

Rush Factory

Yhtiöraportti

01.10.2024 8.25 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Viimeisen kortin varassa

Rush Factoryn H1-luvut vastasivat ennusteitamme, mutta operatiiviset luvut ovat sijoitustarinan kannalta toissijaisia. Liiketoiminnan jatkuvuus on toistaiseksi täysin Maskussa sijaitseva kiinteistön myynnin varassa rahoitusriskin väistämiseksi ja SFG:n kanssa tiedotetun fuusion toteuttamiseksi. Rush Factoryn osakkeenomistajat kantavat konkreettista rahoitusriskiä SFG-fuusioon saakka eikä fuusio toteutuessaan oikeuta mielestämme nykyistä arvostustasoa. Toistamme myy-suosituksemme ja laskemme tavoitehintamme 0,20 euroon (aik. 0,25 euroa).

H1-luvut vastasivat odotuksiamme, pankkilainat on irtisanottu

Rush Factoryn H2-liikevaihto laski 68 % 0,7 MEUR:oon, mikä oli linjassa 0,6 MEUR:n ennusteemme kanssa. Kuluvana vuonna Rush Factoryn Color Obstacle Rush (COR)-kiertue painottuu huomattavasti vertailukautta vahvemmin H2:lle ja yhtiö järjesti ainoastaan 4 tapahtumaa. Tapahtumat painoutuivat suuriin kaupunkiin ja yhtiö saavuttikin erittäin korkean tapahtumakohtaisen myynnin. Yhtiön 0,2 MEUR:n liiketappio vastasi myös ennusteitamme, mutta 0,14 MEUR:n vapaa rahavirta oli jopa yllättävän vahvalla tasolla paisuneet myyntisaamiset huomioiden. Käyttöpääoman hallinta oli muuten hyvällä tasolla, mutta Saksan tytäryhtiön maksuvälittäjän [asettama](#) 120 päivän viive myynnin maksatuksille paisutti myyntisaamiset poikkeuksellisen korkealle 0,24 MEUR:n tasolle. Katsauskauden kohtuullinen rahavirta lievensi Rush Factoryn ahdinkoa, mutta 0,53 MEUR:n irtisanotut pankkilainat huomioiden ainut tie taseen korjaamiseksi on nähdäksemme Maskussa sijaitsevan kiinteistön pikainen myyminen.

Viimeiset tapahtumat pois ennusteista, tarina SFG-fuusion varassa

Kuluvan vuoden COR-kiertue jää Rush Factoryn viimeiseksi, sillä yhtiön mukaan kyseisen konseptin järjestäminen ei ole enää mielekäästä Englannin ja Saksan tapahtumien myötä saadun negatiivisen huomion myötä. Olemme raportin yhteydessä poistaneet COR:in tulevien vuosien ennusteistamme. Rush Factoryn sijoitustarina on nähdäksemme Street Food Group (SFG)-fuusioon asti kiusallisessa välitilassa, sillä fuusio edellyttää tiettyjen ehtojen täyttymisen eikä Rush Factorylla ole nähdäksemme omin voimin kykyä kääntää liiketoimintaansa ennen kuin Maskussa sijaitseva kiinteistö on myyty. Kiinteistön myyminen vähintään 0,75 MEUR:n kauppahinnalla on lisäksi ehtona SFG-fuusiolle, joten fuusio ei missään nimessä ole taattu osapuolten alustavasta halusta huolimatta.

Fuusio SFG:n kanssa ei toteutuessaan perustelisi nykyistä arvostusta

Rush Factory ei järjestä enää COR-tapahtumia ja liiketoiminnan kääntäminen yksin organisaatiosta olisi nähdäksemme erittäin haastavaa pankkilainojen ollessa irtisanotut ja syömähampas COR-kiertueen heikon heikentyneen menekin takia. Tämän seurauksena osakkeen arvo koostuu nähdäksemme SFG:n kanssa muodostuvan uuden kokonaisuuden arvosta painotettuna fuusion toteutumisen todennäköisyyden kanssa. Laskelmiemme mukaan uuden kokonaisuuden yritysarvo olisi sovitulla vaihtosuhteella ja Rush Factoryn nykyisellä osakekurssilla noin 6,9 MEUR. SFG:n edellisvuoden liikevaihdolla kokonaisuuden EV/liikevaihtokerroin olisi 0,6x, kun taas edellisvuoden käyttökatteella mitattuna arvostuskerroin olisi noin 52x. SFG:n tulostaso on viime vuosina ollut paineessa ja 2021-2023 normalisoidulla käyttökatteella mitattuna arvostuskerroin olisi edelleen ravintola-alan toimijalle todella korkea 35x. SFG:n historiallisiin lukuihin tukeutuminen ei huomioi yhtiön sulkemien kannattamattomien ravintoloiden vaikutusta tai Rush Factoryn kanssa aloitettavaa uutta tapahtumaliiketoimintaa, mutta mielestämme nykyinen kurssitaso hinnoittelee toistaiseksi epävarmaa fuusiota jo turhan ruusuisesti sisään.

Suositus

Myy

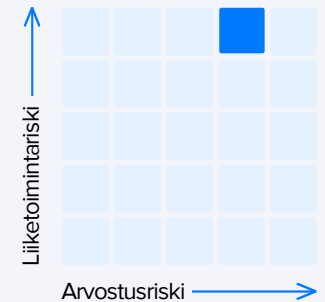
(aik. Myy)

0,20 EUR

(aik. ,25 EUR)

Osakekurssi:

0,42



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	3,2	1,8	0,0	0,0
kasvu-%	9 %	-43 %	-100 %	0 %
EBITDA	0,1	-0,4	-0,6	-0,7
EBITDA-%	3,8 %	-21,2 %		
Nettotulos	-0,1	-0,8	-0,6	-0,7
EPS (oik.)	-0,03	-0,32	-0,26	-0,28
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	neg.	neg.	neg.	neg.
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	neg.
EV/EBITDA	13,7	neg.	neg.	neg.
EV/Liikevaihto	0,5	1,5	>100	>100

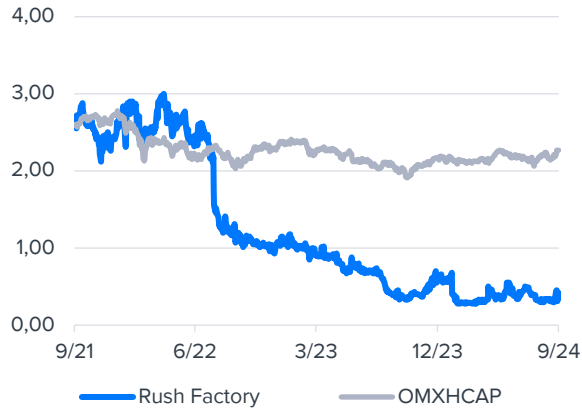
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

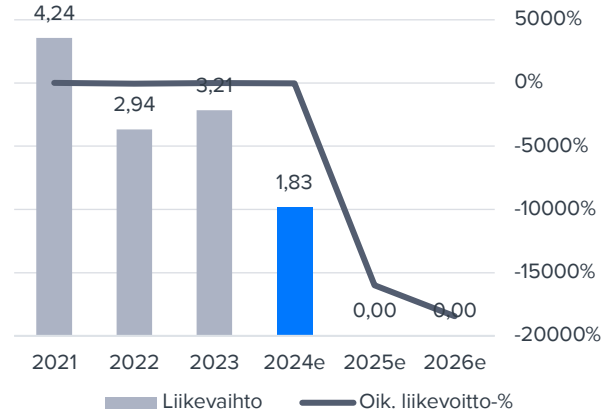
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



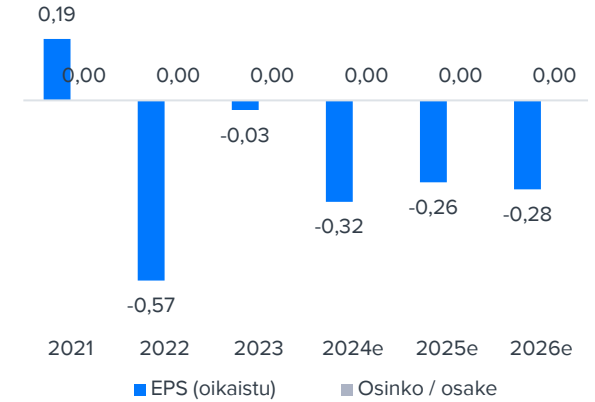
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Maskun kiinteistön myynti ja sen myötä taseen tervehdyttäminen
- Fuusio SFG:n kanssa
- Uusien konseptien kehittäminen ja onnistunut kaupallistaminen



Riskitekijät

- SFG-fuusion kariutuminen
- Näkyvyys liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen on heikko
- Konseptien suunnittelu- ja kehitystyössä epäonnistuminen
- Rahoitusriski

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,42	0,42	0,42
Osakemäärä, milj. kpl	2,36	2,36	2,36
Markkina-arvo	1,0	1,0	1,0
Yritysarvo (EV)	2,7	4,1	4,9
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/B	neg.	neg.	neg.
P/S	0,5	>100	>100
EV/Liikevaihto	1,5	>100	>100
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Luvut vastasivat odotuksia, mutta huomio kääntyy Maskun kiinteistöön

Liikevaihto vastasi odotuksiamme

Rush Factoryn H1-liikevaihto laski 68 % 0,7 MEUR:oon, mikä oli linjassa ennusteamme kanssa. Yhtiö järjesti alkuvuoden aikana yhteensä 4 COR-tapahtumaa, mutta sijainnit olivat suuria ja tapahtumakohtainen liikevaihto kohosi ennätysuureksi. Liikevaihdon merkittävä lasku johtuukin huomattavasti vertailukautta pienemmästä tapahtumakiertueesta kuluvana vuonna peruuntuneiden tapahtumien ja loppuvuoteen painottuvan tapahtumakalenterin seurauksena.

Kannattavuudessa ei suuria yllätyksiä, mutta rahavirta oli yllättävän vahva

Rush Factoryn H1-liikevoitto painui -0,2 MEUR:oon, mikä oli linjassa ennusteamme kanssa, mutta jäi vertailukaudesta laskeneen liikevaihdon takia. Liikevaihdon raju lasku huomioiden kannattavuus oli

kohtuullisella tasolla. Heikosta kannattavuudesta huolimatta vapaa rahavirta oli hyvällä 0,14 MEUR:n tasolla, kun huomioi 0,24 MEUR:oon paisuneet myyntisaamiset. Tyypillisesti Rush Factoryn rahavirta painottuu vahvasti alkuvuoteen tapahtumien ennakkomaksujen takia, mutta kuluvana vuonna Saksan myynnistä saatavien tulojen hidas maksattaminen sitoo tuntuvan määrän varoja käyttöpääomaan.

Taseasema on edelleen erittäin tukala

Rush Factoryn nettovelka oli H1 lopussa 0,6 MEUR. Yhtiön pankkilainat ovat sanottu irti, minkä seurauksena yhtiöllä on huutava tarve vahvistaa tasettaan joko myymällä Maskussa sijaitseva kiinteistö tai neuvottelemalla rahoituksensa uudelleen. Nähdäksemme rahoituksen neuvottelu on nykytilanteessa erittäin haastavaa, minkä

seurauksena taseen tervehdyttäminen on Maskussa sijaitsevan kiinteistömyynnin varassa. Rush Factoryn oma pääoma on jo 1,0 MEUR negatiivinen mikä alleviivaa yhtiön heikkoa taseasemaa. Nykyistä taseasemaa vaikeuttaa entisestään 0,17 MEUR:n sopimussakko, jolla Maskun kunta uhkailee yhtiötä.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H1'23	H1'24	H1'24e	H1'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	2,1	0,7	0,6				19 %	1,8
Käyttökate	0,2	-0,2	-0,1				-86 %	-0,4
Liikevoitto	0,1	-0,2	-0,2				-49 %	-0,5
EPS (raportoitu)	0,04	-0,15	-0,13				-13 %	-0,32
Liikevaihdon kasvu-%	27,4 %	-67,8 %	-72,9 %				5,1 %-yks.	-43,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	4,7 %	-34,8 %	-27,8 %				-7 %-yks.	-25,9 %

Lähde: Inderes

Poistimme Rush Factoryn tapahtumat lähivuosien ennusteistamme

Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Laskimme kuluvan vuoden liikevaihtoennusteitamme Saksan peruuntuneiden tapahtumien takia. Rush Factoryn ennakkomyyntiin nojaavan liiketoimintamallin takia kyseinen rahavirta tuloutuu lähtökohtaisesti tapahtuman peruuntumisesta huolimatta. Tämän seurauksena olemme mallintaneet jo myytyjen Saksan tapahtumien rahavirtavaikutuksen sisään suoraan rahavirtalaskelman kautta. Näin ollen ennustemuutosten rahavirtavaikutus on huomattavasti tulosvaikutusta pienempi.
- Poistimme lähivuosien COR-tapahtumat ennusteistamme kuluvan vuoden kiertueen jäädessä yhtiön viimeiseksi, mikä ajoi lähivuosien liikevaihtoennusteemme nolnaan.
- Emme ole vielä tässä vaiheessa huomioineet mahdollisen SFG-fusion vaikutuksia ennusteissamme, sillä fusion toteutuminen edellyttää edelleen neljän kumpaakin yhtiötä koskettavan ehdon toteutumista: 1) Rush Factoryn on myytävä Maskussa sijaitseva kiinteistönsä vähintään 0,75 MEUR:lla, 2) SFG:n on järjestettävä 0,3 MEUR:n maksullinen osakeanti, 3) Rush Factoryn pääomistajan saatavat yhtiöltä on konvertoitava Rush Factoryn osakkeiksi ja 4) yhdistyminen edellyttää Rush Factoryn ylimääräisen yhtiökokouksen hyväksyntää.
- Mielestämme keskeisin epävarmuuden tekijä Rush Factoryn ja SFG:n fuusioon liittyen on vaatimus Maskun kiinteistön myynnistä vähintään 0,75 MEUR:lla.
- Pidämme fuusiota Rush Factoryn kannalta houkuttelevana sillä Rush Factoryn edellytykset organisen tuloskäänteen toteuttamiseksi vaikuttavat viime vuosien heikkenevä suoritustaso huomioiden heikoilta. Kommentoimme fuusioon liittyvää esisopimusta tarkemmin [täällä](#). Fuusioon liittyen on hyvä huomioida, että SFG on viime vuodet ollut liiketulosostasolla tappiollinen, joten fusion toteutuessa kokonaisuus omaa edelleen vahvasti käänneyhtiöstatuksen.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2,2	1,8	-18 %	1,1	0,0	-100 %	3,0	0,0	-100 %
Käyttökate	0,0	-0,4	-1539 %	-0,4	-0,6	-63 %	-0,1	-0,7	-371 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,1	-0,5	-282 %	-0,4	-0,6	-56 %	-0,2	-0,7	-259 %
Liikevoitto	-0,1	-0,5	-282 %	-0,4	-0,6	-56 %	-0,2	-0,7	-259 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,16	-0,32	-94 %	-0,18	-0,26	-42 %	-0,10	-0,28	-168 %

Lähde: Inderes

Uusi kokonaisuus ei perustelisi nykyistä arvostusta

Riskiprofiili on noussut sietämättömän korkeaksi

Rush Factoryn riskiprofiili on yhtiön velkaisen taseen ja heikkenevän tulostason myötä noussut sietämättömän korkeaksi ja riski pääoman täydelle tuhoutumiselle on visusti pöydällä. Yhtiön pankkilainat erääntyivät viime lauantaina, minkä seurauksena yhtiön taloudellinen liikkumavara on laskenut minimaaliseksi. Potentiaalisin tie ulos nykyisestä suosta on Maskussa sijaitsevan kiinteistön myyminen ja yhtiö käykin aktiivisesti neuvotteluja sen myynnistä potentiaalisen ostajan kanssa.

Fuusion ehdot vaikuttavat Rush Factoryn kannalta houkuttelevilta...

Mikäli SFG:n ja Rush Factoryn fuusio toteutuu Rush Factory laskee liikkeelle yhteensä 9 236 976 uutta osaketta 0,3028 euron osakekohtaisella merkintähinnalla. Tämä nostaisi uuden kokonaisuuden osakekannan lukumäärän noin 11,6 miljoonaan. Uusista osakkeista 7 886 250 suunnataan nykyisille SFG:n osakkeenomistajille, joiden omistusosuus olisi noin 68 % uudesta kokonaisuudesta. 855 350 uutta osaketta laskettaisi liikkeelle Rush Factoryn pääomistajan, Niemelän Markka & Ropon, riidattomien saatavien konvertoimiseksi.

Fuusion ehdot hinnoittelevat SFG:tä edellisvuoden lukuihin tukeutuen noin 0,3x liikevaihtokertoimella ja 0,4x myyntikatekertoimella, jotka ovat kohtuullisia tasoja. Heikon kannattavuuden myötä tulos pohjaiset arvostuskertoimet nousevat kuitenkin erittäin korkeiksi ja 2023 luvuilla yhtiötä hinnoiteltaisiin 20,2x käyttökate ja vuosien 2021-2023 normalisoidulla tuloksella 13,6x, jotka ovat Helsingin pörssin mittakaavassa korkeita tasoja ja edellyttävät ripeää

tuloskäännettä.

SFG:n arvostus ei päälle päin vaikuta erityisen houkuttelevalla, mutta vastike koostuu käteisen sijaan Rush Factoryn fundamentit huomioiden kalliista osakkeesta, mikä kääntää fuusion ehdot silmissämme houkuttelevaksi Rush Factoryn kannalta. Fuusiosta seurannut dilutio huomioiden uuden kokonaisuuden markkina-arvo olisi maanantain 0,42 euron päätöskurssilla noin 4,9 MEUR. Rush Factorylle arvioitu nettovelka, Maskun kiinteistön myynti yhdistymisen edellyttämällä 0,75 MEUR:lla ja SFG:n tuleva osakeanti huomioiden uuden kokonaisuuden yritysarvo olisi arviomme mukaan noin 7,7 MEUR.

..., mutta fuusion potentiaali ei riitä nykyisen arvostustason oikeuttamiseksi

SFG:n edellisvuoden liikevaihdolla uuden kokonaisuuden EV/liikevaihto-kerroin olisi 0,72x, EV/käyttökate 58x, kun taas 2021-2023 normalisoidulla käyttökateella kerroin olisi 39x. Yleisesti uutta kokonaisuutta hinnoitellaan erittäin korkeilla kertoimilla ravintola/tapahtuma-alan toimijaksi. Pelkästään SFG:n edellisvuoden lukuihin tukeutuminen ei huomioi lainkaan kannattamattomien ravintoloiden sulkemista kuluvan vuoden aikana, eikä Rush Factoryn kanssa suunniteltua tapahtumaliiketoimintaa, mutta yleisesti Rush Factoryn osake hinnoittelee mielestämme nykytasolla liian etupainotteisesti sisään fuusioon liittyvää potentiaalia. Uuden kokonaisuuden arvostuskuva, yhdistymiseen liittyvä epävarmuus ja Rush Factoryn likviditeettiriski (Rush Factoryn käyttöpääomailain ja Maskun kiinteistöä varten otettu pankkilaina ovat erääntyneet) huomioiden osakkeen tuotto/riski-suhde kääntyy silmissämme edelleen heikoksi ja kannustamme sijoittajia varovaisuuteen osakkeen kanssa.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,42	0,42	0,42
Osakemäärä, milj. kpl	2,36	2,36	2,36
Markkina-arvo	1,0	1,0	1,0
Yritysarvo (EV)	2,7	4,1	4,9
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/B	neg.	neg.	neg.
P/S	0,5	>100	>100
EV/Liikevaihto	1,5	>100	>100
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

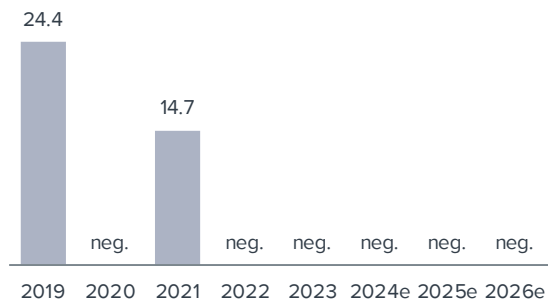
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

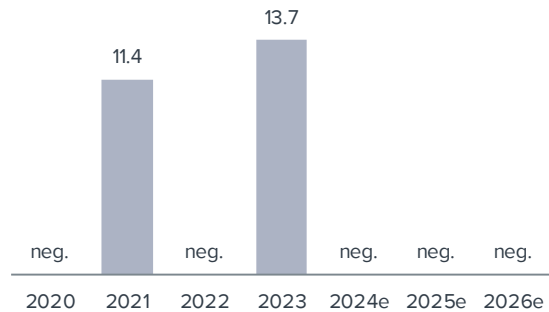
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,92	2,06	2,84	1,04	0,40	0,42	0,42	0,42	0,42
Osakemäärä, milj. kpl	2,35	2,35	2,35	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36
Markkina-arvo	6,9	4,8	6,7	2,5	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Yritysarvo (EV)	6,0	4,5	6,7	3,2	1,7	2,7	4,1	4,9	5,0
P/E (oik.)	24,4	neg.	14,7	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	24,4	neg.	14,7	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	4,2	92,7	8,3	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S	1,7	32,1	1,6	0,8	0,3	0,5	>100	>100	>100
EV/Liikevaihto	1,5	29,6	1,6	1,1	0,5	1,5	>100	>100	>100
EV/EBITDA	14,1	neg.	11,4	neg.	13,7	neg.	neg.	neg.	64,5
EV/EBIT (oik.)	19,2	neg.	14,8	neg.	>100	neg.	neg.	neg.	
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

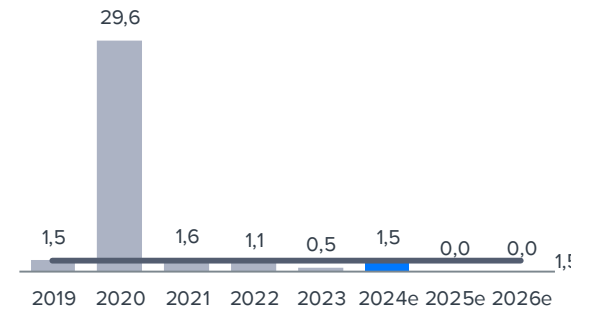
P/E (oik.)



EV/EBITDA



EV/Liikevaihto



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	2,9	2,1	1,1	3,2	0,7	1,2	1,8	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	-1,1	0,2	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	0,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	0,0
Liikevoitto	-1,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	0,0
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	-1,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8	-0,8	-0,1
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,8	-0,6	-0,7	-0,1
EPS (oikaistu)	-0,57	0,04	-0,07	-0,03	-0,15	-0,17	-0,32	-0,26	-0,28	-0,03
EPS (raportoitu)	-0,57	0,04	-0,07	-0,03	-0,15	-0,17	-0,32	-0,26	-0,28	-0,03

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-30,7 %	27,4 %	-13,2 %	9,3 %	-67,8 %	1,6 %	-43,2 %	-99,8 %	0,0 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-373,0 %	-116,2 %	-84,6 %	-100,1 %	-336,1 %	147,1 %	-38616,3 %	35,7 %	15,2 %	-100,0 %
Käyttökate-%	-38,5 %	7,6 %	-3,2 %	3,8 %	-29,6 %	-16,4 %	-21,2 %	-14763,8 %	-16823,4 %	1942,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-42,2 %	4,7 %	-8,5 %	0,0 %	-34,8 %	-20,7 %	-25,9 %	-16011,6 %	-18446,5 %	0,0 %
Nettotulos-%	-45,5 %	4,8 %	-15,1 %	-2,2 %	-51,9 %	-35,2 %	-41,3 %	-15219,0 %	-16533,2 %	-1950,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	0,6	0,6	0,3	0,0	0,0
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,4	0,5	0,2	0,0	0,0
Likvidit varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	2,5	2,4	2,2	2,0	2,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	-0,5	-0,6	-0,5	-1,1	-1,8
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-2,9	-3,1	-3,8	-4,4	-5,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	2,2	2,2	3,0	3,0	3,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,6	0,6	1,4	2,5	3,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,6	0,6	1,4	2,5	3,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,3	2,4	1,3	0,6	0,8
Korolliset velat	0,1	0,1	0,3	0,6	0,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,5	2,2	1,1	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0
Taseen loppusumma	2,5	2,4	2,2	2,0	2,1

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	4,2	2,9	3,2	1,8	0,0	EPS (raportoitu)	0,19	-0,57	-0,03	-0,32	-0,26
Käyttökate	0,6	-1,1	0,1	-0,4	-0,6	EPS (oikaistu)	0,19	-0,57	-0,03	-0,32	-0,26
Liikevoitto	0,5	-1,2	0,0	-0,5	-0,6	Operat. kassavirta / osake	-0,08	-0,16	0,10	-0,60	-0,50
Voitto ennen veroja	0,5	-1,3	-0,1	-0,7	-0,8	Vapaa kassavirta / osake	-0,31	-0,29	0,07	-0,31	-0,56
Nettovoitto	0,5	-1,3	-0,1	-0,8	-0,6	Omapääoma / osake	0,34	-0,20	-0,25	-0,23	-0,49
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	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	2,4	2,5	2,4	2,2	2,0	Liikevaihdon kasvu-%	2708 %	-31 %	9 %	-43 %	-100 %
Oma pääoma	0,8	-0,5	-0,6	-0,5	-1,1	Käyttökateen kasvu-%	-141 %	-292 %	-111 %	-419 %	53 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-129 %	-373 %	-100 %	-38616 %	36 %
Nettovelat	0,0	0,8	0,7	1,7	3,1	EPS oik. kasvu-%	-129 %	-393 %	-95 %	944 %	-19 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	13,9 %	-38,5 %	3,8 %	-21,2 %	-14763,8 %
Käyttökate	0,6	-1,1	0,1	-0,4	-0,6	Oik. Liikevoitto-%	10,7 %	-42,2 %	0,0 %	-25,9 %	-16011,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	0,8	0,1	-1,0	-0,7	Liikevoitto-%	10,7 %	-42,2 %	0,0 %	-25,9 %	-16011,6 %
Operatiivinen kassavirta	-0,2	-0,4	0,2	-1,4	-1,2	ROE-%	105,8 %	-792,8 %	13,7 %	134,5 %	72,3 %
Investoinnit	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	ROI-%	93,8 %	-201,0 %	0,5 %	-71,2 %	-41,0 %
Vapaa kassavirta	-0,7	-0,7	0,2	-0,7	-1,3	Omavaraisuusaste	49,0 %	-28,6 %	-49,9 %	-42,9 %	-58,4 %
						Nettovelkaantumisaste	5,6 %	-162,2 %	-123,2 %	-312,9 %	-271,3 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,6	1,1	0,5	1,5	>100						
EV/EBITDA	11,4	neg.	13,7	neg.	neg.						
EV/EBIT (oik.)	14,8	neg.	>100	neg.	neg.						
P/E (oik.)	14,7	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/B	8,3	neg.	neg.	neg.	neg.						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin 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, 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 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16/09/2019	Lisää	3,70 €	3,36 €
06/11/2019	Vähennä	3,40 €	3,38 €
10/12/2019	Vähennä	3,00 €	3,04 €
26/02/2020	Vähennä	2,30 €	2,22 €
15/03/2020	Vähennä	1,20 €	1,30 €
02/04/2020	Vähennä	0,80 €	0,80 €
23/06/2020	Vähennä	1,20 €	1,31 €
24/08/2020	Lisää	1,15 €	1,04 €
26/08/2020	Lisää	1,20 €	1,11 €
20/10/2020	Lisää	1,30 €	1,08 €
16/11/2020	Lisää	2,00 €	1,74 €
22/03/2021	Lisää	2,20 €	1,94 €
23/04/2021	Lisää	2,70 €	2,28 €
27/08/2021	Lisää	3,20 €	2,70 €
20/10/2021	Lisää	3,30 €	2,80 €
16/02/2022	Lisää	3,30 €	2,87 €
<i>Analyttikko vaihtuu</i>			
02/08/2022	Lisää	2,70 €	2,34 €
12/08/2022	Vähennä	1,90 €	1,74 €
29/09/2022	Vähennä	1,30 €	1,22 €
17/11/2022	Vähennä	1,20 €	1,09 €
23/01/2023	Vähennä	1,00 €	1,06 €
15/02/2023	Vähennä	1,00 €	1,00 €
15/03/2023	Vähennä	0,95 €	0,99 €
25/08/2023	Vähennä	0,60 €	0,65 €
20/10/2023	Vähennä	0,35 €	0,33 €
05/02/2024	Vähennä	0,35 €	0,40 €
02/04/2024	Vähennä	0,30 €	0,28 €
09/05/2024	Myy	0,25 €	0,38 €
01/10/2024	Myy	0,20 €	0,42 €

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.**