

Lifa Air

Seurannan aloitus

3.8.2022 19:50



Thomas Westerholm
+358 50 5412211
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Paremman ilman puolesta

Aloitamme Lifa Airin seurannan 1,25 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Lifa Air on puhtaan hengitysilman ratkaisuja tarjoava teknologiayritys, jonka tuotetarjoomaan kuuluu kasvomaskit, ilmanpuhdistimet ja ilmanvaihtohygieniatuotteet. Viime vuosien räjähdysmäisen kasvun jälkeen odotamme yhtiön myynnin laskevan kutistuvan kohdemarkkinan seurauksena. Odotamme yhtiöltä selvästi laskevaa tulosta, mutta kestävän tulostason arviointi on tällä hetkellä erittäin vaikeaa. Vaikka markkinan odotukset yhtiötä kohtaan ovat laskeneet selvästi kurssiromahduksen myötä, painaa heikko ennustettavuus osakkeen riski/tuotto-suhteen liian matalalle tasolle.

Puhtaan hengitysilman ratkaisuja tarjoava teknologiayritys suurella kohdemarkkinalla

Lifa Airin tuotetarjooma rakentuu puhtaan hengitysilman ympärille. Yhtiö ei ole avautunut tuoteryhmäkohtaista liikevaihtoaan, mutta arviomme mukaan kasvomaskit toivat noin 75 %, ilmanpuhdistimet 15 % ja ilmanvaihtohygieniatuotteet 10 % edellisvuoden liikevaihdosta. Kasvomaskien globaali markkina oli vuonna 2020 arviolta kooltaan noin 6,5 miljardia euroa, kun taas ilmanpuhdistimien markkinakooksi on arvioitu noin 12,4 miljardia. Vuonna 2021 kotimarkkina toi noin 89 % yhtiön liikevaihdosta, joten kasvutarinan kannalta kasvu ulkomailla on kriittistä, eikä markkinan koko aseta kasvulle siellä rajoitteita. Lifa Airin laajasta asiakasverkostosta huolimatta yhtiön myynti on keskittynyt ja sen viisi suurinta asiakasta toivat viime vuonna noin 80 % liikevaihdosta, kun taas suurin asiakas toi yli 40 %.

Tavoitteena erittäin vahva kasvu viennin vetämänä

Lifa Airin taloudelliset tavoitteet edellyttävät keskipitkällä aikavälillä liikevaihdon 25-30 %:n keskimääräistä vuosittaista kasvua, vähintään 20 %:n käyttökatemarginaalia ja 40 %:n omavaraisuusastetta. Kunnianhimoinen kasvutavoite pohjautuu pääosin kannettavien henkilökohtaisten ilmanpuhdistimien kaupalliseen läpimurtoon ja ilmanpuhdistin-tuotesegmentin laajentamiseen edullisempaan hintasegmenttiin. Lisäksi yhtiö pyrkii vahvaan kasvuun kasvomaskeissa FFP2- ja FFP3-hengityssuojainten sekä tuotekehitysvaiheessa olevien biopohjaisten maskien tukemana. Viime vuosina Lifa Air on kasvanut erittäin vahvasti ja kannattavasti, mutta poistetun ohjeistuksen ja kasvomaskeiden haastavan markkinadynamiikan (laskeva kysyntä & kasvanut kapasiteetti) vuoksi näemme koko toimialan kokevan huomattavaa painetta myyntiin ja kannattavuuteen. Ennusteissamme yhtiön liikevaihto ja suhteellinen kannattavuus laskee selvästi vuosina 2022-2023, minkä jälkeen yhtiö kääntyy takaisin kasvu-uralle markkinan myötätuudessa ja viennin vetämänä. Ennusteemme ovat selvästi yhtiön taloudellisten tavoitteiden alapuolella ja odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan keskimäärin 8 % vuodessa ja liikevoittomarginaalin laskiessa 29,3 %:sta 16,5 %:iin, mikä johtaa 21 %:n keskimääräiseen tuloslaskuun 2022-2025. Osinko emme odota yhtiön jakavan pääomien suuntautuessa kasvuun strategian mukaisesti.

Matala tulospohjainen arvostus ei nosta tuotto-odotusta riittäväälle tasolle

Ennusteillamme Lifa Airin lähivuosien oikaistut P/E-kertoimet ovat 4 x ja 11x, kun taas vastaavat taseen huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 4x ja 7x. Kuluvan vuoden ennusteilla osake on todella halpa, mutta ensi vuoden ennusteilla kertoimet asettuvat mielestämme Lifa Airin käyvän arvon haarukan sisälle (P/E: 8-11x, EV/EBIT: 6-8x). Kertoimiin nojaaminen on tällä hetkellä todella hankalaa, tavallista heikomman ennustettavuuden vuoksi. Matalalle tasolle laskenut absoluuttinen arvostustaso antaa kuitenkin osakkeelle selvää nousuvaraa, jos yhtiö kykenee puolustamaan tulostasoaan odotuksiamme paremmin.

Suositus

Vähennä

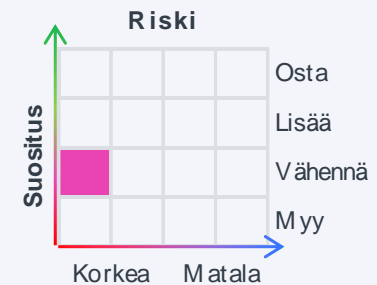
(aik.)

1,25 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

1,35



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	17,8	14,8	11,4	11,9
kasvu-%	65 %	-17 %	-23 %	4 %
EBIT oik.	5,2	3,8	1,7	1,8
EBIT-% oik.	29,3 %	25,9 %	14,6 %	15,5 %
Nettotulos	4,0	1,9	1,3	1,4
EPS (oik.)	0,51	0,31	0,13	0,14
P/E (oik.)	6,7	4,4	10,8	9,7
P/B	3,9	0,8	0,8	0,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	6,3	3,5	7,0	5,2
EV/EBITDA	5,5	4,0	4,5	3,5
EV/Liikevaihto	1,8	0,9	1,0	0,8

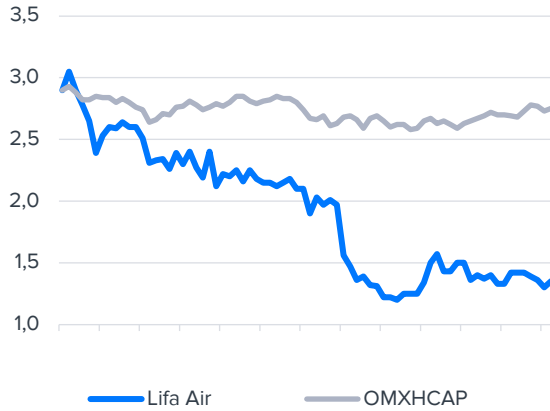
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

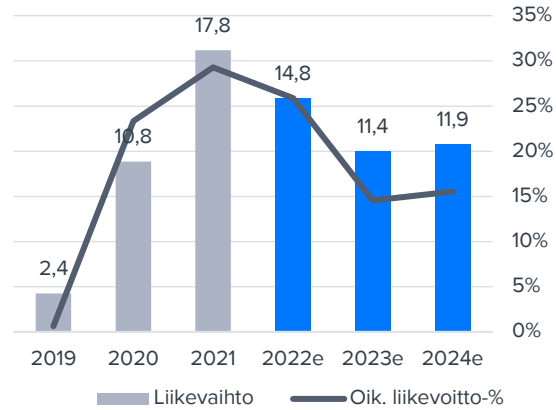
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



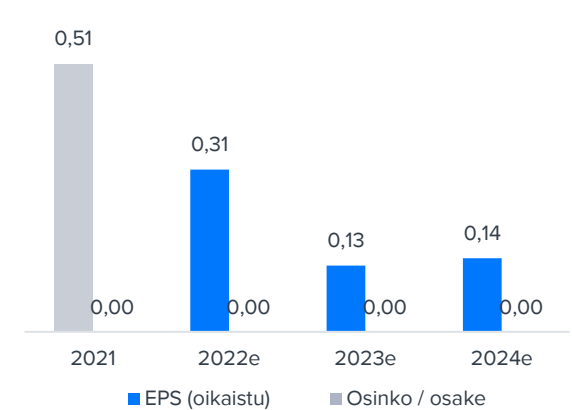
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvava tietoisuus puhtaan hengitysilman tärkeydestä
- Globaalisti kasvava markkina
- Lupaava tuotekehitysputki
- Viime vuosien T&K- ja tuotantoinvestoinnit



Riskitekijät

- Keskittynyt asiakaskunta
- Riippuvuus kotimarkkinasta
- Liiketoiminnan heikko ennustettavuus
- Pyrkimys tehdä liian montaa asiaa kerralla
- Kireä kilpailu KV-kentässä
- Riski varaston arvonalenemiselle

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,35	1,35	1,35
Osakemäärä, milj. kpl	10,2	10,2	10,2
Markkina-arvo	14	14	14
Yritysarvo (EV)	13	12	9,6
P/E (oik.)	4,4	10,8	9,7
P/E	7,1	10,8	9,7
P/Kassavirta	2,2	7,6	6,6
P/B	0,8	0,8	0,7
P/S	0,9	1,2	1,2
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,8
EV/EBITDA (oik.)	4,0	4,5	3,5
EV/EBIT (oik.)	3,5	7,0	5,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-11
Sijoitusprofiili	s. 12-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 16-17
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 17-21
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	s. 22-24
Ennusteet	s. 25-29
Arvonmääritys ja suositus	s. 30-35
Vastuuvapauslauseke	s. 36

Lifa Air lyhyesti

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

1988

Perustamisvuosi

2022

Listautuminen

17,8 MEUR (+65 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

5,2 MEUR (EBIT: 29 %)

Liikevoitto 2021

58

Henkilöstö 2021 keskimäärin

11 % / 89 %

Vienti / kotimaan myynnin osuus liikevaihdosta 2021

2014-2019

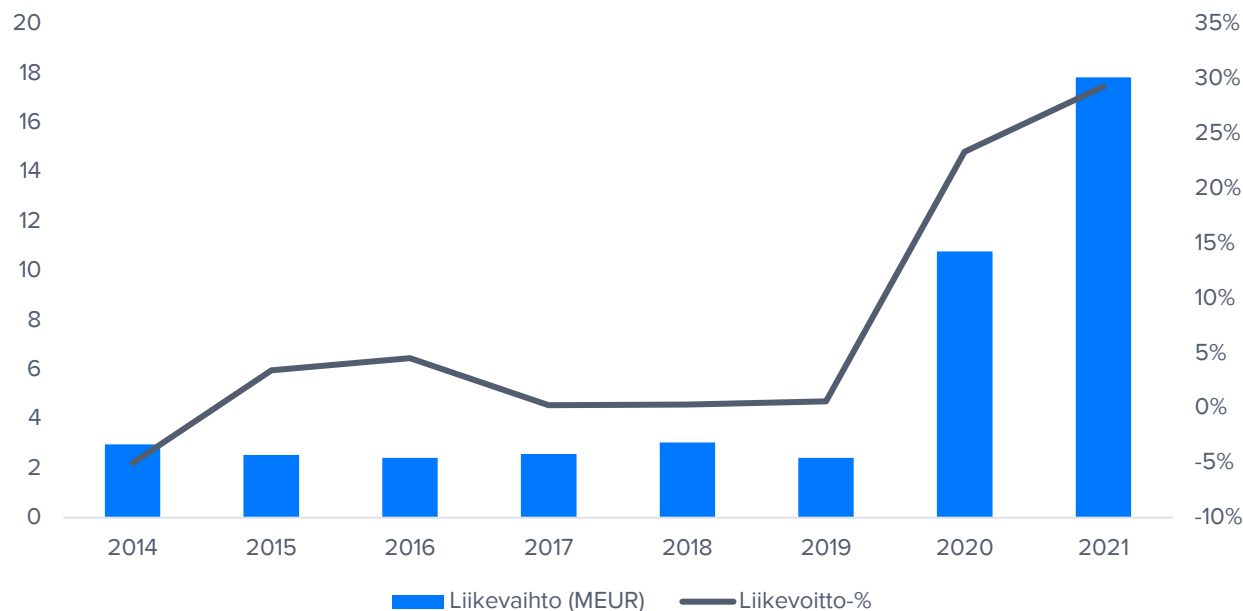
Vaisu kasvu ja kannattavuusprofiili
Liiketoiminnan fokus Aasiassa
Laajentuminen kotitalouksille suunnattuihin ilmanpuhdistimiin (2015)
Laajentuminen kasvomaskeihin (2017)

2020-2021

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

2022-

Listautuminen Helsingin pörssiin
Kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet julkistetaan
Pyrkimys lyödä läpi henkilökohtaisella ilmanpuhdistimella ja biopohjaisilla kasvomaskeilla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Puhtaan hengitysilman mahdollistaja

Lifa 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 89 % konsernin liikevaihdosta. Lifa Airilla on kolme tuotekategoriaa, jotka ovat hengityssuojaimet ja kirurgiset suu-nenäsuojukset, ilmanpuhdistimet sekä ilmanvaihtohygieniatuotteet.

Hengityssuojaimet ja kirurgiset suu-nenäsuojukset tuovat valtaosan liikevaihdosta

Lifa 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 on Lifa Airin suurin (~75 % liikevaihdosta) ja sen myynti on keskittynyt muutamalla avainasiakkaalle. Segmentin 2021 liikevaihdosta suurin osa tuli kirurgisia suu-nenäsuojuksia parempikatteisista FFP2- ja FFP3-hengityssuojaimista. Arviomme mukaan tuoteryhmän myyntikatteet ovat hyvällä tasolla etenkin hengityssuojaimissa. Lyhyellä aikavälillä näemme kuitenkin maskien supistuvan kysynnän kiristävän kilpailua ja aiheuttavan painetta tuotekategorian katteisiin etenkin kotimaassa.

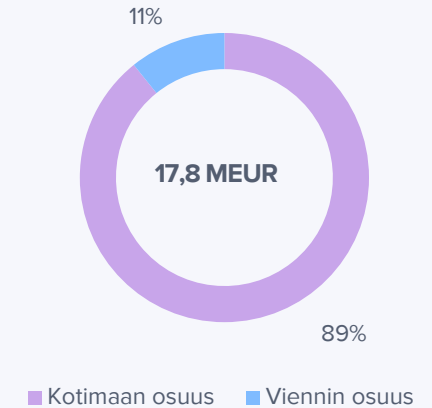
Lifa Airin kirurgiset suu-nenäsuojukset luokitellaan lääkinnällisiksi laitteiksi, koska niiden minimisuodatustehokkuus vastaa asetuksen (EU) 2017/745 vaatimuksia. Vastaavasti yhtiön

hengityssuojaimet luokitellaan ominaisuuksiensa ansiosta asetuksen (EU) 2016/425 mukaisesti henkilönsuojaimiksi. Kasvomaskeihin liittyvä regulaatio toimii arvioimme mukaan kilpailua lieventävänä tekijänä etenkin luokittelun tuntevien ammattiestäjien keskuudessa. Listautuessaan yhtiön tuotantokapasiteetti riitti 1,5 miljoonan kirurgisen suu-nenäsuojuksen ja 100 000 FFP2-hengityssuojaimen valmistukseen vuorokaudessa. Yhtiö tavoittelee myös FFP3-hengityssuojaimien valmistuskapasiteetin nostamista sataan tuhanteen.

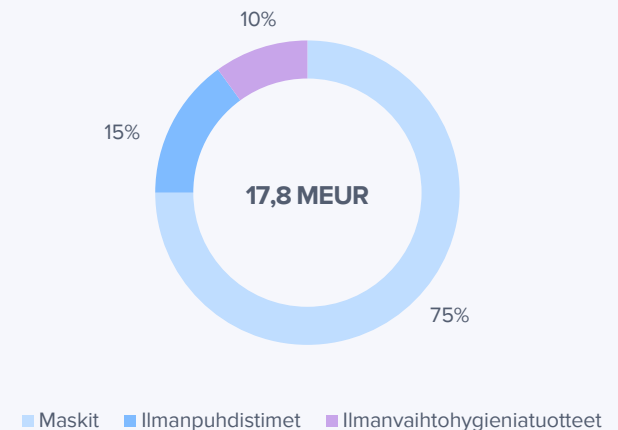
Ilmanpuhdistimissa korkeat odotukset

Ilmanpuhdistimet ovat vielä pieni osa Lifa Airin liiketoimintaa, mutta yhtiöllä on kunnianhimoiset tavoitteet kyseisessä tuoteryhmässä. Tuotekategorian alle kuuluvat ilmanpuhdistimet, ilmaa kostuttavat ilmanpuhdistimet ja kannettavat henkilökohtaiset ilmanpuhdistimet. Lifa Air suunnittelee ilmanpuhdistimia eri kokosiin 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 että muiden epäpuhtauksien poistamisen sisäilmasta. Kaasusuodatin puolestaan poistaa sisäilmasta eri hajuja ja kaasuja. Ilmanpuhdistimet luovat yhtiölle jälleenmyyntimahdollisuuksia vielä laitemyyntiin jälkeenkkin vaihdettavien suodattimien muodossa. Ilmansuodattimet tuovat yhtiölle hyvää jatkuvaa liikevaihtoa laitekannan kasvaessa, jonka kateprofiili on arviomme mukaan laitemyyntiä parempi. Ilmanpuhdistimien vaihdettavien suodattimien lisäksi yhtiö tarjoaa myös suodatinratkaisuja ilmanvaihtokanaviin tai -koneisiin.

Lifa Airin liikevaihdon maantieteellinen jakauma¹



Liikevaihdon jakauma tuoteryhmittäin²



1) Lifa Air Internationalin konsolidoiminen laskee kotimaan osuutta. Jos sen liikevaihto lasketaan täysin ulkomailta syntyväksi ulkoiseksi liikevaihdoksi, laskee kotimaan osuus 74 %:iin.
2) Inderesin arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Kunnianhimoiset tavoitteet henkilökohtaisen ilmanpuhdistimen suhteen

Lifa Air toi markkinoille joulukuussa 2020 ensimmäisen version kannettavasta 6GCool-ilmanpuhdistimesta. 6GCool-ilmanpuhdistin hyödyntää HEPA- ja PECO-suodattimia. PECO-suodattimen tarkoitus on eliminoida HEPA-suodattimen läpäisseitä orgaanisia yhdisteitä ultravioletin, titaanioksidipinnoituksen 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 on kovat odotukset laitteen suhteen ja sen odotetaan toimivan yhtenä tukijalkana taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi.

Ilmanvaihtohygieniatuotteet on vanhin tuoteryhmä, mutta sen merkitys kutistuu

Lifa Airin liiketoiminta rakentui alun perin terveydelle vaarallisten aineiden kuten asbestin ja vaarallisten aineiden käsittelyyn ja niiden käsittelyssä tarvittavien koneiden valmistamiseen. Lifa Air on sittemmin luopunut palveluliiketoiminnastaan, mutta koneiden valmistaminen on muovautunut ilmanvaihtohygieniatuotekategoriaksi. Pitkästä historiastaan huolimatta tuotekategoria on arviomme mukaan myynnillisesti Lifa Airin pienin. Ilmanvaihtohygienialiiketoiminta palvelee yrityksiä ja julkisen puolen asiakkaita ja tuotetarjoamaan kuuluu 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 alipaineen tilaan tai rakennelmaan estääkseen ilman epäpuhtauksien (esim. pöly & kaasut) leviämisen työkohteesta puhtaisiin tiloihin. Lifa Airin puhdistusrobotit mahdollistavat ilmanvaihtokanavien kuvaamisen, puhdistamisen ja tutkimisen. Puhdistusrobottien avulla voi harjata ilmanvaihtokanavia, mutta 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 käyttöönnotossa. Palvelut kattavat myös ongelmarakennusten kartoitusta ja suunnittelua ongelman poistamiseksi tai kontrolloimiseksi.

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

Monipuolinen, mutta keskittynyt asiakaskunta

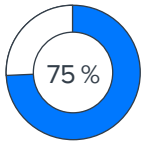

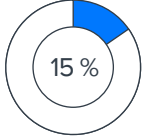

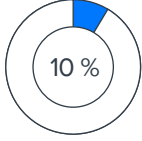
Lifa Airin asiakaskuntaan kuuluu mm. yrityksiä useilta eri toimialoilta kuten terveydenhuolto, liikenne, matkailu, hotelli, rakennus ja kiinteistöalalta sekä lääke- ja

ruokateollisuudesta, julkishallinnon toimijoita sekä kuluttaja-asiakkaat. Asiakkaiden laajasta kirjosta huolimatta yhtiön myynti keskittyy muutamaan avainasiakkaaseen ja viisi suurinta asiakasta toivat viime vuonna 80 % (2020: 63 %) konsernin liikevaihdesta. Suurin asiakas toi viime vuonna yli 40 % liikevaihdesta. Arviomme mukaan yhtiön suurimpia asiakkaita ovat mm. Huoltovarmuuskeskus, Kesko, S-Ryhmä Helsingin ja Uudenmaan sairaanhoitopiiri, ja Suomen Puolustusvoimat.

Lifa 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 sopimukset voivat olla jopa 5 MEUR vuodessa. Suurimpien sopimusten merkittävän koon takia menestys yksittäisessä kilpailutuksessa voi heiluttaa Lifa Airin tulosta merkittävästi paljon.

Vähittäiskaupassa Lifa Airin tuotteet ovat saatavilla kanavissa, kuten tavarataloissa ja supermarketissa. Lifa Airin tuotteita myydään myös useissa verkkokaupoissa, joista tärkeimmät ovat JD.com, Tmall.com, ja Alibaban Taobao.com ja Amazon. Lisäksi Lifa Airilla on oma kuluttajille ja yrityksille suunnattu verkkokauppa. Yhtiön suora kuluttajamyynti on arviomme mukaan yksittäisiä prosentteja konsernin liikevaihdesta.

Lifa Airin tuotekategoriat

Tuotekategoria	Osuus liikevaihdosta ⁽¹⁾	Tuotekuvausesimerkkejä	
Maskit	 <p>75 %</p>	 <ul style="list-style-type: none">• Hengityssuojaimet (FFP2 & FFP3)• Kirurgiset suu-nenäsuojukset	
Ilmanpuhdistimet	 <p>15 %</p>	 <ul style="list-style-type: none">• Kannettavat ilmanpuhdistimet (6GCool)• Puhdistavat ilmankostuttimet• Raitisilmapuhdistimet• Ilmanpuhdistimet julkisiin tiloihin, koteihin ja autoihin	
Ilmanvaihtohygieniatuotteet	 <p>10 %</p>	 <ul style="list-style-type: none">• Harjakoneet ja puhdistuslaitteet• Alipaineistajat• Ilmanvaihtokanavien kamera- ja puhdistusrobotit• Ilmanvaihtohygieniatuotteisiin liittyvä konsultointi	
 <p>17,8 MEUR</p>			

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Hankinnat tulevat Aasiasta ja Euroopasta

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 maan aloittaman hyökkäyssodan seurauksena. Yhtiö pyrkii ylläpitämään laajaa maantieteellisesti hajautettua toimittajaverkostoa saatavuuden, hankintaketjun luotettavuuden ja järkevän hinnoittelun varmistamiseksi. Käsityksemme mukaan kaikille yhtiön tavarantoimittajille löytyy varoimittajat, mikä rajaa niiden neuvotteluasemaa ja vähentää hankintojen saatavuuteen liittyviä riskejä.

Tuotteet valmistetaan Suomessa ja Kiinassa

Lifa Airilla on oma tuotantolaitos Etelä-Suomessa, jossa tuotetaan meltblown-suodatinkangasta tuotantolaitoksessa valmistettävien hengityssuojaimia ja -suojausvarten. 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.

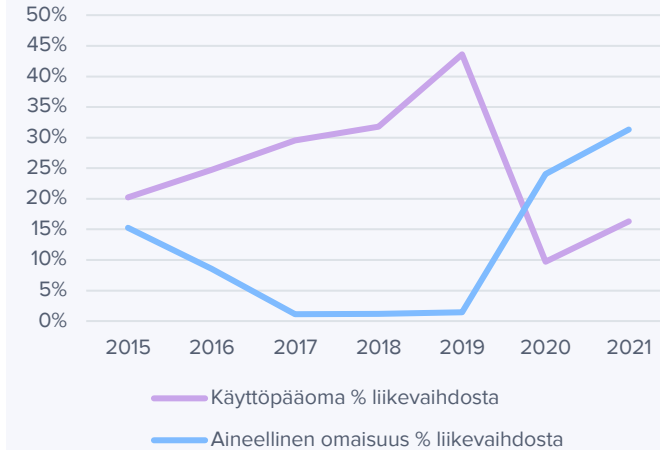
Ilmanvaihtohygieniatuotteet valmistetaan pääosin suomalaisten alihankkijoiden toimesta, mutta

yhtiöllä on myös niiden pienimuotoista valmistusta omissa toimitiloissaan Helsingissä.

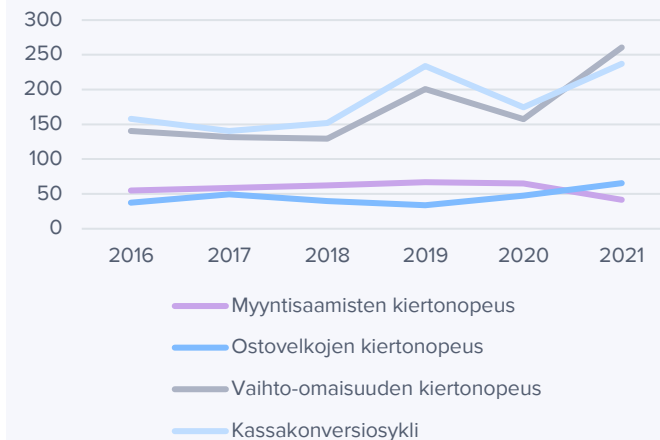
Lifa Airin ilmanpuhdistimet valmistetaan pääosin Kiinassa paikallisen audiolaitteista tunnetun Edifier Technology Companyn kanssa perustetun yhteisyrityksen (Dongguan LIFAair Technologyn) toimesta. Yhteisyritys perustettiin vuonna 2015 ja Lifa Airin omistusosuus on siitä 30 %. Tällä hetkellä alihankkijat 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.

Lifa 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, mutta kohonnut liikevaihto hautaa sitä alleen. Yhtiön vaihto-omaisuuden kierto on ollut hidastumaan päin ja mielestämme tätä on syytä pitää silmällä tuotannon kasvaessa. Yksi varastoa paisuttava tekijä on raaka-aineiden ja komponenttien pitkät toimitusajat Kiinasta Suomeen. Vaihto-omaisuuden hitaan kierron vuoksi yhtiön kassakonversiosykli on pitkä, mikä tarkoittaa, että käyttöpääomaan sijoitettu euro kiertää hitaasti takaisin kassaan rajoittaen sijoitetun pääoman tuottoa. Suuri vaihto-omaisuus voi osoittautua erityisen ongelmalliseksi, jos esimerkiksi maskien kysyntä laskee nopeasti ja kotimaan markkinalle syntyy ylikapasiteettia.

Pääoman sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon (keskimäärin)



Käyttöpääoman kierto, päivää



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Viime vuosina on investoitu kasvuun

Lifa Air on viime vuosina investoinut 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.

Lifa Air on viime vuosina nostanut tutkimus- ja kehityspanostuksiaan merkittävästi (2020-2021: n. 20 % lv:sta). Tehdyt panostukset suuntautuivat hengityssuojaimiin ja ilmanpuhdistimiin ja ne kirjattiin täysin tulosaikutteisesti, joten ne eivät näy yhtiön taseessa. Arviomme mukaan Lifa Air on tuotekehityksen näkökulmasta kilpailukykyinen yhtiö ja sen tuotteet ovat voittaneet sekä Red Dot design -palkinnon että iF:n tuotesuunnittelu-palkinnon. Tuotesuunnitteluun ja teknologiaan nojaavien kilpailuetujen ylläpitäminen on kuitenkin haastavaa ja vaatii jatkuvia investointeja tuotekehitykseen. Oman tuotekehitystiimin lisäksi Lifa Airilla on pitkä kokemus yhteistyöstä erilaisten tutkimuslaitosten ja yliopistojen kanssa tehtävästä tuotteiden ja teknologioiden kehitystyöstä. Juuri nyt Lifa Air osallistuu kahteen eri Business Finlandin rahoittamaan hankkeeseen (E3 ja BIOPROT).

E3-hanke perehtyy sairauksien leviämiseen

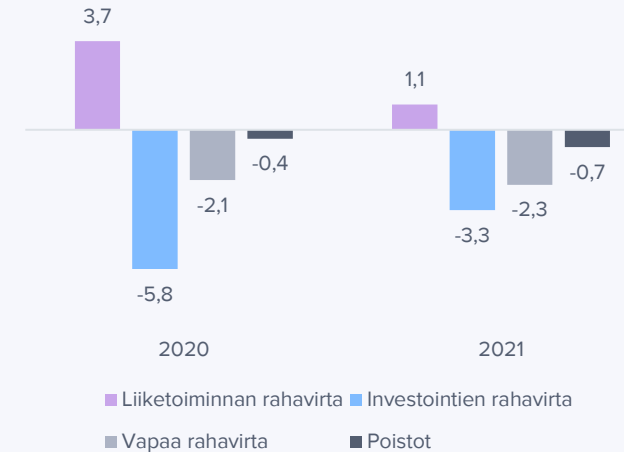
E3-hankkeen tavoitteena on lisätä tieteeseen perustuvaa tietämystä mm. siitä miten sairaudet leviävät sisätiloissa ja mikä on eri taudin välitysmuotojen suhteellinen merkitys. Osana hanketta Lifa Air testaa kannettavan 6GCool-

ilmanpuhdistimen tehokkuutta eri ympäristöissä ja eri käyttäjäryhmien näkökulmasta. Hankkeen tulosten perusteella yhtiö voi mahdollisesti kehittää tuotteesta erikoistuneempia käyttäjäryhmän tarpeet huomioivia malleja. Yhtiön mukaan hankkeen tuomaa syvempää ymmärrystä virtausmekaniikan toiminnasta voi mahdollisesti hyödyntää laajemminkin yhtiön liiketoiminnassa. Hankkeen kokonaiskustannusarvio on Lifa Airille 0,7 MEUR, josta Business Finlandin jakama avustus kattaa enintään puolet.

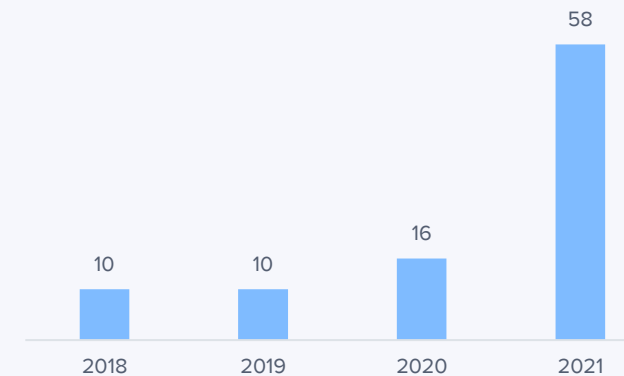
BIOPROT-hankkeessa Lifa Air pyrkii valmistamaan biopohjaisia maskeja

BIOPROT-hanke on Lappeenrannan yliopiston johtama ja Business Finlandin rahoittama hanke, jonka tavoitteena on suojavarusteiden kiertotalouden mahdollistaminen. Lifa Airin lisäksi hankkeessa on useita tutkimusorganisaatiota ja kotimaista yritystä, mutta Lifa Air toimii ainoana lopputuotteiden valmistajana. Hankkeen ytimessä on fossiilista raaka-aineista valmistettujen maskien korvaamien uusien biopohjaisten materiaaliratkaisujen avulla. BIOPROT-hanke pyrkii uudella tavalla yrityskonsortiolla kattamaan koko maskien valmistuksen arvoketjun raakamateriaalien hankinnasta käytetyn lopputuotteen kierrätykseen saakka. Yhtiön Business Finlandilta saama avustus kattaa enintään 50 % hankkeen hyväksytyistä kokonaiskustannuksista, jolloin avustus on enintään 0,4 MEUR. Johdon näkemyksen mukaan Lifa Air tulee hyötymään merkittävästi hankkeesta. Näemme hankkeessa paljon potentiaalia, mutta suurimmat epäilyksemme liittyvät biopohjaisten maskien tuoteominaisuuksiin ja niiden valmistuksen yksikkökustannuksiin.

Lifa Airin rahavirta

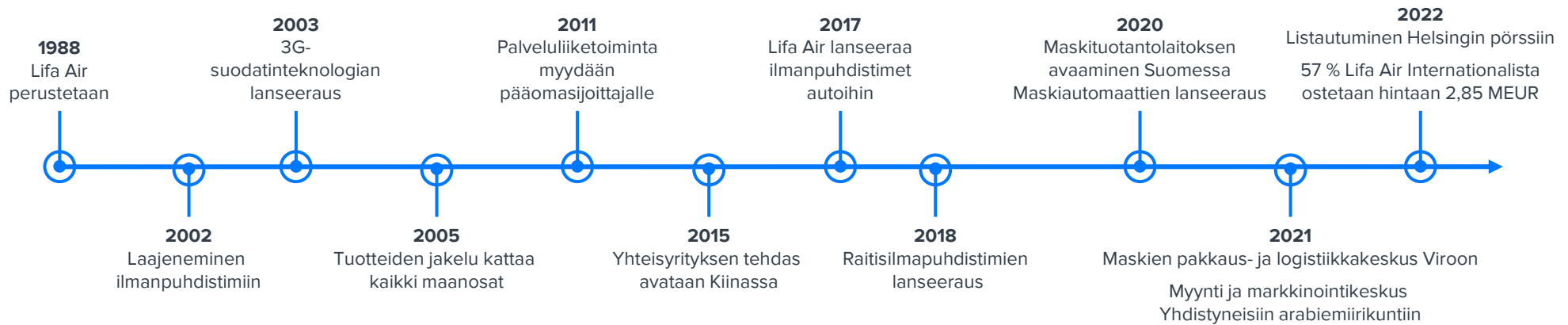


Henkilöstömäärä



Avaintapahtumat Lifa Airin historiassa

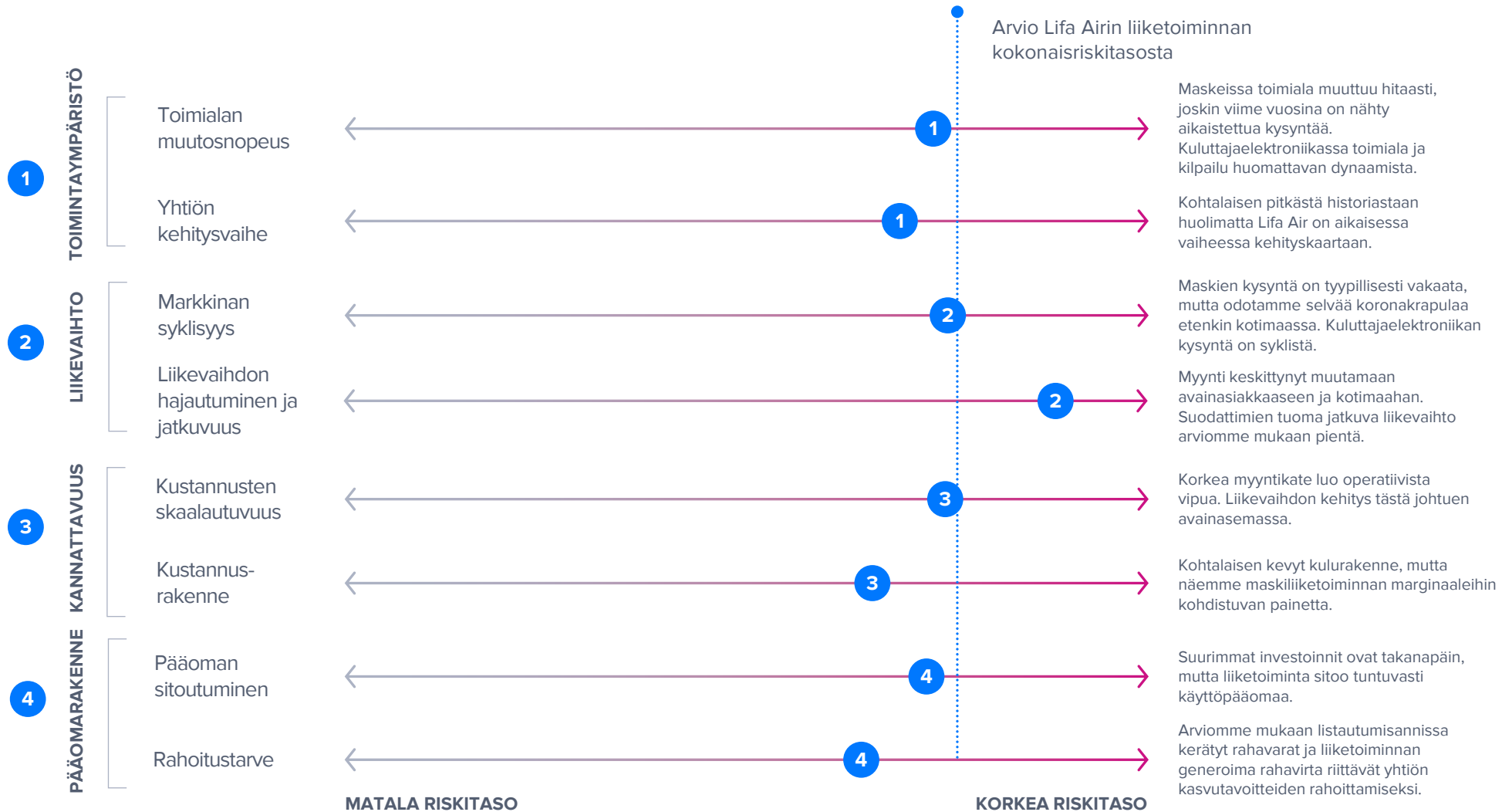
Lifa Airin historian avaintapahtumia



Tuotekehitys tiivistettynä



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Kasvuyhtiö, jolla on lupauksia lunastettavana

Miellämme Lifa Airin sijoitusprofiililtaan korkean riskin kasvuyhtiöksi viime vuosien räjähdysmäisen kasvun ja suurten kasvuinvestointien takia. Viime vuosien vahvasta ja kannattavasta kasvusta huolimatta Lifa Airilla ei vielä ole näyttöjä tavoitteidensa mukaisesta kasvusta ilman markkinan merkittävää myötätuulta. Yhtiö onnistui hyvin vastaamaan kotimaan polttavaan pulaan kasvomaskeista, mutta nykyiset taloudelliset tavoitteet vaativat merkittävää kasvua ulkomailta. Yhtiö on suunnite Riskiprofiilia nostaa osittain suuret kasvuinvestoinnit ja heikko näkyvyys kysynnän kehitykseen. Jos Suomen maskimarkkina kutistuu merkittävästi, kamppailee Lifa Air aiempaa raskaammalla kulurakenteella kutistuvassa markkinassa.

Odotamme Lifa Airin liikevaihdon laskevan vuosina 2022 ja 2023 kotimaan paikallisen kohdemarkkinan supistuessa. Jos yhtiö kykenee kompensoimaan kasvomaskeiliiketoiminnan vastatuulta viennillä, voi siitä kuoriutua kasvuyhtiö omia odotuksiamme nopeammin. Yhtiöllä ei ole kuitenkaan vielä vakuuttavia näyttöjä kasvusta Suomen ulkopuolella, minkä seurauksena suhtaudumme varauksella sen edellytyksiin rakentaa viime vuosien erittäin vahvan kasvun päälle.

Vahvuudet

Vahva markkina-asema Suomessa antaa yhtiölle edellytykset generoida kassavirtaa kasvuinvestointien ja tuotekehityksen mahdollistamiseksi (esim. E3- ja BIOPROT-hankkeet).

Vahva tase antaa liikkumavaraa kasvuinvestointeihin. Listautumisannin myötä Lifa Airin taseen pitäisi olla lähes nettovelaton, mutta kasvu sitoo luonnollisesti pääomaa.

Tehokas tuotanto ja korkea kannattavuus ovat mielestämme Lifa Airin selkeitä vahvuuksia. Yhtiö sai vuonna 2020 nopeasti oman maskituotannon pystytettyä Suomessa ja on viime vuosina kyennyt kasvamaan muita kotimaisia maskeja valmistavia yhtiöitä vauhdikkaammin. Yhtiön pääoman tuottoluvut ja suhteellinen kannattavuus ovat erittäin korkealla tasolla, mutta myös muut paikalliset maskivalmistajat ovat nauttineet poikkeuksellisen korkeasta kannattavuudesta. Tämä indikoi mielestämme, ettei toimialan kannattavuustaso voi olla pysyvä.

Heikkoudet

Erittäin keskittynyt asiakaskunta rajoittaa Lifan neuvotteluvoimaa ja herättää tiettyjä epäilyksiä kasvun jatkuvuutta kohtaan. Vuonna 2021 Lifa Airin viisi suurinta asiakasta toivat yhteensä 80 % yhtiön liikevaihdosta ja suurin asiakas toi yli puolet kyseisestä potista. Yhdenkin suuren asiakkaan menettäminen tai aiempaa heikommat sopimusehdot aiheuttaisivat lommon Lifa Airin tulokseen. Lifa Airin edellisvuoden liikevaihdosta 89 % tuli kotimaasta, joten liiketoiminnan maantieteellinen hajautus on hyvin maltillinen, vaikka tuotteita onkin myyty yli 100 eri maahan.

Liiketoiminnan heikko näkyvyys vaikeuttaa kasvuinvestointeihin liittyvää budjetointia ja nostaa yhtiön riskiprofiilia, mikä painaa sijoittajien hyväksymiä arvostuskertoimia. Lifa Air joutui antamaan negatiivisen tulosvaroituksen vain pari kuukautta listautumisantinsa jälkeen, mikä osoittaa, kuinka heikko liiketoiminnan

pohjanäkyvyys on.

Sijoittajien heikko luottamus: Arviomme mukaan markkina ei luota Lifa Airin taloudellisiin tavoitteisiin, mikä heijastuu osakkeen varovaisessa tulospohjaisessa hinnoittelussa. Yhtiön on ansaittava markkinoiden luottamus luvuillaan näyttääkseen, ettei sijoitustarina nojaa koronan aiheuttamaan kysyntäpiikkiin. Markkinoiden luottamusta koettelee myös kesäkuussa annettu tulosvaroitus ja konsernin lähipiiritransaktiot, joista esim. listautumisannissa kerätyillä rahoilla ostettiin 57 % tytäryhtiö Lifa Air Internationalista 2,85 MEUR:lla. Kaupassa myyjinä toimivat mm. konsernin johtoryhmän Vesa Mäkipää, Benjamin Shum ja Eppu Mäkipää. Lifa Air International teki vuonna 2021 0,3 MEUR:n liikevoiton, joten nettovelattomana ostokohteen kauppahinta olisi ollut Lifa Airin omaan arvostukseen nähden korkea EV/EBIT 18x.

Vesa Mäkipää osti aikanaan nykyisen Lifa Air Internationalin omaisuserät Lifa Airilta vuonna 2010 kansainvälistymisen nopeuttamiseksi. Vuosina 2019-2021 konserni osti 43 % yhtiöstä takaisin yhteensä 2,15 MEUR:lla ja 57 % 2,85 MEUR:olla listautumisen jälkeen. Lisäksi yhtiö on hankkinut 6G Cooliin liittyviä immateriaalioikeuksia Vesa Mäkipään omistamalta IAQ Laboratorylta, mutta myyjä luopui oikeudestaan 5 MEUR:n kauppahintaan. Käsitksemme mukaan IAQ Laboratorylla ei pitäisi tulevaisuudessa olla lainkaan toimintoja. Listaamaton yhtiö voi melko vapaasti tehdä lähipiiritransaktioita, mutta listatun yhtiön kohdalla ne voivat kuitenkin koetella markkinoiden luottamusta, koska yhtiön toimihenkilöt ja ulkopuoliset sijoittajat ovat eriarvoisessa asemassa kauppaan liittyvän tiedonsaannin suhteen.

Sijoitusprofiili 2/2

Mikäli lähipiiritransaktioita tapahtuu jatkossa suhtaudumme niihin suurella varauksella merkittävästä informaatioasymmetriasta johtuen.

Liiketoiminnan riskiprofiili on korkea, sillä näkyvyys myynnin kehitykseen lyhyellä aikavälillä on erittäin heikko ja konsernin normaalia suorittamista kuvastavia datapisteitä ei ole käytännössä lainkaan. Lifa Airin kasvutavoitteet nojaavat kansainväliseen kasvuun ja henkilökohtaisen ilmanpuhdistimen läpimurtoon, mutta yhtiöllä ei vielä ole historiallisia näyttöjä tuntuvasta kasvusta Suomen ulkopuolella tai kaupallisesta menestyksestä kuluttajaelektronikassa.

Mahdollisuudet

Lupaava tuotekehityspotki: Näkemyksemme mukaan biopohjaisissa kasvomaskeissa ja henkilökohtaisessa ilmanpuhdistimessa on potentiaalia, mutta tuotteiden kaupallinen kilpailukyky on vielä todistettava. Lisäksi Lifa Air on myös tuomassa markkinoille alemman hintaluokan ilmanpuhdistimia, mikä kasvattaa potentiaalisten asiakkaiden määrää. Puhtaasti hinnalla yhtiöllä ei kuitenkaan ole mielestämme edellytyksiä kilpailla selvästi suurempien kuluttajaelektronikan jättien kanssa. Nähdäksemme tuotesuunnittelussa ja -ominaisuuksissa Lifa Air kykenee jossain määrin erottautumaan kilpailijoista, mutta tehokas erottautuminen vaatii jatkuvia investointeja tuotekehitykseen.

Lifa Airin kohdemarkkinalla riittää otettavaa. Kasvomaskeissa Lifa Airilla on vahva kotimainen markkinaosuus ja kutistuvan markkinan vuoksi kasvu vaatisi arviomme mukaan onnistumisia ulkomailta. Biopohjaisten maskien avulla yhtiö voi

tulevaisuudessa erottautua toimialalla, mutta toimiva tuote on vasta kehitteillä.

Ilmanpuhdistimissa näemme yhtiöllä hyvät edellytykset kasvaa markkinan myötätuulessa, mutta henkilökohtaisen ilmanpuhdistimen kaupallinen toimivuus on mielestämme vielä todistettava. Odotuksemme ilmanvaihtohygieniatuotteiden suhteen ovat toistaiseksi vaatimattomat tuoteriikän vauhdin näyttöjen vuoksi, mutta suurempien resurssien allokoiminen ja myyntitiimin kasvattaminen voisi tukea myös kyseisen tuoteriikän kehitystä.

Uhat

Kilpailun kiristyminen voi arviomme mukaan aiheuttaa tuntuva painetta Lifa Airin marginaaleihin. Arviomme mukaan kotimarkkinalla tulee lähivuosina olemaan ylikapasiteettia kasvomaskeista laskevan kysynnän ja viime vuosien merkittävän valmistuskapasiteetin seurauksena. Henkilökohtaisten ilmanpuhdistimien ja biopohjaisten maskien osalta näemme riskin sille, että suuret globaalit pelurit lanseeraavat vastaavia tuotteita, jos tuotteet herättävät suurta kiinnostusta asiakkaiden silmissä.

Epäonnistuminen kansainvälistymisessä: Lifa Air on pitkään ollut kansainvälinen yhtiö, mutta viime vuosien kasvuloikan seurauksena yhtiön myynti painottuu vahvasti Suomeen. Kansainvälisistä toiminnoistaan ja asiakkuuksistaan huolimatta yhtiön kasvu on ollut Suomen ulkopuolella vaisua, mutta nykyiset taloudelliset tavoitteet vaativat siinä onnistumista. Kansainvälisen myynnin kasvattamisessa epäonnistuminen rajaisi merkittävästi Lifa Airin potentiaalista kohdemarkkinaa ja kasvunäkymää.



Sijoitusprofiilin SWOT-analyysi

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">Vahva markkina-asema SuomessaVahva tase ja hyvät mahdollisuudet investoidaTehokas tuotanto ja erittäin korkea kannattavuus	<ul style="list-style-type: none">Keskittynyt asiakaskunta ja riippuvuus kotimaastaLiiketoiminnan heikko näkyvyysMarkkinoiden heikko luottamus
<ul style="list-style-type: none">Lupaava tuotekehityspotkiKasvava kohdemarkkina	<ul style="list-style-type: none">Kilpailun kiristyminenEpäonnistuminen kansainvälistymisessäKotimarkkinan supistuva kasvomaskeimyynti
Mahdollisuudet	Uhat

Sijoitusprofiili

1.

Vahva asema kotimaan maskimarkkinalla

2.

Globaalisti suuri kohdemarkkina

3.

Erittäin korkea kannattavuus nykyisillä myyntivolyymeillä

4.

Kyky innovatiiviseen tuotekehitykseen

5.

Altavastaajan asema Suomen ulkopuolella

Potentiaali



- Mahdollisuus kasvaa vahvasti kasvavalla ilmanpuhdistimien markkinalla
- Hyvä hinnoitteluvoima etenkin FFP2- ja FFP3-hengityssuojaimissa
- 6GCooliin ja BIOPROT-hankkeeseen liittyvä potentiaali

Riskit



- Maskien kysynnän raju lasku kotimaassa
- Riski varaston arvonalenemiselle
- Kireä kilpailu kuluttajaelektronikassa
- Pyrkimys tehdä liian montaa asiaa samaan aikaan
- Erittäin keskittynyt asiakaskunta
- Vähäiset näytöt vahvasta kansainvälisestä kasvusta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Neljä strategista kulmakiveä

Lifa 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 Lifa Airin tavoitteena on kasvun kiihdyttäminen oman tuotantokapasiteetin ja myyntiorganisaation avulla sekä henkilökohtaiseen ilmanpuhdistukseen keskittyminen. Käsitksemme mukaan yhtiö harkitsee Kiinalaisen alihankinnan ohelle omaa kokoonpanotehdasta Eurooppaan.

Kasvaakseen yhtiön on vahvistettava tuotteiden jakelua etenkin Suomen ulkopuolella. Tämä vaatii arviomme mukaan uusiin jakelukanaviin laajenemista ja tuoteportfolion kehittämistä. Koska Lifa Airin ilmanpuhdistimet ovat yleisesti olleet kilpailijoita hintavampia, on yhtiön tavoitteleva tuotetarjoaman laajentaminen alempaan hintasegmenttiin mielestämme uskottava keino potentiaalisen asiakaspohjan laajentamiseksi. Segmentin kireästä kilpailusta johtuen alemman

hintasegmentin tuotteiden kannattavuuspotentiaali arveluttaa kuitenkin meitä.

Ilmanpuhdistimissa strategian keskiössä on 6GCool-henkilökohtaisen ilmanpuhdistimen kaupallistamisen edistäminen. 6GCoolin myynnin edistämiseksi yhtiö pyrkii kehittämään paranneltuja malleja tuotteesta ja uusiin versio on tarkoitus lanseerata 2022 aikana. Henkilökohtaisen ilmanpuhdistimen suhteen suhtaudumme varovaisesti odotuksiimme tuotteen kaupalliseen läpimurtoon liittyen, kunnes saamme lisää näkyvyyttä sen kaupallisiin onnistumisiin.

Maskeissa hillotolppa on vuodessa 2024

Maskien suhteen Lifa Airin on tarkoitus keskittyä FFP2 ja FFP3-hengityssuojaimiin kirurgisten suunäsuojusten sijaan. Mielestämme päätös on perusteltu, koska yleisesti kilpailu on kireämpää kirurgisissa suunäsuojuksissa ja kateprofiili matalampi. Markkina on erityisen houkutteleva FFP3-hengityssuojaimissa tuotteiden vaativampien teknisten ominaisuuksien vuoksi, mikä parantaa hinnoitteluvoimaa. Biopohjaiset hengityssuojaimet ja kirurgiset suunäsuojukset voivat arviomme mukaan avata houkuttelevia kasvumahdollisuuksia, jos yhtiö kykene tuomaan tuoteominaisuuksiltaan tarpeeksi hyvän tuotteen järkevään hintaan markkinoille. Biopohjaisten maskien myynti on tarkoitus aloittaa vuoden 2024 loppuun mennessä, mutta käsitksemme mukaan BIOPROT-hanke on alkuperäistä aikataulua edellä.

Ilmanvaihtohygieniatuotteiden tuotantoa pyritään tehostamaan

Ilmanvaihtohygieniatuotteissa Lifa Air pyrkii

tehostamaan tuotantoaan, jotta yhtiö voisi tarjota asiakkailleen alemmaa hintapistettä ja parantaa myyntikatteitaan. Käsitksemme 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 huomioiden.

Kasvu nojaa kansainvälistymiseen

Lifa Airilla on vahva markkina-asema Suomessa, joten yhtiön kasvu nojaa vääjäämättä ulkomaille. Yhtiöllä on hyviä jakelukanavia ulkomailla, mutta sen on todistettava tuotteiden menekki myös muilla markkinoilla. Ilmanpuhdistimien kansainvälistymisen osalta Lifa Airin tavoitteena on aluksi lisätä tuotteiden vientiä Eurooppaan, sitten Aasiaan ja lopuksi Yhdysvaltoihin. Ilmanvaihtohygieniatuotteissa tarkistus on panostaa suoramyntiin Suomessa ja Suomen ulkopuolella myyntiin jälleenmyyjien kautta. Hengityssuojainten osalta Lifa Airin on tarkoitus kohdentaa markkinointitoimenpiteitä terveydenhuollon ja rakennusalan toimijoille. Käsitksemme mukaan hengityssuojaimissa kasvua pyritään saavuttamaan Euroopassa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Lifa Airin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- 25-30 %:n keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu ja noin 60 MEUR:n liikevaihto vuoteen 2026 mennessä;
- Keskipitkällä aikavälillä vähintään 20 %:n EBITDA-marginaali;
- 40 %:n omavaraisuusaste.

Käsityksemme mukaan Lifa Airin vuoden 2026 kasvutavoite pyritään saavuttamaan orgaanisesti, mikä vaatii keskimäärin noin 27 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua vuodesta 2021 laskettuna. Lifa Airin kohdemarkkinoiden kasvuvauhtiin suhteutettuna tavoite on erittäin kunnianhimoinen ja vaatii markkinaosuuden tuntuva vahvistamista. Yhtiön tavoitteena on, että vuonna 2026 sekä maskit että ilmanpuhdistimet tuovat noin 45 % konsernin liikevaihdosta ja ilmanvaihtohygieniatuotteet jäljelle jäävät ~10%. Tavoite edellyttää todella vahvaa kasvua jokaisessa tuoteryhmässä, mutta etenkin ilmanpuhdistimissa. Yhtiö ei jaottele tuoteryhmäkohtaista myyntiään, mikä vaikeuttaa selvästi tavoitteen arvioimista.

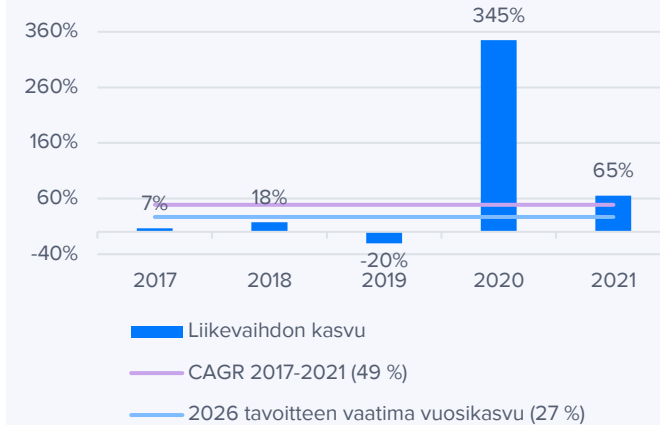
Henkilökohtaisen ilmanpuhdistimen ja biopohjaisten maskien menestyminen antaisi yhtiölle hyvät edellytykset kasvuille, mutta maskien heikentyvästä kotimarkkinan kysyntänäkymästä ja kansainvälisen kasvun puutteesta johtuen suhtaudumme kasvutavoitteisiin varauksella. Teollisten asiakkaiden maskikysyntä on kuluttaja-asiakkaita vakaampaa, joten tämän segmentin kasvattaminen myynnissä vaikuttaisi osakkeen

riskiprofiiliin lieventävästi. Lisäksi kehitteellä olevat biopohjaiset maskit voivat osoittautua kilpailukykyiseksi tuotteeksi, jos ne saavuttavat tarvittavat tuoteominaisuudet ja riittävän edullisen hintapisteen. Odotuksemme biopohjaisia maskeja kohtaan ovat kuitenkin vielä tässä vaiheessa maltilliset. Noin 60 MEUR:n kasvutavoite vaatisi yhtiön määrittämällä liikevaihtojakaumalla 6 MEUR:n liikevaihtoa ilmanvaihtohygieniatuotteista, mikä vaikuttaa mielestämme todella haastavalta tavoitteelta. Kaipaamme myös yhtiöltä lisää näyttöjä myynnillisistä onnistumisista ilmanpuhdistimissa ja etenkin 6GCoolin osalta. Yhtiö pyrkii juuri nyt kasvattamaan tuoteryhmän jakelua ja kuluttajien tietoisuutta Lifa Air brändistä.

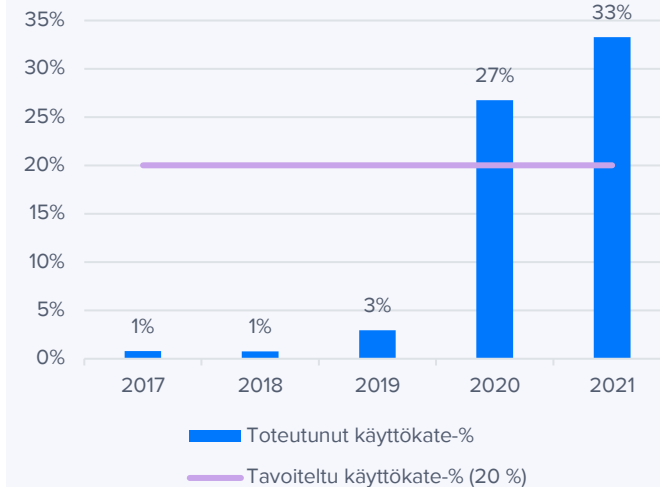
Nykyiseen kannattavuustavoitteeseen Lifa Air on yltänyt vuosina 2020 ja 2021 uuteen kokoluokkaan kasvaneen liikevaihdon tukemana. Lifa Airilla ei ole pidemmän aikavälin näyttöjä korkeasta kannattavuudesta, mikä vaikeuttaa pidemmän aikavälin kannattavuustavoitteen arvioimista. Lifa Airin koronaa edeltävät kannattavuusluvut eivät anna taloudellisille tavoitteille tukea (2014-2019 EBITDA-marginaali: 1-3 %).

Tavoiteltu 40 %:n omavaraisuusaste ei tuota Lifalle suuria haasteita ja luku oli jo 44 % vuoden 2021 lopussa, minkä jälkeen uutta pääomaa on kerätty listautumisen yhteydessä. Osinkopolitiikkana yhtiö priorisoi lyhyellä aikavälillä kasvua osingonjaon sijaan, mikä on mielestämme järkevää, kunhan yhtiö kykenee tunnistamaan houkuttelevia kasvumahdollisuuksia ja välttymään yli-investoimiselta.

Lifa Air ja kasvutavoitteet



Lifa Air ja kasvutavoitteet



Toimiala ja kilpailu 1/4

Toimialan koko ei aseta rajoitteita kasvulle

Lifa Airin kohdemarkkina on globaalisti todella suuri, eikä kokonsa puolesta aiheuta rajoitteita yhtiön kasvulle. Maskien ja ilmanpuhdistimien globaali markkina oli vuonna 2020 arviolta noin 31,4 miljardia Yhdysvaltojen dollaria, josta sen odotetaan kasvavan noin 8 % vuodessa.

Ilmanvaihtohygieniatuotteista emme ole löytäneet 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 ilmanvaihdolla varustettua kaupallista rakennusta.

Kaupungistuminen ja kasvava tietoisuus hengitysilman tärkeydestä ajavat kasvua

Yleisesti Lifa 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. Lisäksi Lifa Airin johto odottaa, että huoltovarmuuden varmistaminen tulee kestävästi vahvistamaan kirurgisten suu-nenäsuojusten ja hengityssuojaimien sekä ilmanpuhtautta parantavien laitteiden kysyntää. Ilmanlaatuun liittyvä regulaatio on myös ajuri, jonka

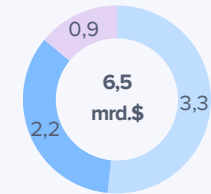
johto odottaa kasvattavan markkinan kokoa tulevaisuudessa. Esimerkiksi Hongkongissa on käytössä valtion asettama ilmanpuhtauteen liittyvä määräys ravintoloiden riittävän ilmanvaihtuvuuden varmistamiseksi.

Näkemykset kasvomaskien markkinaan liittyen ovat epäyhtenäisiä

Kirurgisten suu-nenäsuojusten ja hengityssuojainten globaali markkina oli vuonna Frost & Sullivanin tekemän arvion mukaan 6,5 miljardin dollarin kokoinen. Tästä kertakäyttöiset hengityssuojaimet olivat noin 3,3 miljardia dollaria, kirurgiset suu-nenäsuojukset noin 2,2 miljardia dollaria ja uudelleen käytettävien hengityssuojaimien noin 0,9 miljardia dollaria. Yritys arvioi markkinan kasvavan vuoteen 2027 mennessä noin 8,1 miljardiin dollariin, mikä edellyttää keskimäärin noin 3,3 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua. Tuotekategorian kasvuun vaikuttaa Frost and Sullivanin mukaan oleellisesti koronaviruspandemia ja kasvanut kirurgisten suu-nenäsuojainten käyttöönotto terveydenhuollon sektorilla. Kertakäyttöisten hengityssuojainten käytön odotetaan kasvavan terveydenhuollon alalla ja teollisessa käytössä. Samalla kertakäyttöisten hengityssuojainten yleistymisen odotetaan rajoittavan kasvua uudelleenkäytettävissä hengityssuojaimissa.

Asiantuntijoiden näkemykset markkinan kehitykseen ovat kuitenkin jokseenkin epäyhtenäisiä ja esim. Allied Market Research odottaa globaalin kasvomaskimarkkinan kutistuvan keskimäärin 11 % vuodessa vuosina 2021- 2027.

Kasvomaskien globaali markkinakoko (2020)



- Kertakäyttöiset hengityssuojaimet
- Kirurgiset suu-nenäsuojukset
- Uudelleenkäytettävät hengityssuojaimet

Toimiala ja kilpailu 2/4

Lifa Airin johdon arvion mukaan kaupungistuminen ja kasvava tietoisuus ilman saasteista toimivat ajurina paremman suojan tarjoavien FP2- ja FFP3-hengityssuojainten kysynnälle.

Hengityssuojainten ja kirurgisten suu-nenäsuojusten kilpailu on kovaa

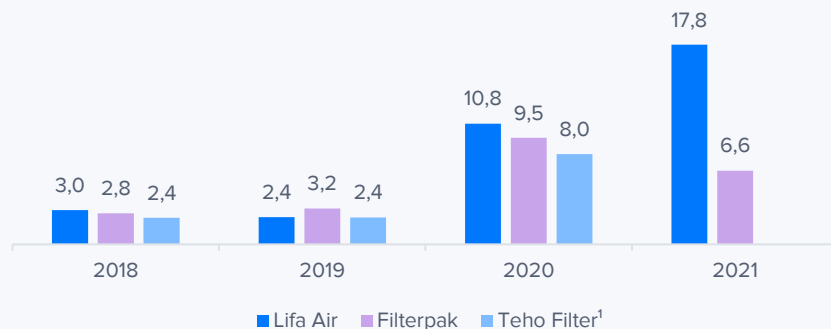
Toimijoita globaalilla kasvomaskimarkkinalla ovat mm. suuret kansainväliset yhtiöt kuten 3M Comany, Honeywell, AlphaPro Tech, Dräger Suomi, Moldex Metric ja Kingfa Sci & Tech Co. Kyseisille toimijoille tuotekategoria ei ole ydinliiketoimintaa, mutta ne kykenevät tarjoamaan tuotteita osana laajempaa kokonaisuutta kuten turvallisuutta parantavana suojavarustuksena sairaaloissa ja rakennusalalla. Suuret toimijat omaavat yleensä hyvät vakiintuneet asiakassuhteet, jonka lisäksi niiden kilpailuedut nojaavat kykyyn toimittaa suuria volyymejä ja tuotekohtaiseen kulutehokkuuteen.

Kotimaisessa kilpailukentässä Lifa Air kohtaa myös pienemmän kokoluokan paikallisia toimijoita kuten

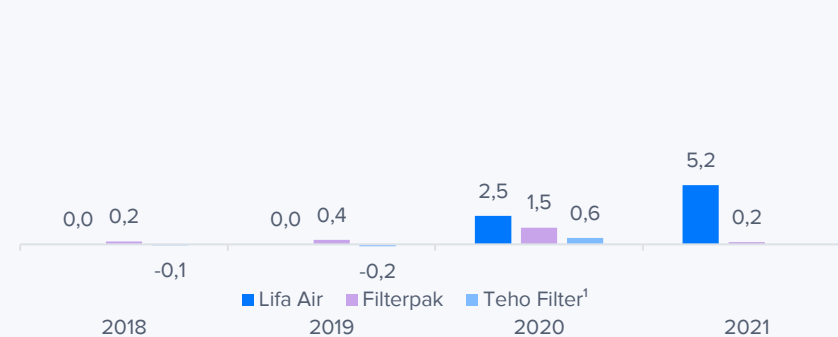
Filterpakin ja Teho Filterin. Kasvomaskien tuotanto ei vaadi suuria investointeja, mikä laskee toimialan alalietulokynnystä. Yleisesti kilpailu keskittyy pääosin tuotteiden laatuun, luotettavuuteen ja toimintakykyyn. Johto näkee Lifan kilpailukyvyyn perustuvan tehokkaaseen toimitusketjuun sekä monipuoliseen ja laadukkaaseen tuotevalikoimaan. Näemme kotimaisuuden ja hyvät jakelusopimukset (esim. suuret vähittäiskauppakettit) Lifa Airin kilpailuetuina kotimaassa. Odotamme huoltovarmuuden varmistamiseen liittyvien toimien tukevan etenkin kotimaista hengityssuojaimiin liittyvää liiketoimintaa myös jatkossa ja kotimaisten toimijoiden voittavan markkinaosuutta. Kirurgisissa suu-nenäsuojuksissa erottautuminen on erittäin vaikeaa tuotteiden ominaisuuksiin liittyvien tiukkojen rajoitusten takia ja kilpailutuksissa asiakkaiden huomio kiinnittyy lähinnä tuotteiden hintaan. Suuri kysymys on kuitenkin, että mille tasolle markkinan koko normalisoituu kotimaassa ja missä määrin Lifa Air kykenee korvaamaan kotimaista kuluttajamyyntiä viennillä ja muilla asiakasryhmillä.

Viime vuosina Lifa Air ei kasvanut yksin räjähdysmäisesti, vaan vuonna 2020 koronan vuoksi kasvaneen maskikysynnän huomaa myös muiden kotimaisten valmistajien luvuista. Sekä Filterpakin että Teho Filterin liikevaihto harppasi aivan uudelle tasolle arviomme mukaan pääosin maskikysynnän ajamana. Vuonna 2021 Filterpakin liikevaihto laski, mutta Lifa Air kykeni rakentamaan vahvan 2021 vuoden päälle ja kasvattamaan markkinaosuuttaan kotimaassa. Filterpak ja Teho Filter eivät ole yhtä kannattavia kuin Lifa Air ja niiden liikevoitto on selvästi Lifa Airia maltillisemmalla tasolla, mikä johtuu arviomme mukaan eroavista myyntimixeistä maskiliiketoiminnassa (Lifa Airilla myynnillisesti suurempi paino FFP2- ja FFP3-hengityssuojaimista). Lifa Air on arviomme mukaan investoinut tuotantokapasiteettiin kotimaisia kilpailijoitaan enemmän, minkä nostaa yhtiön riskiprofilia koronasta seuranneen suuren kuluttajakysynnän normalisoituessa.

Kotimaisten maskivalmistajien liikevaihto (MEUR)



Kotimaisten maskivalmistajien liikevoitto (MEUR)



Toimiala ja kilpailu 3/4

Ilmanpuhdistimissa pysyvien kilpailuetujen saavuttaminen on erittäin vaikeaa

Ilmanpuhdistimien globaali markkina oli VPA Researchin arvion mukaan noin 12,4 miljardia dollaria vuonna 2020. Markkinan odotetaan kasvavan merkittävästi 23,3 miljardiin vuonna 2027, mikä edellyttäisi keskimäärin 9,4 %:n vuotuista kasvua. Markkinan voi jaotella suodatinteknologian mukaan neljään eri kategoriaan: HEPA-suodattimet (High Efficiency Particle Air), ionisaattorit, aktiivihiihisiuodattimet sekä muut suodatinteknologiat. HEPA on suodatinteknologioista yleisin ja sen osuus ilmanpuhdistimien globaalista liikevaihdosta oli vuonna 2020 40 %, ionisaattorien 30 %, aktiivihiihien 19 % ja muiden teknologioiden osuus 10 % kokonaismarkkinasta.

Globaalin ilmanpuhdistimien markkinan odotetaan kasvavan yleistä kuluttajaelektronikkaa nopeammin ja näemme Lifa Airilla edellytykset tukevalle kasvulle markkinan myötätulessa sekä kotimaassa että ulkomailla. Ilmanpuhdistimissa Lifa

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 ja Blueair (Unileverin omistuksessa). Alalla pienemmillä toimijoilla on tyypillisesti ilmanpuhdistimien ympärille luotu missio ja vahvempi fokus ilmanpuhdistuksessa.

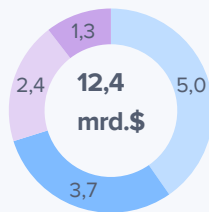
Lifa kilpailuedut ilmanpuhdistimissa kytkeytyvät tuoteominaisuuksiin

Lifa Airin johdon näkemyksen mukaan yhtiön kilpailukyky perustuu omaan patentoituun teknologiaan, joka mahdollistaa energiatehokkaan ja hiljaisen ilmanpuhdistuksen. Lisäksi sen omat testauslaitokset mahdollistavat tuotteiden laadun

varmistamisen ja tuotteet ovat palkittuja designistaan.

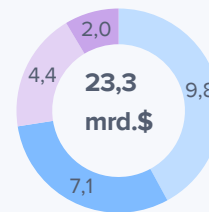
Johdon määrittämät kilpailuedun lähteet ovat mielestämme uskottavia, mutta suhtaudumme kriittisesti niiden kestävytyteen. Kilpailu kuluttajaelektronikassa on erittäin kovaa ja pysyvien kilpailuetujen saavuttaminen on hyvin vaikeaa. Näemme, että tuoteominaisuuksilla Lifa Air voi saavuttaa väliaikaisia kilpailuetuja, mutta kilpailijoiden suurista tuotekehitysbudjeteista johtuen tuoteominaisuudet ovat replikoitavissa patenteista huolimatta. Brändi voi toimia alalla kilpailuedun lähteenä, mutta Lifa Airin brändi ei arviomme mukaan ole riittävän vahva mahdollistaakseen tuotteiden preemiohinnoittelua alalla kilpaileviin globaaleihin kuluttajaelektronikan jätteihin nähden. Tämä rajoittaa arviomme mukaan yhtiön kannattavuuspotentiaalia (pääoman tuoton ja pääoman kustannuksen erotus) kyseisessä tuoteryhmässä.

Ilmanpuhdistimien globaali markkinakoko (2020)¹



■ HEPA ■ Ionisaattori ■ Aktiivihiihi ■ Muut

Ilmanpuhdistimien globaali markkinakoko (2027)¹



■ HEPA ■ Ionisaattori ■ Aktiivihiihi ■ Muut

CAGR

10,1 %

9,8 %

9,0 %

6,3 %

1) Lähde: VPA Research

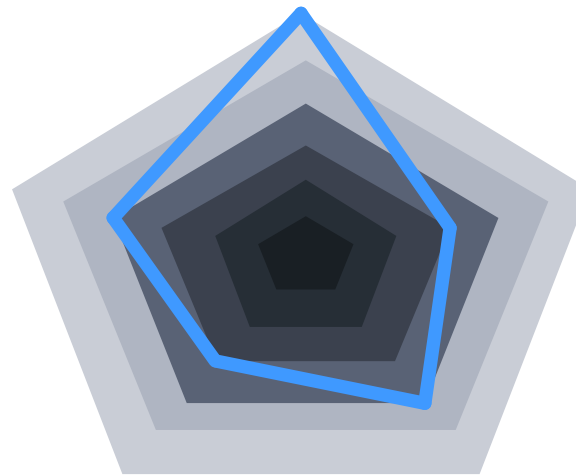
Toimiala ja kilpailu 4/4

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 Lifa 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 Lifa Airin tuotekategorioissa, mutta tuotekehityksessä on pysyttävä ajan tasalla



Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

- 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 (matala*)

- Tavarantoimittajia on alalla useita ja avaintoimittajille löytyy varantoimittajat 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 Lifa Airille aiheuttamasta uhasta asteikolla ei uhkaa, vähäinen, matala, kohtuullinen, merkittävä ja korkea.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/3

Liikevaihto on kasvanut viime vuosina räjähdysmäisesti

Lifa Airin liikevaihto kehittyi vaisusti vuosina 2014–2019 vaihdellen 3 MEUR:n ja 2,4 MEUR:n välillä. Tuolloin Lifa 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 kasvomaskiliiketoiminnasta syntyi merkittävä tukijalka myynnille. Lifa Air onnistui arviomme mukaan kilpailijoitaan paremmin reagoimaan kotimarkkinan akuuttiin maskitarpeeseen huoltovarmuuden varmistamiseksi, mikä heijastuu kilpailijoita vahvempana kasvuna. Lifa onnistui vuonna 2021 rakentamaan vahvan vertailukauden päälle ja kasvattamaan liikevaihtoaan jälleen vakuuttavat 65 %. Yhtiön kasvu on ollut kotimarkkinavetoista ja vientimyynni laski viime vuonna 10 % vertailukaudesta ja oli 11 % konsernin liikevaihdosta. Yhtiö on suunnitelmallisesti pyrkinyt rakentamaan brändiään mm. Kiinassa, mutta toistaiseksi kotimaa leijonanosan liikevaihdosta.

Kannattavuus on parantunut kasvun myötä

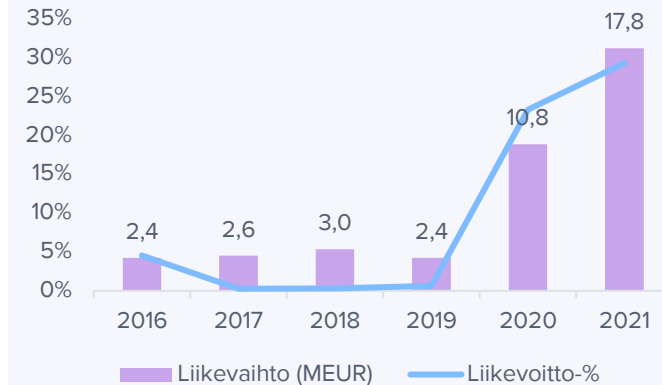
Lifa Airin kasvun myötä myös kannattavuus on parantunut ja yhtiö on kyennyt nostamaan liikevoittomarginaaliaan koronaa edeltäneeltä matalalta tasolta erittäin vahvalle 29 %:in tasolle. Yhtiön myyntikatemarginaali on korkea ja materiaalit ja palvelut -kuluerä oli ainoastaan 36 % yhtiön 2021 liikevaihdosta, mikä on valmistavalle

teollisuudelle todella alhainen taso. Materiaalit ja palvelut -kuluerän laskua suhteessa liikevaihtoon selittää oman maskituotannon aloittaminen vuonna 2020. Arviomme mukaan korkea hinnoitteluvoima johtuu osittain maskien räjähdysmäisestä kysynnästä kotimarkkinalla ja julkisten tahojen pyrkimyksestä turvata huoltovarmuus, mikä on tukenut etenkin kotimaisia toimijoita. Lisäksi Lifa Airin myyntimix painottuu kirurgisten suu-nenäsuojainten sijaan parempikatteisiin FFP2- ja FFP3-hengityssuojaimiin, joissa kilpailu ei ole aivan yhtä kovaa ja erottautuminen muista tarjolla olevista tuotteista on helpompaa.

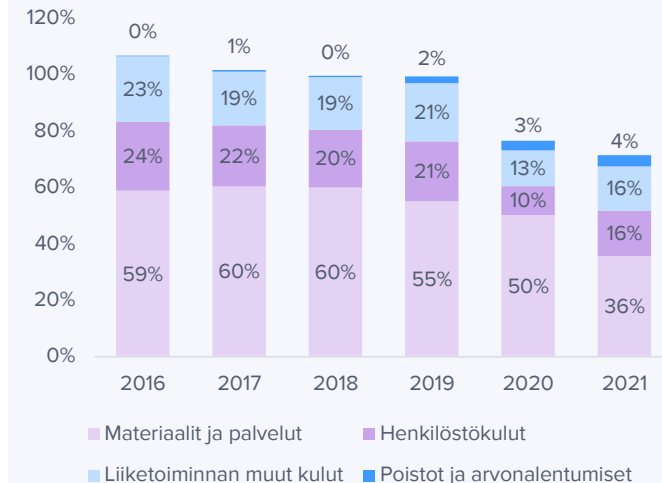
Lifa Airin kulurakenne on melko kevyt ja yhtiön korkean myyntikatteen vuoksi liikevaihdon kasvu valuu todella hyvin tuloslaskelman alimmille riveille. Poistoja lukuun ottamatta kulurakenne on tehostunut liikevaihtoon suhteutettuna oikeastaan tuloslaskelman jokaisen kuluihin osalta. Suurin ajuri kulurakenteen suotuisan kehityksen taustalla on parantunut myyntikatemarginaali ja liikevaihdon erittäin vahva kasvu, jonka myötä luonteeltaan kiinteät ja puolikiinteät kulut skaalautuvat. Tässä on hyvä huomioida, että liikevaihdon merkittävän kasvun myötä yhtiön kiinteä kulurakenne on aiempaa tuhdimpi, mikä nostaa kannattavuuden kriittistä pistettä.

Poistojen suhteellinen kasvu on ymmärrettävää, kun huomioi Lifa Airin liiketoiminnan painopisteen siirtyneen alihankkijoiden valmistamista tuotteista omaan tuotantoon maskiliiketoiminnassa. Tämä on luonnollisesti vaatinut tuntuvia investointeja tuotantoon, mikä on kasvattanut poistettavaa kulumassaa.

Lifa Airin kasvu ja kannattavuus



Lifa Airin kulurakenne (% liikevaihdosta)



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/3

Kasvu on sitonut tuntuvasti pääomaa

Lifa Airin erittäin vahva kasvu on vaatinut paljon uutta pääomaa ja yhtiön sijoitettu pääoman (vastattavaa - korottomat velat) on lähes kymmenkertaistunut vuoden 2019 tasosta. Kasvanut tase johtuu pääosin tuotantoon liittyvästä kasvaneesta aineellisesta omaisuudesta, uusista sijoituksista ja huomattavasti kasvaneesta vaihto-omaisuudesta. Yhtiön lukuja tarkastellessa on hyvä pitää mielessä, ettei sillä ollut ennen vuotta 2020 omaa kiinteää tuotantoa taseessaan (Kiinassa toimivan yhteisyrityksen omaisuutta ei pienen omistusosuuden takia konsolidoida Lifa Airin taseeseen).

Lifa Airin erittäin vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta sijoitetun pääoman kiertonopeus (liikevaihto / sijoitettu pääoma keskimäärin) on laskenut lievästi vuosien 2017-2018 tasolta. Tämä tarkoittaa, että sijoitettu pääoma on kasvanut liikevaihtoa nopeammin, mikä on rajoittanut pääoman tuoton kehitystä. Oman kiinteän tuotannon aloittaminen on mielestämme looginen selitys hidastuneelle sijoitetun pääoman kierrolle. Merkittävä vuoden 2021 sijoitetun pääoman kiertoa hidastava tekijä oli saatujen ennakoiden huomattava lasku. Vuonna 2020 Lifa Airilla oli taseessaan 5,0 MEUR:n edestä saatuja ennakkoja, mutta vuoden 2021 lopussa taso oli laskenut 0,1 MEUR:oon. Kehityksen taustalla on arviomme mukaan muutos asiakkaiden käytöksessä, jotka eivät enää ole valmiita tilaamaan yhtä suuria eriä yhtä huokeilla ehdoilla. Kotimaisen maskituotannon kasvun myötä asiakkailta on nyt

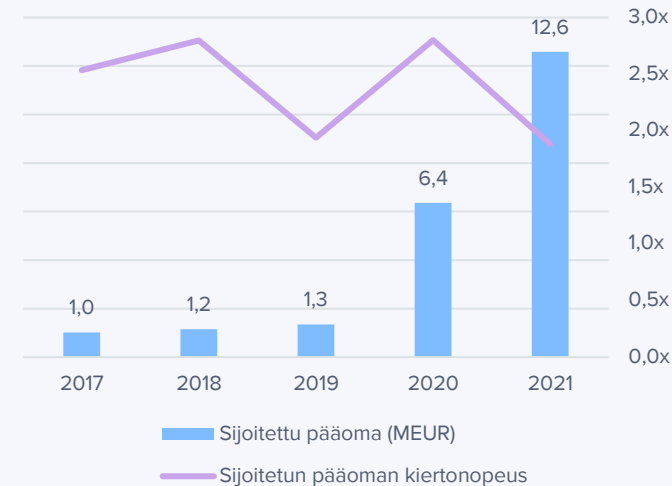
arvoketjussa aiempaa vahvempi neuvotteluasema. Tästä kehityksestä huolimatta Lifa Airin sijoitetun pääoman kiertonopeus oli valmistavalle teollisuudelle korkealla 1,9x tasolla.

Kasvaneesta pääomasta huolimatta kannattavuusluvut ovat satumaisia

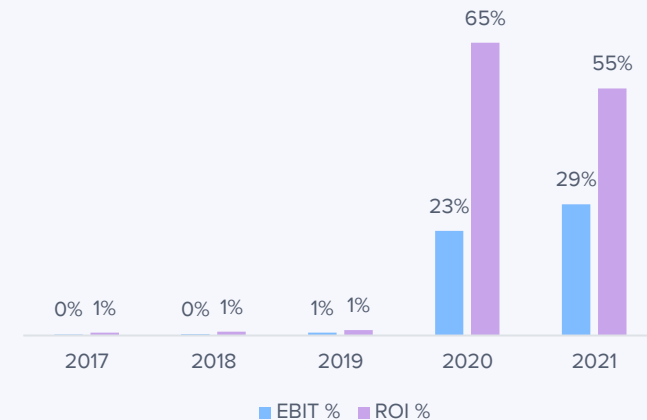
Liiketoiminnan sitomasta uudesta pääomasta huolimatta Lifa Airin viime vuosien pääoman tuotto on noussut erittäin korkealle tasolle (ROI 55-65 %). Ennen vuotta 2020 Lifa Airin sijoitetun pääoman tuotto oli pääoman kustannusta matalampi eikä liiketoiminta näin ollen luonut omistaja-arvoa. Pääoman tuoton suotuisen kehityksen taustalla on merkittävästi parantunut liikevoittomarginaali (~0 % -> 29 %). Arviomme mukaan edellisvuoden vakuuttava parannus liikevoittomarginaalissa johtui myynnin painottumisesta aiempaa vahvemmin korkeakatteisiin FFP2- ja FFP3-hengityssuojaimiin. EBIT-tasolla myyntivolyymien kehitys on myös keskeinen rooli, kasvaneista luonteeltaan kiinteistä ja puolikiinteistä kuluista johtuen.

Vahvasti kehittyneestä suhteellisesta kannattavuudesta huolimatta yhtiön sijoitetun pääoman tuotto laski edellisvuonna hidastuneen sijoitetun pääoman kierron seurauksena. Liiketoiminnan korkean pääoman tuoton puolustamiseksi tehokas käyttöpääoman hallinta on Lifa Airille tärkeää.

Sijoitetun pääoman tehokkuus



Kannattavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/3

Taserakenne muuttunut huomattavasti vuoden 2021 lopusta

Lifa Airilla oli vuoden 2021 lopussa 5,7 MEUR:n edestä nettovelkaa taseessa, josta 0,11 MEUR koostui toimitusjohtajan myöntämistä pääomalainoista. Pääomalainat ovat eräpäivättömiä, niiden korko on sidottu peruskorkoon ja niiden takaisinmaksu on ehdollinen sille, ettei yhtiön vakaavaraisuus vaarannu. 2021 lopussa yhtiön rahavarat olivat 25 TEUR, mikä ei ole riittävä taso operatiivisen liiketoiminnan pyörittämiseen. Sittenkin Lifa Airin taseasema on vahvistunut huomattavasti yhtiön kerättyä noin 7,7 MEUR listautumisannin yhteydessä. Kyseisistä varoista käytettiin 2,85 MEUR osakkuusyhtiö Lifa Air Internationalin jäljelle jääneen 57 %:n osuuden ostamiseen (omistus nyt 100 %). Yritysjärjestelyn seurauksena taseen nettovelka ei ole pienentynyt linjassa kerätyn rahamäärän kanssa, mutta siitä huolimatta taseessa pitäisi olla vain hieman nettovelkaa. Lifa Air Internationalin taserakenne ei ole tiedossa, minkä seurauksena kaupan tarkat vaikutukset konsernin taserakenteeseen selviävät vasta H1'22-raportin yhteydessä.

Korotonta vierasta pääomaa Lifa Airin taseessa oli vuoden vaihteessa 3,0 MEUR, joka koostui pääosin siirtoveltoista ja ostoveltoista. Koroton vieras pääoma on laskenut huomattavasti edellisvuodesta, jolloin Lifa Airilla oli 5,0 MEUR:n edestä saatuja ennakoita (nyt 0,1 MEUR). Saatujen ennakkomaksujen kehitys voi arviomme mukaan olla merkki kysynnän ja tarjonnan tasaantumista maskiliiketoiminnassa.

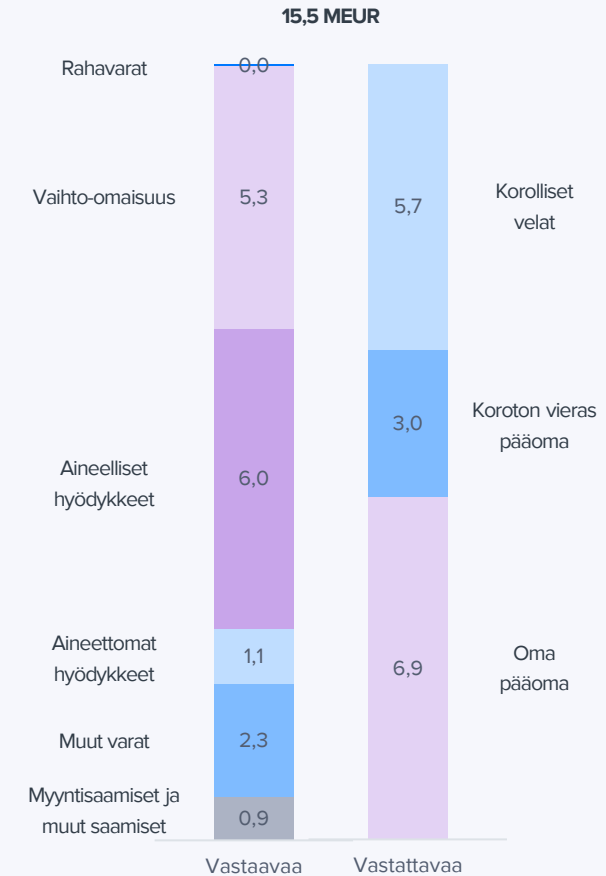
Taserakenne on melko perinteinen valmistavalle teollisuudelle

Lifa Airin taserakenne on valmistavalle teollisuudelle melko perinteinen ja heijastaa liiketoimintamallin sitomaa pääomaa tuotannon vaatimaan aineelliseen omaisuuteen sekä varastoihin. 2021 lopussa Lifa Airilla oli taseessa yhteensä 6,0 MEUR aineellista omaisuutta, joka koostui pääosin koneista ja kalustosta sekä rakennuksista ja rakennelmista. Suurin osa sijoituksista aineelliseen omaisuuteen on tehty hiljattain, minkä seurauksena näemme ne kuranttina.

Vuoden 2021 lopussa Lifa Airilla oli yhteensä 5,3 MEUR vaihto-omaisuutta taseessa. Vaihto-omaisuuden suhteen näemme riskin heikentyvälle varastonkierrolle, jos jälleenmyyjien varastotasot ovat korkealla tasolla ja kysyntä heikkenee kotimaassa äkillisesti. Myyntisaamiset olivat 2021 lopussa maltillisella 0,9 MEUR:n tasolla ja muita varoja taseessa oli yhteensä 2,3 MEUR, mikä koostui lähes kokonaan pysyvien vastaavien sijoituksista. Nämä sijoitukset arvostetaan taseessa hankintamenuun tai tätä alhaisempaan todennäköiseen jälleen hankintahintaan ja liittyvät käsityksemme mukaan Lifa Air Internationalin osakkeiden ostoon. Jatkossa Lifa Air Internationalin omaisuus konsolidoidaan mukaan konsernin lukuihin Lifa Airin omistusosuuden noustua 100 %:iin.

Aineettomat hyödykkeet olivat 2021 lopussa maltillisella 1,1 MEUR:n tasolla. Aineettomien hyödykkeiden alaskirjausriskiä on hankala arvioida, mutta koska yhtiöllä on selvästi aineettomia hyödykkeitä enemmän omaa pääomaa, tase kestäisi aineettomien hyödykkeiden täyden alaskirjaamisen.

Taserakenne 2021 (MEUR)¹



Huom: Taserakenne muuttunut huomattavasti listautumisannissa kerättyjen varojen ja Lifa Air International -yrityskaupan myötä.

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Lifa Airin liikevaihdon kehitystä konsernitasolla. Viime vuosien erittäin vahvan kasvun, muuttuneen organisaatorakenteen, poistetun ohjeistuksen ja normaalien datapisteiden puutteen takia yhtiön ennustettavuus on lyhyelläkin aikavälillä erittäin heikko.

Vuoden 2022 luvut saavat tukea tuhdistä tilauskirjasta

Kuluvalle vuodelle Lifa Air ohjeisti aiemmin 18-24 MEUR:n liikevaihtoa ja 5-8 MEUR:n käyttökattetta. Ohjeistus peruttiin kesäkuussa suu-nenäsuojusten ja hengityssuojaimien kysynnän laskettua ennustettua nopeammin sekä kuluttajien että ammattikäyttäjien keskuudessa. Lisäksi muuttunut geopoliittinen tilanne on pitkittyneiden toimitusaikojen vuoksi vaikuttanut muihin tuotekategorioiden negatiivisesti. Poistetun ohjeistuksen perusteella odotamme alkuvuoden olleen vahva, mutta kysynnän hidastuneen selvästi toukokuusta lähtien. Arviomme mukaan yhtiöllä oli jo listautumisen yhteydessä hyvin tilauksia kirjoissaan, heikentyneestä kuluttajakysynnästä huolimatta.

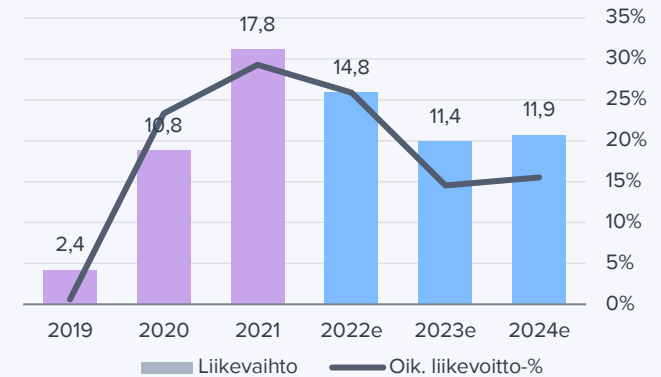
Odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan kuluvan vuoden aikana 17 % 14,8 MEUR:oon, mikä on melko tuntuvasti listautumisen yhteydessä annetun ohjeistushaarukan alapuolella. Vahvan alkuvuoden takia 56 % kuluvan vuoden liikevaihdosta tulee ennusteissamme H1:llä, vaikka käsityksemme mukaan kausiluonteisesti H2 on yhtiölle vahvempi. Odotamme liikevaihdon laskun

painottuvan kasvomaskeihin vähittäiskaupassa ja julkisissa kilpailutuksissa. Odotamme kuitenkin Lifa Airille tärkeiden FFP2- ja FFP3-hengityssuojainten kysynnän pitävän pintansa kirurgisia suu-nenäsuojuksia ja kansanmaskeja paremmin. Merkittävä muutos paikallisen yhteiskunnan käytöksessä esim. uuden maskisuosituksen seurauksena aiheuttaisi kuitenkin selvää nousupainetta ennusteisiimme. Esim. WHO: Euroopan johtaja Hans Kluge [kehotti](#) maita käynnistämään uudet pyrkimykset rajoittaa korona-viruksen leviämistä kasvavaa terveyden huollon kuormitusta ennakoiden.

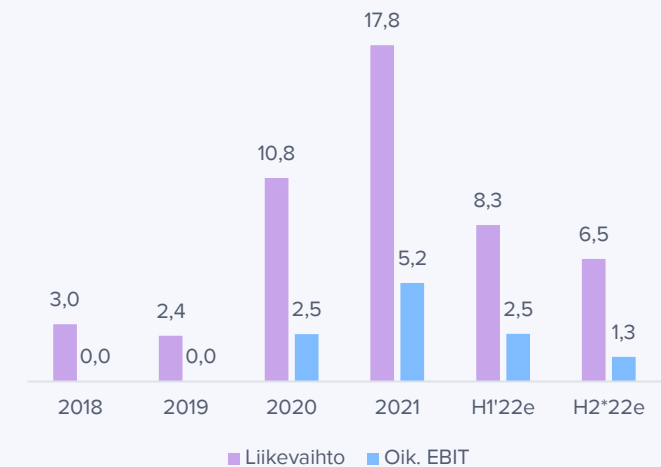
Ilmanpuhdistimissa odotamme yhtiöltä vahvaa kasvua, mutta arviomme mukaan haasteet Euroopan ja Kiinan välisessä rahtiliikenteessä voivat aiheuttaa haasteita ilmanpuhdistimien myynnissä. Ilmanvaihtohygieniatuotteiden myynnin odotamme säilyvän karkeasti vertailukauden tasolla. Konsernin kuluvan ja seuraavan vuoden luvut saavat myös tukea huhtikuun lopussa toteutetulta Lifa Air International -yrityskaupasta. (2021 liikevaihto: 3,6 MEUR, EBIT: 0,3 MEUR).

Tulosvaroituksensa yhteydessä yhtiö kertoi, että sille tärkeät avaintarjouskilpailut ovat siirtyneet, mikä tekee loppuvuoden kehityksen arvioinnista erittäin haastavaa. Avainsopimukset voivat käsityksemme mukaan olla yli 5 MEUR:n kokoisia vuositasolla, joten yksittäisen avainsopimuksen voittaminen voi muuttaa yhtiön näkymää merkittävästi. Käsityksemme mukaan suuret avainsopimukset ovat kuitenkin hyvin hintavetoisia, mikä rajoittaa niiden kannattavuutta.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihto ja liikevoitto (MEUR)



Ennusteet 2/3

Ennusteissamme oikaistu liikevoitto laskee kuluvana vuonna 3,8 MEUR:oon (2021: 5,2 MEUR) kutistuvan myyntivolyymien, erittäin korkealta tasolta normalisoituvan myyntikatemarginaalin ja kasvavien poistojen seurauksena. Odotamme H1:lle noin 1,2 MEUR:n kertaluonteista kuluja listautumiseen liittyen, mikä painaa raportoituja lukuja. Pehmeenevää myyntivolyymia ennakoiden yhtiö mainitsi tulosvaroituksensa yhteydessä sopeuttamistoimet kustannustehokkuuden parantamiseksi. Arviomme mukaan tämä voi edellyttää toimia käyttöpääoman tehostamiseksi ja henkilöstömäärän vähentämistä maskituotannossa. Tuotekehityksen kuluja laskee ennusteissamme Lifa Airin saamat tuet, joita odotamme yhtiön saavan noin 0,8 MEUR vuosina 2022-2024 BIOPROT- ja E3-hankkeisiin liittyen.

2023 myynti notkahtaa ennen kasvu-uralle palaamista

Odotamme Lifa Airin liikevaihdon jatkavan laskuaan vuonna 2023 kotimarkkinan heikentyneen maskikysynnän seurauksena. Painotamme, että näemme Lifa Airilla edellytykset voittaa markkinaosuutta, mutta näemme kotimaisen maskimarkkinan supistuvan kuluvalta vuodelta. Arviomme mukaan Lifa Air voittaa maskiliiketoiminnassa markkinaosuutta ja kasvaa ilmanpuhdistimissa, mutta siitä huolimatta liikevaihto laskee ennusteissamme 23 % ja on 11,4 MEUR. Markkinan supistumisen päätyttyä yhtiö pääsee ennusteissamme takaisin kasvu-uralle vuonna 2024 ja kasvaa 4 % 11,9 MEUR:oon. Ennusteemme olettavat paikallisten toimijoiden markkinaosuuden jäävän rakenteellisesti korkeammalle tasolle asiakkaiden kasvaneen

laatutietoisuuden seurauksena.

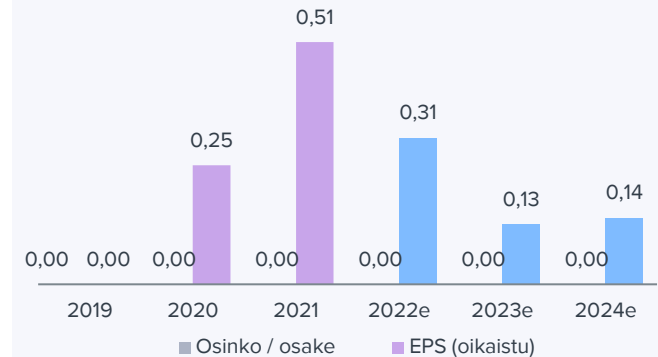
Kannattavuuden osalta näemme kasvavaa painetta myyntikatteisiin kasvomaskeissa laskeneen kuluttajakysynnän aiheuttaman ylikapasiteetin seurauksena. Yhtiön myyntikatemarginaali painuu ennusteissamme 53 %:iin vuonna 2023, mikä yhdessä laskeneen liikevaihdon kanssa painaa liikevoiton 1,7 MEUR:oon. Myös keskittyminen aiempaa edullisempiin ilmanpuhdistimiin aiheuttaa luonnollista painetta suhteelliseen kannattavuuteen, kunnes kasvanut suodatinmyynti kompensoi sen vaikutusta.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä Lifa Airin kasvuun ja liiketoiminnan kokoon liittyvien ennusteiden epävarmuus on erittäin suuri. Ennusteissamme odotamme Lifa Airin kasvun asteittain laskevan vuoden 2025 4 %:ista 2 %:iin, joka on myös ikuisuuskasvuoletuksemme.

Ennusteissamme yhtiö jää selvästi omista taloudellisista tavoitteistaan, mutta koska konserni ei ole nykyisellä rakenteellaan antanut lainkaan näyttöjä normaalissa kysyntäympäristössä, on mielestämme aiheellista suhtautua varauksella yhtiön erittäin kunnianhimoisiin tavoitteisiin. Odotamme lähivuosien kotimaan maskimarkkinan koon normalisoitumisen jälkeen markkinan lähtevän takaisin hienoiseen kasvuun, mikä tukee myös Lifa Airin kasvua. Ilmanpuhdistimista odotamme vahvempaa kasvua, mutta tuoteryhmän suhteellisesti pienempi koko rajaa sen vaikutusta konsernitason lukuihin.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 3/3

Jos Lifa Air kykenee kasvamaan Euroopassa vahvaksi ja arvostetuksi brändiksi ilmanpuhdistimissa, on yhtiöllä selvästi odotuksiamme enemmän kasvuvaraa. Brändin rakentaminen vie kuitenkin aikaa ja pääomaa, minkä lisäksi vastassa on huomattavasti tunnetumpia pelureita, joille asiakkaat altistuvat monessa muussakin tuotekategoriassa.

Yhtiön liikevoittomarginaali painuu ennusteissamme vuonna 2025 saavutetulta 16,5 %:n tasolta kohti 14 %:n ikuisuusoletusta. Lifa Airin kannattavuuden kannalta on kriittistä, mille tasolle yhtiön myyntivolyymit asettuvat, kuinka hyvin se kykenee kasvamaan ulkomailla ja missä määrin se kykenee tuotekehityksen avulla erottautumaan edukseen kilpailijoistaan.

Arviomme mukaan biopohjaisten maskien kaupallinen läpilyönti voi tuoda Lifa Airille tulevaisuudessa hyvää hinnoitteluvoimaa, mutta tuotteen kaupallisen kilpailukyvyn arvioiminen on tässä vaiheessa haastavaa. Parhaassa tapauksessa EU voisi jopa kieltää kertakäyttöiset muovipohjaiset maskit, kuten kävi muovipillien kanssa. Kertakäyttöisten muovipohjaisten maskien kieltäminen ei tapahdu lähitulevaisuudessa ja rajoitteena toimisi arviomme mukaan myös riittävä biopohjainen maskituotanto (tai sen puute). Tapahtuessaan rajoitus vähentäisi kuitenkin arviomme mukaan merkittävästi Aasiasta tulevien halpamaskien aiheuttamaa painetta kasvomaskien hinnoitteluun.

Tase vahvistuu selvästi ennusteissamme

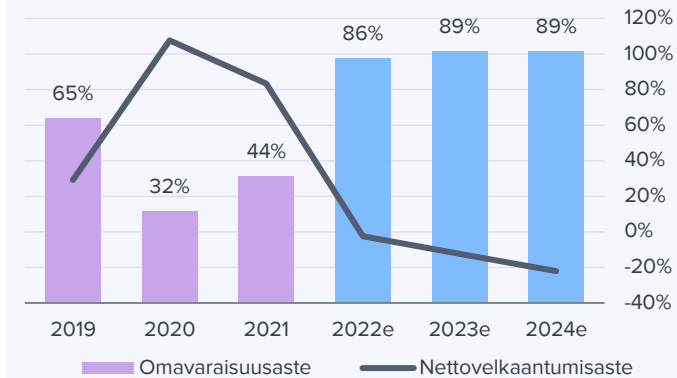
Vuoden 2021 lopussa Lifa Airin omavaraisuusaste

oli 44 % ja nettovelkaantumisaste oli melko korkealla 83 %:n tasolla. Tase on siitä vahvistunut selvästi yhtiön listautumisannissa kerätyn 7,7 MEUR:n myötä ja sen pitäisi arviomme mukaan olla lähes nettovelaton. Koska yhtiö ei ennusteissamme jaa osinkoa, vahvistuu yhtiön tase liiketoiminnan generoiman rahavirran ansiosta. Vuonna 2024 yhtiön omavaraisuusaste on 89 % ennusteissamme ja nettovelkaantumisaste -22 %, mikä antaa yhtiölle reilusti taloudellista liikkumavaraa. Ennusteemme eivät tässä vaiheessa huomioi yhtiön mainitsemaa mahdollista investointia ilmanpuhdistimien tai ilmanvaihtohygieniatuotteiden valmistukseen. Toteutuessaan kyseiset investoinnit aiheuttaisivat muutostarpeita sekä kasvu- että investointiennusteisiimme, mutta tietämättä niiden suunniteltua aikataulua tai kokoa jätämme ne toistaiseksi huomioimatta.

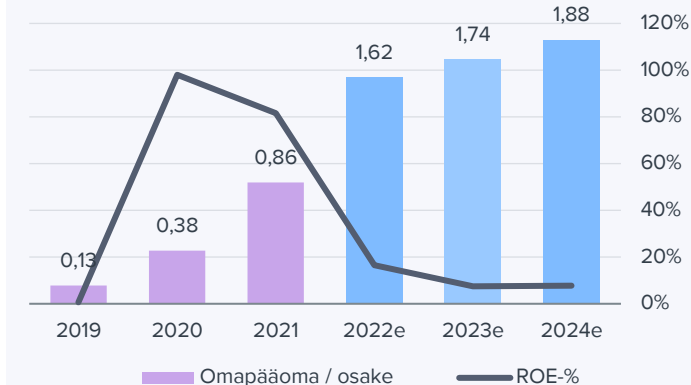
Oma pääoma kumuloituu ja ROE normalisoituu ennusteissamme

Vuoden 2021 lopussa Lifa Airilla oli 6,9 MEUR omaa pääomaa taseessa, mikä on noin 0,86 euroa osaketta kohden. Vuosina 2020-2021 Lifa Airin oman pääoman tuotto on ollut poikkeuksellisen korkealla tasolla (59-66 %), jolta odotamme sen laskevan selvästi maltillisemmalle tasolle kysyntäympäristön normalisoitumisen ja taseen vahvistumisen myötä. Ennusteissamme kuluvan vuoden oman pääoman tuotto on korkea 16,5 %, josta se normalisoituu noin 8 %:n tasolle, jota rajoittaa nettokassa.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	10,8	17,8	8,3	6,5	14,8	11,4	11,9	12,3
Konserni	10,8	17,8	8,3	6,5	14,8	11,4	11,9	12,3
Käyttökate	2,9	5,9	1,7	1,7	3,3	2,6	2,7	2,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,5	5,2	2,5	1,3	3,8	1,7	1,8	2,0
Liikevoitto	2,52	5,2	1,3	1,3	2,6	1,7	1,8	2,0
Nettorahoituskulut	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	2,5	5,0	1,2	1,2	2,4	1,6	1,8	2,0
Verot	-0,5	-0,9	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,0	4,0	1,0	1,0	1,9	1,3	1,4	1,6
EPS (oikaistu)	0,25	0,51	0,21	0,09	0,31	0,13	0,14	0,15
EPS (raportoitu)	0,25	0,51	0,10	0,09	0,19	0,13	0,14	0,15

Tunnusluvut	2020	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	344,8 %	65,3 %	-6,9 %	-27,1 %	-17,0 %	-23,0 %	4,0 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	16827,8 %	107,6 %	-38,7 %	17,9 %	-26,7 %	-56,7 %	11,0 %	10,3 %
Käyttökate-%	26,7 %	33,3 %	20,1 %	25,5 %	22,5 %	22,5 %	23,1 %	23,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	23,3 %	29,3 %	30,4 %	20,2 %	25,9 %	14,6 %	15,5 %	16,5 %
Nettotulos-%	18,4 %	22,6 %	11,7 %	14,8 %	13,1 %	11,2 %	12,0 %	12,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	6,7	9,4	12,5	12,4	12,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,0	1,1	4,1	4,2	4,4
Käyttöomaisuus	5,2	6,0	8,2	8,0	7,7
Sijoitukset osakkuusrytysiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	2,3	0,2	0,2	0,2
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
Vaihtuvat vastaavat	7,7	6,1	6,7	7,6	9,4
Vaihto-omaisuus	3,8	5,3	4,9	4,0	3,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	3,5	0,5	1,0	1,1	1,1
Likvidit varat	0,1	0,0	0,4	2,2	4,2
Taseen loppusumma	14,4	15,5	19,2	20,1	21,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	3,0	6,9	16,5	17,8	19,2
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	2,5	6,3	8,3	9,5	11,0
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	0,5	8,2	8,2	8,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,3	4,3	0,6	0,5	0,5
Laskennalliset verovelat	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,1	3,7	0,0	0,0	0,0
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	8,0	4,4	2,1	1,8	2,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	2,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,3	1,1	0,7	0,4	0,6
Muut lyhytaikaiset velat	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Taseen loppusumma	14,4	15,5	19,2	20,1	21,7

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Tulos ja tase luovat kehikon hinnoittelulle

Mielestämme Lifa Airin hinnoittelua kannattaa lähestyä tulos- ja tasepohjaisesti, minkä lisäksi DCF-mallia voi käyttää apuvälineinä käyvän arvon haarukointiin. Tulospohjaista arvonmääritystä hankaloittaa kuitenkin poikkeuksellisen nopeasti viime vuosina koronabuumissa vahvistunut tuloskunto ja heikko näkyvyys siihen, missä määrin parannus on kestävä. Koemme seuraavat tekijät keskeisiksi Lifa Airin arvonmäärityksessä:

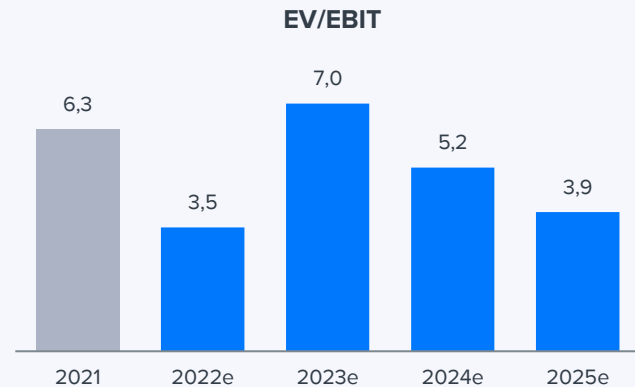
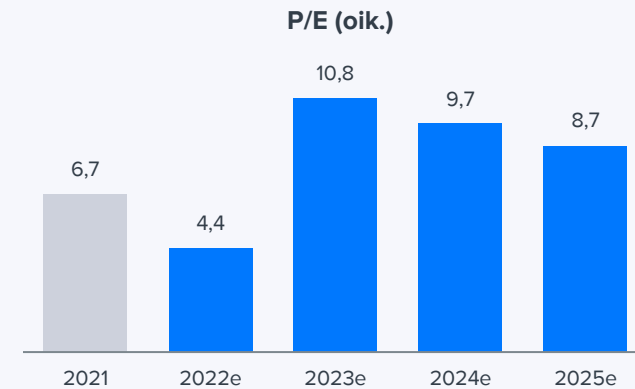
- **Pari erittäin vahvaa vuotta yhdessä vaisun koronaa edeltäneen tuloskunnan kanssa** tekevät yhtiön kestävä tuloskunnan arvioimisesta haastavaa. Yhtiön kannattavuus on viime vuosina noussut todella vahvalle tasolle, mutta muutkin kotimaiset maskeja valmistavat yhtiöt ovat olleet poikkeuksellisen kannattavia. Näemme toimialalla painetta kannattavuuksissa laskevan kysynnän ja ylikapasiteetin seurauksena. Yhtiön kyky puolustaa korkeita marginaalejaan mietityttä meitä ja näemme riskin marginaalien merkittävälle heikentymiselle koko toimialalla. Toimijoiden poistuminen tai kotimaisen maskituotannon vahvempi suosiminen asiakkaiden keskuudessa olisi arviomme mukaan tervetullutta alalla. Tällä hetkellä yhtiön ja koko toimialan ennustettavuus on poikkeuksellisen heikko.
- **Lupaava tuotekehityspotki ja laaja tuoteportfolio.** Kasvomaskit tuovat arviomme mukaan suurimman osuuden Lifa Airin liikevaihdosta, mutta yhtiöllä on laaja tarjooma eri tuotteita kolmessa eri tuoteryhmässä ja lupaava

putki uusia tuotteita kehitteillä. Kun yhtiö saa myynnin jakaumaansa tasoitettua, paranee sen ennustettavuus ja riskiprofilikin alenee.

- **Keskittynyt asiakaskunta ja kotimaavetoinen myynti** nostaa Lifa Airin riskiprofilia ja rajoittaa yhtiön neuvotteluvoimaa. Jos ja kun Lifa Air kykenee vähentämään riippuvuuttaan yksittäisistä asiakkaista ja kotimarkkinasta, laskee sen riskiprofilin, mikä nostattaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia.
- **Liiketoiminnan lyhyt pohjanäkyvyys** vähentää Lifa Airin liiketoiminnan ennustettavuutta, mikä painaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia.
- **Vahva tase** mahdollistaa kasvuihastointien rahoittamisen ja laskee yhtiön rahoitusriskiä.

Ennätystuloksella tulospohjainen arvostus on halpa

Ennen koronapandemiaa Lifa Airin kasvu- ja kannattavuusprofiili oli vaisu (tarkemmin sivulla 22). Sitten merkittävästi kasvanut maskiliiketoiminta sekä kuluttajien kasvanut tietoisuus hengitysilman tärkeydestä ovat siivittäneet Lifa Airin aivan uuteen kokoluokkaan. Toteutuneilla luvuilla yhtiön kannattavuus on lähes satumaisen korkea, mutta emme näe historiallisia tasoja kestävinä koko toimialan kohdatessa painetta kannattavuuteen. Edellisvuoden tuloksella Lifa Airin osake on todella halpa, mutta historiallisiin lukuihin ankkuroituminen on mielestämme vaarallista viime vuosien poikkeuksellisen liiketoimintaympäristön takia.



Arvonmääritys ja suositus 2/3

Mielestämme Lifa Airin kasvu- kannattavuus ja riskiprofiili huomioiden yhtiön käypä P/E-kerroin on 8-11x ja EV/EBIT-kerroin 6-8x. Määrittämämme tasot ovat melko selvästi Helsingin pörssin yleistä arvostustasoa matalammat, mutta näemme sen perusteltuna yhtiön yleistä pörssiä korkeampi riskiprofiili huomioiden.

Vuoden 2022 ennusteillamme yhtiön listautumiskuluista oikaistu P/E-luku on erittäin matala 4x, mutta laskevan tulosennusteen seurauksena kerroin on ensi vuoden ennusteilla 11x, mikä on käyvän arvon haarukan yläreunalla. Myös velattoman taserakenteen huomioivat EV/EBIT kertoimet kertovat samaa tarinaa. Kuluvaan vuoden ennusteilla EV/EBIT-kerroin on todella halpa, mutta ensi vuoden ennusteilla se asettuu käyvän arvon haarukan sisälle.

Käyvän arvon haarukan lukitseminen Lifa Airin kohdalla on kuitenkin vaarallista, koska näkyvyys yhtiön kestävään pääoman tuottoon on vielä tässä vaiheessa heikko. Näytöt kyvystä puolustaa kannattavuutta voivat melko nopeastikin aiheuttaa tarvetta tarkastella näkemystämme pääoman tuoton kestävästä tasosta.

Tasepohjainen arvostus vaatii hyvää normalisoitua oman pääoman tuottoa

Lifa Airin tase koostuu pääosin kiinteästä omaisuudesta, minkä seurauksena P/B-luku on melko soveltuva työkalu yhtiön arvonmääritykseen. Lifa Airin P/B-kerroin on 0,8x, mikä ei ole korkea, mutta yhtiön riskiprofiili huomioiden tuntuva nousuvara vaatisi arviomme mukaan noin 11-14 %:n normalisoitua oman pääoman tuottoa. Viime vuosina oman pääoman tuotto on ollut huomattavasti korkeammalla tasolla,

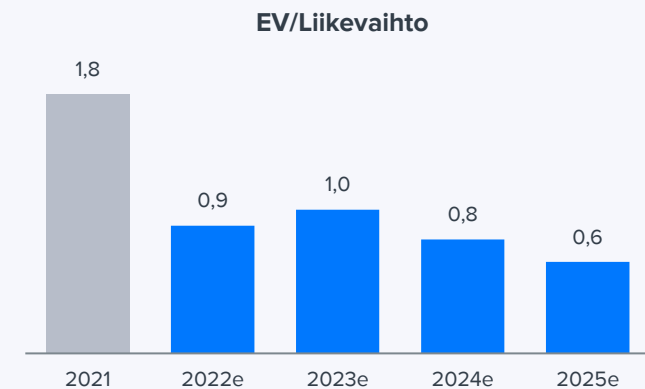
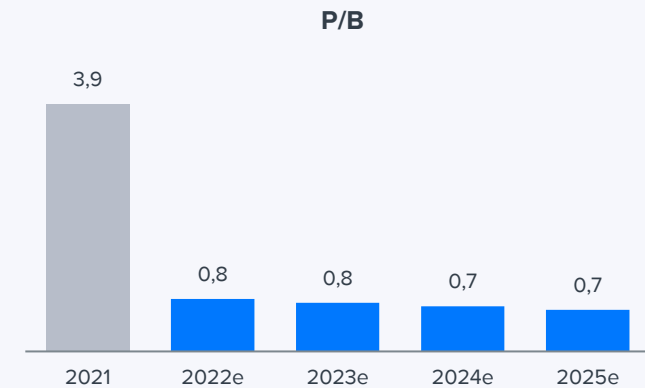
mutta emme näe tasoa pidemmällä aikavälillä kestäväenä. Lifa Airin kysyntäympäristön normalisoituessa haitarin ylälaita olisi mielestämme oikein hyvä suoritus toimialan kilpailudynamiikka huomioiden. Nykytasolla näemme tasepohjaisen arvostuksen neutraalina, mutta selvä nousuvara vaatisi mielestämme markkinan vakuuttamisen siitä, että yhtiö kykenee normalisoidusti tekemään pörssin keskiarvoa korkeampaa kannattavuutta.

DCF-malli on lähinnä tukea antava työkalu

Lifa Airin kohdalla jo lyhyen aikavälin ennusteisiimme liittyy poikkeuksellisen paljon epävarmuutta, mikä heikentää oletuksille herkän DCF-mallin käytettävyyttä. Mallilla voi kuitenkin haarukoida yhtiön käypää arvoa eri oletuksilla.

DCF-laskelmissamme ikuisuuskasvuoletuksemme on 2,0 %, kun taas liikevoittomarginaali asettuu terminaalijaksossa 14 %:iin, mikä on melko korkea taso valmistavan teollisuuden yhtiölle. Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 13,1 %, mutta velkavivun seurauksena WACC-% painuu 12,2 %:iin. Tuottovaatimus on Helsingin pörssin mittakaavassa korkea, mutta se on mielestämme perusteltua yhtiön riskiprofiili huomioiden. DCF:n mukainen markkina-arvo on laskelmissamme 13,1 MEUR, mikä tarkoittaa 1,3 euron osakekohtaista arvoa.

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvinkin konservatiivisella 41 %:n tasolla. Viime vuosien suorituksiin nähden terminaalijakson parametrit ovat maltillisella tasolla, mutta jos yhtiön tulokunto normalisoituisi kohti 2014-2019 tasoa, olisi niissä edelleen tuntuva laskuvara.



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Osinko ei ole kasvuyhtiön prioriteetti

Lifa Air pyrkii vahvaan kasvuun eikä osingonjako sen vuoksi ole yhtiön prioriteetti. Ennusteissamme yhtiö maksaa osinkoa vasta vuodelta 2025. Osingonmaksukykyä rajaa kuitenkin liiketoiminnan melko korkea käyttöpääomatarve.

Yhteenveto arvostuksesta

Lifa Airin arvonmääritys on yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa erittäin haastava tehtävä. Yhtiöllä on takana muutama fantastinen vuosi, muttei juurikaan näyttöjä arvonluonnista sitä ennen. Lyhyen track-recordin ja yhtiössä tapahtuneiden rakenteellisten muutosten takia näkyvyys Lifa Airin kestävään tuloksetekokykyyn on parhaimmillaan heikko. Toteutuneella tuloksella osaketta hinnoitellaan hyvin edullisesti, mutta markkina epäilee mielestämme ihan syystäkin viime vuosien tulokunnan jatkuvuutta.

Lähivuosien ennusteillamme osake vaikuttaa melko oikein hinnoitellulta, mutta siihen liittyvä ennusteriski on tuntuva. Yhtiö tavoittelee itse vahvaa kasvua, mutta me odotamme viime vuosien vahvan kehityksen vaativan selvästi enemmän aikaa markkinan aiheuttaman vastatuulen takia.

Aloitamme Lifa Airin seurannan 1,25 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Yhtiön tuloskunto on viime vuosina parantunut merkittävästi, mutta se mille tasolle yhtiön kannattavuus asettuu maskien kysynnän laantuessa on vielä epäselvää. Ennusteemme ovat merkittävästi yhtiön taloudellisissa tavoitteita

varovaisemmat, mutta pian listautumisen jälkeen annetun tulosvaroituksen myötä yhtiön on mielestämme ensin näytettävä, että se kykenee rakentamaan vahvojen toteutuneiden lukujen päälle.

Mielestämme nykyisellä kurssitasolla on hyvä seurata yhtiötä sivusta, kunnes saamme lisää näyttöjä yhtiön tuloskunnosta normaalioloissa ja sen lupaavan tuotekehityspotken edistyksestä.

Huomautamme, että rajun kurssilaskun jälkeen yhtiön markkina-arvo on laskenut absoluuttisesti varsin matalalle tasolle. Tässä mielessä rima markkinaodotusten suhteen ei ole erityisen korkea, joten mikäli yhtiön tuloskunto osoittautuisi ennusteitamme paremmaksi, olisi osakkeessa merkittävää nousuvaraa.

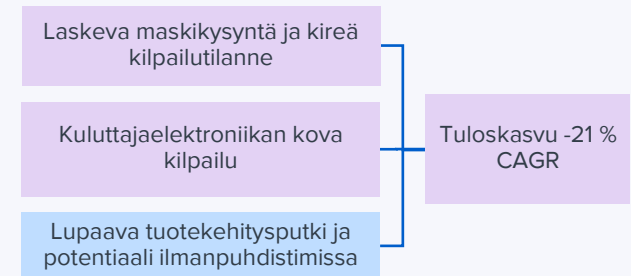
Tuloskasvu määrittää tuotto-odotuksen

Ennusteillamme osakkeen vuotuinen tuotto-odotus on noin -1-7 %, mikä ei ole riittävä korvaus Lifa Airin korkea riskiprofiili huomioiden. Tuotto-odotuksen näkökulmasta tuloskasvu on kriittisessä roolissa, koska yhtiö ei ole lähivuosina maksamassa osinkoa ja ennusteitamme korkeampi tuloskasvu johtaisi myös korkeampaan hyväksyttävään arvostuskertoimeen. Luonnollisesti osakkeen tuotto-odotus on aivan eri luokkaa (+30-50 % p.a.), jos yhtiö kykenisi saavuttamaan asettamansa taloudelliset tavoitteet. Toimialan haastava lyhyen aikavälin kysyntänäkymä ja tuloskasvun rajallinen track-record huomioiden ei tavoitteella ole mielestämme syytä antaa tässä vaiheessa lainkaan painoarvoa.

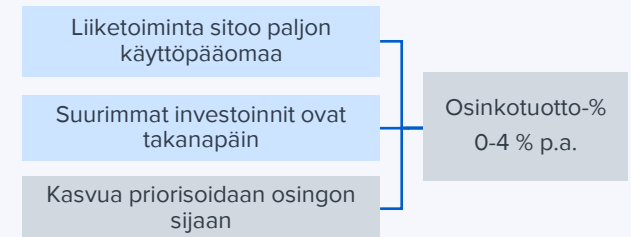
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

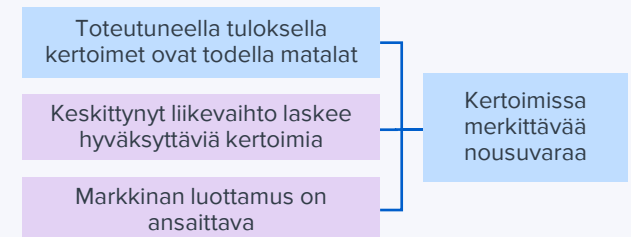
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
n. -2-7 % % p.a.

DCF-laskelma

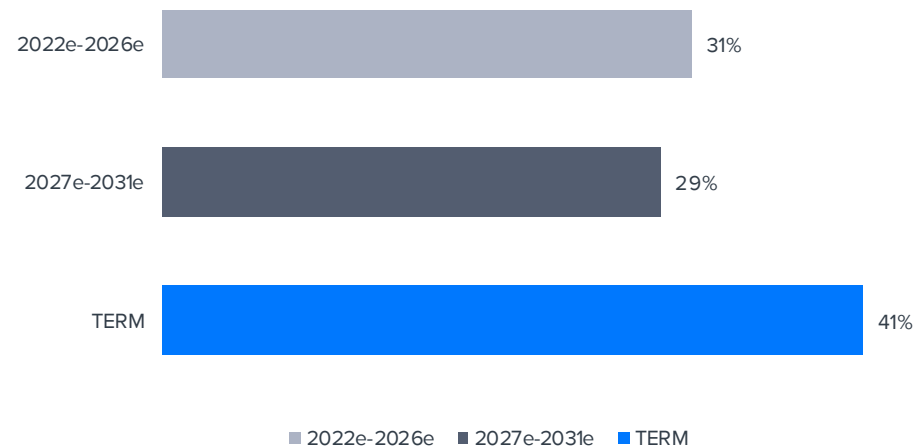
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	5,2	2,6	1,7	1,8	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	
- Maksetut verot	-0,7	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
- verot rahoituskuluista	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	-3,8	-0,4	0,5	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,3	2,3	2,7	2,8	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	
+ 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	-3,4	-3,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,1	-1,5	1,8	2,1	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,3	
+/- Muut	0,0	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,1	6,2	1,8	2,1	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,3	13,4
Diskontattu vapaa kassavirta		6,0	1,5	1,6	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	4,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		18,8	12,9	11,3	9,8	8,7	7,7	6,9	6,2	5,5	5,0	4,5
Velaton arvo DCF		18,8										
- Korolliset velat		-5,7										
+ Rahavarat		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		13,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,3										

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	4,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	13,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,3 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain

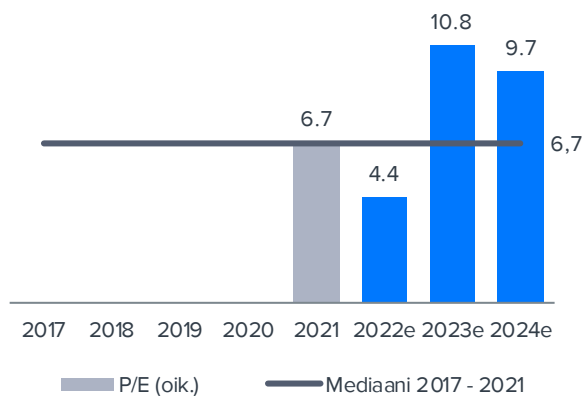


Arvostustaulukko

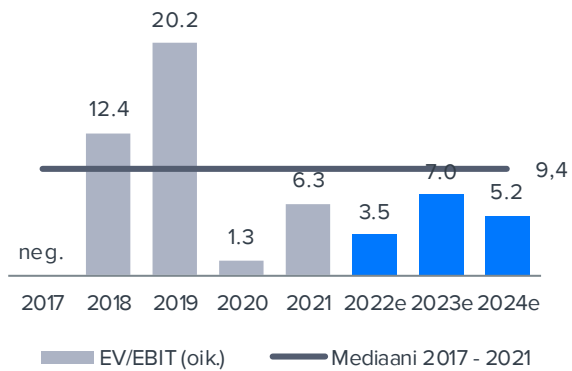
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi					3,40	1,35	1,35	1,35	1,35
Osakemäärä, milj. kpl					7,94	10,2	10,2	10,2	10,2
Markkina-arvo					27	14	14	14	14
Yritysarvo (EV)					33	13	12	9,6	8,0
P/E (oik.)					6,7	4,4	10,8	9,7	8,7
P/E					6,7	7,1	10,8	9,7	8,7
P/Kassavirta					neg.	2,2	7,6	6,6	8,5
P/B					3,9	0,8	0,8	0,7	0,7
P/S					1,5	0,9	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto					1,8	0,9	1,0	0,8	0,6
EV/EBITDA (oik.)					5,5	4,0	4,5	3,5	2,7
EV/EBIT (oik.)					6,3	3,5	7,0	5,2	3,9
Osinko/tulos (%)					0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	33,7 %
Osinkotuotto-%					0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,9 %

Lähde: Inderes

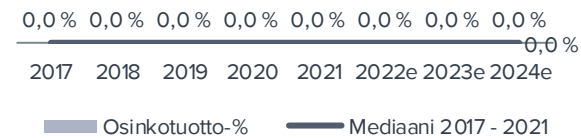
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	2,4	10,8	17,8	14,8	11,4	EPS (raportoitu)			0,51	0,19	0,13
Käyttökate	0,1	2,9	5,9	3,3	2,6	EPS (oikaistu)			0,51	0,31	0,13
Liikevoitto	0,0	2,5	5,2	2,6	1,7	Operat. kassavirta / osake			0,17	0,23	0,26
Voitto ennen veroja	0,0	2,5	5,0	2,4	1,6	Vapaa kassavirta / osake			-0,26	0,61	0,18
Nettovoitto	0,0	2,0	4,0	1,9	1,3	Omapääoma / osake			0,86	1,62	1,74
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,0	Osinko / osake			0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	1,6	14,4	15,5	19,2	20,1	Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	345 %	65 %	-17 %	-23 %
Oma pääoma	1,0	3,0	6,9	16,5	17,8	Käyttökateen kasvu-%	577 %	3908 %	106 %	-44 %	-23 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	62 %	16828 %	108 %	-27 %	-57 %
Nettovelat	0,3	3,2	5,7	-0,4	-2,2	EPS oik. kasvu-%				-39 %	-59 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	3,0 %	26,7 %	33,3 %	22,5 %	22,5 %
Käyttökate	0,1	2,9	5,9	3,3	2,6	Oik. Liikevoitto-%	0,6 %	23,3 %	29,3 %	25,9 %	14,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,1	1,1	-3,8	-0,4	0,5	Liikevoitto-%	0,6 %	23,3 %	29,3 %	17,8 %	14,6 %
Operatiivinen kassavirta	0,2	4,0	1,3	2,3	2,7	ROE-%	0,6 %	98,0 %	81,6 %	16,5 %	7,5 %
Investoinnit	-0,4	-6,7	-3,4	-3,8	-0,8	ROI-%	1,2 %	65,3 %	55,2 %	18,1 %	9,7 %
Vapaa kassavirta	-0,2	-2,7	-2,1	6,2	1,8	Omavaraisuusaste	64,8 %	32,2 %	44,4 %	86,0 %	88,6 %
						Nettovelkaantumisaste	29,2 %	107,8 %	83,3 %	-2,4 %	-12,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto				0,9	1,0						
EV/EBITDA (oik.)				4,0	4,5						
EV/EBIT (oik.)				3,5	7,0						
P/E (oik.)				4,4	10,8						
P/B				0,8	0,8						
Osinkotuotto-%				0,0 %	0,0 %						

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 (välttömät 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 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 €	1,35 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**