

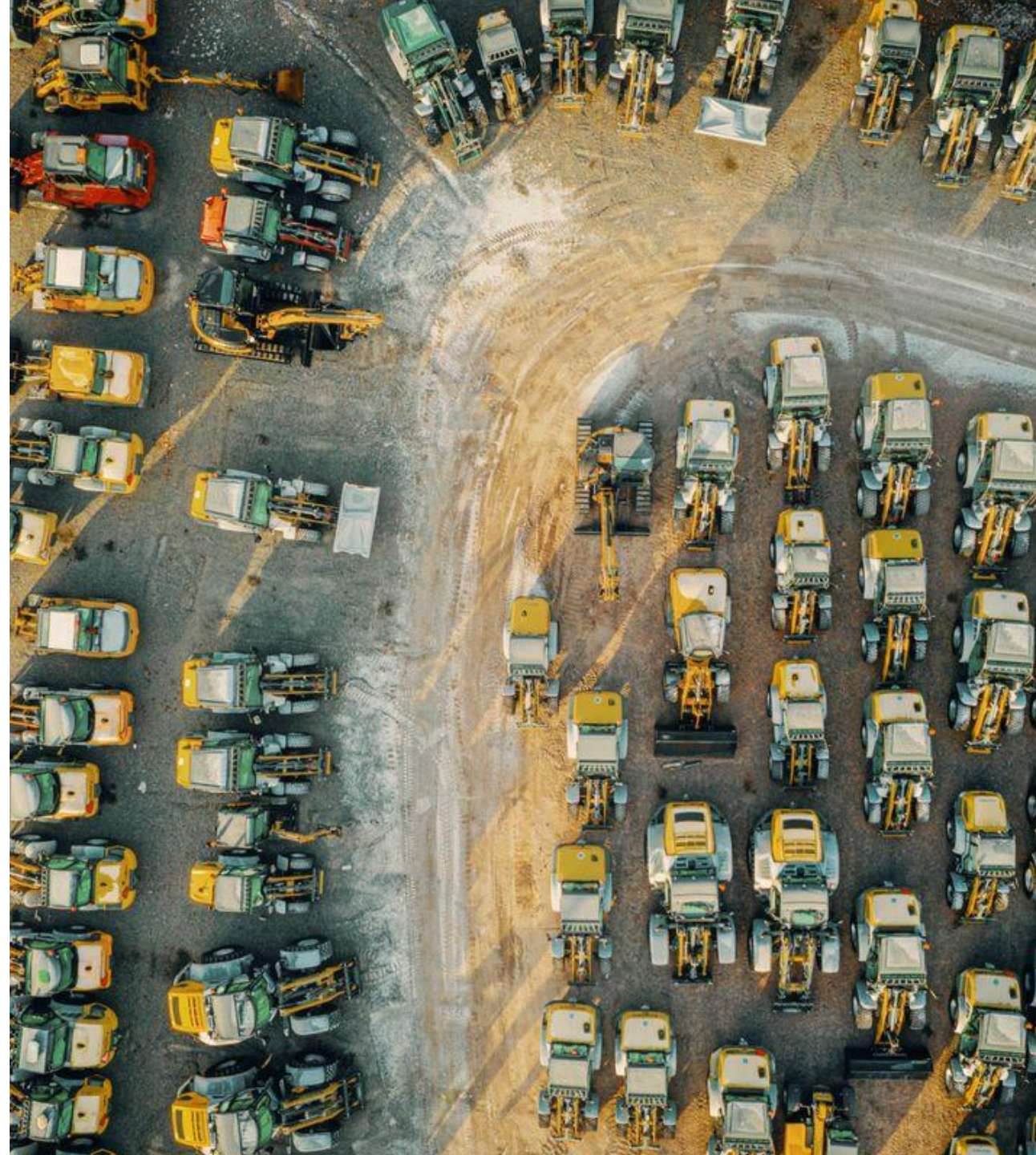
KH GROUP

07.05.2025 7.45 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Valmiina sykliseen elpymiseen

KH Groupin jatkuvien liiketoimintojen tulokset vastasivat odotuksiamme, mutta Indoor Groupin suoritus jäi jälleen heikoksi. Olemme raportin yhteydessä päivittäneet Indoorin arvon vastaamaan yhtiölle annettua osakaslainaa osien summa -laskelmassamme, mutta muiden tytäryhtiöiden kohdalla arviomme on ennallaan. Osien summa -laskelmaamme suhteutettuna osake vaikuttaa edulliselta, joskin riski tehottomalle pääoman allokoinnille pitää meidät toistaiseksi ottamatta vahvempaa näkemystä. Toistamme 0,65 euron tavoitehinnan ja lisää suosituksemme.

Kelpo tulos jatkuville liiketoiminnoilta

Konsernin kruununjalokivi, KH-Koneet, saavutti Q1:llä vahvaa kasvua sekä Suomessa että Ruotsissa supistuneesta kohdemarkkinasta huolimatta, etenkin raskaiden kaivukoneiden ajamana. Yhtiön liike-tulos vahvistui odotetusti kasvun ajamana vertailukauden -0,4 MEUR:sta, mutta jäi 0,1 MEUR:oon kausiluonteisesti hiljaisella neljänneksellä. NRG:n liikevaihto laski rajusti heikentyneen tilauskannan ja vertailukaudesta poikkeavan myynnin rakenteen takia. Yhtiötä Suomessa piinannut hyvinvointialueiden rahoitustilanne selkeytyi katsauskauden aikana ja tilauskanta kääntyi kvartaalin aikana Suomessa kasvuun. Liikevaihdon ennakoitua rajummasta laskusta huolimatta NRG:n vertailukelpoinen liike-tulos ylitti hienoisesti ennusteemme muutosneuvottelujen myötä kevennetyn kulurakenteen ansiosta. Indoor Groupin liikevaihto laski puolestaan 10 % 34,1 MEUR:oon, mikä alitti selvästi 37,2 MEUR:n ennusteemme. Yhtiön supistunut myymäläverkosto ja kutistunut huonekalumarkkina olivat laskun taustalla. Indoor Groupin 2,5 MEUR:n liike-tappio oli odotuksiamme nähden selvä pettymys, mutta joulukuussa päättyneiden muutosneuvottelujen pitäisi tukea yhtiön kannattavuutta Q2:ltä lähtien.

Oletamme KH-Koneiden tulos pohjan olevan käsillä

KH Group toisti odotetusti raportin yhteydessä jatkuville liiketoiminnoille noin edellisvuoden tasoista vertailukelpoista liike-tulosta viitoittavan ohjeistuksensa. Olemme tehneet ainoastaan jatkuvien liiketoimintojen osalta pieniä tarkennuksia ennusteisiimme ja 7,0 MEUR:n oik. liike-tulosennusteemme on linjassa ohjeistuksen kanssa (noin 7,2 MEUR). Odotamme KH-Koneiden kannattavuuden pohjakosketuksen olevan käsillä Pohjoismaiden heikon konekaupan keskellä ja näemme yhtiöllä edellytykset huomattavaan tulosparannukseen markkinan elpyessä. Indoorin osalta ennustemuutoksemme olivat negatiivisia ja olemme päivittäneet yhtiön arvon osien summa – laskelmassamme vastaamaan KH Groupin yhtiölle myöntämää 1 MEUR:n osakaslainaa. Olemme samalla oikaisseet Indoor Groupin velat konsernin korollisista veloista, jotta jatkuvien liiketoimintojen taserakenteen ja tulos pohjaisen arvostuksen arvioiminen olisi helpompaa.

Alennus osien summaan puoltaa lisäostoja

Osien summa -laskelmamme indikoi KH Groupille 0,78 euron osakekohtaista arvoa. Tarinan keskeisin palanen, KH-Koneet, on antanut vahvoja näyttöjä kyvystään kasvaa konekaupan heikkoudesta huolimatta. Yhtiön arvon kannalta näytöt pääoman tuoton kääntymisestä takaisin kasvuun ovat keskeisessä roolissa kansainvälisen kasvutarinan vahvistamiseksi. Keskeisin riskitekijä KH Groupin sijoitustarinan kannalta nivoutuu nähdäksemme pääoman allokoinnin ja myynnissä olevan Indoor Groupin ympärille, jonka rahoittaminen on viime vuosina osoittautunut alaskirjausten perusteella virheeksi. Emoyhtiö ei kuitenkaan ole vastuussa Indoorin veloista, minkä seurauksena Indoor painaa kokonaisuuden arvoa vain, jos pääomaa allokoidaan jatkossakin yhtiön suuntaan tai jos Indoorin vaikeudet heikentävät vievät johdon huomioita pois muista tytäryhtiöistä.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

0,65 EUR

(aik. ,65 EUR)

Osakekurssi:

0,53 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	315	193	207	232
kasvu-%	-22 %	-39 %	7 %	12 %
EBIT oik.	6,0	7,0	8,1	11,0
EBIT-% oik.	1,9 %	3,6 %	3,9 %	4,8 %
Tulos ennen veroja	-3,5	1,6	2,0	5,2
Nettotulos	2,7	1,2	1,6	4,2
EPS (oik.)	-0,42	0,03	0,03	0,07
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00

P/E (oik.)	neg.	19,8	19,5	7,4
P/B	0,6	0,6	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	17,1	13,9	12,1	9,2
EV/EBITDA	3,0	4,7	4,4	4,0
EV/Liikevaihto	0,3	0,5	0,5	0,4

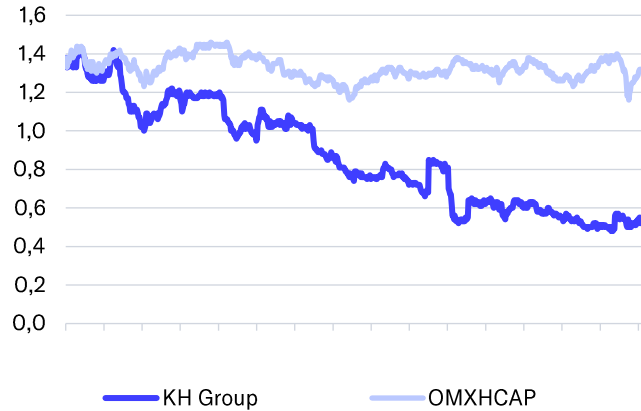
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

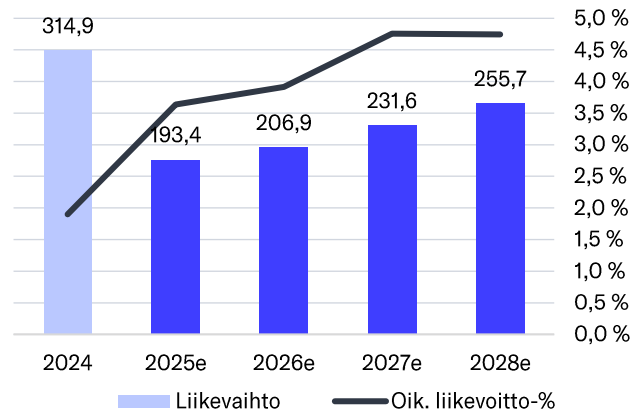
KH Group arvioi 2025 jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon ja vertailukelpoisen liike-tuloksen olevan suunnilleen vertailukauden tasolla (194 MEUR ja 7,2 MEUR).

Osakekurssi



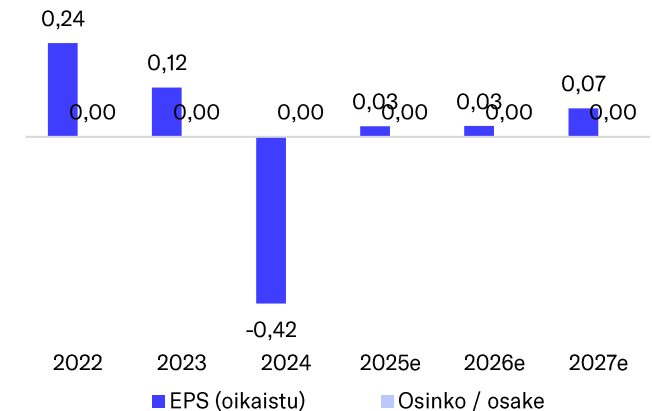
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



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	0,53	0,53	0,53
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	31	31	31
Yritysarvo (EV)	98	98	101
P/E (oik.)	19,8	19,5	7,4
P/E	26,5	19,5	7,4
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,7	4,4	4,0
EV/EBIT (oik.)	13,9	12,1	9,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Jatkuvat liiketoiminnot pitivät pintansa, Indoor yski jälleen

KH-Koneet saavutti vakuuttavaa kasvua

KH-Koneiden Q1-liikevaihto kasvoi vakuuttavasti 13 % 33,1 MEUR:oon, mikä ylitti 31,0 MEUR:n ennusteamme. Heikentyneestä markkinaympäristöstä huolimatta yhtiö saavutti kasvua sekä Suomessa että Ruotsissa, ja etenkin raskaiden tela-alustaisten kaivinkoneiden myynti Suomessa kasvoi merkittävästi. NRG:n liikevaihto laski 22 % 8,7 MEUR:oon, mikä jäi 11,4 MEUR:n ennusteestamme. KH Group liputti Sauruksen heikentyneitä tilauskantaa jo Q4-raportissaan, mutta se löi läpi odotuksiamme nopeammin. Osittain liikevaihdon vaisu kehitys selittyy toimitettujen ajoneuvotyyppien erolla vertailukauteen. NRG:n myyntiä rajoittanut hyvinvointialueiden rahoitustilanne selkeytyi KH Groupin mukaan vuodenvaihteen jälkeen, ja sen ajamana Sauruksen tilauskanta on vahvistunut katsauskauden aikana. Sauruksen järjestämät muutosneuvottelut huomioiden pelastusajoneuvojen kysyntäympäristö lienee edelleen edellisvuotta vaisumpi. Indoor Groupin liikevaihto laski puolestaan 10 % 34,1 MEUR:oon, mikä alitti selvästi

37,2 MEUR:n ennusteamme. Yhtiön supistunut myymäläverkosto ja kutistunut huonekalumarkkina ajoivat laskua. Vertailukaudella Indoor menetti myyntiä Sotka-ketjun uuden toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönoton vuoksi, mikä pehmentää näennäistä kehitystä.

Jatkuvien liiketoimintojen tulokset vastasivat odotuksiamme

KH-Koneiden myönteisestä liikevaihtoyllätyksestä huolimatta yhtiön kannattavuus jäi aavistuksen verran ennusteistamme. Tämän taustalla oli käsityksemme mukaan myynnin painottuminen raskaampaan kalustoon, mikä heikensi bruttokatetta edellisvuoteen verrattuna. Vastapainona kannattavuus sai tukea Ruotsin kruunun vahvistumiselta. NRG:n tulos laski heikentyneen liikevaihdon ajamana, mutta 0,8 MEUR:n vertailukelpoinen liiketulos ylitti kuitenkin 0,7 MEUR:n ennusteamme tehokkaan tuotannon ja muutosneuvottelujen tuettua kannattavuutta. Indoor Groupin kannattavuus kärsi edelleen supistuvasta liikevaihdosta, eikä 10 MEUR:n

kustannussäästöihin tähtäävän ohjelman vaikutuksista ollut vielä merkkejä yhtiön suhteellisessa kannattavuudessa. KH Groupin mukaan merkittävä osa ohjelman vaikutuksista nähdään kuluvan vuoden aikana, ja muutosneuvotteluilta odotetaan merkittävää vaikutusta jo Q2-lukuihin.

Emoyhtiön rahoitusasema on terve, Indoor arveluttaa

KH Groupilla on toukokuun loppuun asti sopimus Indoorin rahoittajan kanssa, jonka mukaisesti tämä ei tule eräännyttämään lainoja tiettyjen ehtojen täyttyessä. Sopimuksen päättyessä tunnistamme riskin, että konserni päätyy jälleen rahoittamaan Indooria vastaavan sitoumuksen varmistamiseksi (emo myönsi Indoorille tammikuussa 1 MEUR:n osakslainan sopimuksen mukaisesti). Emoyhtiön rahoitustilanne itsessään on hyvä 2,45 MEUR:n nostamattoman tililimiitin ja 4,5 MEUR:n rahavarojen turvin, mutta Indoorista irtautumiseen saakka näemme riskin tehottomalle pääoman allokoinnille yhtiön suuntaan.

Liikevaihto MEUR	Q1'24 Vertailu	Q1'25 Toteutunut	Q1'25e Inderes	Kasvu Ennuste	Kasvu Tot.	Erotus (%) Tot. vs. inderes	2025e Ennuste
Indoor Group	37,8	34,1	37,2	-2 %	-10 %	-8 %	154
KH-Koneet Group	29,2	33,1	31,0	6 %	13 %	7 %	157
Nordic Rescue Group	11,1	8,7	11,4	3 %	-22 %	-24 %	36
Oik. Liikevoitto (IFRS) MEUR	Q1'24 Vertailu	Q1'25 Toteutunut	Q1'25e Inderes	Kasvu Ennuste	Kasvu Tot.	Erotus (%) Tot. vs. inderes	2025e Ennuste
Indoor Group	-0,3	-2,5	-0,3				-0,8
KH-Koneet Group	-0,4	-0,1	0,0				6,8
Nordic Rescue Group	0,7	0,8	0,7	-2 %	14 %	17 %	2,1
Kohdistamattomat kulut	-0,3	-0,4	-0,5				-1,9

Lähde: Inderes. HUOM: Vertailukauden luvut ovat pro forma

KH Group Q1'25: Koneet kävivät kaupaksi



Ennustemuutokset painottuivat Indoor Groupiin

Ohjeistus toistettiin odotetusti

KH Group toisti raportin yhteydessä odotetusti jatkuvien liiketoimintojen (ts. ei sisällä Indooria) noin edellisvuoden tasoista vertailukelpoista liike tulosta (2024 vertailukelpoinen EBIT: 7,2 MEUR) viitoittavan ohjeistuksensa. Tämä on linjassa ennusteisiimme, jotka povaavat Q1-lukujen tapaan tulospa rannusta vakuuttavasti suorittavalle KH-Koneille ja heikkenevää tulostasoa NRG:lle. Raportin yhteydessä ennustemuutoksemme jäivät pieniksi jatkuvien liiketoimintojen osalta. Olemme Q1:n liikevaihtoa lituksen myötä laskeneet NRG:n lähivuosien kasvuennusteitamme, mutta odotettua kevyemmän kulurakenteen takia nostaneet ennusteitamme yhtiön suhteellisen kannattavuuden suhteen.

Indoorin kohdalla heikot Q1-luvut vesittivät jo yksinään kuluvan vuoden ennusteemme, ja olemme yhtiön heikon suoritustason myötä leikanneet myös lähivuosien ennusteitamme. Paperilla ajurit paranevaan tulokseen

vaikuttavat melko selviltä 10 MEUR:n liike tuloksen parannukseen tähtäävä laajamittainen toimintamallin uudistus ja ajallaan elpyvä liiketoimintaympäristö. Toistaiseksi toimintamallin uudistus ei ole kuitenkaan näkynyt yhtiön luvuissa.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
Liikevaihto (MEUR)	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Indoor Group	160	154	-4 %	164	156	-5 %	168	160	-5 %
KH Koneet	155	157	1 %	168	170	1 %	191	194	1 %
NRG	39,1	36,1	-8 %	39,9	37,0	-7 %	40,9	37,9	-7 %
Oik. Liiketulos (MEUR)									
Indoor Group	1,9	-0,8		3,9	3,1	-21 %	4,7	4,0	-15 %
KH Koneet	7,0	6,8	-3 %	8,1	8,4	4 %	10,9	11,3	3 %
NRG	1,9	2,2	12 %	1,6	1,6	0 %	1,6	1,6	0 %
Kohdistamattomat kulut	-2,0	-1,9		-1,9	-1,9	0 %	-1,9	-1,9	0 %

Lähde: Inderes

Muutokset osien summaan

Indoor Groupin arvo vastaa yhtiölle annettua osakaslainaa

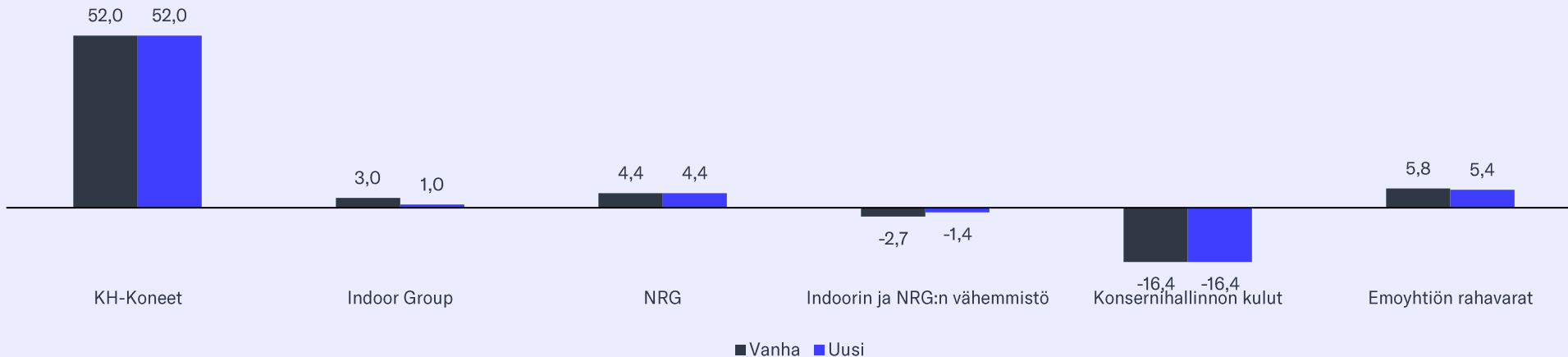
Olemme raportin yhteydessä päivittäneet Indoor-omistuksen arvon 1 MEUR:oon (aik. 1,6 MEUR, kun huomioidaan vähemmistöjen omistusosuus), mikä vastaa KH Groupin yhtiölle antamaa osakaslainaa, yhtiön heikkoa Q1-suoritusta ja ennustemuutoksiamme heijastellen. KH Group kirjasi jo Q4-raporttinsa yhteydessä alas Indoor omistuksen arvon vastaamaan tammikuussa annettua osakaslainaa. Tehty oman pääoman täysi alaskirjaus kuvastaa KH Groupin mukaan yhtiön taloudellisen neuvonantajan tekemiin markkinatunnusteluihin pohjautuvaa käypää arvoa. Tämän myötä olemme poistaneet myös Indoorin vähemmistöjen osuuden osien summa – laskelmastamme.

Mikäli Indoor Group myydään lähiaikoina, jää kauppahinta oletettavasti kauas yhtiön

potentiaalista, mutta toisaalta se tyrehdyttäisi konsernin pääoman vuodon yhtiön suuntaan, mikä jättäisi enemmän pääomaa sijoitettavaksi KH-Koneisiin, NRG:hen ja osingonjakoon.

KH-Koneiden ja NRG:n kohdalla emme ole tehneet muutoksia osien summa -laskelmaamme Q1-raportin vastattua pääpiirteiltään odotuksiamme.

Muutokset osien summaan



Osien summa vielä toistaiseksi ensisijainen arvonnääritysmenetelmämme

Osien summa-arvon muodostuminen

Lähestymme KH Groupin arvonnääritystä osien summa - laskelman kautta. Menetelmä on mielestämme soveltuva konsernille, sillä nykyinen konsernirakenne on tarkoitus purkaa, mikä mahdollistaa arvon vapautumisen. Samalla tytäryhtiöiden eroavien kasvu- kassavirta- ja riskiprofiilien vuoksi hyväksyttävät arvostuskertoimet eroavat toisistaan. Indoorin siirryttyä kirjanpidossa myytävänä olevaksi varaksi konsernia voisi nähdäksemme katsoa myös yhtenä kokonaisuutena, joskin nykyrakenteella sijoittajilla on saatavilla vain Q4'24 ja Q1'25 taseet, mikä vaikeuttaa kokonaisuuden mallintamista konsernin IFRS-kirjanpidon mukaisesti.

Osien summa -laskelmassa olemme arvioineet käyvän arvon KH Groupin jokaiselle tytäryhtiölle yhtiökohtaisilla DCF- malleilla ja suhteuttamalla käypään arvoon liittyvää kerroin pohjaista arvostusta yhtiökohtaisten verrokkien arvostukseen. Tytäryhtiökohtaisessa arvonnäärityksessä 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 arvonnääritykseen 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 vain KH-Koneet.

Osien summan muodostuminen (MEUR)	Opon arvo DCF	Käypä arvo	Nettovelat 2025e	Yritys arvo 2025e
KH-Koneet	64,6	52,0	28,5	80,5
Indoor Group	6,2	1,0	68,2	69,2
NRG	5,2	4,4	10,3	14,7
- NRG:n vähemmistö		-1,4		
- Konsernihallinnon kulut		-16,4		
+ Emoyhtiön nettokassa		5,4		
= Osien summa		45,0		
Konsernin nykyinen markkina-arvo		31,0		
Alennus osien summaan		-31 %		
Osien summan indikoima osakekohtainen arvo		0,78 €		

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

KH-Koneiden arvonluontitarina on vahvistuvan pääoman tuoton varassa

KH-Koneiden kohdalla määrittämämme implisiittinen tulos pohjainen arvostus vaikuttaa kuluvana vuonna neutraalilta/maltilliselta ja kääntyy lähivuosina tulos kasvun 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 arvonmäärittäyksemme 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 selkänöjaa arvostukselle. Kertoimen oleellinen venymisvara vaatii kuitenkin vuonna 2021 alkaneen pääoman tuoton heikkenevän trendin kääntämistä. Arviomme mukaan kasvuinvestoinnit Ruotsissa ja rakennussektorin heikkous painavat lyhyellä aikavälillä pääoman tuottoa. KH-Koneiden

kasvun luoma arvo jää rajalliseksi ilman tunnusluvun elpymistä, mutta näemme sille edellytykset konekaupan piristyessä ja Ruotsin liiketoiminnan kypsyessä.

Ailahtelevat historialliset näytöt hankaloittavat NRG:n normalisoidun tulostason arvioimista

NRG:n käyvät liikevaihto- ja tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat maltilliset, mikä selittyy yhtiön korkealla riskiprofiililla ja käännetyhtiöstatuksella. Sauruksen ja Sala-brändin kaltaisilla vahvoilla brändeillä 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 suoritustasossa heijastuvat vivulla oman pääoman arvoon.

Indoorin arvo on nykytilassa spekulatiivinen

Vielä muutama vuosi sitten konsernin tuloksenteon syömähampaana toiminut Indoor Group on jäänyt jumiin kalliiseen sopeuttamisen kierteeseen jo neljä vuotta kestäneen kalustemarkkinan supistumisen keskellä. Indoorin myynnin tiukan aikataulun ja myötä markkinan elpyminen tuskin näkyy oleellisesti yhtiön luvuissa ennen sen myyntiä. Indoor Groupin tulos käänteeseen toteutuessa näkisimme merkittävää nousuvaraa yhtiön potentiaalisessa arvostustasossa, mutta siihen tukeutuminen on haastavaa myynnin tiukka aikataulu ja nykyiset syvät tappiot huomioiden. Indoorin velkainen tase huomioiden pienetkin muutokset yhtiön velattomassa kauppahinnassa heiluttavat rajusti oman pääoman arvoa, joka voi nykytilanteessa jäädä KH Groupin kannalta olemattomaksi.

KH-Koneet	2025e	2026e	2027e	2028e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/Käyttökate	9,3	7,0	5,2	4,3
EV/Oik. Liikevoitto	10,5	7,9	5,9	5,4
Oik. P/E	12,1	8,5	6,1	5,9
P/B	1,2	1,1	1,0	0,8

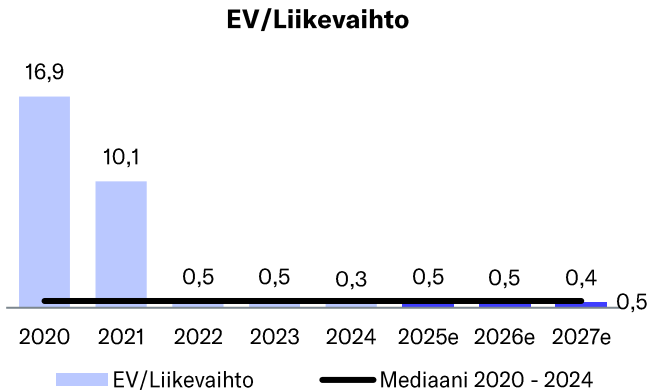
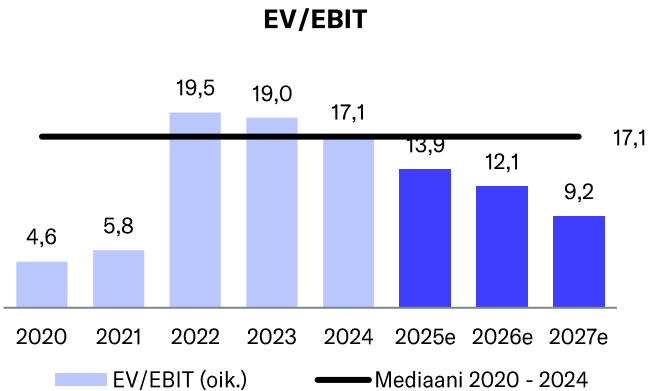
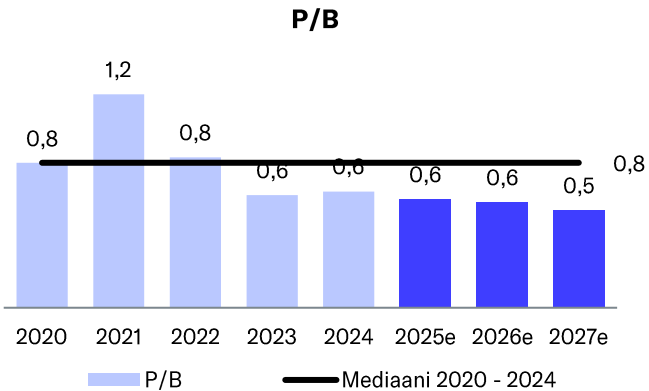
Indoor Group	2025e	2026e	2027e	2028e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/Käyttökate	5,0	3,5	3,1	2,6
EV/Liikevoitto	-18,3	20,1	15,0	11,5

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,08	1,92	1,18	0,81	0,56	0,53	0,53	0,53	0,53
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	31	31	31	31
Yritysarvo (EV)	54	116	232	205	102	98	98	101	102
P/E (oik.)	6,3	6,1	5,0	6,5	neg.	19,8	19,5	7,4	5,9
P/E	6,3	6,1	5,0	neg.	neg.	26,5	19,5	7,4	5,9
P/B	0,8	1,2	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/S	19,6	9,7	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	16,9	10,1	0,5	0,5	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,6	5,8	19,5	6,4	3,0	4,7	4,4	4,0	3,8
EV/EBIT (oik.)	4,6	5,8	19,5	19,0	17,1	13,9	12,1	9,2	8,4
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	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	78,1	89,3	85,7	61,7	315	41,8	53,6	42,1	55,8	193	207	232	256
KH-Koneet	29,2	41,1	33,6	45,8	150	33,1	43,2	35,6	45,3	157	170	194	217
Indoor Group	37,8	37,1	46,0	40,7	162	34,1	34,5	44,6	40,9	154	156	160	164
Nordic Rescue Group	11,1	11,1	6,1	15,9	44,2	8,7	10,4	6,5	10,5	36,1	37,0	37,9	38,9
Käyttökate						3,6	5,8	5,2	6,2	20,8	22,2	25,6	27,1
Poistot ja arvonalennukset						-3,7	-3,5	-3,5	-3,5	-14,2	-14,2	-14,6	-14,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,4	-0,3	3,3	3,4	6,0	0,3	2,3	1,7	2,7	7,0	8,1	11,0	12,1
Liikevoitto	-0,7	-1,1	2,6	3,1	3,9	-0,1	2,3	1,7	2,7	6,6	8,1	11,0	12,1
KH-Koneet	-0,4	2,0	1,9	2,8	6,3	-0,1	2,1	2,1	2,6	6,8	8,4	11,3	12,4
Indoor Group	-0,3	-2,6	1,8	-0,4	-1,6	-2,5	-0,9	2,0	0,6	-0,8	3,1	4,0	4,6
Nordic Rescue Group	0,7	0,9	0,0	1,2	2,8	0,8	0,7	0,1	0,6	2,2	1,6	1,6	1,7
Kohdistamattomat erät	-0,8	-1,4	-1,1	-0,6	-3,8	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-2,3	-1,9	-1,9	-1,9
Nettorahoituskulut	-2,7	-2,3	-2,3	0,0	-7,4	-0,4	-1,6	-1,6	-1,6	-5,1	-6,1	-5,8	-5,6
Tulos ennen veroja	-3,4	-3,4	0,3	3,0	-3,5	-0,5	0,7	0,2	1,2	1,6	2,0	5,2	6,5
Verot	0,4	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-1,0	-1,3
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,4	2,6	3,3	6,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-3,2	-3,0	2,8	-23,3	-26,6	-0,5	0,6	0,1	0,9	1,2	1,6	4,2	5,2
EPS (oikaistu)	-0,05	-0,04	0,06	-0,40	-0,42	0,00	0,01	0,00	0,02	0,03	0,03	0,07	0,09
EPS (raportoitu)	-0,06	-0,05	0,05	-0,40	-0,46	-0,01	0,01	0,00	0,02	0,02	0,03	0,07	0,09

Tunnusluvut	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%						-46,5 %	-40,0 %	-50,9 %	-9,5 %	-38,6 %	7,0 %	11,9 %	10,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%						-175,0 %	-863,4 %	-48,1 %	-19,1 %	17,6 %	15,0 %	36,1 %	10,1 %
Käyttökate-%						8,6 %	10,8 %	12,4 %	11,2 %	10,8 %	10,8 %	11,0 %	10,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,5 %	-0,3 %	3,8 %	5,5 %	1,9 %	0,7 %	4,3 %	4,1 %	4,9 %	3,6 %	3,9 %	4,8 %	4,7 %
Nettotulos-%	-4,1 %	-3,3 %	3,3 %	-37,7 %	-8,4 %	-1,2 %	1,1 %	0,3 %	1,7 %	0,6 %	0,8 %	1,8 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	213	184	183	182	183
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	55,5
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	2,5	0,6	0,0
Vaihtuvat vastaavat	135	87,7	71,5	76,5	85,7
Vaihto-omaisuus	100,0	60,2	54,1	57,9	64,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	23,7	18,5	11,6	12,4	13,9
Likvidit varat	11,1	9,0	5,8	6,2	6,9
Taseen loppusumma	348	272	255	259	269

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	79,3	49,3	51,1	52,7	56,9
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	46,6	21,9	23,0	24,6	28,8
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	52,6	53,5	55,9
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	50,6	51,4	53,9
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	151	153	156
Korolliset velat	60,4	23,3	21,7	22,0	23,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,2	31,3	19,3	20,7	23,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	110	110	110	110
Taseen loppusumma	348	272	255	259	269

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	428,9	403,2	314,9	193,4	206,9
Käyttökate	11,9	31,9	34,0	20,8	22,2
Liikevoitto	11,9	-3,1	3,9	6,6	8,1
Voitto ennen veroja	11,7	-15,4	-3,5	1,6	2,0
Nettovoitto	13,8	-6,7	-26,6	1,2	1,6
Kertaluontoiset erät	0,0	-13,9	-2,1	-0,4	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	377,0	347,7	271,7	254,8	258,9
Oma pääoma	87,8	79,3	49,3	51,1	52,7
Liikearvo	37,7	39,9	7,7	7,7	7,7
Nettovelat	158,2	154,9	70,2	66,5	67,3

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	11,9	31,9	34,0	20,8	22,2
Nettokäyttöpääoman muutos	-55,7	14,0	100,1	1,0	-3,2
Operatiivinen kassavirta	-37,3	43,4	124,6	22,1	19,4
Investoinnit	-207,3	-35,1	107,6	-15,0	-15,3
Vapaa kassavirta	-242,1	9,7	228,2	5,1	4,1

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,3	0,5	0,5
EV/EBITDA	19,5	6,4	3,0	4,7	4,4
EV/EBIT (oik.)	19,5	19,0	17,1	13,9	12,1
P/E (oik.)	5,0	6,5	neg.	19,8	19,5
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	0,02	0,03
EPS (oikaistu)	0,24	0,12	-0,42	0,03	0,03
Operat. Kassavirta / osake	-0,64	0,75	2,15	0,38	0,33
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-4,17	0,17	3,93	0,09	0,07
Omapääoma / osake	1,40	1,29	0,86	0,88	0,91
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 %	-39 %	7 %
Käyttökatteen kasvu-%	-41 %	168 %	7 %	-39 %	7 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-41 %	-9 %	-45 %	18 %	15 %
EPS oik. kasvu-%	-25 %	-48 %	-439 %	-106 %	2 %
Käyttökate-%	2,8 %	7,9 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %
Oik. Liikevoitto-%	2,8 %	2,7 %	1,9 %	3,6 %	3,9 %
Liikevoitto-%	2,8 %	-0,8 %	1,2 %	3,4 %	3,9 %
ROE-%	15,8 %	-8,5 %	-42,7 %	2,3 %	3,1 %
ROI-%	6,4 %	-1,2 %	2,1 %	5,3 %	6,5 %
Omavaraisuusaste	23,3 %	22,8 %	18,1 %	20,1 %	20,4 %
Nettovelkaantumisaste	180,2 %	195,2 %	142,4 %	130,2 %	127,7 %

Verrokkiryhmän arvostus 1/2

KH-Koneiden verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritys arvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
UNITED RENTALS	37701	48619	13,5	12,5	7,6	7,2	3,5	3,3	15,1	13,8	4,5
H&E EQUIPMENT SERVICES	2922	4115	26,1	19,8	7,2	6,6	3,2	3,0	39,0	22,2	4,7
MCGRATH RENTCORP	2355	2845	14,1	13,0	9,2	8,6	3,4	3,2	18,0	16,4	NA
SPEEDY HIRE	111	352	12,3	10,3	3,1	2,9	0,7	0,7	11,5	7,6	0,4
VP	266	502	9,2	8,9	3,9	3,8	1,2	1,1	8,2	7,9	1,5
WETTERI OYJ	37	143	16,1	12,1	4,1	5,9	0,3	0,3		10,1	0,6
BILIA A	1085	1872	13,4	11,9	7,5	7,0	0,5	0,5	12,4	10,5	2,2
KH Koneet (Inderes, FAS)	52	80	10,5	7,9	9,3	7,0	0,4	0,4	12,1	8,5	
Keskiarvo			15,0	12,6	6,1	6,0	1,8	1,7	17,4	12,6	2,3
Mediaani			13,5	12,1	7,2	6,6	1,2	1,1	13,8	10,5	1,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<i>-22 %</i>	<i>-35 %</i>	<i>30 %</i>	<i>6 %</i>	<i>-61 %</i>	<i>-66 %</i>	<i>-12 %</i>	<i>-18 %</i>	

Indoorin verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritys arvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
SURTECO GROUP (XET)	252	581	13,4	10,9	5,5	5,0	0,6	0,6	13,6	8,9	0,6
NOBIA	216	652	22,6	13,2	6,7	5,3	0,7	0,7	39,8	9,9	0,6
MAISONS DU MONDE	106	703		24,9	4,8	4,1	0,7	0,7			0,2
LEON'S FURNITURE	1015	1079	8,6	8,2	5,6	5,4	0,7	0,7	11,7	10,6	NA
WILLIAMS-SONOMA	17172	16103	13,2	13,6	11,2	11,6	2,4	2,4	18,7	18,7	9,8
Indoor Group (Inderes, IFRS)	52	69	-18,3	20,1	5,0	3,5	0,4	0,4	0,0	0,0	
Keskiarvo			14,5	14,1	6,7	6,3	1,0	1,0	21,0	12,0	2,8
Mediaani			13,3	13,2	5,6	5,3	0,7	0,7	16,2	10,3	0,6
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				<i>52 %</i>	<i>-10 %</i>	<i>-34 %</i>	<i>-34 %</i>	<i>-38 %</i>			

Verrokkiryhmän arvostus 2/2

NRG:n verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritys arvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
ROSENBAUER INTL.	412	880	10,4	9,4	7,6	7,0	0,6	0,6	7,8	6,3	1,2
OSHKOSH	5087	6205	7,2	6,4	6,0	5,4	0,7	0,7	8,5	7,4	1,3
REV GROUP	1624	1720	10,9	8,8	9,4	7,8	0,8	0,8	15,1	11,8	3,7
NRG (Inderes, FAS)	4	15	6,9	9,4	5,9	7,6	0,4	0,4	5,6	11,2	
Keskiarvo			9,5	8,2	7,7	6,7	0,7	0,7	10,4	8,5	2,0
Mediaani			10,4	8,8	7,6	7,0	0,7	0,7	8,5	7,4	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			-34 %	7 %	-22 %	9 %	-40 %	-39 %	-34 %	50 %	

DCF-laskelma 1/3, KH-Koneet

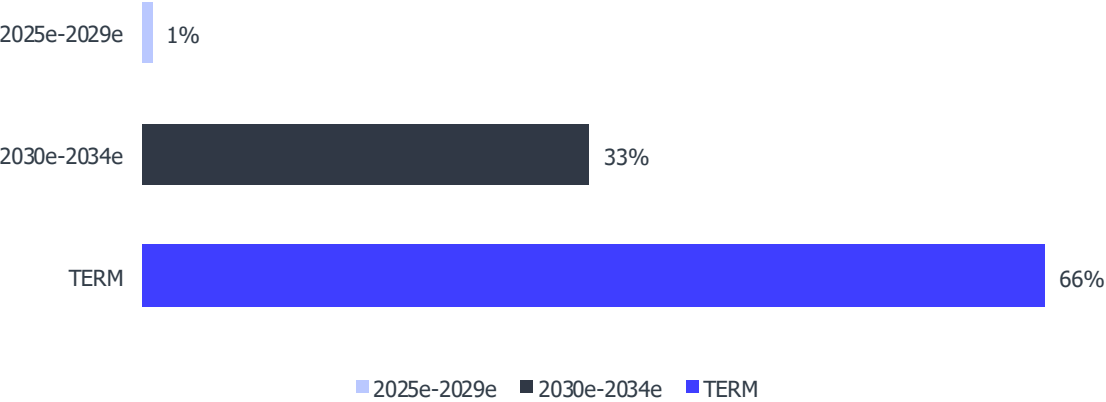
DCF-laskelma KH-Koneet (FAS)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031 e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-14,9 %	3,5 %	5,0 %	8,0 %	14,0 %	12,0 %	10,0 %	6,0 %	4,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	4,8 %	3,0 %	3,3 %	3,9 %	4,7 %	4,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto (oik.)	8,0	5,2	6,0	7,6	10,4	11,3	13,6	14,5	15,0	15,4	14,2	12,8	
+ Kokonaispoistot	2,7	2,3	2,7	2,9	3,3	3,7	4,1	4,3	4,5	4,6	4,7	4,8	
- Maksetut verot	-1,9	-1,4	-1,5	-1,9	-2,4	-2,4	-2,4	-2,0	-2,1	-2,2	-1,9	-1,7	
- Käyttöpääoman muutos	-5,2	2,2	-11,8	-1,0	-4,3	-5,5	-4,5	-1,7	-0,1	-2,0	-1,6	-1,2	
Operatiivinen kassavirta	1,4	6,5	-4,7	7,6	7,0	7,2	10,8	15,1	17,3	15,9	15,4	14,6	
+ 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	0,0	-0,4	-5,9	-2,1	-7,0	-1,9	-7,7	-1,9	-7,8	-1,9	-7,9	-3,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,3	6,1	-10,6	5,6	0,0	5,3	3,1	13,2	9,6	14,0	7,5	10,9	
+/- 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	6,1	-10,6	5,6	0,0	5,3	3,1	13,2	9,6	14,0	7,5	10,9	136
Diskontattu vapaa kassavirta			-10,0	4,8	0,0	3,8	2,0	7,8	5,2	7,0	3,4	4,5	56,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			84,7	94,8	89,9	90,0	86,2	84,2	76,3	71,1	64,2	60,8	56,3
Velaton arvo DCF			84,7										
- Korolliset velat			-20,8										
+ Rahavarat			0,6										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			64,6										

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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	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, Nordic Rescue Group

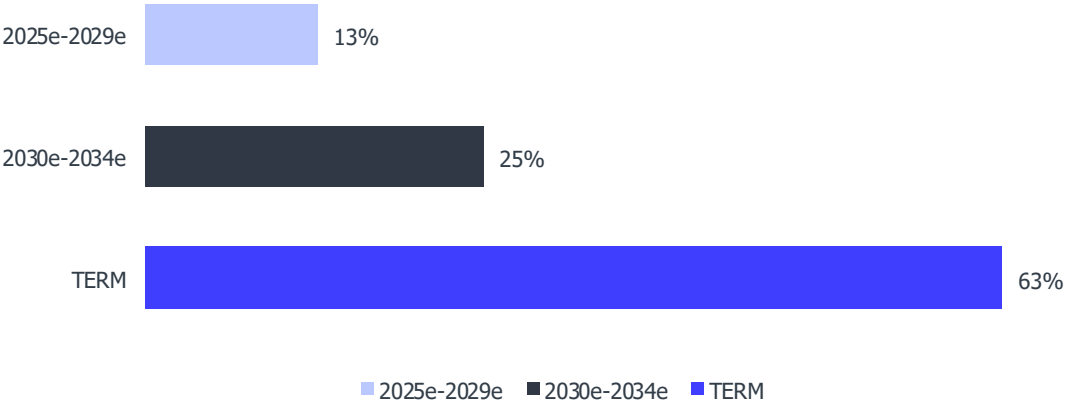
DCF-laskelma NRG (FAS)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-8,4 %	15,6 %	-18,3 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	5,2 %	-5,3 %	6,9 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	0,9	-3,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,3	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,3	2,0	2,0	2,0	2,0	1,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
- 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	-2,1	1,6	1,6	1,7	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	
+ 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	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,2	2,6	-2,3	1,2	1,2	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	
+/- 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	-0,2	2,6	-2,3	1,2	1,2	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	16,4
Diskontattu vapaa kassavirta			-2,2	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	7,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			14,6	14,3	13,2	12,2	11,3	10,5	9,8	9,2	8,6	8,0	7,6
Velaton arvo DCF			14,6										
- Korolliset velat			-9,8										
+ Rahavarat			0,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			5,2										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



DCF-laskelma 3/3, Indoor Group

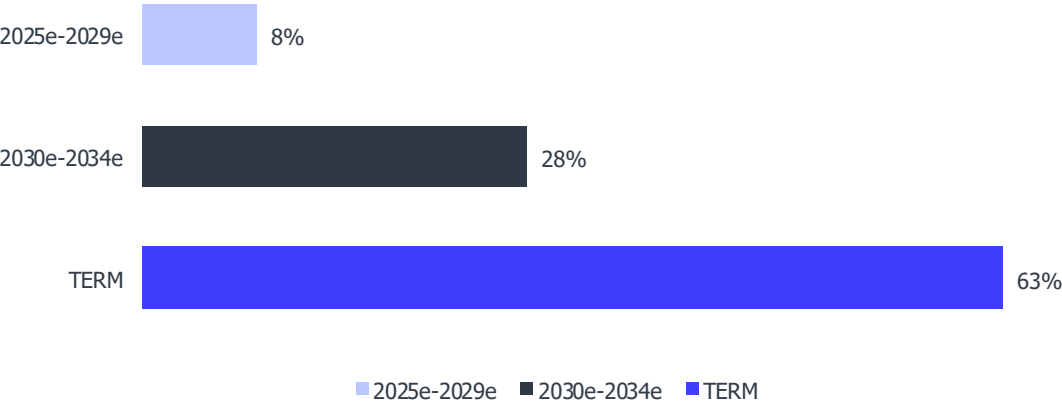
DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-3,1 %	-13,3 %	-4,6 %	1,5 %	2,3 %	2,3 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %
Liikevoitto-%	0,6 %	-1,0 %	-0,5 %	2,0 %	2,5 %	2,8 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %
Liikevoitto	1,1	-1,6	-0,8	3,1	4,0	4,6	6,7	6,8	7,0	7,1	6,9	6,9	
+ Kokonaispoistot	20,9	18,1	14,6	14,9	15,2	15,6	15,9	16,3	16,6	16,9	17,2	17,3	
- Maksetut verot	-0,2	0,3	0,2	-0,6	-0,8	-0,9	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	
- Käyttöpääoman muutos	8,6	-1,4	-3,3	-1,5	-4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	26,2	15,4	10,7	15,9	13,6	19,2	21,3	21,7	22,2	22,6	22,7	22,8	
+ 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	-20,5	-9,0	-14,3	-13,5	-14,4	-14,9	-15,4	-15,5	-15,9	-13,2	-17,9	-17,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,7	6,4	-3,6	2,4	-0,9	4,4	5,9	6,2	6,2	9,4	4,7	5,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,7	6,4	-3,6	2,4	-0,9	4,4	5,9	6,2	6,2	9,4	4,7	5,3	82,2
Diskontattu vapaa kassavirta			-3,4	2,1	-0,7	3,4	4,3	4,2	4,0	5,6	2,6	2,8	43,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			74,5	71,4	69,3	70,0	66,6	62,3	58,1	54,1	48,5	45,8	43,1
Velaton arvo DCF			74,5										
- Korolliset velat			-69,0										
+ Rahavarat			0,7										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			6,2										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



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 tulevista. 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 omistussuosituksia 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 yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen 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.

Suositus historia (>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 €
Analyytikko vaihtuu			
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 €
07/05/2025	Lisää	0,65 €	0,53 €



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 sijoittajatieta. 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**

inderes.se

**inde
res.**