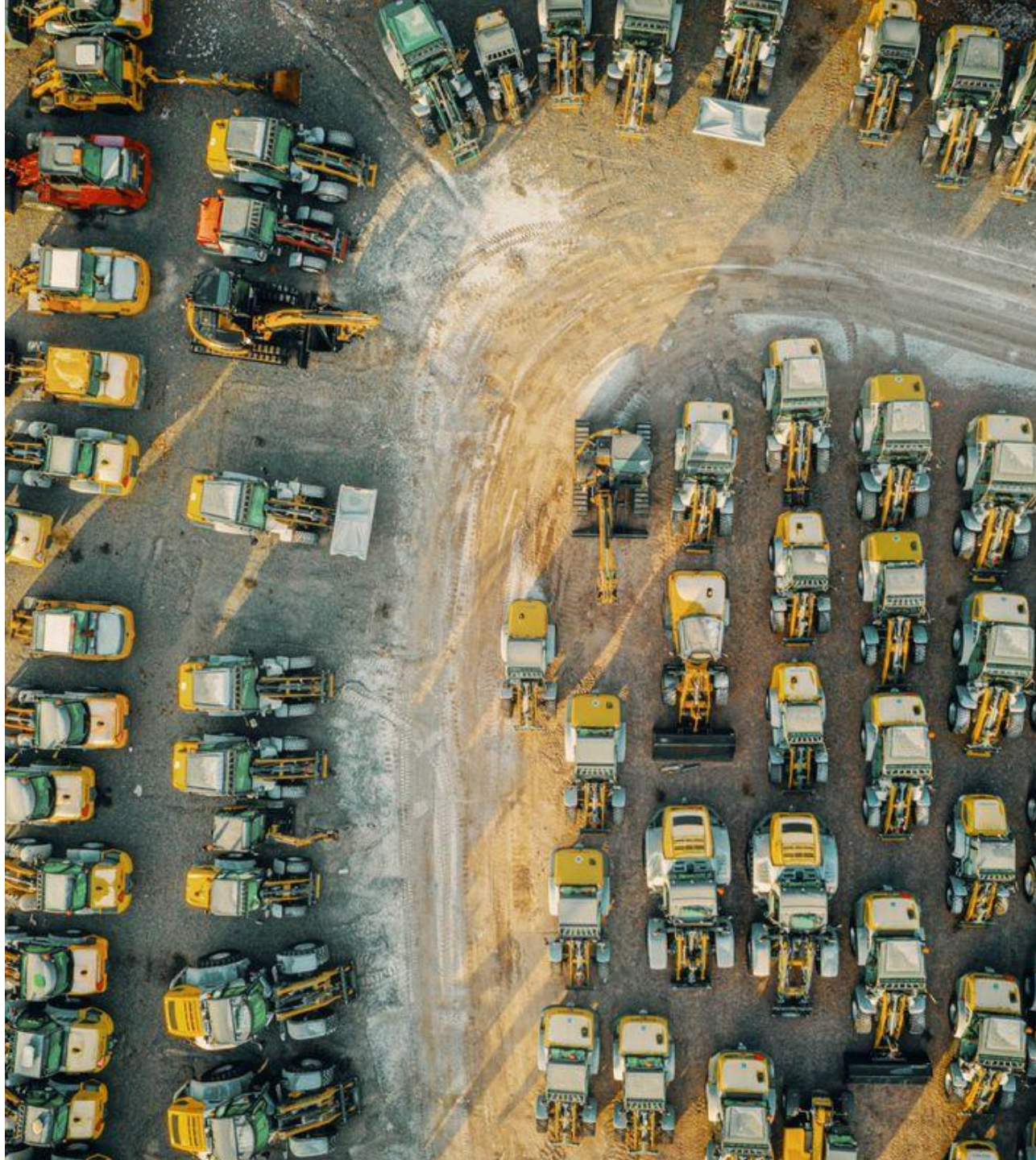
KH GROUP

28.11.2025 8.00 EET

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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

YHTIÖRAPORTTI



Jatkossa terävämpi kokonaisuus

Indoorista luopumisen hintalappu jäi KH Groupin kannalta tuntuvaksi, sillä yhtiö joutui luopumaan saatavistaan ja lyhentämään pankin lainoja 2,0 MEUR:n edestä. Transaktion myötä KH Group sai strategisen muutosmatkansa vietyä maaliin, ja tytäryhtiöiden rahoituksen saatavuuden pitäisi parantua. Osakkeen arvostuskuva vaikuttaa kuitenkin haastavalta, kunnes saamme tasokorjauksen KH-Koneiden kannattavuuteen. Toistamme vähennä-suosituksemme, mutta tarkistamme tavoitehintamme 0,45 euroon (aik. 0,50 eur.).

Indoor Groupin tarina heikkeni viime vuosina rajusti

Indoor Group päätyi osaksi konsernia, kun sen aikainen Sievi Capital osti osana laajempaa sijoittajaryhmää Indoor Groupin Keskolta 67 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla vuonna 2017. Indoorin tuloskunto kehittyi aluksi suotuisasti ja saavutti koronapandemiasta seuranneen kotoilutrendin keskellä jopa 14-16 MEUR:n liiketulostason vuosina 2020-2021. Siitä seurannut huonekalumarkkinan romahtaminen osoitti kuitenkin, ettei tulostaso ollut kestävä. Yhtiö ei enää ollut heikossa suhdanteessa kilpailukykyinen uuden toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotosta, Virosta poistumisesta, heikoimpien myymälöiden sulkemisesta ja Askon ja Sotkan myymälöiden toimintojen yhdistämisestä huolimatta. Operatiivisten pelastustoimien ohella KH Group teki 2,1 MEUR:n lisäsijoituksen Indooriin 2023 lopussa ja myönsi yhtiölle 1 MEUR:n osakaslainan 2025 alussa. Yhtiön historiallinen suoritustaso ja siihen allokoitu pääoma huomioiden saamisten menettäminen ja 2 MEUR:n pankkilainojen lyhennys Indoor Groupista eroon pääsemiseksi nimellistä korvausta vastaan on selvä pettymys. Vaihtuneen johdon ja muuttuneen strategian takia nykyistä KH Groupia ei voi pitää vastuussa Indoor Group -sijoituksesta.

Tarinan palaset alkavat loksahtaa kohdalleen

Näemme KH Groupilla edellytykset merkittävään tuloskasvuun, kun rakennussektorin syklinen elpyminen vahvistaa KH-Koneiden tuloskuntoa. Nähdäksemme NRG:n tuloskunto on saavuttanut lyhyen aikavälin potentiaalinsa vahvan kysyntäsyklin ruokkimana. Olemme lisänneet Indoor Group -kaupan tulosvaikutuksen loppuvuoden ennusteisiimme. Samalla olemme hieman laskeneet lähivuosien konsernihallinnon kuluja ennusteissamme, sillä konsernin rakenteellinen muutosmatka on nyt maalissa KH Groupin tuotua NRG:n osaksi strategiaa. KH-Koneiden osalta olemme laskeneet ensi vuoden ennusteitamme aavistuksen rakennussektorin vaisusti kehittyneen näkymän takia. Rakenteellisen muutosmatkan valmistuttua KH Groupin käännetarinan palaset alkavat hiljalleen olla kasassa. Kaipaisimme kuitenkin vielä liiketoiminnan kehitykseen lisää jatkuvuutta – konsernin nykyinen toimitusjohtaja on kuvaillut pestiään projektina, minkä lisäksi KH-Koneiden perustaja ja toimitusjohtaja jättää tehtävänsä ensi vuoden alussa. Rakennussektorin kehityksen ohella KH-Koneiden tuleva toimitusjohtajan vaihdos on toinen keskeinen tekijä, joka nostaa tulevaan kehitykseen liittyvää epävarmuutta.

Arvostus vaatii turhan paljon luottoa ripeään tulosparannukseen

Kuluvan vuoden ennusteillamme KH Groupin EV/EBIT-kerroin on todella korkealla 20x tasolla, ja ensi vuoden huomattavan tulosparannuksen huomioivilla ennusteillamme se on edelleen korkealla 15x tasolla. KH Groupin matalan suhteellisen kannattavuuden ja merkittävän velkavivun takia tulospohjainen arvostus on kuitenkin herkkä pienillekin ennustemuutoksille. Pidemmän aikavälin potentiaalia viitoittava DCF-mallimme indikoi konsernille 0,46 euron osakekohtaista arvoa, joskin malli laskee kestävän kannattavuusparannuksen varaan.

Suositus
Vähennä
(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:
0,45 EUR
(aik. ,50 EUR)

Osakekurssi:
0,42 EUR

Liiketoimintariski

Arvostusriski

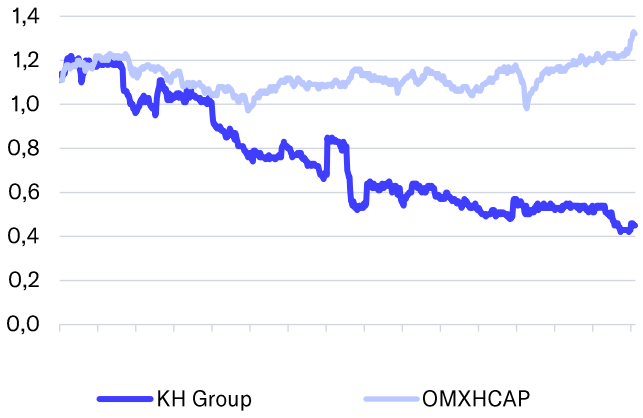
	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	194	201	212	233
kasvu-%	-52 %	4 %	6 %	10 %
EBIT oik.	7,2	5,4	6,6	9,0
EBIT-% oik.	3,7 %	2,7 %	3,1 %	3,9 %
Tulos ennen veroja	1,6	-3,0	1,7	4,4
Nettotulos	6,7	-2,8	1,0	3,3
EPS (oik.)	-0,40	0,02	0,02	0,06
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E (oik.)	neg.	17,2	25,6	7,5
P/B	0,6	0,5	0,5	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	14,2	19,8	14,5	10,4
EV/EBITDA	5,0	6,8	4,5	4,0
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4

Lähde: Inderes

Ohjeistus (Ennallaan)

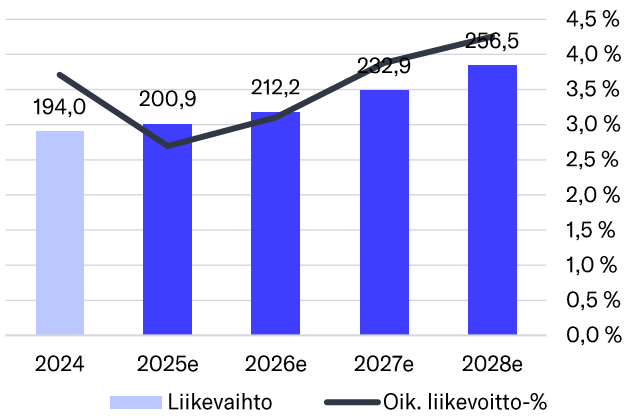
KH Group arvioi 2025 jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon olevan 190-200 MEUR ja vertailukelpoisen liiketuloksen olevan 5-6 MEUR.

Osakekurssi



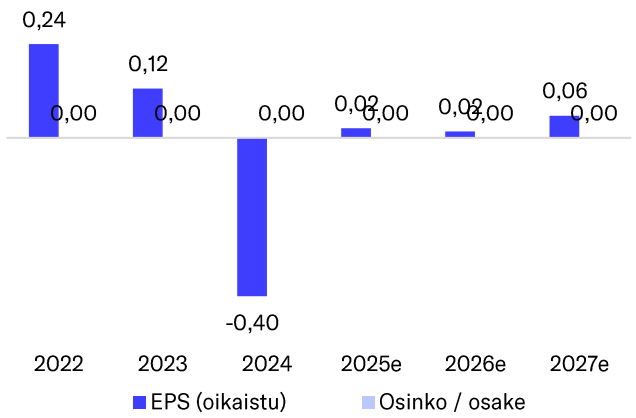
Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Järkevien irtautumismahdollisuuksien lykkääntyminen heikon pääomamarkkinan vuoksi

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,42	0,42	0,42
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	24	24	24
Yritysarvo (EV)	107	95	94
P/E (oik.)	17,2	25,6	7,5
P/E	neg.	25,6	7,5
P/B	0,5	0,5	0,5
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,8	4,5	4,0
EV/EBIT (oik.)	19,8	14,5	10,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Indoor –irtautuminen tulosennusteisiin

Indoor-irtautumisen suorat vaikutukset ennusteisiin

Olemme lisänneet raportin yhteydessä kuluvan vuoden ennusteisiimme 3,3 MEUR:n kuluerän Indoor Group –irtautumiseen liittyen. KH Group oli jo alkuvuonna kirjannut alas omistuksensa Indoor Groupista ja yhtiölle myönnetyt lainat (pl. Keväällä myönnetty 1 MEUR:n pääomalaina), mikä rajasi irtautumisen tulosvaikutusta. Olemme kirjanneet kulun kertaluonteiseksi, minkä seurauksena se ei vaikuta vertailukelpoisiin lukuihin. Tämä on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa, joka arvioi jatkuvien liiketoimintojen kehitystä.

Toistaiseksi olemme säilyttäneet Indoor Groupin myynnissä olevana varana tase-ennusteissamme, jossa sillä ei kuitenkaan ole vaikutusta kassavirtaan tai pääoman tuottoihin. Päivitämme tase-ennusteemme vastaamaan nykyistä konsernirakennetta Q4-raportin yhteydessä. Olemme samalla aavistuksen laskeneet KH-Koneiden 2026-2027 kasvuennusteitamme etenkin Suomen rakennussektorin toistaiseksi vielä tahmean näkymän takia.

Johdon huomio seuraavaksi rahoituksessa ja yhtiörakenteissa

Indoor Groupista irtautumisen myötä rahoituksen saatavuuden pitäisi johdon viestinnän perusteella parantua sekä KH-Koneilla että NRG:llä. Tämä voi mielestämme selittää, miksi KH-Koneet ei ole viime vuosina toteuttanut yritysjärjestelyjä. On luonnollisesti myönteistä, jos muut tytäryhtiöt pystyvät jatkossa investoimaan paremmin kasvuun Indoorin irtautumisen jälkeen. Toisaalta irtautumisen yhteydessä lyhennetyt Indoorin lainat vievät noin 2 MEUR pois muista mahdollisista investoinneista.

Indoor-irtautumisen myötä KH Groupin rakenteellinen muutosmatka on valmis, sillä yhtiö ei enää pyri aktiivisesti luopumaan NRG:stä. Käsityksemme mukaan tämä mahdollistaa NRG:n liiketoiminnan joustavamman ja pitkäjänteisemmän kehityksen, sillä yritysjärjestelyjen yhteydessä kohteita arvotetaan usein senhetkisen tuloskunnon perusteella.

Käsityksemme mukaan KH Groupin johdon huomio keskittyy seuraavaksi konsernin rahoituspohjan parantamiseen (rahoituskustannusten suhteen nähdään parantamisen varaan) sekä yhtiörakenteen kehittämiseen mm. yksinkertaistamalla tytäryhtiöiden juridisia rakenteita kustannussäästöjen mahdollistamiseksi. Myös sopivan jatkajan löytäminen KH-Koneiden toimitusjohtajaksi on luonnollisesti ratkaisevan tärkeää yhtiön lähitulevaisuuden kannalta.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	**Vanha**	**Uusi**	**%**	**Vanha**	**Uusi**	**%**	**Vanha**	**Uusi**	**%**
Liikevaihto	200	201	0 %	214	212	-1 %	236	233	-1 %
Käyttökate	19,0	15,7	-17 %	21,4	21,1	-1 %	23,9	23,6	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,4	5,4	0 %	6,9	6,6	-4 %	9,2	9,0	-2 %
Liikevoitto	4,5	1,2	-73 %	6,9	6,6	-4 %	9,2	9,0	-2 %
Tulos ennen veroja	0,3	-3,0	-1175 %	2,1	1,7	-18 %	4,7	4,4	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Argumentit ovat päteviä puolesta ja vastaan

Indoorista luopuminen selkeytti tarinaa

Indoorista luopuminen selkeytti KH Groupin sijoitustarinaa yksinkertaistamalla konsernin operatiivista rakennetta ja poistamalla riskin heikosta pääoman allokoinnista kyseiseen yhtiöön. Ylätasolla KH Groupille on helppo hahmotella skenaario, jossa KH-Koneiden suoritustaso elpyy, mikä mahdollistaisi merkittävän tuloskasvun ja osakkeen uudelleenhinnoittelun. Historialliset näytöt tukevat tätä, mutta niihin nojaaminen on käynyt entistä vaikeammaksi viimeaikaisen kehityksen, heikosti kannattavan Ruotsin konekaupan sekä tulevan toimitusjohtajavaihdoksen myötä. Kokonaisuutena kaipaamme KH Groupin sijoitustarinaan jatkuvuutta, sillä viime vuosien tiheät johdonvaihdokset ja muuttuneet strategiset painotukset ovat hankaloittaneet yhtiöryhmän pitkäjänteistä kehittämistä.

Tulospohjainen arvostus vaatii turhan paljon malttia

KH Groupin tulospohjaista arvostusta arvioitaessa on hyvä huomioida NRG:n vähemmistöomistajien 31,9 %:n omistusosuus sekä KH-Koneiden syklisestä heikkoudesta johtuva paineessa oleva tuloskunto. Mikäli NRG:n vähemmistöjen tulos- ja velkaosuus huomioidaan KH Groupin lähivuosien ennusteissamme, konsernin EV/EBIT-kertoimet ovat vuosina 2026-2027 hieman koholla 14x ja 10x tasolla. KH-Koneiden syklisesti paineessa olevan kannattavuuden takia yhtiön tulostaso voi vahvistua todella nopeastikin rakennussektorin elpyessä. Tämän takia konsernin arvostustasoa on mielestämme kiinnostava katsoa myös KH-Koneiden huipputuloksen kautta. Mikäli lähivuosien ennusteissamme KH-Koneiden ennusteidemme mukainen liiketulostaso korvataan syklisen huippuvuoden 2022 10,5 MEUR:n liiketuloksella, vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 8x. Kyseiset kertoimet kääntyvät mielestämme kiinnostavan puolelle, mutta edellyttävät syklisen KH-Koneiden tuloskunnon elpyvän takaisin edellisen vahvan rakennussyklin huipputasolle. Miellämme KH-Koneet edelleen kasvuyhtiönä, jolla on kaikki edellytykset kasvattaa tulostaan syklin yli. Yhtiön tulevan toimitusjohtajavaihdoksen, toistaiseksi laskutrendillä olevan tuloskunnon ja edellisen rakennussyklin vahvuuden takia uuden ennätystuloksen saavuttamiseen ja sen ajankohtaan liittyy mielestämme kuitenkin selvä riski, joka pitää meidät toistaiseksi varovaisella kannalla. Nykyennusteissamme KH-Koneet tekee uuden ennätystuloksen vuosina 2028-2029.

DCF-mallin perusteella osake on oikein hinnoiteltu

KH Groupin jatkuvien liiketoimintojen potentiaalia kuvastava DCF -mallimme indikoi osakkeelle 0,46 euron osakekohtaista arvoa. Malli huomioi yhtiön pidemmän aikavälin syklin yli normalisoidun potentiaalin. Oletamme KH Groupin liiketulosmarginaalin normalisoituvan viime vuosia korkeammalle tasolle 5,5 %:iin, kun KH-Koneiden Ruotsin liiketoiminta kypsyy, raju kasvuvauhti tasaantuu ja korkeamman suhteellisen kannattavuusprofiilin omaavan konevuokrauksen painoarvo kasvaa. Mielestämme on selvää, että myös kysyntäympäristön elpyminen tukisi suhteellisen kannattavuuden vahvistumista. Pidemmälle katsoessa Ruotsin liiketoiminnan kannattavuustason vahvistaminen on kuitenkin kriittisessä roolissa kasvun ajaman arvonluonnin mahdollistamiseksi. Mielestämme pidemmän aikavälin potentiaaliin on kuitenkin haastavaa tukeutua täysimääräisesti KH-Koneiden kannattavuuden kehittyessä väärään suuntaan ja yhtiön tulevan toimitusjohtajavaihdoksen takia.

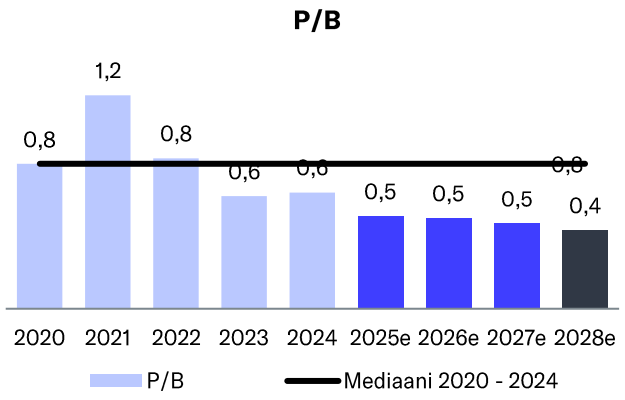
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,42	0,42	0,42
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	24	24	24
Yritysarvo (EV)	107	95	94
P/E (oik.)	17,2	25,6	7,5
P/E	neg.	25,6	7,5
P/B	0,5	0,5	0,5
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,8	4,5	4,0
EV/EBIT (oik.)	19,8	14,5	10,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

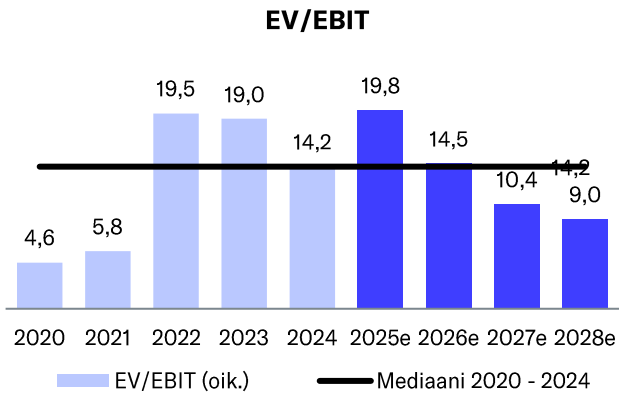
Lähde: Inderes

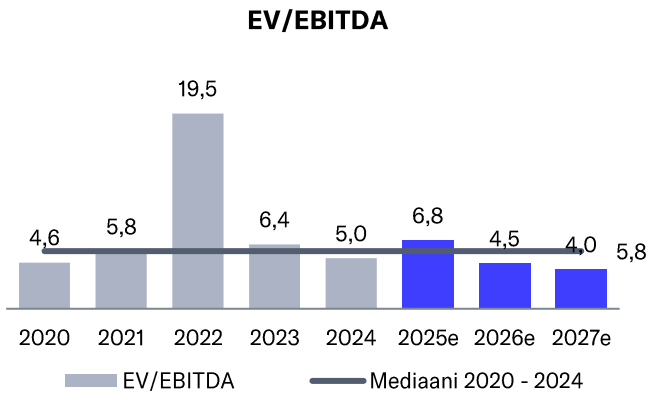
Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,08	1,92	1,18	0,81	0,56	**0,42**	**0,42**	**0,42**	**0,42**
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	**24**	**24**	**24**	**24**
Yritysarvo (EV)	54	116	232	205	102	**107**	**95**	**94**	**98**
P/E (oik.)	6,3	6,1	5,0	6,5	neg.	**17,2**	**25,6**	**7,5**	**5,3**
P/E	6,3	6,1	5,0	neg.	neg.	**neg.**	**25,6**	**7,5**	**5,3**
P/B	0,8	1,2	0,8	0,6	0,6	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**0,4**
P/S	19,6	9,7	0,2	0,1	0,2	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**
EV/Liikevaihto	16,9	10,1	0,5	0,5	0,5	**0,5**	**0,4**	**0,4**	**0,4**
EV/EBITDA	4,6	5,8	19,5	6,4	5,0	**6,8**	**4,5**	**4,0**	**3,8**
EV/EBIT (oik.)	4,6	5,8	19,5	19,0	14,2	**19,8**	**14,5**	**10,4**	**9,0**
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







Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	**MEUR**	**MEUR**	**2025e**	**2026e**	**2025e**	**2026e**	**2025e**	**2026e**	**2025e**	**2026e**	**2025e**	**2026e**	**2025e**
United Rentals Inc	44752	56607	15,8	14,6	8,9	8,4	4,0	3,8	18,8	17,0	0,9	1,0	5,8
Ashtead Group PLC	22414	31233	13,6	13,7	7,1	7,1	3,3	3,3	17,0	16,6	1,7	1,8	4,1
McGrath RentCorp	2139	2613	12,7	11,9	8,5	8,1	3,2	3,1	16,5	15,2	1,9	1,9	2,1
Speedy Hire PLC	140	389	14,0	10,9	3,5	3,2	0,8	0,8	15,1	10,4	9,2	5,7	0,5
VP PLC	263	495	9,3	9,2	4,0	4,0	1,2	1,1	8,4	8,4	6,8	7,0	1,5
Wetteri Oyj	30	138		18,5	18,6	5,9	0,3	0,3		23,8			0,6
Bilia AB	1054	1848	15,1	12,9	7,8	7,2	0,5	0,5	14,0	11,4	5,1	5,8	2,2
Ferronordic AB	60	209	30,7	13,0	5,1	4,2	0,5	0,5		10,5	2,0	1,3	0,5
KH Group (Inderes)	**24**	**107**	**19,8**	**14,5**	**6,8**	**4,5**	**0,5**	**0,4**	**17,2**	**25,6**	**0,0**	**0,0**	**0,5**
Keskiarvo			**15,9**	**13,1**	**7,9**	**6,0**	**1,7**	**1,7**	**14,9**	**14,1**	**3,9**	**3,5**	**2,2**
Mediaani			**14,0**	**12,9**	**7,5**	**6,5**	**1,0**	**0,9**	**15,8**	**13,3**	**2,0**	**1,9**	**1,8**
Erotus-% vrt. mediaani			***41 %***	***12 %***	***-9 %***	***-30 %***	***-46 %***	***-52 %***	***9 %***	***93 %***	***-100 %***	***-100 %***	***-71 %***

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	**40,4**	**52,2**	**39,7**	**61,7**	**194**	**41,8**	**54,2**	**45,3**	**59,6**	**201**	**212**	**233**	**256**
KH-Koneet	29,2	41,1	33,6	45,8	150	33,1	43,6	37,9	43,5	158	167	188	211
Indoor Group	37,8	37,1	46,0	40,7	162	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nordic Rescue Group	11,1	11,1	6,1	15,9	44,2	8,7	10,6	7,5	16,1	42,8	45,4	44,5	45,4
Käyttökate	**2,5**	**6,3**	**3,3**	**8,2**	**20,3**	**3,6**	**4,1**	**4,5**	**3,5**	**15,7**	**21,1**	**23,6**	**25,9**
Poistot ja arvonalennukset	-3,0	-4,2	-2,2	-5,1	-14,5	-3,7	-3,7	-3,6	-3,5	-14,5	-14,5	-14,6	-15,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	**-0,1**	**2,4**	**1,5**	**3,4**	**7,2**	**0,2**	**0,8**	**1,2**	**3,3**	**5,4**	**6,6**	**9,0**	**10,9**
Liikevoitto	**-0,5**	**2,1**	**1,1**	**3,1**	**5,8**	**-0,1**	**0,5**	**0,9**	**0,0**	**1,2**	**6,6**	**9,0**	**10,9**
KH-Koneet	-0,4	2,0	1,9	2,8	6,3	-0,1	0,8	1,5	2,6	4,8	6,2	8,6	10,4
Indoor Group	-0,3	-2,6	1,8	-0,4	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nordic Rescue Group	0,7	0,9	0,0	1,2	2,8	0,8	0,8	0,2	1,4	3,2	3,0	2,2	2,4
Kohdistamattomat erät ja PPA poistot	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-3,3	-0,8	-1,1	-0,8	-0,8	-3,6	-2,5	-1,8	-1,8
Nettorahoituskulut	-1,5	-1,4	-1,2	-0,1	-4,2	-0,4	-1,3	-0,9	-1,6	-4,2	-4,9	-4,6	-4,8
Tulos ennen veroja	**-1,9**	**0,7**	**-0,2**	**3,0**	**1,6**	**-0,5**	**-0,9**	**-0,1**	**-1,6**	**-3,0**	**1,7**	**4,4**	**6,1**
Verot	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,1	0,2	0,0	0,3	0,7	-0,3	-0,9	-1,2
Vähemmistöosuudet	0,5	1,5	0,0	3,3	5,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Nettotulos	**-2,8**	**-1,5**	**2,8**	**-23,3**	**-24,7**	**-0,5**	**-0,8**	**-0,1**	**-1,4**	**-2,8**	**1,0**	**3,3**	**4,6**
EPS (oikaistu)	**-0,04**	**-0,02**	**0,06**	**-0,40**	**-0,40**	**0,00**	**-0,01**	**0,00**	**0,03**	**0,02**	**0,02**	**0,06**	**0,08**
EPS (raportoitu)	**-0,05**	**-0,02**	**0,05**	**-0,40**	**-0,42**	**-0,01**	**-0,01**	**0,00**	**-0,02**	**-0,05**	**0,02**	**0,06**	**0,08**

Tunnusluvut	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-59,7 %	-48,0 %	-59,3 %	-41,3 %	-51,9 %	3,5 %	3,9 %	14,1 %	-3,5 %	3,6 %	5,6 %	9,8 %	10,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-105,5 %	-18,6 %	-70,9 %	100,9 %	-33,3 %	-433,3 %	-66,9 %	-21,9 %	-4,1 %	-24,8 %	21,7 %	37,2 %	20,7 %
Käyttökate-%	6,3 %	12,1 %	8,2 %	13,3 %	10,5 %	8,7 %	7,6 %	9,8 %	5,8 %	7,8 %	9,9 %	10,2 %	10,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,1 %	4,5 %	3,7 %	5,5 %	3,7 %	0,5 %	1,4 %	2,6 %	5,5 %	2,7 %	3,1 %	3,9 %	4,3 %
Nettotulos-%	-6,8 %	-2,8 %	7,1 %	-37,7 %	-12,7 %	-1,2 %	-1,5 %	-0,2 %	-2,3 %	-1,4 %	0,4 %	1,4 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	**213**	**184**	**183**	**182**	**182**
Liikearvo	39,9	7,7	7,7	7,7	7,7
Aineettomat hyödykkeet	63,8	10,3	9,4	8,7	8,4
Käyttöomaisuus	103	51,4	52,2	53,5	55,9
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	4,1	2,4	0,0
Vaihtuvat vastaavat	**135**	**87,7**	**85,4**	**88,1**	**94,3**
Vaihto-omaisuus	100,0	60,2	60,3	61,5	65,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	23,7	18,5	18,1	19,1	21,0
Likvidit varat	11,1	9,0	7,0	7,4	8,2
Taseen loppusumma	**348**	**272**	**269**	**270**	**276**

Lähde: Inderes

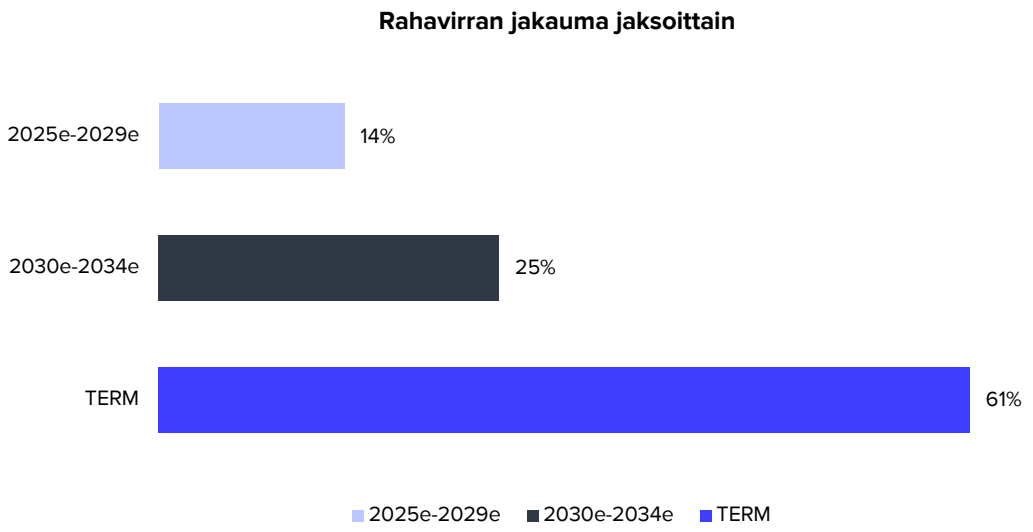
Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	**79,3**	**49,3**	**47,1**	**48,1**	**51,4**
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarat	46,6	21,9	19,1	20,0	23,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	4,7	-0,6	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	**122**	**57,9**	**57,7**	**57,0**	**56,7**
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	55,7	55,0	54,6
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**	**164**	**165**	**168**
Korolliset velat	60,4	23,3	23,9	23,6	23,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,2	31,3	30,1	31,8	34,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	110	110	110	110
Taseen loppusumma	**348**	**272**	**269**	**270**	**276**

DCF-laskelma

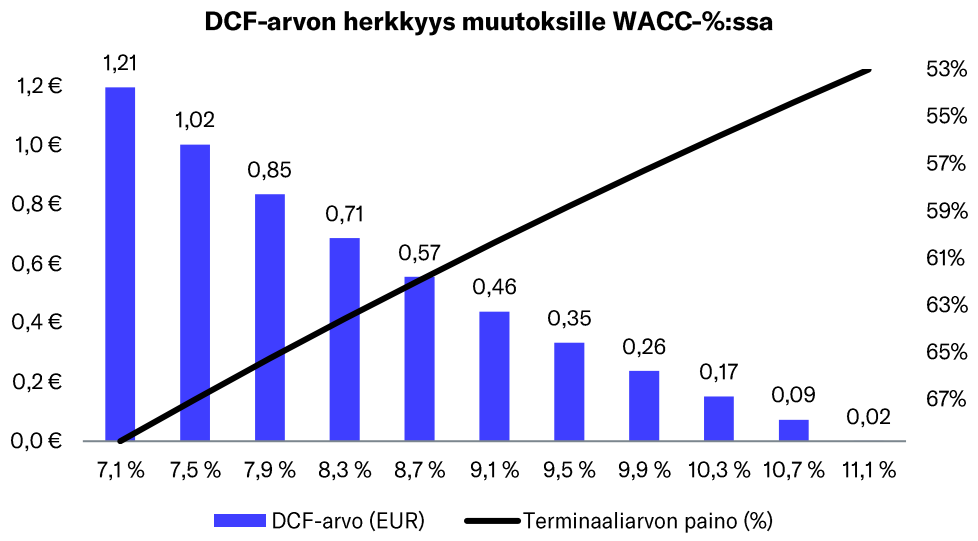
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%		3,6 %	5,6 %	9,8 %	10,1 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	3,0 %	0,6 %	3,1 %	3,9 %	4,3 %	5,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	**5,8**	**1,2**	**6,6**	**9,0**	**10,9**	**13,1**	**14,8**	**15,1**	**15,4**	**15,7**	**16,0**	
+ Kokonaispoistot	14,5	14,5	14,5	14,6	15,0	15,8	15,8	15,8	16,1	16,5	16,8	
- Maksetut verot	-9,6	0,7	1,4	1,6	-1,2	-1,7	-2,1	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos		-0,8	-0,6	-2,4	-5,2	-1,4	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-0,9	
Operatiivinen kassavirta		**14,6**	**20,9**	**21,8**	**18,6**	**24,9**	**26,2**	**26,7**	**27,3**	**27,8**	**28,6**	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit		-13,9	-15,2	-16,7	-18,1	-16,0	-16,0	-17,1	-17,5	-17,8	-17,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta		**0,7**	**5,7**	**5,2**	**0,5**	**8,9**	**10,2**	**9,6**	**9,8**	**10,0**	**10,8**	
+/- Muut		-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta		-1,3	5,7	5,2	0,5	8,9	10,2	9,6	9,8	10,0	10,8	144
Diskontattu vapaa kassavirta		**-1,2**	**5,2**	**4,3**	**0,4**	**6,2**	**6,5**	**5,7**	**5,3**	**4,9**	**4,9**	**65,1**
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		107	109	103	99,0	98,6	92,4	85,8	80,2	74,9	70,0	65,1
Velaton arvo DCF		**107**										
- Korolliset velat		-79,2										
+ Rahavarat		9,0										
-Vähemmistöosuus		-10,6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		**26,5**										
Oman pääoman arvo DCF per osake		**0,46**										

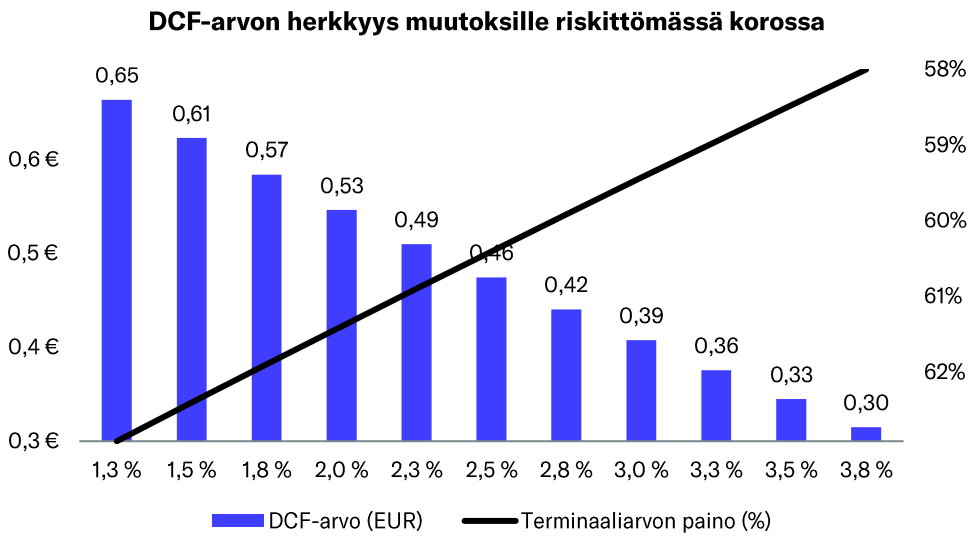
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	50,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	**12,6 %**
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	**9,1 %**

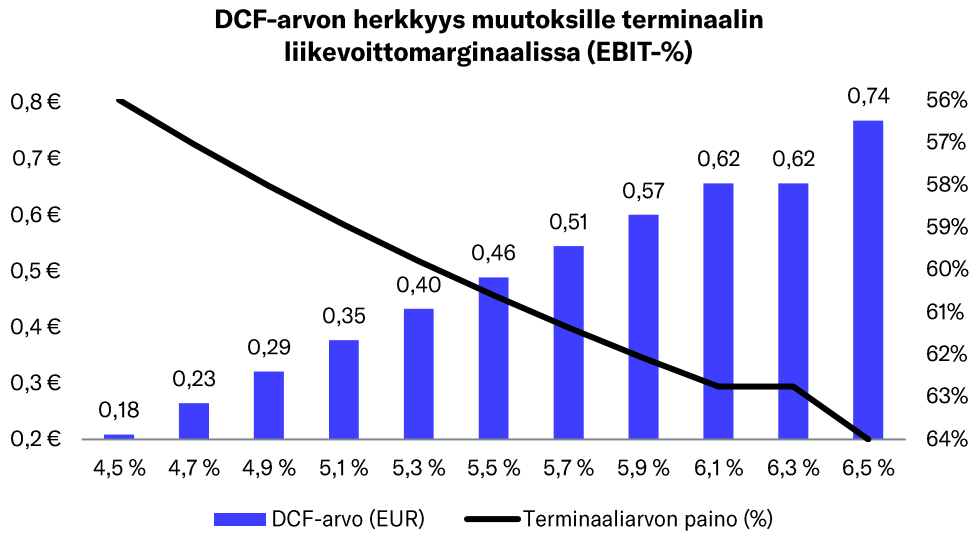
Lähde: Inderes

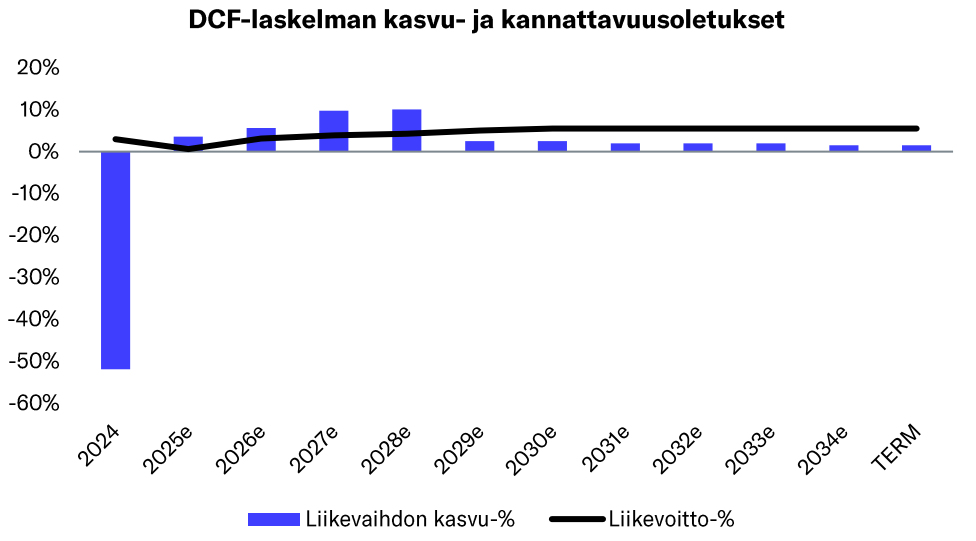


DCF:n herkkyyslaskelmat ja avainoletukset graafeina









Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	428,9	403,2	194,0	**200,9**	**212,2**
Käyttökate	11,9	31,9	20,3	**15,7**	**21,1**
Liikevoitto	11,9	-3,1	5,8	**1,2**	**6,6**
Voitto ennen veroja	11,7	-15,4	1,6	**-3,0**	**1,7**
Nettovoitto	13,8	-6,7	-24,7	**-2,8**	**1,0**
Kertaluontoiset erät	0,0	-13,9	-1,4	**-4,2**	**0,0**

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	377,0	347,7	271,7	**268,8**	**270,5**
Oma pääoma	87,8	79,3	49,3	**47,1**	**48,1**
Liikearvo	37,7	39,9	7,7	**7,7**	**7,7**
Nettovelat	158,2	154,9	70,2	**72,5**	**71,1**

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	11,9	31,9	20,3	**15,7**	**21,1**
Nettokäyttöpääoman muutos	-55,7	14,0	100,1	**-0,8**	**-0,6**
Operatiivinen kassavirta	-37,3	43,4	110,3	**14,6**	**20,9**
Investoinnit	-207,3	-35,1	123,2	**-13,9**	**-15,2**
Vapaa kassavirta	-242,1	9,7	227,4	**-1,3**	**5,7**

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5	**0,5**	**0,4**
EV/EBITDA	19,5	6,4	5,0	**6,8**	**4,5**
EV/EBIT (oik.)	19,5	19,0	14,2	**19,8**	**14,5**
P/E (oik.)	5,0	6,5	neg.	**17,2**	**25,6**
P/B	0,8	0,6	0,6	**0,5**	**0,5**
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	-0,42	**-0,05**	**0,02**
EPS (oikaistu)	0,24	0,12	-0,40	**0,02**	**0,02**
Operat. Kassavirta / osake	-0,64	0,75	1,90	**0,25**	**0,36**
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-4,17	0,17	3,91	**-0,02**	**0,10**
Omapääoma / osake	1,40	1,29	0,86	**0,81**	**0,83**
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	**0,00**	**0,00**

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	3630 %	-6 %	-52 %	**4 %**	**6 %**
Käyttökatteen kasvu-%	-41 %	168 %	-36 %	**-23 %**	**34 %**
Liikevoiton oik. kasvu-%	-41 %	-9 %	-33 %	**-25 %**	**22 %**
EPS oik. kasvu-%	-25 %	-48 %	-422 %	**-106 %**	**-33 %**
Käyttökate-%	2,8 %	7,9 %	10,5 %	**7,8 %**	**9,9 %**
Oik. Liikevoitto-%	2,8 %	2,7 %	3,7 %	**2,7 %**	**3,1 %**
Liikevoitto-%	2,8 %	-0,8 %	3,0 %	**0,6 %**	**3,1 %**
ROE-%	15,8 %	-8,5 %	-39,6 %	**-5,7 %**	**2,0 %**
ROI-%	6,4 %	-1,2 %	3,1 %	**1,0 %**	**5,2 %**
Omavaraisuusaste	23,3 %	22,8 %	18,1 %	**17,5 %**	**17,8 %**
Nettovelkaantumisaste	180,2 %	195,2 %	142,4 %	**153,8 %**	**147,8 %**

Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa. Osakekohtaiset tunnusluvut on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 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 yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/12/2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
04/03/2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17/03/2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
06/05/2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18/08/2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
04/11/2022	Osta	1,40 €	1,14 €
16/12/2022	Osta	1,40 €	1,17 €
21/02/2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
01/03/2023	Lisää	1,20 €	1,08 €
05/05/2023	Osta	1,20 €	1,03 €
18/08/2023	Lisää	1,05 €	0,95 €
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 €
18/08/2025	Lisää	0,60 €	0,51 €
22/09/2025	Vähennä	0,52 €	0,49 €
03/11/2025	Vähennä	0,50 €	0,46 €
28/11/2025	Vähennä	0,45 €	0,42 €

TIETO ON SIJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

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

inderes.