

KH Group

Yhtiöraportti

8.5.2024 8:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Lisäostot jäihin tasehuolien seurauksena

KH Groupin Q1-raportti oli odotetusti heikko, mutta luvut jäivät siitä huolimatta tulosvaroituksen jälkeen päivitetystä ennusteistamme. Konsernin taseaseman kannalta KH-Koneiden vähemmistöjen myyntioption osittainen hyödyntäminen tuli haastavaan aikaan ja korkeaan hintaan, mikä syö emon tappiopuskuria. Osien summa -laskelmaamme nähden kurssissa on edelleen selvää nousuvaraa, mutta heikon tuloskunnon ja velkaisen taseen aiheuttama taseriski laskee osakkeen tuotto/riski-suhteen epäedulliseen asemaan. Laskemme tavoitehintamme 0,65 euroon (aik. 0,80 eur) ja päivitämme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää).

Luvut jäivät selvästi vertailukaudesta

KH-Koneiden liikevaihto laski odotettua rajummin heikon liiketoimintaympäristön painamana ja yhtiö kääntyi poikkeuksellisesti lievästi tappiolliseksi liike tulostasolla. Johdon mukaan Ruotsin kannattavuus oli lähes Suomen tasolla, mikä johtui arviomme mukaan Suomen heikommasta kysyntäympäristöstä. Indoor Groupin liikevaihto tuntuvasti sekä Askon että Sotkan liikevaihdon laskettua vertailukauden tasolta. Indooria kiusasi erittäin haastava liiketoimintaympäristö, ERP-hanke ja Virosta vetäytyminen. Indoorin lievästi tappiollinen liike tulos oli meille pettymys, kun huomioi 3,7 MEUR:n Viron kiinteistömyynnin vaikutuksen. Rakennuttajatoimisto HTJ:n liikevaihto säilyi vertailukauden tasolla, mutta kannattavuus heikkeni kiristyneen kilpailun ja laskeneiden laskutusasteiden vuoksi. Liikevaihdon pehmeästä kehityksestä huolimatta HTJ:n tilauskanta oli katsauskauden lopussa vertailukautta suurempi. Vahvasta kysynnästä nauttiva NRG löi pöytään odotuksiamme vahvemmat luvut, mutta yhtiön vaikutus on kokonaisuuden kannalta rajallinen.

Edellytykset parempaan löytyvät, mutta tuloskäänteelle syntyy kiire

KH Group ohjeistaa kuluvalle vuodelle 400-420 MEUR:n liikevaihtoa ja 12-16 MEUR:n liike tulosta. Tulosohjeistus huomioi Viron kiinteistökaupasta syntyneen myyntivoiton. Kuluvan vuoden liikevaihtoennusteemme oli jo ennen tulosvaroitusta ohjeistuksen alapuolella ja Q1-raportin jälkeen sen saavuttaminen vaikuttaa vähintäänkin haastavalta. Kuluvan vuoden tulosennusteemme on lievästi ohjeistushaarukan alapuolella 11,2 MEUR:ssa. Tiedostamme poikkeuksellisen haastavan liiketoimintaympäristön lähes jokaisen tytäryhtiön kohdalla ja näemme konsernilla edellytykset huomattavaan tulosparannukseen liiketoimintaympäristön hellittäessä. Ennusteissamme liike tulostaso kaksinkertaistuukin vuoteen 2026. Yhtiön on kuitenkin pian saatava tulostasoaan parannettua, sillä nykyiset rahoituskulut syövät nopeasti yhtiön tasetta ja voivat aiheuttaa suurempia riskejä, mikäli liiketoimintaympäristön haasteet venyvät tai HTJ:n ja KH-Koneiden vähemmistöt hyödyntävät myyntioptioitaan.

Osien summassa edelleen nousuvaraa, mutta taseriski painaa näkemystä

Osien summa -laskelmamme indikoi konsernille 0,86 euron osakekohtaista arvoa. Olemme osien summassa määrittäneet tytäryhtiökohtaisiksi arvoiksi seuraavat: KH Koneet 44 MEUR:, Indoor 24 MEUR, HTJ 16 MEUR ja NRG 3,5 MEUR. Näemme osakkeessa selvää nousuvaraa, mikäli tytäryhtiöt kehittyvät ennusteidemme mukaisesti ja konserni selviää ilman taseriskin realisoitumista. Yritysmyyntit olisi yksi keino taseen vahvistamiseksi ja arvon realisoimiseksi, mutta tytäryhtiöiden paineessa olevat tuloskunnot ja heikon yritysostoaktiiviteetin myötä lyhyen tähtäimen edellytykset strategiaan liikeisiin on tavallista heikompi.

Suositus

Vähennä

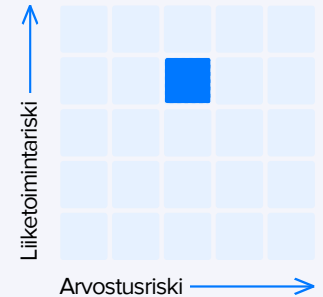
(aik. Lisää)

0,65 EUR

(aik. ,80 EUR)

Osakekurssi:

0,61



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	403	386	401	430
kasvu-%	-6 %	-4 %	4 %	7 %
EBIT oik.	10,8	11,2	16,9	19,6
EBIT-% oik.	2,7 %	2,9 %	4,2 %	4,6 %
Tulos ennen veroja	-15,4	-0,5	6,3	9,8
Nettotulos	-7,0	-1,3	3,4	5,9
EPS (oik.)	0,12	-0,02	0,06	0,10
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00

P/E (oik.)	6,5	neg.	10,5	6,0
P/B	0,6	0,5	0,5	0,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	16,6	10,2	8,4
EV/EBITDA	6,4	4,0	4,0	3,5
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4

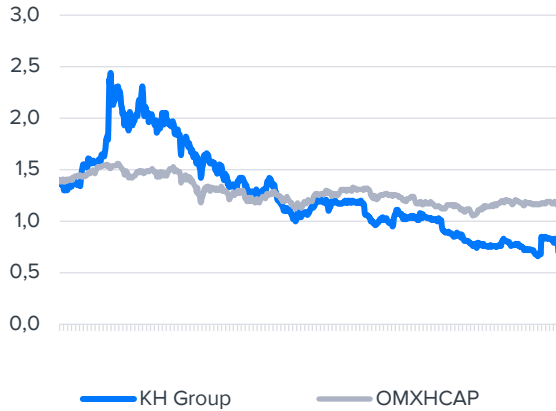
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

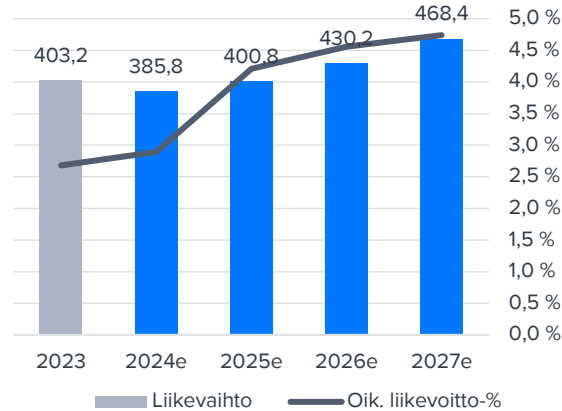
KH Group arvioi nykyisellä konsernirakenteella 2024 liikevaihdoksi 400–420 MEUR ja liikevoitoksi 12–16 MEUR sisältäen Viron kiinteistökaupasta kirjatun liikevoiton.

Osakekurssi



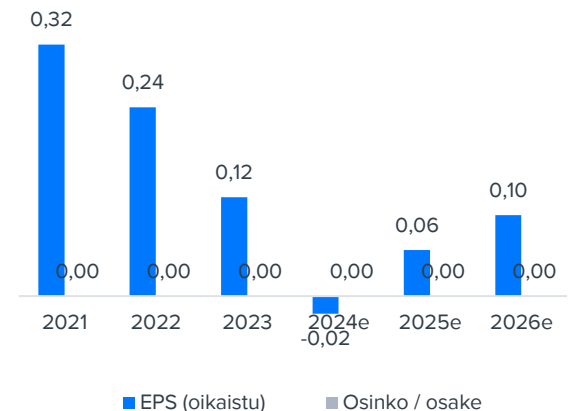
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Omistusten määrätietoinen kehittäminen
- Yritysjärjestelyt
- Nykyisen omistusrakenteen purkaminen



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,61	0,61	0,61
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	185	172	164
P/E (oik.)	neg.	10,5	6,0
P/E	neg.	10,5	6,0
P/B	0,5	0,5	0,4
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	4,0	4,0	3,5
EV/EBIT (oik.)	16,6	10,2	8,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Tuloskunnan on vahvistuttava, jotta tase kestäisi

Suurimpien omistusten liikevaihdot laskivat odotuksiamme rajummin

KH-Koneiden liikevaihto laski 28 % heikon kysyntäympäristön painamana. Yhtiö ei liputtanut Suomen satamalakkoja liikevaihtoa heikentäväksi tekijäksi, mikä olisi ollut huojentavaa raju lasku huomioiden. Laskua tuli sekä Suomen että Ruotsin markkinoilla. Heikosta liiketoimintaympäristöstä huolimatta KH-Koneet on kvartaalin aikana tehnyt uusia kasvupanostuksia kasvattamalla vuokraamoliiketoimintaa, solmimalla uusia jakelusopimuksia ja palkkaamalla lisää henkilöstöä, mihin suhtaudumme yhtiön pidemmän aikavälin kilpailukyyn kannalta myönteisesti.

Indoor Groupin liikevaihto laski 13 %. Laskua tuli sekä Asko- että Sotka-ketjussa. Uusi ERP-järjestelmä otettiin käyttöön maaliskuun alussa ja sillä oli negatiivinen vaikutus myyntiin. Myös kvartaalin aikana lakkautettu Viron liiketoiminta painoi Indoor Groupin liikevaihtoa.

HTJ:n liikevaihto säilyi vertailukauden tasolla FinestCon -liiketoimintakaupan tukemana. Myös HTJ

jatkaa vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta kasvustrategiaansa rekrytoinneilla ja yritysostomahdollisuuksia kartoittamalla. Vahvasta tilauskannasta nauttivan NRG:n liikevaihto kasvoi vakuuttavat 12 %. Tuhti tilauskanta oli jo aiemmin tiedossa, mutta yhtiön toimituskyky ylitti odotuksemme.

Kannattavuustasoissa yllättävän suurta painetta

Liiketulososalla KH-Koneiden kannattavuus nousi Ruotsissa lähes Suomen rinnalle, mutta nykyisellä kannattavuustasolla tämä on laiha lohtu. -0,4 MEUR:n liiketulos on KH-Koneiden mittapuulla heikko suoritus, joskin liiketoimintaympäristö on poikkeuksellisen haastava. Indoor Groupin -0,3 MEUR:n liiketulosaso parani aavistuksen verran vertailukaudesta, mutta luku sisältää Viron kiinteistöistä syntyneen 3,7 MEUR:n myyntivoiton. Kiinteistön myyntivoitto huomioiden kannattavuus heikkeni selvästi odotuksiamme rajummin. Indoor Groupin ERP-hanke aiheutti katsauskaudella 0,7 MEUR:n edestä kuluja (Q1'23: 0,6 MEUR). HTJ kärsi odotetusti kiristyneestä kilpailusta sekä laskeneista

laskutusasteista ja 0,1 MEUR:oon laskenut liiketulos alitti odotuksemme. Arviomme mukaan yhtiö kykenisi puolustamaan kannattavuuttaan laittamalla esimerkiksi rekrytoinnit jäihin, mutta tämä olisi lyhytnäköinen päätös pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta. NRG:n 0,7 MEUR:n liiketulos ylitti selvästi 0,5 MEUR:n ennusteesimme, mikä vahvistaa yhtiön näyttöjä tuloskäänteestä.

Rahoituskulut syövät tasetta

KH Groupin korolliset nettovelat nousivat Q1:llä 171 MEUR:oon (Q4'23 155 MEUR) tytäryhtiöiden käyttöpääoman kausivaihteluista ja konsernin heikosta tuloksesta johtuen. Heikentyneistä tuloskunnoista huolimatta kaikki konserniyhtiöt täyttivät rahoittajien asettamat kovenanttiehdot Q1:n lopussa. Q1:n kausiluonteisesti heikon liiketoiminnan rahavirran (-10,7 MEUR) myötä yhtiön taseasema vaikuttaa mielestämme tukalalta ja yhtiön tuloskunnan on pikaisesti vahvistuttava, jottei 3,0 MEUR:n kvartaalitason rahoituskustannuksista syntyisi ongelmaa.

Liikevaihto MEUR	Q1'23 Vertailu	Q1'24 Toteutunut	Q1'24e Inderes	Kasvu Ennuste	Kasvu Tot.	Erotus (%) Tot. vs. inderes
Indoor Group	43,6	37,8	40,5	-7 %	-13 %	-7 %
KH-Koneet Group	40,5	29,2	33,2	-18 %	-28 %	-12 %
Nordic Rescue Group	9,9	11,1	10,0	1 %	12 %	10 %
HTJ	6,1	6,1	6,3	3 %	0 %	-3 %
Oik. Liikevoitto (IFRS) MEUR	Q1'23 Vertailu	Q1'24 Toteutunut	Q1'24e Inderes	Kasvu Ennuste	Kasvu Tot.	Erotus (%) Tot. vs. inderes
Indoor Group	-0,6	-0,3	2,1			
KH-Koneet Group	1,8	-0,4	0,3	-82 %		
Nordic Rescue Group	0,1	0,7	0,5	402 %	600 %	39 %
HTJ	0,3	0,1	0,4	12 %	-71 %	-74 %
Kohdistamattomat kulut	-0,6	-0,3	-0,5			

Lähde: Inderes. HUOM: Vertailukauden luvut ovat pro forma

KH Group Q1'24: Eurot ovat tiukassa



Kuluvan vuoden ohjeistus vaikuttaa raportin jälkeen haastavalta

Näemme riskin etenkin liikevaihto-ohjeistukseen liittyen

Viikkoa ennen liiketoimintakatsausta KH Group laski kuluvan vuoden ohjeistustaan ja odottaa nyt 400-420 MEUR:n liikevaihtoa (ennallaan) sekä 12-16 MEUR liiketulosta. Tulosohjeistus sisältää Indoor Groupin 3,7 MEUR:n Viron kiinteistön myyntivoiton.

Kuluvan vuoden liikevaihtoennusteemme oli piirun verran ohjeistuksen alapuolella jo ennen tulosvaroitusta. Heikon Q1-raportin jälkeen ohjeistuksen saavuttaminen vaatiikin merkittävää myynnin piristystä loppuvuodesta ja kuluvan vuoden ennusteemme ovat hieman ohjeistuksen alapuolella. Rakennussektorin haasteet ja jäissä oleva asuntokauppa vaivaavat konsernin suurimpia omistuksia, mutta kyseisten haasteiden väistymiseen ei toistaiseksi vielä ole näkyvyyttä. Rakennussektorin ja asuntokaupan korkoherkkyyden vuoksi korkotason lasku on toteutuessaan ceteris paribus konsernin kysyntäympäristölle myönteistä, mutta

vaikutuksen vaatimaa viivettä on vaikea arvioida.

Ennustemuutokset olivat pääosin negatiivisia

KH-Koneiden odotuksiamme heikomman raportin myötä laskimme lähivuosien liikevaihto- ja tulosennusteitamme. KH-Koneiden yllättävän heikko Q1-raportti yhdessä vähemmistöomistajien hyödyntämän myyntioption kanssa maalaa mielestämme heikkoa lyhyen aikavälin näkymää, joskin suhtaudumme myönteisesti KH-Koneiden pidemmän aikavälin edellytyksiin luoda arvoa. Toimitusjohtajan katsauksessa johto mainitsi kuitenkin varovaisia orastavia merkkejä kysynnän elpymisestä asiakkaiden keskuudessa Ruotsissa, mikä luonnollisesti olisi myönteistä.

Myös Indoor Groupin ja HTJ:n kohdalla odotuksiamme heikommat Q1-luvut aiheuttivat laskupainetta ennusteisiimme. Indoorin Q2-lukuja painaa vielä uuden ERP-järjestelmän käyttöönotto, mutta yhtiön kulutason tulisi laskea H2:lla projektin

valmistuessa. Odotamme yhtiön suoritustason parantuvan H2:lla uuden toiminnanohjausjärjestelmän tehokkuushyötyjen tukemana ja kysyntäympäristöltä lievää tasaantumista kuluvan vuoden jälkipuoliskolla. NRG:n vakuuttavat Q1-luvut ja hyvä näkymä aiheuttivat lievää nousupainetta ennusteisiimme.

Konsernin rahoituskulut huolenaiheena

Ennusteissamme KH Groupin lähivuosien rahoituskustannukset ovat noin 10-12 MEUR, mikä on todella korkea taso yhtiön nykyiseen tulokuntoon suhteutettuna. Normaalisissa kysyntäympäristössä taso ei olisi konsernille haastava, mutta kolmen suurimman omistuksen tuskaillessa poikkeuksellisen haastavan liiketoimintaympäristön keskellä ja KH-Koneiden sekä HTJ:n vähemmistöjen myyntioption vuoksi suhtaudumme varauksella taseen kestävyyttä kohtaan.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
Liikevaihto (MEUR)	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Indoor Group	179	176	-2 %	181	178	-2 %	185	182	-2 %
KH Koneet	148	138	-6 %	157	150	-5 %	175	172	-2 %
HTJ	26,8	26,6	-1 %	27,6	27,4	-1 %	28,6	28,4	-1 %
NRG	40,0	41,1	3 %	41,2	42,3	3 %	42,3	43,4	3 %
Oik. Liiketulos (MEUR)									
Indoor Group	6,0	3,6	-40 %	6,9	6,8	-2 %	7,4	7,3	-2 %
KH Koneet	5,1	4,5	-12 %	7,8	7,5	-5 %	9,6	9,5	-2 %
HTJ	2,2	1,9	-13 %	3,0	3,0	-1 %	3,3	3,2	-1 %
NRG	2,0	2,4	19 %	1,9	1,9	3 %	1,7	1,7	3 %
Kohdistamattomat kulut	-2,0	-1,8	-10 %	-1,8	-1,8	0 %	-1,8	-1,8	0 %

Lähde: Inderes

Muutokset osien summa -laskelmassamme

Heikko liikevaihtotaso painoi etenkin KH-Koneiden arvoa

Osien summa -laskelmassamme KH-Koneiden arvo laski odotettua selvästi odotettua heikomman liikevaihdon seurauksena, mikä painoi myös pidemmän aikavälin liikevaihtoennusteitamme.

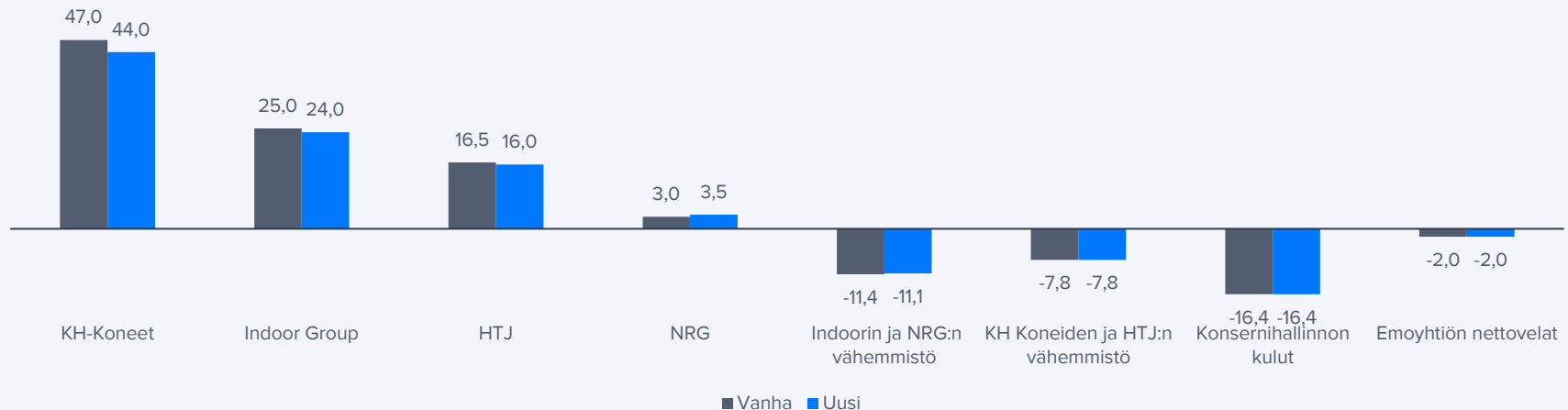
Tarkistimme myös lievästi alas arviotamme HTJ:n käyvästä arvosta Q1:n heikon kannattavuuden ja kiristyneen kilpailutilanteen myötä. Johdon mukaan suuremmat toimijat ovat rakennussektorin heikon kysynnän vuoksi laajentaneet vahvemmin HTJ:n tontille pienempiin projekteihin, joissa niitä ei ole aiemmin näkynyt. Odotamme suurempien kilpailijoiden vetäytyvän pienemmistä projekteista ja yhtiön hinnoitteluvoiman vahvistuvan kysynnän elpyessä.

Indoorin kohdalla heikkoa Q1-raporttia oli selvä pettymys, mutta yhtiön kohdalla heikkoutta aiheuttaneet tekijät vaikuttavat aidosti lyhytaikaisilta satamalakon ja ERP-uudistuksen aiheuttamien haasteiden vuoksi. Tästä johtuen emme tehneet suurempia muutoksia arvioomme yhtiön käyvästä arvosta.

Velkavivun vuoksi NRG:n arvostus on herkkä ennustemuutoksille

NRG:n kohdalla nostimme lievästi arviotamme yhtiön käyvästä arvosta vahvan raportin ja sen viitoittaman paranevan näkymän myötä. Yhtiön vivutetun taseen vuoksi pienetkin ennustemuutokset lyövät vahvalla vivulla läpi DCF-mallin indikoimaan osakekannan arvoon.

Muutokset osien summaan



Osien summa on luotettavin arvonmääritysmenetelmä

Osien summan muodostuminen

Lähestymme KH Groupin arvonmääritystä osien summa -laskelman kanssa. Menetelmä on mielestämme optimaalinen, sillä nykyinen konsernirakenne on tarkoitus purkaa, mikä mahdollistaa arvon vapautumisen. Samalla tytäryhtiöiden eroavien kassavirta- ja riskiprofilien vuoksi niiden kasvun kannattavuus ja hyväksyttävät arvostuskertoimet eroavat huomattavasti toisistaan. Osien summassa olemme arvioineet käyvän arvon KH Groupin jokaiselle tytäryhtiölle yhtiökohtaisilla DCF-malleilla ja suhteuttamalla käypään arvoon liittyvää kerroin pohjaista arvostusta yhtiökohtaisten verrokkien arvostukseen. Tytäryhtiökohtaisessa arvonmäärityksessä olemme hyödyntäneet yhtiökohtaisia FAS-kirjanpitoa noudattavia tilinpäätöksiä (pl. Indoor Group, joka raportoi IFRS:n alla), mikä heikentää hieman lukujen vertailukelpoisuutta verrokkeihin nähden.

Yhtiökohtaisesta käyvän arvon arviosta vähennämme vähemmistöjen omistusosuuden yhtiöstä ja konsernihallinnon kulut sekä arviomme emoyhtiön

veloista osana laskelmaa. Osien summa - laskelmamme indikoi KH Groupin osakekohtaiseksi arvoksi 0,86 euroa osakkeelta.

Konsernihallinnon kulut syövät kokonaisuuden käypää arvoa

Olemme arvioineet konsernihallinnon kulujen olevan normalisoidusti 1,8 MEUR, jotka olemme diskontanneet 11 %:n pääoman kustannuksella tästä ikuisuuteen. Kulut ovat viime vuosina olleet hieman korkeammat, mutta odotamme niiden laskevan strategian ollessa selvä ja sen edetessä. Konsernikulujen suuremman laskun puolesta voisi argumentoida siinä vaiheessa, kun konserni sisältää enää KH-Koneet. Kyseisen ajattelumalli on mielestämme looginen, mutta haasteena näemme uudet hallinnolliset kulut, jotka syntyisivät, mikäli joku toinen tytäryhtiöistä listattaisiin pörssiin.

Molemminpuolinen lunastusoikeus nostattaa likviditeettiriskiä

KH Groupin omistusosuus KH-Koneissa oli Q1'24

90,7 % ja HTJ:ssa 91,7 %. Konsernilla on kummankin tytäryhtiön kanssa voimassa molemminpuolinen lunastusoikeus, johon liittyvät vastuut on kirjattu konsernin taseeseen 7,8 MEUR:n arvolla.

KH-Koneiden vähemmistöomistajat ilmoittivat katsauskauden jälkeen hyödyntävänsä optionsa myydä 50 % nykyisestä omistusosuudestaan. Puolet vähemmistöjen omistuksesta on tarkoitus lunastaa kesäkuun loppuun mennessä ja veloitteen suuruus on noin 2,9 MEUR ja nostaisi emoyhtiön omistuksen KH-Koneissa 95,1 %:iin (nyt 90,7 %). Emme tarkalleen tiedä miten lunastusoptio hinnoittelee tytäryhtiöitä, mutta toteutuva kauppa hinnoittelee KH-Koneita 65,9 MEUR:n valuaatiolla, mikä vaikuttaa korkealta yhtiön nykyiseen tulokuntoon ja meidän valuaatioomme suhteutettuna. KH-Koneiden ja HTJ:n vähemmistöomistajien omaava myyntioptio nostattaa lyhyellä aikavälillä konsernin likviditeettiriskiä, sillä emoyhtiö joutuisi rahoittamaan loputkin lunastukset velkarahalla.

Osien summan muodostuminen (MEUR)	Opon arvo DCF	Käypä arvo	Nettovelat 2024e	Yritysarvo 2024e
KH-Koneet	44,8	44,0	14,8	58,8
Indoor Group	26,6	24,0	64,7	88,7
HTJ	22,7	16,0	6,1	22,1
NRG	5,3	3,5	10,9	14,4
- Indoorin ja NRG:n vähemmistö		-11,1		
- KH Koneiden ja HTJ:n vähemmistö		-7,8		
- Konsernihallinnon kulut		-16,4		
+ Emoyhtiön nettovelat		-2,0		
= Osien summa		50,2		
Konsernin nykyinen markkina-arvo		35,4		
Alennus osien summaan		-29 %		
Osien summan indikoima osakekohtainen arvo		0,86 €		

Linkki toimitusjohtajan katsaukseen yhtiökokouksessa:



Implisiittiset arvostuskertoimet

Olemme viereisessä taulukossa pyrkineet havainnollistamaan KH Groupin tytäryhtiöiden käyvän arvon arvioomme pohjautuvia implisiittisiä arvostuskertoimia. Kertoimet noudattavat FAS-kirjanpitoa Indoor Groupia lukuun ottamatta, sillä yhtiöiden tilinpäätökset noudattavat FAS-standardia. Vertailukelpoisuuden parantamiseksi olemme oikaisseet liikearvon poistot tulosenusteistamme. Emme ole ennustaneet osingonjakoa, minkä seurauksena yhtiöiden generoima kassavirta laskee nettovelkaa ja yritysarvoa.

KH-Koneiden arvostus ennakoi tuloskuopan osuvan kuluvaan vuoteen

KH-Koneiden kohdalla tulos pohjainen arvostus vaikuttaa melko konservatiiviselta, jos arvostusta on valmis katsomaan kuluvaan vuoden tuloskuopan yli. Verrokkeihin nähden arvonnäärityksemme hinnoittelee KH-Koneita isossa kuvassa alennuksella, mikä on mielestämme perusteltua verrokkeja pienemmän koon ja rajallisempien kasvunäyttöjen myötä. Suhtaudumme KH-Koneiden liiketoimintaan ja kasvuun arvoa luovana, minkä seurauksena tase pohjainen arvostus antaa nykytasolla hyvää selkänöjää yhtiön arvostukselle.

Käänneyhtiöstatus heijastuu Indoorin arvostuksessa

Käyttökateella mitattuna Indoor vaikuttaa 2024 ennusteillamme edulliselta, joskin korkean poisto/käyttökate suhteen vuoksi kerroin voi johtaa harhaan ja nettotulosenusteemme onkin tappiollinen. Indoor on historiallisesti tehnyt korkeaa kannattavuutta, mutta yhtiön kohonneen riskiprofiilin ja heikentyneen tuloskunnan vuoksi pidämme perusteltuna, että yhtiötä hinnoitellaan nyt tase pohjaisesti alennuksella kirja-arvoon. Lyhyellä aikavälillä ennusteriski on koholla myös kriittisessä vaiheessa olevan ERP-hankkeen vuoksi. Tuloskunnan elyessä ja taseen vahvistuessa näemme kaikki edellytykset tase pohjaiseen preemiohinnoitteluun ja selvään arvonnousuun suhteessa nykyiseen arvoon. Myös Indoorin verrokkeja hinnoitellaan pääosin alennuksella kirja-arvoon, mikä voi viestiä markkinan epäilyksistä toimialan pidemmän aikavälin arvonnousunäkymää kohtaan.

HTJ:n pääomakevyn liiketoimintamallin vuoksi fokus on tulos pohjaisissa kertoimissa

HTJ:n erittäin pääomakevyn liiketoimintamallin vuoksi suosimme yhtiön arvonnäärityksessä tuloskertoimia yhtiön arvostusta arvioidessa. Määrittämällämme 16 MEUR:n yhtiökohtaisella markkina-arvolla HTJ:ta hinnoitellaan selvällä alennuksella verrokkeihin nähden. Yhtiön pienen kokoluokan ja nykyisen omistusrakenteen vuoksi yhtiötä kuuluu mielestämme hinnoitella alennuksella listattuihin verrokkeihin nähden. DCF-mallimme puolestaan indikoi yhtiölle noin 23 MEUR:n arvoa. Liiketoiminnan suhdannekestävyys on HTJ:n kohdalla hieman epäselvä meille, mutta infrarakentaminen ja julkisen sektorin toimitilat muodostavat yli 60 % liikevaihdosta rajoittaen heiluntaa.

NRG:n arvostus tulos pohjaisesti matala, muttei syttyä

NRG:n liikevaihto- ja tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat matalat, mikä selittyy yhtiön korkealla riskiprofiililla ja käänneyhtiöstatuksella. Yhtiön kestävän tulostason arviointi on nykyisillä näytöillä erittäin hankalaa, minkä kuuluu mielestämme heijastua hyväksyttävissä arvostuskertoimissa. Yhtiön tunnetun velkavivun vuoksi onnistuneella tuloskäänteellä olisi merkittävä positiivinen vaikutus oman pääoman arvoon.

KH-Koneet	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/Käyttökate	9,3	6,6	4,9	4,0
EV/Oik. Liikevoitto	10,0	7,0	5,4	4,5
Oik. P/E	11,7	7,7	6,0	4,6
P/B	1,0	0,9	0,8	0,7

Indoor Group	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/Käyttökate	4,3	3,4	2,8	2,3
EV/Liikevoitto	91,3	12,3	9,3	7,7
Oik. P/E	-7,9	8,9	6,1	5,2
P/B	0,7	0,7	0,6	0,5

HTJ	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/Käyttökate	11,2	6,4	5,2	4,2
EV/ Oik. Liikevoitto	12,0	6,7	5,4	4,4
Oik. P/E	12,2	7,1	6,5	6,2
P/B	1,5	1,3	1,1	0,9

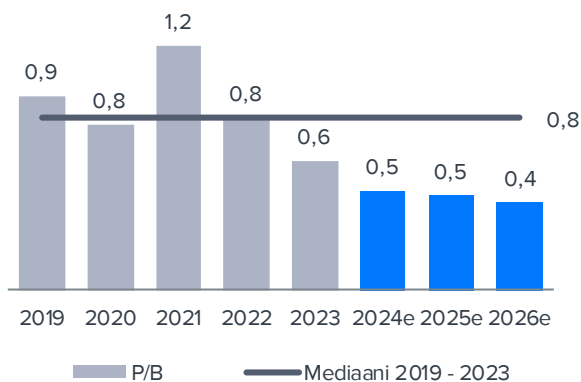
NRG	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/ Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/Käyttökate	5,1	6,2	6,6	6,2
EV/Oik. Liikevoitto	6,0	7,6	8,3	7,8
Oik. P/E	3,7	5,8	6,4	5,2
P/B	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4

Arvostustaulukko

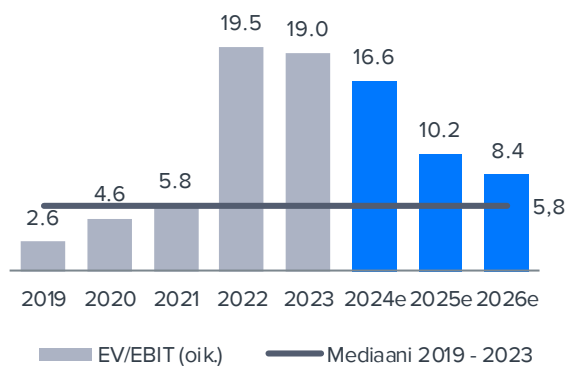
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,28	1,08	1,92	1,18	0,81	0,61	0,61	0,61	0,61
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	58,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	74	63	112	69	47	35	35	35	35
Yritysarvo (EV)	42	54	116	232	205	185	172	164	156
P/E (oik.)	5,8	6,3	6,1	5,0	6,5	neg.	10,5	6,0	4,1
P/E	5,8	6,3	6,1	5,0	neg.	neg.	10,5	6,0	4,1
P/B	0,9	0,8	1,2	0,8	0,6	0,48	0,46	0,4	0,4
P/S	>100	19,6	9,7	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	83,3	16,9	10,1	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	2,6	4,6	5,8	19,5	6,4	4,0	4,0	3,5	3,2
EV/EBIT (oik.)	2,6	4,6	5,8	19,5	19,0	16,6	10,2	8,4	7,0
Osinko/tulos (%)	83,5 %	23,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	14,5 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

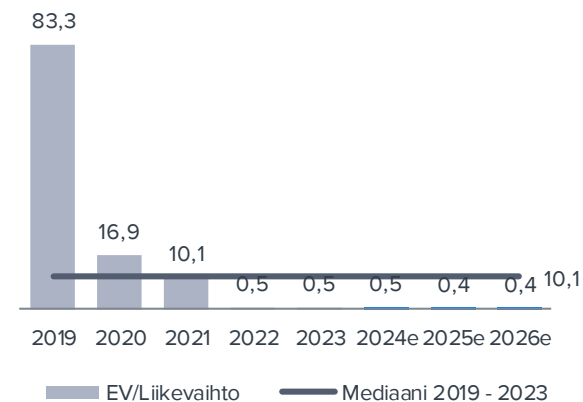
P/B



EV/EBIT



EV/Liikevaihto



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	100	100	97,6	105	403	84,2	93,9	99,2	108	386	401	430	468
KH-Koneet	40,5	40,4	32,3	39,1	152	29,2	34,3	34,6	43,0	141	152	175	207
Indoor Group	43,6	44,0	50,6	48,1	186	37,8	42,7	49,6	46,9	177	179	183	188
HTJ	6,1	7,0	6,5	6,6	26,3	6,1	7,2	6,6	6,7	26,6	27,4	28,4	29,3
Nordic Rescue Group	9,9	8,8	8,2	11,4	38,3	11,1	9,7	8,4	11,9	41,1	42,3	43,4	44,5
Käyttökate						8,1	9,8	14,1	14,3	46,4	43,0	46,2	49,4
Poistot ja arvonalennukset						-8,8	-8,8	-8,8	-8,8	-35,2	-26,1	-26,6	-27,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	2,9	5,1	1,7	10,8	-0,7	1,0	5,3	5,5	11,2	16,9	19,6	22,2
Liikevoitto	1,1	0,9	-6,8	1,7	-3,1	-0,7	1,0	5,3	5,5	11,2	16,9	19,6	22,2
KH-Koneet	1,8	2,0	2,0	3,2	9,0	-0,4	1,2	1,6	2,6	5,0	7,3	9,1	11,4
Indoor Group	-0,6	-1,5	2,6	0,6	1,1	-0,3	-0,9	3,0	2,1	3,9	6,4	7,3	7,5
HTJ	0,4	0,6	1,0	0,6	2,6	0,1	0,5	0,7	0,6	1,9	3,0	3,2	3,3
Nordic Rescue Group	0,1	0,6	0,3	0,9	1,9	0,7	0,6	0,5	0,7	2,4	1,9	1,7	1,8
Kohdistamattomat erät	-0,6	-0,8	-12,7	-3,6	-17,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-1,8	-1,8	-1,8
Nettorahoituskulut	-2,6	-3,5	-2,1	-4,1	-12,3	-3,0	-2,9	-2,9	-2,9	-11,7	-10,6	-9,8	-8,5
Tulos ennen veroja	-1,5	-2,6	-8,9	-2,4	-15,4	-3,6	-1,9	2,4	2,6	-0,5	6,3	9,8	13,7
Verot	0,5	0,4	2,2	0,2	3,3	0,3	0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-1,3	-2,0	-2,7
Vähemmistöosuudet	0,0	1,2	3,2	0,8	5,2	0,5	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-1,6	-1,9	-2,3
Nettotulos	-1,0	-1,0	-3,2	-1,5	-6,7	-2,8	-1,6	1,4	1,7	-1,3	3,4	5,9	8,6
EPS (oikaistu)	-0,02	0,02	0,15	-0,03	0,12	-0,05	-0,03	0,02	0,03	-0,02	0,06	0,10	0,15
Tunnusluvut	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%					100 %	-15,9 %	-6,3 %	1,6 %	3,1 %	-4,3 %	3,9 %	7,3 %	8,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%					100 %	-160,0 %	-64,9 %	3,5 %	225,3 %	3,4 %	51,0 %	16,3 %	13,3 %
Käyttökate-%					100 %	9,7 %	10,5 %	14,2 %	13,2 %	12,0 %	10,7 %	10,7 %	10,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,1 %	2,9 %	5,2 %	1,6 %	2,7 %	-0,8 %	1,1 %	5,3 %	5,1 %	2,9 %	4,2 %	4,6 %	4,7 %
Nettotulos-%	-1,0 %	-1,0 %	-3,3 %	-1,4 %	-1,7 %	-3,3 %	-1,7 %	1,4 %	1,6 %	-0,3 %	0,8 %	1,4 %	1,8 %

Lähde: Inderes

*Huom: 2022-H1'23 luvut koostuvat eri tytäryhtiöiden pro forma -luvista, eivätkä virallisista raportoiduista luvuista vertailukelpoisuuden parantamiseksi. Jatkossa luvut tulevat vastaamaan raportoituja lukuja.

Tytäryhtiöiden ennusteet noudattavat IFRS-kirjanpitoa, minkä seurauksena luvuissa on poikkeamaa yhtiökohtaisten FAS-kirjanpitoa noudattavien DCF-mallien kanssa.

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	213	213	212	207	208
Liikearvo	37,7	39,9	39,9	39,9	39,9
Aineettomat hyödykkeet	65,3	63,8	62,3	60,7	59,1
Käyttöomaisuus	104	103	105	106	109
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	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	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	164	135	127	130	140
Vaihto-omaisuus	112	100,0	94,5	96,2	103
Muut lyhytaikaiset varat	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,8	23,7	13,5	14,0	15,1
Likvidit varat	26,4	11,1	19,3	20,0	21,5
Taseen loppusumma	377	348	339	337	348

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	87,8	79,3	73,4	76,8	82,7
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	53,4	46,6	45,3	48,7	54,6
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	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	6,2	4,7	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	128	122	117	110	106
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	101	93,7	89,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,5	3,6	3,6	3,6	3,6
Lyhytaikaiset velat	161	147	148	151	159
Korolliset velat	74,4	60,4	67,5	62,5	59,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,4	86,2	81,0	88,2	98,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	377	348	339	337	348

*Huom: 2021 tase noudattaa sijoitusyhtiön raportointitapaa, eikä sen vuoksi ole vertailukelpoinen nykyisen monialakonsernin raportointitavan kanssa. Olemme korvanneet 2022 sijoitusyhtiön taseen H1'23 raportin monialakonsernin taseella, jotta tulevat tase-ennusteemme rakentuisivat vertailukelpoisen datapisteen päälle.

Verrokkiryhmän arvostus 1/2

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)	247	591	13,3	9,3	5,6	4,8	0,7	0,6	12,3	7,1	0,6
NOBIA	254	686	39,7	17,9	8,2	6,1	0,7	0,7	-22,1	11,4	0,4
MAISONS DU MONDE	180	879	24,0	18,8	4,4	4,3	0,8	0,8	13,0	8,3	0,3
LEON'S FURNITURE	999	1180	NA	NA	5,5	5,3	0,7	0,7	10,5	9,6	NA
WILLIAMS-SONOMA	18374	17204	14,8	14,4	12,6	12,2	2,4	2,4	21,3	20,2	9,6
Indoor Group (Inderes, IFRS)	44	89	91,3	12,3	4,3	3,4	0,5	0,4	-7,9	8,9	0,7
Keskiarvo			23,0	15,1	7,3	6,5	1,0	1,0	7,0	11,3	2,7
Mediaani			19,4	16,2	5,6	5,3	0,7	0,7	12,3	9,6	0,5
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			370 %	-24 %	-24 %	-36 %	-28 %	-35 %		-7 %	44 %

NRG:n verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
ROSENBAUER INTL.	201	631	10,7	9,3	7,0	6,3	0,5	0,5	7,6	5,8	1,0
OSHKOSH	7065	8150	8,3	8,0	7,1	6,9	0,8	0,8	10,4	9,8	1,8
REV GROUP	1151	1070	8,8	7,1	7,4	6,0	0,5	0,4	16,3	11,7	2,7
NRG (Inderes, FAS)	4	14	6,0	7,6	5,1	6,2	0,4	0,3	3,7	5,8	-0,7
Keskiarvo			9,3	8,1	7,2	6,4	0,6	0,6	11,4	9,1	1,8
Mediaani			8,8	8,0	7,1	6,3	0,5	0,5	10,4	9,8	1,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-32 %	-4 %	-27 %	-2 %	-34 %	-33 %	-64 %	-40 %	

Verrokkiryhmän arvostus 2/2

HTJ: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
SITOWISE GROUP	101	184	13,7	10,5	7,2	6,4	0,9	0,9	14,5	9,7	0,8
SWECO B	3762	4239	17,3	15,3	12,6	11,5	1,6	1,5	21,0	18,3	3,9
AFRY	1725	2303	13,2	11,5	8,9	8,1	1,0	0,9	14,8	12,2	1,5
REJLERS B	287	335	13,3	11,8	7,8	7,2	0,9	0,9	14,5	12,6	1,7
WSP GLOBAL	18542	21084	45,6	32,9	14,7	13,5	2,7	2,5	27,9	24,3	3,9
ETTEPLAN	330	393	12,8	11,3	7,7	7,1	1,0	1,0	14,5	12,4	2,6
ARCADIS	5472	6334	15,7	13,5	11,6	10,3	1,4	1,3	19,7	16,6	4,2
SOLWERS	38	48	9,7	9,7	6,1	5,4	0,6	0,6	13,2	12,0	0,9
HTJ (Inderes, FAS)	16	22	12,0	6,7	11,2	6,4	0,8	0,7	12,2	7,1	1,5
Keskiarvo			17,7	14,6	9,6	8,7	1,3	1,2	17,5	14,7	2,4
Mediaani			13,5	11,6	8,4	7,7	1,0	1,0	14,6	12,5	2,2
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<i>-11 %</i>	<i>-42 %</i>	<i>34 %</i>	<i>-16 %</i>	<i>-16 %</i>	<i>-25 %</i>	<i>-17 %</i>	<i>-43 %</i>	<i>-29 %</i>

KH -Koneiden 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
UNITED RENTALS	42209	53319	13,5	13,0	8,0	7,7	3,8	3,6	15,6	14,4	5,1
H&E EQUIPMENT SERVICES	1647	3031	11,8	10,8	4,6	4,3	2,1	2,0	11,3	9,5	2,7
MCGRATH RENTCORP	2504	3243	15,7	14,3	10,3	9,7	4,0	3,8	20,0	17,9	NA
SPEEDY HIRE	150	353	11,3	9,1	3,2	2,9	0,7	0,7	10,5	7,6	0,6
VP	288	517	8,9	8,6	4,0	3,9	1,2	1,1	8,4	8,1	1,4
WETTERI OYJ	66	210	15,3	13,4	7,1	6,6	0,4	0,3	26,1	12,8	1,6
BILIA A	1161	1834	13,0	11,2	7,9	7,1	0,6	0,5	12,6	10,4	2,5
KH Koneet (Inderes, FAS)	44	59	10,0	7,0	9,3	6,6	0,4	0,4	11,7	7,7	1,0
Keskiarvo			11,2	10,1	5,6	5,3	1,6	1,5	13,1	10,1	2,0
Mediaani			12,4	11,0	5,9	5,5	0,9	0,9	12,0	10,0	1,6
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<i>-19 %</i>	<i>-36 %</i>	<i>60 %</i>	<i>20 %</i>	<i>-56 %</i>	<i>-59 %</i>	<i>-2 %</i>	<i>-22 %</i>	<i>-41 %</i>

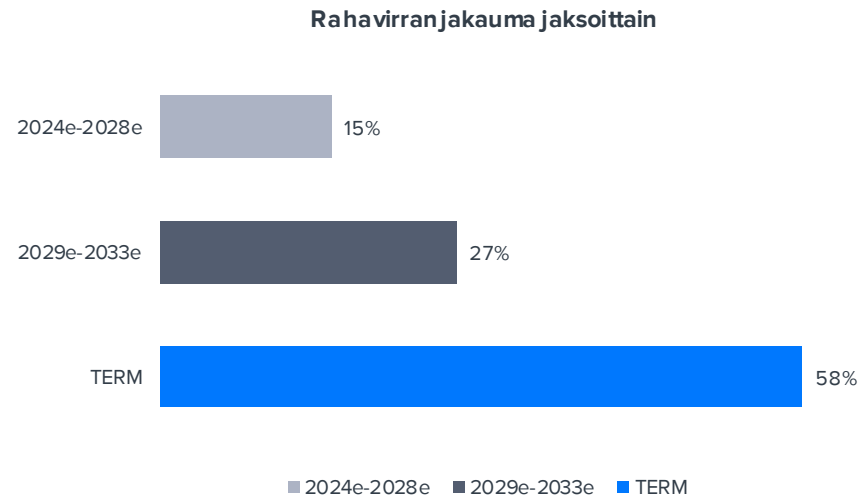
DCF -laskelma 1/4

DCF-laskelma KH-Koneet (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,2 %	-21,7 %	-7,3 %	8,0 %	15,0 %	18,0 %	14,0 %	12,0 %	6,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,0 %	5,4 %	3,0 %	4,3 %	5,6 %	5,8 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto (oik.)	9,7	8,2	4,2	6,5	9,9	12,0	11,8	13,2	14,0	14,3	13,2	11,9	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,3	2,1	2,3	2,6	3,1	3,5	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	
- Maksetut verot	-1,9	-2,0	-1,2	-1,6	-2,0	-2,4	-1,9	-1,8	-2,0	-2,0	-1,8	-1,6	
- Käyttöpääoman muutos	-11,9	0,6	0,5	-3,6	-3,8	-7,4	-6,0	-7,9	-4,4	-2,0	-1,6	-1,2	
Operatiivinen kassavirta	-2,4	9,1	5,6	3,5	6,7	5,3	7,4	7,4	11,8	14,7	14,2	13,5	
+ 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	-7,4	-2,3	-0,6	-3,5	-2,8	-5,7	-3,4	-6,5	-3,0	-6,1	-3,1	-6,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,8	6,8	5,0	0,0	4,0	-0,4	4,0	0,9	8,8	8,6	11,1	7,4	
+/- 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	6,8	5,0	0,0	4,0	-0,4	4,0	0,9	8,8	8,6	11,1	7,4	92,2
Diskontattu vapaa kassavirta			4,8	0,0	3,1	-0,3	2,6	0,5	4,8	4,3	5,0	3,0	38,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			72,7	61,1	61,1	58,0	58,3	55,7	55,2	50,4	46,2	41,1	38,1
Velaton arvo DCF			72,7										
- Korolliset velat			-31,0										
+ Rahavarat			3,1										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			44,8										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,6 %

Lähde: Inderes



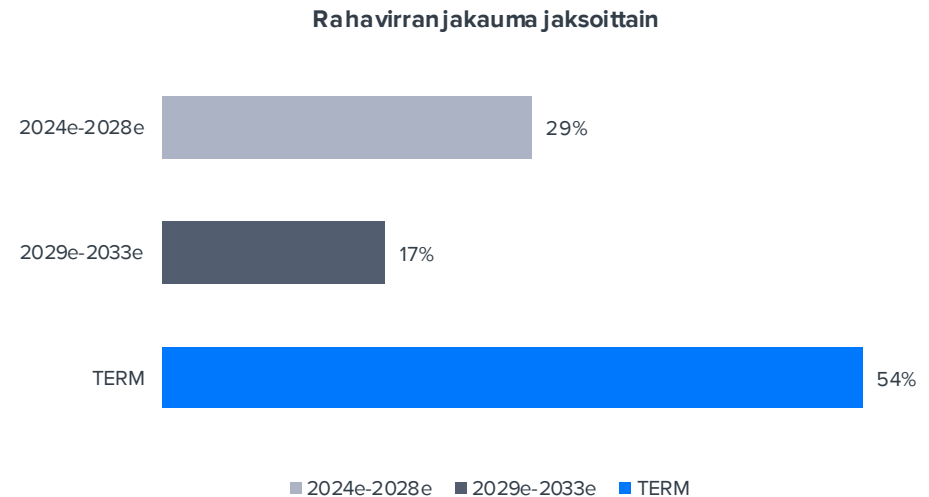
DCF -laskelma 2/4

DCF-laskelma Indoor Group (IFRS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-6,2 %	-3,1 %	-5,0 %	1,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	0,5 %	0,6 %	2,2 %	3,6 %	4,0 %	4,0 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	1,0	1,1	3,9	6,4	7,3	7,5	8,3	8,4	8,4	8,6	8,7	8,4	
+ Kokonaispoistot	19,3	18,7	16,8	17,0	17,4	17,8	18,3	18,7	19,0	19,4	19,7	19,9	
- Maksetut verot	-0,2	-0,2	-0,8	-1,3	-1,5	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	-0,1	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	13,7	19,5	17,4	22,1	23,3	23,8	24,9	25,4	25,7	26,3	26,7	26,6	
+ 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	
- Bruttoinvestointit	-20,9	-16,6	-11,8	-15,4	-14,9	-15,6	-19,7	-19,8	-20,2	-20,6	-20,6	-20,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,2	3,0	5,6	6,7	8,4	8,2	5,2	5,6	5,5	5,6	6,0	6,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,2	3,0	5,6	6,7	8,4	8,2	5,2	5,6	5,5	5,6	6,0	6,1	103
Diskontattu vapaa kassavirta			5,4	6,0	7,0	6,4	3,8	3,8	3,5	3,4	3,4	3,2	54,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			103	94,7	88,7	81,6	75,2	71,4	67,6	64,1	60,7	57,3	54,1
Velaton arvo DCF			103										
- Korolliset velat			-82,2										
+ Rahavarat			5,8										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			26,6										

Pääoman kustannus (WACC)

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

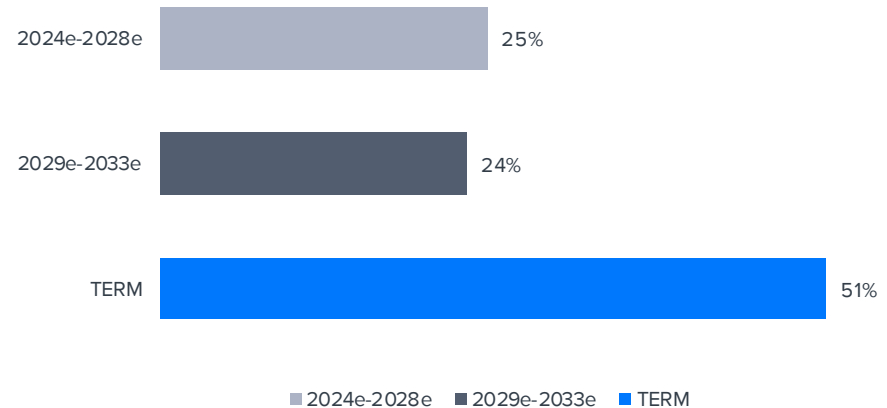
Lähde: Inderes



DCF -laskelma 3/4

DCF-laskelma HTJ (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	21,7 %	13,7 %	1,3 %	3,0 %	3,5 %	3,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	12,5 %	17,7 %	7,4 %	11,1 %	11,5 %	11,6 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,1 %	11,0 %	10,5 %	10,5 %
Liikevoitto	1,0	2,5	0,3	2,9	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	
+ Kokonaispoistot	1,9	2,2	1,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	-0,2	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
- Käyttöpääoman muutos	-0,5	0,3	-0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	2,4	4,5	0,7	2,5	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	
+ 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	-1,9	-2,2	-1,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,5	2,3	-0,4	2,4	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,7	
+/- 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	0,5	2,3	-0,4	2,4	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,7	35,8
Diskontattu vapaa kassavirta			-0,4	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1	14,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			30,9	29,1	27,0	25,0	23,1	21,4	19,8	18,4	17,0	15,8	14,7
Velaton arvo DCF			30,9										
- Korolliset velat			-10,5										
+ Rahavarat			2,3										
-Vähemmistöosuus			0,0										
-Osinko/pääomapalautus			0,0										
Oman pääoman arvo DCF			22,7										
Pääoman kustannus (WACC)													
Vero-% (WACC)				20,0 %									
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)				25,0 %									
Vieraan pääoman kustannus				6,5 %									
Yrityksen Beta				1,30									
Markkinoiden riski-preemio				4,75 %									
Likviditeettipreemio				2,50 %									
Riskitön korko				2,5 %									
Oman pääoman kustannus				11,2 %									
Pääoman keskim. kustannus (WACC)				9,7 %									

Rahavirranjakauma jaksoittain



Lähde: Inderes

DCF -laskelma 4/4

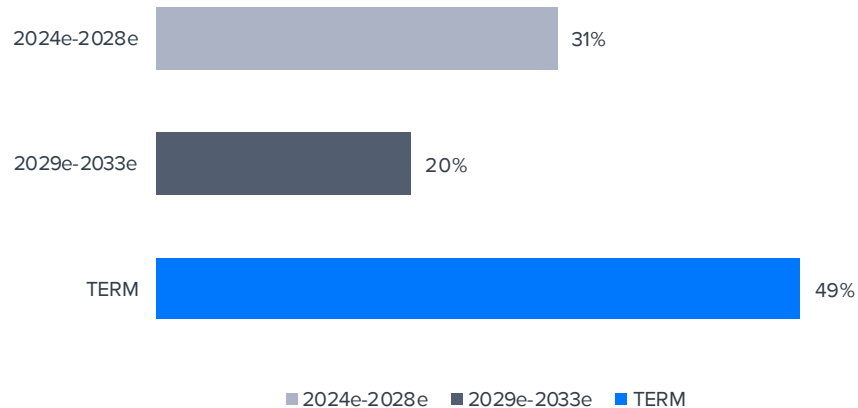
DCF-laskelma NRG (FAS)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	11,0 %	-8,3 %	7,3 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	-4,7 %	4,4 %	6,8 %	5,4 %	4,9 %	4,9 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	-8,7	-4,5	0,8	0,3	0,1	0,1	0,8	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	
+ Kokonaispoistot	6,7	6,2	2,0	2,0	2,0	2,0	1,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
- Käyttöpääoman muutos	-0,4	0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-1,3	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestointit	-0,1	0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,5	1,9	1,2	1,3	1,2	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,5	1,9	1,2	1,3	1,2	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	17,4
Diskontattu vapaa kassavirta			1,1	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	8,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta			18,0	15,0	13,8	12,9	11,9	11,2	10,4	9,7	9,1	8,5	8,0
Velaton arvo DCF			18,0										
- Korolliset velat			-15,0										
+ Rahavarat			2,3										
-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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	11,5	428,9	403,2	385,8	400,8	EPS (raportoitu)	0,32	0,24	-0,11	-0,02	0,06
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	46,4	43,0	EPS (oikaistu)	0,32	0,24	0,12	-0,02	0,06
Liikevoitto	20,2	11,9	-3,1	11,2	16,9	Operat. kassavirta / osake	0,43	-0,64	0,75	0,93	0,86
Voitto ennen veroja	20,2	11,7	-15,4	-0,5	6,3	Vapaa kassavirta / osake	0,43	-4,17	0,17	0,34	0,40
Nettovoitto	18,4	13,8	-6,7	-1,3	3,4	Omapääoma / osake	1,61	1,40	1,29	1,26	1,32
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-13,9	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	113,3	377,0	347,7	339,3	337,4	Liikevaihdon kasvu-%	259 %	3630 %	-6 %	-4 %	4 %
Oma pääoma	93,5	87,8	79,3	73,4	76,8	Käyttökateen kasvu-%	73 %	-41 %	168 %	45 %	-7 %
Liikearvo	0,0	37,7	39,9	39,9	39,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	73 %	-41 %	-9 %	3 %	51 %
Nettovelat	4,7	158,2	154,9	149,4	136,2	EPS oik. kasvu-%	86 %	-25 %	-48 %	-118 %	-362 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	175,7 %	2,8 %	7,9 %	12,0 %	10,7 %
Käyttökate	20,2	11,9	31,9	46,4	43,0	Oik. Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	2,7 %	2,9 %	4,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,8	-55,7	14,0	10,5	5,0	Liikevoitto-%	175,7 %	2,8 %	-0,8 %	2,9 %	4,2 %
Operatiivinen kassavirta	24,9	-37,3	43,4	54,2	49,9	ROE-%	21,5 %	15,8 %	-8,5 %	-1,7 %	4,5 %
Investoinnit	-0,2	-207,3	-35,1	-34,3	-26,5	ROI-%	22,8 %	6,4 %	-1,2 %	4,6 %	7,1 %
Vapaa kassavirta	24,7	-242,1	9,8	19,7	23,4	Omavaraisuusaste	82,5 %	23,3 %	22,8 %	21,6 %	22,8 %
						Nettovelkaantumisaste	5,0 %	180,2 %	195,2 %	203,6 %	177,4 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	10,1	0,5	0,5	0,5	0,4						
EV/EBITDA (oik.)	5,8	19,5	6,4	4,0	4,0						
EV/EBIT (oik.)	5,8	19,5	19,0	16,6	10,2						
P/E (oik.)	6,1	5,0	6,5	neg.	10,5						
P/B	1,2	0,8	0,6	0,5	0,5						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suosituksistoria (>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 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 (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/12/2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
04/03/2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17/03/2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
06/05/2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18/08/2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
04/11/2022	Osta	1,40 €	1,14 €
16/12/2022	Osta	1,40 €	1,17 €
21/02/2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
01/03/2023	Lisää	1,20 €	1,08 €
05/05/2023	Osta	1,20 €	1,03 €
18/08/2023	Lisää	1,05 €	0,95 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
30/10/2023	Lisää	0,90 €	0,77 €
02/11/2023	Lisää	0,90 €	0,79 €
11/03/2024	Lisää	0,80 €	0,68 €
22/03/2024	Lisää	0,95 €	0,85 €
02/05/2024	Lisää	0,80 €	0,70 €
07/05/2024	Vähennä	0,65 €	0,61 €

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

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

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**