

# Pallas Air

## Laaja raportti

20.12.2023 19:20



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Genano mahdollistaa kasvuharppauksen

Toistamme Pallas Airin 0,1 euron tavoitehinnan ja myy-suosituksen. Fuusio Genanon kanssa vahvisti konsernin tasetta ja antaa arviomme mukaan uudelle kokonaisuudelle entistä paremmat edellytykset raskaasti tappiollisen tuloskunnan elvyttämiseksi. Fuusion mahdollistamista synergiahyödyistä huolimatta Pallas Airin arvostus vaikuttaa absoluuttisesti kalliilta (EV/EBIT 63x) eikä osakkeen korkealle riskille ole mielestämme tarjolla riittävää korvausta.

## Puhtaan hengitysilman ratkaisuja tarjoava teknologiayritys suurella kohdemarkkinalla

Lifa Air yhdistyi marraskuun alussa puhtaan sisäilman ratkaisuja tarjoavan Genanon kanssa ja uuden kokonaisuuden nimeksi tuli Pallas Air. Genanon asiakaskunta on laaja kattaa sekä julkisen sektorin, yritys- ja kuluttaja-asiakkaat. Uuden kokonaisuuden tuotetarjoama rakentuu puhtaan hengitysilman ympärille. Arviomme mukaan ilmanpuhdistimet tuovat noin 75 % uuden kokonaisuuden liikevaihdosta, kasvomasakit 20 % ja ilmanvaihtohygieniatuotteet 10 %. Vuonna 2022 kotimarkkina toi 65 % Lifa Airin liikevaihdosta. Arviomme mukaan Genano on Lifa Airia kotimarkkinavetoisempi, nostaen uuden kokonaisuuden riippuvuutta kotimarkkinasta. Nähdäksemme myynnin painopisteen siirtyminen pois kasvomaskeista on laskenut konsernin riippuvuutta yksittäisistä asiakkaista huomattavasti (5 suurinta asiakasta toivat aiemmin noin 80 % liikevaihdosta).

## Fuusiosta on ulosmitattava synergioita

Fuusio Genanon kanssa tuli hyvään paikkaan, sillä vanha Lifa Air oli raskaasti tappiollinen ja 6,1 MEUR:n nettovelkojen myötä tappiopuskuri oli ohut. Vastaavasti Genano oli 2022-23 käyttökateasetalla tappiollinen, mutta näemme uudella kokonaisuudella sen osia paremmat edellytykset kestävästi voitollisen tulostason saavuttamiseksi, sillä tunnistamme uudella kokonaisuudella mahdollisuudet kulusynergioiden saavuttamiseen myynnin, markkinoinnin ja hallinnon puolella. Fuusio toi myös vanhan Lifa Airin taseelle kaivattua hengitysvaraa, sillä sen yhteydessä yhtiö sai omistamansa kasvomaskeiden tuotantokiinteistön myytyä ja takaisinvuokrattua konsernin uudelle pääomistajalle ja hallituksen puheenjohtajalle. Ennusteissamme Pallas Air -fuusion mahdollistamien synergioiden ja yhtiön tekemien kulusäästöjen tukemana 0,2 MEUR:n liikearvon poistoista oikaistun liiketuloksen. Jotta yhtiön kannattavuus skaalautuisi, on yhtiön nähdäksemme saatava hengityssuojaimia valmistavan tehtaan käyttöastetta kasvatettua. Kotimarkkinan hengityssuojainten ylikapasiteetin vuoksi tämä ei vaikuta mielestämme todennäköiseltä eikä ole perusskenaariomme, mutta toimitilaa voi potentiaalisesti hyödyntää muuhunkin. Pidämme todennäköisenä, että fuusion myötä konserni tulee siirtämään fokustaan muista tuoteryhmistä vahvemmin ilmanpuhdistimiin. Ennusteissamme yhtiö saa oikaistua liiketulostaan kasvatettua 0,5 MEUR:oon vuonna 2026, mikä jää selvästi koronapandemian tukea saaneista 2020-2021 vuosista.

## Matala tulos pohjainen arvostus ei nosta tuotto-odotusta riittävälle tasolle

2024 liikevaihtoennusteillamme Pallas Airia hinnoitellaan noin 1,3x liikevaihtokertoimella, mikä tarkoittaa noin 10 %:n preemiohinnoittelua suomalaisiin kuluttajatuote yhtiöihin verrattuna. Mielestämme yhtiön historialliset näytöt ja riskiprofiili huomioiden osaketta kuuluisi hinnoitella alennuksella verrokkeihin nähden. Tulos pohjaisesta arvostuksesta ei myöskään saa tukea lähivuosien ennusteisiimme pohjautuvien EV/EBIT-kertoimien ollessa 27-63x, kun taas Lifa Airille neutraali arvostushaarukka olisi mielestämme noin 5-7x. Myös 0,1 euron osakekohtaista arvo indikoiva DCF-mallimme puhuu ylihinnonittelun puolesta, joten nykyhinnoittelu vaatii selvästi odotuksiamme vahvempaa tuloskehitystä.

## Suositus

### Myy

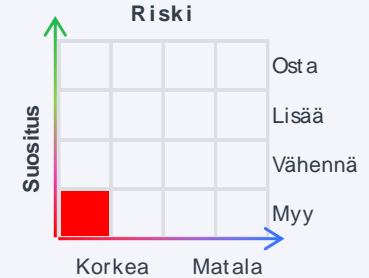
(aik. Myy)

0,10 EUR

(aik. ,10 EUR)

Osakekurssi:

0,27



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	4,4	4,4	8,7	9,0
<b>kasvu-%</b>	-75 %	1 %	95 %	4 %
<b>EBIT oik.</b>	-2,9	-3,5	0,2	0,4
<b>EBIT-% oik.</b>	-66,7 %	-79,6 %	2,0 %	4,2 %
<b>Nettotulos</b>	-7,4	-2,4	-1,8	-1,6
<b>EPS (oik.)</b>	-0,38	-0,10	-0,01	0,00
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	neg.	56,0
<b>P/B</b>	0,6	1,1	1,7	3,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	neg.	63,3	26,8
<b>EV/EBITDA</b>	neg.	neg.	10,4	8,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,8	2,4	1,3	1,1

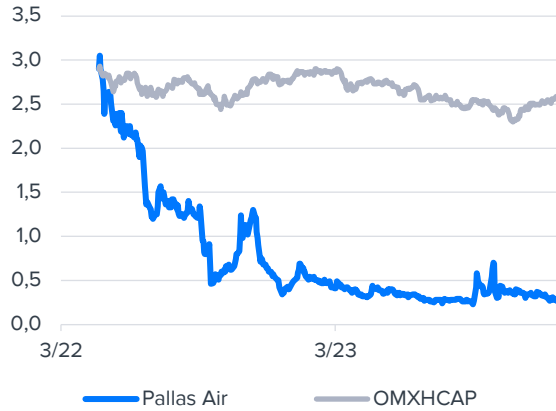
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

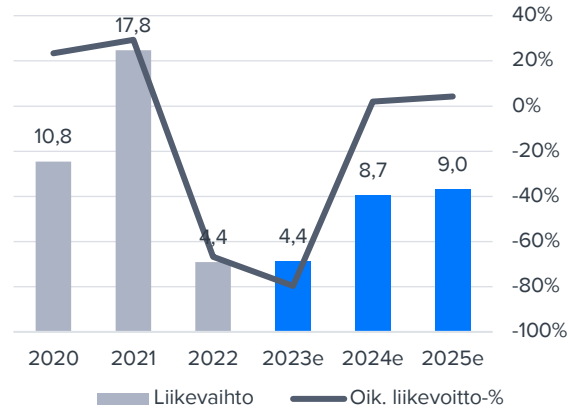
Ei ohjeistusta.

## Osakekurssi



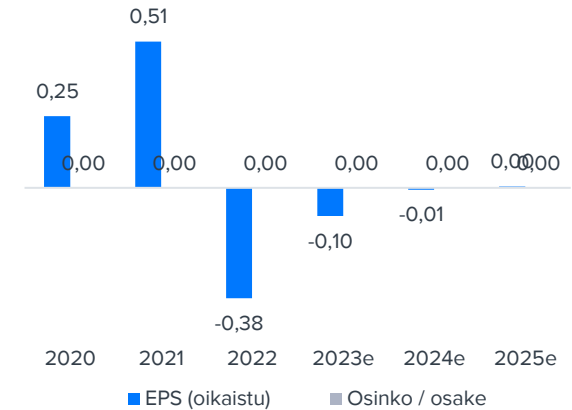
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Kasvava tietoisuus puhtaan hengitysilman tärkeydestä
- Globaalisti kasvava markkina
- Viime vuosien T&K- ja tuotantoinvestoinnit
- Genano-yritysjärjestelystä ulosmitattavat synergiahödyt



### Riskitekijät

- Riippuvuus kotimarkkinasta
- Resurssien hajautuminen liian monen projektin kesken
- Kireä kilpailu KV-kentässä
- Riski varaston arvonalenemiselle
- Johdon ja hallituksen korkea vaihtuvuus
- Velkainen tase

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,27	0,27	0,27
Osakemäärä, milj. kpl	18,5	18,5	18,5
Markkina-arvo	4,9	4,9	4,9
Yritysarvo (EV)	11	11	10
P/E (oik.)	neg.	neg.	56,0
P/E	neg.	neg.	neg.
P/B	1,1	1,7	3,7
P/S	1,1	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	2,4	1,3	1,1
EV/EBITDA (oik.)	neg.	10,4	8,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	63,3	26,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 5-11</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 12-13</b>
Strategia	<b>s. 14</b>
Toimiala ja kilpailukenttä	<b>s. 15-17</b>
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	<b>s. 18-20</b>
Ennusteet	<b>s. 21-24</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>s. 25-30</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>s. 31</b>

# Pallas Air lyhyesti

Pallas Air on suomalainen, puhtaan hengitysilman ratkaisuja tarjoava teknologiayritys. Yhtiöllä on kolme tuotekategoriaa, jotka ovat ilmanpuhdistimet, hengityssuojaimet ja kirurgiset suu-nenäsuojukset sekä ilmanvaihtohygieniatuotteet.

## 1988

Perustamisvuosi

## 2022

Listautuminen

## 2023

Fuusio Genano Oy AB:n kanssa

**4,4 MEUR** (-75 % vs. 2022)

Liikevaihto 2022

**-4,7 MEUR** (EBIT: -106 %)

Liikevoitto 2022

**42**

Henkilöstö H1'23 keskimäärin

**35 % / 65 %**

Vienti / kotimaan myynnin osuus liikevaihdosta 2022

### 2014-2019

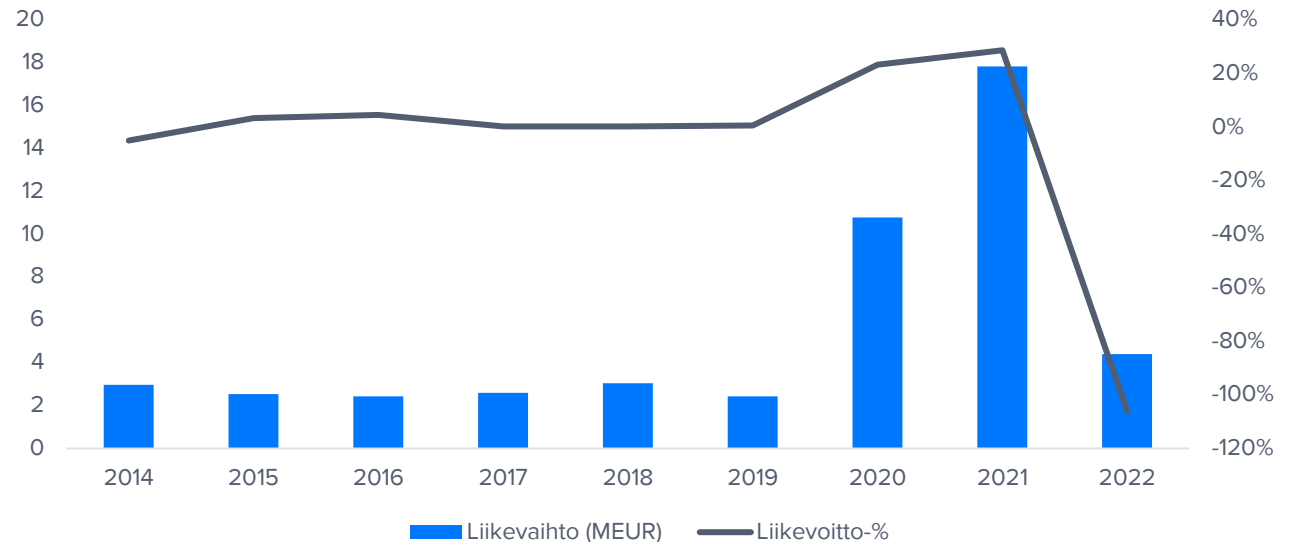
Vaisu kasvu ja kannattavuusprofiili  
Liiketoiminnan fokus Aasiassa  
Laajentuminen kotitalouksille suunnattuihin ilmanpuhdistimiin (2015)  
Laajentuminen kasvomaskeihin (2017)

### 2020-2021

Kasvu uuteen kokoluokkaan kotimaan huoltovarmuutta turvattaessa  
Suuret investoinnit tuotantokapasiteettiin ja tuotekehitykseen  
Ensimmäinen versio henkilökohtaisesta ilmanpuhdistimesta lanseerataan

### 2022-

Listautuminen Helsingin pörssiin  
Kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet julkistetaan  
Pyrkimys läpimurtoon henkilökohtaisella ilmanpuhdistimella ja biopohjaisilla kasvomaskeilla  
Myynnin raju lasku kasvomaskeiden heikentyneen kysynnän seurauksena  
Kasvu uuteen kokoluokkaan Genano-fuusion kautta



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Puhtaan hengitysilman mahdollistaja

Pallas Air on suomalainen puhtaan hengitysilman mahdollistavia ratkaisuja tarjoava teknologiayritys. Yhtiö tarjoaa ratkaisuja esimerkiksi koteihin, kouluihin, toimistoihin ja tehtaisiin sekä yksityiseen käyttöön että yrityksille. Yhtiön liiketoiminta on globaalia ja tuotteita on myyty yli 100 maahan, mutta kotimaa tuo kuitenkin suurimman osan konsernin liikevaihdosta. Pallas Airilla on kolme tuotekategoriaa, jotka ovat hengityssuojaimet ja kirurgiset suu-nenäsuojukset, ilmanpuhdistimet sekä ilmanvaihtohygieniatuotteet.

## Ilmanpuhdistimet uusi syömähampas

Ilmanpuhdistimet olivat arviomme mukaan viime vuosina rajallinen osa konsernin liiketoimintaa, mutta vuonna 2023 tapahtuneen Genano-fuusion (ja kasvomaskien heikentyneen kysynnän) myötä ilmanpuhdistimet ovat arviomme mukaan kasvaneet konsernin suurimmaksi tuotekategoriaksi. Käsityksemme mukaan Genanon liikevaihto koostui lähes täysin kyseisen tuotekategorian myynnistä. Tuotekategoriaan kuuluvat ilmanpuhdistimet, ilmaa kostuttavat ilmanpuhdistimet ja kannettavat henkilökohtaiset ilmanpuhdistimet. Pallas Air suunnittelee ilmanpuhdistimia eri kokoihin sisätiloihin esim. koteihin, toimistoihin, julkisiin tiloihin ja autoihin. Tuotteiden koko ja teho riippuvat puhdistettavan tilan koosta ja käyttötarkoituksesta. Ilmanpuhdistimet hyödyntävät HEPA- ja kaasusuodattimen yhdistelmää. HEPA-suodatin mahdollistaa pienhiukkasten sekä virusten ja muiden epäpuhtauksien poistamisen sisäilmasta. Kaasusuodatin puolestaan poistaa sisäilmasta eri hajuja ja kaasuja. Ilmanpuhdistimet luovat yhtiölle jälkimarkkinamahdollisuuksia vielä laitemyynnin

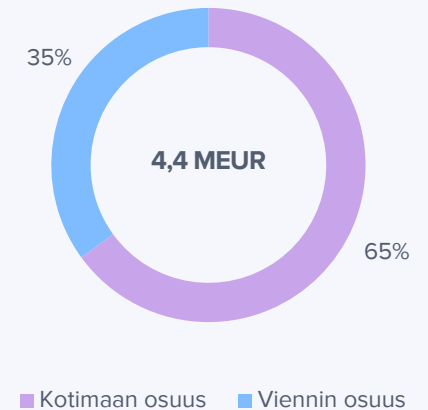
jälkeenkin vaihdettavien suodattimien muodossa. Laitekannan kasvaessa ilmansuodattimet tuovat yhtiölle hyväkatteista jatkuvaa liikevaihtoa. Ilmanpuhdistimien vaihdettavien suodattimien lisäksi yhtiö tarjoaa myös suodatinratkaisuja ilmanvaihtokanaviin tai -koneisiin.

## Maskien tuoma liikevaihto on laskenut selvästi

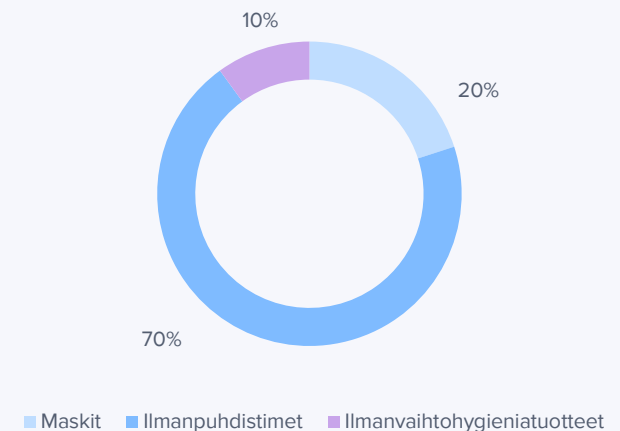
Pallas Airin kasvomaski-tuotekategoriaan kuuluvat kirurgiset suu-nenäsuojukset sekä paremman suojan tarjoavat FFP2- ja FFP3-hengityssuojaimet. Hengityssuojaimet suojaavat käyttäjänsä ilman epäpuhtauksilta ja/tai käyttäjän ympäristöä uloshengitykseltä ja mahdollisilta ilmateitse leviäviltä taudeilta. Arviomme mukaan tuotesegmentti ajoi konsernin erittäin vahvaa vuosien 2020-2021 kasvua, mutta kasvomaskien heikentynyt kysyntä ja toimialan kiristynyt kilpailu on sittemmin johtanut liikevaihdon romahtamiseen ja katteiden heikkenemiseen.

Pallas Airin kirurgiset suu-nenäsuojukset luokitellaan lääkinnällisiksi laitteiksi, koska niiden minimisuodattustehokkuus vastaa asetuksen (EU) 2017/745 vaatimuksia. Vastaavasti yhtiön hengityssuojaimet luokitellaan ominaisuuksiensa ansiosta asetuksen (EU) 2016/425 mukaisesti henkilönsuojaimiksi. Kasvomaskeihin liittyvä regulaatio toimii arviomme mukaan kilpailua lieventävänä tekijänä etenkin luokittelun tuntevien ammattiestajien keskuudessa. Listautuessaan yhtiön tuotantokapasiteetti riitti 1,5 miljoonan kirurgisen suu-nenäsuojuksen ja 100 000 FFP2-hengityssuojaimen valmistukseen vuorokaudessa. Arviomme mukaan nykyinen kutistunut konsernirakenne ei kuitenkaan enää kannattele vastaavia tuotantolukuja.

## Pallas Airin liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2022



## Liikevaihdon jakauma tuoteryhmittäin<sup>2</sup>



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

## Henkilökohtaisen ilmanpuhdistimen tavoitteet olivat kunnianhimoiset

Joulukuussa 2020 Pallas Air toi markkinoille ensimmäisen version kannettavasta 6GCool-ilmanpuhdistimesta. 6GCool-ilmanpuhdistin hyödyntää HEPA- ja PECO-suodattimia. PECO-suodattimen tarkoitus on eliminoida HEPA-suodattimen läpäisseitä orgaanisia yhdisteitä ultravioletivalon, titaanioksidipinnoitteen ja ionisaattorin avulla. Yhtiön mukaan laite suodattaa yli 99 % hengitys ilman partikkelimaisista epäpuhtauksista (esim. PM2.5-hiukkaset, allergeenit, lemmikin hilse, virukset, bakteerit ja haitalliset orgaaniset yhdisteet). Yhtiöllä oli listautumisen yhteydessä kovat odotukset laitteen suhteen, mutta arviomme mukaan sen kysyntä on heikentynyt koronapandemian tuoman myötätuulen hellitettyä.

## Ilmanvaihtohygieniatuotteet on vanhin tuoteryhmä, mutta sen merkitys kutistuu

Pallas Airin liiketoiminta rakentui alun perin terveydelle vaarallisten aineiden kuten asbestin ja vaarallisten aineiden käsittelyyn ja niiden käsittelyssä tarvittavien koneiden valmistamiseen. Yhtiö on sittemmin luopunut palveluliiketoiminnastaan, mutta koneiden valmistaminen on muovautunut ilmanvaihtohygieniatuotekategoriaksi. Pitkästä historiastaan huolimatta tuotekategoria on arviomme mukaan myynnillisesti Pallas Airin pienin. Ilmanvaihtohygienialiiketoiminta palvelee yritys- ja julkisen puolen asiakkaita ja tuotetarjoamaan kuuluvat esim. harjakoneet, alipaineistajat sekä ilmanvaihtokanavien kamerarobotit ja kuvauslaitteet.

Harjakoneet ja puhdistuslaitteet mahdollistavat esimerkiksi ravintoloiden rasvanpoistokanavien ja teollisuuden poistoilmakanavien ja prosessiputkien puhdistamisen. Etenkin ammattikeittiöiden keskuudessa tarve on arviomme mukaan vakaata, koska useissa maissa lainsäädäntö velvoittaa puhdistamaan rasvanpoistokanavistot määräajoin paloriskin pienentämiseksi.

Alipaineistajien avulla voi luoda tilaan tai rakennelmaan alipaineen, jolla estetään ilman epäpuhtauksien (esim. pöly & kaasut) leviäminen työkohteesta puhtaisiin tiloihin. Pallas Airin puhdistusrobotit mahdollistavat ilmanvaihtokanavien kuvaamisen, puhdistamisen ja tutkimisen. Puhdistusrobottien avulla voi harjata ilmanvaihtokanavia ja myös puhaltaa niihin paineilmaa tai levittää kemikaaleja. Robotteihin asennettujen kameroiden avulla käyttäjä kykenee seuraamaan puhdistusta etäältä reaaliajassa. Tuotteiden lisäksi yhtiö tarjoaa myös konsultointipalveluita tuoteryhmän asiakkaille. Palvelut ovat avaimet käteen -tyyppisiä ratkaisuja, joissa asiakasta opastetaan tuotteiden asennuksessa ja käyttöönötossa. Palvelut kattavat myös ongelmarakennusten kartoitusta ja suunnittelua ilmanlaatuongelman poistamiseksi tai kontrolloimiseksi.

Arviomme mukaan merkittävä kasvu ilmanvaihtohygieniatuotteissa vaatisi paljon jalkatyötä ja tuntuu myyntipanostuksia, minkä seurauksena näemme suuremmat panostukset muihin tuotekategorioiden perustellumpina.

## Monipuolinen, mutta keskittynyt asiakaskunta

Pallas Airin asiakaskuntaan kuuluu yrityksiä useilta eri toimialoilta kuten terveydenhuolto,

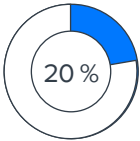

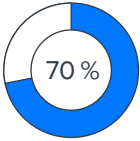

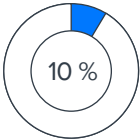

liikenne-, matkailu-, hotelli-, rakennus- ja kiinteistöalat sekä lääke- ja ruokateollisuudet, julkishallinnon toimijat sekä kuluttaja-asiakkaat. Asiakkaiden laajasta kirjosta huolimatta yhtiön myynti oli listautumisen yhteydessä erittäin keskittynyttä ja viisi suurinta asiakasta toivat vuonna 2021 80 % (2020: 63 %) konsernin liikevaihdosta. Arviomme mukaan maskien heikentyneen kysynnän myötä yhtiön liikevaihto jakautuu tasaisemmin asiakkaiden kesken.

## Neljä keskeistä myyntikanavaa

Pallas Airin myyntikanavat voi jakaa neljään kategoriaan: vähittäiskauppaan, kansainvälisiin jakelijoihin, suoramyyntiin ja verkkokauppaan. Arviomme mukaan suoramyynti on yhtiölle merkittävin jakelukanava suurten julkisten kilpailutusten vuoksi. Suoraa myyntiä yhtiöllä on esim. sairaaloille, kouluille, palveluyrityksille, rakennusalalle ja teollisuudelle. Sopimusten koko vaihtelee asiakkaan mukaan, mutta käsityksemme mukaan suurimmat julkisen puolen sopimukset voivat olla jopa 5 MEUR vuodessa (esim. Huoltovarmuuskeskus). Suurimpien sopimusten merkittävän koon takia menestys yksittäisessä kilpailutuksessa voi heiluttaa Pallas Airin lukuja merkittävästi.

Vähittäiskaupassa Pallas Airin tuotteet ovat saatavilla muun muassa tavarataloissa ja supermarketeissa. Tuotteita myydään myös useissa verkkokaupoissa, joista keskeisimmät ovat JD.com, Tmall.com, ja Alibaban Taobao.com ja Amazon. Lisäksi yhtiöllä on oma kuluttajille ja yrityksille suunnattu verkkokauppa. Suora kuluttajamyynti on arviomme mukaan yksittäisiä prosentteja konsernin liikevaihdosta.

# Pallas Airin tuotekategoriat

Tuotekategoria	Osuus liikevaihdosta <sup>(1)</sup>	Tuote-esimerkkejä
Maskit	 <p>20 %</p>	 <ul style="list-style-type: none"><li>• Hengityssuojaimet (FFP2 &amp; FFP3)</li><li>• Kirurgiset suu-nenäsuojukset</li></ul>
Ilmanpuhdistimet	 <p>70 %</p>	 <ul style="list-style-type: none"><li>• Kannettavat ilmanpuhdistimet (6GCool)</li><li>• Puhdistavat ilmankostuttimet</li><li>• Raitisilmapuhdistimet</li><li>• Ilmanpuhdistimet julkisiin tiloihin, koteihin ja autoihin</li></ul>
Ilmanvaihtohygieniatuotteet	 <p>10 %</p>	 <ul style="list-style-type: none"><li>• Harjakoneet ja puhdistuslaitteet</li><li>• Alipaineistajat</li><li>• Ilmanvaihtokanavien kamera- ja puhdistusrobotit</li><li>• Ilmanvaihtohygieniatuotteisiin liittyvä konsultointi</li></ul>



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

## Hankinnat tulevat Aasiasta ja Euroopasta

Entisen Lifa Airin materiaali-, komponentti- ja tuotehankinnat tulevat tuotesegmentistä riippuen Kiinasta, Hongkongista ja Euroopasta. Tuotannossa käytettyjä materiaaleja ja komponentteja ovat mm. erilaiset suodattimet, kuitukankaat, polypropyleenigranulaattien kaltaiset muovimateriaalit ja sähköiset komponentit kuten moottorit ja puhaltimet. Materiaaleja ja komponentteja hankitaan erityisesti Kiinasta, mutta myös muista Aasian maista ja Euroopasta. Aiemmin yhtiö hankki materiaaleja ja komponentteja myös Venäjältä, mutta venäläiset toimittajat on korvattu Ukrainan hyökkäyssodan seurauksena. Yhtiö pyrkii ylläpitämään laajaa maantieteellisesti hajautettua toimittajaverkostoa saatavuuden, hankintaketjun luotettavuuden ja järkevän hinnoittelun varmistamiseksi. Käsityksemme mukaan kaikille yhtiön tavarantoimittajille löytyy varatoimittajat, mikä rajaa niiden neuvotteluasemaa ja vähentää hankintoihin liittyviä riskejä.

## Tuotteet valmistetaan Suomessa ja Kiinassa

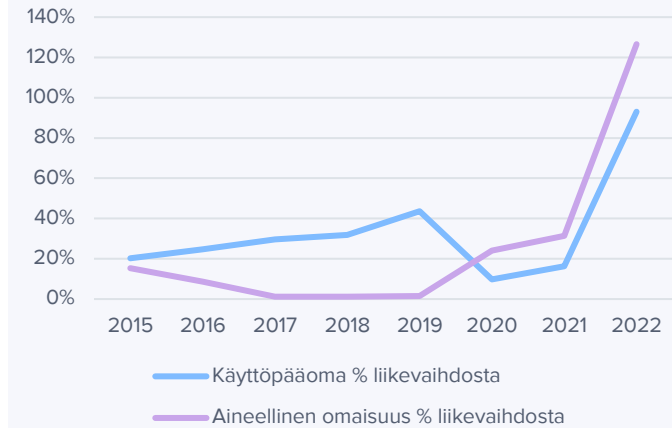
Pallas Airilla on oma tuotantolaitos Espoossa, jossa tuotetaan meltblown-suodatinkangasta tuotantolaitoksessa valmistettavia hengityssuojaimia ja -suojuksia varten. Oman maskituotannon aloittamisen seurauksena yhtiön aineellinen omaisuus suhteessa liikevaihtoon kasvoi huomattavasti vuonna 2020. Historiallisesti liiketoiminta ei ole juurikaan vaatinut aineellista omaisuutta, mutta oman tuotannon seurauksena aineellinen omaisuus on kohonnut 31 %:iin liikevaihdosta vuonna 2021. Vuonna 2022 kyseinen osuus nousi 127 %:iin heikentyneen liikevaihdon johdosta, mutta se tulee laskemaan

kiinteistön myynnin ja takaisinvuokraamisen takia. Ilmanvaihtohygieneiatuotteet valmistetaan pääosin suomalaisten alihankkijoiden toimesta, mutta yhtiöllä on myös niiden pienimuotoista valmistusta omissa toimitiloissaan Helsingissä.

Konsernin ilmanpuhdistimet valmistetaan pääosin Kiinassa paikallisen audiolaitteista tunnetun Edifier Technology Companyn kanssa perustetun yhteisyrityksen (Dongguan LIFAair Technologyn) toimesta. Yhteisyritys perustettiin vuonna 2015 ja Pallas Airin omistusosuus siitä on 30 %. Tällä hetkellä alihankkijat Kiinassa vastaavat 6GCool-ilmanpuhdistimen sekä tiettyjen muiden ilmanpuhdistimien valmistuksesta. Suhtaudumme myönteisesti alihankkijavetoiseen tuotantoon valmistuksen pääomaintensiivisen luonteen ja kuluttajaelektronikan ohuesta kateprofiilista sekä kysynnän syklisestä luonteesta johtuen. Yhtiö ei ole kommentoinut Genanon hankintaketjua, mutta pidämme todennäköisenä, että siinä on päällekkäisyyttä vanhan Lifa Airin kanssa.

Pallas Airin tuotanto vaatii merkittävää varastointikapasiteettia ja yhtiön omat varastot sijaitsevat tuotantolaitosten yhteydessä. Lisäksi yhtiöllä on erilliset varastot Yhdistyneissä arabiemiirikunnissa ja Hongkongissa sekä oma pakkaus- ja logistiikkakeskus Virossa. Taseen käyttöpääoma on viime vuosina kasvanut merkittävästi, mikä korostuu romahtaneen liikevaihdon myötä. Vaihto-omaisuuden kierto on hidastunut merkittävästi ja yli vuoden kestävä kierron myötä pidämme vaihto-omaisuuden alaskirjausta todennäköisenä. Vaihto-omaisuuden hitaan kierron vuoksi yhtiön kassakonversiosykli on pitkä, mikä tarkoittaa, että käyttöpääomaan sijoitetun euron vapautuminen kestää pitkään rajoittaen sijoitetun pääoman tuottoa.

## Pääoman sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



## Käyttöpääoman kierto, päivää



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

## Viime vuosina on investoitu kasvuun

Pallas Air investoi vuosina 2020-2021 tuntuvasti liiketoimintaansa, mikä heijastuu yhtiön henkilöstömäärässä ja rahavirrassa. Liiketoiminta generoi vuosina 2020 ja 2021 tervettä rahavirtaa, mutta yhtiön suurten kasvuinvestointien rahoittaminen vaati myös tuntuvasti velkarahaa taakseen. Yhtiö investoi etenkin omaan kiinteään maskituotantoon, minkä seurauksena investointien rahavirta on ollut selvästi poistoja suurempi. Maskien heikentyneen kysynnän vuoksi yhtiön tulostaso ja varaston kierto on ollut koetuksella vuosina 2022-2023.

Pallas Air investoi viime vuosina myös merkittävän määrän tutkimus- ja kehityspanostuksiin (2020-2021: n. 20 % lvs:sta). Tehdyt panostukset kohdistuivat hengityssuojaimiin ja ilmanpuhdistimiin ja ne kirjattiin täysin tulosvaikutteisesti eikä kuluja aktivoitu lainkaan taseeseen. Vuonna 2022 tutkimus- ja kehityskulujen osuus liikevaihdosta laski noin 8 %:iin, minkä taustalla oli arviomme mukaan osittain yhtiön heikentynyt tuloskunto.

Tuotesuunnitteluun tai teknologiaan nojaavien kilpailuetujen ylläpitäminen on haastavaa ja vaatii jatkuvia investointeja tuotekehitykseen, minkä seurauksena 2020-21 kaltaisten ylisuurten tuottojen tekeminen on näkemyksemme mukaan lähivuosina epätodennäköistä.

## Näkyvyys vanhan Lifa Airin kasvuaiheihin on toistaiseksi heikko

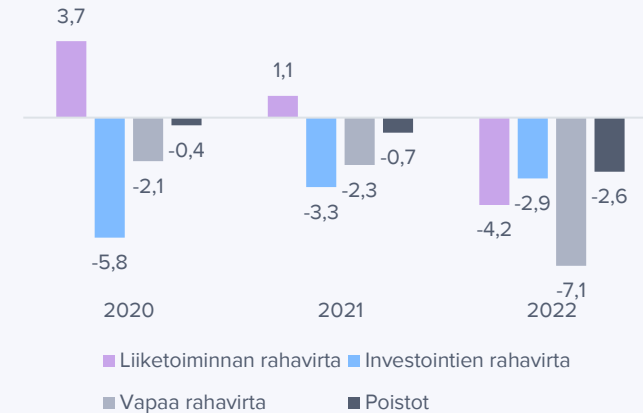
Listautumisensa yhteydessä konsernilla oli käynnissä kaksi Business Finlandin rahoittamaa

hanketta. E3-hankkeen tavoitteena on lisätä tieteeseen perustuvaa tietämystä mm. siitä miten sairaudet leviävät sisätiloissa ja mikä on eri taudin välitysmuotojen suhteellinen merkitys. Osana hanketta Pallas Airin on tarkoitus testata kannettavan 6G Cool-ilmanpuhdistimen tehokkuutta eri ympäristöissä ja eri käyttäjäryhmien näkökulmasta.

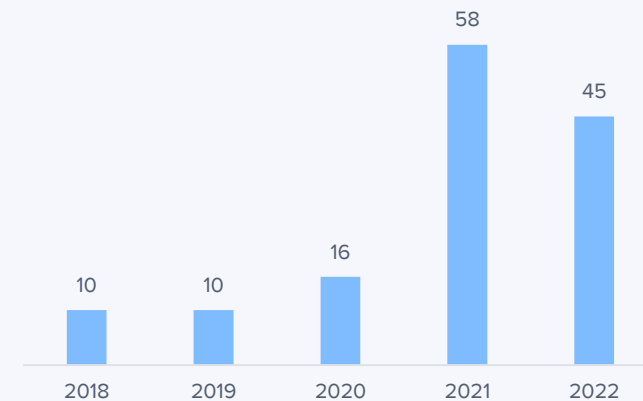
BIOPROT-hanke puolestaan on Lappeenrannan yliopiston johtama ja Business Finlandin rahoittama hanke, jonka tavoitteena on suojavarusteiden kiertotalouden mahdollistaminen. Pallas Airin lisäksi hankkeessa on useita tutkimusorganisaatioita ja kotimaista yritystä, mutta Pallas Air toimii ainoana lopputuotteiden valmistajana. Hankkeen ytimessä on fossiilista raaka-aineista valmistettujen maskien korvaamien uusien biopohjaisten materiaaliratkaisujen avulla. BIOPROT-hanke pyrkii uudella tavalla yritysconsortioilla kattamaan koko maskien valmistuksen arvoketjun raakamateriaalien hankinnasta käytetyn lopputuotteen kierrätykseen saakka.

Pallas Air tiedotti maaliskuussa 2023 Business Finlandin antaneen yhtiölle 2 MEUR:n akordin 2,5 MEUR:n tuotekehityslainaan. Akordi liittyi yhtiön mukaan projektiin, jonka kehitystyö ja taloudellinen hyödyntäminen todettiin pääosin epäonnistuneeksi. Yhtiö ei tarkentanut mihin hankkeeseen akordi liittyi, mutta etenkin BIOPROT-hankkeen epäonnistuminen olisi mielestämme merkittävä takaisku ja yhtiön johto oli aiemmin arvioinut yhtiön hyötyvän merkittävästi hankkeesta.

### Pallas Airin rahavirta

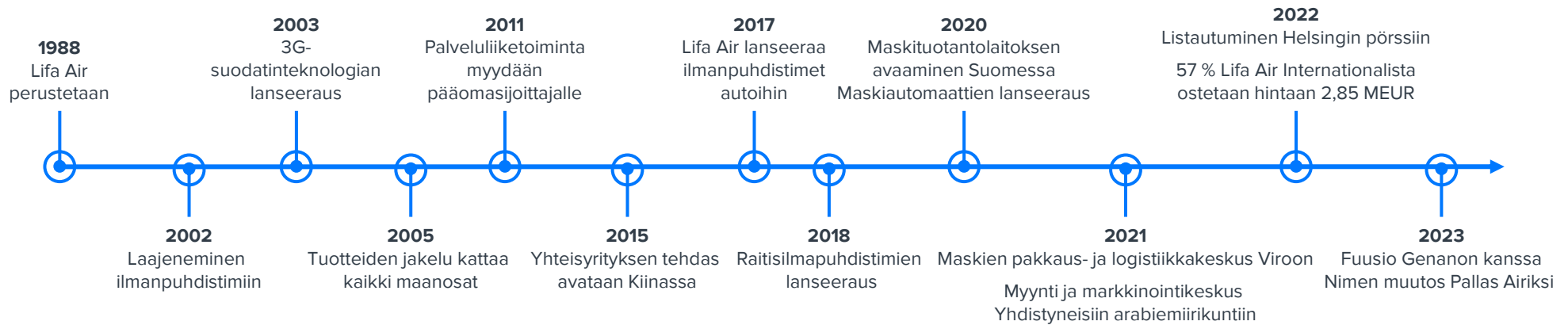


### Henkilöstö keskimäärin



# Avaintapahtumat Pallas Airin historiassa

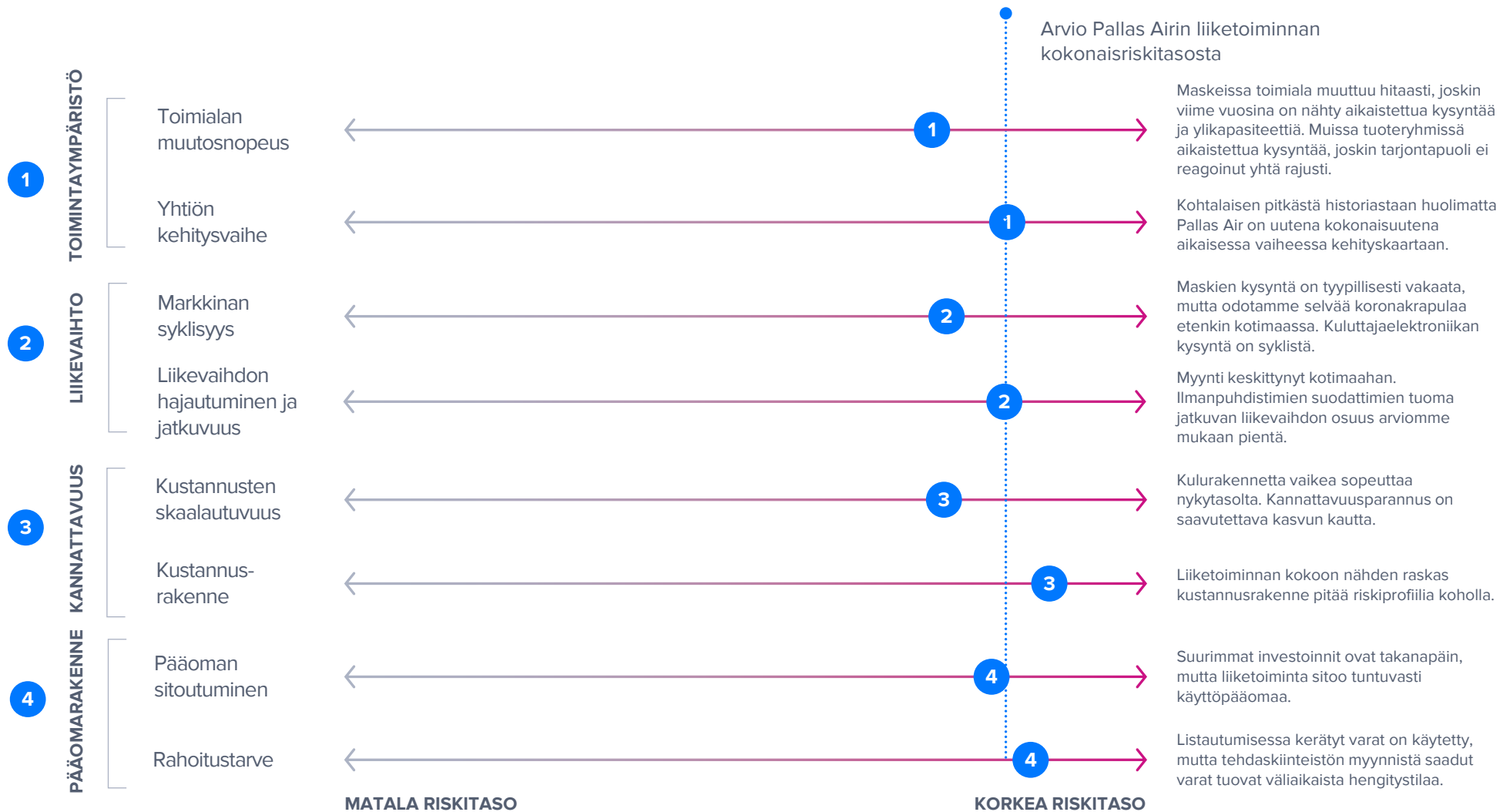
## Lifa Airin historian avaintapahtumia



## Tuotekehitys tiivistettynä



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

1.

**Sijoitustarina vaatii fuusion synergiahyötyjen ulosmittausta**

2.

**Globaalisti suuri kohdemarkkina**

3.

**Fuusion myötä Pallas Air on kohtalaisen suuri peluri paikallisella ilmanpuhdistusmarkkinalla**

4.

**Kyky innovatiiviseen tuotekehitykseen**

5.

**Altavastaajan asema Suomen ulkopuolella**

## Potentiaali



- Mahdollisuus kasvaa vahvasti kasvavalla ilmanpuhdistimien markkinalla
- Fuusio Genanon kanssa mahdollistaa myynti- ja kulusynergioita
- Kohtuullinen hinnoitteluvoima etenkin FFP2- ja FFP3-hengityssuojaimissa

## Riskit



- Maskien erittäin kireän kilpailutilanteen pitkittyminen
- Riski varaston arvonalenemiselle
- Kireä kilpailu kuluttajaelektronikassa
- Resurssien hajautuminen liian monen projektin kesken
- Vähäiset näytöt vahvasta kansainvälisestä kasvusta

# Strategia

## Neljä strategista kulmakiveä

Pallas Airin strategiset tavoitteet vaihtelevat tuoteryhmittäin ja se on asettanut seuraavat neljä strategian kulmakiveä:

- 1) Ilmanpuhdistin-tuotesegmentin laajentaminen alempaan hintasegmenttiin sekä henkilökohtaisten kannettavien ilmanpuhdistimien kaupallistamisen edistäminen;
- 2) Keskittyminen FFP2- ja FFP3-hengityssuojaimiin;
- 3) Ilmanvaihtohygieniatuotteiden tuotannon tehostaminen sekä tuotesegmenttiin liittyvien strategisten vaihtoehtojen kartoittaminen;
- 4) Myynnin, markkinoinnin ja jakelun kehittäminen liiketoiminnan kasvun ja kansainvälistymisen tukemiseksi.

## Kunnianhimoiset tavoitteet ilmanpuhdistimissa

Ilmanpuhdistin-tuoteryhmässä Pallas Airin tavoitteena on kasvun kiihdyttäminen oman tuotantokapasiteetin ja myyntiorganisaation avulla sekä henkilökohtaiseen ilmanpuhdistukseen keskittyminen. Arviomme mukaan Genano-fuusion myötä konserni tulee keskittymään aiempaa vahvemmin ilmanpuhdistin-tuoteryhmään ja etenkin B2B-segmenttiin synergiahyötyjen ulosmittaamiseksi.

Kasvaakseen yhtiön on vahvistettava tuotteiden jakelua etenkin Suomen ulkopuolella. Tämä vaatii arviomme mukaan uusiin jakelukanaviin laajenemista ja tuoteportfolion kehittämistä. Koska konsernin ilmanpuhdistimet ovat yleisesti olleet kilpailijoita hintavampia, on yhtiön tavoittelema tuotetarjoaman laajentaminen alempaan hintasegmenttiin mielestämme uskottava keino

potentiaalisen asiakaspohjan laajentamiseksi. Segmentin kireästä kilpailusta johtuen alemman hintasegmentin tuotteiden kannattavuus-potentiaali kuitenkin arveluttaa meitä.

Ilmanpuhdistimissa strategian keskiössä oli aiemmin 6G Cool-henkilökohtaisen ilmanpuhdistimen kaupallistamisen edistäminen, mutta kivisen alun myötä odotamme yhtiön siirtävän paukkuja yritysmyyntiin. Henkilökohtaisen ilmanpuhdistimen suhteen odotuksemme ovat maltilliset, kunnes saamme lisää näkyvyyttä sen myynnin onnistumisiin.

## Maskeissa kysynnän romahtaminen on johtanut selviytymistaisteluun

Maskeissa Pallas Airin on tarkoitus keskittyä FFP2 ja FFP3-hengityssuojaimiin kirurgisten suu-nenäsuojusten sijaan. Mielestämme päätös on perusteltu, koska yleisesti kilpailu on kireämpää kirurgisissa suu-nenäsuojuksissa ja kateprofiili matalampi. Markkina on erityisen houkutteleva FFP3-hengityssuojaimissa tuotteiden vaativampien teknisten ominaisuuksien vuoksi, mikä parantaa hinnoitteluvoimaa. Biopohjaiset hengityssuojaimet ja kirurgiset suu-nenäsuojukset voivat arviomme mukaan avata järjeviä kasvumahdollisuuksia, jos yhtiö kykene tuomaan tuoteominaisuuksiltaan tarpeeksi hyvän tuotteen järkevään hintaan markkinoille. Biopohjaisten maskien myynti oli tarkoitus aloittaa vuoden 2024 loppuun mennessä, mutta yhtiö ei ole juurikaan kommentoinut hankkeen edistystä viime aikoina.

## Ilmanvaihtohygieniatuotteiden tuotantoa pyritään tehostamaan

Ilmanvaihtohygieniatuotteissa Pallas Air pyrkii tehostamaan tuotantoaan, jotta yhtiö voisi tarjota

asiakkailleen alemmaa hintapistettä ja parantaa myyntikatteitaan. Käsityksemme mukaan yhtiö aikoo keskittää HEPA-suodattimella varustettujen alipaineistajien kokoonpanon Eurooppaan ja niiden komponenttien valmistuksen Aasiaan ja harkitsee vastaavaa myös tuotekategorian muiden tuotteiden osalta. Tuotteiden hintapisteen laskemisella olisi positiivinen vaikutus tuotekategorian myyntiin, mutta arviomme mukaan tuntuva kasvu vaatii myös selvästi aiempaa suurempia myyntipanostuksia.

Arviomme mukaan ilmanvaihtohygieniatuotteiden strategisten vaihtoehtojen kartoittaminen voi sisältää option ilmanvaihtohygieniatuotteista luopumisesta. Mielestämme päätös olisi perusteltavissa, liiketoiminnan historialliseen kasvuun liittyvät haasteet, siirtynyt strateginen fokus ja heikko tulokunto huomioiden.

## Kasvu nojaa kansainvälistymiseen

Pallas Airilla on kohtuullinen markkina-asema Suomessa, joten yhtiön kasvu nojaa enenevästi ulkomaille. Yhtiöllä on hyviä jakelukanavia ulkomailta, mutta sen on todistettava tuotteiden menekki myös muilla markkinoilla. Ilmanpuhdistimien kansainvälistymisen osalta tavoitteena on lisätä tuotteiden vientiä aluksi Eurooppaan. Ilmanvaihtohygieniatuotteissa tarkistus on panostaa suoramyntiin Suomessa ja Suomen ulkopuolella myyntiin jälleenmyyjien kautta. Hengityssuojainten osalta tarkoitus on kohdentaa markkinointitoimenpiteitä terveydenhuollon ja rakennusalan toimijoille. Käsityksemme mukaan hengityssuojaimissa kasvua pyritään saavuttamaan Euroopassa.

# Toimiala ja kilpailu 1/3

## Toimialan koko ei aseta rajoitteita kasvulle

Pallas Airin kohdemarkkina on globaalisti todella suuri, eikä kokonsa puolesta aiheuta rajoitteita yhtiön kasvulle. Kasvomaskeissa markkinan nopea elpyminen kohti 2020-21 tasoja vaikuttaa kuitenkin epätodennäköiseltä ja mm. Statista ja Markets and Markets odottavat lähivuosina merkittävää kutistumista kuluttajasegmentissä (CAGR -22...-35 %). Arviomme mukaan markkina kasvaa teollisten asiakkaiden keskuudessa noin BKT:n tahtiin.

Ilmanvaihtohygieniatuotteista emme ole nähneet numeerista arviota markkinan koosta, mutta yhtiön arvion mukaan markkina on suuri, koska tuotteet palvelevat ravintoloita, ilmanvaihdolla varustettuja kaupallisia rakennuksia ja teollisuutta. Pelkästään Yhdysvalloissa on yli miljoona ravintolaa ja 5,9 miljoonaa ilmanvaihdolla varustettua kaupallista rakennusta.

## Kaupungistuminen ja kasvava tietoisuus hengitysilman tärkeydestä ajavat kasvua

Yleisesti Pallas Airin jokaisen tuoteryhmän markkinan kasvua tukee kasvava tietoisuus puhtaan hengitysilman tärkeydestä ja ihmisten kasvava altistuminen ilman epäpuhtauksille mm. kaupungistumisen myötä. WHO:n arvion mukaan noin 99 % maailman väestöstä asuu alueilla, jossa ilmansaasteet ylittävät WHO:n asettamat puhtaan ilman rajat. Puhtaan hengitysilman tärkeyttä kuvastaa hyvin WHO:n arvio, jonka mukaan ilman epäpuhtauksiin menehtyy vuosittain noin 7 miljoonaa ihmistä. YK on puolestaan arvioinut, että

ilman epäpuhtauksien aiheuttamat ennenaikaiset kuolemat tulevat kasvamaan yli 50 prosentilla vuoteen 2050 mennessä. Ilmanlaatuun liittyvä regulaatio on yksi ajuri, jonka johto odottaa kasvattavan Pallas Airin kohdemarkkinan kokoa tulevaisuudessa. Esimerkiksi Hongkongissa on käytössä valtion asettama ilmanpuhtauteen liittyvä määräys ravintoloiden riittävän ilmanvaihtuvuuden varmistamiseksi.

## Ilmanpuhdistimien kysynnän odotetaan kasvavan globaalisti

Ilmanpuhdistimien globaali markkina oli VPA Researchin arvion mukaan noin 12,4 miljardia dollaria vuonna 2020 ja usea taho povaa markkinalle BKT:ta nopeampaa kasvua (mm. VPA Research sekä Research and Markets).

Markkinan voi jaotella suodatinteknologian mukaan neljään eri kategoriaan: HEPA-suodattimet (High Efficiency Particle Air), ionisaattorit, aktiivihiiisuodattimet sekä muut suodatinteknologiat. HEPA on suodatinteknologioista yleisin ja sen osuus ilmanpuhdistimien globaalista liikevaihdosta oli vuonna 2020 40 %, Ionisaattorien 30 %, aktiivihiiilen 19 % ja muiden teknologioiden osuus 10 % kokonaismarkkinasta.

## Ilmanpuhdistimissa pysyvien kilpailuetujen saavuttaminen on erittäin vaikeaa

Globaalin ilmanpuhdistimien markkinan odotetaan kasvavan yleistä kuluttajaelektroniikkaa

nopeammin ja näemme Pallas Airilla edellytykset tukevalle kasvulle markkinan myötätuulessa sekä kotimaassa että ulkomailla. Ilmanpuhdistimissa Pallas Air kilpailee pääosin suurten teknologiaan keskittyvien monialayritysten ja pienempien ilmanpuhdistimiin erikoistuneiden yhtiöiden kanssa. Suuria kansainvälisiä kilpailijoita ovat esimerkiksi Dyson, Philips, Samsung, ja Honeywell. Kyseiset suuret monialayritykset kykenevät kilpailemaan brändillä, hankintaorganisaatioilla, skaalaeduilla ja hinnalla.

Alan pienemmän kokoluokan toimijoita ovat esim. IQAir, Rabbit Air (osa Vesyncin brändiperheestä), Levoit, Ruotsalainen QleanAir ja Blueair (Unileverin omistuksessa). Alalla pienemmillä toimijoilla on tyypillisesti ilmanpuhdistimien ympärille luotu missio ja vahvempi fokus ilmanpuhdistuksessa.

# Toimiala ja kilpailu 2/3

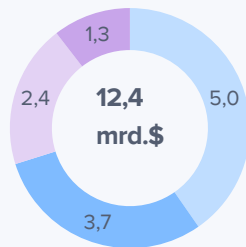
## Pallas Airin kilpailuedut ilmanpuhdistimissa kytkeytyvät tuoteominaisuuksiin

Arviomme mukaan Pallas Airin kilpailukyky perustuu omaan patentoituun teknologiaan, joka mahdollistaa energiatehokkaan ja hiljaisen ilmanpuhdistuksen. Lisäksi sen omat testauslaitokset mahdollistavat tuotteiden laadun varmistamisen ja tuotteet ovat palkittuja designistaan.

Kilpailu kuluttajaelektronikassa on erittäin kovaa ja pysyvien kilpailuetujen saavuttaminen on hyvin vaikeaa. Näemme, että tuoteominaisuuksilla Pallas Air voi saavuttaa väliaikaisia kilpailuetuja, mutta kilpailijoiden suurista tuotekehitysbudjeteista johtuen tuoteominaisuudet ovat replikoitavissa patenteista huolimatta. Brändi voi toimia alalla

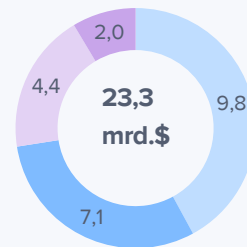
kilpailuedun lähteenä, mutta konsernin brändit eivät arviomme mukaan ole riittävän vahvoja mahdollistaakseen tuotteiden preemiohinnoittelua alalla kilpaileviin globaaleihin kuluttajaelektronikan jätteihin nähden. Mielestämme parhaat edellytykset kannattavuuden saavuttamiseksi tarjoaa tuoteominaisuuksien yhdistäminen palvelumalleihin ja kannattavan markkinaraon etsiminen markkinalta vahvalla fokuoitumisella (vastaavaa strategiaa hyödyntää esim. Qlean Air).

Ilmanpuhdistimien globaali markkinakoko (2020)<sup>1</sup>



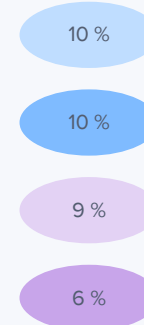
■ HEPA ■ Ionisaattori ■ Aktiivihiiili ■ Muut

Ilmanpuhdistimien globaali markkinakoko (2027)<sup>1</sup>



■ HEPA ■ Ionisaattori ■ Aktiivihiiili ■ Muut

CAGR



1) Lähde: VPA Research



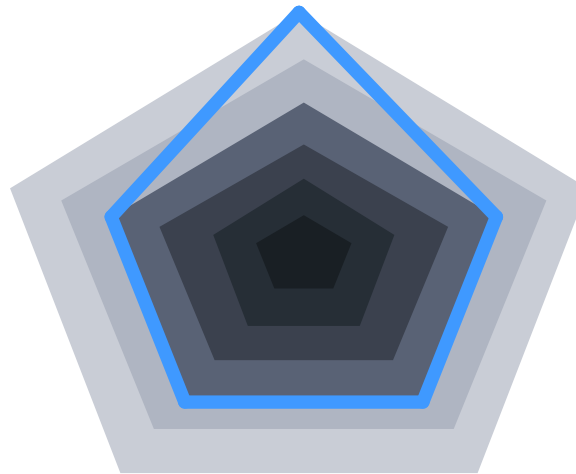
# Toimiala ja kilpailu 3/3

## Nykyinen kilpailutilanne (korkea\*)

- Kireä hintakilpailu maskeissa ulkomaisen tuotannon ja kotimaan ylikapasiteetin takia
- Kuluttajaelektronikassa kilpailu on kireää, joskin tuotekehityksellä ja brändillä voi saavuttaa ainakin väliaikaisia kilpailuetuja
- Suuruuden ekonomian kautta on saavutettavissa kilpailuetuja, mutta Suomen ulkopuolella Pallas Air on vielä todella pieni peluri

## Korvaavien tuotteiden uhka (kohtuullinen\*)

- Maskit ovat kypsä tuoteryhmä, mutta etenkin kertakäyttömasketit saatetaan lähitulevaisuudessa korvata biopohjaisilla vaihtoehdoilla
- Ilmanpuhdistimissa lukuisat eri toimijat pyrkivät jatkuvasti tuomaan uusia entistä parempia teknologioita markkinalle
- Emme odota suuria mullistuksia konsernin tuotekategorioissa, mutta tuotekehityksessä on pysyttävä ajan tasalla



## Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen\*)

- Maskeissa alalietulokynnys on matala, mutta toimialan ylikapasiteetti ja painetta kokevat hinnat eivät arviomme mukaan houkuttele uutta kotimaista tuotantoa. Ilmanpuhdistimissa alalietulokynnys on merkittävämpi, mutta suuret kuluttajaelektronikan yhtiöt kykenevät halutessaan tulemaan alalle
- Vertikaalisen integraation kautta tulevat kilpailukentän muutokset eivät muodosta konkreettista uhkaa

## Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen\*)

- Tavarantoimittajia on alalla useita ja avaintoimittajille löytyy varaintoimittajat myös Kiinan ulkopuolella
- Alihankkijoiden differoimiskyky on vaatimaton, eivätkä yksittäisen toimijan vaihtamisesta koituvat kustannukset kohoa erityisen suuriksi
- Tavarantoimittajien vertikaalisen integroitumisen uhka on olematon

## Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen\*)

- Brändi ei vielä anna hinnoitteluvoimaa, mutta tekniset ominaisuudet mahdollistavat erottautumisen
- Jakelijoilla on tyypillisesti useita toimittajia
- Tarve maskeille on vakaata teollisuudessa ja terveydenhuollossa, mutta potentiaalisia toimittajia on useita
- Arvostus kotimaisuutta kohtaan voi maskeissa arviomme mukaan kasvaa tulevaisuudesta
- Kuluttajan näkökulmasta ilmanpuhdistimet ovat tyypillisesti epäkriittisiä hankintoja ja ostoa voi lykätä

\*Inderesin näkemys toimialavoiman Pallas Airille aiheuttamasta uhasta asteikolla ei uhkaa, vähäinen, matala, kohtuullinen, merkittävä ja korkea.

# Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/3

## Liikevaihto romahti koronakysynnän hellitettyä

Pallas Airin liikevaihto kehittyi vaisusti vuosina 2014-2019 vaihdellen 3 MEUR:n ja 2,4 MEUR:n välillä. Tuolloin Pallas Airin liiketoiminta painottui nykyistä enemmän Aasiaan ja ilmanvaihtohygieniatuotteisiin. Myös kannattavuusprofiili oli koronaa edeltävinä vuosina selvästi nykyistä vaatimattomampi ja liikevoittomarginaali vaihteli -5 ja 3 %:n välissä. Liiketoiminta kasvoi aivan uuteen kokoluokkaan vuonna 2020, kun kasvomaskeiliiketoiminnasta syntyi merkittävä tukijalka myynnille. Pallas Air onnistui arviomme mukaan kilpailijoitaan paremmin reagoimaan kotimarkkinan akuuttiin maskitarpeeseen huoltovarmuuden varmistamiseksi, mikä heijastuu kilpailijoita vahvempana kasvuna. Pallas Air onnistui vuonna 2021 rakentamaan vahvan vertailukauden päälle ja kasvattamaan liikevaihtoaan jälleen vakuuttavat 65 %. 2022 oli kuitenkin Pallas Airille erittäin haastava ja liikevaihto laski 75 % vertailukaudesta. Arviomme mukaan laskua tuli jokaisessa tuoteryhmässä, mutta painottui kasvomaskeihin etenkin kuluttajasektorissa mutta myös Huoltovarmuuskeskuksen kaltaisissa suurissa julkisissa asiakkaissa.

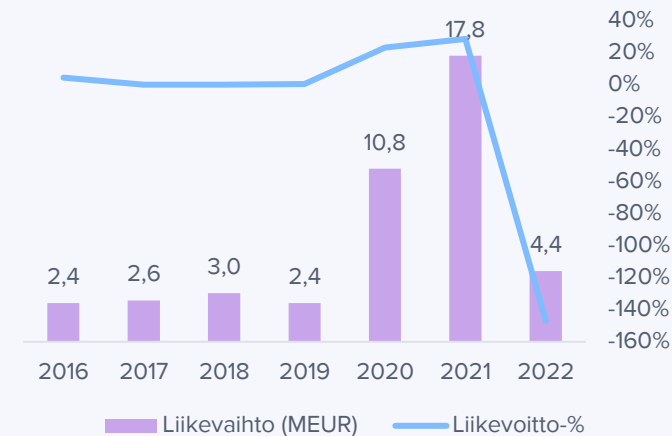
## Kannattavuus parani kasvun myötä, mutta kulurakenne on nyt liian raskas

Pallas Airin kasvun myötä yhtiön kannattavuus parani ja yhtiö sai liikevoittomarginaalinsa nostettua erittäin vahvalle 29 %:n tasolle vuonna 2021. Tuolloin yhtiön materiaalikatemarginaali oli

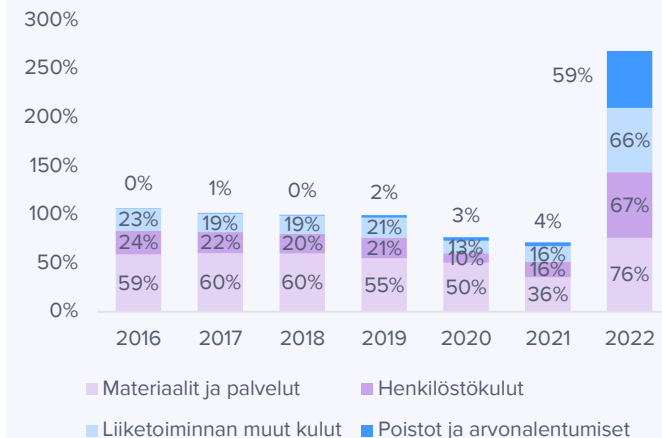
korkea ja materiaalit ja palvelut -kuluerä oli ainoastaan 36 % yhtiön 2021 liikevaihdosta, mikä on valmistavalle teollisuudelle todella alhainen taso. Arviomme mukaan merkittävä hinnoitteluvoima johtui osittain maskien räjähdysmäisestä kysynnästä kotimarkkinalla ja julkisten tahojen pyrkimyksestä turvata huoltovarmuus, mikä tuki etenkin kotimaisia toimijoita.

Vuonna 2022 yhtiön materiaalikatemarginaali oli enää 24 %, joskin se koki painetta myös vaihto-omaisuuden alaskirjaukselta. On selvää että entisen Pallas Airin materiaalikatemarginaalin on elvyttävä edellisvuoden heikolta tasolta, jotta yhtiö voisi tehdä normalisoidusti positiivista tulosta. Yhtiön nykyinen kulurakenne mahdollistaisi huomattavasti suuremman liikevaihdon, mikä ilmenee näkemyksemme mukaan kulujen ja liikevaihdon korkeasta suhdeluvusta (2022: henkilöstökulut 67 % liikevaihdosta, liiketoiminnan muut kulut 66 % liikevaihdosta, poistot ja arvonalentumiset 59 % liikevaihdosta). Arviomme mukaan suurin muutos yhtiön kulurakenteessa on oman maskituotannon tuomat kiinteät kulut (mm. tilat ja kalusto, henkilöstö), joita hyödynnetään toistaiseksi heikolla käyttöasteella. Pallas Airin kannalta kriittistä on näin ollen näkemyksemme mukaan onnistumiset myynnin kasvattamisessa ja kiinteän kulurakenteen karsiminen.

Kasvu ja suhteellinen kannattavuus



Pallas Airin kulurakenne (% liikevaihdosta)



# Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/3

## Genano oli Lifa Airia suurempi ennen koronapandemiaa

Genano on ennen koronapandemiaa tehnyt vanhaa Lifa Airia suurempaa liikevaihtoa ja terveempää kannattavuutta, mutta yhtiön luvut ovat 2020 jälkeen olleet laskutrendillä, mikä johtuu arviomme mukaan Lifa Airin tapaan koronapandemian tuoman myynnin myötätuulen kääntymisestä vastatuuliksi.

Arviomme mukaan koronapandemialla oli huomattavasti suurempi vaikutus kasvomaskien kysyntään kuin ilmanpuhdistimiin, minkä seurauksena vanhan Lifa Airin myynti ja kannattavuus on viime vuosina heilunut ilmanpuhdistimiin keskittyvän Genanon lukuja enemmän.

Arviomme mukaan Lifa Airin ja Genanon fuusio

kasvattaa uuden kokonaisuuden liikevaihtoa noin 8-9 MEUR ja mahdollistaa lievästi voitollisen tuloksen (liikearvon poistoista oikaistuna) tekemisen, mikäli uusi kokonaisuus saa yritysjärjestelyn synergiahyötyjä ulosmitattua. Kannattavuuden suurempi skaalautuminen vaatisi nähdäksemme paluuta orgaaniseen kasvuun, mikä vaikuttaa haastavalta kasvomaskiliiketoiminnassa. Tunnistamme kuitenkin, että järjestelyn myötä vahvistunut tase antaa aiempaa enemmän liikkumavaraa orgaanisen kasvustrategian toteuttamiseksi.

Pallas Air ei ole vielä viestinyt sijoittajille uutta strategiaansa, mutta arviomme mukaan se tulee keskittymään aiempaa vahvemmin ilmanpuhdistimiin, uuden kokonaisuuden vahvuuksien

hyödyntämiseksi.

## Kulusynergiat todennäköisiä, mutta myös myyntisynergioita on saavutettavissa

Pidämme todennäköisenä, että Pallas Air kykenee ulosmittaamaan fuusion myötä kulusynergioita mm. myynnin, markkinoinnin, hallinnon ja tuotekehityksen saralla. Pidemmällä aikavälillä pidämme myös myyntisynergioita mahdollisina, yhtiön hyödyntäessä ristiin myyntiä Lifa Airin ja Genanon asiakkuuksissa.

Genanon avainluvut	2018	2019	2020	2021	2022	H1'23
<b>MEUR</b>						
Liikevaihto	8,93	7,90	12,78	10,14	5,99	2,68
Käyttökate	1,28	0,92	3,68	1,47	-0,49	-0,24
Liikevoitto	0,90	0,45	3,17	0,95	-1,07	-0,55
Nettotulos	0,42	0,22	2,58	0,68	-1,15	-0,63
Käyttökate-%	14 %	12 %	29 %	14 %	-8 %	-9 %
Nettovelka					2,56	1,93
<b>Genano + Lifa Air pro forma</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>H1'23</b>
Liikevaihto	11,97	10,32	23,56	27,97	10,40	4,22
Käyttökate	1,30	0,99	6,56	7,41	-4,37	-2,21
Käyttökate-%	11 %	10 %	28 %	26 %	-42 %	-52 %

# Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/3

## Taseasema on haastava

Pallas Airilla oli vuoden H1'23 lopussa 6,7 MEUR:n edestä nettovelkaa taseessa, josta 3,3 MEUR koostui käsityksemme mukaan suurimpien osakkeenomistajien pääomalainoista. Yhtiön rahavarat olivat viime osavuositarkastuksessa 0,1 MEUR, mikä ei ole riittävä taso operatiivisen liiketoiminnan pyörittämiseen.

Konsernin taserakenne on muuttunut merkittävästi Genano-fuusion ja Espoon tehdaskiinteistön myynnin ja takaisinvuokraamisen myötä, joten viimeisimmät julkiset tiedot ovat jo vanhentuneet ja tase arviomme mukaan vahvistunut. Tehdaskiinteistön myynnistä ja takaisinvuokraamisesta yhtiö on H2:n aikana tulouttanut 2,0 MEUR. Tämä laskee suoraan konsernin nettovelkaa, sillä FAS-kirjanpidossa yhtiö ei kirjaa transaktiosta syntynyttä vuokrasopimusvelkaa taseeseensa. Korotonta vierasta pääomaa Pallas Airin taseessa oli 4,1 MEUR, joka koostui pääosin siirtovelosta ja ostovelosta.

## Taserakenne on melko perinteinen valmistavalle teollisuudelle

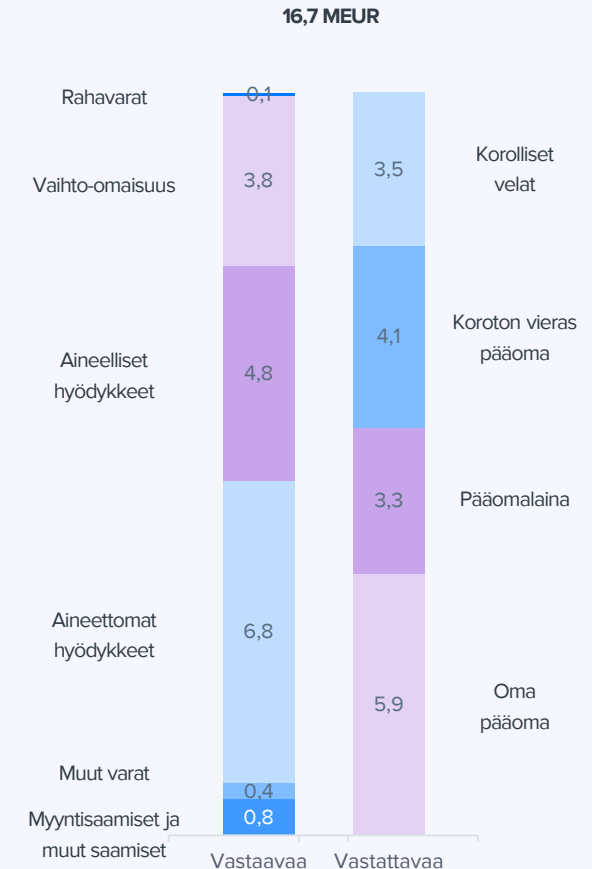
Pallas Airin taserakenne on valmistavalle teollisuudelle melko perinteinen ja heijastaa liiketoimintamallin sitomaa pääomaa tuotannon vaatimaan aineelliseen omaisuuteen sekä varastoihin. H1'23 lopussa Pallas Airin taseessa oli yhteensä 4,8 MEUR aineellista omaisuutta, joka koostui pääosin koneista ja kalustosta sekä rakennuksista ja rakennelmista. Kyseinen erä on jatkossa pienempi, tehdaskiinteistön myynnin myötä, mikä saa yhtiön taserakenteen vaikuttamaan aiempaa pääomakevyemmältä.

H1'23 lopussa Pallas Airilla oli 3,8 MEUR vaihto-omaisuutta taseessaan. Yhtiön vaihto-omaisuus on viime aikoina kiertänyt erittäin heikosti (2022 vaihto-omaisuus kiersi keskimäärin kerran 527 päivässä), minkä seurauksena pidämme vaihto-omaisuuden alaskirjausta jopa todennäköisenä ilman myynnin merkittävää piristymistä.

Myyntisaamiset ja muut saamiset olivat maltillisella 0,8 MEUR:n tasolla ja muita varoja taseessa oli yhteensä 0,4 MEUR.

Aineettomat hyödykkeet olivat H1'23 lopussa liiketoiminnan kokoon nähden merkittäväällä 6,8 MEUR:n tasolla, joka koostui lähes täysin 5,9 MEUR:n liikearvosta. Konsernin liikearvo liittyy 2022 alussa tehtyyn Lifa Air Internationalin hankintaan. Vanhan Lifa Air konsernin heikon 2022 kehityksen perusteella liikearvon alaskirjaaminen voisi mielestämme olla paikallaan. FAS-kirjanpidon alla yhtiö poistaa liikearvoa 5 vuoden tasapoistoilla, mikä painaa raportoitua tuloskuntoa ja syö lähivuosina yhtiön omaa pääomaa.

## Taserakenne H1'23 (MEUR)<sup>1</sup>



1) Huom: Taserakenne muuttunut huomattavasti Genano Oy AB -fuusion myötä

# Ennusteet 1/2

## Ennustemalli

Ennustamme Pallas Airin liikevaihdon kehitystä konsernitasolla. Viime vuosien erittäin vahvan kasvun, muuttuneen organisaatorakenteen, puuttuvan ohjeistuksen ja normaalia tuloskuntoa kuvastavien datapisteiden puutteen takia yhtiön ennustettavuus on lyhyelläkin aikavälillä heikko.

## Genano-fuusion vaikutukset tukevat kasvua H2'23 lähtien

H1'23:lla Pallas Airin liikevaihto laski 47 % 1,5 MEUR:oon kasvomaskien hidastuneen myynnin painamana. Yhtiö ei avaa tuoteryhmäkohtaista liikevaihtoa, mutta yhtiön mukaan liikevaihto kasvoi sekä ilmanpuhdistimissa että ilmanvaihtohygieniatuotteissa. Käsityksemme mukaan H2 on kausiluonteisesti vilkkaampi Pallas Airin tuoteryhmissä ja odotamme H2-liikevaihdon nousevan 94 % 2,9 MEUR:oon. Odotamme epäorgaanisen kasvun olevan yli 90 % ja vanhan Lifa Airin saavuttavan parin prosentin orgaanisen kasvun heikolta vertailukauden tasolta. Vanhan Lifa Airin orgaanisen kasvun odotamme painottuvan H1'23:n tapaan ilmanvaihtohygieniatuotteisiin ja ilmanpuhdistimiin.

Genano-fuusio vaikuttaa kuluvan vuoden lukuihin kahden kuukauden edestä, joten suurin osa fuusion vaikutuksista heijastuu vasta konsernin 2024 luvuissa.

Konsernin H1'23 liiketulos asettui heikolle -3,1 MEUR:n tasolle, mikä oli linjassa vertailukauden kanssa. Liikevaihdon selvästä laskusta huolimatta yhtiö kykeni sopeuttamaan kulurakennettaan, ja tuki kannattavuutta. Kulurakenteen keveneminen näkyi etenkin henkilöstökuluissa ja liiketoiminnan muissa kuluissa.

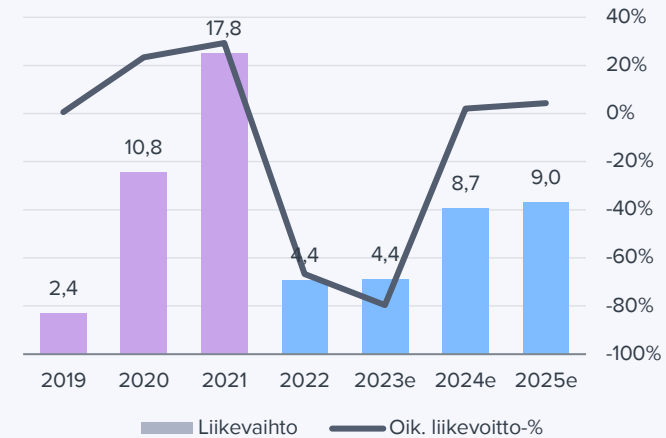
Kasvavan liikevaihdon ja konsernin toteuttamien sopeutustoimien kasvun tukemana H2 oikaistu liiketulosennusteemme asettuu -1,2 MEUR:oon (H2'22: -2,5 MEUR). Yhtiö kirjaa H2'23:lle 1,0 MEUR:n myyntivoiton Espoon kiinteistön myyntiin ja takaisinvuokraamiseen liittyen. Oikaisemme Pallas Airin ennusteissa liikearvon poistot ja kiinteistön myynnistä kirjatus voiton, sillä se kuvastaa paremmin konsernin normalisoitua kannattavuutta ja rahavirtaa. Odotamme yhtiön ulosmittaavan jo hieman kulusynergioita kuluvan Genano-fuusiosta, mutta suurin osa synergiahyödyistä painottuu arviomme mukaan seuraavaan vuoteen.

## Genano näkyy täysmääräisesti 2024 ennusteissamme

2024 ennusteissamme Pallas Airin liikevaihto kasvaa 95 % lähes täysin Genano-fuusion ajamana. Vanhan Lifa Airin liiketoiminnalta odotamme noin 2-3 %:n kasvua. Liikevaihdon kasvun ja fuusion mahdollistamien kulusynergioiden ajamana konsernin oikaistu liiketulosennusteemme nousee 0,2 MEUR:oon. Näemme uudella kokonaisuudella edellytykset ulosmitata kulusynergioita myyntiin, tuotekehityksen ja hallinnon puolella.

Tiettyjen ehtojen täytyessä Pallas Air on oikeutettu 0,6 MEUR:n lisäkauppahintaan. Ennusteemme eivät tätä huomioi, sillä meillä ei ole näkyvyyttä lisäkauppahinnan ehtoihin emmekä näin ollen kykene arvioimaan toteutumisen todennäköisyyttä. Lisäkauppahinnan toteutuminen olisi luonnollisesti konsernin kannalta myönteistä ja helpottaisi nykyisen velkavivun purkamista.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Ennusteet 2/2

## 2025-2026 ennusteet

Vuosina 2025-2026 Pallas Airin liikevaihto kasvaa ennusteissamme 3-4 % markkinan kysynnän elpymässä. Odotamme Pallas Airin kohdemarkkinalta pientä tervettä kasvua, jonka tahtiin näemme myös Pallaksella edellytykset kasvua. Yhtiön absoluuttisesti pieni koko mahdollistaisi markkinaa selvästi nopeammankin kasvun, mutta nykyisillä näytöillä sen odottaminen vaikuttaa mielestämme turhan odottaminen vaikuttaa mielestämme turhan optimistiselta.

Kasvaneen liikevaihdon ajamana oikaistut liiketulosmarginaaliennusteemme nousevat 4-5 %:iin.

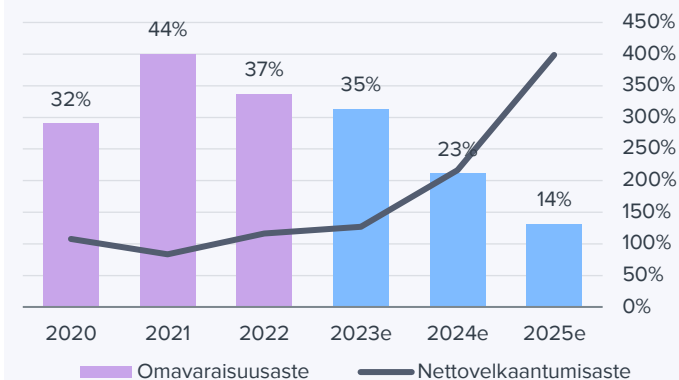
## Tuloslaskelman erät eivät kuvasta rahavirtaa erityisen hyvin

Ennusteissamme Pallas Airin nettotulos pysyy 2023-26 välisellä ennusteperiodilla tappiollisena yhtiön raskaan kulurakenteen seurauksena. Tappiollisen tuloksen myötä yhtiön omavarasiuusaste heikkenee ennusteissamme vuodesta toiseen ja oman pääoman tuotto säilyy negatiivisena. Pallas Airin kohdalla on kuitenkin hyvä huomioida, että yhtiö poistaa Lifa Air International -yrityskaupasta syntyneitä liikearvoa noin 1,7 MEUR:n edestä vuosittain eikä kulu ole kassavirtavaikutteinen. Tästä johtuen yhtiön rahavirtaa voi poiketa merkittävästikin liike- ja nettotuloksesta.

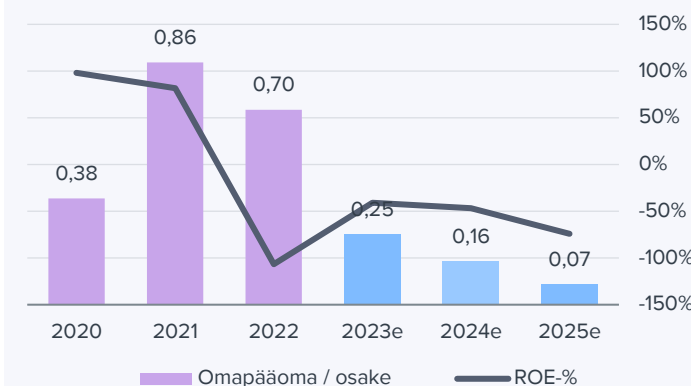
## Taseriski on koholla ja taseen avainluvut heikkenevät ennusteissamme

Pallas Airin tase on heikko ja sen vuoksi konsernin kannalta on keskeistä, että yhtiö saa kannattavuuttaan vahvistettua. Pallas Airin taseriskiä arvioidessa pidämme myönteisenä, että yhtiö sai Genano fuusion kautta uuden vahvan taseen omaavan pääomistajan (Rentto Oy:n 2021 taseen loppusumma: 75 MEUR, josta sijoituksia 69 MEUR) Näkemyksemme mukaan tämä voi pienentää konsernin rahoitusriskiä. Pidemmän päälle on kuitenkin nähdäksemme selvää, että konsernin kannattavuutta on vahvistettava, jotta liiketoiminta säilyisi elinkelpoisena.

### Taseen avainlukujen kehitys



### Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>17,8</b>	<b>2,9</b>	<b>1,5</b>	<b>4,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,3</b>
Konserni	17,8	2,9	1,5	4,4	1,5	2,9	4,4	8,7	9,0	9,3
<b>Käyttökate</b>	<b>5,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,7	-1,9	-2,6	-1,2	-1,3	-2,5	-2,6	-2,6	-2,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>5,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,22</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,8	-0,1	-0,9	1,9	-0,2	1,7	-0,3	-0,3	-0,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>5,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-7,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,4</b>
Verot	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>4,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-7,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,51</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,51</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,73</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,07</b>

Tunnusluvut	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	65,3 %	-81,4 %	-31,5 %	-75,3 %	-47,0 %	93,9 %	0,8 %	95,0 %	4,0 %	3,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	107,6 %	-128,5 %	-75,8 %	-156,3 %	4,6 %	73,6 %	20,2 %	-105,0 %	115,7 %	27,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	33,3 %	-84,3 %	-95,3 %	-88,0 %	-128,0 %	11,8 %	-36,7 %	12,4 %	14,2 %	14,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	29,3 %	-78,1 %	-44,6 %	-66,7 %	-154,3 %	-39,9 %	-79,6 %	2,0 %	4,2 %	5,3 %
<b>Nettotulos-%</b>	22,6 %	-134,5 %	-235,0 %	-168,6 %	-82,5 %	-39,2 %	-54,2 %	-20,5 %	-17,4 %	-14,6 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e		Muutos	2024e		Muutos	2025e		Muutos	
	MEUR / EUR	Vanha		Uusi	%		Vanha	Uusi		%
<b>Liikevaihto</b>		4,4	4,4	0 %	8,7	8,7	0 %	9,0	9,0	0 %
<b>Käyttökate</b>		-1,6	-1,6		1,3	1,1	-16 %	1,5	1,3	-16 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>		-1,8	-3,5		0,2	0,2	0 %	0,4	0,4	-9 %
<b>Liikevoitto</b>		-4,1	-4,1		-1,5	-1,5		-1,2	-1,3	
<b>Tulos ennen veroja</b>		-2,4	-2,4		-1,8	-1,8		-1,5	-1,6	
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>		-0,01	-0,10		-0,01	-0,01		0,01	0,00	

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>9,4</b>	<b>13,2</b>	<b>10,8</b>	<b>8,3</b>	<b>5,9</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,1	7,7	6,1	4,4	2,8
Käyttöomaisuus	6,0	5,1	4,3	3,5	2,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>
Vaihto-omaisuus	5,3	4,5	2,2	3,5	3,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,5	1,5	0,9	0,9	0,5
Likvidit varat	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>15,5</b>	<b>19,5</b>	<b>14,0</b>	<b>12,9</b>	<b>9,8</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>4,7</b>	<b>2,9</b>	<b>1,3</b>
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	6,3	-1,2	-3,6	-5,3	-6,9
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	0,5	8,2	8,2	8,2	8,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>4,3</b>	<b>7,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>
Laskennalliset verovelat	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	3,7	6,8	3,9	4,3	3,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>
Korolliset velat	2,0	1,8	2,1	2,3	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,1	2,1	1,6	1,7	1,1
Muut lyhytaikaiset velat	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>15,5</b>	<b>19,5</b>	<b>14,0</b>	<b>12,9</b>	<b>9,8</b>



# Arvonmääritys ja suositus 1/2

## Tulos- ja liikevaihtopohjainen arvostus luovat kehikon hinnoittelulle

Mielestämme Pallas Airin hinnoittelua kannattaa lähestyä tulospohjaisesti, minkä lisäksi DCF-mallia voi käyttää apuvälineinä käyvän arvon haarukointiin. Tulospohjaista arvonmääritystä hankaloittaa kuitenkin nopeasti heikentynyt tuloskunto ja merkittävä rakennejärjestely, jotka heikentävät näkyvyyttä yhtiön normalisoituun kannattavuustasoon. Pallas Airin heikon tuloskunnan vuoksi pidämme myös EV/liikevaihto-kerrointa kiinnostavana arvostusmittarina, sillä vakaan luonteensa ansiosta se mahdollistaa arvostuksen järkevän suhteuttamisen verrokkeihin jopa ensi vuoden ennusteilla.

## Ennätystuloksella tulospohjainen arvostus on halpa

Suosimme Pallas Airin arvostusta arvioidessa EV-pohjaisia lukuja konsernin merkittävän nettovelan vuoksi. Lähivuosien ennusteillamme yhtiön EV/EBIT-kertoimet ovat valmistavaa teollisuutta harjoittavalle yhtiölle korkeat 27-63x. Arviomme mukaan Pallas Airille neutraali kerroinhaarukka olisi yhtiön riskiprofiili ja kannattavuus huomioiden noin 5-7x eli selvästi nykyarvostuksen alapuolella. Tasot ovat Helsingin pörssin mittakaavassa matalat, mutta Pallas Airin historialliset näytöt arvonnluonnista ovat mielestämme keskimääräistä yhtiötä heikommat ja riskiprofiili korkeampi.

Lähivuosille ennustamallemme 8,7-9,0 MEUR:n liikevaihdolla kerroinhaarukan saavuttaminen vaatisi noin 20-30 %:n liikevoittomarginaalia, mikä on liiketoiminnan luonne (valmistava teollisuus) huomioiden erittäin korkea. Mielestämme

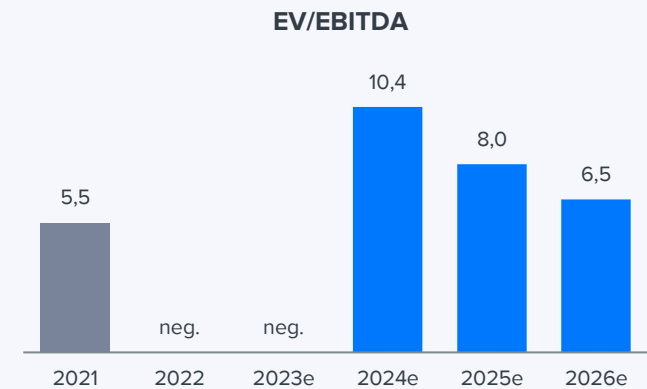
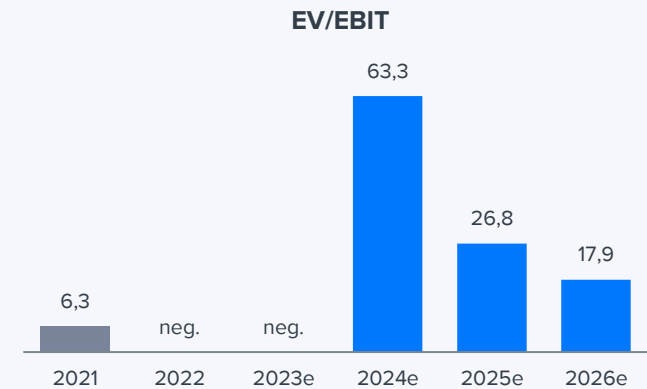
kyseinen ajatusleikki havainnollistaa, kuinka suuresti markkinan asettamat implisiittiset odotukset poikkeavat omistamme.

## Liikevaihtopohjaisesti osake vaikuttaa kalliilta

Lifa Airin nykyinen EV/liikevaihto-kerroin on lähivuosien **ennusteillamme 1,2x-1,4x**. Yritysjärjestelyn myötä taso on maltillistunut, mutta yhtiötä hinnoitellaan edelleen selvällä preemiolla kannattaviin vahvan brändin omaaviin suomalaisiin kuluttajatuote-yhtiöihin nähden. Verrokkien vahvemmat historialliset arvonnluontinäytöt ja vahvempi kannattavuus huomioiden näemme Pallas Airin liikevaihtopohjaisessa arvostuksessa laskuvaraa.

## DCF-malli indikoi laskuvaraa

Pallas Airin kohdalla heikko ennustettavuus heikentää DCF-mallin tarkkuutta, mutta se puhuu mielestämme selvästi osakkeen yliarvostuksen puolesta. DCF-mallissamme odotamme yhtiön kasvavan 2-3 %, kun taas liiketulosmarginaalimme on 7-8 %. DCF-laskelmissamme ikuisuuskasvuoletuksemme on 2,0 %, kun taas liikevoittomarginaali asettuu termiinalijaksossa 7 %:iin, mikä on kohtuullinen taso valmistavan teollisuuden yhtiölle. Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 14,1 %, mutta velkavivun seurauksena WACC-% painuu 13,2 %:iin. Tuottovaatimus on Helsingin pörssin mittakaavassa korkea, mutta se on mielestämme perusteltua yhtiön riskiprofiili huomioiden. DCF:n mukainen markkina-arvo on laskelmissamme 1,3 MEUR, mikä tarkoittaa 0,1 euron osakekohtaista arvoa.



# Arvonmääritys ja suositus 2/2

Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvinkin konservatiivisella 29 %:n tasolla. Viime vuosien suorituksiin nähden terminaali-jakson parametrit ovat maltillisella tasolla, mutta jos yhtiön tuloskunto normalisoituisi kohti 2014-2019 tasoja, olisi niissä edelleen tuntuva laskuvaraa.

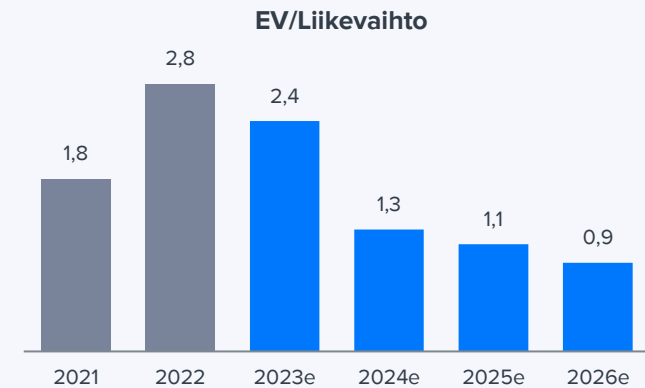
## Genano-fuusio vaikuttaa hyvältä liikkeeltä

Vanha Lifa Air yhdistyi marraskuun alussa Genano Oy AB:hen ja uuden kokonaisuuden nimeksi tuli Pallas Air. Transaktion myötä vanhat Lifa Airin omistajat omistavat noin 55 % uudesta kokonaisuudesta, kun taas 45 % jää Genanon vanhoille omistajille. Kaupassa Genanon osakekannan implisiittinen arvo oli noin 2,5 MEUR.

Vuoden 2022 liikevaihdolla mitattuna Genanon velaton liikevaihtokerroin oli fuusiossa 0,74x. Taso on korkea ostokohteen käyttökattotasolla tappiollinen tulos huomioiden, mutta kaupan rakenne muuttaa sen kokonaiskuvaa myönteisemmäksi. Vanha Lifa Air hyödynsi kaupassa omaa osakettaan maksuvälineenä noin 0,30 euron osakekohtaisella hinnalla, mistä laskettuna ostajan oma EV/liikevaihto-kerroin oli vanhan Lifa Airin ennusteillamme 2,8x, eli huomattavasti ostokohdetta korkeampi.

Fuusion yhteydessä Lifa Air sai myös likviditeettiasemaansa vahvistettua tehdaskiinteistön myynnin ja takaisinvuokraamisen kautta. Kyseiset seikat yhdessä liiketoimintojen välisten potentiaalisten synergiahyötyjen kanssa luovat mielestämme kaupalla edellytykset

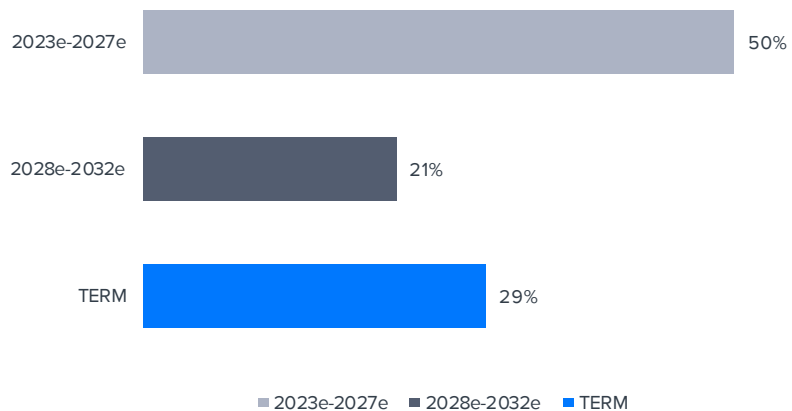
arvonluonnille. Hyvännäköisestä kaupasta huolimatta emme vielä ole vakuuttuneita johdon kyvystä allokoida pääomaa tehokkaasti pitkässä juoksussa.



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-75,3 %	0,8 %	95,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	-146,8 %	-93,0 %	-17,1 %	-14,2 %	-12,6 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>-6,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,5	2,6	2,6	2,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	1,0	2,3	-1,0	0,1	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-9,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	
+/- Muut	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-9,3	3,9	-0,1	1,3	1,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	5,5
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>3,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,8</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		9,5	5,7	5,7	4,7	3,6	3,1	2,8	2,5	2,2	2,0	1,8
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>9,5</b>										
- Korolliset velat		-8,6										
+ Rahavarat		0,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>1,3</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>0,1</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

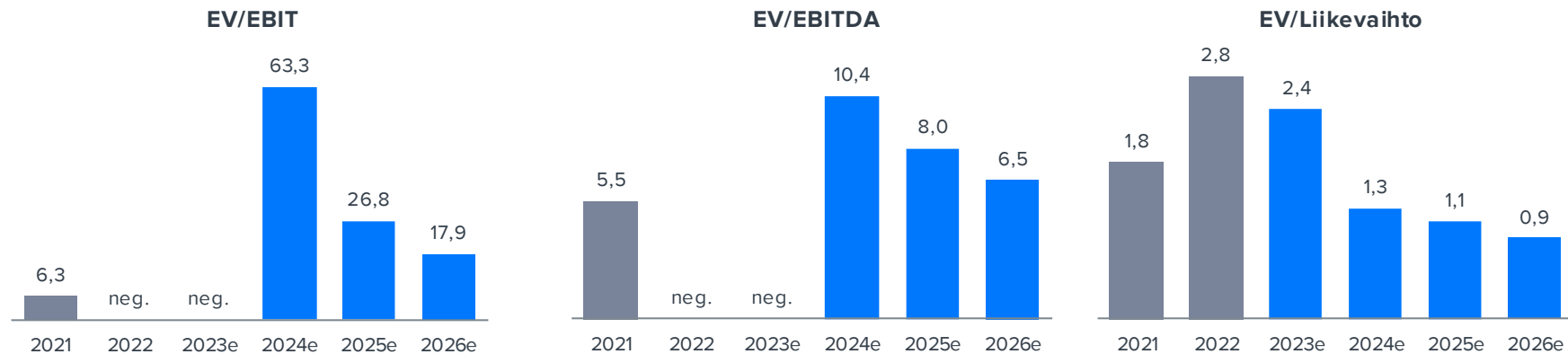
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	4,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>14,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>13,2 %</b>

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				3,40	0,42	0,27	0,27	0,27	0,27
Osakemäärä, milj. kpl				7,94	10,2	18,5	18,5	18,5	18,5
Markkina-arvo				27	4,3	4,9	4,9	4,9	4,9
Yritysarvo (EV)				33	13	11	11	10	8,7
P/E (oik.)				6,7	neg.	neg.	neg.	56,0	16,5
P/E				6,7	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B				3,9	0,6	1,1	1,7	3,7	neg.
P/S				1,5	1,0	1,1	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto				1,8	2,8	2,4	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)				5,5	neg.	neg.	10,4	8,0	6,5
EV/EBIT (oik.)				6,3	neg.	neg.	63,3	26,8	17,9
Osinko/tulos (%)				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 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Fiskars Oyj	1426	1766	16,8	12,8	10,2	8,7	1,6	1,4	18,9	15,3	4,3	4,6	1,7
Orthex Oyj	94	110	10,3	9,7	7,3	7,2	1,3	1,3	14,6	12,1	3,7	4,4	2,8
Harvia Oyj	506	548	17,3	15,2	14,5	12,8	3,7	3,4	23,3	19,8	2,4	2,6	5,0
Tulikivi Oyj	23	32	5,3	7,9	3,5	4,5	0,7	0,8	5,7	7,9	5,0	7,6	1,3
Rapala Oyj	112	225	44,9	12,8	14,0	8,3	1,0	0,9		14,8	1,0	2,1	0,9
Nokian Renkaat	1103	1489	28,4	15,3	8,4	6,5	1,3	1,1	34,5	19,5	5,4	5,5	0,8
<b>Pallas Air (Inderes)</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>-3,1</b>	<b>63,3</b>	<b>-6,7</b>	<b>10,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-41,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>20,5</b>	<b>12,3</b>	<b>9,7</b>	<b>8,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>19,4</b>	<b>14,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>	<b>2,1</b>
<b>Mediaani</b>			<b>17,1</b>	<b>12,8</b>	<b>9,3</b>	<b>7,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>18,9</b>	<b>15,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>1,5</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>			<b>-118 %</b>	<b>394 %</b>	<b>-172 %</b>	<b>35 %</b>	<b>90 %</b>	<b>10 %</b>	<b>-114 %</b>	<b>-376 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-30 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	10,8	17,8	4,4	<b>4,4</b>	<b>8,7</b>	EPS (raportoitu)	0,25	0,51	-0,73	<b>-0,13</b>	<b>-0,10</b>
Käyttökate	2,9	5,9	-3,9	<b>-1,6</b>	<b>1,1</b>	EPS (oikaistu)	0,25	0,51	-0,38	<b>-0,10</b>	<b>-0,01</b>
Liikevoitto	2,5	5,2	-6,5	<b>-4,1</b>	<b>-1,5</b>	Operat. kassavirta / osake	0,50	0,17	-0,29	<b>0,04</b>	<b>0,00</b>
Voitto ennen veroja	2,5	5,0	-7,3	<b>-2,4</b>	<b>-1,8</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,34	-0,26	-0,92	<b>0,21</b>	<b>0,00</b>
Nettovoitto	2,0	4,0	-7,4	<b>-2,4</b>	<b>-1,8</b>	Omapääoma / osake	0,38	0,86	0,70	<b>0,25</b>	<b>0,16</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-3,5	<b>-0,6</b>	<b>-1,7</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	14,4	15,5	19,5	<b>14,0</b>	<b>12,9</b>	Liikevaihdon kasvu-%	345 %	65 %	-75 %	<b>1 %</b>	<b>95 %</b>
Oma pääoma	3,0	6,9	7,1	<b>4,7</b>	<b>2,9</b>	Käyttökateen kasvu-%	3908 %	106 %	-165 %	<b>-58 %</b>	<b>-166 %</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	16828 %	108 %	-156 %	<b>20 %</b>	<b>-105 %</b>
Nettovelat	3,2	5,7	8,3	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	EPS oik. kasvu-%	34115 %	103 %	-176 %	<b>-74 %</b>	<b>-93 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	26,7 %	33,3 %	-88,0 %	<b>-36,7 %</b>	<b>12,4 %</b>
Käyttökate	2,9	5,9	-3,9	<b>-1,6</b>	<b>1,1</b>	Oik. Liikevoitto-%	23,3 %	29,3 %	-66,7 %	<b>-79,6 %</b>	<b>2,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	-3,8	1,0	<b>2,3</b>	<b>-1,0</b>	Liikevoitto-%	23,3 %	29,3 %	-146,8 %	<b>-93,0 %</b>	<b>-17,1 %</b>
Operatiivinen kassavirta	4,0	1,3	-2,9	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	ROE-%	98,0 %	81,6 %	-106,5 %	<b>-40,9 %</b>	<b>-46,8 %</b>
Investoinnit	-6,7	-3,4	-6,4	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	ROI-%	65,3 %	55,2 %	-45,8 %	<b>-31,3 %</b>	<b>-14,6 %</b>
Vapaa kassavirta	-2,7	-2,1	-9,3	<b>3,9</b>	<b>-0,1</b>	Omavaraisuusaste	32,2 %	44,4 %	37,4 %	<b>34,7 %</b>	<b>23,4 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	107,8 %	83,3 %	116,5 %	<b>126,8 %</b>	<b>216,6 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	0,3	1,8	2,8	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>						
EV/EBITDA (oik.)	1,1	5,5	neg.	neg.	<b>10,4</b>						
EV/EBIT (oik.)	1,3	6,3	neg.	neg.	<b>63,3</b>						
P/E (oik.)	0,0	6,7	neg.	neg.	neg.						
P/B	0,0	3,9	0,6	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>						
Osinkotuotto-%		0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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 käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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 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
04/08/2022	Vähennä	1,25 €	1,30 €
05/09/2022	Myy	1,00 €	1,30 €
16/09/2022	Myy	0,30 €	0,65 €
31/03/2023	Myy	0,10 €	0,37 €
29/09/2023	Myy	0,05 €	0,69 €
06/10/2023	Myy	0,10 €	0,43 €
02/11/2023	Myy	0,10 €	0,38 €
21/12/2023	Myy	0,10 €	0,27 €

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.**