,9	0,2	2,3	1,7	2,7	6,9	7,7	10,7	11,6
KH-Koneet	-0,4	2,0	1,9	2,8	6,3	0,0	2,2	2,1	2,6	7,0	8,1	10,9	11,8
Indoor Group	-0,3	-2,6	1,8	-0,4	-1,6	-0,3	-0,4	2,0	0,6	1,9	3,9	4,7	4,8
Nordic Rescue Group	0,7	0,9	0,0	1,2	2,8	0,7	0,6	0,1	0,6	1,9	1,6	1,6	1,7
Kohdistamattomat erät	-0,8	-1,4	-1,1	-0,6	-3,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9
Nettorahoituskulut	-2,7	-2,3	-2,3	0,0	-7,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-6,4	-6,3	-6,0	-5,8
Tulos ennen veroja	-3,4	-3,4	0,3	3,0	-3,5	-1,4	0,7	0,1	1,1	0,5	1,4	4,7	5,8
Verot	0,4	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,9	-1,2
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,4	2,6	3,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,4
Nettotulos	-3,2	-3,0	2,8	-23,3	-26,6	-1,1	0,6	0,1	0,9	0,4	1,0	4,1	5,0
EPS (oikaistu)	-0,05	-0,04	0,06	-0,40	-0,42	-0,02	0,01	0,00	0,01	0,01	0,02	0,07	0,09
EPS (raportoitu)	-0,06	-0,05	0,05	-0,40	-0,46	-0,02	0,01	0,00	0,01	0,01	0,02	0,07	0,09

Tunnusluvut	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%						-45,7 %	-39,7 %	-50,8 %	-9,5 %	-38,3 %	6,8 %	11,8 %	84,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%						-145,3 %	-875,9 %	-47,1 %	-20,7 %	16,0 %	11,1 %	38,6 %	8,2 %
Käyttökate-%						9,2 %	11,2 %	12,9 %	11,4 %	11,2 %	10,3 %	10,6 %	6,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,5 %	-0,3 %	3,8 %	5,5 %	1,9 %	0,4 %	4,3 %	4,1 %	4,8 %	3,6 %	3,7 %	4,6 %	2,7 %
Nettotulos-%	-4,1 %	-3,3 %	3,3 %	-37,7 %	-8,4 %	-2,7 %	1,1 %	0,3 %	1,5 %	0,2 %	0,5 %	1,8 %	1,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	213	184	184	184	193
Liikearvo	39,9	7,7	7,7	7,7	7,7
Aineettomat hyödykkeet	63,8	10,3	10,5	10,0	10,1
Käyttöomaisuus	103	51,4	52,4	54,0	65,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	110	110	110	110
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,3	4,1	3,6	2,1	0,0
Vaihtuvat vastaavat	135	87,7	63,1	67,4	75,4
Vaihto-omaisuus	100,0	60,2	46,6	49,8	55,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	23,7	18,5	6,8	7,3	8,1
Likvidit varat	11,1	9,0	9,7	10,4	11,6
Taseen loppusumma	348	272	247	251	269

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	79,3	49,3	50,4	51,4	55,5
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	46,6	21,9	22,3	23,3	27,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	4,7	-0,6	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	122	57,9	93,4	92,1	96,7
Laskennalliset verovelat	12,7	2,1	2,1	2,1	2,1
Varaukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	106	55,9	91,3	90,1	94,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	147	165	104	108	116
Korolliset velat	60,4	92,2	60,9	60,0	63,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,2	31,3	42,7	47,7	53,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	41,1	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	348	272	247	251	269

Verrokkiryhmän arvostus 1/2

KH -Koneiden verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
UNITED RENTALS	38135	50114	12,8	11,8	7,4	7,0	3,4	3,2	14,1	12,8	4,2
H&E EQUIPMENT SERVICES	3219	4543	19,4	19,0	7,0	6,8	3,2	3,0	25,5	24,0	4,9
MCGRATH RENTCORP	2576	3121	14,7	13,6	9,6	9,0	3,6	3,4	19,1	17,2	NA
SPEEDY HIRE	109	354	12,0	10,0	3,1	2,9	0,7	0,7	10,6	7,0	0,4
VP	259	499	8,9	8,8	3,8	3,7	1,1	1,1	7,9	7,6	1,4
WETTERI OYJ	36	141	15,9	12,0	4,1	5,9	0,3	0,3		9,7	0,6
BILIA A	1189	2004	13,4	11,9	7,8	7,2	0,5	0,5	12,4	10,4	2,3
KH Koneet (Inderes, FAS)	52	79	10,1	8,0	9,0	7,1	0,4	0,4	11,4	8,8	1,2
Keskiarvo			13,9	12,5	6,1	6,1	1,8	1,7	14,9	12,7	2,3
Mediaani			13,4	11,9	7,0	6,8	1,1	1,1	13,2	10,4	1,9
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-25 %	-33 %	28 %	5 %	-60 %	-65 %	-14 %	-15 %	-36 %

Indoorin verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
SURTECO GROUP (XET)	279	620	13,4	11,7	5,7	5,4	0,7	0,7	11,1	9,1	0,7
NOBIA	241	670	21,7	13,7	6,6	5,5	0,7	0,7	38,0	10,9	0,6
MAISONS DU MONDE	112	709		22,3	4,8	4,1	0,7	0,7		24,2	0,2
LEON'S FURNITURE	1050	1115	8,8	8,3	5,7	5,5	0,7	0,7	12,0	10,9	NA
WILLIAMS-SONOMA	18641	17876	13,9	14,3	11,9	12,1	2,5	2,5	19,3	19,2	10,1
Indoor Group (Inderes, IFRS)	52	71	-68,7	16,4	4,1	3,3	0,4	0,4	-0,5	-686,2	
Keskiarvo			14,4	14,1	6,9	6,5	1,1	1,0	20,1	14,9	2,9
Mediaani			13,7	13,7	5,7	5,5	0,7	0,7	15,7	10,9	0,6
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				20 %	-27 %	-40 %	-36 %	-41 %			

Verrokkiryhmän arvostus 2/2

NRG:n verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
ROSENBAUER INTL.	407	875	11,4	10,5	8,1	7,6	0,6	0,6	8,6	7,0	1,2
OSHKOSH	5717	6472	6,8	6,0	5,6	5,1	0,7	0,6	8,8	7,5	1,3
REV GROUP	1506	1607	9,6	7,6	8,3	6,8	0,7	0,7	13,2	10,1	3,2
NRG (Inderes, FAS)	4	15	7,9	9,6	6,5	7,6	0,4	0,4	7,7	11,9	-0,8
Keskiarvo			9,2	8,0	7,4	6,5	0,7	0,6	10,2	8,2	1,9
Mediaani			9,6	7,6	8,1	6,8	0,7	0,6	8,8	7,5	1,3
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-18 %	26 %	-20 %	13 %	-42 %	-41 %	-12 %	58 %	

DCF-laskelma 1/3, KH-Koneet

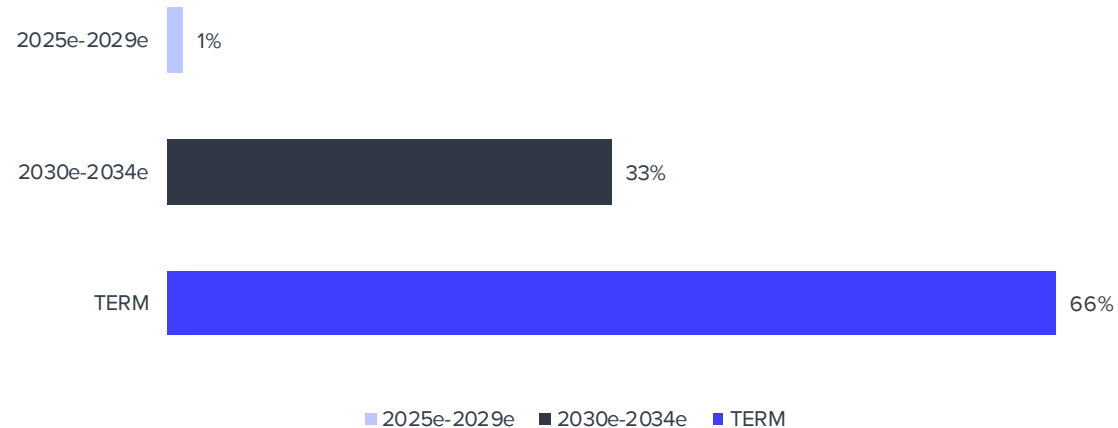
DCF-laskelma KH-Koneet (FAS)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-14,9 %	3,5 %	3,6 %	8,0 %	14,0 %	12,0 %	10,0 %	6,0 %	4,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	4,8 %	3,0 %	3,5 %	3,8 %	4,6 %	4,4 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto (oik.)	8,0	5,2	6,2	7,3	10,0	10,8	13,5	14,3	14,8	15,2	14,0	12,6	
+ Kokonaispoistot	2,7	2,3	2,7	2,9	3,3	3,7	4,0	4,3	4,5	4,6	4,7	4,7	
- Maksetut verot	-1,9	-1,4	-1,6	-1,8	-2,3	-2,3	-2,4	-2,0	-2,1	-2,1	-1,9	-1,7	
- Käyttöpääoman muutos	-5,2	2,2	-11,0	-1,0	-4,2	-5,4	-4,4	-1,7	-0,1	-1,9	-1,6	-1,2	
Operatiivinen kassavirta	1,4	0,0	-3,7	7,4	6,7	6,7	10,7	14,9	17,1	15,7	15,2	14,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,0	0,0	-5,7	-2,1	-6,9	-2,0	-7,5	-2,0	-7,6	-2,0	-7,7	-3,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,3	0,0	-9,5	5,3	-0,1	4,8	3,2	12,9	9,5	13,7	7,5	10,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,3	0,0	-9,5	5,3	-0,1	4,8	3,2	12,9	9,5	13,7	7,5	10,6	133
Diskontattu vapaa kassavirta			-8,8	4,5	-0,1	3,4	2,1	7,6	5,1	6,7	3,4	4,3	54,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			82,5	91,4	86,9	87,0	83,6	81,5	73,9	68,8	62,1	58,7	54,4
Velaton arvo DCF			82,5										
- Korolliset velat			-20,8										
+ Rahavarat			0,6										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			62,4										

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 jaksoittain



DCF-laskelma 2/3, Indoor Group

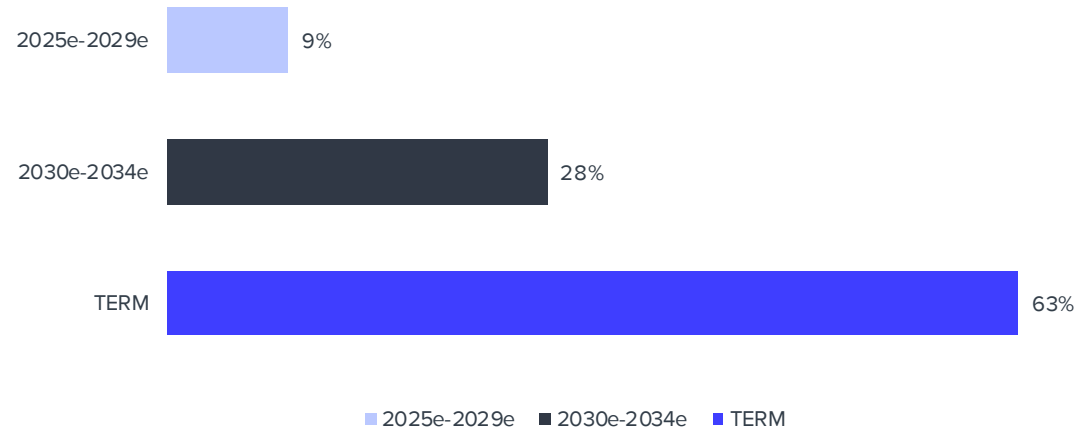
DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-3,1 %	-13,3 %	-0,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %
Liikevoitto-%	0,6 %	-1,0 %	1,2 %	2,4 %	2,8 %	2,8 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %
Liikevoitto	1,1	-1,6	1,9	3,9	4,7	4,8	7,1	7,2	7,4	7,5	7,2	7,3	
+ Kokonaispoistot	20,9	18,1	15,2	15,6	16,0	16,4	16,8	17,1	17,5	17,8	18,1	18,2	
- Maksetut verot	-0,2	0,3	-0,4	-0,8	-0,9	-1,0	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,5	
- Käyttöpääoman muutos	8,6	-1,4	-3,0	-1,5	-5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	26,2	15,4	13,7	17,3	14,7	20,3	22,5	22,9	23,4	23,8	23,9	24,0	
+ 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	-20,5	-9,0	-17,2	-14,8	-15,3	-15,8	-16,3	-16,4	-16,8	-14,0	-18,9	-18,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,7	6,4	-3,5	2,5	-0,6	4,5	6,2	6,5	6,6	9,9	5,0	5,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,7	6,4	-3,5	2,5	-0,6	4,5	6,2	6,5	6,6	9,9	5,0	5,6	86,7
Diskontattu vapaa kassavirta			-3,3	2,2	-0,5	3,5	4,5	4,4	4,2	5,9	2,8	2,9	45,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			78,0	74,9	72,7	73,2	69,7	65,2	60,8	56,6	50,7	47,9	45,0
Velaton arvo DCF			78,0										
- Korolliset velat			-69,0										
+ Rahavarat			0,7										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			9,7										

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

Rahavirranjakauma jaksoittain



DCF-laskelma 3/3, Nordic Rescue Group

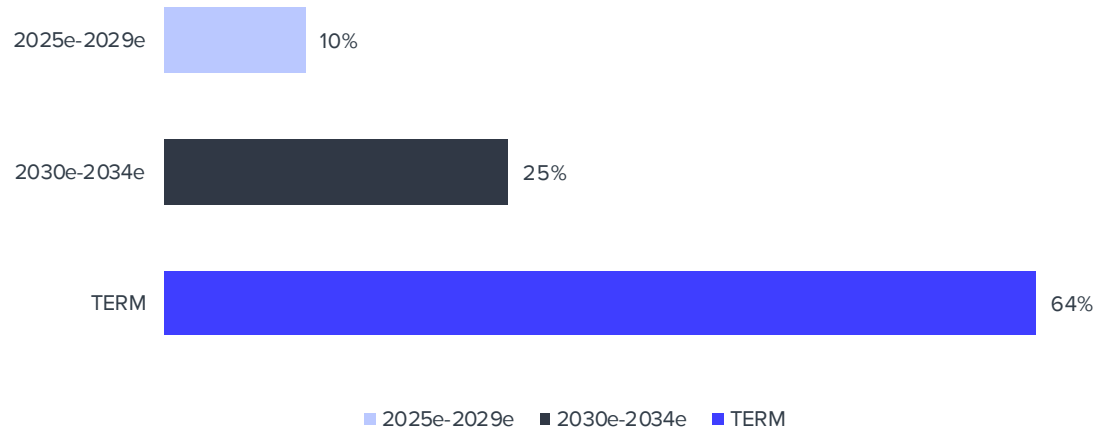
DCF-laskelma NRG (FAS)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-8,4 %	15,6 %	-11,5 %	2,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	5,2 %	-5,3 %	5,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	0,9	-3,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,7	1,5	1,5	1,6	1,6	1,4	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,3	2,0	2,0	2,0	2,0	1,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
- Käyttöpääoman muutos	7,2	0,5	-4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	0,0	-2,4	-2,3	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,2	5,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,2	2,6	-2,6	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,2	2,6	-2,6	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	17,7
Diskontattu vapaa kassavirta			-2,5	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	8,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			15,1	15,0	14,0	13,0	12,0	11,2	10,5	9,8	9,2	8,6	8,1
Velaton arvo DCF			15,1										
- Korolliset velat			-9,8										
+ Rahavarat			0,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			5,7										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	428,9	403,2	314,9	194,2	207,4
Käyttökate	11,9	31,9	34,0	21,7	21,3
Liikevoitto	11,9	-3,1	3,9	6,9	7,7
Voitto ennen veroja	11,7	-15,4	-3,5	0,5	1,4
Nettovoitto	13,8	-6,7	-26,6	0,4	1,0
Kertaluontoiset erät	0,0	-13,9	-2,1	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	377,0	347,7	271,7	247,4	251,2
Oma pääoma	87,8	79,3	49,3	50,4	51,4
Liikearvo	37,7	39,9	7,7	7,7	7,7
Nettovelat	158,2	154,9	139,1	142,5	139,7

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	11,9	31,9	34,0	21,7	21,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-55,7	14,0	31,2	-4,4	1,3
Operatiivinen kassavirta	-37,3	43,4	55,7	16,5	22,6
Investoinnit	-207,3	-35,1	107,6	-15,6	-14,7
Vapaa kassavirta	-242,1	9,7	159,3	1,0	7,9

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5	0,9	0,8
EV/EBITDA	19,5	6,4	5,0	8,0	8,0
EV/EBIT (oik.)	19,5	19,0	28,6	25,2	22,3
P/E (oik.)	5,0	6,5	neg.	74,7	30,8
P/B	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,24	-0,11	-0,46	0,01	0,02
EPS (oikaistu)	0,24	0,12	-0,42	0,01	0,02
Operat. kassavirta / osake	-0,64	0,75	0,96	0,28	0,39
Vapaa kassavirta / osake	-4,17	0,17	2,74	0,02	0,14
Omapääoma / osake	1,40	1,29	0,86	0,87	0,88
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	3630 %	-6 %	-22 %	-38 %	7 %
Käyttökateen kasvu-%	-41 %	168 %	7 %	-36 %	-2 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-41 %	-9 %	-45 %	16 %	11 %
EPS oik. kasvu-%	-25 %	-48 %	-439 %	-102 %	143 %
Käyttökate-%	2,8 %	7,9 %	10,8 %	11,2 %	10,3 %
Oik. Liikevoitto-%	2,8 %	2,7 %	1,9 %	3,6 %	3,7 %
Liikevoitto-%	2,8 %	-0,8 %	1,2 %	3,6 %	3,7 %
ROE-%	15,8 %	-8,5 %	-42,7 %	0,9 %	2,0 %
ROI-%	6,4 %	-1,2 %	1,8 %	3,5 %	3,8 %
Omavaraisuusaste	23,3 %	22,8 %	18,1 %	20,4 %	20,5 %
Nettovelkaantumisaste	180,2 %	195,2 %	282,1 %	283,0 %	271,8 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>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 esittäjensä 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 tulevastta. 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/12/2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
04/03/2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17/03/2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
06/05/2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18/08/2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
04/11/2022	Osta	1,40 €	1,14 €
16/12/2022	Osta	1,40 €	1,17 €
21/02/2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
01/03/2023	Lisää	1,20 €	1,08 €
05/05/2023	Osta	1,20 €	1,03 €
18/08/2023	Lisää	1,05 €	0,95 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
30/10/2023	Lisää	0,90 €	0,77 €
02/11/2023	Lisää	0,90 €	0,79 €
11/03/2024	Lisää	0,80 €	0,68 €
22/03/2024	Lisää	0,95 €	0,85 €
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 €
17/03/2025	Lisää	0,68 €	0,56 €
24/03/2025	Lisää	0,65 €	0,55 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön 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

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

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

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**