

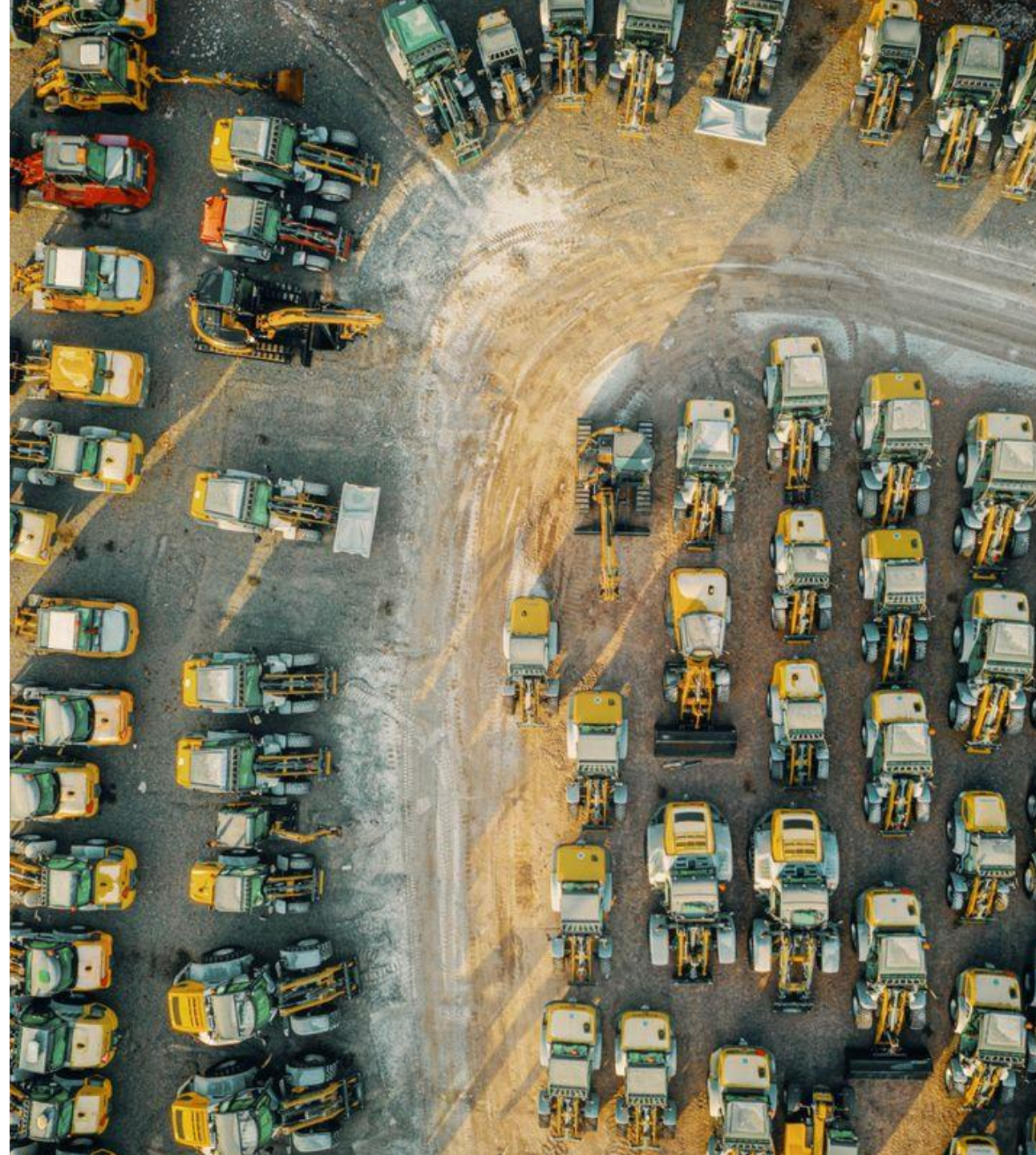
# KH GROUP

17.03.2025 8.15 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**YHTIÖRAPORTTI**



# Laatuerot korostuvat

KH Groupin ennakkotietojen perusteella Indoor Groupin Q4-luvut jäivät odotuksiamme heikommiksi, mutta muut liiketoiminnot suoriutuivat vakuuttavasti haastavasta liiketoimintaympäristöstä huolimatta. Olemme raportin yhteydessä kirjanneet Indoorin myynnissä olevaksi varaksi, mikä painaa etenkin konsernin liikevaihtoennusteita. Osien summa -laskelmissamme teimme tuntuva leikkauksen Indoorin käypään arvoon, mutta nostimme näkemystämme muiden tytäryhtiöiden käyvästä arvosta. Toistamme lisää-suosituksemme ja 0,68 euron tavoitehintamme.

## Indoor kirjataan jatkossa myytävänä olevana eränä

KH Group tiedotti torstaina aloittaneensa Indoor Groupin myyntiprosessin ja kirjaavansa yhtiön myynnissä olevaksi eräksi. Tämän myötä Indooria ei enää jatkossa konsolidoida rivi riviltä KH Groupin lukuihin, mikä helpottaa muiden liiketoimintojen analysoimista ja viitoittaa konsernin olettaavan tytäryhtiön myynnin tapahtuvan vuoden sisään. Indoorin kohdemarkkina on käytännössä supistunut yhtäjaksoisesti toukokuusta 2021 lähtien, mikä on luonut heikot edellytykset tuloskäänteen toteuttamiselle. Syklisestä näkökulmasta ajankohta myynnille on kaukana ideaalisesta, mutta se selkeyttäisi KH Groupin sijoitustarinan ja lieventäisi huolia heikosta pääoman allokoinnista yhtiön suuntaan.

## Ennakkotiedot jatkuvien liiketoimintojen osalta olivat imartelevat

KH Groupin ennakkotietojen perusteella jatkuvien liiketoimintojen (KH-Koneet, NRG ja emoyhtiö) liikevaihto odotetaan asettuneen 61,7 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi 52,6 MEUR:n ennusteemme. Myös ennakkotietojen viitoittama jatkuvien liiketoimintojen 3,4 MEUR:n vertailukelpoinen liike-tulos ylitti 2,4 MEUR:n ennusteemme. Ennakkotietojen perusteella jatkuvat liiketoiminnot ovat saavuttaneet hurjan 22 %:n liikevaihdon kasvun Q4:llä, mikä etenkin KH-Koneiden osalta olisi huomattavan vahva suoritus rakennussektorin aneeminen

vire huomioiden. Q4-raportista haemmekin näkyvyyttä mahdollisiin kertaluonteisiin liikevaihtoa nostattaneisiin eriin.

Indoor Groupille Q4 oli jälleen haastava huonekalumarkkinan supistuttua noin 6 % edellisvuodesta. Ennakkotietojen viitoittama 40,7 MEUR:n Q4-liikevaihto (-15 % y/y) ja -0,5 MEUR:n liike-tulos jäivät 45,2 MEUR:n ja 0,8 MEUR:n ennusteistamme. Indoorin tuloskäänteen venyminen on nähdäksemme haastavaa, sillä se hankaloittaa konsernin rakennemuutosta, vaikeuttamalla kiinnostuneen ostajan löytämistä ja nostattamalla tarvetta mahdolliselle lisäpääomitukselle.

## Indoorin poistuminen liikevaihtoennusteistamme painaa 2025 lukuja

Olemme raportin yhteydessä päivittäneet Q4-ennusteemme vastaamaan annettuja ennakkotietoja ja samalla nostaneet aavistuksen verran jatkuvien liiketoimintojen lähivuosien ennusteistamme, mutta leikanneet Indoorin tulosennusteita. Konserniennusteemme huomioivat jatkossa Indoorin vasta nettotuloksessa, mikä selittää 2025 ennustettua liikevaihdon supistumista.

## Konsolidoidut arvostuskertoimet muuttuvat haastaviksi

Osien summa -laskelmissamme indikoi KH Groupille 0,86 euron osakekohtaista arvoa. Indoor Groupiin liittyvä rahoitusriski ja sen aiheuttama riski tehottomalla pääoman allokoinnille puoltaa mielestämme nykyiselle konsernirakenteelle selvää alennushinnoittelua kyseiseen arvoon nähden. Tästä huolimatta näemme KH Groupin omistuksissa kiistatta arvoa ja nähdäksemme arvo ylittää nykyisen kurssitason ilman tuskailevaa Indooriakin. Indoorin kirjaaminen myynnissä olevaksi eräksi vesittää EV-pohjaisten arvostuskertoimien informaatioarvon, sillä Indoorin kontribuutio ei enää jatkossa näy liikevaihdossa tai -tuloksessa. Tämä siirtää arvonmäärityksen painopistettä aiempaa vahvemmin tytäryhtiökohtaisen lähestymistavan varaan.

## Suositus

### Lisää

(aik. Lisää)

## Tavoitehint:

### 0,68 EUR

(aik. ,68 EUR)

## Osakekurssi:

0,56

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	403	315	198	212
<b>kasvu-%</b>	-6 %	-22 %	-37 %	7 %
<b>EBIT oik.</b>	10,8	6,0	7,3	8,0
<b>EBIT-% oik.</b>	2,7 %	1,9 %	3,7 %	3,8 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	-15,4	-35,0	1,5	2,7
<b>Nettotulos</b>	-7,0	-34,8	0,4	2,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,12	-0,02	0,01	0,04
<b>Osinko</b>	0,00	0,00	0,00	0,00

<b>P/E (oik.)</b>	6,5	neg.	79,9	14,9
<b>P/B</b>	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	19,0	30,2	23,3	20,4
<b>EV/EBITDA</b>	6,4	17,5	5,7	5,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,5	0,6	0,9	0,8

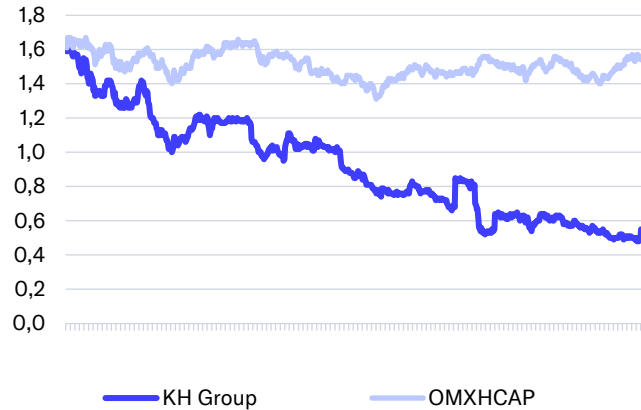
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

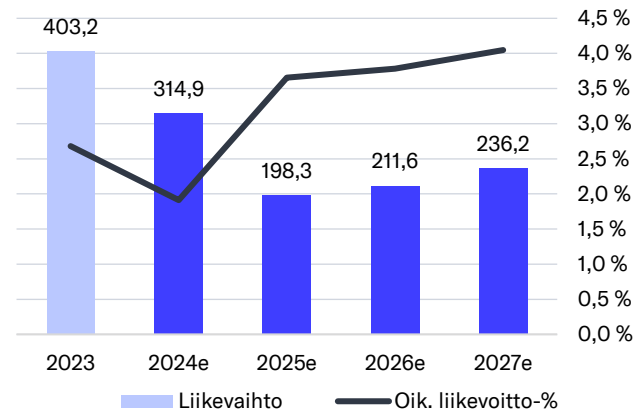
KH Group arvioi 2024 pro forma liikevaihdoksi 340–360 MEUR ja liikevoitoksi 4–7 MEUR sisältäen Viron kiinteistökaupasta kirjatun liikevoiton. Ohjeistus ei huomioi HTJ:ta

## Osakekurssi



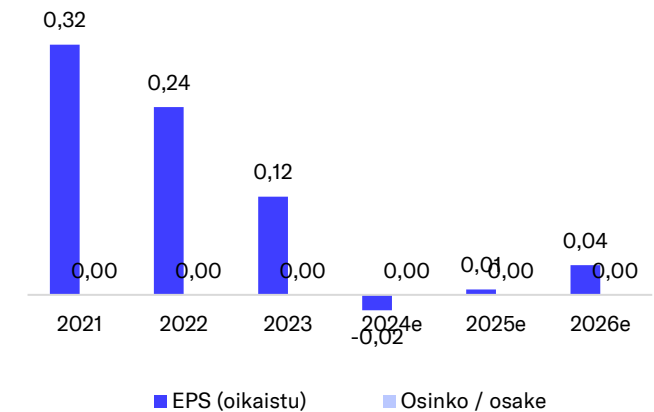
Lähde: Millistream Market Data AB

## 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 kiristyminen
- Järkevien irtautumismahdollisuuksien lykkääntyminen heikon pääomamarkkinan vuoksi

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	0,56	0,56	0,56
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	58,1	58,1	58,1
<b>Markkina-arvo</b>	32	32	32
<b>Yritysarvo (EV)</b>	182	169	164
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	79,9	14,9
<b>P/E</b>	neg.	79,9	14,9
<b>P/B</b>	0,6	0,6	0,6
<b>P/S</b>	0,1	0,2	0,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,9	0,8
<b>EV/EBITDA</b>	17,5	5,7	5,3
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	30,2	23,3	20,4
<b>Osinko/tulos (%)</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Päivitimme ennusteamme vastaamaan Q4-ennakkotietoja

## Haemme perjantaina näkyvyyttä jatkuvien liiketoimintojen vahvan kasvun jatkuvuuteen

Olemme päivittäneet Q4-ennusteamme vastaamaan KH Groupin antamia ennakkotietoja. Olemme samalla nostaneet KH-Koneiden ja NRG:n lähivuosien ennusteitamme. Q4-raporttia ajatellen on erityisen kiinnostavaa nähdä missä määrin vahva neljännes jakautuu NRG:n ja KH-Koneiden välillä. Sijoitustarinan kokonaiskuva ajatellen vahvan suorituksen painottuminen KH-Koneisiin olisi erityisen suotavaa. Näemme NRG:n kohdalla KH-Koneita suuremman riskin siitä, että yksittäinen Q4:lle osunut suurempi tilaus selittäisi väliaikaisesti poikkeuksellisen korkeaa suoritustasoa.

Raportin yhteydessä olemme leikanneet Indoor Groupin lyhyen ja myös pidemmän aikavälin ennusteitamme yhtiön tulosaasteiden venyessä. Tunnistamme huonekalumarkkinana haasteet painavan koko toimialaa, mutta olemme huolissamme pitkään jatkuvan liiketoiminnan

supistamiskiirteen heikentävän yhtiön pidemmän aikavälin kilpailukykyä.

Konsernitason ennusteisiimme olemme lisänneet 29 MEUR:n Indoor Groupiin liittyvän alaskirjauksen, joka vesittää Q4:llä konsernin raportoidun tuloksen. Erällä ei ole kassavirtavaikutusta, mutta indikoi yhtiön odottavan saavansa Indoorin myynnistä huomattavasti pienemmän korvauksen, kuin mikä yhtiön arvioitu substanssiarvo oli muutama vuosi sitten sijoitusyhtiökirjanpidon alla. Alaskirjaus ei ollut nähdäksemme oleellinen yllätys, sillä näkemyksemme yhtiön käyvästä arvosta on jo pidempään ollut selvästi sen tasearvon alapuolella.

## Muutimme konsernitason mallintamista vertailukelpoisuuden parantamiseksi

Olemme raportin yhteydessä lopettaneet Indoor Groupin konsolidoimisen konsernin tuloslaskelman ennusteissamme Q4'24 lähtien, jotta luvut olisivat

paremmin vertailukelpoisia yhtiön tulevan raportoinnin kanssa. Tämä selittää konsernitason merkittävää liikevaihtopudotusta 2025 ennusteissamme. Olemme vastaavasti poistaneet takautuvasti HTJ:n 2024 luvuistamme, jotta kokonaisuuden vertailukelpoisuus paranisi. Indoorin puuttuessa koko tuloslaskelman ennusteistamme Q4:llä sivun 12 tuloslaskelma ei ole suoraan vertailukelpoinen 2024 ohjeistuksen kanssa. Näin ollen KH Groupin ohjeistuksia on verrattava alla olevaan taulukkoon virallisen tuloslaskelman sijaan.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
	Vanha	Uusi		%	Vanha		Uusi	%	
<b>Liikevaihto (MEUR)</b>									
Indoor Group	166	162	-3 %	168	162	-4 %	172	166	-4 %
KH Koneet	145	152	5 %	151	155	3 %	166	168	1 %
NRG	39,8	42,0	5 %	41,0	42,8	4 %	42,0	43,7	4 %
<b>Oik. Liiketulos (MEUR)</b>									
Indoor Group	-0,3	-1,6		3,7	2,4	-34 %	4,6	4,3	-7 %
KH Koneet	5,6	6,3	12 %	6,8	7,0	3 %	8,0	8,1	1 %
NRG	2,3	2,6	15 %	2,0	2,1	4 %	1,7	1,7	4 %
<b>Kohdistamattomat kulut</b>	-1,8	-1,8		-1,8	-1,8	0 %	-1,8	-1,8	0 %

Lähde: Inderes

# Muutokset osien summaan

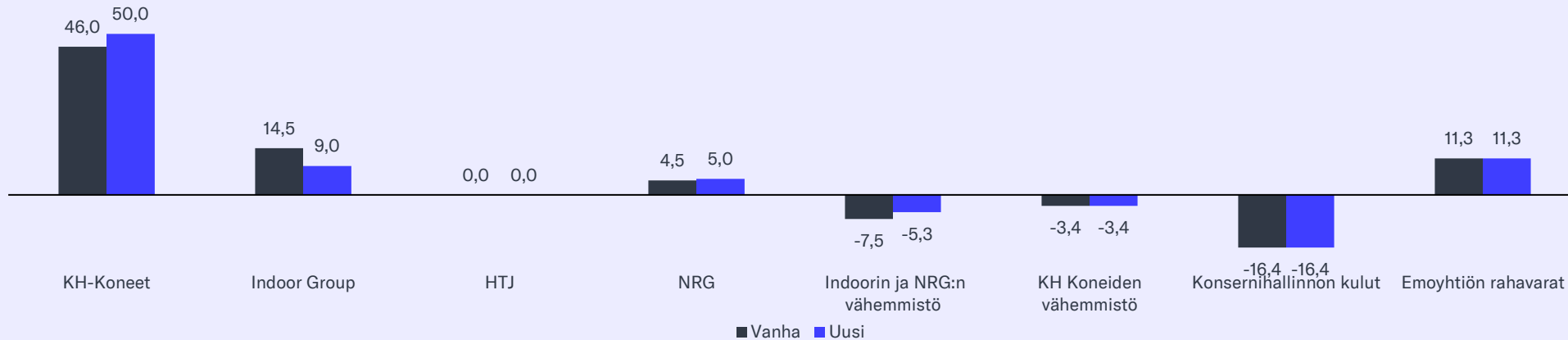
## Jatkuvien liiketoimintojen käypää arvoa ylös, mutta leikkauksia Indoor Groupiin

Q4:n ennakkotietojen perusteella olemme nostaneet näkemystämme KH Groupin jatkuvien liiketoimintojen arvosta, mutta laskeneet näkemystämme Indoorin arvosta. Odotamme mielenkiinnolla Q4-raporttia KH-Koneiden suorituksen osalta, sillä ennakkotiedot lupailevat jopa yllättävän hyvää rakennussektorin heikkoudesta huolimatta. KH-Koneiden arvon kannalta on nähdäksemme kuitenkin kriittistä, että yhtiö kykenee nostattamaan suhteellista kannattavuuttaan, jotta yhtiön vahva kasvu kiistatta loisi arvoa. Ruotsin laajenemisen myötä yhtiön pääoman tuotto on ollut paineessa, mutta odotamme sen paranevan liiketoiminnan kypsyessä Ruotsin markkinalla.

Indoorin velkainen taseasema huomioiden yhtiön käypä arvo on erityisen herkkä muutoksille kannattavuusodotuksissa ja heikkojen suoritusten jatkuessa todennäköisyys onnistuneen tulostähtänteen

toteutumiselle heikkenee jatkuvasti. KH Groupin sijoitustarinan kannalta johto joutuu haastavaan paikkaan arvioimaan missä määrin Indoorille kannattaa antaa rahoitusta ja missä muodossa yhtiön käänteen mahdollistamiseksi. Asko- ja Sotka-myymlöiden yhdistäminen vaikuttaa mielestämme perustellulta keinolta pyrkiä tehostamaan yhtiön kulurakennetta nopeasti huonekalumarkkinan pudotuspelissä. Pidemmän päälle tunnistamme kuitenkin riskin, että strateginen muutos hämärtää brändien kuluttajamielikuvaa.

Muutokset osien summaan



# 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	37598	49508	12,6	11,7	7,3	6,9	3,4	3,2	13,9	12,6	4,1
H&E EQUIPMENT SERVICES	3166	4482	19,2	18,9	6,9	6,7	3,1	2,9	25,2	23,7	4,9
MCGRATH RENTCORP	2564	3106	14,7	13,7	9,6	9,0	3,6	3,4	19,1	17,3	NA
SPEEDY HIRE	107	352	12,0	9,9	3,0	2,9	0,7	0,7	10,5	6,9	0,4
VP	253	492	8,8	8,7	3,8	3,7	1,1	1,1	7,7	7,4	1,4
WETTERI OYJ	38	143	16,2	12,1	4,1	6,0	0,3	0,3		10,2	0,6
BILIA A	1191	2001	13,5	12,0	7,8	7,3	0,5	0,5	12,4	10,5	2,3
<b>KH Koneet (Inderes, FAS)</b>	<b>50</b>	<b>74</b>	<b>10,2</b>	<b>8,1</b>	<b>9,5</b>	<b>7,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>11,8</b>	<b>9,2</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,9</b>	<b>12,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>14,8</b>	<b>12,7</b>	<b>2,3</b>
<b>Mediaani</b>			<b>13,5</b>	<b>12,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>13,2</b>	<b>10,5</b>	<b>1,9</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<b>-24 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>36 %</b>	<b>11 %</b>	<b>-56 %</b>	<b>-61 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-37 %</b>

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)	282	624	12,9	11,3	5,6	5,3	0,7	0,7	10,7	8,8	0,7
NOBIA	243	670	21,8	13,7	6,6	5,5	0,7	0,7	42,7	11,4	0,6
MAISONS DU MONDE	129	726	135,8	18,0	4,5	4,0	0,7	0,7		28,0	0,2
LEON'S FURNITURE	1010	1074	8,5	8,1	5,5	5,3	0,7	0,7	11,6	10,6	NA
WILLIAMS-SONOMA	18965	18205	14,3	14,4	12,1	12,3	2,6	2,6	19,8	19,4	10,3
<b>Indoor Group (Inderes, IFRS)</b>	<b>50</b>	<b>72</b>	<b>-15,8</b>	<b>27,3</b>	<b>5,3</b>	<b>3,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-9,2</b>	
<b>Keskiarvo</b>			<b>38,7</b>	<b>13,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>21,2</b>	<b>15,6</b>	<b>3,0</b>
<b>Mediaani</b>			<b>14,3</b>	<b>13,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>15,7</b>	<b>11,4</b>	<b>0,6</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				<b>99 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-38 %</b>			

# 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.	389	857	11,2	10,2	8,0	7,4	0,6	0,6	8,2	6,7	1,1
OSHKOSH	5684	6434	6,7	6,0	5,7	5,1	0,7	0,6	8,7	7,5	1,3
REV GROUP	1465	1565	9,4	7,5	8,2	6,6	0,7	0,7	12,9	9,9	3,2
<b>NRG (Inderes, FAS)</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>6,8</b>	<b>8,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>5,2</b>	<b>8,5</b>	<b>-7,0</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>9,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>9,9</b>	<b>8,0</b>	<b>1,9</b>
<b>Mediaani</b>			<b>9,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>6,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>8,7</b>	<b>7,5</b>	<b>1,3</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<b>-28 %</b>	<b>15 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>7 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>13 %</b>	

# DCF-laskelma 1/3, KH-Koneet

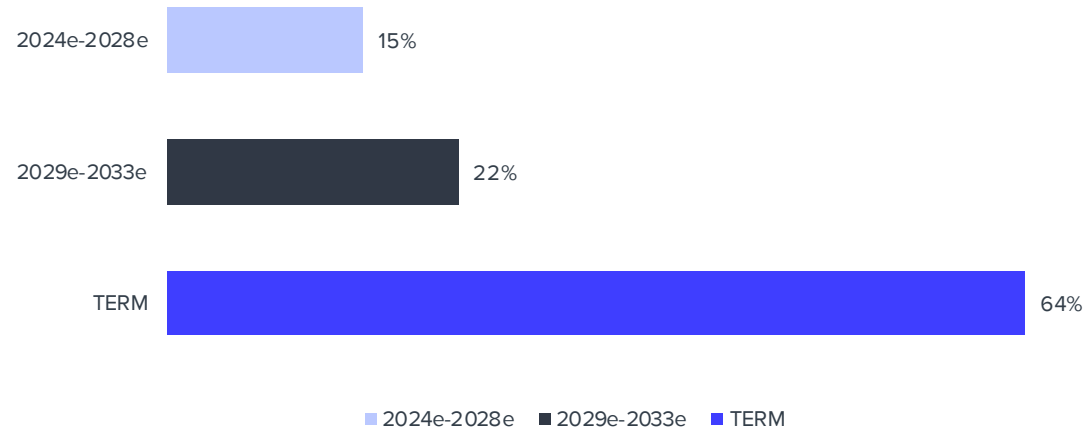
DCF-laskelma KH-Koneet (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,2 %	-14,9 %	-8,2 %	2,3 %	8,0 %	14,0 %	14,0 %	12,0 %	6,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,0 %	3,7 %	3,6 %	4,0 %	5,3 %	5,4 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	<b>9,7</b>	<b>6,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>	<b>8,9</b>	<b>10,3</b>	<b>10,9</b>	<b>12,2</b>	<b>13,0</b>	<b>13,3</b>	<b>12,2</b>	<b>11,0</b>	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,7	2,3	2,3	2,5	2,9	3,3	3,7	3,9	4,0	4,1	4,1	
- Maksetut verot	-1,9	-1,6	-1,4	-1,6	-1,8	-2,1	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-1,6	-1,5	
- Käyttöpääoman muutos	-11,9	-5,2	-0,1	1,9	-0,6	-7,1	-8,0	-7,9	-4,4	-1,9	-1,6	-1,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>6,2</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>6,3</b>	<b>10,6</b>	<b>13,5</b>	<b>13,0</b>	<b>12,4</b>	
+ 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	-5,5	0,2	-5,1	-2,4	-6,2	-3,1	-5,8	-2,7	-5,8	-2,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-9,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>9,1</b>	<b>3,9</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,9</b>	<b>10,8</b>	<b>7,2</b>	<b>9,7</b>	
+/- 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	0,7	9,1	3,9	1,7	-1,8	3,2	4,9	10,8	7,2	9,7	121
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>			<b>0,7</b>	<b>8,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>5,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>	<b>54,2</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			85,2	84,5	76,1	72,8	71,5	72,8	70,7	67,8	62,1	58,5	54,2
<b>Velaton arvo DCF</b>			<b>85,2</b>										
- Korolliset velat			-26,5										
+ Rahavarat			0,0										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>			<b>58,8</b>										

## 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 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,6 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain





# DCF-laskelma 2/3, Indoor Group

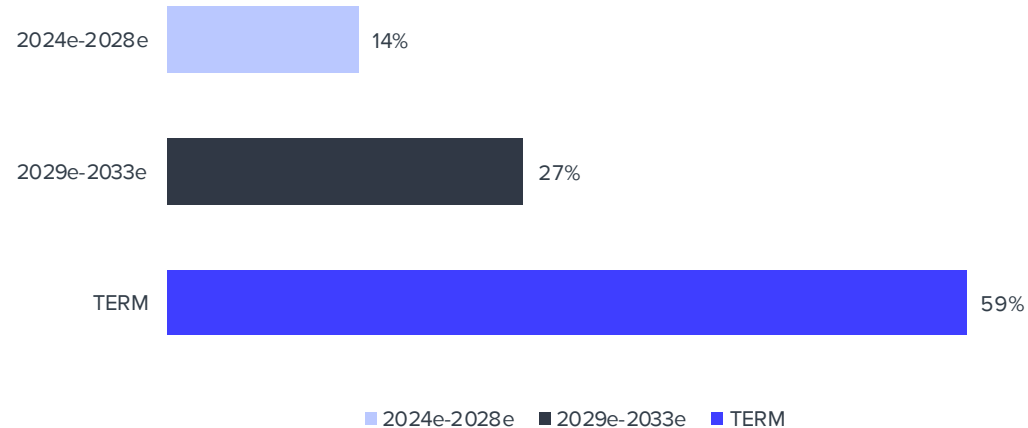
DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-6,2 %	-3,1 %	-13,3 %	0,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %
Liikevoitto-%	0,5 %	0,6 %	-1,0 %	1,5 %	2,6 %	3,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	
+ Kokonaispoistot	19,3	20,9	15,4	15,4	15,7	16,1	16,5	16,9	17,2	17,5	17,8	17,9	
- Maksetut verot	-0,2	-0,2	0,3	-0,5	-0,9	-1,1	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	8,6	-4,4	-1,6	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>13,7</b>	<b>26,2</b>	<b>9,6</b>	<b>15,7</b>	<b>14,2</b>	<b>20,3</b>	<b>22,1</b>	<b>22,5</b>	<b>23,0</b>	<b>23,5</b>	<b>23,5</b>	<b>23,6</b>	
+ 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	-8,7	-13,1	-15,0	-15,5	-16,0	-16,1	-16,5	-13,7	-18,6	-18,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-7,2</b>	<b>5,7</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>9,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	
+/- 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	2,6	-0,9	4,8	6,1	6,4	6,5	9,7	4,9	5,5	85,3
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>			<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>6,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>47,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			79,8	78,9	76,4	77,2	73,2	68,5	63,8	59,4	53,2	50,3	47,3
<b>Velaton arvo DCF</b>			<b>79,8</b>										
- Korolliset velat			-76,9										
+ Rahavarat			8,6										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>			<b>11,5</b>										

## 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 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>12,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,9 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# DCF-laskelma 3/3, Nordic Rescue Group

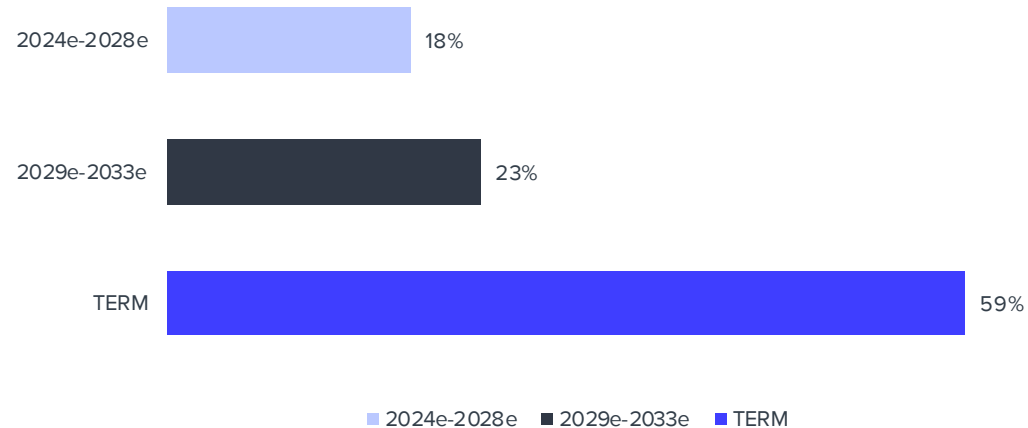
DCF-laskelma NRG (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	11,0 %	-8,4 %	9,8 %	2,0 %	2,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	-4,7 %	5,2 %	7,2 %	5,7 %	4,9 %	4,9 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>-8,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	
+ 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	-0,4	-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	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	
+ 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	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	
+/- 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	-1,8	1,6	1,3	1,4	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	18,9
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>			<b>-1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>9,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			15,9	17,6	16,1	15,0	13,9	13,0	12,2	11,4	10,6	9,9	9,3
<b>Velaton arvo DCF</b>			<b>15,9</b>										
- Korolliset velat			-9,8										
+ Rahavarat			0,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>			<b>6,4</b>										

## 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 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>13,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,4 %</b>

Lähde: Inderes

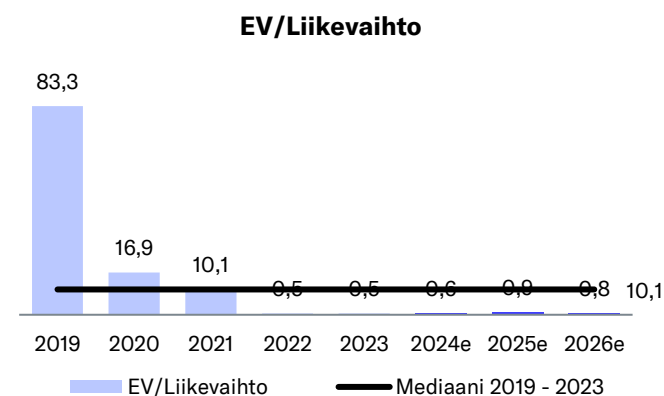
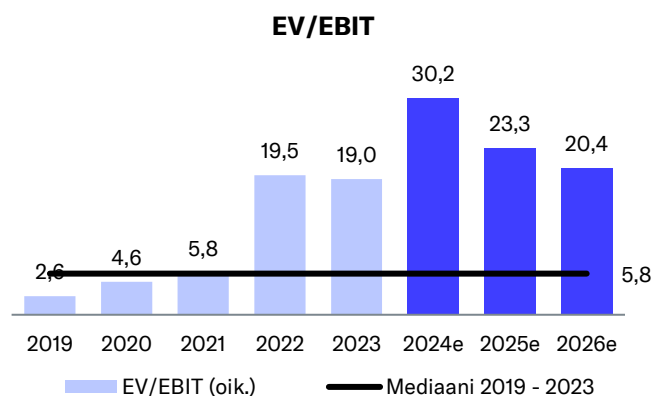
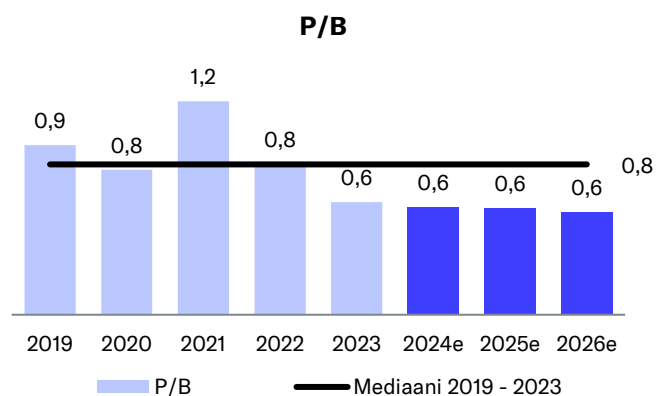
## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,28	1,08	1,92	1,18	0,81	<b>0,56</b>	<b>0,56</b>	<b>0,56</b>	<b>0,56</b>
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	58,0	58,1	58,1	58,1	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>
Markkina-arvo	74	63	112	69	47	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>
Yritysarvo (EV)	42	54	116	232	205	<b>182</b>	<b>169</b>	<b>164</b>	<b>158</b>
P/E (oik.)	5,8	6,3	6,1	5,0	6,5	neg.	<b>79,9</b>	<b>14,9</b>	<b>7,5</b>
P/E	5,8	6,3	6,1	5,0	neg.	neg.	<b>79,9</b>	<b>14,9</b>	<b>7,5</b>
P/B	0,9	0,8	1,2	0,8	0,6	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
P/S	>100	19,6	9,7	0,2	0,1	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
EV/Liikevaihto	83,3	16,9	10,1	0,5	0,5	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
EV/EBITDA	2,6	4,6	5,8	19,5	6,4	<b>17,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>
EV/EBIT (oik.)	2,6	4,6	5,8	19,5	19,0	<b>30,2</b>	<b>23,3</b>	<b>20,4</b>	<b>16,5</b>
Osinko/tulos (%)	83,5 %	23,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
Osinkotuotto-%	14,5 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

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	
<b>Liikevaihto</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>97,6</b>	<b>105</b>	<b>403</b>	<b>78,1</b>	<b>89,3</b>	<b>85,7</b>	<b>61,7</b>	<b>315</b>	<b>198</b>	<b>212</b>	<b>236</b>	
KH-Koneet	40,5	40,4	32,3	39,1	152	29,2	41,1	33,6	48,0	152	155	168	191	
Indoor Group	43,6	44,0	50,6	48,1	186	37,8	37,1	46,0	40,7	162	162	166	170	
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	13,7	42,0	42,8	43,7	44,8	
<b>Käyttökate</b>						<b>25,7</b>	<b>-9,8</b>	<b>11,3</b>	<b>-16,8</b>	<b>10,4</b>	<b>29,8</b>	<b>30,9</b>	<b>33,1</b>	
Poistot ja arvonalennukset							-26,4	8,7	-8,7	-8,8	-35,2	-22,5	-22,9	-23,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>5,1</b>	<b>1,7</b>	<b>10,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>	<b>9,6</b>	
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>-6,8</b>	<b>1,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,6</b>	<b>-25,6</b>	<b>-24,8</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>	<b>9,6</b>	
KH-Koneet	1,8	2,0	2,0	3,2	9,0	-0,4	2,0	1,9	2,8	6,3	7,0	8,1	9,6	
Indoor Group	-0,6	-1,5	2,6	0,6	1,1	-0,3	-2,6	1,8	-0,5	-1,6	2,4	4,3	5,3	
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	1,0	2,6	2,1	1,7	1,8	
Kohdistamattomat erät	-0,6	-0,8	-12,7	-3,6	-17,7	-0,8	-1,4	-1,1	-0,5	-3,7	-1,8	-1,8	-1,8	
Nettorahoituskulut	-2,6	-3,5	-2,1	-4,1	-12,3	-2,7	-2,3	-2,3	-2,9	-10,2	-5,7	-5,3	-4,9	
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-8,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-15,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-28,5</b>	<b>-35,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>4,6</b>	
Verot	0,5	0,4	2,2	0,2	3,3	0,4	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,5	-0,9	
Vähemmistöosuudet	0,0	1,2	3,2	0,8	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,6	
<b>Nettotulos</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>-28,6</b>	<b>-31,9</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>4,3</b>	
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,15</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,12</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,06</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,07</b>	
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,49</b>	<b>-0,55</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,07</b>	

Tunnusluvut	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>						-22,0 %	-10,9 %	-12,2 %	-41,3 %	-21,9 %	-37,0 %	6,7 %	11,6 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>						-136,4 %	-110,3 %	-35,3 %	101,1 %	-44,3 %	20,5 %	10,4 %	19,4 %
<b>Käyttökate-%</b>						32,9 %	-11,0 %	13,2 %	-27,2 %	3,3 %	15,0 %	14,6 %	14,0 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	1,1 %	2,9 %	5,2 %	1,6 %	2,7 %	-0,5 %	-0,3 %	3,8 %	5,5 %	1,9 %	3,7 %	3,8 %	4,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	-1,0 %	-1,0 %	-3,3 %	-1,4 %	-1,7 %	-4,1 %	-3,3 %	3,3 %	-46,3 %	-10,1 %	0,2 %	1,0 %	1,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>213</b>	<b>213</b>	<b>198</b>	<b>196</b>	<b>194</b>
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	90,2	91,7	94,3
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	3,8	1,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>164</b>	<b>135</b>	<b>104</b>	<b>64,4</b>	<b>68,8</b>
Vaihto-omaisuus	112	100,0	77,1	47,6	50,8
Muut lyhytaikaiset varat	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,8	23,7	11,0	6,9	7,4
Likvidit varat	26,4	11,1	15,7	9,9	10,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>377</b>	<b>348</b>	<b>302</b>	<b>260</b>	<b>263</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>87,8</b>	<b>79,3</b>	<b>54,0</b>	<b>54,4</b>	<b>56,6</b>
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	53,4	46,6	13,9	14,3	16,5
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>128</b>	<b>122</b>	<b>115</b>	<b>104</b>	<b>101</b>
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	99,1	87,7	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
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>161</b>	<b>147</b>	<b>132</b>	<b>102</b>	<b>105</b>
Korolliset velat	74,4	60,4	66,1	58,5	56,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,4	86,2	66,1	43,6	48,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>377</b>	<b>348</b>	<b>302</b>	<b>260</b>	<b>263</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	11,5	428,9	403,2	<b>314,9</b>	<b>198,3</b>
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	<b>10,4</b>	<b>29,8</b>
Liikevoitto	20,2	11,9	-3,1	<b>-24,8</b>	<b>7,3</b>
Voitto ennen veroja	20,2	11,7	-15,4	<b>-35,0</b>	<b>1,5</b>
Nettovoitto	18,4	13,8	-6,7	<b>-32,7</b>	<b>0,4</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-13,9	<b>-30,8</b>	<b>0,0</b>

Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	113,3	377,0	347,7	<b>301,5</b>	<b>260,5</b>
Oma pääoma	93,5	87,8	79,3	<b>54,0</b>	<b>54,4</b>
Liikearvo	0,0	37,7	39,9	<b>39,9</b>	<b>39,9</b>
Nettovelat	4,7	158,2	154,9	<b>149,4</b>	<b>136,3</b>

Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	<b>10,4</b>	<b>29,8</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	4,8	-55,7	14,0	<b>15,5</b>	<b>11,1</b>
Operatiivinen kassavirta	24,9	-37,3	43,4	<b>26,0</b>	<b>41,0</b>
Investoinnit	-0,2	-207,3	-35,1	<b>-19,9</b>	<b>-22,5</b>
Vapaa kassavirta	24,7	-242,1	9,7	<b>37,1</b>	<b>18,5</b>

Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e
EV/Liikevaihto	10,1	0,5	0,5	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>
EV/EBITDA	5,8	19,5	6,4	<b>17,5</b>	<b>5,7</b>
EV/EBIT (oik.)	5,8	19,5	19,0	<b>30,2</b>	<b>23,3</b>
P/E (oik.)	6,1	5,0	6,5	<b>neg.</b>	<b>79,9</b>
P/B	1,2	0,8	0,6	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
EPS (raportoitu)	0,32	0,24	-0,11	<b>-0,55</b>	<b>0,01</b>
EPS (oikaistu)	0,32	0,24	0,12	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>
Operat. kassavirta / osake	0,43	-0,64	0,75	<b>0,45</b>	<b>0,71</b>
Vapaa kassavirta / osake	0,43	-4,17	0,17	<b>0,64</b>	<b>0,32</b>
Omapääoma / osake	1,61	1,40	1,29	<b>0,93</b>	<b>0,94</b>
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	259 %	3630 %	-6 %	<b>-22 %</b>	<b>-37 %</b>
Käyttökateen kasvu-%	73 %	-41 %	168 %	<b>-67 %</b>	<b>186 %</b>
Liikevoiton oik. kasvu-%	73 %	-41 %	-9 %	<b>-44 %</b>	<b>20 %</b>
EPS oik. kasvu-%	86 %	-25 %	-48 %	<b>-116 %</b>	<b>-136 %</b>
Käyttökate-%	175,7 %	2,8 %	7,9 %	<b>3,3 %</b>	<b>15,0 %</b>
Oik. Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	2,7 %	<b>1,9 %</b>	<b>3,7 %</b>
Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	-0,8 %	<b>-7,9 %</b>	<b>3,7 %</b>
ROE-%	21,5 %	15,8 %	-8,5 %	<b>-49,6 %</b>	<b>0,7 %</b>
ROI-%	22,8 %	6,4 %	-1,2 %	<b>-10,7 %</b>	<b>3,5 %</b>
Omavaraisuusaste	82,5 %	23,3 %	22,8 %	<b>17,9 %</b>	<b>20,9 %</b>
Nettovelkaantumisaste	5,0 %	180,2 %	195,2 %	<b>276,6 %</b>	<b>250,4 %</b>

# 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 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 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>Analyttikko 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 €



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin 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 sijoittajatieto. 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

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.**