

KH GROUP

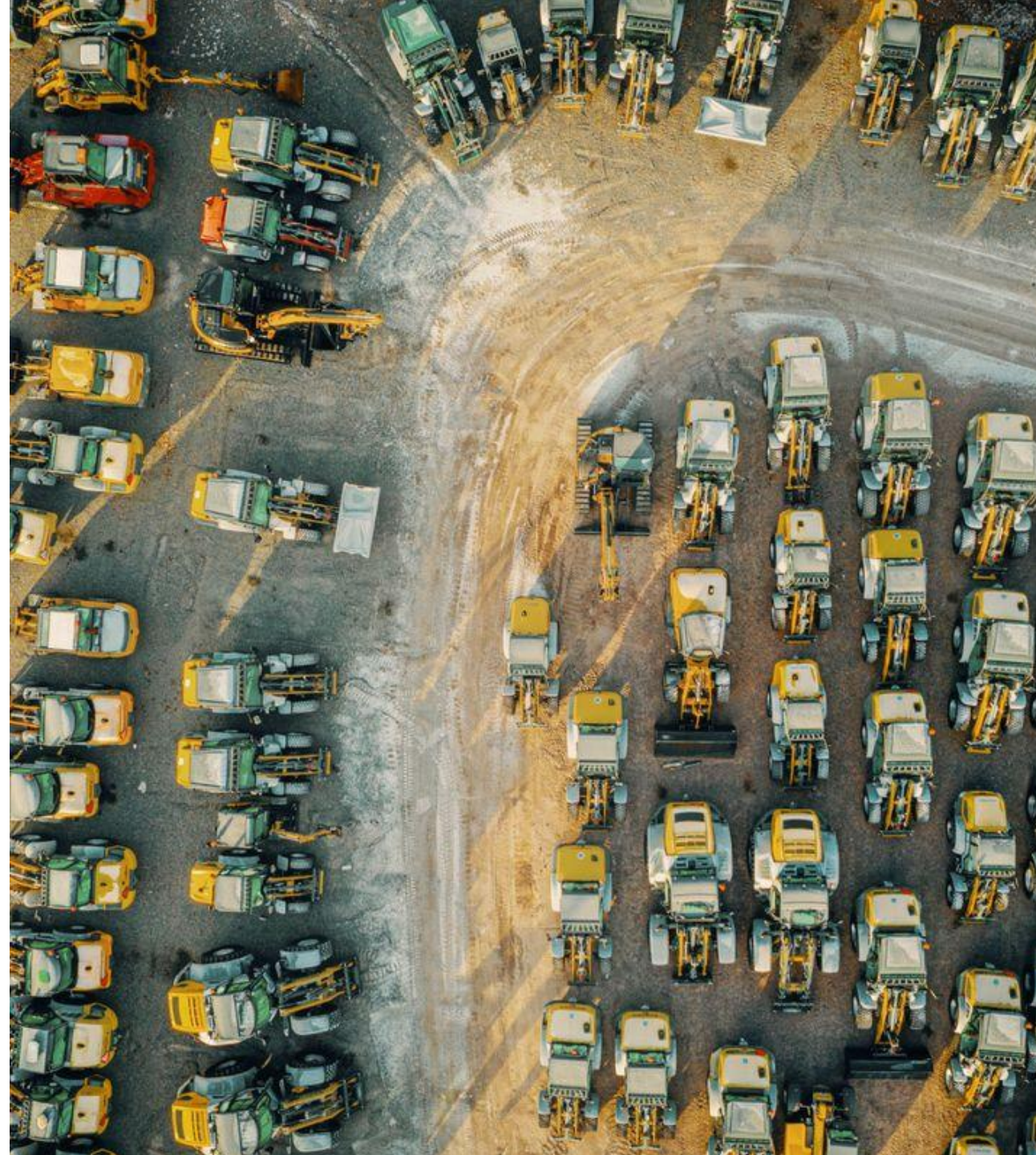
13.02.2026 8.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Edessä näytön paikka

Indoor Group –irtautumisen myötä KH Groupin rakenteellinen muutosmatka on valmis strategian painottuessa KH-Koneiden ja NRG:n ympärille. Olemme nostaneet ennusteitamme KH Groupin antamien Q4-ennakkotietojen myötä. Vahva lopetus vuoteen vahvistaa näkemystä siitä, että konsernin tulospuolalla on takanapäin. Nykyinen arvostustaso hinnoittelee kuitenkin tulevaa tulospuolannusta hieman turhan vahvasti sisään. Nostamme tavoitehintamme 0,60 euroon (aik. 0,45 eur) ja toistamme vähennä-suosituksen.

Kokonaisuus on muodostunut Sievi Capitalin muutoksesta kohti teollista konsernia

KH Group on muodostunut vanhan Sievi Capitalin muutoksesta sijoitusyhtiöstä kohti tytäryhtiönsä, KH-Koneiden, ympärille rakennettavaa teollista konsernia. Viime vuosina toteutettujen Logistikas-, HTJ- ja Indoor Group -irtautumisten myötä Sievi Capitalin omistuksista on jäljellä enää konekauppaan ja -vuokraukseen keskittyvä KH-Koneet sekä pelastusajoneuvoja toimittava Nordic Rescue Group (NRG). KH Group on sittemmin tuonut NRG:n osaksi strategiaansa, minkä myötä rakenteellinen muutosmatka on valmis. Liiketoiminnan muuttuneen logiikan ja vaihtuneen johdon myötä vanhan Sievi Capitalin näytöt eivät ole KH Groupin kannalta relevantteja, mikä yhdessä viime vuonna toteutettujen johdon vaihdosten kanssa vaikeuttaa KH Groupin arvioimista pääoman allokoinnin näkökulmasta.

Konekauppaa ja pelastusajoneuvoja

KH-Koneilla on vahvat näytöt kannattavasta kasvusta Suomessa, ja yhtiö on nopeasti kasvanut Ruotsissa maan suurimpien konekauppojen joukkoon. Heikko liiketoimintaympäristö on viime vuosina painanut KH-Koneiden kannattavuutta. Tästä huolimatta Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuskehitys on toistaiseksi jättänyt toivomisen varaa. Kansainvälisen kasvutarinan kannalta on kriittistä, että yhtiö

kykenee parantamaan liiketoiminnan suhteellista kannattavuutta ulkomailta, jotta suurempaan kokoluokkaan kasvaminen olisi arvoa luovaa.

NRG on omistajiensa tuella toteuttanut viime vuosina kassakriisistä vakuuttavan tuloskäänteen, ja yhtiön liiketoiminta on nykyisessä vahvassa kysyntäympäristössä erittäin kannattavaa. Yhtiön tilauskanta on tuhdilla tasolla kuluvan vuoden osalta, ja 2027 tilauskanta täyttyy hyvää vauhtia. Suhtaudumme nykyisillä näytöillä kuitenkin varauksella yhtiön kykyyn ylläpitää nykyistä erittäin korkeaa kannattavuuttaan.

KH Group on viime vuosina vahvistanut tasettaan tytäryhtiöirtautumisten myötä, mutta osingonjakoon ei ole jäänyt pääomia. Syksyllä 2025 yhtiö irtautui sittemmin konkurssiin haetusta Indoor Groupista lyhentämällä yhtiön lainoja 2,0 MEUR:lla. Irtautuminen parantaa yhtiön mukaan jatkuvien liiketoimintojen rahoituksen saatavuutta, mutta huoliin konsernin kyvystä allokoida pääomaa tehokkaasti se ei suoranaisesti auttanut. Hiljattain annettu positiivinen tulosvaroitusta antoi puolestaan rohkaisevan signaalin tytäryhtiöiden tuloksentekevyydestä, mikä on etenkin KH-Koneiden kannalta tervetullut H1:n aikana tapahtuvaa toimitusjohtajan vaihdosta ajatellen.

Arvostus hiertää hyvästä kasvunäkymästä huolimatta

2025 ennusteillamme KH Groupin EV/EBIT-kerroin on todella korkealla 18x tasolla, kun taas kuluvan vuoden huomattavan tulospuolannuksen huomioivilla ennusteillamme se on edelleen korkealla 13x tasolla. KH Groupin matalan suhteellisen kannattavuuden ja merkittävän velkavivun takia tulospuolajainen arvostus on kuitenkin herkkä pienillekin ennustemuutoksille. Pidemmän aikavälin potentiaalia viitoittava DCF-mallimme indikoi konsernille 0,63 euron osakekohtaista arvoa, joskin malli laskee kestävän kannattavuuspuolannuksen varaan.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

0,60 EUR

(aik. ,45 EUR)

Osakekurssi:

0,55 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	194	205	217	238
kasvu-%	-52 %	6 %	6 %	10 %
EBIT oik.	7,2	6,4	7,8	10,1
EBIT-% oik.	3,7 %	3,1 %	3,6 %	4,2 %
Tulos ennen veroja	1,6	-2,0	3,1	5,5
Nettotulos	6,7	-2,1	2,1	4,1
EPS (oik.)	-0,40	0,04	0,04	0,07
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00

P/E (oik.)	neg.	15,5	15,4	7,7
P/B	0,6	0,7	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	14,2	17,8	12,7	9,8
EV/EBITDA	5,0	6,8	4,4	4,0
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,5	0,4

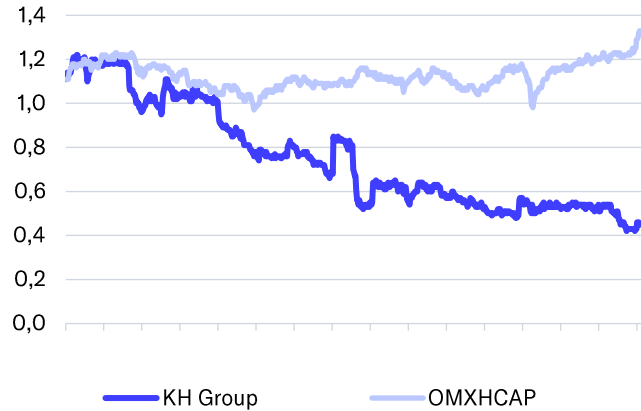
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Noussut)

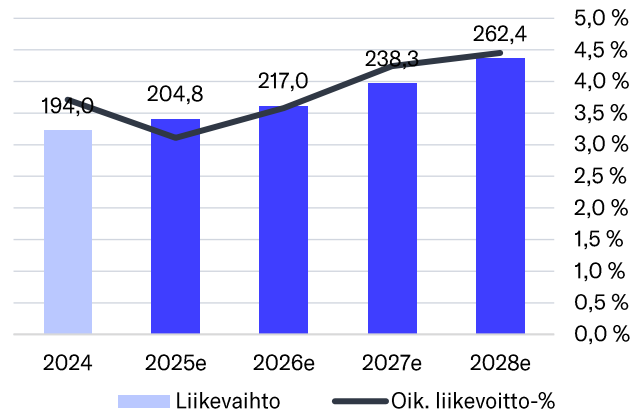
KH Group arvioi alustavien ennakkotietojen perusteella 2025 jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon olevan 205 MEUR ja vertailukelpoisen liiketuloksen olevan 6,4 MEUR.

Osakekurssi



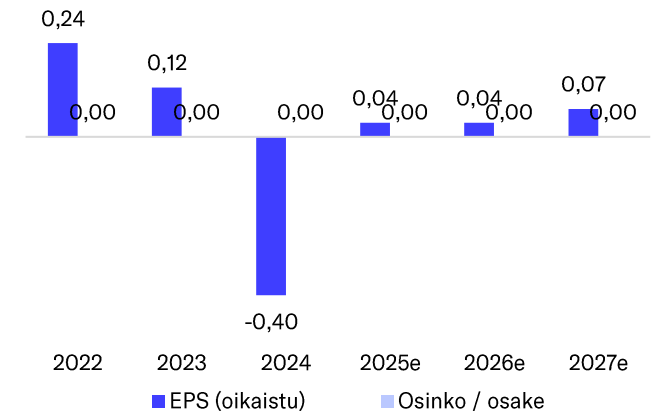
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Omistusten määrätietoinen kehittäminen
- Yritysjärjestelyt
- Tytäryhtiöiden rahoituspohjan uusiminen ja rakenteiden yksinkertaistaminen
- Merkkiedustussalkun kehittäminen

Riskitekijät

- Taloustilanteen heikkeneminen
- KH-Koneiden kehitykseen liittyvä riski johdon vaihdoksen myötä
- KH Maskinin kannattavuushaasteiden venyminen
- Investointimahdollisuuksien menettäminen kireän taseaseman takia

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	32	32	32
Yritysarvo (EV)	114	99	99
P/E (oik.)	15,5	15,4	7,7
P/E	neg.	15,4	7,7
P/B	0,7	0,6	0,6
P/S	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	6,8	4,4	4,0
EV/EBIT (oik.)	17,8	12,7	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja strategia	5-7
KH-Koneet Group	8-15
Nordic Rescue Group	16-19
Taloudellinen tilanne ja pääoman allokointi	20-21
Riski- ja sijoitusprofiili	22-24
Ennusteet	25-30
Arvonmääritys ja suositus	29-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

KH Group lyhyesti

KH Group on entisestä Sievi Capitalista muodostunut monialakonserni. Liiketoiminta keskittyy KH-Koneiden ja Nordic Rescue Groupin ympärille.

2011

Jakautuminen Scanfilista ja listautuminen pörssiin

2023

Nimenmuutos ja transitio monialakonserniksi

205 MEUR

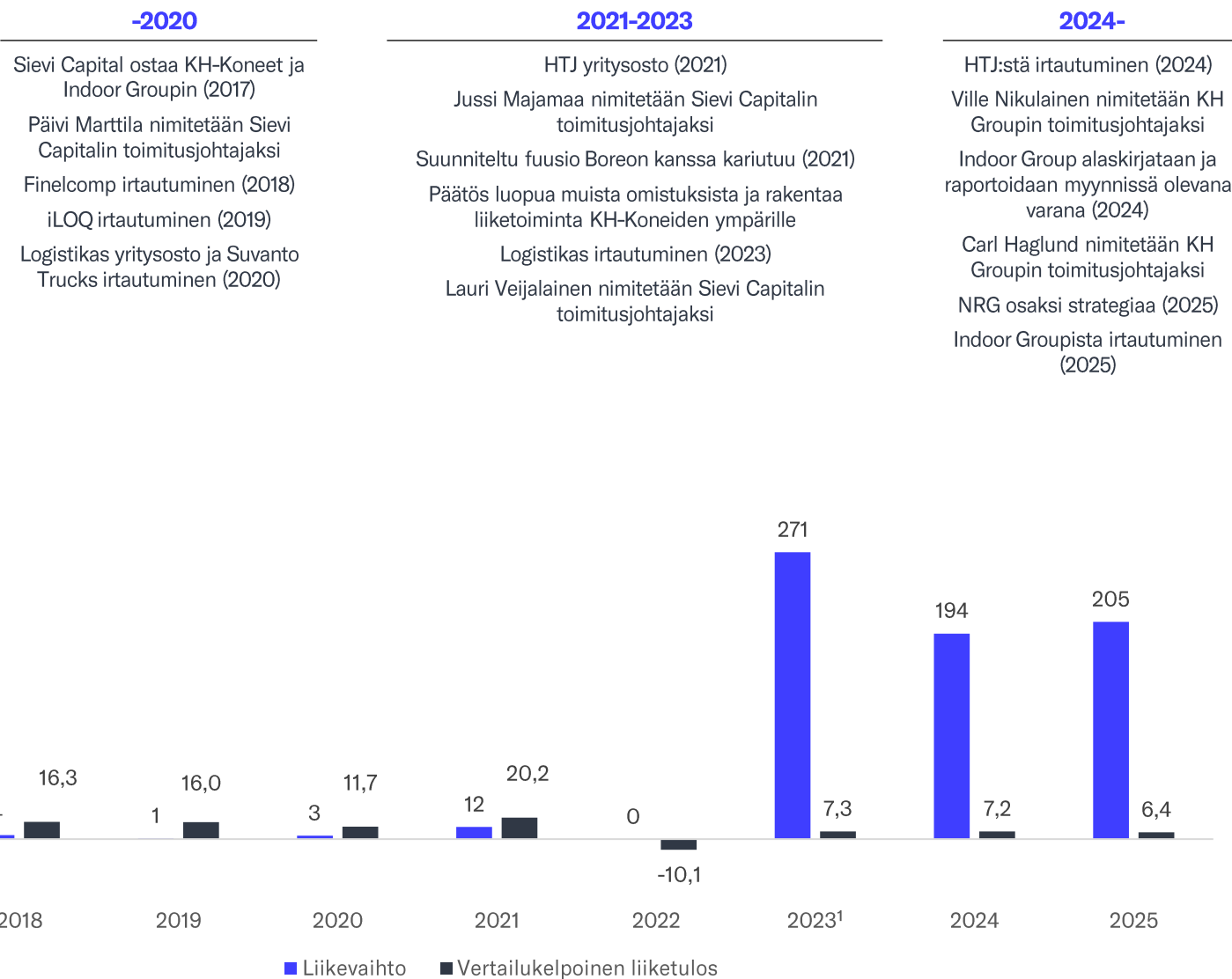
Jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto 2025e

6,4 MEUR

Jatkuvien liiketoimintojen oik. liiketulos 2025

100 % / 68,1%

Konsernin omistus KH-Koneissa ja NRG:ssä



Huom: Liikevaihto kuvastaa sijoitusyhtiön korko- ja osinkotuottoja. Tämän ohella omistusten käyvän arvon muutokset vaikuttivat tulokseen. 1) Alkuvuosi noudatti sijoitusyhtiön raportointitapaa, joka ei ole vertailukelpoinen monialakonsernin kanssa. 2024 luvut eivät lainkaan huomioi Indoor Groupia

Yhtiökuvaus ja strategia

KH Group on muodostunut entisestä Sievi Capitalista

KH Group koostuu entisen sijoitusyhtiö Sievi Capitalin omistuksista. Tämän takia yhtiön rakenne on viime vuosina ollut monimutkainen, ja se sisältää tänä päivänä kaksi erillisesti operoivaa yhtiötä: konekauppaan keskittyvän KH-Koneet ja pelastusajoneuvoja valmistavan Nordic Rescue Groupin. Liiketoiminnan muuttuneen logiikan ja vaihtuneen johdon vuoksi Sievi Capitalin näytöt sijoitusyhtiönä eivät ole relevantteja KH Groupia arvioitaessa.

Konserni raportoi lukunsa IFRS-kirjanpidon mukaisesti, kun taas KH-Koneiden ja NRG:n omat tilinpäätökset noudattavat FAS-kirjanpitoa. Tästä johtuen analyysissämme esiintyy sekä IFRS- että FAS-lukuja, mikä saattaa hämmentää lukijaa.

Suuntana oli pelkkä KH-Koneet

Vuonna 2021 kariutuneen Boreo-fuusion jälkeen Sievi Capital aloitti strategiatyön, jonka myötä yhtiö päätyi strategiamuutokseen sijoitusyhtiöstä kohti KH-Koneiden ympärille rakennettavaa monialakonsernia. Tuolloin konsernilla oli nykyisten tytäryhtiöiden ohella enemmistöomistus myös logistiikka-alan palveluyhtiö Logistikaksessa, Rakennuttajatoimisto HTJ:ssa ja huonekalujen vähittäiskauppaan keskittyvässä Indoor Groupissa.

KH Groupin sijoitustarinan kannalta keskeisin omistus on KH-Koneet, jonka ympärille uutta kokonaisuutta lähdettiin monialakonsernina rakentamaan. Syksyllä 2025 KH Group kuitenkin kertoi tuovansa NRG:n osaksi strategiaansa, mikä jossain määrin muuttaa aiemmin viestityn muutosmatkan suuntaa.

Konsernilla ei ole erillisiä taloudellisia tavoitteita

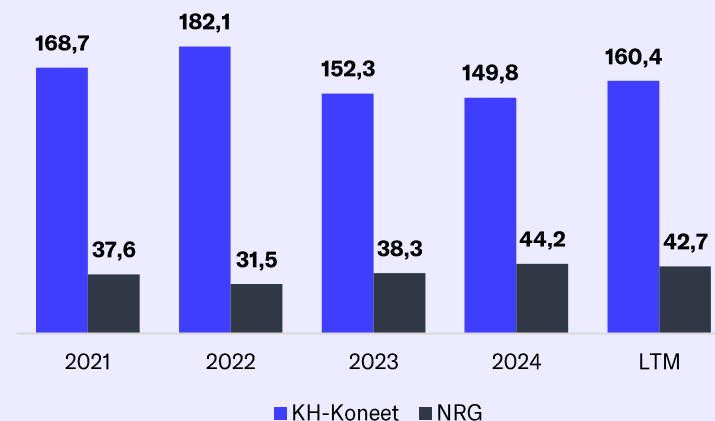
Konsernilla ei ole erikseen konsernitasolla määritettyjä taloudellisia tavoitteita, mutta KH Groupin on strategisen muutosmatkansa aikana tarkoitus vahvistaa tasettaan ja laskea velkaantumistaan liiketoiminnan kassavirran ja tytäryhtiöistä irtautumisen kautta. Taseen vahvistaminen on liiketoiminnan rahavirran varassa, sillä Indoor Groupista irtautuminen söi konsernin rahavaroja, eikä yhtiö enää tavoittele NRG:n myyntiä.

Kuluvan strategiakauden aikana KH Groupin on tarkoitus investoida kasvuun ja maksaa osinkoa merkittävien irtautumisten yhteydessä taserakenteen ja rahoitussopimusten sallimissa puitteissa. Konsernin heikon taseaseman vuoksi ennusteemme eivät odota konsernilta osingonjakoa lähivuosina.

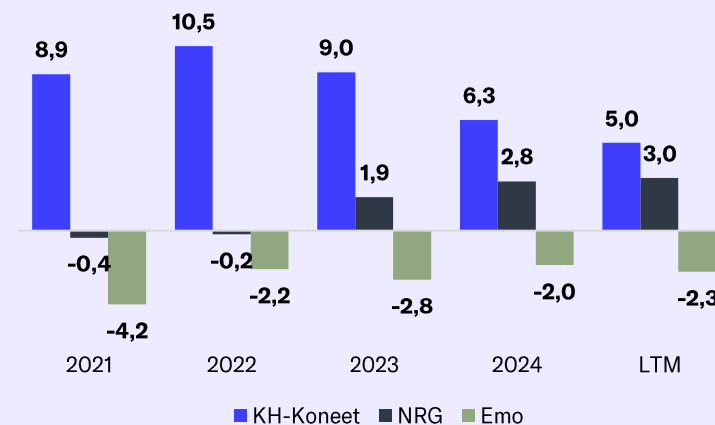
KH-Koneiden on tarkoitus kasvaa merkittävästi

KH-Koneet pyrkii rakentamaan vankan pohjan kasvulle vuosina 2024-2025 ja tavoittelee vahvempaa kasvua 2026-2028. Yhtiön on tarkoitus kasvattaa kohdemarkkinaansa laajentamalla tuotevalikoimaansa ja laajentamalla maantieteellisesti. Yhtiöllä on käsityksemme mukaan varaa laajentaa tuotevalikoimaansa etenkin kierrätyskoneissa. Maantieteellisesti odotamme yhtiön tavoittelevan kasvua niin Suomessa kuin Ruotsissa. Yhtiö on viestinyt visioitaan Pohjoismaisena konekauppana, joten uusien avausten tullessa pidämme Norjaa todennäköisimpänä. Emme kuitenkaan odota yhtiöltä avauksia uusiin maihin, ennen kuin Ruotsin liiketoiminnan kannattavuustasoa saadaan parannettua nykytasolta.

Pro forma liikevaihto liiketoiminnoittain (MEUR)



Pro forma liikevaihto liiketoiminnoittain (MEUR)



Omistusrakenne on keskittynyt kahdelle

Kaksi merkittävää omistajaa

KH Groupin suurin omistaja on Preato Capital 23,2 %:n omistusosuudella. Preato nousi entisen Sievi Capitalin suurimmaksi omistajaksi keväällä 2021, kun se osti edellisen pääomistajan, Takasen perheen omistaman Jussi Capitalin osakkeet. KH Groupin ohella Preato Capital on merkittävä omistaja myös Helsingin pörssiin listatussa Boreossa (70 % omistusosuus 1.1.2026), listaamattomassa Consivo Groupissa (95 % omistus) ja Frameworks Eyewearissa (47 % omistus).

Preato Capital on Simon Hallqvistin määräysvallassa oleva pk-yrityksiin keskittyvä sijoitusyhtiö. Noustuaan Sievi Capitalin pääomistajaksi Hallqvist nimitettiin yhtiön hallitukseen. Syyskuussa 2021 Sievi Capital ja Boreo tiedottivat allekirjoittaneensa yhdistymissopimuksen, jonka mukaan Boreon omistajat omistaisivat 60 % yhdistyneestä kokonaisuudesta ja Sievi Capitalin omistajat 40 %. KH Groupin toinen merkittävä omistaja, Mikko Laakkonen (yhteenlaskettu omistusosuus 17,8 % 1.2.2026) vastusti fuusiota ja kannusti julkisesti myös muita omistajia vastustamaan sitä osakkeiden heikkoon vaihtosuhteeseen vedoten. Ehdotettu fuusio kaatui, ja Hallqvist jättäytyi pois Sievi Capitalin hallituksesta keväällä 2022. Hän on kuitenkin edelleen KH Groupin nimitystoimikunnan puheenjohtaja. Nähdäksemme kahden suuren pääomistajan läsnäolo laskee KH Groupiin kohdistuvan ostotarjouksen todennäköisyyttä, sillä sen toteutuminen edellyttäisi sekä Hallqvistin että Laakkosen tukea. Vaikka Jussi Capital luopuikin omistusosuudestaan Sievi Capitalissa, Johanna ja Juha Takanen lukeutuvat edelleen KH Groupin suurimpiin omistajiin 3,8 %:n yhteenlasketulla omistusosuudellaan.

Johdolla ja hallituksella on vaihteleva omistus

KH Groupin toimitusjohtaja Carl Haglund nousi KH Groupin hallitukseen toukokuussa 2025, josta hän siirtyi konsernin toimitusjohtajaksi syyskuussa 2025. KH Groupi aiemmista toimitusjohtajista poiketen Haglund on hankkinut 47 000 yhtiön osaketta, mikä on mielestämme myönteinen signaali. Haglund on kuvaillut nykyistä pestiään väliaikaisena projektina, mikä huomioiden pidämme merkittävän osakeomistuksen hankkimista yhtiössä epätodennäköisenä. KH Groupin talousjohtaja, Tommi Rötkin, toimi aiemmin Sievi Capitalin sijoitusjohtajana ja on sen myötä ollut konsernin palveluksessa vuodesta 2020 lähtien. Rötkin omistaa 240 000 osaketta yhtiössä, mikä nähdäksemme yhdistää johdon ja osakkeenomistajien intressejä.

KH Groupin hallituksella on viisi jäsentä: Juha Karttunen, Christoffer Landtman, Taru Narvanmaa, Jari Rautjärvi ja Jon Unnérus. Hallitus koostuu täysin Suomen kansalaisista. KH Groupin tytäryhtiöiden liikevaihdosta lähes puolet syntyy Ruotsissa. Tämä huomioiden suhtautuisimme myönteisesti ruotsalaisen hallitusjäsenen sisällyttämiseen hallituskokoonpanoon. Huomautamme kuitenkin, että Landtman on toiminut Konecranesin Ruotsin toimitusjohtajana, joten markkinatuntemusta löytyy kuitenkin hallituksesta. KH Groupin hallituksen puheenjohtaja, Juha Karttunen, omistaa 270 000 osaketta ostettuaan hiljattain 200 000 osaketta. Suhtaudumme myönteisesti hallituksen puheenjohtajan tuntuvaan osakeomistukseen ja osakeostoihin. Hallituksen jäsenistä myös Taru Narvanmaalla on 10 000 osakkeen omistus. Hallituksen jäsenet Christoffer Landtman, Jari Rautjärvi ja Jon Unnérus eivät puolestaan omista lainkaan KH Groupin osakkeita. Suhtautuisimme yleisesti myönteisesti, mikäli KH Groupin hallituksen jäsenet kasvattaisivat omistusosuuttaan yhtiössä laajemmin.

KH Groupin 10 suurinta osakkeenomistajaa¹

Osakkeenomistaja	Osakkeet	Omistusosuus
Preato Capital	13 490 000	23,2 %
Mikko Laakkonen	7 421 559	12,8 %
MI Stable Oy ¹	2 897 268	5,0 %
Johanna Takanen	1 406 000	2,4 %
Juha Takanen	812 034	1,4 %
Amlax Oy	688 929	1,2 %
Zeroman Oy	525 000	0,9 %
Yamada Machiko	523 271	0,9 %
Hallqvist Ab ²	510 000	0,9 %
Teppo Kuusisto	408 204	0,7 %

KH Groupin johdon ja hallituksen omistus¹

Osakkeenomistaja	Osakkeet	Omistusosuus	Asema
Carl Haglund	47 000	0,1 %	Toimitusjohtaja
Tommi Rötkin	240 000	0,4 %	Talousjohtaja
Juha Karttunen	270 000	0,5 %	Hallituksen puheenjohtaja
Christoffer Landtman	0	0,0 %	Hallituksen jäsen
Jari Rautjärvi	0	0,0 %	Hallituksen jäsen
Taru Narvanmaa	10 000	0,0 %	Hallituksen jäsen
Jon Unnérus	0	0,0 %	Hallituksen jäsen

Huom: Hallqvist AB ja ML Stable ovat Simon Hallqvistin ja Mikko Lakkosen määräysvallassa 1) Perustuu KH Groupin omistajalistaukseen 1.2.2026 ja tiedotteisiin.

KH-Koneet Group 1/8

Yhtiökuvaus

KH-Koneet Group on maanrakennuskoneiden ja kierrätyskaluston maahantuoja, vähittäismyyjä ja vuokraaja. Lisäksi konserni tarjoaa kalustoonsa liittyviä jälkimarkkinapalveluita. KH Group omistaa 100 % KH-Koneista.

Liiketoimintamalli

KH-Koneilla on kattava verkosto- ja palvelutarjonta Suomessa ja Ruotsissa. Väliportaita toimitusketjussa on vain vähän. Yhtiön liiketoimintamallissa myyjät ovat keskeisiä ja kulurakenne joustaa sen onnistumisen mukana.

Historia

Sievi Capital sijoitti KH-koneet Groupiin 2017. Erillisistä yhtiöistä kootun kokonaisuuden kasvu on ollut sijoitusaikana vahvaa. Nyt yhtiö hakee kannattavaa kasvua etenkin Ruotsista, jossa yhtiö on suhteellisesti vielä kotimarkkinaa pienempi.

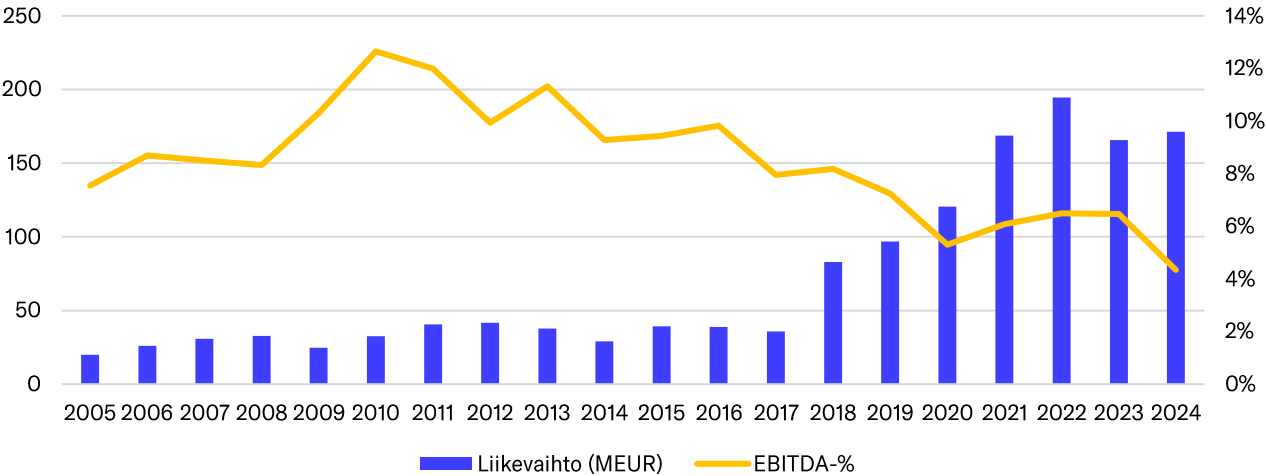
Vahvuudet

Yhtiö on onnistunut rakentamaan vahvat suhteet ja hyvän neuvotteluaseman sekä valmistajiin että asiakkaisiin. Ketterä ja itseohjautuva organisaatio sekä pitkät asiakassuhteet ja koneiden laaja huoltokanta ovat vahvuuksia.

Arvonluontipotentiaali



Kasvu on ollut vahvaa, mutta se on painanut kannattavuutta¹



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu jakeluverkoston ja merkkiedustusten laajentumisen myötä
- Vuokraustoiminnan kasvattaminen
- Ruotsin liiketoiminnan suhteellisen kannattavuuden vahvistuminen
- Epäorgaaniset kasvumahdollisuudet
- Konsernirakenteen yksinkertaistaminen ja tytäryhtiöiden tiiviimpi integroiminen



Riskitekijät

- Korkean suhteellisen kannattavuuden pysyvä laimentuminen Ruotsin liiketoiminnan takia
- Hinnotteluvoiman heikkeneminen agenttimallin myötä
- Valmistajien vertikaalinen integraatio
- Japanissa sijaitsevien päämiesten toimitusongelmat Eurooppaan
- Konsernin kasvaessa itseohjautuvan kulttuurin säilyttäminen voi luoda haasteita

1) FAS-luvut

KH-Koneet Group 2/8

Historia ja Sievi Capitalin sijoitus yhtiöön

KH-Koneet Group muodostettiin elokuussa 2017, kun Sievi Capital osti 70 %:n omistusosuuden KH-Koneista, KH-Engineeringista ja Edeco Toolsista ja yhdisti ne yhdeksi kokonaisuudeksi. Ostokohde hinnoiteltiin 29 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla ja mahdollisella 5 MEUR:n lisäkauppahinnalla. Myyjinä olleet yrittäjät jatkoivat tuolloin vähemmistöomistajina ja operatiivisessa johdossa. Osana Sievi Capitalin strategiaa ostokohteiden avainhenkilöille jätettiin omistus johtamastaan yhtiöstä kannustimeksi. Vuonna 2021 Sievi Capital nosti 8,5 MEUR:n sijoituksellaan omistustaan KH-Koneista 66,4 %:sta 90,5 %:iin. Sittemmin KH Group lunasti KH-Koneiden vähemmistöomistajien osuuden nostamalla omistusosuuttaan 90,7 %:ista 95,1 %:iin vuonna 2024 ja lopuksi 100 %:iin vuonna 2025.

Kasvunäytöt ovat vahvat, mutta heikko suhdanne ja rahoituksen puute seisauttivat kasvun

KH-Koneet Group on kasvanut todella nopeasti konsernin muodostumisen jälkeen. Suomessa yhtiön liikevaihto on kasvanut vuoden 2016 38,9 MEUR:sta 177 MEUR:oon vuonna 2024, mikä vastaa 21 %:n vuosittaista kasvua. Samalla yhtiö on noussut Ruotsissa uuden tulokkaan asemasta neljänneksi suurimmaksi toimijaksi noin 73 MEUR:n liikevaihdollaan. Vaikka liikevaihto onkin huippuvuoden 2022 jälkeen laskenut, arvioimme KH-Koneiden voittaneen markkinaosuuksia sekä Suomessa että Ruotsissa. Heikko rakennusykli on painanut koko toimialaa, mutta yhtiön kehitys on nähdäksemme ollut kohdemarkkinaa vahvempaa. KH Groupin mukaan entisen tytäryhtiön, Indoor Groupin, heikko taloudellinen asema heikensi myös KH-Koneiden ja NRG:n rahoituksen saatavuutta. Tämä rajasi KH-Koneiden kohdalla yhtiön

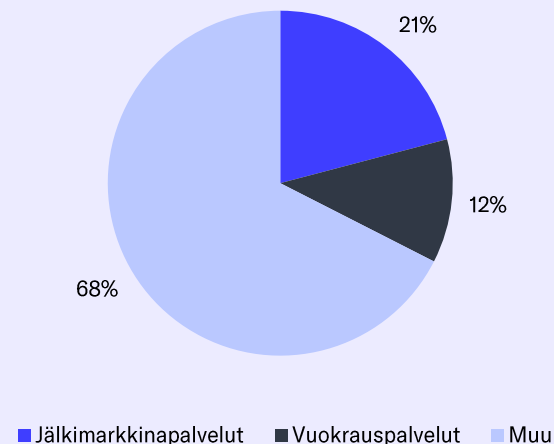
edellytyksiä investoida kasvuun.

KH-Koneiden suhteellista kannattavuutta tukee korkean kannattavuuden ja vakaan kysyntäprofiilin omaavan jälkimarkkinapalveluiden korkea osuus liikevaihdosta (21 % vuonna 2024). Huollon ja varaosamyyntin kaltaiset jälkimarkkinapalvelut ovat kriittinen osa KH-Koneiden liiketoimintamallia, mutta niiden kannattava ylläpitäminen edellyttää riittävää määrää asiakkaiden käytössä olevaa huollettavaa kalustoa. Pidämme uuteen maahan laajentumista yritysjärjestelyllä perusteltuna liiketoiminnan luonne huomioiden, sillä yritysjärjestelyn myötä jälkimarkkinatoimintaa ei tarvitse ajaa ylös tyhjästä. Jälkimarkkinaliiketoiminnan vakaan luonteen takia odotamme sen suhteellisen osuuden liikevaihdosta laskevan, kun syklisemmän profiilin omaavaa konekauppaa elpyy. Huomattavista kasvupanostuksista huolimatta konevuokrauksen osuus KH-Koneiden liikevaihdosta oli viime vuonna vasta 11,6 %, jossa näemme edelleen selvää kasvuvaraa.

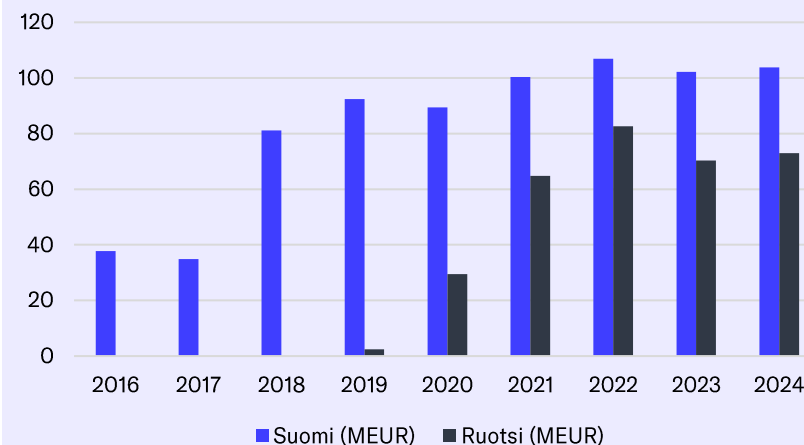
Liiketoimintaa on laajennettu orgaanisesti ja epäorgaanisesti

KH-Koneet hankki Kobelco-edustuksen Keskolta pian yhtiöryhmän muodostamisen jälkeen. Tänä päivänä yhtiön Suomessa edustamia merkkejä ovat Kobelco, Kramer, Wacker Neuson, Yanmar, Dynapac, Ljungby Maskin, Brock ja Pronar. Tämän ohella yhtiö myy myös käytettyjä koneita ja työlaitteita. Suomen tytäryhtiö Crent Oy perustettiin vuonna 2018, mikä oli yhtiön avaus konevuokraukseen. Suomessa edustussalkku laajeni vuonna 2024, kun KH-Koneet alkoi tuomaan maahan Pronarin kierrätyskalustoa. Vuoden 2019 lopulla KH-Koneet laajeni Ruotsiin ostamalla Beck Maskinin (nykyisin KH-Maskin).

KH-Koneiden liikevaihdon jakauma (IFRS, 2024)



KH-Koneiden liikevaihdon jakauma markkina-alueittain¹



1) FAS, 2016-2022 luvut eivät täysin vertailukelpoisia raportointimuutoksen takia

KH-Koneet Group 3/8

Kesäkuussa 2020 Ruotsista hankittiin myös konevuokraaja S-Rental. Vuoden 2020 aikana Ruotsin portfolio vahvistui merkittävästi, kun KH-Maskin aloitti aiemman Kobelco-edustuksen lisäksi Kramerin ja Wacker Neusonin maahantuojana ja jälleenmyyjänä. Ruotsin tarjonta on saatu nopeasti lähes Suomen veroiseksi, ja merkittävistä edustuksista siellä puuttuu enää Yanmar. Huhtikuussa 2022 KH-Koneet vahvisti asemaansa Ruotsin konevuokrausmarkkinoilla ostamalla Törnells Maskinuthyrningin. Törnells oli konsernille entuudestaan tuttu toimija, sillä yhtiö on vuonna 2020 ostetun S-Rentalin entinen pääomistaja. KH-Koneet on tehnyt useita yritysostoja, mutta yhtiön kasvu on siitä huolimatta ollut pääosin orgaanista, ja ostetun liikevaihdon osuus on yhtiön mukaan yhteensä noin 50 MEUR. KH-Koneiden ostokohteet ovat tyypillisesti potentiaaliinsa nähden alisuoriutuvia, minkä seurauksena maksetut vastikkeet ovat käsityksemme mukaan olleet maltillisia. Käsityksemme mukaan potentiaalisia ostokohteita arvioitaessa niiden merkkiedustusportfolio ja sijainnit ovat keskeisiä tekijöitä kohteen houkuttelevuuden kannalta.

Yritysostovetoinen kasvu näkyy rakenteissa

Yritysostojen vaikutus näkyy myös KH Groupin rakenteissa. Tänä päivänä KH Groupin liiketoiminta muodostuu neljästä melko erillisestä liiketoiminnasta: Suomen konekaupasta, Suomen konevuokrauksesta, Ruotsin konekaupasta ja Ruotsin konevuokrauksesta. Käsityksemme mukaan koneita liikkuu jossain määrin konekaupan ja konevuokrauksen sekä maiden välillä. Ison kuvan kannalta KH-Koneiden liiketoiminnot toimivat kuitenkin melko itsenäisesti toisistaan. Käsityksemme mukaan KH Groupin johto näkee edellytykset KH-Koneiden liiketoimintojen syvällisemmälle yhteistyölle ja integraatiolle sekä juridisten rakenteiden

yksinkertaistamiselle. Esimerkiksi konekauppaa harjoitetaan Suomessa KH-Koneiden ohella myös Edeco Toolsin ja KH Teknisen Kaupan toimesta. Osittain jako voi käsityksemme mukaan johtua päämiessuhteista, mutta uusissa tiloissa KH-Koneet pyrkii jakamaan laajemmin eri valmistajien tuotteita.

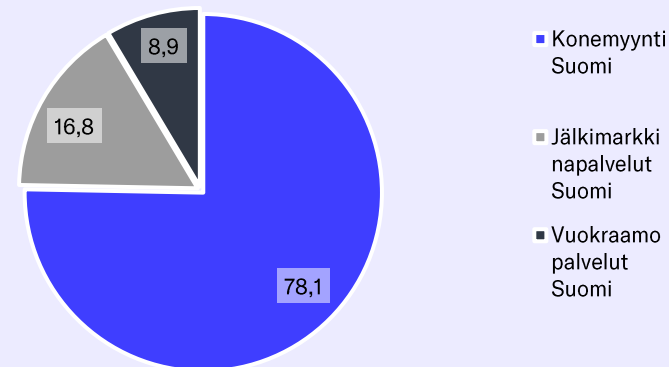
Päämiessuhteet ovat liiketoiminnalle kriittisiä

KH-Koneilla on hyvät suhteet globaaleihin päämiehiinsä, joiden tuki mahdollistaa vahvan kasvun konekaupassa. Ruotsissa vahvan orgaanisen kasvun taustalla on ollut keskeistä yhtiön kyky laajentaa/parantaa ostokohteen brändiportfolioa. Liiketoiminnalle kriittisten päämiessuhteiden takia nykyisten merkkien kanssa kilpaileviin merkkiedustuksiin laajentaminen on ongelmallista. Tämän seurauksena pidämme todennäköisenä, että mikäli KH-Koneet laajentaisi uusiin merkkiedustuksiin, ne laajentaisivat KH-Koneiden tuotetarjoomaa uusiin kategorioihin.

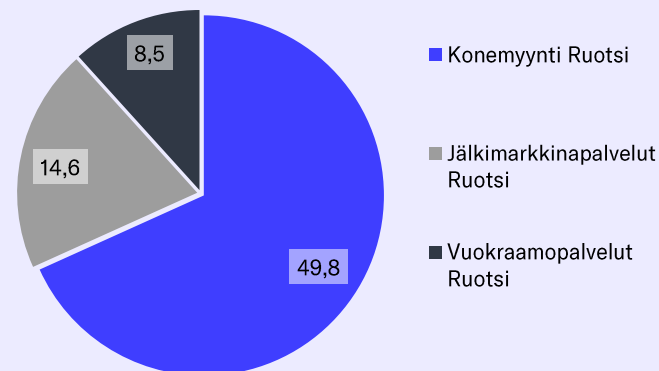
Suomen liiketoiminta loistaa jälkimarkkinapalveluissa

KH-Koneiden liiketoiminta painottuu Suomessa vahvemmin jälkimarkkinapalveluihin ja konekauppaan, kun taas Ruotsissa konevuokrauksen painoarvo on suurempi. Konsernin mittakaavassa odotamme konevuokrauksen painoarvon kasvavan entisestään, mikä aiheuttaa nousupainetta KH-Koneiden suhteelliseen kannattavuuteen. Tämä johtuu siitä, että konevuokrauksessa katetasot ovat yleisesti korkeammat kuin konekaupassa. Myös pääoman tuoton näkökulmasta odotamme kasvavan vuokrausliiketoiminnan vaikutuksen olevan myönteinen, joskin suhteellista kannattavuutta pienempi, sillä konevuokraus on konekauppaa pääomaraskaampaa.

KH-Koneet Suomen myynnin rakenne (2024, MEUR)



KH-Koneet Ruotsin myynnin rakenne (2024, MEUR)¹



KH-Koneet Group 4/8

Ruotsin liiketoiminta painaa kannattavuutta

KH-Koneiden Ruotsin liiketoiminta on vuoden 2024 73 MEUR:n liikevaihdolla kasvanut lähes Suomen liiketoiminnan kokoiseksi, joka teki 104 MEUR liikevaihtoa. KH-Koneiden suhteellinen kannattavuus on jo pidempään ollut laskutrendissä. Käsityksemme mukaan Ruotsin liiketoiminnan ylösajolla on keskeinen rooli tämän taustalla, eikä liiketoiminta nauti Suomen liiketoiminnan kaltaisista skaalaeduista, tunnettuudesta tai pitkistä asiakassuhteista. Katteiden näkökulmasta Ruotsin liiketoiminnan asiakasjakauma on lisäksi Suomen liiketoimintaa haastavampi. Edellä mainittujen tekijöiden ja KH-Koneiden päämiesten matalamman markkinaosuuden takia näemme Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalin Suomen liiketoimintaa heikompana.

Lukujen valossa näyttää herkästi siltä, että Ruotsissa KH-Koneiden haasteena on konekaupan heikko kannattavuus, sillä konevuokraukseen keskittyvä tytäryhtiö, S-Rental, on viime vuosina tehnyt 7-8 %:n EBITA-marginaalia. Sisäiset erät vääristävät käsityksemme mukaan yhtiökohtaista vertailua, eikä Ruotsin tytäryhtiöiden kannattavuuksia voi näin ollen vertailla tilinpäätöstiedoilla järkevästi keskenään.

Asiakkaat ovat tyypillisesti pieniä, mikä tukee hinnoitteluvoimaa

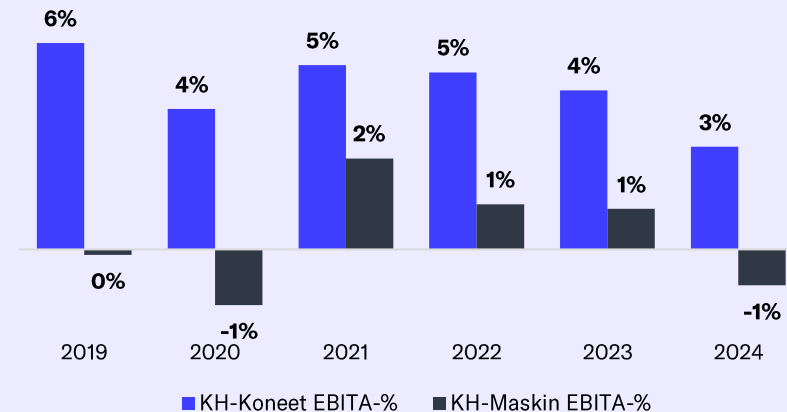
KH-Koneiden asiakaskunta on hyvin hajautunut, ja yli 70 % yhtiön liikevaihdosta tulee suurelta joukolta hyvin pieniä asiakkaita (> 10 MEUR liikevaihto). Pienemmässä asiakassegmentissä KH-Koneet erottuu käsityksemme mukaan suuremmista toimijoista tarjoamalla ketteränä pelurina asiakkaille parempaa palvelua. Konekaupan yhteydessä asiakkaalle tehdään käsityksemme mukaan

kohtuullisesti räätälöintiä, mikä tukee lisäarvopalveluiden myyntiä. Arviomme mukaan pienten asiakkaiden palveleminen tukee KH-Koneiden hinnoitteluvoimaa, joskin myynti vaatii enemmän käsipareja (vrt. suurten ostajien palveluun). Suomessa KH-Koneiden oma jälleenmyyjäverkosto on maanlaajuinen, mutta Ruotsissa yhtiön toiminta painottuu vahvasti Tukholma-Göteborg-välille. Käsityksemme mukaan konekaupan huolto on sijainnin suhteen joustavampaa kuin esimerkiksi kuorma-autoissa, mikä rajaa tiiviin toimipisteverkoston tarvetta.

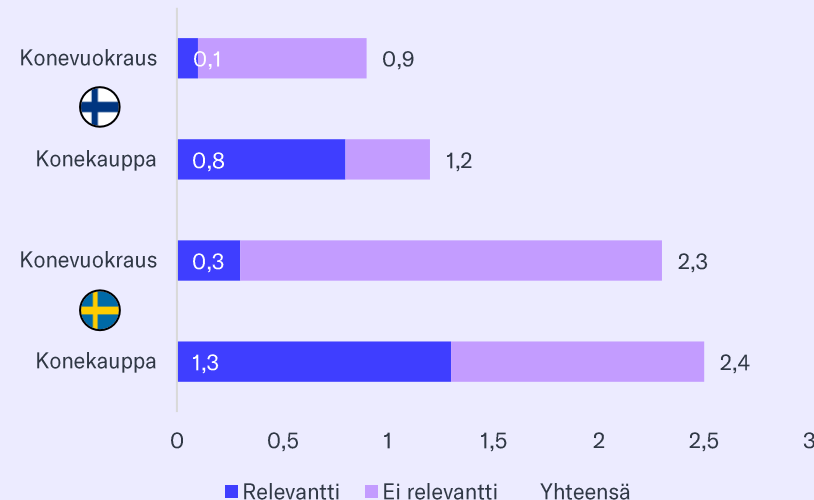
Konekaupan markkinajohtaja Suomessa, kärkikahinoissa Ruotsissa

Kappalemääräisesti KH-Koneet on yhtiön arvion mukaan Suomen suurin toimija konekaupassa, jonka kooksi yhtiö arvioi euromääräisesti noin 1,2 miljardia euroa. Tästä KH-Koneille relevantin markkinan osuus on yhtiön arvion mukaan 0,8 miljardia euroa, sillä yhtiö ei ole aktiivinen kaikissa tuotekategorioissa (keskeisimpinä suuret pyörälustaiset kaivukoneet ja suuret pyöräkuormaajat). Yhtiö on kappalemääräisesti Suomen suurin toimija pyöräkuormaajissa ja minikaivukoneissa. Lisäksi telalustaisissa kaivukoneissa se lukeutuu johdon arvion mukaan kolmen suurimman toimijan joukkoon ja on yksi johtavista toimijoista maanrakennuskonevuokrauksessa. Olemme tiivistäneet yhtiön kategoriakohtaisen kappalemääräisen markkinaosuuden seuraavalla sivulla. KH-Koneiden myynti painottuu pienempiin koneisiin, joten alhaisemman yksikkökustannuksen seurauksena yhtiön euromääräinen markkinaosuus on kappalekohtaista lukua matalampi.

Ruotsin kannattavuus painaa KH-Koneiden lukuja¹

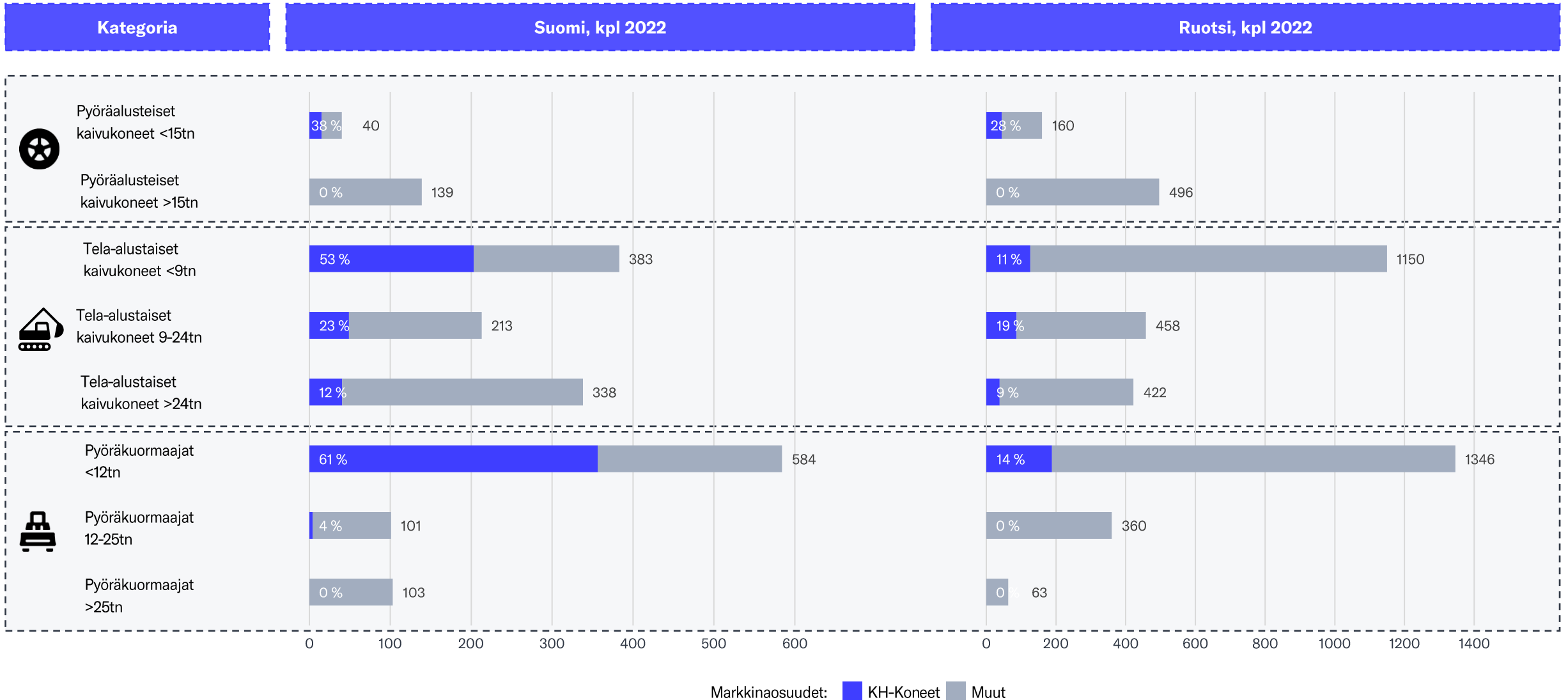


Konekaupan ja -vuokrauksen markkina mrd €²



¹ KH-Koneiden luvut sisältävät KH-Maskinin luvut. ² 2023. Relevantti myyntimarkkina: maanrakennuskonemarkkinan tuoteryhmät, joissa KH-Koneet on läsnä.

KH-Koneet Group 5/8



KH-Koneet Group 6/8

Suomessa KH-Koneilla on omia toimipisteitä kuudella eri paikkakunnalla: Turussa, Klaukkalassa, Jyväskylässä, Tampereella, Vantaalla ja Seinäjoella. Oma jakeluverkostoa täydennetään Suomessa lisäksi jälleenmyyjillä.

KH-Koneet on lyhyessä ajassa noussut Ruotsin 3–4 suurimman konekaupan joukkoon. KH Groupin arvion mukaan markkinajohtaja tärylevyissä. Ruotsin konekauppa- ja vuokrausmarkkinat ovat euromääräisesti 2–2,5 kertaa Suomea suuremmat. KH Groupin kannalta relevantin markkinan osuus on kuitenkin Suomea pienempi, sillä markkina painottuu vahvemmin pyöräalusteisiin kaivukoneisiin, joissa KH-Koneiden tarjooma on suppeampi. Ruotsissa verkosto on laajentunut nopeasti, ja tällä hetkellä siellä on omat toimipisteet Tukholmassa (2 yksikköä), Enköpingissä, Göteborgissa, Luulajassa ja Jönköpingissä. Jälleenmyyjäverkostoa laajennetaan Ruotsissa jatkuvasti, mutta myynti painottuu vahvasti Göteborgin ja Tukholman väliille (~75 % liikevaihdosta).

Kohdemarkkinassa on syklisiä ja vakaampia taskuja

KH-Koneiden kysyntä seuraa syklisen uudisrakentamisen sekä selvästi tasaisempien infra- ja korjausrakentamisen ja kiinteistönhuollon markkinoiden kehitystä. Rakennuspaikan valmistajat ovat KH-Koneiden suurimpia asiakkaita sekä Suomessa että Ruotsissa. Tasaisen kysyntäprofiilin omaava kiinteistöhuolto on KH-Koneiden kummassakin toimintamaassa keskeinen asiakasryhmä, kuten myös konevuokraamot. Vuosina 2021–2024 KH-Koneille relevantit konekaupan kategoriat supistuivat Suomessa 28 % ja Ruotsissa 18 %. Alkuvuonna 2025 KH-Koneiden kannalta relevantit kategoriat kääntyivät varovaiseen kasvuun ja Suomessa vuosi päätettiin 9 %:n kasvuun

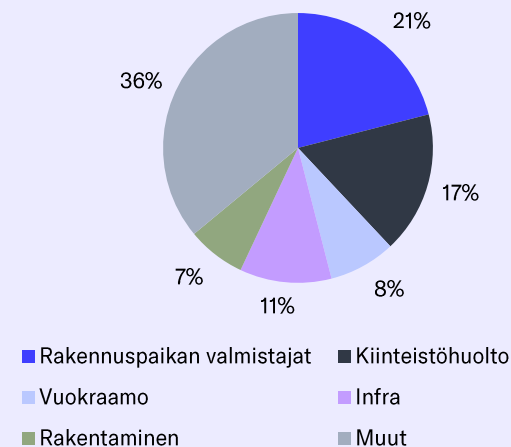
piteän loppuvuoden siivittämänä. Konekaupan ja etenkin konevuokrauksen kysyntä on luonteeltaan jälkisyklisiä, minkä seurauksena taloussuhdanteiden vaikutukset näkyvät KH-Koneiden kysynnässä viiveellä. Koneinvestoinnit ovat tyypillisesti yrittäjille merkittäviä ja lainarahalla rahoitettavia investointeja, minkä seurauksena vallitsevalla korkotasolla ja rahoitusolosuhteilla on vaikutusta konekauppaan. Talouden vaisu näkymä johtaa herkästi tilanteeseen, jossa asiakkaat lykkäävät merkittäviä koneinvestointeja ja pyrkivät sinnittelemään nykyisellä kalustollaan tai tukeutuvat kaluston vuokraamiseen.

Yhtenä toimialan keskeisenä trendinä kehittyneissä talouksissa on asiakkaiden siirtyminen koneiden omistamisesta enenevässä määrin vuokraamiseen. KH-Koneiden liiketoiminta kattaa sekä konekaupan että -vuokrauksen, joten kehityksellä ei ole oleellista vaikutusta yhtiöön. Konevuokraus ja etenkin huoltoliiketoiminta ovat konekauppaa vakaampia, minkä ansiosta ne tasoittavat KH-Koneiden kysyntää ja kannattavuutta. Arviomme mukaan pääomantuottopotentialiaali on konevuokrauksessa konekauppaa korkeampi, mutta potentiaalinen ulosmittaaminen vaatii kykyä ylläpitää kaluston korkeaa käyttöastetta.

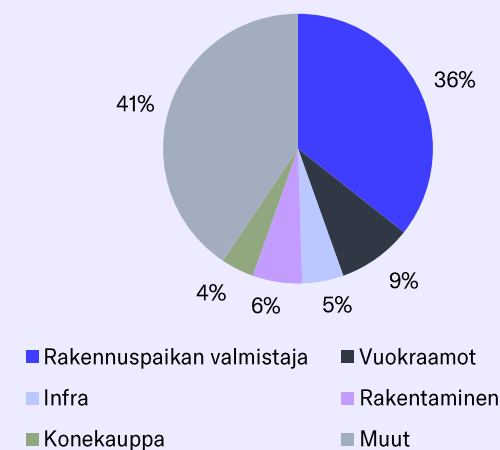
Suhteet konevalmistajiin ja jälkimarkkinatoiminta toimialan alalle tulon kynnyksinä

Konekaupassa on näkemysksemme mukaan kaksi oleellista alalietulokynnystä: 1) vaadittavat suhteet konevalmistajiin ja 2) asiakassuhteet ja kannattavan jälkimarkkinatoiminnan edellyttämä kentällä oleva kalusto. Uusien koneiden jakelu vaatii päämiessuhteita, joiden rakentaminen tyhjästä on käsityksemme mukaan uudelle tulokkaalle haastavaa.

Asiakkaiden toimialajako, Suomi¹



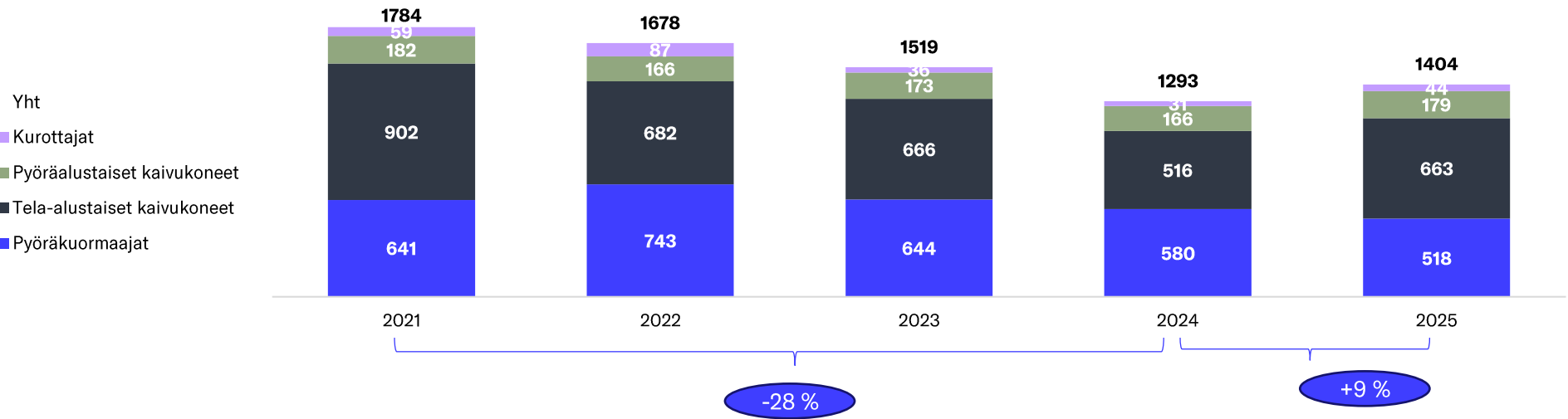
Asiakkaiden toimialajako, Ruotsi¹



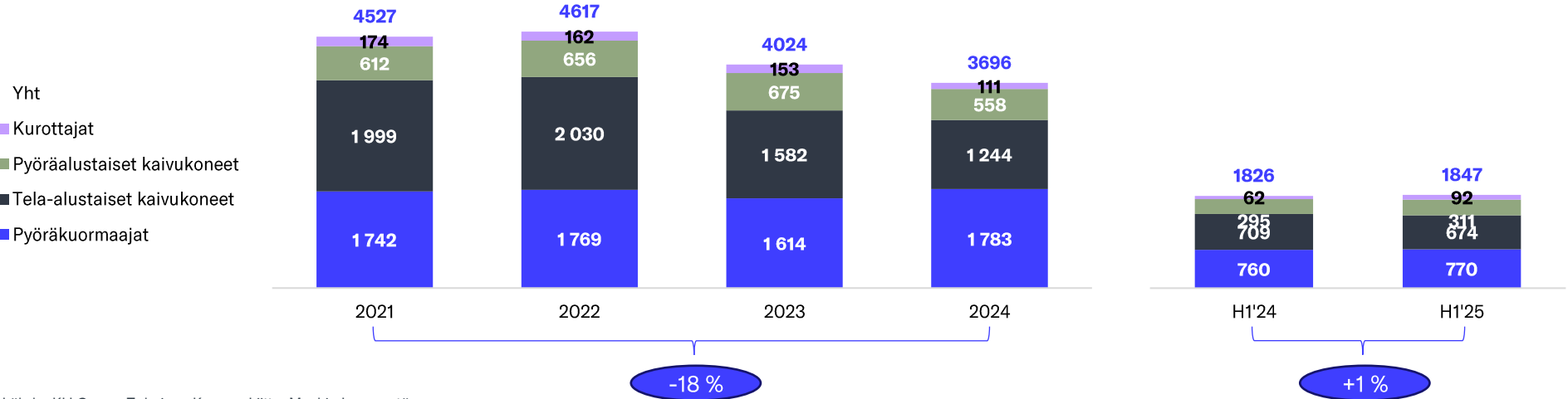
¹) Lähde KH Group CMD, 2023

KH-Koneet Group 7/8

KH-Koneille relevantin konemarkkinan kehitys Suomessa (kpl)



KH-Koneille relevantin konemarkkinan kehitys Ruotsissa (kpl)



Lähde: KH Group, Teknisen Kaupan Liitto, Maskin Leverantörerna

KH-Koneet Group 8/8

Olemassa olevien jakelusuhteiden laajentaminen on uusien avaamista helpompaa, ja KH-Koneet on saanut laajennettua suurimman osan brändeistään Suomesta myös Ruotsin liiketoimintaan. Vahva markkina-asema helpottaa myös uusien edustussuhteiden luomista, sillä suuremmat toimijat luovat ceteris paribus enemmän arvoa päämiehilleen. Alalle tulon kynnys on näin ollen silmissämme matalampi maantieteellisen laajentumisen yhteydessä kuin kyseiseen liiketoimintaan laajennettaessa. Huoltoliiketoiminnan ylösajaminen vaatii tuntuvia alkuinvestointeja, sillä kannattava jälkimarkkinatoiminta edellyttää riittävää määrää asiakkaiden käytössä olevaa kalustoa kannattavan liiketoiminnan vaatiman volyymin saavuttamiseksi. Toimiva jälkimarkkinaliiketoiminta on keskeistä myös päämiessuhteiden ja asiakastyytyvyyden ylläpitämiseksi.

Kannattavan kasvun strategia

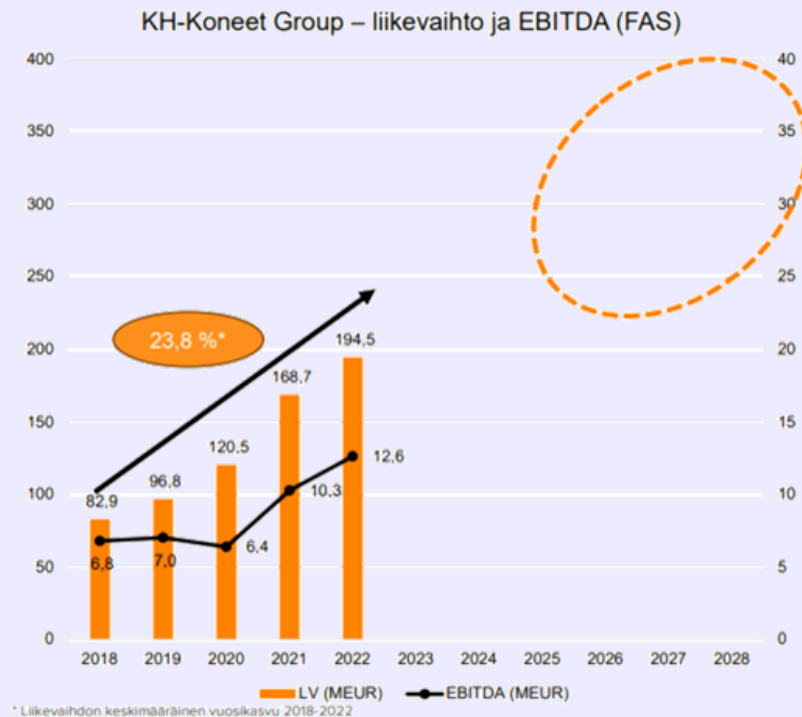
KH-Koneet Groupin visiona on olla Pohjoismaiden johtava täyden palvelun konetalo, joka on myös johtava toimija maanrakennuskoneiden vuokrauksessa sekä Suomessa että Ruotsissa. Strategiakauden 2023–2028 aikana yhtiön on tarkoitus kasvaa kannattavasti ja saavuttaa noin 250–400 MEUR:n liikevaihto ja 25–40 MEUR:n FAS-käyttökate. Tavoite on erittäin kunnianhimoinen etenkin kannattavuuden osalta ja vaatii toteutuakseen liiketoimintaympäristöltä huomattavaa myötätuulta. Strategiakauden aikana yhtiön on tarkoitus yli tuplata noin 1,6 mrd. euron kohdemarkkinansa laajentamalla portfolioaan päästöttömiin maanrakennuskoneisiin, vahvistamalla asemaansa pyöräalustaisissa kaivukoneissa ja laajentamalla kierrätyskoneisiin. Kasvua haetaan sekä Suomessa että Ruotsissa, mutta yhtiö näkee erityisesti kasvuvaraa Pohjois-Ruotsissa, jossa sen jakeluverkosto on toistaiseksi markkinan kokoon nähden vaatimaton.

Orgaanisen laajenemisen ohella pidämme mahdollisena, että KH-Koneet laajentaa toimipisteverkostoaan Ruotsissa myös yritysjärjestelyillä, esimerkiksi ostamalla nykyisiä jakelijoitaan.

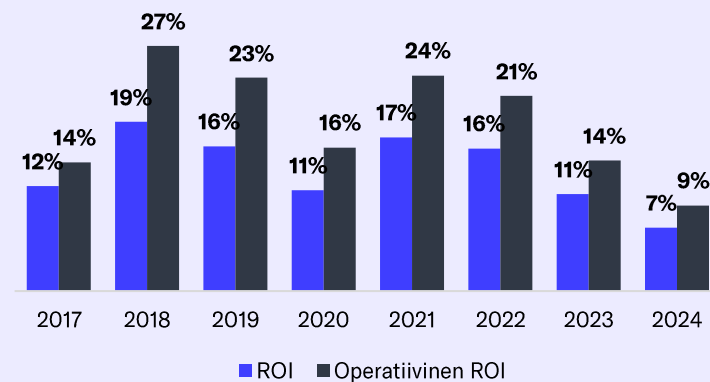
Emme epäile KH-Koneiden kykyä kasvaa, mutta yhtiön sijoitustarinan kannalta on keskeistä, että se kykenee antamaan näyttöjä kannattavuuden paranemisesta Ruotsissa. Kannattavuuden vahvistuminen Ruotsissa validoisi näkemyksemme mukaan kansainvälisen kasvustrategian arvonluonnin, mikä laskisi sijoittajan näkökulmasta kansainvälistymiseen liittyvää riskiä. Arviomme mukaan Ruotsin liiketoiminnan kannattavuushaasteet eivät selity liiketoiminnan kokoluokalla. Tämän seurauksena pidämme siihen suuntautuvien suurempien investointien rajoittamista perusteltuna, kunnes kyseisen liiketoiminnan pohjakannattavuutta saadaan parannettua ja kasvu saadaan luomaan arvoa.

KH Groupin vuoden 2023 julkistama strategiakausi on kaksiosainen. Vuosina 2024–2025 yhtiön on tarkoitus laittaa pohjatyöt kuntoon panostamalla henkilöstön hyvinvointiin ja osaamiseen, yhtenäistämällä konsernin toimintoja, laajentamalla palvelutarjoomaa kaikkiin toimipisteisiin sekä laajentamalla Pohjois-Ruotsiin ja kierrätyskalustoon. Vuosina 2026–2028 KH-Koneiden on tarkoitus skaalata uusia alueitaan, laajentaa jakeluportfolioaan, laajentaa vuokraus- ja palveluliiketoimintaansa sekä panostaa merkittävästi vähäpäästöisiin koneisiin. Mielestämme kaksiosainen strategiakausi on perusteltu, kun huomioidaan Ruotsin liiketoiminnan nopea ylösajo ja sen myötä heikentynyt kannattavuus sekä rakennussektorin heikko näkymä tavoitteita asettaessa.

KH-Koneet tavoittelee merkittävää kasvua¹



KH-Koneiden sijoitetun pääoman tuotto²



1) Lähde: KH Group CMD 2023, 2) FAS-luvut liikearvon poistojen vaikutus oikaistu. Operatiivinen ROI ei huomioi liikearvoa nimittäjässä.

Nordic Rescue Group 1/4

Yhtiökuvaus

Sauruksen toimitilat sijaitsevat Jyväskylässä ja Sala Brandin Salassa. Konsernilla on vahva asema Suomessa ja lisäksi osa liikevaihdosta menee vientiin. Yhtiöiden asiakkaita ovat niin julkiset kuin yksityiset pelastuslaitokset. KH Group omistaa 68,1 % NRG:stä.

Liiketoimintamalli

Sauruksen liiketoiminta koostuu pelastusajoneuvojen kokoonpanosta ja huollosta, kun taas Sala Brand valmistaa ja huoltaa paloajoneuvoja. Myynti tapahtuu suoraan kotimaisille loppuasiakkaille. KV-myyntissä hyödynnetään paikallisia kumppaneita.

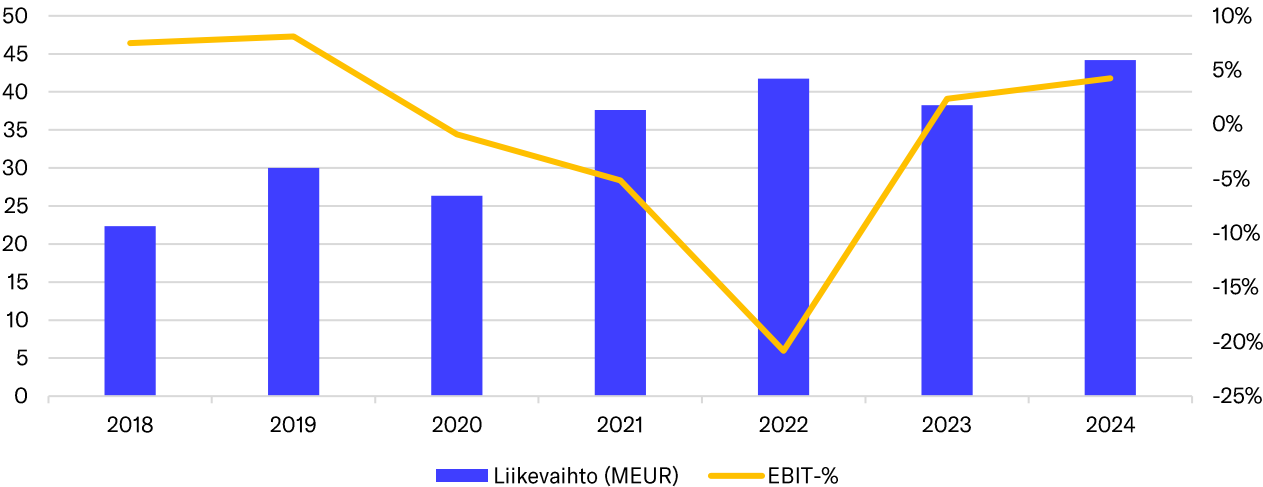
Historia

Yhtiöiden edellinen omistaja, Kiitokori, myi Sauruksen sukupolvenvaihdoksessa. NRG:n strategisena tavoitteena on luoda aiemmin erillisinä johdetuista yhtiöistä kansainvälisesti tunnettu järjestelmätoimittaja.

Vahvuudet

NRG:n vahvuuksiin kuuluvat oma tuotekehitys ja kilpailukykyinen tuoteportfolio. Yhtiö nauttii myös vahvoista brändeistä ja markkina- asemasta sekä Suomessa että Ruotsissa. Osaava henkilöstö ja pitkät asiakassuhteet ovat myös yhtiölle eduksi.

NRG on toteuttanut vakuuttavan tuloskäänteen¹



Arvoajurit

- Kansainvälisen liikevaihdon kasvu
- Tuotannon läpimenojen nopeuttaminen ja käyttöpääoman tehostaminen



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Protektionismin lisääntymisen aiheuttama riski kansainväliselle kasvulle

Arvonluontipotentiaali



¹) FAS, huom: sisältää konsernista poistuneen Vema Liftin

Nordic Rescue Group 2/4

Historia ja sijoitus yhtiöön

Nordic Rescue Group (NRG) syntyi helmikuussa 2020, kun Sievi Capital ja Teollisuussijoitus ostivat Saurus Oy:n ja Vema Lift Oy:n niiden aiemmalta omistajalta, Kiitokori-konsernilta. Yrityskaupan velaton kauppahinta oli noin 22 MEUR, johon sisältyi 2,2 MEUR muita myytäviä omaisuuseriä. Tämän lisäksi myyjä oli oikeutettu enintään 3 MEUR:n lisäkauppahintaan, joka oli sidottu ostokohteen käyttökatekehitykseen.

NRG:n tytäryhtiöillä on kohtuullisen pitkä historia, sillä Saurus perustettiin vuonna 1982. Vuonna 2021 NRG laajentui Ruotsiin ostamalla paloajoneuvoja valmistavan Sala Brandin. Sitä seuraavana vuonna NRG:n rakenne muuttui jälleen, kun konserniin kuulunut, hydraulisiin pelastusnostimiin keskittynyt Vema Lift hakeutui joulukuussa 2022 konkurssiin. Konkurssin taustalla olivat yhtiön talousvaikeudet ja päämarkkina-alueen eli Kiinan erittäin haastavaksi muuttunut vientikauppa.

Esa Peltola on työskennellyt NRG:n toimitusjohtajana marraskuusta 2021 alkaen. KH Group -konsernin toimitusjohtaja Carl Haglund on toiminut pidempään yhtiön hallituksen puheenjohtajana.

Tuotteet ja tuotanto

Sauruksen tuotantotilat sijaitsevat Säynätsalossa, ja yritys on keskittynyt erilaisiin siviili- ja sotilaskäyttöön tarkoitettuihin paloautoihin. Yhtiön tuoteportfolioon kuuluvat mm. sammutus-, säiliö- ja raivausautot. Autojen ohella tuotetarjoamaan kuuluvat myös painesammutuslaitteet, ylläpitojärjestelmät ja operatiivinen pelastuskalusto. Yhtiön lopputuotanto on suurelta osin käsityönä tehtävää kokoonpanoa. Tuotannon kevyen luonteen takia kasvuinvestoinnit sitovat rajallisesti pääomaa ja vaativat lähinnä hallitilaa sekä tuotannossa hyödynnettävää kalustoa.

Sauruksen pelastusajoneuvojen alustatoimittajia ovat Scania, MAN, Mercedes-Benz, Renault ja Volvo. Rungot kuitenkin räätälöidään asiakkaiden tarpeiden mukaisiksi, ja niitä täydennetään merkittävällä määrällä erilaisia varusteita. Sauruksen tuotantoon haettiin Sievin omistuksessa uuden tason teollista tehokkuutta vaiheistamalla ja suoraviivaistamalla tuotantoa LEAN-mallin mukaisesti sekä kehittämällä logistiikkaa. Oman tuotannon ohella yhtiöllä on myös mahdollisuus hyödyntää alihankintakumppaneita.

NRG-konsernin toinen tytäryhtiö, Sala Brand, valmistaa paloajoneuvoja toimitiloissaan Salassa, Västmanlandissa. Valmistuksen lisäksi yhtiöllä on myös huoltoliiketoimintaa, ja se edustaa Rosenbauer- (paloautokalusto) ja Magirus-brändejä (tikasautot). Sala Brandin myynti painottuu Ruotsiin.

Nordic Rescue Groupilla on vahvat brändit

Nordic Rescue Groupin kilpailuvaltti Suomessa ovat sen edustamat luotetut brändit. Saurus on yhtiön mukaan Suomessa lähes synonyymi pelastusajoneuvolle. Yhtiön muita vahvuuksia ovat muun muassa fyysinen läsnäolo, palvelun joustavuus sekä kyky vastata yksilöllisiinkin tarpeisiin. Aasian markkinoilla yhtiön tuotteet erottuvat paikallisista kilpailijoista pohjoismaisella premium-laadullaan. Arviomme mukaan kynnys pelastusajoneuvojen laiteomittajan vaihtamiseen on kohtuullisen korkea, ja monet asiakkaat suosivat nykyisiä laiteomittajiaan suuremmissa huoltotoimenpiteissä. NRG tarjoaa huolto- ja ylläpitopalveluita sekä omien että yhteistyökumppaneidensa toimipisteiden kautta. Pelastusajoneuvoja ja -kalustoa huolletaan säännöllisesti, minkä lisäksi niille suoritetaan lakisääteisiä katsastuksia. Huoltoliikevaihdosta puolet on NRG:lle relevanttia, sillä Scanian kaltaiset valmistajat vastaavat ajoneuvoalustan huollosta.

Sauruksen autoja

Sammutusautot



Säiliöautot



Säiliösammutusautot



Raivausautot



Kevytyksiköt



Erikoisautot



Sala Brandin autoja

Sammutusautot



Säiliöautot



Koukkulava kuorma-autot



Erikoisautot



Rosenauerin sammutusautot (merkiedustus)



Magiruksen tikasautot (merkiedustus)



Nordic Rescue Group 3/4

Käsityksemme mukaan jälkimarkkinaliiketoiminta tuo noin 10 % NRG:n liikevaihdosta. Jälkimarkkinaliiketoiminnan hyvän asiakaspidon ja kiinteiden kustannusten takia laaja kentällä oleva kalusto on edellytys kannattavan liiketoiminnan mahdollistamiselle. Hyvien tilauskantojen ja kannattavan jälkimarkkinatoiminnan ansiosta liiketoiminnan ennustettavuus on käsityksemme mukaan hyvä noin vuoden tähtäimellä.

Yleisesti Saurus- ja Sala-brändien tuotteet menevät asiakkaila samaan käyttötarkoitukseen, mutta tuotteiden ominaisuuksissa on tyypillisesti huomattavia eroja paikallisten preferenssien ja markkinakäytäntöjen mukaan. Tämä pätee esimerkiksi pelastusajoneuvojen runkoihin, jotka on valmistettu Suomessa teräksestä ja Ruotsissa alumiinista. Kevyempien alumiinirunkojen ansiosta pelastusajoneuvojen sisälle mahtuu Ruotsissa enemmän kalustoa. Huomattavat maakohtaiset eroavaisuudet ja kannattavan jälkimarkkinaliiketoiminnan vaatima volyyymi luovat alalle korkean tulokynnyksen pelastusajoneuvomarkkinoilla. Samalla maakohtaiset eroavaisuudet ja niiden aiheuttama liiketoiminnan paikallinen luonne rajaavat NRG:n kohdalla edellytyksiä ulosmitata synergiahyötyjä tytäryhtiöiden välillä. Käsityksemme mukaan nämä rajoittuvat pitkälti tehokkaiden toimintatapojen jakamiseen.

Markkinaosuudet ja markkinan kasvu

Pelastusajoneuvojen markkina kasvaa KH Groupin arvion mukaan globaalisti noin 5 % vuodessa. Väestönkasvu ja kaupungistuminen kehittyvillä markkinoilla luovat yhä suurempia tarpeita hyvin järjestetyille pelastustoimille. Globaalit pelastusajoneuvojen markkinat ovat kooltaan noin 4,3 miljardia euroa, mikä vastaa noin 21 000 uutta ajoneuvoa vuodessa. Suomessa markkina kasvaa hitaammin (arviomme mukaan noin BKT:n tahtia). KH Group arvioi, että sekä Suomen

että Ruotsin liittyminen puolustusliitto Natoon lisää pelastusalan investointeja lähivuosina NRG:n kahdella kotimarkkinalla. Vema Liftin konkurssin myötä enää 2 % NRG:n liikevaihdosta tulee Euroopan ulkopuolelta

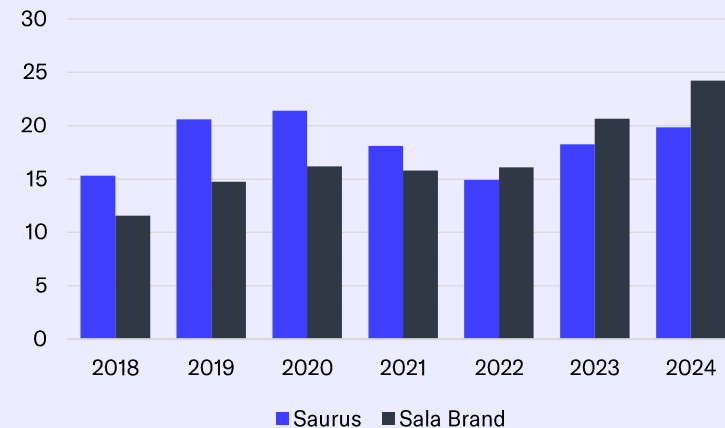
NRG:n liikevaihdosta vajaa puolet on Sauruksen myyntiä. Yhtiö toimittaa noin 50 ajoneuvoa vuodessa, ja arviomme mukaan se hallitsee leijonanosaa kotimaisista pelastusajoneuvomarkkinoista. Yhtiön keskeisimpiä asiakkaita kotimarkkinoilla ovat mm. pelastuslaitokset ja Puolustusvoimat. Käsityksemme mukaan yhtiön kilpailu koostuu pääosin eurooppalaisista toimijoista. Paikallisen myynnin ohella Sauruksella on myös vientiä, jonka osuus liikevaihdosta on noin 10 %.

Sala Bränd tuo toisen puolikkaan konsernin liikevaihdosta. Käsityksemme mukaan Sala Brandin vuosittainen ajoneuvojen toimitusmäärä on verrannollinen Saurukseen, mutta yhtiön markkinaosuus on kotimarkkinoillaan markkinajohtajan asemasta huolimatta matalampi. Sauruksesta poiketen Sala Brand keskittyy ainoastaan Ruotsin kotimarkkinoihinsa.

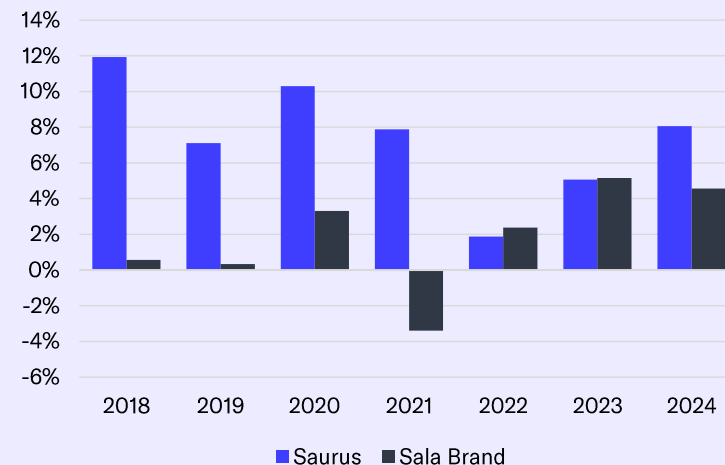
Markkinakohtaiset erot näkyvät yhtiöiden kannattavuudessa

Sauruksen suhteellinen kannattavuus on viime vuosina ollut lähes poikkeuksetta Sala Brandia vahvempi. Tämä selittyy yhtiökohtaisella tuotetarjonnalla ja markkinakohtaisilla käytännöillä. Sala Brand edustaa myös muita pelastusajoneuvomerkkejä (Rosenbauer ja Magirus), joiden ajoneuvojen toimittaminen on luonnollisesti matalakatteisempaa kuin omien tuotemerkkien myynti. Kyseisten liikevaihtovirtojen hyvin erilaisten kateprofiilien takia Sala Brandin kasvun suhteellinen kannattavuus voi poiketa merkittävästi yksittäisten neljännessen välillä.

Liikevaihdot ovat kasvaneet viime vuosina (MEUR)...¹



...ja EBIT-%:t elpyneet¹



1) Lähde: Tytäryhtiökohtaiset tilinpäätökset

Nordic Rescue Group 4/4

Myös Ruotsin kireämpi kilpailutilanne ja paikalliset markkinakäytännöt selittävät tytäryhtiöiden suhteellisen kannattavuuden eroa. Ruotsissa pelastusajoneuvoissa hyödynnetään paljon standardoituja perusautoja (basbil), mikä vähentää ajoneuvojen välisiä eroavaisuuksia ja supistaa autokohtaisen räätälöinnin roolia. Ruotsissa yhtiöllä on myös suurempi paikallinen kilpailija Floby Rescuen myötä.

Strategia priorisoi kannattavuutta ja korkean markkinaosuuden ylläpitämistä kotimarkkinoilla

Nordic Rescue Groupin keskeisimpänä tavoitteena on ylläpitää korkeaa markkinaosuutta Suomen ja Ruotsin kotimarkkinoilla ja ylläpitää korkeaa kannattavuutta. Käsityksemme mukaan yhtiö näkee edelleen lievää kasvuvaraa Ruotsin markkinoilla, mutta Suomessa markkinaosuuden määrätietoinen kasvattaminen ei olisi enää nykytasolta mielekästä. Tämän vuoksi Sauruksen kasvumahdollisuudet nojaavat pitkälti kotimarkkinan kasvuun ja viennin onnistumisiin. KH Groupin johdon kommenttien perusteella NRG priorisoi ennemmin kannattavuutta kuin kasvua. Tämä on nähdäksemme perusteltua, sillä NRG:n taseasemassa on vahvistamisen varaa (Q3'25 korollinen nettovelka / käyttökate melko korkealla 3,4x tasolla).

NRG on järjestänyt kansainvälisen myyntinsä agenttipohjalta, ja huollon järjestämiseksi käytössä on paikalliset yhteistyökumppanit. Ulkomaisia asiakkaita tuetaan myös käyttöönotto- ja koulutuspalveluilla sekä etäkäytöllä, jonka avulla tuotteen kunto voidaan analysoida Suomesta käsin. KH Group on nostanut esille Aasian, Etelä-Amerikan ja Lähi-idän potentiaalisimpina vientialueina.

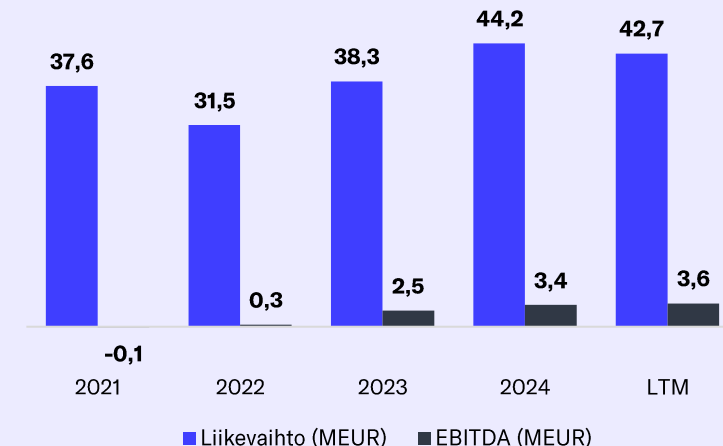
Suurin osa NRG:n vientimyynnistä syntyy tarjouspyyntöjen kautta. Yhtiön kannalta suurimmat premium-autoerät ovat

houkuttelevinta ja kannattavinta liiketoimintaa. Vastaavasti yhtiö välttelee pienempien sarjojen toimittamista eikä osallistu lainkaan perusautojen toimittamiseen vientimarkkinoille.

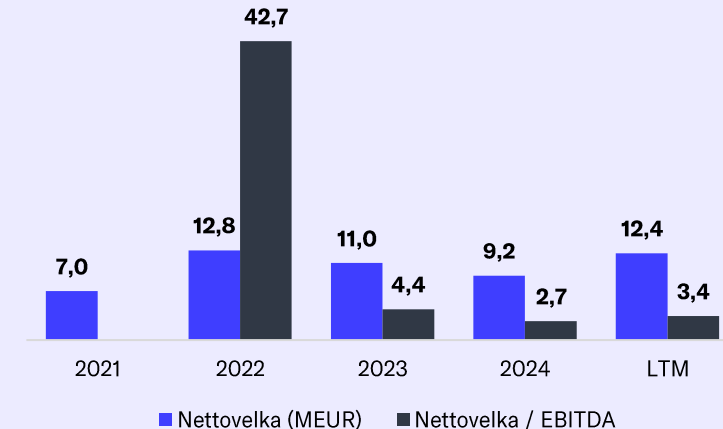
NRG osaksi KH Groupin strategiaa

KH Group kertoi Q3'25-raporttinsa yhteydessä tuovansa NRG:n osaksi konsernin strategiaa. NRG on viime vuosina ollut KH Groupin valopilkku, sillä muutama vuosi sitten kassakriisissä ollut yhtiö on toteuttanut vakuuttavan tuloskäänteen ja saanut sen myötä velkavipunsa kuriin. Nykyisellä tulostasolla NRG:n liiketoiminta on todella kannattavaa ja kasvu selvästi arvoa luovaa. Tästä näkökulmasta voisi kuvitella, että ajankohta yhtiöstä luopumiselle olisi hyvä, kun kannattavuus on korkea ja tilauskanta pullollaan. Arviomme mukaan yhtiölle ei kuitenkaan löytynyt ostajaa järkevään hintaan, minkä seurauksena NRG liitettiin osaksi KH Groupin strategiaa. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että konserni on edelleen valmis luopumaan yhtiöstä, mikäli ostajan kanssa päästään sopuun hinnasta. NRG:n omistusstrategian muutos mahdollistaa käsityksemme mukaan pidemmän aikavälin kilpailukykyä vahvistavat investoinnit, joita NRG on saattanut lykätä käynnissä olleen myyntiprosessin takia. Pelastusajoneuvomarkkinan kilpailudynamiikka huomioiden pidämme epätodennäköisenä, että yhtiö tekisi yritysjärjestelyjä. Kyseiset investoinnit liittyvät arviomme mukaan todennäköisemmin uuden hallitilan hankkimiseen tuotantokapasiteetin kasvattamiseksi tai asiakkaiden palvelumallien muutoksiin. Yksi esimerkki palvelutarjooman laajentamisesta on autojen liikkuva huoltopalvelu, mikä vähentäisi ajoneuvojen huollattamiseen liittyvää vaivaa.

NRG kasvu ja kannattavuus (IFRS)¹⁾



NRG on saanut velkavivun kuriin parantuneen kannattavuuden myötä (IFRS)¹⁾



1) Huom: 2022 luvut eivät huomioi Vema Liftia.

Taloudellinen tilanne ja pääoman allokointi 1/2

Indoor Group eriytettiin jo ennen myyntiä

KH Groupin tase on melko erikoinen konsernin sijoitusyhtiötaustasta johtuvan rakenteen ja monialakonsernin raportointitavan vuoksi. Q3'25 lopussa KH Groupin taseen loppusumma oli 273 MEUR. Konsernin varoissa ja veloissa Indoor Group oli jo Q3:n lopussa eristetty, sillä yhtiö oli kirjattu myytävänä olevaksi varaksi. Kvartaalin lopussa 107 MEUR konsernin varoista liittyi Q4:n aikana myytyyn Indooriin, josta luopuminen supistaa tasetta huomattavasti.

Taseasema on vivutettu, mutta velan luonne rajaa uudelleenrahoitusriskiä

Q3:n lopussa KH Groupin jatkuvien liiketoimintojen nettovelat olivat 79,4 MEUR. Emoyhtiöllä oli tuolloin 4,4 MEUR:n rahavarat, mutta tästä 2,0 MEUR käytettiin Indoor Groupin lainojen lyhentämiseen irtautumisen yhteydessä. Samassa yhteydessä konserni alaskirjasi myös yhtiölle myönnetyn 1,0 MEUR:n osakslainan. Rahavirran näkökulmasta KH-Koneiden ja NRG:n käyttöpääomaa vapautuu tyypillisesti Q4:n aikana, minkä odotamme kumonneen Indoorin irtautumisen vaikutuksen jatkuvien liiketoimintojen nettovelkaan. Q3:n lopun nettovelka oli joka tapauksessa korkealla 4,1x tasolla suhteutettuna jatkuvien liiketoimintojen edellisen 12 kuukauden käyttökatteeseen, minkä valossa näemme konsernilla edelleen painetta vahvistaa taseasemaansa. Samalla painotamme kuitenkin, että konsernin nettoveloista 8,5 MEUR liittyy vuokrasopimuksiin ja 42,3 MEUR KH-Koneiden vuokratiloihin, joiden riskiprofiili on yleisesti pankkilainaa matalampi.

Vaihto-omaisuus ja aineelliset hyödykkeet ovat merkittävässä roolissa

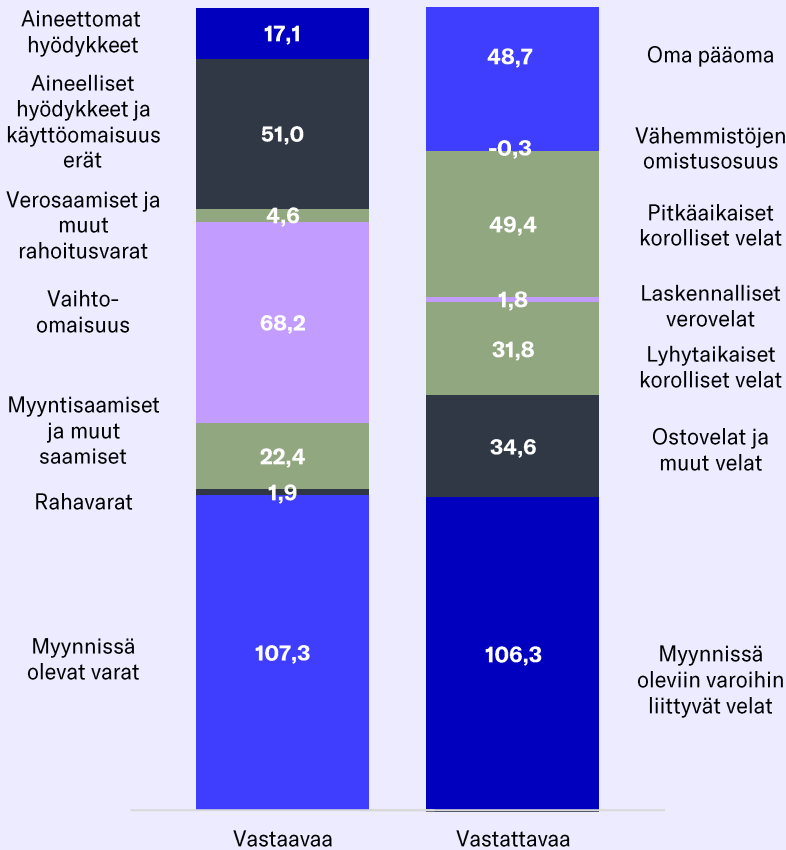
KH-Koneiden liiketoiminta vaatii huomattavan määrän varastoja, mikä heikentää koko konsernin pääomanhallinnan tehokkuutta. Q3'25 lopussa KH Groupin jatkuvien liiketoimintojen vaihto-omaisuus oli 68,2 MEUR. Kyseinen erä ei kuitenkaan huomioi vuokrattua ajoneuvokalustoa, joka kirjataan osaksi aineellisia hyödykkeitä. Suurin osa KH Groupin 42,8 MEUR:n aineellisista hyödykkeistä ovat KH-Koneiden vuokraamaa kalustoa.

Q3'25 lopussa KH Groupin jatkuvien liiketoimintojen käyttöpääoma oli 47 MEUR. KH-Koneiden liiketoiminta sitoo huomattavan määrän pääomaa etenkin vaihto-omaisuuteen. Historiallisesti käyttöpääoma on ollut noin 30 % yhtiön liikevaihdosta (FAS-luvut). NRG:n liiketoiminta on puolestaan huomattavasti pääomakevyempää, ja se vaatii noin 5–10 % käyttöpääomaa suhteessa liikevaihtoon. Täten KH-Koneiden kasvu vaatii huomattavasti NRG:tä enemmän pääomaa, ja yhtiön pääoman tuottopotentiaali on vastaavasti matalampi. KH-Koneiden edellytykset investoida kasvuun ovat toisaalta paremmat kuin NRG:n.

KH Groupin 17,1 MEUR:n aineettomat hyödykkeet koostuvat 7,7 MEUR:n liikearvosta ja 9,4 MEUR:n muista aineettomista hyödykkeistä (pääosin asiakkuuksiin ja tavaramerkkeihin liittyen). Yleisesti konserni ei juurikaan aktivoi aineettomiin eriin liittyviä kuluja taseelleen, mikä parantaa tuloksen ja rahavirran vertailukelpoisuutta. Konsernitasolla rahavirran analysointia vaikeuttaa kuitenkin merkittävästi säännöllisesti muuttunut konsernirakenne ja lyhyt raportointihistoria monialakonsernina, minkä seurauksena keskitymme rahavirtaan tytär- ja emoyhtiön tasolla.

KH Groupin Q3'25 taseasema

272,5 MEUR



Taloudellinen tilanne ja pääoman allokointi 2/2

Irtautumisista saadut rahavarat ovat huvenneet muutosmatkan aikana

KH Groupin osinkopolitiikkana on investoida ydinliiketoiminnan kasvuun sekä maksaa osinkoa merkittävien irtautumisten jälkeen taserakenteen ja rahoitussopimusten sallimissa puitteissa. Muutosmatkan aikana yhtiö onkin investoinut nykyisiin liiketoimintoihinsa, mutta taseasema ei ole toistaiseksi mahdollistanut osingonjakoa. Keskeisin syy tämän taustalla on Indoor Groupin heikko kehitys, jonka seurauksena KH Group lopulta lyhensi yhtiön lainoja irtautuakseen yhtiöstä nimelliseen hintaan. Toinen tasetta kuormittanut tekijä on ollut KH Groupin liiketoiminnan kokoon nähden korkeat emoyhtiön kulut, joita rakenteellinen muutosmatka, sen edellyttämät asiantuntijapalvelut sekä johdon muutokset ovat nostattaneet.

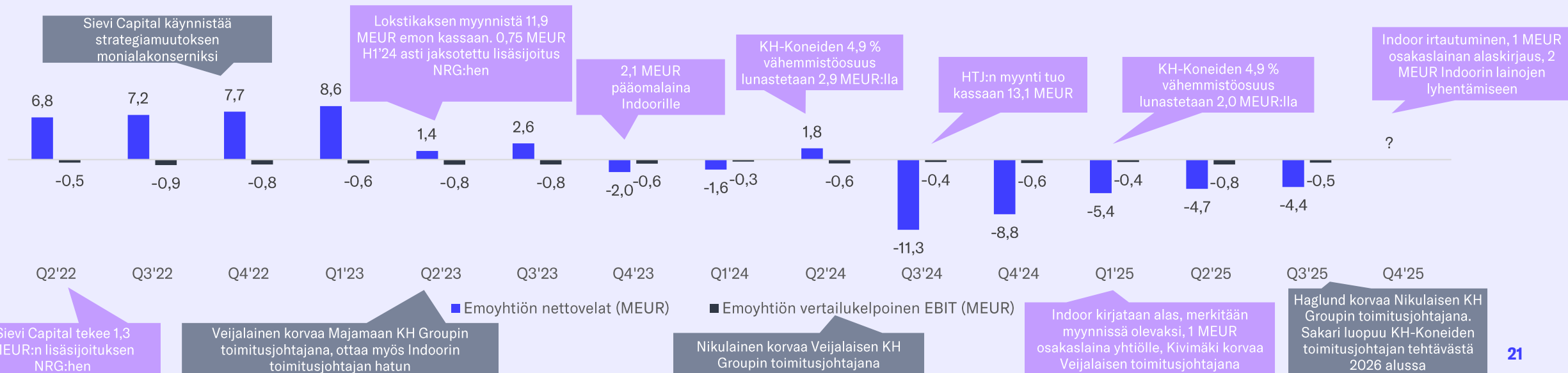
Rakenteellisen muutosmatkan aikana KH Group on tulouttanut yhteensä 25 MEUR Logistikaksen ja HTJ:n irtautumisista. Kyseisillä varoilla yhtiö on antanut Indoor Groupille 3,1 MEUR pääoma- ja osakaslainaa sekä lyhentänyt Indoorin pankkilainoja irtautumisen yhteydessä 2 MEUR:lla. Lisäksi yhtiö on rahoittanut NRG:tä 2,05 MEUR:lla, kattanut emoyhtiön jatkuvia kustannuksia ja vahvistanut emoyhtiön taseasemaa huomattavasti maksamalla pois sen velat (emon nettovelka laskenut 11,2 MEUR Q2'22-Q3'25).

Jälkeenpäin on helppo todeta, että Indoor Groupista olisi kannattanut luopua aiemmin. NRG:n lisärahoittaminen on puolestamme ollut perusteltu ratkaisu, sillä se on mahdollistanut yhtiön vakuuttavan tulospäänteen ja huomattavan arvonnousun.

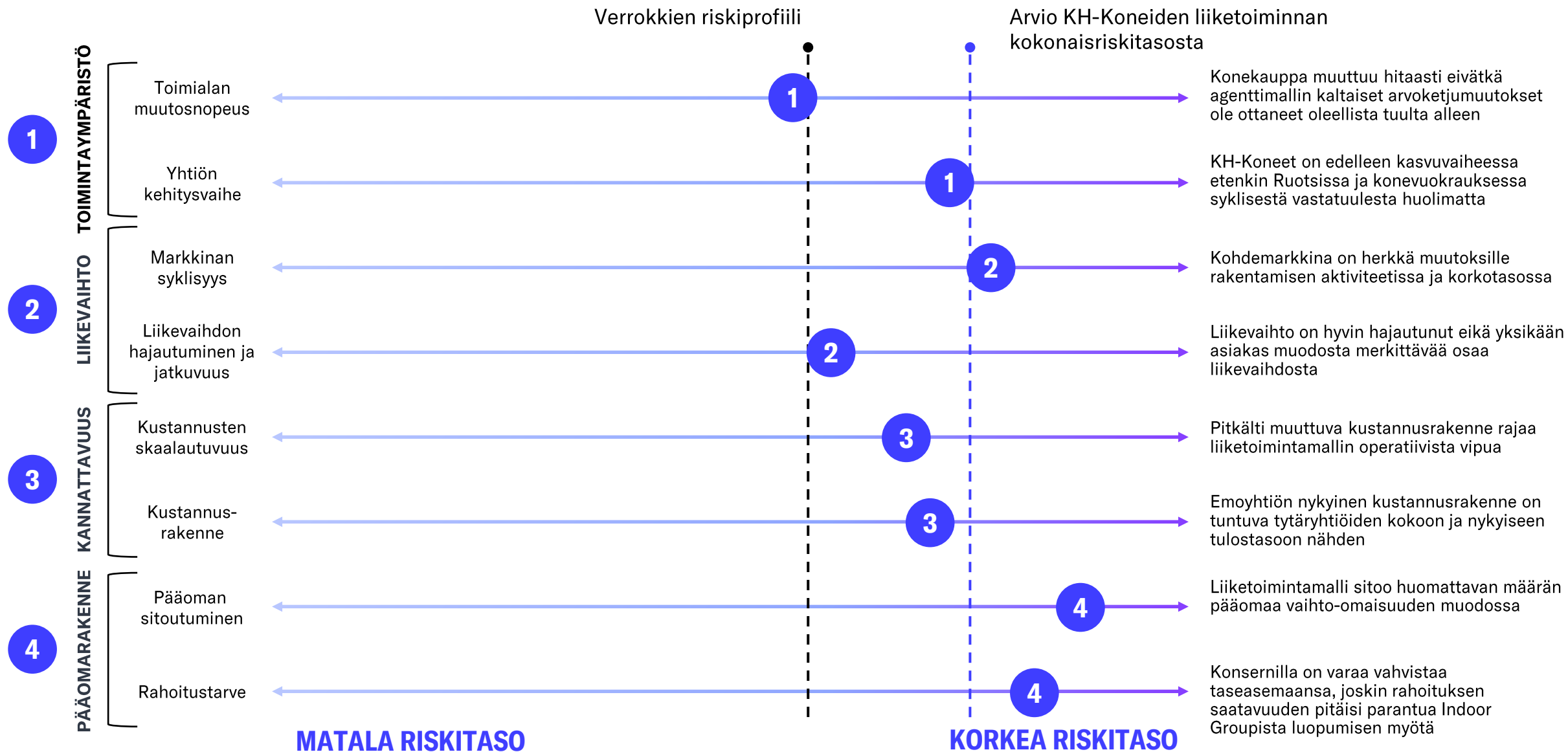
Emoyhtiö on lisäksi käyttänyt 4,9 MEUR KH-Koneiden 9,8

%:n vähemmistöosuuden lunastamiseen myyjien hyödynnettyä myyntioptionsa. Vähemmistöjen lunastusten yhteydessä KH-Koneet hinnoiteltiin 59 MEUR:n (2024 EV/liikevaihto 0,9x, EV/EBITDA 6,9x, IFRS) ja 41 MEUR:n markkina-arvoilla (0,7x 2024 EV/Sales ja 6x EV/EBITDA, IFRS). Tämä on korkea taso KH Groupin nykyiseen noin 25 MEUR:n markkina-arvoon suhteutettuna. Pääoman allokoinnin näkökulmasta KH Groupin omien osakkeiden ostaminen pörssistä olisi teoriassa ollut houkuttelevampi vaihtoehto kuin KH-Koneiden vähemmistöjen lunastaminen. Myyntioption ehdot oli sovittu jo vuonna 2021, joten KH Groupin nykyinen johto ei ole niistä neuvotellut. Lisäsijoitus KH-Koneisiin ei juurikaan vaikuttanut emoyhtiön nettovelkaan, sillä emoyhtiön korolliset velat huomioivat aiemmin molemminpuolisen option KH-Koneiden vähemmistöjen lunastamiseksi.

Aikajana KH Groupin emoyhtiön pääoman allokoinnista ja johdon muutoksista



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

KH Group on silmissämme käänne- ja arvoyhtiö

KH Group on sijoitusprofiililtaan syklisestä heikkoudesta kärsivä käänneyhtiö. Yhtiön kehitystä on nykyisessä vaiheessa erityisen hankala arvioida, sillä Sievi Capitalin aiemmat näytöt eivät muuttuneen strategian ja vaihtuneen johdon takia ole enää relevantteja. Uuden strategian julkaisun yhteydessä sijoitustarina eteni aluksi jouhevasti ja lupaavasti Logistikaksen ja HTJ:n strategian mukaisten irtautumisten myötä. Sitten viestitty NRG:n tuominen osaksi strategiaa ja kerran lupaavalta listautumistarinalta vaikuttaneesta Indoor Groupista luopuminen negatiiviseen hintaan eivät kuitenkaan vastaa alkuperäistä suunnitelmaa. Hopeareunuksena Indoor Groupista luopuminen yksinkertaisti konsernirakennetta ja parantaa KH Groupin mukaan KH-Koneiden ja NRG:n rahoituksen saatavuutta. Tämän pitäisi jatkossa luoda etenkin KH-Koneille aiempaa paremmat edellytykset investoida kasvuun ja mahdollisesti laskea rahoituksen kustannusta. Indoor Group hakeutui helmikuussa 2026 konkurssiin, mikä alleviivaa yhtiön taloudellista ahdinkoa irtautumisen yhteydessä.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Kattava brändiportfolio ja myyntiverkosto: KH-Koneiden kilpailukyvyyn kannalta keskeinen tekijä on yhtiön brändiportfolion laatu. Arviomme mukaan yhtiöllä on laadukas ja monipuolinen brändiportfolio, mikä tekee siitä houkuttelevan kumppanin jälleenmyyjille ja vahvistaa yhtiön kilpailukykyä pienempiin toimijoihin nähden. Vastaavasti laaja ja kasvava jakeluverkosto tekee KH-Koneista houkuttelevan kumppanin konevalmistajille jakeluvoimansa ansiosta.

Hyvä kasvunäkymä: Brändiportfolion vahvuuden ja laajan jakeluverkoston ansiosta KH-Koneilla on arviomme mukaan

edellytykset markkinaa ripeämpään orgaaniseen kasvuun sekä kotimaassa että ulkomailla. Liiketoimintamallin lainalaisuudet huomioiden tämän tulisi arviomme mukaan skaalautua kannattavuuteen takautuvasti viiveellä kasvavan kenttäpopulaation ja sen tuoman jälkimarkkina-liiketoiminnan vuoksi. Näemme yhtiöllä edellytykset vauhdittaa maantieteellistä laajentumistaan yritysjärjestelyillä (esim. jakelijoiden ostaminen), joskin odotamme kasvun jatkossakin olevan pääosin orgaanista.

NRG:n tuhti tilauskanta parantaa liiketoiminnan ennustettavuutta ja luo edellytykset korkealle kannattavuudelle. NRG:n tuominen osaksi strategiaa tekee KH Groupin sijoitustarinasta hieman ennakoitua monimutkaisemman. Tämä on nähdäksemme kuitenkin parempi ratkaisu kuin yhtiön myyminen väkisin huonoon hintaan.

Heikkoudet ja riskitekijät

Riippuvuus brändiportfoliosta: KH-Koneiden kilpailukyky on liiketoimintamallin ansaintalogiikasta johtuen riippuvainen merkkiedustusten vahvuudesta. Keskeisen brändin menettäminen heikentäisi kilpailukykyä, liikevaihtoa sekä tulostasoa. Edustussopimusten lisäksi on riski, että keskeisimpien merkkien oma kilpailukyky rappeutuu, mikä heijastuisi väistämättä myös yhtiön tarjoaman kiinnostavuuteen. Yhtiö ei kuitenkaan ole mielestämme merkittävästi riippuvainen yksittäisistä merkeistä.

Ruotsin heikko kannattavuus: painaa kasvun myötä enenevästi koko KH-Koneiden kannattavuutta. Yhtiö on kasvattanut kyseistä liiketoimintaa nopeasti, mutta nykyisessä kokoluokassa Ruotsin kannattavuushaasteita ei voi mielestämme enää perustella puuttuvalla skaalalla. Täten

Ruotsin kannattavuuden vahvistaminen on kriittistä, jotta kansainvälinen kasvu olisi arvoa luovaa. Mikäli KH-Koneet ei kykene nostamaan Ruotsin liiketoiminnan kannattavuutta, yhtiö voi sitoa enenevästi pääomaa matalan kannattavuuden liiketoimintaan heikentäen kokonaisuuden laatua. Rakennussektorin heikkous on eittämättä painanut KH-Koneiden kannattavuutta niin Suomessa kuin Ruotsissa, mikä oletettavasti hautaa kannattavuusparannuksen eteen tehdyn työn alle.

Käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli: KH-Koneiden kasvu edellyttää huomattavaa vaihto-omaisuutta, johon voi kohdistua alaskirjaustarpeita. Samasta syystä liiketoiminnan rahavirta on yhtiön kasvaessa operatiivista tulosta heikompi.

KH-Koneiden perustajan ja toimitusjohtajan lähtö: Teppo Sakari on nähdäksemme johtanut KH-Koneita todella hyvin, minkä myötä hänen seuraajallaan on suuret saappaat täytettävänä. Arviomme mukaan johdon vaihdoksen myötä ennusteriski painottuu etenkin Suomen liiketoimintaan konekaupan melko paikallisen ja henkilövetöisen luonteen takia.

Viime vuosien näytöt pääoman allokoinnista ovat heikot. KH Groupin tulevaa pääoman allokoointia on hankala arvioida muuttuneen strategian ja konsernirakenteen sekä johdon lukuisien muutosten takia. Viime vuosien näytöt pääoman allokoinnista ovat heikot, joskaan nykyinen johto ei juurikaan ole kyennyt niihin vaikuttamaan. Sijoitustarinan kannalta on pettymys, ettei KH Group ole viime vuosina kyennyt hyödyntämään opportunistisesti konekaupan heikkoutta alan konsolidointiin. Indoor Groupista irtautumisen pitäisi kuitenkin avata yhtiölle uusia mahdollisuuksia.

Sijoitusprofiili 2/2

- 1 Konsernin kruununjalokivellä edellytykset vahvaan ja kannattavaan kasvuun
- 2 KH-Koneilla korkea pääoman tuotto Suomessa
- 3 Kyky luoda arvoa kansainvälisellä kasvulla vielä todistamatta
- 4 Syklinen ydinliiketoiminta vaikeuttaa normalisoidun kannattavuustason arvioimista
- 5 NRG on toteuttanut vakuuttavan tulospäänteen

Potentiaali

- KH-Koneiden kotimarkkinana menestyksen monistaminen ulkomailla loisi edellytykset pitkän aikavälin arvonluonnille
- Rakennussektorin elpyminen luo edellytykset tasokorjaukselle KH-Koneiden kannattavuudessa
- NRG tuottaa hyvää rahavirtaa, mikä vahvistaa nopeasti yhtiön taseasemaa
- Emoyhtiön kulujen lasku yksinkertaistuneen konsernirakenteen myötä

Riskit

- KH-Koneiden kannattavuus Ruotsissa on selvästi Suomea heikompi, eikä kasvu toistaiseksi luo arvoa
- KH-Koneiden suoritustason heikkeneminen nykyisen perustaja-toimitusjohtajan lähdön myötä
- Johdon vaihtuvuus konsernitasolla, joka aiheuttaa kuluja ja riskejä liiketoiminnan jatkuvuuteen liittyen
- Konsernitasolla kyky allokoida pääomaa tehokkaasti on todistamatta

2025 päättyi vahvasti

Ennakkotiedot ajoivat ennustemuutoksia

Olemme nostaneet KH Groupin ennusteita ennakkotietojen viitoittaman odotuksiamme vahvemman loppuvuoden myötä. KH Groupin alustavien tilintarkastamattomien ennakkotietojen mukaan konsernin vuoden 2025 liikevaihto oli 205 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 6,4 MEUR. Yhtiön aiempi ohjeistus odotti jatkuvien toimintojen liikevaihdon olevan 190–200 MEUR ja vertailukelpoisen liikevoiton 5–6 MEUR. Ennustemme olivat puolestaan 200,5 MEUR liikevaihdon ja 5,4 MEUR liikevoiton osalta.

Tulosparannuksen taustalla oli molempien liiketoiminta-alueiden odotuksia vahvempi suoriutuminen Q4:llä. NRG:n liikevoitto kasvoi ennakoitua enemmän Ruotsin toiminnoissa, ja Suomessa yhtiö onnistui ylittämään tuotantosuunnitelmansa, mikä heijastui positiivisesti sekä liikevaihtoon että tulokseen. NRG:llä on ollut hyvä näkyvyys tuhtiin tilauskantaan jo aiemmin, ja nyt raportoitu ylitys kertoo onnistuneesta toimituskyvystä. NRG:n kohdalla

yksittäisten pelastusajoneuvotoimitusten siirtyminen kvartaalilta toiselle heiluttaa herkästi kvartaalikohtaisia lukuja, mikä selittää arviomme mukaan osittain tuntuvaa poikkeamaa melko tuoreesta ohjeistuksesta. KH-Koneiden loppuvuoden ponnistelut konemyynnin kasvattamiseksi ja vuokraliiketoiminnan kannattavuuden parantamiseksi onnistuivat yhtiön mukaan hieman ennalta arvioitua paremmin. Lisäksi yhtiö sai loppuvuonna tukea konekaupan suotuisasta markkinakehityksestä. KH-Koneiden kannattavuus heiluu merkittävästi kvartaalien välillä, minkä seurauksena yksittäisen vahvan neljänneksen ekstrapoloiminen on vaarallista. Vahva lopetus vuoteen yhdessä konekaupan elpymismerkkien kanssa ovat joka tapauksessa myönteisiä. Konekaupan pohja vaikuttaa osuneen vuoteen 2024, minkä valossa KH Groupin 2025 kannattavuus kääntyy pettymyksen puolelle. Konsernin tulevasta tilinpäätöstiedotteesta tulemme hakemaan näkyvyyttä Q4:n vahvan tulostason kestävyyteen, sillä KH-

Koneiden kohdalla esim. vuokratkaluston myyminen voi heiluttaa kvartaalien välistä kannattavuutta. Vakuuttavista ennakkotiedoista huolimatta KH Groupin raportoitu liikeulos tulee olemaan selvästi vertailukelpoista liikeulosta heikompi Q4:llä Indoor Group –irtautumisen 3,3 MEUR:n negatiivisen tulosvaikutuksen takia. Kyseinen negatiivinen tulosvaikutus painaakin ennusteissamme yhtiön raportoidun nettotuloksen negatiiviseksi kvartaalin ja 2025 vuoden osalta.

Lähivuosien ennustenostot painottuivat KH-Koneisiin

Olemme nostaneet sekä KH-Koneiden että NRG:n ennusteitamme. Ennustemuutokset painottuivat kuitenkin KH-Koneisiin, jolla edellytykset parantaa suoritustasoaan ovat paremmat kannattavuuden heikon tason ja elpyvän liiketoimintaympäristön myötä.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	200	205	2 %	212	217	2 %	233	238	2 %
Käyttökate	15,7	16,7	6 %	21,1	22,3	5 %	23,7	24,7	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,4	6,4	19 %	6,6	7,8	17 %	9,1	10,1	11 %
Liikevoitto	1,2	2,2	88 %	6,6	7,8	17 %	9,1	10,1	11 %
Tulos ennen veroja	-3,1	-2,0	33 %	1,7	3,1	78 %	4,5	5,5	23 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Ennusteet 1/3

Mallinamme KH Groupia segmenttitasolla

Mallinamme KH Groupia liiketoiminnoittain segmenttitasolla. KH-Koneiden ja NRG:n liiketoimintojen eroavaisuuksien takia segmenttikohtainen mallinnus on nähdäksemme luotettavin tapa mallintaa yhtiötä. Konsernitasolla KH Groupin viime vuosina säännöllisesti muuttunut konsernirakenne vaikeuttaa jossain määrin yhtiön mallintamista, sillä vanhemmat tuloslaskelmat, taseet ja rahavirtalaskelmat eivät enää ole vertailukelpoisia konsernin nykyisen rakenteen kanssa.

KH Groupin liiketoimintaympäristöä ajatellen konsernin suurin omistus, KH-Koneet, kärsii rakennussektorin syklisestä heikkoudesta. Elpymisen tarkan kulmakertoimen arvioiminen on haastavaa, mutta konekaupan puolella elpymistä on jo selvästi havaittavissa. Elpymisen jatkoa ajatellen ekonomistien povaama piristynvä talouskasvu Suomessa ja Ruotsissa vahvistaa luottoa siihen. NRG nauttii juuri nyt korostetun vahvasta kysyntäsyklisestä, minkä seurauksena suhtaudumme varauksella yhtiön kykyyn ylläpitää nykyistä korkeaa kannattavuustasoaan. KH Group kuvailee NRG:n tilauskantaa ainoastaan sanallisesti, mikä vaikeuttaa sen arvioimista. Johdon mukaan yhtiöllä on joka tapauksessa hyvä näkyvyys vuoden 2026 toimituksiin, ja NRG täyttää hyvää vauhtia vuoden 2027 tilauskirjojaan.

2025 luvut katsovat peräpeiliin

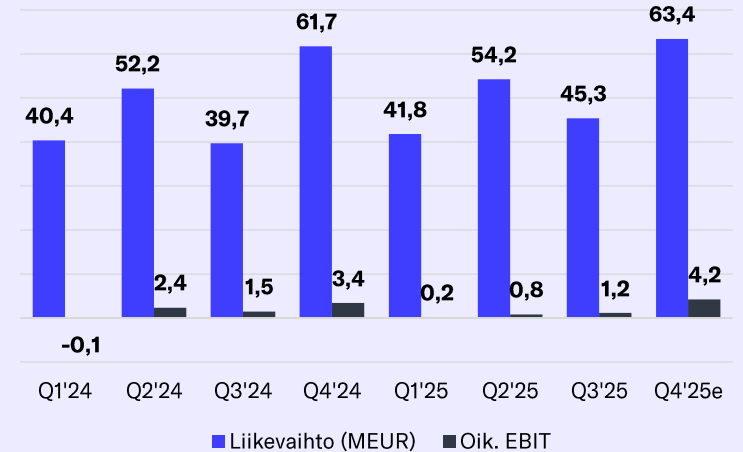
KH Group ohjeisti vuodelle 2025 alun perin edellisvuoden tasoista liikevaihtoa ja tulosta. Yhtiö kuitenkin alensi syyskuussa ohjeistustaan KH-Koneiden ennakoitua heikomman kannattavuuskehityksen takia. Päivitetty ohjeistus odotti 190–200 MEUR:n liikevaihtoa (2024: 194 MEUR) ja 5–6 MEUR:n liike tulosta. Sitten annettujen

ennakkotietojen perusteella KH Groupin liikevaihto asettui 205 MEUR:oon ja vertailukelpoinen liike tulos 6,4 MEUR:oon.

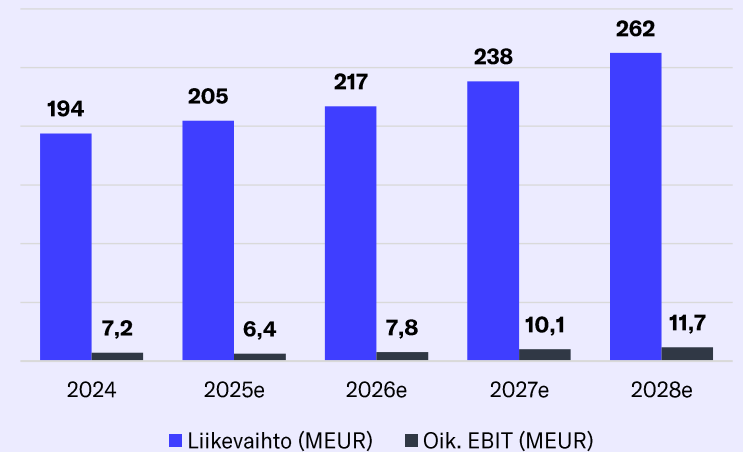
2025 alkoi KH Groupilla lupaavasti, kun sekä KH-Koneet että NRG paransivat tulostasoaan Q1:llä vertailukaudesta. KH-Koneiden kannattavuus heikkeni kuitenkin selvästi vertailukaudesta Q2:lla ja Q3:lla. Kannattavuutta painoivat vaihtelevasti Ruotsin konevuokraus ja Suomen liiketoiminnot. Heikko rakennussuhdanne on painanut KH-Koneiden kannattavuutta, minkä lisäksi Luulajaan avattu toimipiste ei käsityksemme mukaan ole vielä saavuttanut toivottua kannattavuustasoa. NRG puolestaan kykeni lievästi parantamaan suoritustasoaan vahvan vertailukauden tasolta.

Annettujen ennakkotietojen perusteella KH Groupin Q4-liikevaihto kasvoi 3 % 63 MEUR:oon, ja vertailukelpoinen liike tulos vahvistui selvästi 4,2 MEUR:oon (Q4'24: 3,4 MEUR). Odotamme selvän tulosparannuksen jakautuneen melko tasaisesti KH-Koneiden ja NRG:n välille. NRG on nähdäksemme tytäryhtiöistä alttiimpi ajoituksellisille tekijöille. Q4 on KH Groupin liiketoimintojen tuloksenteon kannalta vuoden tärkein neljännes. Viime vuonna kyseisen neljänneksen painoarvo oli korostetun suuri, kun kaksi kolmasosaa liike tuloksesta syntyi sen aikana. Raportoitu tulos tulee kuitenkin olemaan selvästi vertailukelpoista lukua heikompi, sillä yhtiö kirjaa 3,3 MEUR:n tappion Indoor Groupista irtautumiseen liittyen. Kyseinen rakennemuutokseen liittyvä erä ei ole operatiivinen, mutta sillä on joka tapauksessa vaikutus konsernin kassavirtaan.

KH Groupin kvartaalikohtainen kehitys



KH Groupin vuositason kehitys



Ennusteet 2/3

Odotamme KH-Koneilta tulospaannusta

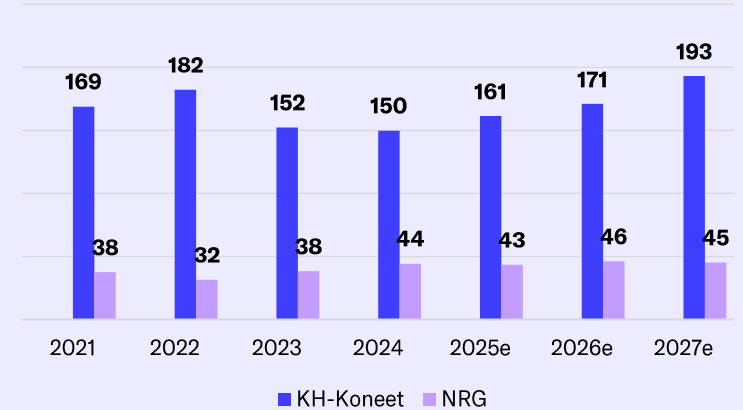
Kuluvana vuonna odotamme KH Groupin liikevaihdon kasvavan ja tulokunnon paranevan viime vuodesta. Kehitystä ajaa ennusteissamme KH-Koneet, jonka tulos kääntyy ennusteissamme usean vuoden laskun jälkeen takaisin kasvu-uralle. Tuloskehitystä tukevat myös konsernihallinnon kulut, joiden odotamme normalisoituvan viime vuoden poikkeuksellisen korkealta tasolta. Viime vuonna konsernihallinnon kuluja nostivat muun muassa Indoor Groupin irtautumiseen liittyvät asiantuntijakulut sekä arviomme mukaan toimitusjohtajan vaihdokseen liittyvät kulut. Arviomme mukaan konsernihallinnon kulujen normalisoitu taso on nykyisellä konsernirakenteella noin 1,7–1,9 MEUR, ja lähivuosien ennusteemme asettuvat 1,8-1,9 MEUR:oon. Kyseiset kulut kattavat muun muassa konsernin listallaolokulut sekä emoyhtiön henkilöstö- ja toimitilakulut. Kyseiset kulut ovat nähdäksemme pitkälti kiinteitä, joten niissä ei ole oleellista nousupainetta tytäryhtiöiden kasvaessa. NRG:ltä odotamme kuluvana vuonna lievää notkahdusta yhtiön ennätyskorkealta tulostasolta. Kuluvana vuonna odotamme yhtiön myynnin rakenteen olevan edellisvuotta epäedullisempi ja yhtiön toteuttavan aiemmin lykättyjä investointeja liiketoimintaan. Tämä painaa lievästi kannattavuutta ennusteissamme, mutta odotamme siitä huolimatta NRG:ltä erittäin vahvaa vuotta.

Vuoden 2027 kehitys muistuttaa pääpiirteiltään kuluvan vuoden ennusteita. Odotamme KH-Koneiden kasvun jatkuvan ja kiihtyvän rakennussektorin elpymisen vetämänä. Ennusteissamme yhtiö saavuttaa selvän tulospaannuksen kasvun ja paranevan suhteellisen kannattavuuden ajamana. KH-Koneiden vertailukelpoinen liikeulosennusteemme asettuu 9,6 MEUR:oon. Taso ylittää vahvan 2021 vuoden, mutta jää syklisen huippuvuoden 2022 tasosta. Sittemmin toteutettujen kasvuinvestointien ja kasvaneen sijoitetun

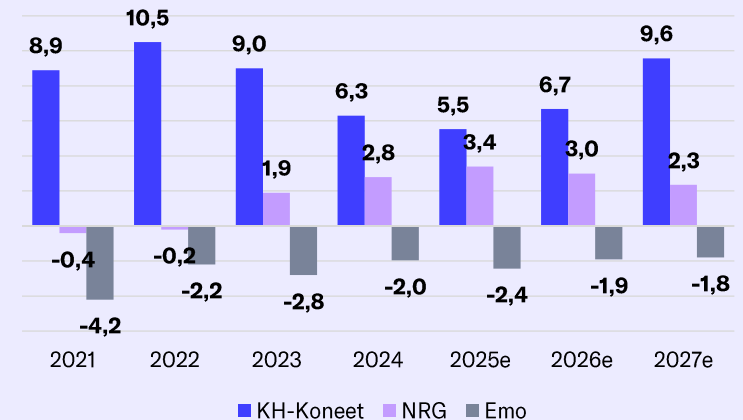
pääoman takia kyseisten vuosien tulostasot eivät ole suoraan vertailukelpoisia. Odotamme yhtiöltä paranevaa tulostasoa niin Suomessa kuin Ruotsissa, joskin ennakoitu 5 %:n vertailukelpoinen liikeulos taso ei ole Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuspoteentiaalin täyttää ulosmittaamista. Ruotsin liiketoimintaympäristön ollessa rakenteellisesti Suomea haastavampi ja liiketoiminnan varhaisemmassa kehitysvaiheessa suhtaudumme toistaiseksi varovasti Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuspoteentiaaliin. Odotamme rakennussektorin elpymisen tukevan KH-Koneiden kasvua vielä vuonna 2028, jolloin yhtiö ylittää edellisen ennätysvuoden 2022 liikeulos tason. Ennusteissamme KH-Koneiden 2028 käyttökatte on yli 26 MEUR. Tämä ei kuitenkaan ole verrannollinen yhtiön 28 MEUR:n tavoitteen kanssa, sillä ennusteidemme mukaisen IFRS:n alla KH-Koneiden käyttökatte on tuntuvasti FAS:ia korkeampi.

NRG:n osalta odotamme laskevaa liikevaihtoa vahvan tilauskannan hellittäessä, mikä painaa yhtiön suhteellista kannattavuutta. Odotamme yhtiön liikeulos tason normalisoituvan 2,3-2,5 MEUR:oon, mikä jää vuosien 2024-2026 vahvoista tasoista. Ennakoimamme taso edellyttää selvää parannusta pidemmän aikavälin keskiarvoon nähden (2019–2024 EBIT keskimäärin 1,9 MEUR). Nähdäksemme NRG:n ennustettavuus on melko hyvä noin vuoden tähtäimellä, mutta normalisoidun kannattavuustason arvioiminen nykyisen tuhdin tilauskannan jälkeisessä ajassa on erityisen haastavaa. Mikäli yhtiö jatkaa uusien tilausten voittamista ja kasvattaa tuhtia tilauskantaansa kauemmas tulevaisuuteen esimerkiksi vientiliiketoiminnan painoarvoa kasvattamalla, näemme 2027-2028 ennusteissamme nousupainetta. Esimerkki mahdollisesta vientiliikevaihdosta on Ukrainan jälleenrakentaminen, joka voi aikanaan avata NRG:lle uutta kysyntää.

KH Groupin tytäryhtiöiden liikevaihto (MEUR)



KH Groupin tytäryhtiöiden oik. EBIT (MEUR)



Ennusteet 3/3

Odotamme konsernin vahvistavan tasettaan

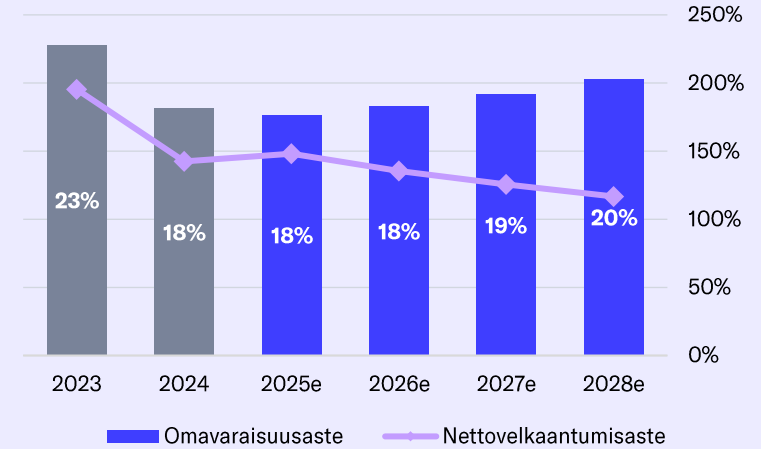
Vuoden 2025 tase-ennusteissamme KH Groupin taseasema heikkeni vuoden 2024 tasoilta Indoor Groupista irtautumisen takia. Historialliset taselukumme huomioivat Indoor Groupin myynnissä olevana varana jo vuodesta 2024 alkaen, minkä seurauksena yhtiöstä irtautuminen ei ole aiheuttanut merkittävää muutosta konsernin nettovelkaan Indoorin velkaisesta taseasemasta huolimatta. Indoorin irtautumisen yhteydessä kirjattava 3,3 MEUR:n tappio heikentää kuitenkin taseasemaa. Ennusteemme huomioivat Indoor Groupin toistaiseksi vielä myynnissä olevana varana, minkä seurauksena KH Groupin tase vaikuttaa todellisuutta suuremmalta, mutta tällä ei ole vaikutusta yhtiön kannalta keskeisiin taseen tuotto- tai velkalukuihin. Päivitämme tase-ennusteemme vastaamaan irtautumisen lopullista vaikutusta konserniin tilinpäätöstiedotteen yhteydessä.

Näemme KH Groupilla edelleen painetta vahvistaa taseasemaansa. Lähivuosien ennusteissamme yhtiön elpyvä tulostaso sulattaa nettovelkaantumista, joka laskee vuosina 2026–2028. Emme odota yhtiön jakavan osinkoa lähivuosina, sillä arviomme mukaan KH-Koneiden kasvu ja konsernin taseen vahvistaminen ovat keskeisemmässä roolissa kuin osingonjako. Jatkuvien liiketoimintojen huomattavan velkavivun takia lähivuosien nettorahoituskustannukset ovat ennusteissamme 4,6–4,7 MEUR. Korkeat rahoituskustannukset altistavat KH Groupin kustannusrakennetta korkotason muutoksille ja lisäävät nettotuloksen heiluntaa. KH Groupin johto keskittyy juuri nyt muun muassa konsernin rahoitusrakenteen tehostamiseen, jossa näemme parannusvaraa.

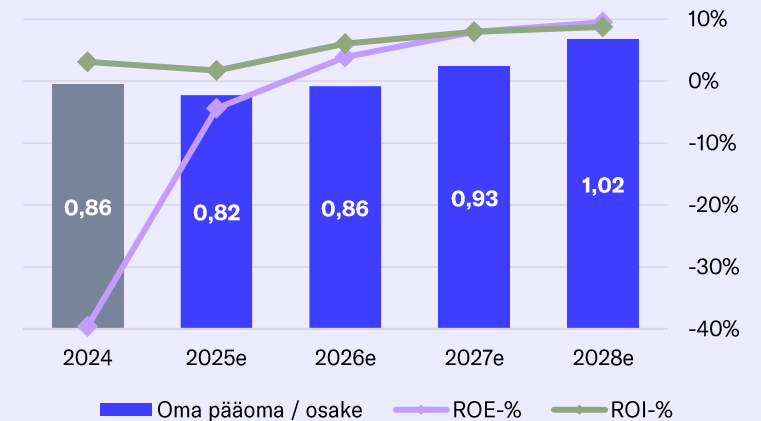
Kasvu ja KH-Koneiden tulostason elpyminen vahvistavat pääoman tuottoja

KH Groupin sijoitetun pääoman tuotto jäi 2025 ennusteissamme noin kahteen prosenttiin heikon tulostason ja vertailukelpoisuutta heikentävien kulujen takia. KH Groupin kohdalla pidämme vertailukelpoisten tuloslukujen tarkastelua relevanttina, sillä vertailukelpoisuuteen vaikuttavat kulut ovat historiallisesti liittyneet pääosin monialakonsernin raportointimuutoksen aiheuttamiin väliaikaisiin poistoihin ja konsernirakenteen muutoksiin. Vertailukelpoisella liiketuloksella laskettuna KH Groupin sijoitetun pääoman tuotto asettuu vuoden 2025 ennusteillamme 5 %:n tasolle. Sijoitetun pääoman tuottoa heikentää luonnollisesti KH-koneiden paineessa oleva tulostaso. Toinen keskeinen tekijä on tytäryhtiöiden tulostasoon nähden tuntuvat konsernitason kulut. Arviomme mukaan tehokkain lääke kyseisiin kuluihin on tytäryhtiöiden kasvu suurempaan kokoluokkaan, sillä konsernitason kulut ovat luonteeltaan pitkälti kiinteitä. Käsityksemme mukaan NRG:stä luopuminen ei laskisi oleellisesti kyseisiä kuluja. Tämä huomioiden yhtiön kuuluminen konserniin keventää KH-Koneiden kantamaa kulutaakkaa. Pääoman tuotolla mitattuna KH-Koneiden Suomen liiketoiminta ja NRG luovat kumpikin selvästi arvoa. Siksi niiden kasvu nykytasolta ja konsernikulujen skaalautuminen vahvistavat lähtökohtaisesti suoraviivaisesti konsernin pääoman tuottoa. Lähivuosien ennusteissamme konsernin sijoitetun pääoman tuotto nousee vuonna 2028 9 %:iin, mistä näemme KH Groupilla olevan edelleen varaa parantaa. Keskeisin ajuri kaksinumeroisen sijoitetun pääoman tuoton saavuttamiseksi on nähdäksemme KH-Koneiden Ruotsin liiketoiminnan tulospaannus, sillä nykyisessä kokoluokassaan sillä on edellytykset toimia konsernin kolmantena syömähampaana tuloksen kannalta.

Taseen avainlukujen kehitys



KH Groupin osakekohtainen pääoma ja pääoman tuotot¹



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	429	403	40,4	52,2	39,7	61,7	194	41,8	54,2	45,3	63,4	205	217	238	262
KH-Koneet	182	152	29,2	41,1	33,6	45,8	150	33,1	43,6	37,9	46,7	161	171	193	216
Nordic Rescue Group	31,5	38,3	11,1	11,1	6,1	15,9	44,2	8,7	10,6	7,5	16,7	43,5	46,1	45,2	46,1
Käyttökate	11,9	31,9	2,5	6,3	3,3	8,2	20,3	3,6	4,1	4,5	4,4	16,7	22,3	24,7	27,1
Poistot ja arvonalennukset	0,0	-35,0	-3,0	-4,2	-2,2	-5,1	-14,5	-3,7	-3,7	-3,6	-3,5	-14,5	-14,5	-14,6	-15,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,9	10,8	-0,1	2,4	1,5	3,4	7,2	0,2	0,8	1,2	4,2	6,4	7,8	10,1	11,7
Liikevoitto	11,9	-3,1	-0,5	2,1	1,1	3,1	5,8	-0,1	0,5	0,9	0,9	2,2	7,8	10,1	11,7
KH-Koneet	10,5	9,0	-0,4	2,0	1,9	2,8	6,3	-0,1	0,8	1,5	3,3	5,5	6,7	9,6	11,0
Nordic Rescue Group	-0,2	1,9	0,7	0,9	0,0	1,2	2,8	0,8	0,8	0,2	1,6	3,4	3,0	2,3	2,5
Kohdistamattomat erät ja PPA poistot	-2,2	-17,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-3,3	-0,8	-1,1	-0,8	-0,7	-3,5	-1,9	-1,8	-1,8
Nettorahoituskulut	-0,2	-12,3	-1,5	-1,4	-1,2	-0,1	-4,2	-0,4	-1,3	-0,9	-1,6	-4,2	-4,7	-4,6	-4,6
Tulos ennen veroja	11,7	-15,4	-1,9	0,7	-0,2	3,0	1,6	-0,5	-0,9	-0,1	-0,6	-2,0	3,1	5,5	7,1
Verot	2,1	3,3	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,6	-1,1	-1,4
Vähemmistöosuudet	0,0	5,2	0,5	1,5	0,0	3,3	5,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Nettotulos	13,8	-6,7	-2,8	-1,5	2,8	-23,3	-24,7	-0,5	-0,8	-0,1	-0,7	-2,1	2,1	4,1	5,4
EPS (oikaistu)	0,24	0,12	-0,04	-0,02	0,06	-0,40	-0,40	0,00	-0,01	0,00	0,04	0,04	0,04	0,07	0,09
EPS (raportoitu)	0,24	-0,11	-0,05	-0,02	0,05	-0,40	-0,42	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	-0,04	0,04	0,07	0,09

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	3629,6 %	-6,0 %	-59,7 %	-48,0 %	-59,3 %	-41,3 %	-51,9 %	3,5 %	3,9 %	14,1 %	2,8 %	5,6 %	6,0 %	9,8 %	10,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-9,2 %	-105,5 %	-18,6 %	-70,9 %	100,9 %	-33,3 %	-433,3 %	-66,9 %	-21,9 %	23,8 %	-11,6 %	22,0 %	30,2 %	15,5 %
Käyttökate-%	2,8 %	7,9 %	6,3 %	12,1 %	8,2 %	13,3 %	10,5 %	8,7 %	7,6 %	9,8 %	7,0 %	8,1 %	10,3 %	10,4 %	10,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,8 %	2,7 %	-0,1 %	4,5 %	3,7 %	5,5 %	3,7 %	0,5 %	1,4 %	2,6 %	6,7 %	3,1 %	3,6 %	4,2 %	4,5 %
Nettotulos-%	3,2 %	-1,7 %	-6,8 %	-2,8 %	7,1 %	-37,7 %	-12,7 %	-1,2 %	-1,5 %	-0,2 %	-1,1 %	-1,0 %	0,9 %	1,7 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	213	184	184	181	183
Liikearvo	39,9	7,7	7,7	7,7	7,7
Aineettomat hyödykkeet	63,8	10,3	9,4	8,7	8,4
Käyttöomaisuus	103	51,4	52,2	53,6	57,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	110	110	110	110
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,3	4,1	4,1	1,1	0,0
Vaihtuvat vastaavat	135	87,7	87,0	90,1	96,5
Vaihto-omaisuus	100,0	60,2	61,4	62,9	66,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	23,7	18,5	18,4	19,5	21,5
Likvidit varat	11,1	9,0	7,2	7,6	8,3
Taseen loppusumma	348	272	271	271	280

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	79,3	49,3	47,8	49,8	54,0
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	46,6	21,9	19,7	21,8	25,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	4,7	-0,6	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	122	57,9	56,6	54,2	55,0
Laskennalliset verovelat	12,7	2,1	2,1	2,1	2,1
Varaukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	106	55,9	54,6	52,2	53,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	147	165	166	167	171
Korolliset velat	60,4	23,3	23,4	22,4	22,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,2	31,3	32,8	34,7	38,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	110	110	110	110
Taseen loppusumma	348	272	271	271	280

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen yhteenveto - Vähennä

KH Groupin keskeisimmän liiketoiminnan kärsiessä konekaupan heikosta kysynnästä osakkeen arvostus näyttää korostetun kalliilta paineessa olevan tulostason takia. KH-Koneiden Suomen liiketoiminnan osalta olemme luottavaisia, että tulostaso elpyy syklisten haasteiden hellittäessä. Ruotsin liiketoiminnan suhteen yhtiöllä on kuitenkin edelleen todistettavaa arvonluonnin näkökulmasta. KH Groupin kohdalla on helppo piirtää skenaario, jossa KH-Koneiden suoritustaso elpyy kohti historiallisia tasojaan, mikä mahdollistaa merkittävän tuloskasvun ja osakkeen uudelleenhinnoittelun. Mielestämme KH-Koneilla on vahvat historialliset näytöt, mutta niihin tukeutuminen vaikeutuu enenevästi viimeaikaisen kehityksen, heikosti suoriutuvan Ruotsin konekaupan ja tulevan KH-Koneiden toimitusjohtajan vaihdoksen myötä.

Indoor Groupista irtautuminen yhtiön pankkilainoja lyhentämällä jätti yleisesti ristiriitaiset tunteet KH Groupiin liittyen. Irtautumisen pitäisi parantaa muiden tytäryhtiöiden rahoituksen saatavuutta, ja samalla se poisti ironisesti riskin tehottomasta pääoman allokoinnista yhtiön suuntaan. Viime vuosien näytöt ja johdon säännöllinen vaihtuvuus huomioiden on sijoitustarinan kannalta keskeistä, että KH Group vakuuttaa markkinat kyvystään allokoida pääomia arvoa luovalla tavalla.

Arvonmääritys on muuttunut suoraviivaisemmaksi rakennemuutoksen myötä

KH Groupin arvonmääritys on muuttunut suoraviivaisemmaksi rakennemuutoksen myötä, sillä eri liiketoimintojen määrä on vähentynyt. Lisäksi KH-Koneiden ja NRG:n liiketoiminnoissa on enemmän samankaltaisuuksia

kuin konsernin luopumissa omistuksissa. Tämä parantaa konsernitason arvostuskertoimien ja DCF-mallin käyttökelpoisuutta. Nykyisten tytäryhtiöiden viime vuosina ailahtellut tulostaso yhdessä monialakonsernin rajallisten näyttöjen, merkittävän velkavivun ja tiuhaan vaihtuneen johdon kanssa vaikeuttavat kuitenkin osakkeen tarkkaa arvonmääritystä.

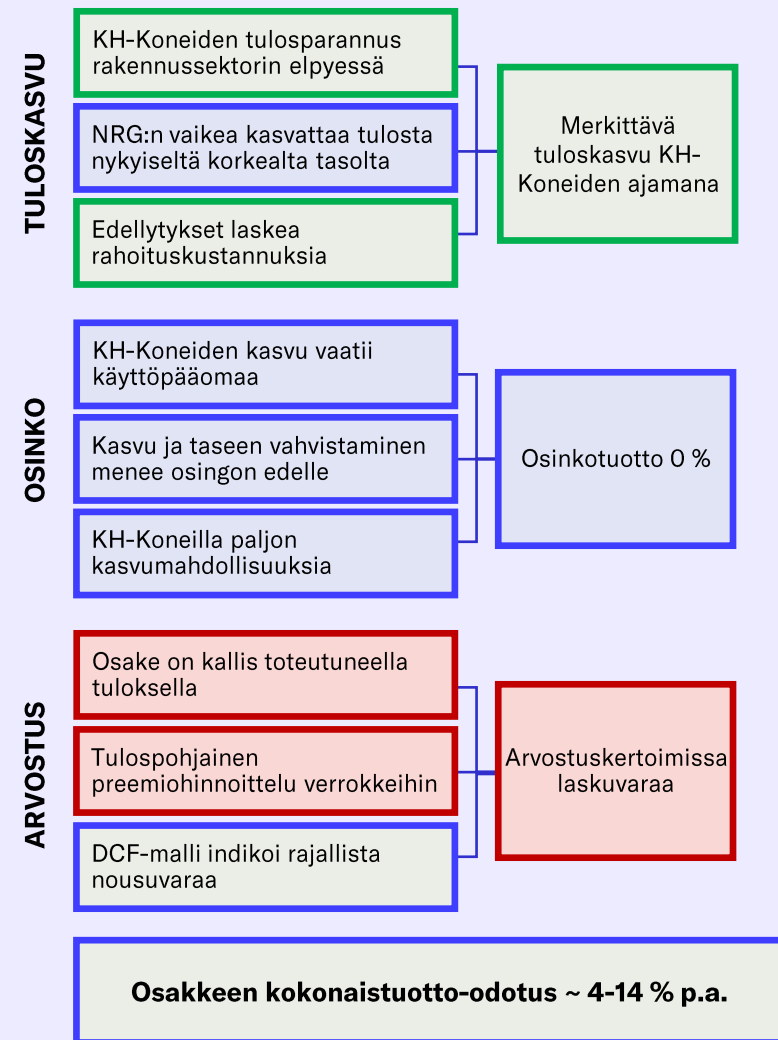
Tuotto-odotus vaikuttaa neutraalilta

KH Groupin tuotto-odotus nojaa täysin tuloskasvuun ja arvostuskertoimien muutokseen, sillä emme odota yhtiön jakavan osinkoa lähivuosina. KH-Koneiden nykyisen heikon tulostason takia näemme KH Groupilla edellytykset merkittävään tuloskasvuun rakennussektorin kysynnän elpyessä. Heikon tulostason takia konsernin tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat vastaavasti korkeat, jossa näemme selvää laskuvaraa tulokunnon elpyessä. Arvostuskertoimien laskuvara laskee näkemystämme osakkeen vuotuisesta tuotto-odotuksesta, joka asettuu arviomme mukaan 4 ja 14 %:n väliin. Näkemyksemme KH Groupin käyvästä arvosta on puolestaan 0,40-0,75 euroa, mikä perustuu DCF-laskelman herkkyyssanalyysiin sekä lähivuosille haarukoituun tuotto-odotukseen.

KH Groupin korkean riskiprofiilin takia tuotto-odotus ei nähdäksemme ole riittävä korvaus osakkeen riskeihin nähden ylälaidan korkeasta tasosta huolimatta. KH Groupin rahoitusrakenne on hyvin velkainen, mikä tekee tuotto-odotuksen haarukoimisesta tavallista haastavampaa. Pienikin muutos yhtiön suoritustasossa tai hyväksyttävässä arvostustasossa muokkaa todella herkästi oman pääoman arvoa velkarakenteen tuoman vipuvaikutuksen takia.

Osaketuoton ajurit 2026-2028e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvonmääritys 2/4

Tulospohjainen arvostus on KH-Koneiden matalan tulostason myötä korkea

KH Groupin arvostustasoa arvioitaessa suosimme tulospohjaisia arvostuskertoimia. Yhtiön 2026-2027 EV/EBIT-kertoimet ovat 13-10x, mikä on lievästi koholla tai neutraali yhtiön hyväksyttävään arvostustasoon nähden. Eteenpäin katsovat kertoimet sisältävät odotuksen todella vahvasta kasvusta, sillä toteutuneella tuloksella yhtiön EV/EBIT-kerroin on liiketoiminnan luonne huomioiden erittäin korkealla, 18x tasolla.

KH Groupin tulospohjaista arvostusta arvioitaessa on hyvä huomioida NRG:n vähemmistöomistajien 31,9 %:n omistusosuus sekä KH-Koneiden syklisestä heikkoudesta johtuva paineessa oleva tulokunto. Mikäli NRG:n vähemmistöjen tulos- ja velkaosuus huomioidaan KH Groupin lähivuosien ennusteissamme, EV/EBIT-pohjaiset kertoimet säilyvät käytännössä ennallaan. NRG:n omistusrakenteen huomioiminen ei täten aiheuta nykyennusteillamme juurikaan eroa konsernitason arvostuskuvaan.

KH-Koneiden syklisesti paineessa olevan kannattavuuden takia yhtiön tulostaso voi vahvistua todella nopeastikin konekaupan elpyessä. Tämän takia konsernin arvostustasoa on mielestämme hyödyllistä katsoa myös KH-Koneiden huipputuloksen kautta. Mikäli lähivuosien ennusteissamme KH-Koneiden ennusteidemme mukainen liike tulostaso korvataan yhtiön syklisen huippuvuoden 2022 10,5 MEUR:n liike tuloksella, KH Groupin vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x. Kyseiset kertoimet kääntyvät mielestämme kiinnostavan puolelle, mutta edellyttävät syklisen KH-Koneiden tulokunnon elpyvän takaisin

edellisen vahvan rakennussyklin huipputasolle. Viime vuosien vaisusta kehityksestä huolimatta miellämme KH-Koneet edelleen kasvuyhtiönä, jolla on kaikki edellytykset kasvattaa tulostaan syklin yli. Yhtiön tulevan toimitusjohtajavaihdoksen, toistaiseksi laskutrendillä olevan tulokunnon ja edellisen rakennussyklin vahvuuden takia uuden ennätystuloksen saavuttamiseen ja sen ajankohtaan liittyy mielestämme kuitenkin selvä riski, joka pitää meidät toistaiseksi varovaisella kannalla osakkeen suhteen. Nykyennusteissamme KH-Koneet tekee uuden ennätystuloksen vuonna 2028.

DCF-mallin perusteella osake on oikein hinnoiteltu

KH Groupin jatkuvien liiketoimintojen potentiaalia kuvastava DCF -mallimme indikoi osakkeelle 0,63 euron osakekohtaista arvoa. Malli huomioi yhtiön pidemmän aikavälin syklin yli normalisoidun potentiaalin. Oletamme KH Groupin liike tulosmarginaalin normalisoituvan viime vuosia korkeammalle tasolle 5,5 %:iin, kun KH-Koneiden Ruotsin liiketoiminta kypsyy, raju kasvuvauhti tasaantuu ja korkeamman suhteellisen kannattavuusprofiilin omaavan konevuokrauksen painoarvo kasvaa. Mielestämme on selvää, että myös kysyntäympäristön elpyminen tukisi suhteellisen kannattavuuden vahvistumista. Pidemmälle katsoessa Ruotsin liiketoiminnan kannattavuustason vahvistaminen on kuitenkin kriittisessä roolissa kasvun ajaman arvonluonnin mahdollistamiseksi. Mielestämme pidemmän aikavälin potentiaaliin on kuitenkin haastavaa tukeutua täysimääräisesti KH-Koneiden viime vuosien heikon kannattavuuskehityksen ja yhtiön tulevan toimitusjohtajavaihdoksen takia.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	32	32	32
Yritysarvo (EV)	114	99	99
P/E (oik.)	15,6	16,8	7,8
P/E	neg.	16,8	7,8
P/B	0,7	0,6	0,6
P/S	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	6,8	4,5	4,0
EV/EBIT (oik.)	17,9	13,1	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

KH Groupin ennusteiden oletettaman paranevan kannattavuustason takia DCF-mallin arvosta 58 % painottuu terminaaliin, mikä on kohtuullisen korkea taso. Arvon painottuessa kauas tulevaisuuteen ja yhtiön korkean velkavivun takia DCF-mallin viitoittama arvo on korostetun herkkä ennustemuutoksille, mikä ilmenee DCF-mallin herkkyyyslaskelmista. Sovellamme KH Groupille 12,6 %:n oman pääoman tuottovaadetta, mutta konsernin velkavipu painaa pääoman keskimääräisen kustannuksen 9,1 %:iin.

Tasepohjainen arvostus

KH Groupin tasepohjainen P/B-kerroin on kuluvan vuoden ennusteillamme 0,7x tasolla. Tämä on matala taso sekä absoluuttisesti että verrokkiyhtiöihin nähden. KH Groupin rajallinen historia monialakonsernina rajoittaa kuitenkin tasepohjaisen arvostuksen käytettävyyttä, sillä yhtiön tulokunto on koko sen ajan ollut paineessa, ja nettotulostasolla konserni on ollut tappiollinen. Tämä vaikeuttaa normalisoidun oman pääoman tuottotason arvioimista ja herättää huolen siitä, vastaavatko konsernin omaisuuserien tasearvot niiden todellisia taloudellisia arvoja.

Tarve eritellä osien arvoa on laskenut

Osien summa on nähdäksemme toimiva työkalu KH Groupin arvonmääritykseen, joskin tarve lähestyä konsernin arvoa tytäryhtiökohtaisesti on rakennemuutoksen myötä laskenut. Tämä johtuu siitä, että KH-Koneiden ja NRG:n hyväksyttävät arvostuskertoimet eivät eroa merkittävästi toisistaan ja koska nykyistä konsernirakennetta ei enää ole tarkoitus purkaa. Arviomme mukaan KH-Koneiden nykyinen tulokunto on normalisoitua tulostasoa heikompi, kun taas NRG:n nykytulostaso on normalisoitua tulosta vahvempi. Tämän takia hyödynnämme liiketoimintojen normalisoitua

tulokuntoa paremmin kuvastavia 2028 ennusteitamme osien summa –laskelmassamme.

Osien summa -laskelmassa vähennämme ennusteemme segmenttikohtaisesta nettovelasta arvioidusta yritysarvosta johtaaksemme segmenttikohtaisen markkina-arvon. Emoyhtiön kohdalla soveltamamme hyväksyttävä arvostuskerroin vastaa tytäryhtiöille sovellettujen kertomien keskiarvoa KH Groupille kuuluvan omistussuosuuden markkina-arvoa painottaen. Vuoteen 2028 nojaavan -osien summa laskelmamme perusteella KH Groupin tuotto-odotus on seuraavan vajaan kolmen vuoden osalta leveä -2...18 %. Verrokkien maltillisten arvostustasojen takia suhtaudumme kuitenkin varauksella tuotto-odotushaarukan yläpään.

KH-Koneiden tuntuva nettovelka tekee yhtiön arvostuksesta erittäin herkän muutoksille hyväksyttävissä arvostuskertoimissa. Olemme soveltaneet 9-11x hyväksyttäviä EV/EBIT-kertoimia KH-Koneille, mikä on linjassa tai lievä alennus verrokkien kyseisen vuoden kertoiin. Verrokkien poikkeavan maantieteellisen altistuksen takia kohdemarkkinakohtaiset rakennussyklit heikentävät herkästi yksittäisen vuoden vertailukelpoisuutta.

NRG:lle olemme puolestaan soveltaneet 8-10x EV/EBIT-kerrointa. Yhtiön viime vuosien vahvaan kehitykseen ja todella korkeaan kannattavuuteen nähden taso on maltillinen, mutta verrokkien yleisesti maltilliset arvostustasot painavat myös NRG:n hinnoittelua. Yhtiön hyväksyttävän arvostustason kannalta on mielestämme keskeistä, että yhtiö kykenee vahvistamaan luottoa sen pidemmän aikavälin kasvunäkymää kohtaan.

Osien summa 2028e

	Yläläitä	Alalaita
KH-Koneet		
EBIT	11,0	11,0
x EV/EBIT-kerroin	11,0	9,0
= Yritysarvo	121,0	99,0
-Nettovelka	60,9	60,9
= Markkina-arvo (A)	60,1	38,1
	Yläläitä	Alalaita
NRG		
EBIT	2,5	2,5
x EV/EBIT-kerroin	10,0	8,0
= Yritysarvo	24,9	19,9
-Nettovelka	6,2	6,2
= Markkina-arvo	18,7	13,7
-Vähemmistöjen omistussuus	6,0	4,4
= KH Groupin omistuksen arvo (B)	12,7	9,3
	Yläläitä	Alalaita
Emo		
EBIT	-1,8	-1,8
x EV/EBIT-kerroin	10,8	8,8
= Yritysarvo	-19,5	-15,8
+Nettovelka	1,8	1,8
= Markkina-arvo (C)	-21,3	-17,6
	Yläläitä	Alalaita
Osien summan indikoima markkina-arvo 2028 (A+B+C)	51,5	29,8
KH Groupin nykyinen markkina-arvo	31,7	31,7
Vuotuinen tuotto-odotus ~2,9v	18 %	-2 %
Vuosia	2,9	

Arvonmääritys 4/4

Arvostus verrokkeihin nähden on kahtiajakoinen

KH Groupille ei ole saatavilla erityisen hyvää verrokkiryhmää, mutta globaalit konevuokraajat ja pohjoismaiset autoalan monimerkkitalot luovat nähdäksemme yhden viitekehysten, johon KH-Koneiden arvostusta voi suhteuttaa. NRG:lle löytyy taas kohtuullinen verrokkiryhmä, ja mm. Rosenbauer, jonka tuotteita NRG jakelee, on listattu Wienin pörssiin.

Mielestämme KH-Koneita tulisi hinnoitella alennuksella globaaleihin konevuokraajiin nähden niiden suuremman kokoluokan ja vahvempien arvonluontinäyttöjen takia. Myös ruotsalaiseen monimerkkitalo Biliaan nähden

alennushinnoittelu on mielestämme perusteltu. Konevuokraajien 2026 EV/EBIT-kertoimet ovat 10-16x, johon nähden KH Groupia hinnoitellaan keskelle vaihteluväliä. Poikkeavan tulossyklin takia arvonmäärityksessä ei mielestämme tulisi kuitenkaan laittaa liikaa painoarvoa yksittäisen vuoden tulospohjaisiin kertoiimiin. Suhteellinen arvostus viestii kuitenkin selvästi, että KH Groupin nykyinen arvostustaso hinnoittelee etupainotteisesti sisään merkittävää tuloskasvua.

NRG:n kohdalla pidämme tulospohjaista hinnoittelua linjassa verrokkeihin nähden perusteltuna. Yhtiön arvostusta painaa verrokkeja korkeampi riskiprofiili, mutta toisaalta vahva rahavirtaprofiili nostaa sitä. NRG:n verrokkeja hinnoitellaan

noin 7-9x EV/EBIT-kertoimilla, mikä vaikuttaa nähdäksemme maltilliselta tasolta.

KH Group -konsernia hinnoitellaan heikon tulostason takia korkealle verrokkeihin nähden, mutta vakaammilla EV/liikevaihto- ja P/B-kertoimilla hinnoittelu kääntyy selvän alennuksen puolelle. KH-Koneiden verrokkien selvästi korkeamman suhteellisen kannattavuuden (2026e EBIT-% keskimäärin 12 %) myötä tuntuva liikevaihtopohjainen alennushinnoittelu on perusteltu. KH Groupin tasepohjaiseen arvostukseen liittyvää haastetta sivusimme jo edellisellä sivulla.

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR		MEUR		2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
United Rentals Inc	46418		58029		16,8	15,7	9,4	8,9	4,3	4,0	20,7	18,9	0,8	0,9	6,3
Ashtead Group PLC	24562		33776		15,2	15,5	8,0	8,0	3,7	3,6	19,4	19,1	1,5	1,5	4,7
McGrath RentCorp	2400		2859		14,4	13,4	9,6	9,1	3,6	3,4	19,1	17,4	1,7	1,7	2,4
Speedy Hire PLC	137		398		14,2	11,0	3,6	3,2	0,8	0,8	14,6	12,0	9,5	3,9	0,5
VP PLC	226		481		9,0	10,3	3,8	3,9	1,1	1,1	7,1	8,5	8,0	7,3	1,3
Wetteri Oyj	30		138			19,8	18,5	6,0	0,3	0,3		31,7			0,6
Bilia AB	1213		2011		16,0	13,6	8,2	7,4	0,5	0,5	15,3	12,7	4,6	5,1	2,4
Ferronordic AB	70		225		33,6	13,5	4,7	3,4	0,5	0,5		10,3			0,6
KH Group (Inderes)	32		114		17,8	12,7	6,8	4,4	0,6	0,5	15,5	15,4	0,0	0,0	0,7
Keskiarvo					17,0	14,1	8,2	6,2	1,9	1,8	16,0	16,3	4,3	3,4	2,3
Mediaani					15,2	13,6	8,1	6,7	1,0	1,0	17,2	15,0	3,1	2,8	1,9
Erotus-% vrt. mediaani					18 %	-6 %	-16 %	-34 %	-42 %	-52 %	-10 %	3 %	-100 %	-100 %	-64 %

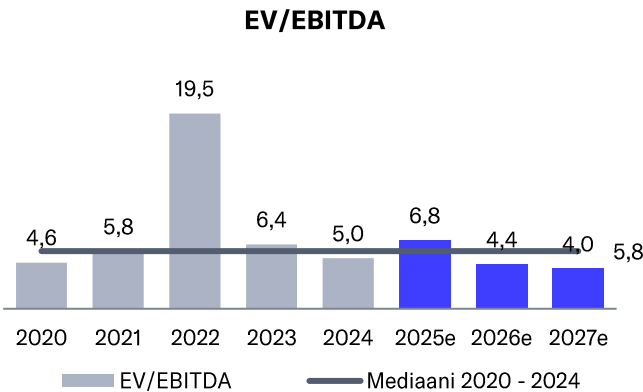
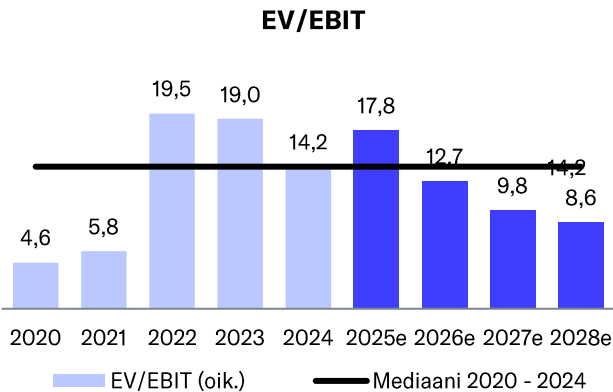
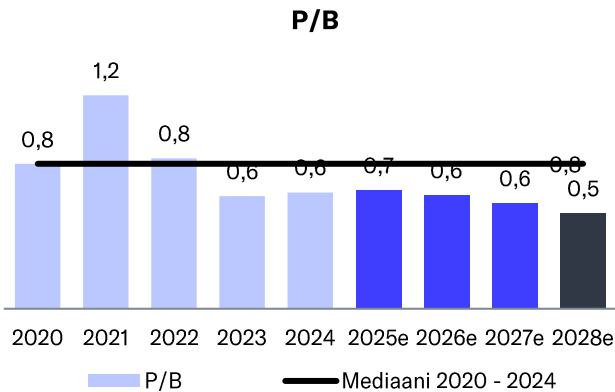
Lähde: Refinitiv / Inderes

NRG:n verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
Yhtiö	MEUR		MEUR		2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
ROSENBAUER INTL.	498		803		7,5	6,7	5,7	5,2	0,5	0,5	8,1	6,9	1,3
OSHKOSH	9308		9832		11,0	9,1	9,2	7,9	1,1	1,0	15,5	12,2	2,3
Keskiarvo					9,2	7,9	7,4	6,5	0,8	0,7	11,8	9,6	1,8
Mediaani					9,2	7,9	7,4	6,5	0,8	0,7	11,8	9,6	1,8

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,08	1,92	1,18	0,81	0,56	0,55	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	58,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	63	112	69	47	32	32	32	32	32
Yritysarvo (EV)	54	116	232	205	102	114	99	99	101
P/E (oik.)	6,3	6,1	5,0	6,5	neg.	15,5	15,4	7,7	5,9
P/E	6,3	6,1	5,0	neg.	neg.	neg.	15,4	7,7	5,9
P/B	0,8	1,2	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5
P/S	19,6	9,7	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	16,9	10,1	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,6	5,8	19,5	6,4	5,0	6,8	4,4	4,0	3,7
EV/EBIT (oik.)	4,6	5,8	19,5	19,0	14,2	17,8	12,7	9,8	8,6
Osinko/tulos (%)	23,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



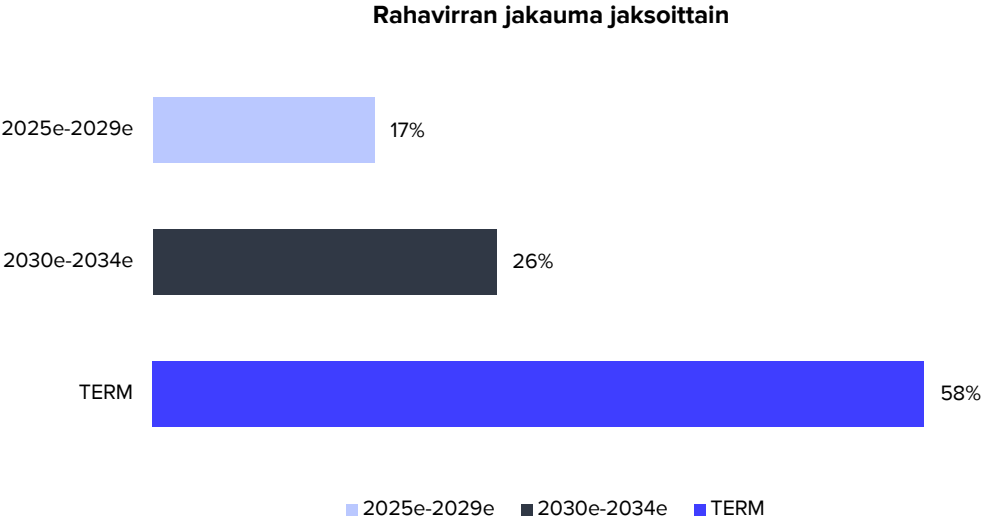
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%		5,6 %	6,0 %	9,8 %	10,1 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	3,0 %	1,1 %	3,6 %	4,2 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	5,8	2,2	7,8	10,1	11,7	13,4	15,2	15,5	15,8	16,1	16,3	
+ Kokonaispoistot	14,5	14,5	14,5	14,6	15,4	16,1	16,2	16,2	16,2	16,1	16,4	
- Maksetut verot	-9,6	0,3	2,5	0,0	-1,4	-1,8	-2,2	-2,3	-2,5	-2,7	-2,8	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos		0,3	-0,7	-2,3	-3,7	-1,3	-1,4	-1,1	-1,2	-1,2	-0,9	
Operatiivinen kassavirta		16,6	23,1	21,5	21,0	25,5	26,9	27,4	27,6	27,8	28,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit		-14,0	-15,2	-17,9	-18,5	-16,3	-16,4	-16,1	-16,0	-17,4	-17,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta		2,7	8,0	3,6	2,5	9,2	10,5	11,3	11,6	10,4	11,1	
+/- Muut		-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta		0,7	8,0	3,6	2,5	9,2	10,5	11,3	11,6	10,4	11,1	148
Diskontattu vapaa kassavirta		0,7	7,4	3,0	1,9	6,5	6,9	6,8	6,3	5,2	5,1	68,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		118	117	110	107	105	98,3	91,4	84,7	78,3	73,1	68,0
Velaton arvo DCF		118										
- Korolliset velat		-79,2										
+ Rahavarat		9,0										
-Vähemmistöosuus		-11,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		36,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,63										

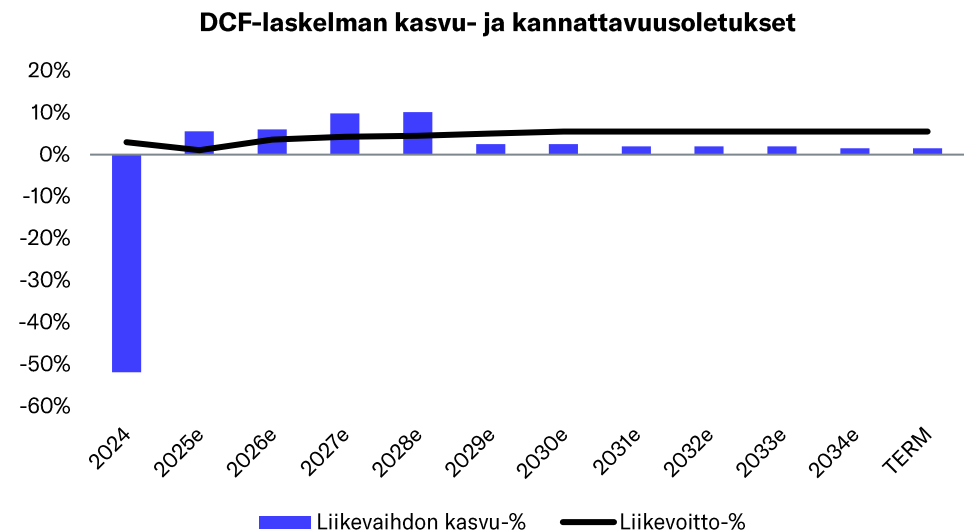
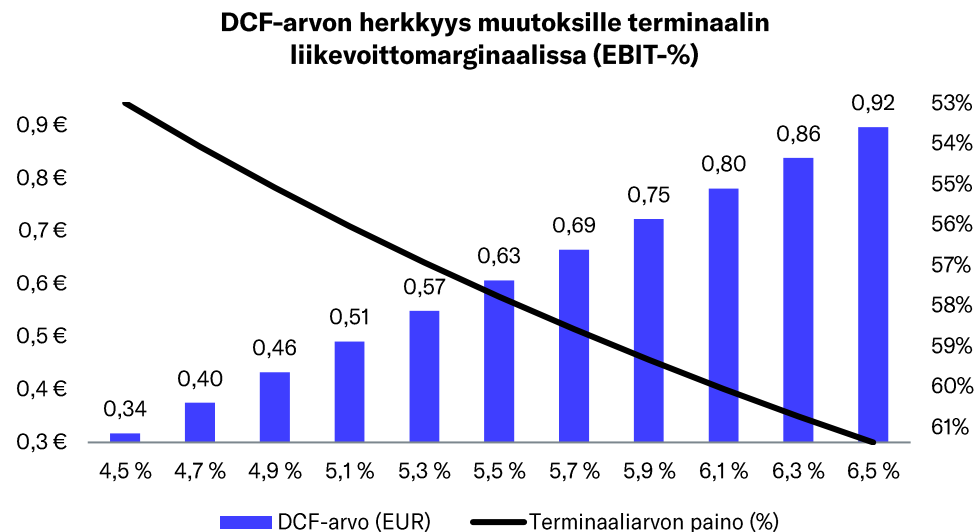
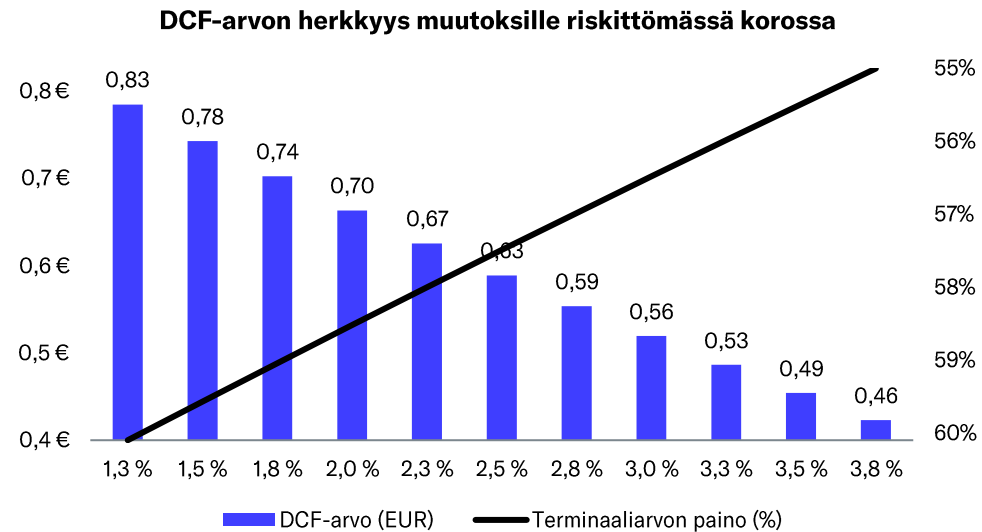
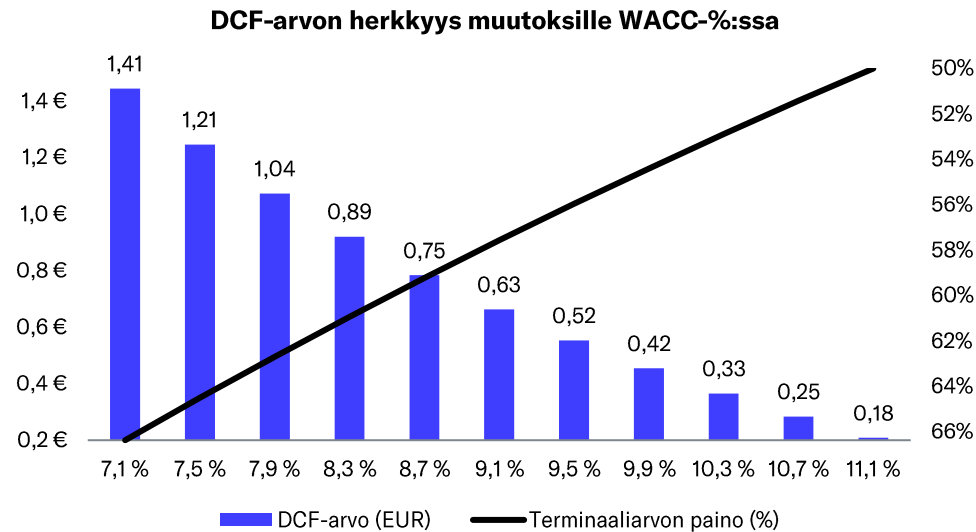
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	19,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	50,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	428,9	403,2	194,0	204,8	217,0
Käyttökate	11,9	31,9	20,3	16,7	22,3
Liikevoitto	11,9	-3,1	5,8	2,2	7,8
Voitto ennen veroja	11,7	-15,4	1,6	-2,0	3,1
Nettovoitto	13,8	-6,7	-24,7	-2,1	2,1
Kertaluontoiset erät	0,0	-13,9	-1,4	-4,2	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	377,0	347,7	271,7	270,5	271,2
Oma pääoma	87,8	79,3	49,3	47,8	49,8
Liikearvo	37,7	39,9	7,7	7,7	7,7
Nettovelat	158,2	154,9	70,2	70,8	67,0

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	11,9	31,9	20,3	16,7	22,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-55,7	14,0	100,1	0,3	-0,7
Operatiivinen kassavirta	-37,3	43,4	110,3	16,6	23,1
Investoinnit	-207,3	-35,1	123,2	-14,0	-15,2
Vapaa kassavirta	-242,1	9,7	227,4	0,7	8,0

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
EV/EBITDA	19,5	6,4	5,0	6,8	4,4
EV/EBIT (oik.)	19,5	19,0	14,2	17,8	12,7
P/E (oik.)	5,0	6,5	neg.	15,5	15,4
P/B	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,24	-0,11	-0,42	-0,04	0,04
EPS (oikaistu)	0,24	0,12	-0,40	0,04	0,04
Operat. Kassavirta / osake	-0,64	0,75	1,90	0,29	0,40
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-4,17	0,17	3,91	0,01	0,14
Omapääoma / osake	1,40	1,29	0,86	0,82	0,86
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	3630 %	-6 %	-52 %	6 %	6 %
Käyttökatteen kasvu-%	-41 %	168 %	-36 %	-18 %	34 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-41 %	-9 %	-33 %	-12 %	22 %
EPS oik. kasvu-%	-25 %	-48 %	-422 %	-109 %	0 %
Käyttökate-%	2,8 %	7,9 %	10,5 %	8,1 %	10,3 %
Oik. Liikevoitto-%	2,8 %	2,7 %	3,7 %	3,1 %	3,6 %
Liikevoitto-%	2,8 %	-0,8 %	3,0 %	1,1 %	3,6 %
ROE-%	15,8 %	-8,5 %	-39,6 %	-4,4 %	4,2 %
ROI-%	6,4 %	-1,2 %	3,1 %	1,7 %	6,2 %
Omavaraisuusaste	23,3 %	22,8 %	18,1 %	17,7 %	18,4 %
Nettovelkaantumisaste	180,2 %	195,2 %	142,4 %	148,1 %	134,4 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosituksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/12/2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
04/03/2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17/03/2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
06/05/2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18/08/2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
04/11/2022	Osta	1,40 €	1,14 €
16/12/2022	Osta	1,40 €	1,17 €
21/02/2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
01/03/2023	Lisää	1,20 €	1,08 €
05/05/2023	Osta	1,20 €	1,03 €
18/08/2023	Lisää	1,05 €	0,95 €
Analyttikko vaihtuu			
30/10/2023	Lisää	0,90 €	0,77 €
02/11/2023	Lisää	0,90 €	0,79 €
11/03/2024	Lisää	0,80 €	0,68 €
22/03/2024	Lisää	0,95 €	0,85 €
02/05/2024	Lisää	0,80 €	0,70 €
07/05/2024	Vähennä	0,65 €	0,61 €
10/06/2024	Lisää	0,72 €	0,64 €
12/08/2024	Vähennä	0,60 €	0,58 €
19/08/2024	Lisää	0,65 €	0,57 €
04/11/2024	Lisää	0,68 €	0,60 €
17/03/2025	Lisää	0,68 €	0,56 €
24/03/2025	Lisää	0,65 €	0,55 €
07/05/2025	Lisää	0,65 €	0,53 €
18/08/2025	Lisää	0,60 €	0,51 €
22/09/2025	Vähennä	0,52 €	0,49 €
03/11/2025	Vähennä	0,50 €	0,46 €
28/11/2025	Vähennä	0,45 €	0,42 €
13/02/2026	Vähennä	0,60 €	0,55 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**