

# Sievi Capital

## Yhtiöraportti

16.6.2021 20:27



**Olli Vilppo**  
+358 40 761 9380  
olli.vilppo@inderes.fi



**Sauli Vilen**  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi

# Taseessa on merkittävää piilevää arvoa

Nostamme Sievi Capitalin tavoitehintamme 1,65 euroon (aik. 1,55 €) ja suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää). Arviomme sijoitusyhtiön portfolion kypsimpien omistusten Indoor Groupin ja KH-Koneiden arvoista on noussut tavattuamme yhtiöiden johtoa. Viime päivityksestämme noussut osien summa ja laskenut osakekurssi ovat tehneet osakkeesta mielestämme jälleen erittäin houkuttelevasti hinnoitellun.

## Nykyjohto onnistunut vuonna 2015 laaditun sijoitusstrategian toteuttamisessa erinomaisesti

Sievi Capital keskittyy pääomasijoitusten tekemiseen pelkästään listaamattomissa, kassavirtapositiivisissa yhtiöissä ja samalla kohdeyhtiöissä tavoitellaan enemmistöosuutta. Portfolion nykyiset neljä omistusta ovat 1) Indoor Group, joka omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan, 2) KH-Koneet Group, joka toimii maanrakennuskoneiden maahantuojaana 3) Nordic Rescue Group, joka valmistaa pelastusajoneuvoja ja -nostimia 4) Logistikas, joka on vaativiin asiakkaisiin erikoistunut logistiikka-alan palveluyhtiö. Nykyisistä omistuksista vuonna 2017 hankitut Indoor Group (IRR 40 %) ja KH-Koneet (IRR 25 %) ovat kehittyneet Sievi Capitalin alaisuudessa erittäin hyvin. Loput omistukset hankittiin viime vuonna ja näemme niissä myös potentiaalia. Uskomme myös uusia yritystojoja tehtävän jo tänä vuonna, sillä yhtiö on ollut aktiivinen peratessaan ostokohteita ja myös sijoitustiimiä on vahvistettu.

## Osien summamme nousi Indoorin ja KH-Koneiden arvojen noustua

Käsityksemme Indoor Groupin arvosta on noussut 70,6 MEUR:oon (aik. 61,3 MEUR), sillä yhtiön kesällä 2020 päivitetyn strategian toteuttaminen vaikuttaa edenneen vahvasti. Erityisesti asiakastiedon hyödyntämisessä hinnoittelussa sekä verkkokaupan kehittämisessä on päästy selvästi eteenpäin. Indoorin viime vuoden vahvasta tulosparannuksesta arviomme mukaan suuri osa oli yhtiön omaa ansiota, eikä pelkästään ”kotoilun” antamaa myötätuulta. Myös nykyisellä sisustusbuumilla on edellytykset jatkua, sillä uusien mökkien ja kotien sisustaminen on tyypillisesti monen vuoden projekti. Pidämmekin Indoorin nykyistä tulostasoa kestäväenä myös eteenpäin mentäessä. Käsityksemme KH-Koneiden arvosta on myös noussut 22,4 MEUR:oon (aik. 20,9 MEUR), sillä yhtiö vaikuttaa edenneen Ruotsin valloituksessaan aiempia odotuksiamme selvästi ripeämmin. Valikoima on vahvistunut Ruotsissa nopeasti ja samoin omien sekä jälleenmyyjien toimipisteiden määrä. Nostimme myös Sievi Capitalin konsernikulujen negatiivista painoarvoa osien summassa kasvaneen henkilöstön ja kulutason myötä.

## Osien summa luo pohjan myös osakkeen tavoitehinnallemme

Päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 98,0 MEUR tai 1,69 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on selvästi aliarvostettu. Tavoitteiden mukainen noin 3 %:n osinkotuotto tukee osaltaan tuotto-odotusta. Sievin taseen osakekohtainen substanssi nousi Q1-raportissa 1,39 euroon ja se on laskenut noin 4 sentillä/osake osingon maksun myötä. Nykyinen P/B hinnoittelu 1,0x on yhtiölle mielestämme hyvin halpa, sillä mm. arvokkain omistus Indoor Group on hinnoiteltu Sievin taseessa P/E- kertoimella 7x suhteessa vuosien 2021 ja 2022 ennusteisiimme. Koko Sievi Capitalin nykyinen velaton arvo (markkina-arvo - nettokassa) on linjassa Indoor-omistukselle arvioimamme valuaation kanssa ja sijoittaja saa ikään kuin kaiken muun kaupan päälle.

## Suositus

### Osta

(aik. Lisää)

### 1,65 EUR

(aik. 1,55 EUR)

### Osakekurssi:

1,35



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
EBIT oik.	11,7	11,7	14,0	15,8
EBIT-% oik.	365,6 %	585,0 %	700,0 %	791,0 %
Nettotulos	9,9	9,9	11,2	12,7
EPS (oik.)	0,17	0,17	0,19	0,22
P/E (oik.)	6,3	7,9	7,0	6,2
P/B	0,8	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	3,7 %	3,0 %	3,7 %	3,7 %
EV/EBIT (oik.)	4,6	5,8	4,7	4,1
EV/EBITDA	4,6	5,8	4,7	4,1

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

Ei ohjeistusta

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>4-11</b>
Indoor Group	<b>12-15</b>
KH-Koneet Group	<b>16-19</b>
Nordic Rescue Group	<b>20-22</b>
Logistikas Group	<b>23-25</b>
Ennusteet	<b>26</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>27</b>
Taulukot	<b>28-30</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>31</b>

# Sievi Capital lyhyesti

Sievi Capital on sijoitusyhtiö, joka fokusoituu omistamaan ja kehittämään suomalaisia listaamattomia pk-yrityksiä.

## Emoyhtiön sijoitustoiminta

Emoyhtiön nettokassa 8,3 M€



Emoyhtiön henkilöstö



Sievin omistusosuus

Omistuksen arvo Sievin taseessa

Inderesin arvio omistuksen arvosta



58,2%

Indoor Group omistaa vähittäiskauppakettajat Askon ja Sotkan. Se on portfolion selvästi arvokkain omistus ja kehittynyt Sievin alaisuudessa erinomaisesti. Vahva rahavirta on pienentänyt nettovelkoja ja osingonmaksukyky omistajille on korkea.



66,4%

KH-Koneet Group on maarakennuskoneiden maahantuojaja vähittäismyyjä. Se tarjoaa myös huolto- ja varaosapalveluita sekä konevuokrausta. Yhtiö laajeni 2019 Ruotsiin yritysostolla ja Ruotsin tarjooma on saatu nopeasti laajennettua lähes Suomea vastaavaksi.



69,9%

Pelastusajoneuvojen ja -nostimien järjestelmätoimittaja. Konsernilla on vahva asema Suomessa ja myös noin puolet liikevaihdosta menee vientiin. Yhtiöiden asiakkaita ovat niin julkiset kuin yksityiset pelastuslaitokset.



70,0%

Logistikas Group on Sievi Capitalin tuorein hankinta, joka toteutettiin 2020 joulukuussa. Logistikas on kokonaisvaltaisia logistiikkapalveluita tuottava yhtiö, joka toimii Suomessa kuudella paikkakunnalla. Toiminta tapahtuu sekä omissa että asiakkaiden tiloissa.

Vahva kassavirtaprofiili

Tuli portfolioon vuonna 2017

Arvioimme yhtiön pörssilistautumisen olevan ajankohtainen vuonna 2022.

70,6 MEUR

42,8 MEUR

Vahva asema Suomessa

Tuli portfolioon vuonna 2017

Arvioimme irtautumisen sijoituksesta olevan ajankohtainen vuonna 2023.

22,4 MEUR

17,4 MEUR

Kasvupotentiaali Ruotsissa

Kasvupotentiaali vientimarkkinoilla

Tuli portfolioon 2020 helmikuussa

Irtautuminen ei ajankohtainen lähivuosina

8,2 MEUR

7,4 MEUR

Potentiaalia merkittävään kasvuun vielä Suomessa

Tuli portfolioon 2020 joulukuussa

Irtautuminen ei vielä ajankohtainen lähivuosina

7,8 MEUR

6,3 MEUR

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

## Yhtiökuvaus ja historia

Sievi Capital on sijoitusyhtiö, joka fokusoituu omistamaan ja kehittämään suomalaisia listaamattomia pk-yrityksiä. Sievi Capitalin juuret ulottuvat Jorma J. Takasen Sievissä vuonna 1976 perustamaan Scanfil Oy:hyn, josta kasvoi tietoliikenne ja teollisuuselektronikan merkittävä sopimusvalmistaja. Vuonna 2002 yhtiö listautui Helsingin pörssiin. Nykyinen Sievi Capital sai alkunsa vuoden 2012 alussa, kun aiemman konsernin liiketoiminta eriytettiin kahteen uuteen julkiseen osakeyhtiöön Sievi Capital Oyj:hin sekä Scanfil Oyj:hin. Sievi Capitaliin jäivät konsernin sijoitusliiketoimintaan liittyneet varat ja velat ja Scanfil jatkoi sopimusvalmistajana.

## Portfolion kehitys

Yhtiön sijoitussalkku on viimeisten vuosien aikana kokenut selvän muodonmuutoksen. Vielä vuonna 2012 yhtiön pääomasijoitukset koostuivat vain yhdestä enemmistö-sijoituksesta belgialaisessa Scanfil N.V:ssä ja useista vähemmistö-sijoituksista. Lisäksi salkussa oli merkittäväällä painolla finanssisijoituksia sekä muita sijoituksia kuten sijoituskiinteistöjä. Vuodesta 2015 yhtiö alkoi keskittyä pelkästään pääomasijoitusten tekemiseen listaamattomissa yhtiöissä. Sijoituksilla tavoitellaan enemmistöomistajuutta, sillä tätä kautta omistuksen toimintaan vaikuttaminen tulee mahdolliseksi. Yhtiö on luopunut muista sijoituksista myymällä niitä vaiheittain.

Sijoitussalkku koostu tällä hetkellä neljästä enemmistö-sijoituksesta. Indoor Group hankittiin

kesäkuussa 2017, KH-koneet Group elokuussa 2017, Nordic Rescue Group (NRG) helmikuussa 2020 ja Logistikas Group joulukuussa 2020.

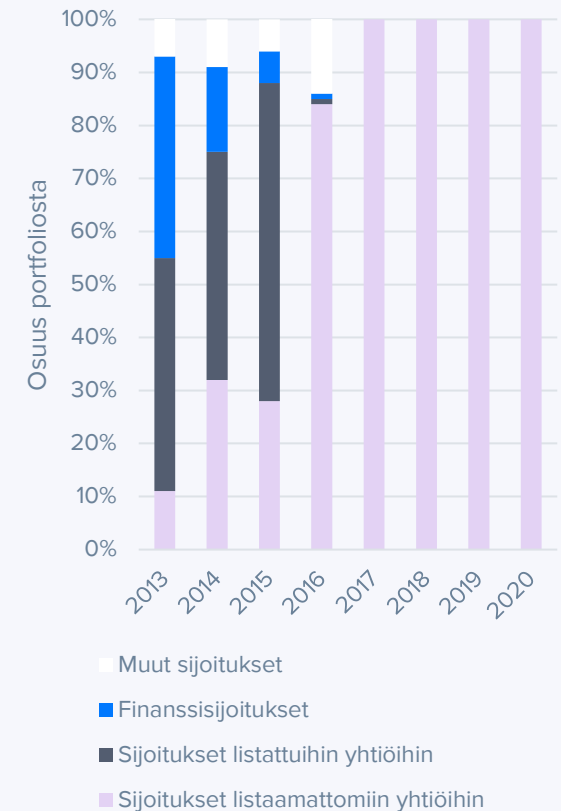
## Omistusrakenteessa tapahtunut muutos

Sievi Capitalin selvästi suurin omistaja oli pitkään sijoitusyhtiö Jussi Capital Oy, jonka taustalla ovat yhtiön perustaja Takanen ja hänen perheensä. Keskittynyt omistus pohja oli seurausta Jussi Capitalin epäonnistuneesta yrityksestä ostaa Sievi Capital pois pörssistä vuonna 2014.

Jussi Capital irtautui viimeisistä omistuksistaan (23,3 %) alkuvuodesta 2021, kun Preato Capital tuli uudeksi pääomistajaksi. Omistus pohja on myös muilta osin muuttunut aiempaa selvästi monipuolisemmaksi. Sievillä oli osakkeenomistajia vuoden 2020 lopussa 10 440, kun niitä vuotta aiemmin oli 2650. Pidämme omistus pohjan laajentumista positiivisena asiana osakkeen likviditeetin kannalta.

Uusi pääomistaja on myös selvästi Jussi Capitalia aktiivisempi. Preaton Simon Hallqvist on mukana Sievin uudessa hallituksessa ja vahvistamassa sen osaamista etenkin yritysostokohteita valittaessa. Preatolla on vahvat näytöt toisen pörssi-yhtiön Boreon pääomistajana tällä rintamalla. Muiltakin osin hallitus uudistui keväällä ja sen uusina jäseninä aloittivat Lennart Simonsen (pj.), Juha Karttunen ja vanhoina jatkoivat Kati Kivimäki ja Taru Narvanmaa.

Portfolion muodonmuutos



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

## Konsernirakenne

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Sievi Capitalin oma sijoitustoiminta, joka tapahtuu emoyhtiössä sekä operatiiviset tytäryhtiöt (sijoituskohteet). Emoyhtiön kulut voidaan rinnastaa pääomarahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Niiden määrä on maltillinen ja alle 2 %:ia sijoitussalkulle määrittämästämme arvosta. Sievi Capitalin oma henkilöstö koostuu 6 henkilöstä (sijoitustiimi 5 henkilöä). Vuodesta 2018 alkaen yhtiön toimitusjohtajana on toiminut Päivi Marttila ja konsernin talousjohtajana vuoden 2017 alusta Markus Peura. Arviomme mukaan nykyisen laajuusella tiimillä yhtiöllä olisi mahdollista aktiivisesti kehittää noin 6-7 yhtiötä.

## Sijoitusstrategia

Sievi Capital tekee enemmistö-sijoituksia pieniin ja keskisuuriin yrityksiin, joiden liikevaihto sijoitushetkellä vaihtelee tyypillisesti 15-100 miljoonan euron välillä. Sijoituskriteerinä on kohdeyritysten toimialaa nopeampi kasvu sekä mahdollisuus merkittävään markkina-asemaan sijoitusaikana. Uudet sijoitukset kohdistuvat suomalaisiin yhtiöihin, joilla voi olla merkittäväkin kansainvälistä liiketoimintaa. Tärkeä kriteeri kohdeyhtiöiden valinnassa on myös niiden kassavirtaposiitivisuus sijoitushetkellä. Kauppahinnasta osa rahoitetaan kohdeyhtiön nostettavalla velalla, jota lyhennetään kohdeyhtiön tuottamalla kassavirralla. Sievi Capital tavoittelee uusissa sijoituksissa enemmistöomistajan asemaa, siten että kanssaomistajina jatkavat perustajat tai/ja avainhenkilöt.

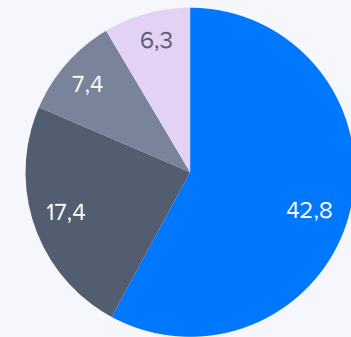
Yhtiö tekee sijoitukset omasta taseestaan, mikä mahdollistaa joustavan pitoajan sijoitukselle. Yhtiö tekee jo sijoittaessaan irtautumissuunnitelman ostokohteelle yhdessä muiden omistajien kanssa. Tätä suunnitelmaa voidaan kuitenkin päivittää, jos parempi arvonaluonin polku tulee eteen pitoajan aikana. Myös yhteiskuntavastuullisuus on tärkeää Sievi Capitalin sijoitusprosessissa. Yhtiön tavoitteena on tehdä vuosittain keskimäärin 1-2 uutta 5-15 MEUR:n suuruista enemmistö-sijoitusta.

## Sijoitusten tukeminen

Sijoituskohteet toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Yhtiön operatiivisesta toiminnasta vastaa aina oma toimitusjohtaja. Sievi Capital toimii kohdeyritysten johdon ja yrittäjien kumppanina. Se ohjaa yhtiöitä ammattimaisen hallitustyöskentelyn avulla ja on sijoituspäätöksestä lähtien tiiviisti mukana yhtiön kasvustrategian luonnissa. Sievi Capital myös avustaa kohdeyhtiötä uusien avainhenkilöiden palkkaamisessa (toimitusjohtaja ja talousjohtaja).

Sievi Capitalilla on myös merkittävä rooli kohdeyhtiöiden yritysjärjestelyissä avustamisessa sekä muissa erityisesti kansainväliseen kasvuun liittyvissä panostuksissa. Sievi Capital kehittää myös kohdeyhtiöiden prosesseja ammattimaisempaan suuntaan (esim. Lean-menetelmät). Sievi Capital optimoi myös kohdeyhtiöiden rahoitusratkaisuja ja pk-yrityksen siirtyminen pörssi-yhtiön enemmistöomistukseen helpottaa sen vieraan pääoman hankintaa edullisemmilla ehdoilla.

Nykyisten sijoitusten käypäarvo Q1'21 taseessa (MEUR)



■ Indoor Group ■ KH-koneet group ■ NRG ■ Logistikas

# Sijoitusyhtiön tase ja tuloslaskelma

## Taseessa omistukset ja nettokassa pääerät

Kokonaisuutena Sievi Capitalin tase on hyvin selkeä. 2020 tilinpäätöksessä Sievi Capitalin taseen loppusumma oli 83,5 MEUR. Vastaavaa-puoli koostui pääomasijoituksista (73,9 MEUR) sekä rahavaroista (8,6 MEUR).

Pääomasijoitukset määritetään Sievi Capitalin johdon toimesta käypään arvoon taseessa neljännesvuosittain. Viimeisin Q1'21-raportti ei sisällä täydellistä tasetta, mutta sen mukaan pääomasijoitusten arvo pysyi ennallaan 73,9 MEUR:ssa. Sievin rahavarat kuitenkin kasvoivat 10,7 MEUR:oon pitkälti Indoorin Sieville maksaman verovapaan osingon myötä.

Taseen Vastattavaa-puolella yhtiön oman pääoman suuruus oli tilinpäätöksessä 77,3 MEUR tai 1,33 euroa/osake. Tämän lisäksi laskennalliset verovelat olivat yhteensä 5,8 MEUR. Laskennallisia verovelkoja (tai saamisia) syntyy taseeseen sijoitusten arvostamisesta käypään arvoon. Verot realisoituvat vasta myyntien yhteydessä.

## Syöttöparametrit hyvin maltilliset

Listaaamattomien pääomasijoitusten kohdalla taseen käyvät arvot perustuvat omaisuuserää koskeviin syöttötietoihin, jotka perustuvat johdon arvioihin ja niiden käyttöön yleisesti hyväksytyissä kassavirtapohjaisissa arvostusmalleissa. Johdon valitsemat syöttötietoparametrit 2020 tilinpäätöksessä olivat WACC 11,5 %, ennusteperiodin (5 vuotta) liikevaihdon kasvu 1,6 % ja sen jälkeinen terminaalikasvu 0,0 %.

Ennusteperiodin (5 vuotta) EBITDA-marginaali 7,3 %. Pelkästään näiden tietojen perusteella johdon DCF-laskelmaa ei voida kuitenkaan mallintaa.

Syöttöparametrit antavat kuvaa johdon tekemistä oletuksista sijoitusten tasearvostusten taustalla. Oletukset ovat hyvin maltilliset ja omat arviomme sijoitusten arvoista ovat järjestäen korkeammat.

## Tuloslaskelma on myös selkeä

Sievi Capitalin tuloslaskelman merkittävimmät erät koostuvat korko- ja osinkotuotoista sekä sijoitusten arvon muutoksista (realisoituneet tai realisoitumattomat) sekä liiketoiminnan kuluista (konsernikulut). 2020 aikana yhtiö sai osinkotuloja 3,2 MEUR Indoorilta ja Suvannolta. Nämä osingot ovat verotehokkaita tapoja tulouttaa voittoja emoyhtiölle. Muut tuotot muodostuivat realisoitumattomassa arvonmuutoksista (13 MEUR), joka oli seurausta Indoorin tasearvon reippaasta korotuksesta (+14,6 MEUR) sen vahvan kehityksen myötä.

Negatiivisella puolella etenkin Suvanto Trucksin arvo jatkoi laskuaan. Sijoituksen tuottama tappio myös realisoitui (-2,9 MEUR), kun heikosti kehittyneestä omistuksesta irtauduttiin.

Konsernikulut olivat vuonna 2020 1,6 MEUR. Olemme käyttäneet tätä lukua arvionamme konsernin kulutasosta myös jatkossa. Yhtiöllä oli myös rahoituskuluja (-0,1 MEUR) sekä 20 %:n veroaste myyntivoitoista (-1,7 MEUR). Näiden vähentämisen jälkeen 2020 tilikauden tulos oli 9,9 MEUR ja EPS 0,17 euroa.

Konsernin tase (MEUR)	2020
<i>Käypään arvoon tulosvaikuttaisesti kirjattavat sij.</i>	73,9
<b>Pitkäaikaiset varat yhteensä</b>	<b>73,9</b>
Rahavarat	8,6
<b>Lyhytaikaiset varat yhteensä</b>	<b>9,6</b>
<b>Varat yhteensä</b>	<b>83,5</b>
<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>77,3</b>
Rahoitusvelat	0,0
Laskennalliset verovelat	5,8
<b>Pitkäaikaiset velat yhteensä</b>	<b>5,8</b>
<b>Lyhytaikaiset velat yhteensä</b>	<b>0,4</b>
<b>Oma pääoma ja velat yhteensä</b>	<b>83,5</b>

Konsernin laaja tuloslaskelma (MEUR)	2020
Korko ja osinkotuotot yhteensä	3,2
<i>Sijoitusten realisoituneet voitot/tappiot</i>	-2,9
Sijoitusten realisoitumattomat arvon muutokset	13,0
<b>Sijoitusten arvon muutos yhteensä</b>	<b>8,4</b>
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0
Kulut	-1,6
<b>Liikevoitto</b>	<b>11,7</b>
<i>Rahoitustuotot</i>	0,0
Rahoituskulut	-0,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>11,6</b>
Tuloverot	-1,7
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>9,9</b>

# Pääomasijoitusten tuoton muodostuminen

## Pääomasijoitusten tuoton muodostuminen

Olemme sivupalkissa luoneet havainnollistavan esimerkin onnistuneesta sijoituksesta, jonka IRR tuotto ennen veroja on 24 % vuodessa viiden vuoden pitoajalla. Sievi Capitalin tuoton voi ajatella muodostuvan kolmesta pääkomponentista:

1) Tuloksen muutokseen vaikuttavia toimenpiteitä ovat tyypillisesti panostukset kasvuun koostuen yritysostoista ja orgaanisesta kasvusta. Sievi Capitalin tapauksessa tuloksen parannuskeinoina käytetään harvemmin kustannusleikkauksia.

2) Nettovelan kehitykseen vaikuttaa se, että hankittavat yritykset ovat aina käytännössä kassavirtaposiitivisia, minkä avulla kohteen nettovelkapositiota voidaan vähentää kohteen pitoajan aikana. Myös käyttöpääomaa madaltamalla nettovelkaa voidaan vähentää.

3) Arvostuskertoimen muutokseen vaikuttavia toimenpiteitä ovat hankintahinnan pitäminen kohtuullisena ja irtautumishetkien oikea ajoitus markkinatilanteeseen nähden. Sijoitusaikana tehdään myös aktiivisesti töitä kohteen riskisyyden vähentämiseksi liittyen avainhenkilöihin, prosesseihin ja asiakkaisiin.

## Track-record vahva myös omissa arvioissamme

Sievi Capital on ollut nykyjohdon alaisuudessa sijoituksissaan hyvin selektiivinen. Pidämme tiukkaa kriteeristöä sijoittajan kannalta hyvänä asiana, sillä kärsivällisyys yleensä palkitaan pitkäjänteisessä sijoitustoiminnassa. Kaikki nykyiset yhtiöt on onnistuttu hankkimaan

mielestämme hyvin maltillisilla kertoimilla.

Nykyisistä omistuksista etenkin vuonna 2017 hankitut Indoor Group sekä KH-Koneet ovat kehittyneet Sievin alaisuudessa erinomaisesti. Niiden nykyiset tasearvot eivät mielestämme heijastele tätä täysimääräisesti. Sijoitusten IRR on ollut Indoorissa noin 40 %/v ja KH-Koneissa 25 %/v suhteessa niille arvioimiimme käypiin arvoihin.

Vuoden 2020 aikana tehtyjen NRG:n ja Logistikaksen haltuunotto on lähtenyt käsityksemme mukaan myös hyvin liikkeelle. Näemme näissä kohteissa merkittävää potentiaalia niiden kasvustrategioiden toteutuksen onnistuessa.

Vuonna 2016 hankittu Suvanto Trucks oli Sieviltä selkeä epäonnistuminen ja sen tuotto jäi selvästi negatiiviseksi. Se hankittiin kuitenkin ennen nykyisen johdon aloittamista.

## Kilpailutilanne parhaista kohteista myös kovaa

Kilpailu parhaista sijoituskohteista on edelleen myös kovaa. Sievi Capitalin kanssa kilpailevia enemmistö-sijoittajia ovat mm. Panostaja, Intera Partners, Sentica Partners, Sponsor Capital.

Arviomme mukaan Sievi Capitalin yrittäjämäinen lähestymistapa, sen tarjoama merkittävä tuki omistuksille sekä hyvät historialliset näytöt resonoivat hyvin monissa pk-yrityksissä. Yrittäjät ja johto jäävät tyypillisesti yhtiöissä kanssasijoittajiksi ja hyötyvät sitä kautta yritysten arvonnousuista. Tämä selittää mielestämme myös osaltaan yhtiön maksamia maltillisia hankintavaluuaatioita.

## Pääomasijoitusten tuoton muodostuminen





# Taloudelliset tavoitteet

## Taloudelliset tavoitteet

Sievi Capital julkisti syyskuussa 2018 nykyiset taloudelliset tavoitteensa ja ne ovat:

- Oman pääoman tuotto on yli 13 %
- Nettovelkaantumisaste on enintään 20 %
- Voitonjako 3 %:ia osakekohtaisesta substanssiarvosta (myös lisäosinko on mahdollinen irtautumisten yhteydessä)

Oman pääoman tuotto (ROE-%) on näkemysmme mukaan yhtiölle kaikista keskeisin mittari. Sievi Capital on sijoitusyhtiö, jonka tarkoituksena on omistaja-arvon maksimointi. Näin ollen sijoittajien kannalta kyse on ennen kaikkea siitä, miten tehokkaasti ja hyvin Sievi Capital heidän varojaan allokoii. Oman pääoman tuotto ottaa myös huomioon velkavivun käytön.

Yhtiö on ylittänyt ROE-% tavoitteen nykyisen johdon alaisuudessa vuosina 2017-2020 selvästi. Vahvimmat sijoitustuotot ajanjaksolla ovat tulleet Indoorista, iLOQ:sta ja KH-Koneista. ROE-%:n muodostumista on havainnollistettu sivulla 10.

Merkittävin viime vuosien irtautuminen tapahtui 2019 lopussa iLOQ:sta. Irtautumisen vaikutus myös Sievin vuoden 2019 ROE-%:iin oli merkittävä, sillä iLOQ:in exit-valuaatio oli selvästi korkeampi kuin yhtiön kauppaa edeltänyt arvo Sievin taseessa.

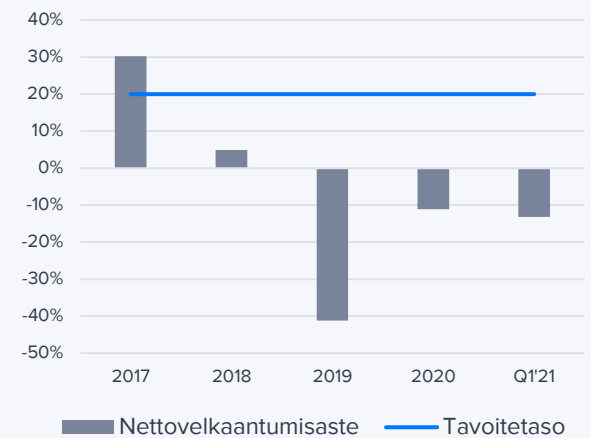
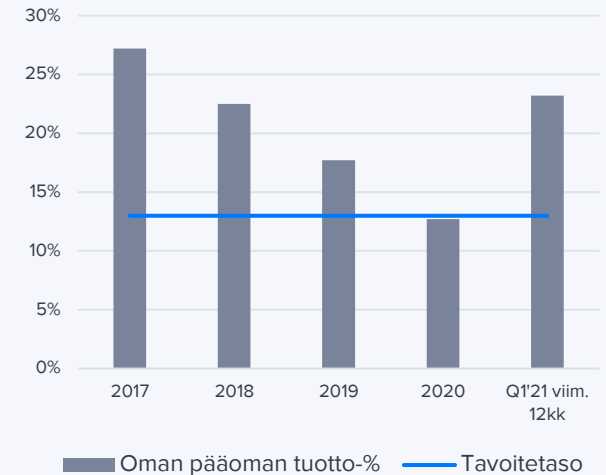
iLOQ-omistuksen myyntihinta oli verojen jälkeen noin 32 MEUR ja sen myötä merkittävä osuus Sievin portfolioista muuttui käteiseksi, mikä laski sijoitusastetta 2020 alkuvuodesta selvästi.

Sievi Capitalin nykyinen nettovelkaantumistavoite kertoo yhtiön kohtuullisen matalasta riskiprofiilista, mitä tulee oman taseen vivuttamiseen. Sievi Capitalin liiketoiminnassa velka pyritään pääsääntöisesti ottamaan ostokohteiden nettovelaksi, mutta myös emoyhtiön hallittu velkavivunkäyttö antaa liikkumavaraa etenkin yritysostojärjestelyissä.

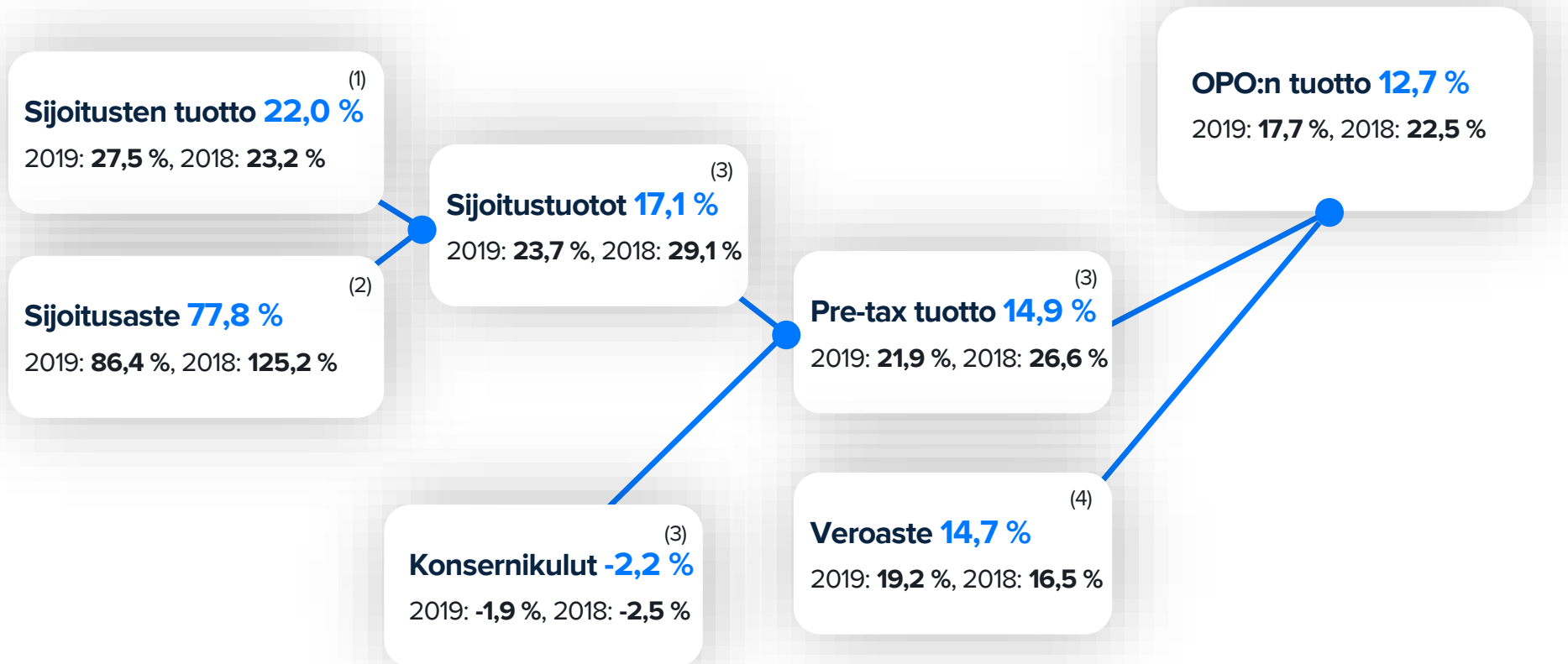
Nykyisellään nettovelkaantumisaste on vahvasta kassasta johtuen -13 %. Myös 20 %:n nettovelkaantumisasteella yhtiön velanhoitokyky säilyy hyvänä. Sievi Capitalin riskiä tasaavat liiketoimintojen erilaiset profiilit, niiden voitollisuus ja mahdollisuus myydä omistuksia. Velkavivua lähemmäs tavoitetasoa nostamalla voitaisiin myös oman pääoman tuottoa edelleen parantaa.

Operatiivisten taloudellisten tavoitteiden lisäksi Sievi Capital pyrkii harjoittamaan aktiivista osinkopolitiikkaa. Yhtiö on maksanut tunnollisesti tavoitteiden mukaisen osingon 2018 tuloksesta (0,03 euroa/osake) sekä 2019 ja 2020 tuloksesta (0,04 euroa/osake). Alkuvuodesta 2020 yhtiö maksoi myös lisäosingon (0,15 euroa/osake) iLOQ-irtautumisen yhteydessä.

Sievi Capitalin tase on tällä hetkellä ylikapitalisoitunut ja yhtiöllä olisi varaa maksaa myös nykyistä tavoitetta selvästi korkeampaa osinkoa. Pääoman allokoinnin fokus on kuitenkin edelleen sijoitustoiminnan kasvattamisessa. Näemme tämän järkevänä, sillä Sievin alaisuudessa pääoma kumuloituu nopeasti yhtiön yltäessä tavoittelemansa ROE-%:iin.



# Oman pääoman tuoton rakentuminen



(1) (Arvonmuutokset + osinkotuotot) / Pääomasijoitukset keskimäärin kaudella

(2) Pääomasijoitukset keskimäärin / NAV keskimäärin kaudella

(3) Suhteessa keskimääräiseen NAV:n

(4) Arvonmuutoksissa veroaste 20 % ja listaamattomista yhtiöistä nostetut osingot verovapaita

# Strategia



## Fokusoimaton portfolio

- 2012 jakautuminen Scanfilista. Sievi Capitaliin jäi sijoitustoiminnan varat ja velat
- Strategiset pääomasijoitukset, finanssisijoitukset ja muut sijoitukset kuten kiinteistöt
- Fokuksen siirto enemmistöomistettuihin pääomasijoituksiin
- Muiden omistusten vaiheittainen divestointi

## Kehitys nykyjohton alaisuudessa

- Kaikki uudet sijoitukset enemmistösijoituksia listaamattomiin yrityksiin
- Tiukka kriteeristö
- Uudet taloudelliset tavoitteet (ROE-% yli 13 %, osinko 3 % substanssista)
- Nykyjohton track-record vahva

## Omistaja-arvon vahvan kasvun jatkaminen

- Strategian keskiössä edelleen pääomasijoitukset listaamattomiin suomalaisiin pk-yrityksiin
- Organisaation kokoa ja resursseja uusien sijoitusten löytämiseen kasvatettu
- Uusi hallitus ja aktiivisempi pääomistaja

## Portfolion kehitys

### Runsaasti erilaisia sijoituksia (mm.)

- 2009 iLOQ (vähemmistö)
- 2014 Finelcomp (100 %)
- 2016 Suvanto Trucks (enemmistö)

### Irtautumiset (mm.)

- 2016 Kitron ASA ja IonPhase
- 2016 Apetit ja Efore luopuminen (lisäosinkoina)

### Uudet sijoitukset

- 2017 KH-koneet Group
- 2017 Indoor Group
- 2020 Nordic Rescue Group ja Logistikas

### Irtautumiset

- 2017 Scanfil NV, Panphonics Oy, Vantaan sijoituskiinteistöt
- 2018 Finelcomp, 2019 iLOQ, 2020 Suvanto Trucks

### Seuraavat 5 vuotta

- Korkean ROE-%:n ylläpito
- Nykyliiketoimintojen hyvä operatiivinen kehitys
- Vuosittain 1-2 uutta enemmistösijoitusta
- Arviomme mukaan Indoor valmis irtautumaan 2022 ja KH-koneet 2023
- NRG ja Logistikas uusia omistuksia ja irtautuminen ei ajankohtaista lähivuosina

# Indoor Group 1/4

Indoor Group on ollut Sievi Capitalille erittäin onnistunut sijoitus erityisesti yhtiön tuottaman vahvan kassavirran kautta.

## Yhtiökuvaus

Indoor Group Oy omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan ja yhtiöön kuuluvat myös Lahdessa sijaitseva sohvatehdas Insofa Oy sekä Viron toiminnoista vastaava Indoor Group AS.

## Liiketoimintamalli

Indoor Groupilla on Suomessa maanlaajuinen myymäläverkosto. Myös verkkokaupan merkitys on kasvanut yhtiön monikanavaisuutta hyödyntävässä liiketoimintamallissa.

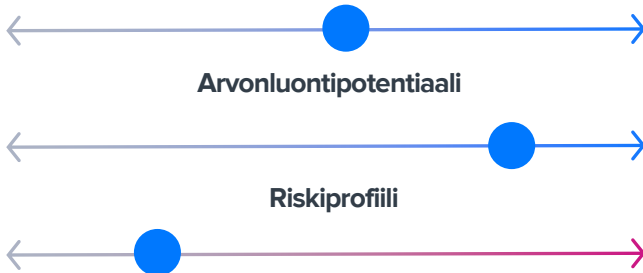
## Sijoitustarina

Sievi Capital hankki enemmistöosuuden Indoor Groupista 2017 Keskolta. Etenkin koronavuonna yhtiön tulosparannus on ollut vahva. Kesällä 2020 päivitetty strategia tavoittelee kannattavuuden parannukselle jatkoa myös jo saavutetulta vahvalta tasolta.

## Kilpailuetu

Indoor Groupille kilpailuetua tuovat tunnetut brändit, hyvä markkina-asema ja sen mukanaan tuomat korkeat volyymit. Oma sohvatehdas Lahdessa mahdollistaa Askolle myös kysyntäohjautuvan tuotteiden räätälöinnin.

## Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/EBITDA\*  
**5,5x**  
2021e

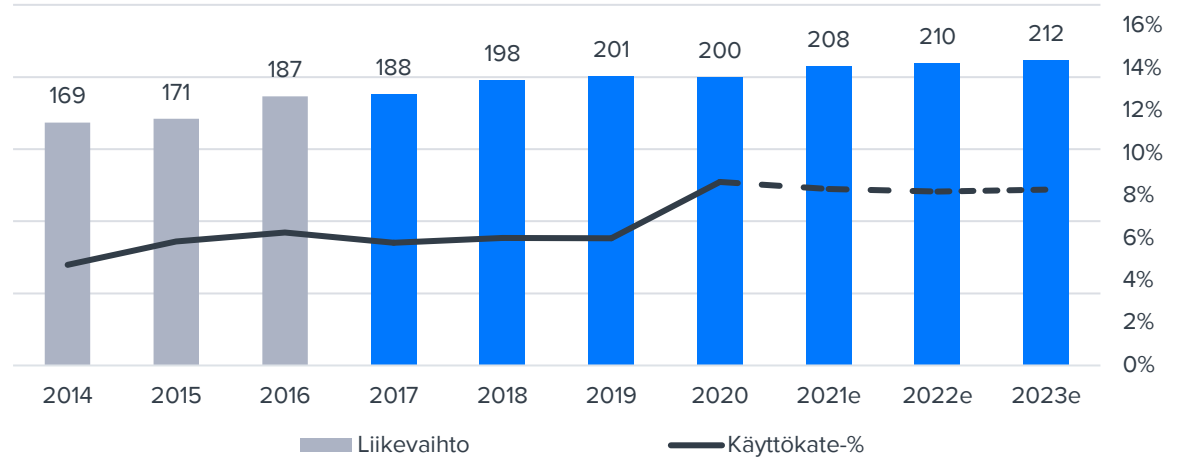
Arvioitu EV\*  
**190**  
MEUR

Omistus  
**58,2 %**  
2020

Omistus  
**70,6**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:

Indoor Group on vahvaa rahavirtaa tuottava kassakone (MEUR) FAS\*\*



## Arvoajurit

- Brändien ja hinnoittelun terävöittäminen
- Asiakasdatan hyödyntäminen
- Kasvun lähteenä tuoteryhmien laajentaminen sekä verkkokauppa
- Vahva kassavirta ja hyvä pääoman tuotto
- Toiminnan tehostaminen taustaprosesseja harmonisoimalla



## Riskitekijät

- Markkinan yleinen kasvu on ollut hidasta ennen koronaa
- Kasvun pakottaminen kalliilla yritysostolla
- Kilpailun kiristyminen
- Taloustilanteen heikentyminen
- ERP-järjestelmän päivityksen onnistuminen



## Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5,5x tai P/E-kertoimella 12x 2021-ennusteilla
- Arvostus on edelleen alennuksella verrokkiryhmän hinnoitteluun nähden

\* IFRS-kirjanpidon mukaiset EV sekä EBITDA, \*\* kuvan ennusteissa FAS-kirjanpidon mukainen käyttökate, jotta aikasarja pysyy vertailukelpoisena. IFRS kirjanpidossa käyttökate on 17,3 MEUR korkeampi ja nettovelat 66,6 MEUR korkeammat kuin FAS-kirjanpidossa

# Indoor Group 2/4

## Historia ja sijoitus yhtiöön

Indoor Group koostuu huonekalukauppaketjuista Askosta ja Sotkasta. Askon juuret ulottuvat 1918 perustettuun Lahden Puusepäntehtaaseen. Sotkan tuotemerkki tuli markkinoille vuonna 1959.

Kesäkuussa 2017 Indoor Group Oy:n omistus siirtyi Keskolta Indoor Group Holdingille 67 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla (ei sis. IFRS 16). Kauppahinta oli hyvin edullinen huomioiden Indoorin sen jälkeinen kehitys. Näkemyksemme mukaan ketjut jäivät vähälle huomiolle Keskon alaisuudessa erityisesti vuoden 2015 strategiauudistuksen jälkeen, jolloin se päätti luopua erikoiskaupan toiminnoista.

## Liiketoimintamalli ja arvoketju

Suomessa Asko-ketjulla on 35 myymälää ja Sotka-ketjulla 49 myymälää, joista 14 toimii franchising mallilla. Lisäksi molemmilla brändeillä on neljä myymälää Virossa. Myymäläverkosto kattaa laajasti Suomen markkinan ja Virossa myymälät ovat isoissa kaupungeissa Tallinnassa, Pärnussa ja Tartossa. Molemmilla ketjuilla on myös verkkokaupat Suomessa ja Virossa. Työntekijöitä Indoor Groupilla on noin 670.

Indoor Groupin liikevaihdosta valtaosa muodostuu tavarantoimittajilta hankittujen tuotteiden myynnistä. Osa Askon myynnistä koostuu myös omalla sohvatehtaalla (Insofa Oy) valmistettujen tuotteiden myynnistä. Insofa:n tuotantoa ollaan parhaillaan laajentamassa myös patjatuotantoon.

Yhtiön liiketoiminta on pääomakevyttä, sillä varasto kiertää nopeasti (varasto noin 10 %

liikevaihdosta). Nettokäyttöpääoma on selvästi negatiivinen kuluttajien maksaessa ostoksensa heti ja tavarantoimittajille on pidemmät maksuajat. Kuluttajille tarjotaan myös asiakasrahoitusta, jossa käytössä on kumppani. Sen vaatimat pääomat sitoutuvat kumppanin taseeseen ja tuotot jaetaan.

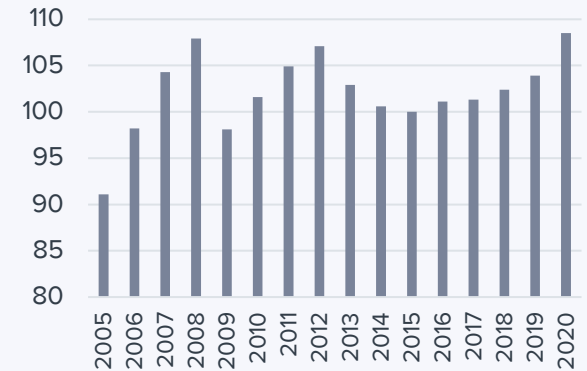
## Markkina seuraa BKT:n kasvua ja konsolidoituu

Huonekalut ja sisustuskaupan markkinat Suomessa ovat noin 1,6 mrd. euron suuruiset. Markkina on fragmentoitunut ja kuusi isointa toimijaa pitää hallussaan noin 57 % markkinasta. Indoor Group on Suomen toiseksi suurin toimija.

Arviomme mukaan pitkällä aikavälillä markkinan kasvu seuraa pääsääntöisesti BKT:n kasvua ja siihen vaikuttaa jonkin verran myös uudisrakentamisen määrä. Myös sisustus- ja kuluttajatrendeillä on vaikutusta (esim. ekologisuus). Myyntikanavista verkkokauppa kasvattaa osuuttaan nopeasti. Huonekalujen vähittäiskaupan toimialalla hintakilpailu on kovaa ja suuresta volyyymista on selkeää etua. Pienemmillä ketjuilla on vaikeuksia kilpailla tehokkaasti suurten toimijoiden kanssa, mikä on johtanut siihen, että ala konsolidoituu globaalisti tarkasteltuna ja myös Suomessa.

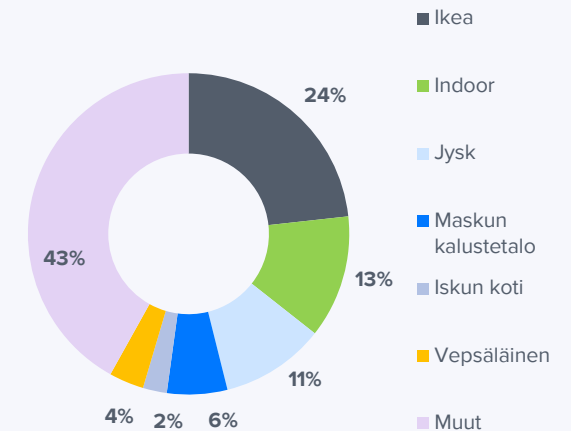
Vuonna 2020 markkinan kasvu oli pitkästä ajasta kokonaisuutena vahvaa vaisumpien vuosien jälkeen. Pandemian alussa kysyntä hiljeni ensin voimakkaasti, mutta sen jälkeen kehitys on ollut kotoilutrendin vahvistumisen myötä pirteää. Tiettyjen tuotteiden saatavuuksissa on myös ollut niukkuutta, mikä on osaltaan tukenut keskihintoja.

Huonekalujen, sisustus- & taloustavaroiden vähittäiskauppa\*



■ Markkinan indeksoitu kehitys

Huonekalu ja sisustuskaupan markkinaosuudet



Lähde: Inderes, Tilastokeskus (indeksisarja)\*, yhtiöiden viimeisimmät tilinpäätökset

# Indoor Group 3/4

## Strategia tavoittelee kannattavuusparannusta

Yhtiön strategia päivitettiin kesällä 2020 ja strategiakausi ulottuu vuoteen 2025. Se koostuu monikanavaisen asioinnin kehittämisestä, kahdesta vahvasta brändistä sekä taustatoimintojen harmonisoinnista. Strategia tavoittelee maltillista orgaanista kasvua ja huomattavaa parannusta kannattavuudessa.

## Verkkokauppaa vahvistetaan

Yhtiö hakee kasvua kehittämällä sujuvaa monikanavaista asiointia. Strategiana on parantaa verkkokaupan kyvykkyyttä ja sen resursseja onkin vahvistettu jo selvästi. Koronapandemian kiihdyttämän vähittäiskaupan murroksen myötä yhtiön verkkomyynnin osuus nousi jo yli 10 %:iin (2019 noin 7 %) ja kasvun ennakoidaan painottuvan myös jatkossa verkon puolelle. Merkittävä osa verkkomyynnistä on kuitenkin Click&Collect- tyyppistä myyntiä, joten kivijalan rooli nähdään myös tulevaisuudessa keskeiseksi.

## Brändien kirkastaminen ja hinnoittelu

Askon brändi positioituu perinteisesti laadukkaisiin huonekaluihin, kun taas Sotkan tuotemerkki positioituu edullisempaan hintasegmenttiin. Nykyisessä strategiassa ketjujen brändipositiota pyritään edelleen kirkastamaan. Sotkaa viedään entistä selvemmin discounter-toimijaksi ja Askossa valikoimassa korostuvat kotimaisuus ja muotoilu. Tavoitteena on, että ketjut kilpailevat aiempaa vähemmän toisiensa kanssa samoista asiakkaista. Valikoiman kehityksessä hyödynnetään myös aiempaa enemmän asiakasdataa.

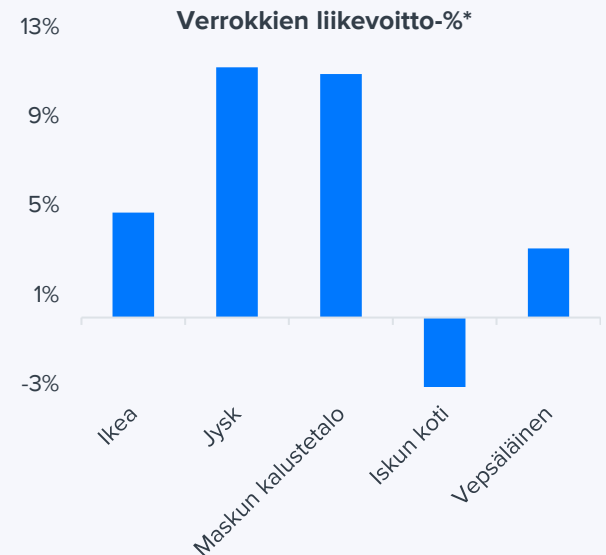
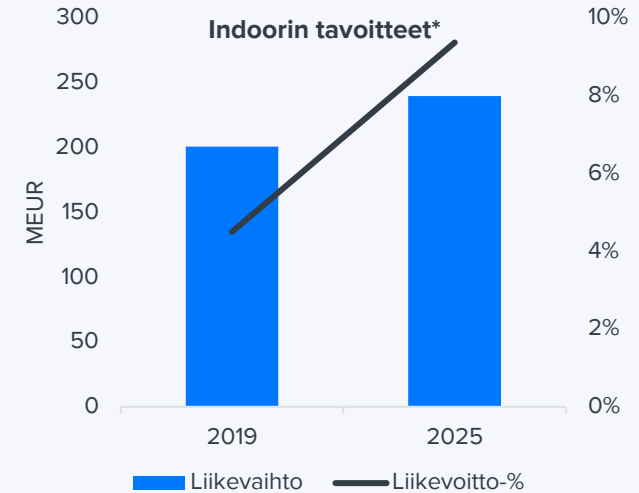
Myös hinnoittelun painopistettä on siirretty kustannuspohjaisesta lähestymistavasta asiakkaan kokemaan arvoon. Tämän keskiössä on asiakastiedon aiempaa parempi hyödyntäminen. Toimenpiteillä saatiin viime vuonna jo erinomaisia tuloksia. Bruttokate nousi vuonna 2020 vahvasti 40 %:iin (2019: 37,8 %), mistä käsityksemme mukaan pääosa selittyy yhtiön omilla toimilla, eikä pelkästään markkinan vahvalla vedolla ja siten suotuisalla hinnoitteluympäristöllä.

## Taustafunktioiden harmonisointi

Askoa ja Sotkaa on historiassa johdettu hyvin erillisinä yhtiöinä. Nykyisen strategian puitteissa ketjujen toimintatapoja, organisaatiota ja tietojärjestelmiä on alettu systemaattisesti yhtenäistämään parempien synergioiden aikaan saamiseksi.

Yhtiö on parhaillaan toteuttamassa laaja toiminnanohjausjärjestelmän päivitystä (ERP) ja se otetaan käyttöön vaiheittain 2022 aikana. ERP-projektin etenemisen myötä eri ketjujen prosessit käydään läpi systemaattisesti. Niistä identifioidaan parhaat käytännöt ja ne tuodaan mukaan myös toisen ketjun toimintatapoihin, minkä avulla kustannustehokkuudella on edellytykset nousta.

Myös yhtiön ostotoiminnalla ja markkinoinnilla on edellytykset tehostua, kun aiempi ketjuorganisaatorakenne on vaihdettu funktionaaliseen organisaatioon. Myös Askon ja Sotkan valikoimien päällekkäisyydet vähenevät, kun yksi valikoimapäällikkö vastaa molempien ketjujen tietyistä tuotekategorioista.



Lähde: \*H1'20-tulosjulkistuksen indikaatiivinen kuva tavoitteista  
\*\* Yhtiöiden viimeisimmät valmistuneet tilinpäätökset.

# Indoor Group 4/4

## Tulevaisuuden ennusteet

Uskomme markkinan kasvavan vahvasti vielä tänä vuonna, sillä ennakoimme ”kotoilutrendin” jatkuvan vahvana. Viime aikoina vilkkaana käynyt asunto- sekä mökkikauppa pitävät yllä kysyntää, vaikka rokotukset etenevätkin nyt hyvää vauhtia. Tämä johtuu siitä, että sisustaminen on usein pidempi projekti. Pidämme vuonna 2020 saavutettua kannattavuutta (EBIT 7,5 %) realistisena tasona strategian toteuttamisen edetessä, vaikka markkinan myötätuuli hidastuukin lähivuosina. Myös verrattuna parhaiden kilpailijoiden marginaaleihin (s.14) on ennustamamme taso mielestämme realistinen.

Indoorin bruttokatemarginaali saatiin jo viime vuonna viritettyä vahvalle tasolle ja emme odota sen enää merkittävästi paranevan. Suurimmat hyödyt strategian tavoittelemista kustannussäästöistä nähdään ennusteessamme vasta ERP-projektin valmistumisen jälkeen (2022 aikana). Käsityksemme mukaan osaa toiminnoista tehdään sitä ennen ylimääräisellä henkilöstöllä muutosten sujuvan läpiviennin varmistamiseksi.

## Tarkistimme ennusteitamme hieman ylöspäin

Indoorin Q1'21:n myynti kasvoi hieman ja liikevoitto parani merkittävästi vertailukaudesta. Ennustamme liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 4 %:lla, sillä varsinkin viime vuoden Q2:n vertailukausi oli vielä heikko. Vuosina 2022-2023 odotamme myynnin kasvun jatkuvan noin 1%:ssa.

Indoorin EBIT-marginaali on ennusteessamme vuonna 2021e 7,4 %. Vuonna 2022 se laskee 7,2

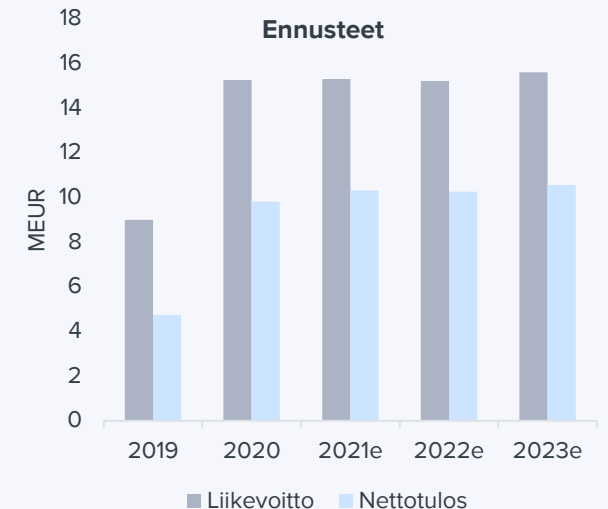
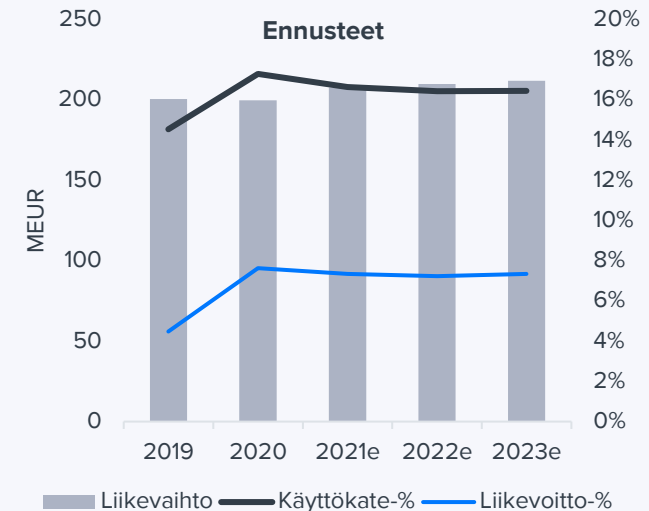
%:iin ja 2023 se palaa jälleen 7,4 %:iin. Yhtiö on käytännössä nettovelaton ja rahoituskuluja koituu vain IFRS 16:n mukaisista vuokrasopimuksista (noin 2,4 MEUR). Yhtiön nettotulos pysytteleekin ennusteessamme n. 10 MEUR:n tasolla lähivuodet.

## Arviomme Indoor Groupin arvosta

Arviomme Indoor Groupin velattomasta arvosta on noussut ennustustenostojen myötä 190 MEUR:oon (aik. 175 MEUR). Yhtiöllä oli korollista nettovelkaa Q1'20:llä noin 69 MEUR, mikä koostui lähes täysin IFRS 16:n mukaisista vuokrasopimusveloista. Nämä vähentämällä Sievin omistuksen (58,2 %) arvoksi saadaan 70,6 MEUR. Arviomme on selvästi yli Indoorin arvon Sievin taseessa (42,8 MEUR).

Tästäkin huolimatta valuaatiomme on edelleen maltillinen verrattaessa pörssilistattuihin verrokkeihin ja siten Indoorin mahdolliseen exit-valuaatioon sen listautuessa. Ennusteillamme Indoor Groupin 2021e EV/EBITDA-kerroin on 5,5x ja P/E-kerroin 12x, jotka ovat 5 %:n ja 17 %:n alennuksilla verrokkiryhmään.

Indoor-sijoitus on ollut Sieviltä kokonaisuutena erittäin onnistunut, sillä alkuperäisen sijoituksen (21,4 MEUR) IRR-tuotto on nykyiseen valuaatioomme peilaten ollut lähes 40 % (CAGR) neljän vuoden aikana, kun omistajille takaisin maksettu osakaslaina sekä osingot huomioidaan. Arviomme, että yhtiö olisi valmis listautumaan pörssiin jo vuoden 2022 aikana. Huomautamme sijoittajille, että Sievi todennäköisesti vähentäisi omistustaan pörssissä hiljalleen, jotta portfolion sijoitusaste ei laskisi äkillisesti.



# KH-Koneet Group 1/4

KH-Koneet Group on ollut Sievi Capitalille onnistunut sijoitus yhtiöryhmän kehittyttyä muodostamisensa jälkeen erinomaisesti (IRR 25 %).

## Yhtiökuvaus

KH-Koneet Group on maanrakennuskoneiden maahantuoja ja vähittäismyyjä. Se tarjoaa myös huolto- ja varaosapalveluita. Yhtiöllä on myös 2018 perustettu konevuokraamo ja 2019 yhtiö laajeni Ruotsiin yritysostolla.

## Liiketoimintamalli

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

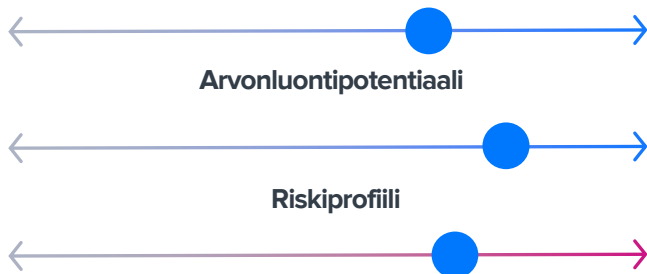
## Sijoitustarina

Sievi Capital sijoitti KH-koneet Groupiin 2017. Erillisistä yhtiöistä kootun kokonaisuuden kasvu on ollut sijoitusaikana vahvaa. Nyt yhtiö hakee kannattavaa kasvaa etenkin Ruotsista, jossa markkinaosuudet ovat vielä matalat

## Kilpailuetu

Yhtiö on myös onnistunut rakentamaan vahvat suhteet ja hyvän neuvotteluaseman sekä valmistajiin että asiakkaisiin. Myös yhtiön ketterä ja itseohjautuva organisaatio tuo selvää kilpailuetua.

## Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/EBITDA  
**6,2x**  
2021e

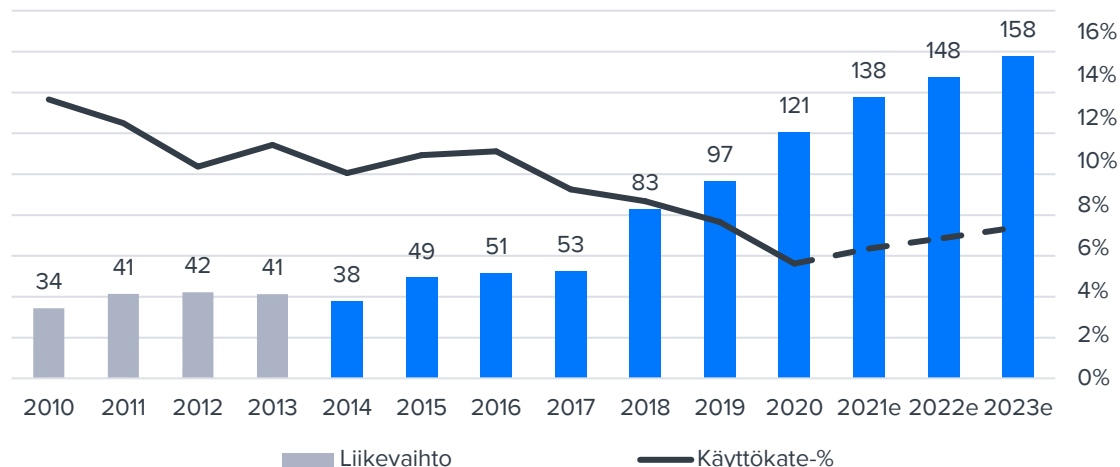
Arvioitu EV  
**51,8**  
MEUR

Omistus  
**66,4 %**  
2020

Omistus  
**22,4**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:

### Kasvu on ollut voimakasta (MEUR)



### Arvoajurit

- Myynnin kasvu Ruotsissa verkoston ja edustusten laajentumisen myötä
- KH-koneiden toimintamallin tuonti myös Ruotsiin ja kannattavuuden nosto Suomen tasolle
- Vuokraustoiminnan kasvattaminen



### Riskitekijät

- Yritysoston onnistuminen
- Markkinatilanteen heikentyminen
- Kiristynvä kilpailu
- Valmistajien yrityskaupat
- Japanissa sijaitsevien päämiesten toimitusongelmat Eurooppaan
- Konsernin kasvaessa itseohjautuvan kulttuurin säilyttäminen voi luoda omia haasteitaan



### Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 6,2x 2021-ennusteilla
- Alennus verrokkeihin on 40-50 %, sillä verrokkit ovat isoja maanrakennuskoneita valmistavia yhtiöitä, joita hinnoitellaan selvällä preemiolla suhteessa maahantuojaan.

2010-2016 luvut pro-forma lukuja, joihin laskettu mukaan Edeco Tools Oy, KH-Koneet Oy, KH-Engineering Oy



# KH-Koneet Group 2/4

## Historia ja sijoitus yhtiöön

KH-koneet Group muodostettiin elokuun 2017 lopussa, kun erillisistä maanrakennuskoneiden maahantuojista muodostettiin KH-Koneet Group. Myyjinä olleet yrittäjät ovat jatkaneet vähemmistöomistajina sekä operatiivisessa johdossa. Myös Kobelco-edustus hankitti Keskolta pian yhtiöryhmän muodostamisen jälkeen.

Konsernin Suomen tytäryhtiöistä KH-Koneet Oy:n tunnetuimmat edustukset ovat Yanmar, Kramer ja Dynapac. Edeco Tools Oy tuo maahan Wacker Neuson ja KH-Tekninen kauppa Kobelco-koneita. Neljäs Suomen tytäryhtiö Crent Oy perustettiin vuonna 2018 ja se keskittyy maanrakennuskoneiden vuokraustoimintaan. Tytäryhtiöt tarjoavat myös huolto- ja varaosapalveluita, teknistä tukea sekä rahoituspalveluja.

## Laajentuminen Ruotsiin

Vuoden 2019 lopulla yhtiö laajeni Ruotsiin Beck Maskin (nykyisin KH-Maskin) yritysostolla. Vuoden 2020 kesäkuussa Ruotsista hankittiin myös konevuokraaja S-Rental. Vuoden 2020 aikana Ruotsin portfolio vahvistui myös merkittävästi, kun aiemman Kobelco-edustuksen lisäksi KH-Maskin aloitti Kramerin ja Wacker Neusonin maahantuojana ja jälleenmyyjänä. Ruotsin tarjooma on siten saatu nopeassa tahdissa lähes Suomen veroiseksi ja merkittävistä edustuksista siellä puuttuu enää Yanmar.

Suomessa yhtiöillä on omia toimipisteitä kuudella

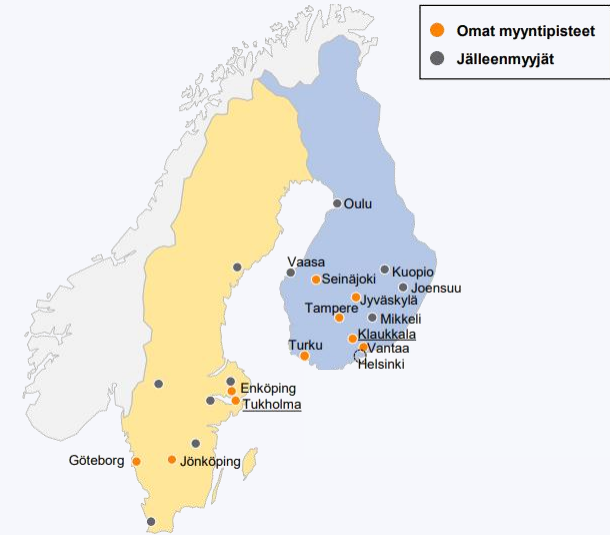
eri paikkakunnalla Suomessa (Turku, Klaukkala, Jyväskylä, Tampere, Vantaa, Seinäjoki). Lisäksi verkostoon kuuluu jälleenmyyjiä, jotka kattavat muun Suomen. Ruotsissa verkosto on laajentunut nopeasti ja tällä hetkellä Ruotsissa on omat toimipisteet Tukholmassa (2 yksikköä), Enköpingissä, Göteborgissa ja Jönköpingissä. Jälleenmyyjäverkostoa laajennetaan jatkuvasti. Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä noin 165 työntekijää (Suomi + Ruotsi).

## Markkina on osittain syklinen

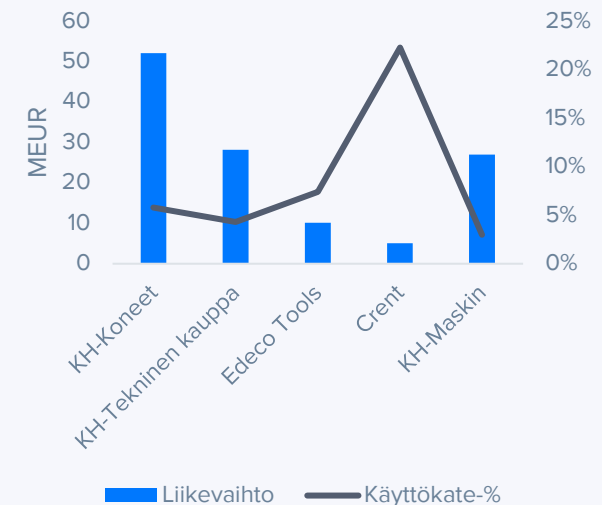
Maanrakennuskoneiden markkinan kehitys seuraa syklisen uudisrakentamisen ja selvästi tasaisempien infra- ja korjausrakentamisen sekä kiinteistöhuollon markkinoiden kehitystä. Maanrakennuskoneiden osalta vuokraustoiminta on myös kasvava trendi. Myös matala korkotaso tukee edelleen koneinvestointeja.

Historiallisen kehityksen perusteella (s. 1) yhtiö on pärjännyt kohtuullisen hyvin myös laskevassa markkinassa (2011-2014 ja 2020) säilyttäen hyvän käyttökatemarginaalin. Myös yhtiön harjoittama koneiden huoltotoiminta tuo liikevaihtoon stabiilimman komponentin.

Markkina kääntyi koronan painamana laskuun, mutta tällä hetkellä kysyntänäkymät ovat käsityksemme mukaan positiiviset etenkin Ruotsin markkinalla. Koneiden saatavuudessa on kuitenkin nykytilanteessa rajoitteita, jotka yhtiö on käsityksemme mukaan onnistunut toistaiseksi hallitsemaan hyvillä päämiessuhteillaan.



## Myyntimix 2020



# KH-Koneet Group 3/4

## Kilpailuedut

KH-Koneiden kannattavuus on Suomessa jo pitkään pysytellyt hyvällä tasolla suhteessa toimialan keskiarvoihin. Myös tase on hyvässä kunnossa, mikä on mahdollistanut rahan sijoittamisen varastoon ja sitä kautta hyvään palvelutasoon.

Yhtiöllä on hyvät suhteet sen globaaleihin päämiehiin ja ostotoiminta on tehokasta ilman väliportaita. KH-Koneiden slogan on ”Vastuullista konekauppaa” ja yhtiö on luotettu kumppani asiakkaiden parissa ja sen asiakaspito on korkea.

Myös yhtiön tehokas ja itseohjautuva johtamismalli on luonut näkemyksemme mukaan yhtiön sisälle positiivisen kulttuurin, joka tuo yhtiölle mielestämme selkeän kilpailuedun. Työntekijöillä on organisaatiossa omat selkeät roolinsa ja vastuunsa ja organisaatio itseohjautuu sen seurauksena ketterästi. Erityisesti liiketoimintamallin kannalta kriittisille myyjille annetaan paljon vastuuta ja heidät valtuutetaan päätöksen tekoon. Tämä on näkynyt myös henkilöstön korkeana pysyvyytenä. Myyjien palkkaus riippuu myös osin heidän kyvystään tehdä kannattavia kauppia, mistä syystä yhtiön kustannusrakenne joustaa myynnin mukana.

## Kannattavan kasvun strategia

KH-Koneet Groupin strategiana on olla Pohjoismaiden johtava täyden palvelun konetalo, joka on merkittävä tekijä myös konevuokrauksessa. Tavoitteena on olla sekä johtava että kannattavin konekauppa,

markkinajohtaja edustettujen merkkien osalta ja merkittävä tekijä konevuokrauksessa.

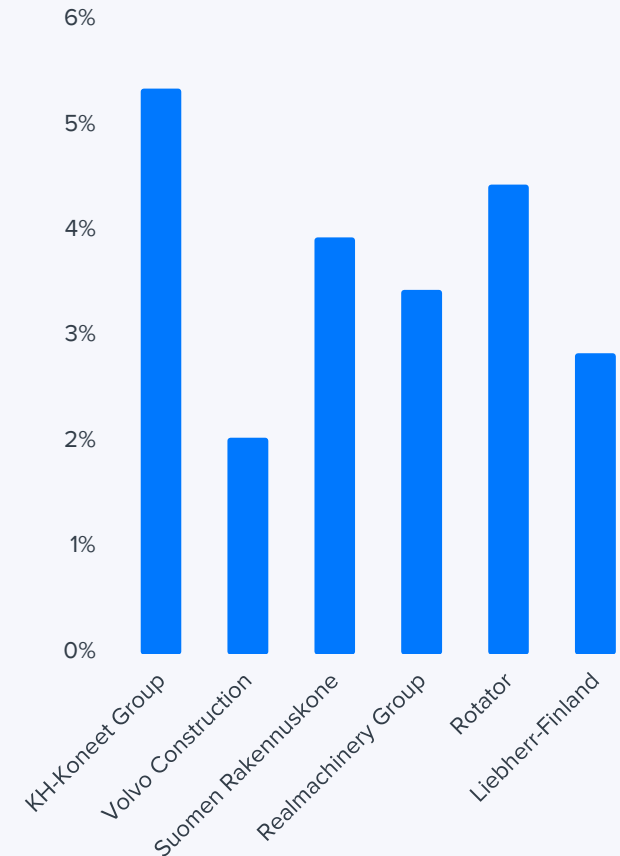
Strategia on rakennettu yhtiön kilpailuetujen ympärille ja yhtiö pyrkii jatkamaan systemaattisesti sitä, missä se on hyvä myös laajentuessaan uusille markkinoilla. Keskeisenä toimenpiteenä on itseohjautuvan kulttuurin jalkauttaminen myös Ruotsin toimintaan. Ruotsalaisten asiakkaiden suuntaan brändiä rakennetaan myös pitkäjänteisesti, jotta toimialan asiakasymmärtäväisimmän kumppanin status saavutettaisiin myös uudella markkinalla.

Yhtiö hakee kasvua etenkin Ruotsin markkinoilta, sillä markkinaosuudet Ruotsissa ovat vielä matalat toisin kuin Suomessa. Myös Ruotsissa kohdemarkkinoiden koko Suomeen verrattuna on noin kaksinkertainen. Ruotsin toimintojen kannattavuus on Suomea selvästi perässä ja strategia tavoittelee Ruotsin toimintojen kannattavuuden nostoa lähemmäs Suomen tasoa.

Uusien edustusten ja toimipisteverkoston laajentumisen ohella Ruotsissa on jo tehty paljon organisaation kehitystyötä. KH-Koneiden toimitusjohtaja Teppo Sakari on siirtynyt Ruotsiin varmistamaan, että laajentuminen sujuu suunnitellusti. KH-Maskin ja S-Rentalin johtoon ovat valikoituneet yhtiön mukaan osaavat johtajat.

Kannattavalle kasvulle on käsityksemme mukaan onnistuttu luomaan jo tähän mennessä hyvät edellytykset. Keskeinen riski Ruotsin valloituksen onnistumisessa liittyy mielestämme siihen, miten itseohjautuva kulttuuri saadaan juurrutettua.

## Verrokkien EBITDA-%



# KH-Koneet Group 4/4

## Korona vaikutti markkinaan negatiivisesti

KH-Koneet Groupin vuosi 2020 sujui positiivisissa merkeissä, vaikka kokonaismarkkina laskikin koronan painamana. Verrattaessa Arvo Sijoitusosuuskunnan kautta seurannassamme olevaan kilpailija [Real Machinery Group](#):iin viime vuoteen oli KH-Koneiden suoritus selvästi vahvempi. Yhtiö onnistuikin kasvattamaan markkinaosuuksiaan myös Suomessa.

## Lähivuosien ennusteet

KH-Koneet Groupin myynti kasvoi Q1'21:llä huomattavasti. Suomessa myyntiä tuki erityisesti talvikunnossapidon hyvä kysyntä. Ruotsissa Q1-liikevaihdon kasvuun vaikuttivat uudet edustukset sekä kesäkuussa 2020 yritysostolla hankittu vuokrausliiketoiminta. Liikevaihdon kasvun seurauksena myös KH-Koneet Groupin käyttökate parani hieman viime vuodesta.

Olemme nostaneet 2021 ennusteitamme luottamuksemme vahvistuttua Ruotsin liiketoimintojen kehitykseen tavattuamme KH-Koneiden johtoa. Arviomme mukaan Ruotsin myyntiverkoston nopea laajentuminen tukee kasvua ja kannattavuus elpyy myös vähitellen kasvupanostusten alkaessa kantaa hedelmää. Odotamme myös vuokrausliiketoiminnan jatkavan viime vuosien vahvassa kasvussa myös Suomessa.

Ennusteidemme perusteella yhtiön 2021 liikevaihto kasvaa 15 %:lla 138 MEUR:oon. Vuoden 2022 liikevaihdon ennusteemme on 148 MEUR (+7 %) ja vuoden 2023 osalta 158 MEUR (+7 %). Odotamme

Ruotsin toimintojen nostavan hiljalleen kannattavuuttaan lähemmäs muuta konsernia, mikä näkyy käyttökatemarginaalin positiivisena kehityksenä. 2021 EBITDA-%:n ennusteemme on 6,0 %, 2022 6,5 % ja 2023 7,0 %.

Suurimpana epävarmuustekijänä ennusteidemme toteutumisen suhteen voidaan pitää markkinatilanteen kestävyyttä sekä KH-Koneiden kulttuurin juurruttamisen onnistumista Ruotsiin.

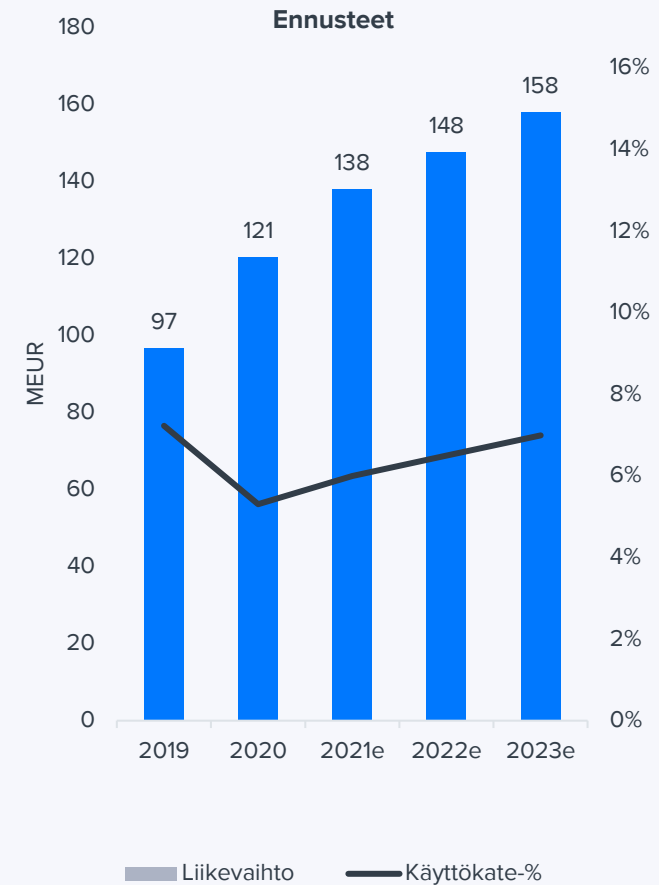
## KH-Koneet Groupin arvo

Olemme arvottaneet KH-Koneet Groupin velattomaksi arvoksi 51,8 MEUR, mikä perustuu 2021e EV/EBITDA haarukan 6,0-6,5x keskikohtaan.

Sievi Capitalin omistuksen (66,4 %) arvoksi saadaan 22,4 MEUR. Tämä ylittää myös Sievi Capitalin johdon oman arvion osakekohtaisesta substanssissa, joka on 17,7 MEUR.

Yhtiölle ei ole löydettävissä kovin hyvää verrokkiryhmää pelkkään maahantuontiin keskittyvien yritysten ollessa listaamattomia. Verrokkiryhmämme koostuu pitkälti maanrakennuskoneiden valmistajista, joiden liiketoimintoihin vaikuttavat pitkälti samat ajurit kuin KH-Koneen Groupilla. KH-Koneet Groupin 2021e ja 2022e EV/EBITDA-kertoimet alittavat verrokkiryhmän mediaanin 48 %:lla ja 41 %:lla.

Sievi Capitalin sijoitus on ollut tässä vaiheessa jo hyvin onnistunut, sillä Sievin yhtiöön tekemä alkuperäinen sijoitus 10,9 MEUR on tuottanut noin 25 %/v (IRR) suhteessa nykyiseen arvioomme.



# Nordic Rescue Group 1/3

Yhtiö toteutti yrityskaupan helmikuussa 2020. Näemme yhtiössä merkittävää kasvupotentiaalia vientimarkkinoilla. Korona vaikutti yhtiön toimintaan negatiivisesti ensimmäisenä vuotena.

## Yhtiökuvaus

Sauruksen toimitilat sijaitsevat Jyväskylässä ja Vema Liftin Kaarinassa. Konsernilla on vahva asema Suomessa ja lisäksi merkittävä osuus (noin puolet) liikevaihdosta menee vientiin. Yhtiöiden asiakkaita ovat niin julkiset kuin yksityiset pelastuslaitokset.

## Sijoitustarina

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

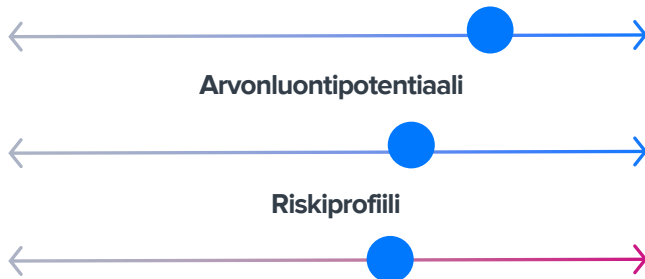
## Liiketoimintamalli

Sauruksen liiketoiminta koostuu pelastusajoneuvojen kokoonpanosta ja Vema Lift valmistaa hydraulisia henkilönostimia palo- ja pelastuslaitoksille. Myynti tapahtuu suoraan kotimaisille loppuasiakkaille. KV-myyntistä yhtiö hyödyntää paikallisia kumppaneita.

## Kilpailuetu

Yhtiölle kilpailuetua tuovat erityisesti oma tuotekehitys ja kilpailukykyinen tuoteportfolio. Vahvat brändit ja markkina-asema Suomessa, osaava henkilöstö ja pitkät asiakassuhteet tuovat myös kilpailuetua.

## Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/EBITDA

8,0x  
2021e

Arvioitu EV

19,2  
MEUR

Omistus

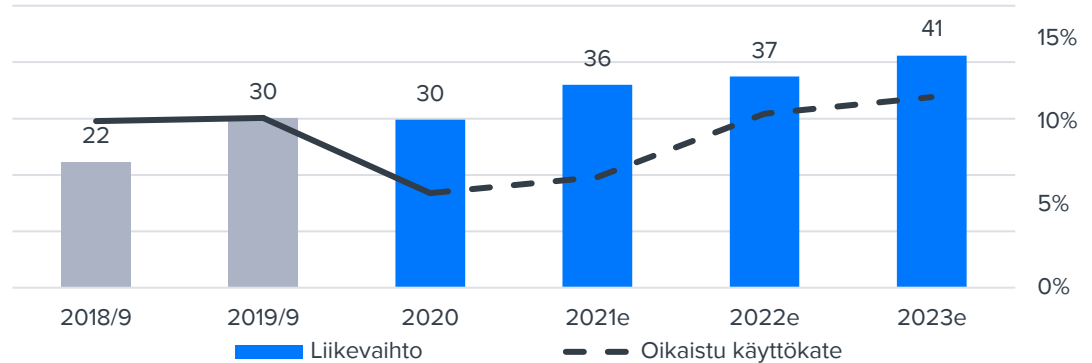
69,9 %  
2020

Omistus

8,2  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:

### Korona ja haltuunotto heikensivät 2020 lukuja (MEUR)



## Arvoajurit

- Kansainvälisen liikevaihdon voimakkaan kasvun jatkaminen
- Tuotannon kapasiteetin kasvu kysynnän tahdissa
- Tuotannon läpimenojen nopeuttaminen ja käyttöpääoman tehostaminen



## Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Protektionismin lisääntyminen riski kv-kasvulle
- Koronapandemian aiheuttamat tilausten siirtymiset



## Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 7-9x 2021-ennusteilla
- Selvä alennus verrokkeihin on perusteltu johtuen yhtiön selvästi pienemmästä koosta

# Nordic Rescue Group 2/3

## 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. Yhtiöllä on taustallaan pitkä historia, sillä Saurus perustettiin jo vuonna 1982 ja Vema Lift vuonna 1987.

Nordic Rescue Group työllistää yhteensä 125 henkilöä. NRG:n toimitusjohtajana aloitti maaliskuussa 2020 Matti Huttunen.

## Tuotteet ja tuotanto

Sauruksen tuotantotilat sijaitsevat Säynätsalossa ja se on keskittynyt erilaisiin siviili- ja sotilaskäyttöön tarkoitettuihin paloautoihin. Yhtiön lopputuotanto on suurelta osin käsityönä tehtävää kokoonpanoa. Sauruksen pelastusajoneuvojen autorunkojen alustatoimittajia ovat Scania, MAN, Mercedes-Benz, Renault sekä Volvo. Sauruksen tuotantoon on Sievin alaisuudessa haettu uuden tason teollista tehokkuutta vaiheistamalla ja virtauttamalla tuotantoa LEAN-mallin mukaisesti ja myös kehittämällä logistiikkaa. Yhtiöllä on myös mahdollisuus hyödyntää alihankintakumppaneita tuotannossa.

Vema Lift keskittyy hydraulisiin pelastusnostimiin ja sen toimitilat sijaitsevat Kaarinassa. Vema Lift tekee maksimissaan 70 metriä korkeita nostimia ja valmistaa kaikki nostimensa itse. Sievin alaisuudessa sen aiemmat kolme erillistä tuotantolaitosta päätettiin tuoda saman katon alle rakennuttamalla täysin uusi vuokratehdas. Uusi tehdas otettiin käyttöön vuoden 2021 alussa.

Uuden tehtaan materiaalivirroista on satu selkeämpiä ja koko henkilöstö on nyt samassa paikassa. Samalla konekannalla kyetään uusissa tiloissa käsityksemme mukaan lähes kaksinkertaiseen valmistuskapasiteettiin.

## Kilpailuedut

Nordic Rescue Groupin kilpailuvaltti Suomessa on sen edustamat luotetut brändit, fyysinen läsnäolo, palvelun joustavuus sekä kyky vastata yksilöllisiin tarpeisiin. Aasian markkinoilla yhtiön tuotteet erottuvat paikallisista alan kilpailijoista pohjoismaisella premium-laadullaan.

Vema Liftin tuotekehitysosaaminen on myös selkeä kilpailuetu, mistä osoituksena ovat etenkin sen F-sarjan korkealle (70 m) yltävät nostimet, jotka erottavat sen monista muista tarjoajista. Myös pitkät asiakassuhteet tuovat kilpailuetua.

## Markkinaosuudet ja markkinan kasvu

Pelastusajoneuvojen markkina kasvaa globaalisti noin 5 % vuodessa ja on defensiivinen. Etenkin väestön kasvu ja kaupungistuminen kehittyvillä markkinoilla luovat yhä suurempia tarpeita hyvin järjestetyille pelastustoimille. Globaali pelastusajoneuvojen markkina on kooltaan noin 4,3 miljardia euroa, mikä vastaa noin 21.000 uutta ajoneuvoa vuodessa. Suomessa markkina kasvaa hitaammin (arviomme mukaan noin BKT:n tahtia).

NRG:n kokonaismyynnistä (30 MEUR) noin 60 % on Sauruksen myyntiä. Saurus on Suomessa lähes synonyymi pelastusajoneuvolle ja sillä on arviomme mukaan noin 80 %:n markkinaosuus kotimaan pelastusajoneuvoista. Yhtiön myynnistä

viennin osuus on noin 40 %.

Noin 40 % NRG:n myynnistä tulee Vema Liftin myynnistä ja sen painottuu vientimarkkinoille (n. 90 %). Myynnistä liki kolmannes on mennyt Kiinaan ja muita avainmarkkinoita ovat Lähi- ja Keski-itä sekä Venäjä. Seuraavaksi yhtiön on tarkoitus vahvistaa vientiä mm. Intiaan.

## Strategiassa haetaan synergioita vahvemmin

Nordic Rescue Groupin strategisena tavoitteena on luoda yhtiöstä kansainvälisesti tunnettu järjestelmätoimittaja. Konsernin fokus on siirtynyt yksittäisten tuotteiden myynnistä isompien kokonaisuusien tarjoamiseen. Asiakkaille tarjotaan kattava ja selkeä valikoima, jonka myötä NRG pystyy osallistumaan isompiin hankkeisiin ja kilpailutuksiin vientimarkkinoilla.

Kiitokorin alaisuudessa yhtiöitä johdettiin erillisinä ja NRG:n alla synergioita haetaan etenkin myynnissä. Kasvua haetaan pääosin vientimarkkinoilta, sillä Suomen markkina on pitkälti jo saturoitunut. NRG on järjestänyt kansainvälisen myyntinsä agenttipohjalta ja käytössä on paikalliset yhteistyökumppanit huollon järjestämiseksi. Ulkomaisia asiakkaita tuetaan myös käyttöönotto- ja koulutuspalveluilla sekä etäkäytöllä, jonka avulla tuotteen kunto voidaan analysoida Suomesta.

Sievi on todennut, että sen tavoitteena on kasvattaa NRG liikevaihto sijoitusaikana yli 50 MEUR:n kokoluokkaan. Arviomme mukaan Kiitokorissa kasvua ei saatu kunnolla vauhtiin, sillä etenkin tuotantokapasiteetti toimi pullonkaulana.

# Nordic Rescue Group 3/3

## 2021 korona vaikuttaa vielä negatiivisesti

Koronapandemian alkaminen vaikutti negatiivisesti NRG:n myyntiin ja uusiin tilauksiin etenkin vientimarkkinoilla. Tilauskanta alkoi kuitenkin parantua nopeasti 2020 loppua kohti. Sievin Q1'21-raportissa tilauskanta oli kasvanut vuodentakaista selvästi suuremmaksi, mutta kehitys ei silti vastannut täysin asetettuja tavoitteita, mistä syystä Sievi laski hieman NRG:n tasearvoa.

Käsityksemme mukaan tilauskannan perusteella liikevaihdolta on kuitenkin lupa edelleen odottaa kasvua vuonna 2021, vaikka koronapandemian jatkuminen etenkin vientimarkkinoilla pitää epävarmuutta koholla. Odotamme kasvua tukevan myös hieman sen, että yhtiö tekee vuonna 2021 lisäpanostuksia Vema Liftin huolto liiketoiminnan kasvattamiseen kotimaassa.

Ennusteessamme 2021 myynnin kasvua tukee myös etenkin se, että alkuvuodesta yhtiö myi yrityskaupassa siirtyneitä omaisuuseriä, joilla ei ollut tulosvaikutusta. Ennustamme NRG:n 2021 liikevaihdon kasvavan 36 MEUR:oon (2020: 30 MEUR), mutta oikaistun käyttökatemarginaalin elpyvän vain hieman 6,7 %:iin viime vuoden matalalta tasolta (5,7 %), jota rasittivat koronan ohella myös liiketoiminnan haltuunoton kulut.

## 2022-2023 vienti alkaa vetää paremmin

Vuonna 2022 odotamme liikevaihdon kasvavan 37 MEUR:oon ja samalla käyttökatemarginaali elpyy vahvasti 10,5 %:iin. Tämä johtuu siitä, että nyt liikevaihdossa ei ole mukana kertaluontoista nollakatteista erää. Vuonna 2023 myynti nousee

ennusteessamme 41 MEUR:oon (+10 %) ja käyttökatemarginaali 11,5 %:iin tuotannon tehokkuuden parantuessa. Nykyinen noussut tuotantokapasiteetti mahdollistaa yhtiölle käsityksemme mukaan vielä kyseisen liikevaihdon.

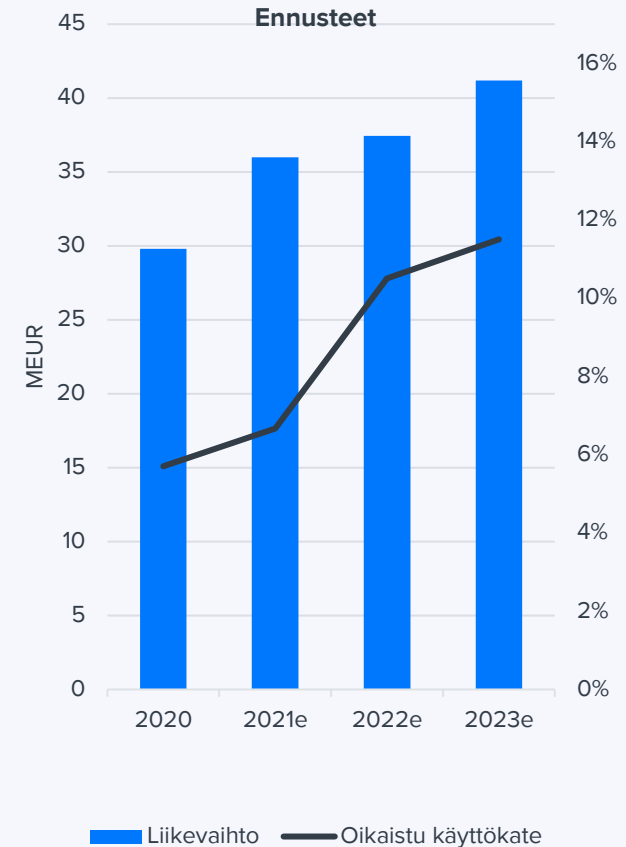
Yhtiö tarkastelee myös yritysostoja Pohjoismaista, mutta niitä emme luonnollisesti mallinna.

## Nordic Rescue Groupin arvo ennallaan

Olemme arvottaneet Nordic Rescue Groupin velattomaksi arvoksi 19,2 MEUR, mikä perustuu 2021e EV/EBITDA haarukan 7,0-9,0x keskikohtaan. Sievi Capitalin omistuksen (66,9 %) arvoksi saadaan 8,2 MEUR. Tämä ylittää hieman myös Sievi Capitalin johdon oman arvion (7,4 MEUR).

Verrokkiryhmämme koostuu kansainvälisistä pelastusajoneuvojen ja henkilönostimien valmistajista. NRG:n 2021e ja 2022e EV/EBITDA-kertoimet alittavat verrokkiryhmän kertoimien mediaanit 17 %:lla ja 41 %:lla. Pidämme tätä perusteltuna verrokkien ollessa isompia.

NRG:stä maksettu velaton kauppahinta oli 19,2 MEUR, josta Sievin maksama osuus oli 8,3 MEUR. Vertaamalla kauppahintaa nykyiseen valuaatioomme ei sijoituksesta ole saatu reilun vuoden aikana vielä tuottoa. Tätä selittää kuitenkin koronavuosi ja Sievi Capitalin sijoituksen onnistumista on tässä vaiheessa turhan aikaista arvioida. Näemme NRG:ssä merkittävää potentiaalia, jos se onnistuu kv-myyntin kasvattamisessa. Tuotannon pullonkauloja se on jo pitkälti onnistunut ratkomaan.



# Logistikas 1/3

Logistikas on Sievi Capitalin tuorein hankinta, joka toteutettiin vuoden 2020 joulukuussa. Logistikas on logistiikka-alan palveluyhtiö, joka on erikoistunut vaativiin asiakkuuksiin.

## Yhtiökuvaus

Konserni on muodostettu Logistikas Oy:stä sekä Logistikas hankinta Oy:stä. Yhtiö toimii Suomessa kuudella paikkakunnalla sekä omissa logistiikkakeskuksissa että asiakkaiden tiloissa. Konserni työllistää yhteensä noin 170 henkilöä.

## Liiketoimintamalli

Konsernin tarjoama palvelukokonaisuus sisältää lähilogistiikan, sisälogistiikan ja paikallisvarastoinnin palvelutuotteet sekä asiantuntijapalvelut ja kokonaisvaltaiset hankintapalvelut. Liiketoimintamalli sitoo vain rajallisesti pääomia.

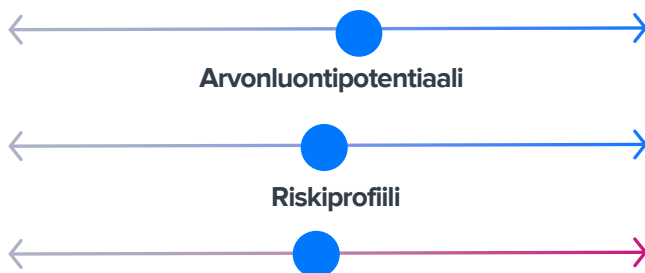
## Sijoitustarina

Logistikas on tähän mennessä kasvanut vain orgaanisesti. Se on saavuttanut luotettavan toimijan maineen etenkin vaativien asiakkaiden parissa. Yhtiön kannattavuus on myös noussut vahvalle tasolle. Sievi Capitalin tuella yhtiö on alkanut tutkia yritysostomahdollisuuksia.

## Kilpailuetu

Yhtiölle kilpailuetua tuovat kyky tarjota kattava palvelukokonaisuus, vahvat asiakassuhteet, tyytyväinen henkilöstö, pitkälle investoitu tietojärjestelmä sekä hyvä sijainti lähellä Rauman satamaa.

## Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/EBITDA  
**5,5x**  
2021e

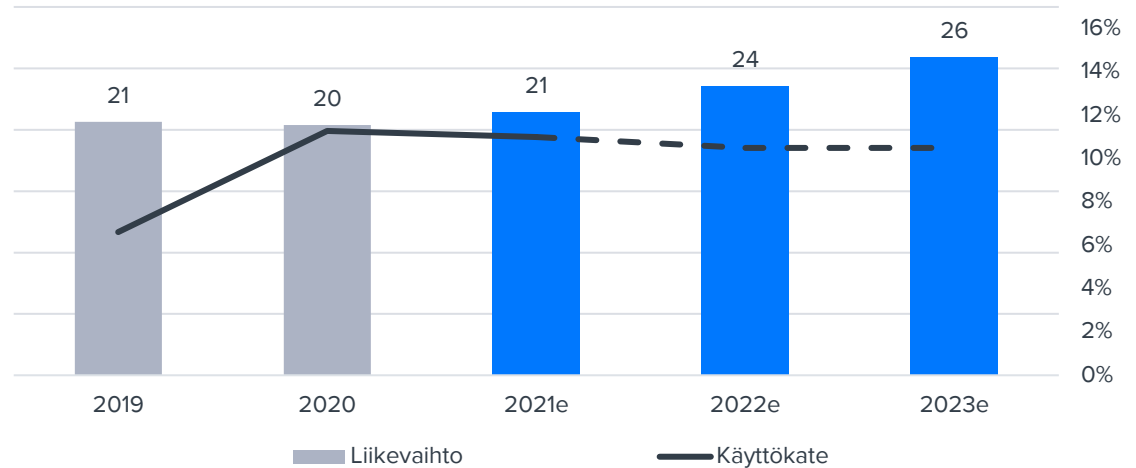
Arvioitu EV  
**13,0**  
MEUR

Omistus  
**70,0 %**  
2020

Omistus  
**7,8**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:

### Erityisesti parempikatteisten logistiikkapalvelujen kasvu ollut vahvaa (MEUR)



### Arvoajurit

- Logistiikan ulkoistusaste on vielä matalalla tasolla Suomessa tukien markkinaa
- Myyntin kasvun jatkaminen nykyasiakkaiden sisällä
- Uusasiakashankinnan jatkaminen
- Yritysostot kasvun vauhdittajana tulevaisuudessa
- Liikevaihdon kasvun myötä skaalautuvat kulut



### Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen



### Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5,5x 2021-ennusteilla
- Selvä alennus verrokkeihin johtuen yhtiön selvästi pienemmästä koosta

\*2019 luvut pro-forma lukuja



# Logistikas 2/3

## Historia ja sijoitus yhtiöön

Logistikas tarjoaa lähilogistiikan, sisälogistiikan ja paikallisvarastoinnin palveluita, logistiikan asiantuntijapalveluita sekä kokonaisvaltaisia hankintapalveluita. Sievi Capital tuli Logistikaksen pääomistajaksi joulukuussa 2020. Yhtiö koostu kahdesta tytäryhtiöstä, jotka ovat Logistikas Oy sekä Logistikas Hankinta Oy. Yhtiö toimii Suomessa kuudella paikkakunnalla (Rauma, Olkiluoto, Pori, Suolahti, Jyväskylä, Nokia) sekä omissa logistiikkakeskuksissa että asiakkaiden tiloissa. Yhtiön pääkonttori on Raumalla ja henkilöstömäärä on noin 170.

## Liiketoimintamalli

Logistikas on palveluyhtiö, jonka toiminnan pyörittämisessä isoimmat kustannuserät ovat henkilöstön palkat ja vuokratulot. Myös kuljetuspalvelut yhtiö hankkii tyypillisesti alihankkijoilta. Yhtiön liiketoiminta on pääomakevyttä mahdollistaen korkea pääoman tuoton. Yhtiöllä on vain vähän aineetonta ja aineellista omaisuutta taseessaan (noin 1 MEUR), eikä se omista mm. omia kuorma-autoja kuten moni muu tulo- ja lähtölogistiikkaan keskittyvä alan toimija. Pääomaa yhtiön liiketoiminnassa sitoutuu jonkin verran käyttöpääomaan.

Yhtiö liiketoiminnan keihäänkärkituotteena on sisälogistiikan tarjoaminen asiakkaiden tiloissa. Yhtiö luo asiakasarvoa sen tehokkaalla järjestämisellä, mikä mm. minimoi tuotannon odotteluaikaa (JIT) ja tehostaa samalla varastonkiertoa. Laskutus perustuu transaktiopohjaiseen hinnoitteluun. Myös tarjotut

asiantuntijapalvelut liittyvät olennaisena osana asiakkaan prosessien tehostamiseen. Hankintapalveluissa taas asiakas usein ulkoistaa ”ei kriittiset” -hankinnat Logistikakselle.

## Logistiikan markkina Suomessa

Logistiikan markkina on Suomessa hyvin hajautunut ja siellä toimii useita pieniä ja keskisuuria toimijoita sekä myös globaaleja jättejä. Palveluyhtiönä Logistikaksen toimintaympäristö on vahvasti sidoksissa sen asiakkaiden tilanteisiin ja markkinoihin. Markkina on kasvanut viime vuosien aikana eri arvioissa BKT:n kasvua nopeammin. Ulkoistusten kysyntää kasvattaa se, että yhä useammat yritykset haluavat keskittyä omaan ydinliiketoimintaansa. Myös verkkokaupan kasvu tukee markkinan kasvua. Volyymikasvu ajaa käsityksemme mukaan markkinan kasvua, sillä ala kärsii samalla hintapaineesta etenkin kuljetus- ja varastointipalveluiden osalta, kun suuret toimijat pyrkivät säästämään logistiikkakustannuksissaan.

## Kilpailuedut korostuvat vaativissa ympäristöissä

Logistikaksen kilpailuetu muodostuu palvelun ketteryydestä ja asiakaslähtöisestä räätälöinnistä. Yhtiön kilpailuedut korostuvat etenkin vaativissa asiakkuuksissa (mm. Olkiluoto, Posiva, RMC), joissa logistiikan moitteeton ja turvallinen toiminta on kriittistä. Nykyasiakkaiden korkea luottamus ja asiakastyytyväisyys auttavat yhtiötä myös uusasiakashankinnassa.

Tärkeä kilpailutekijä yhtiöllä on myös oma henkilöstö, jonka tyytyväisyyteen on panostettu ja sen kehitystä seurataan säännöllisesti. Yhtiö

uskoo, että tyytyväinen henkilöstö tekee myös hyvää asiakaspalvelua. Tästä syystä yhtiö käyttää vain vähän vuokratyövoimaa. Logistikaksen henkilöstö työskentelee myös asiakkaan tiloissa aina oman työnjohdon alaisuudessa. Omat toimipisteet sijaitsevat logistiikkaketjun kannalta edullisissa paikoissa (mm. Rauman satama).

Myös yhtiön oma tietojärjestelmä on tyypillisesti integroitu asiakkaan järjestelmiin ja pitkälle investoitu järjestelmä tuo myös yhtiölle kilpailuetua. Osoituksena yhtiön kilpailueduista on sen erinomainen kannattavuus (2020: EBIT 10 %).

## Uusi strategia viimeistelyvaiheessa

Toistaiseksi yhtiön strategia on tähännyttä organiseen kasvuun uusasiakashankinnan sekä vanhojen asiakkaiden sisällä saavutettavan kasvun kautta. Tyypillisesti yhtiö kasvaa saman asiakkaan sisällä, kun luottamus on ensin vahvistunut yhdellä osa-alueella. Tästä johtuen myös kokonaisvaltaisten logistiikkapalveluiden tarjoaminen on strategisesti järkevää yhtiölle. Logistikas on valmistautunut palkkaamaan lisää henkilökuntaa erityisesti myyntiin ja henkilöstöhallintoon, jotta toiminnan kasvu mahdollistuu myös käytännössä.

Uuden omistajan alaisuudessa yhtiö arvioi myös mahdollisuuksia kiihdyttää kasvuaan yritysjohtajien avulla. Yritysostoilla Logistikas tavoittelee merkittävää liikevaihdon kasvua, palveluvalikoiman edelleen laajentamista sekä pitkällä aikavälillä toiminta-alueen kasvattamista Suomessa. Yhtiön tavoitteena on kasvaa yhdeksi alan keskeisimmistä toimijoista Suomessa.



# Logistikas 3/3

## Koronavuosi 2020 oli lopulta vahva

Vuonna 2020 yhtiön myyntimix kehittyi suotuisasti, sillä parempikatteisissa logistiikkapalveluissa liikevaihto kasvoi jopa 20 %:lla 17,7 MEUR:oon. Hankintapalveluiden osalta liikevaihto laski yli 50 %:lla 2,7 MEUR:oon äitiyspakkauksiin liittyneen sopimuksen päätyttyä toukokuussa. Kokonaisuutena konsernin 2020 liikevaihto oli 20,4 MEUR ollen lähellä edellisvuotta, mutta käyttökate nousi jopa 11,3 %:iin (2019: 6,6 %).

## Ennusteet 2021-2023

Yhtiön Q1'21:llä hankintapalveluiden liikevaihto laski edelleen selvästi vertailukauteen nähden johtuen äitiyspakkauksosopimuksen päättymisestä. Logistiikkapalveluiden liikevaihto puolestaan kasvoi markkinahäiriöistä johtuen vain hieman vertailukaudesta. Etenkin tärkeällä asiakkaalla Rauman telakalla toiminta oli pysähdyksissä helmikuussa koronatartunnoista johtuen. Käyttökate Q1:llä oli hieman viime vuoden pro forma -tasoa pienempi. Odotamme loppuvuoden osalta myynnin kasvun jatkuvan kuitenkin vahvana. Ennusteessamme 2021 liikevaihto kasvaa 5 %:lla 21 MEUR:oon ja käyttökate-% pysyy vahvalla 11,0 %:n tasolla.

Vuoden 2022 ja 2023 myynniltä odotamme myös noin 10 %:n orgaanista kasvua vuosittain. Yhtiön nykyisestä asiakaskunnasta on tullut positiivisia uutisia. Rauman telakka on saanut kahden aluksen tilauksen TT-Linelta. Myös Olkiluodon (OL3) käyttöönotto etenee käsityksemme mukaan suunnitellusti. Käyttökatemarginaalin odotamme laskevan vuosina 2022-2023 lievästi 2020

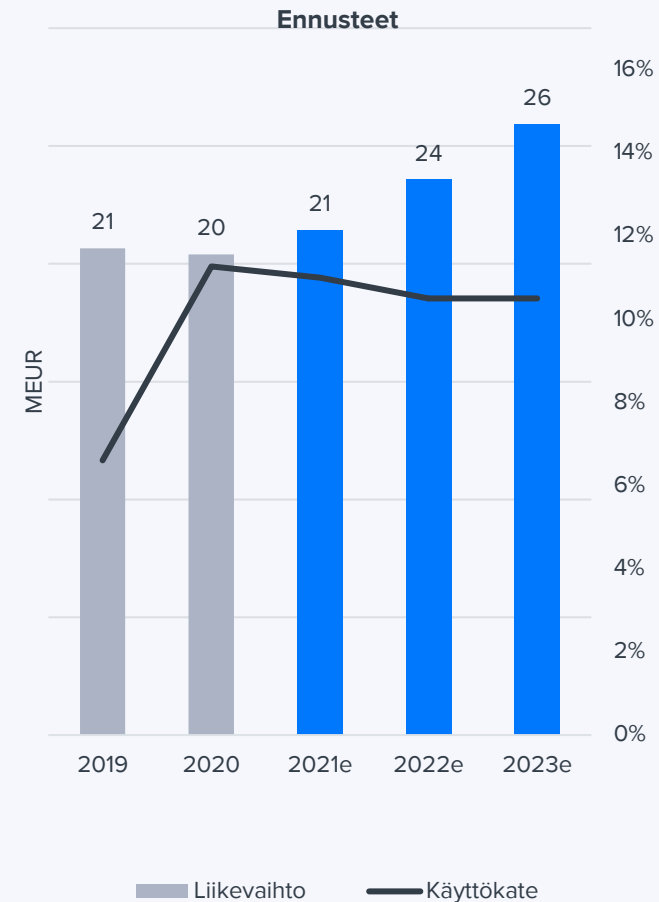
ennätystasoiltaan ja pysyttelevän noin 10,5 %n tasolla. Volyymikasvu tukee marginaaleja, mutta arvioimme hinnoitteluympäristön olevan myös tiukka.

Emme mallinna yritysostoja, mutta myös niitä odotamme tapahtuvan ennusteperiodillamme useita. Niillä on arviomme mukaan mahdollista kiihdyttää kasvua ja luoda merkittävää lisäarvoa. Yritysostoihin liittyy myös riskejä, sillä yhtiö on kokematon niiden teossa. Sievin merkittävä tuki laskee kuitenkin riskejä virhearviointien suhteen.

## Logistikaksen arvo

Olemme arvottaneet Logistikaksen velattomaksi arvoksi 13,0 MEUR, mikä perustuu 2021e EV/EBITDA haarukan 5,0-6,0x keskikohtaan. Sievi Capitalin omistuksen (70 %) arvoksi saadaan 7,8 MEUR. Sievi Capitalin sijoitus yhtiöön oli 5,6 MEUR ja arviomme ylittää selvästi reilu puoli vuotta sitten toteutetun kaupan hinnan. Mielestämme yhtiö sai kuitenkin ostettua Logistikaksen hyvin edullisesti, mikä selittää eroa. Arviomme ylittää myös Sievi Capitalin johdon nykyisen arvion Logistikaksen arvosta Sievin taseessa (6,3 MEUR).

Listattuja logistiikka-alan toimijoita on runsaasti, mutta verrokkien palveluntarjoanta vaihtelee voimakkaasti ja yhtä pääomakevyellä liiketoimintamallilla varustetut verrokkit ovat harvassa. Logistikaksen 2021e ja 2022e EV/EBITDA-kertoimet alittavat verrokkiryhmän kertoimien mediaanit 25 %:lla ja 20 %:lla. Tämä on mielestämme perusteltua huomioiden verrokkien selvästi suurempi koko.



# Ennusteet

## Emme ennusta yhtiön tuloslaskelman kehitystä

Emme ole laatineet Sievi Capitalin tuloslaskelmaan erillistä ennustemallia, sillä rivit voivat vaihdella voimakkaasti kvartaalien väleillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti epärelevantteja. Osinkoennusteemme pohjautuvat oman pääoman vuosittaiseen noin 13 %:n tuottoon ja osakekohtaisesta omasta pääomasta maksettavaan 3 %:in osinkotuottoon.

## ROE-tavoitteella edellytykset täyttyä

Pidämme 13 %:n oman pääoman tuottotavoitetta nykyisellä portfoliolla ja sijoitusstrategialla Sieville realistisena myös lähivuosina. Tavoitteiden mukaisen pääoman tuoton generoinnin jatkaminen edellyttää Sieviltä kuitenkin myös jatkossa onnistumista sekä nykyisten yhtiöiden kehittämisessä, että myös uusien sijoituskohteiden kanssa.

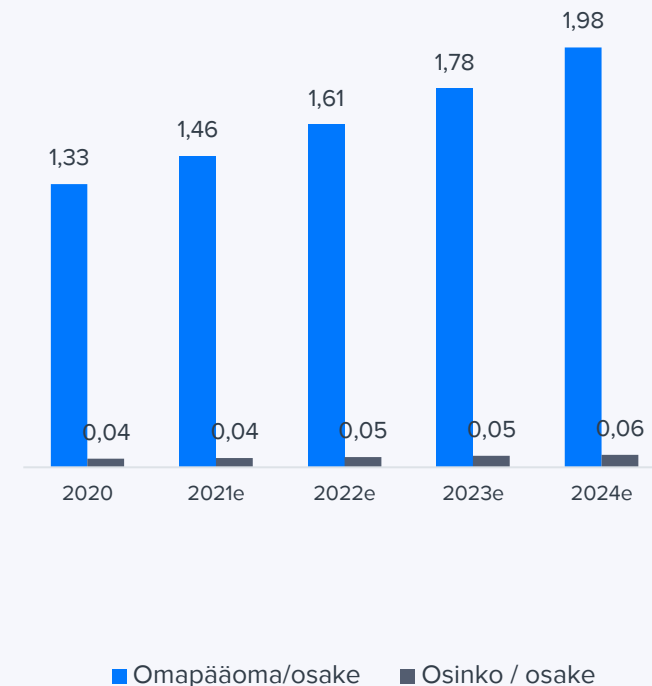
Tärkeimmän omistuksen Indoor Groupin maltillinen arvostus taseessa luo jo erittäin hyvät lähtökohdat oman pääoman tuottotavoitteen saavuttamiselle lähivuosina. Indoor-omistus on hinnoiteltu Sievin taseessa (42,8 MEUR) hyvin matalalla 2021e ja 2022e P/E 7x:llä suhteessa omiin ennusteisiimme. Indoorin strategian toteuttamisen vaatimat pääomat ovat rajalliset ja mielestämme rahavirta voi säilyä lähellä sen nettotuloksen tasoa. Samalla Indoorin nettovelat ovat jo nykyisellään hyvin alhaiset, mikä tarkoittaa arviomme mukaan sitä, että Indoor voi maksaa omistajilleen verovapaina osinkoina periaatteessa koko tuloksensa (osinkotuotto 14 %).

## Odotamme yritysostoja myös tänä vuonna

Yhtiö on tällä hetkellä hyvin aktiivinen etsiessään uusia yritysostokohteita ja tätä varten myös sijoitustiimiä on vahvistettu. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tekee tänä vuonna tavoitteiden mukaiset 1-2 yritysostoa. Myös yhtiön Q1'21 raportissa antamien kommenttien perusteella aktiviteetti on yrityskaupparakkeilla tällä hetkellä korkealla tasolla.

Suhtaudumme positiivisesti uusiin yritysostoihin historiallisten onnistumisten myötä. Historiallista suoriutumista on käsitelty tarkemmin sivulla 9-10. Uusien sijoitusten kautta myös taseen sijoitusastetta saadaan nostettua, mikä osaltaan parantaa Sievin mahdollisuuksia yltää oman pääoman tuottotavoitteeseen.

## Ennuste (EUR/osake)



# Arvonmääritys

## Arvonmääritys

Sievi Capitalin arvonmäärityksemme perustuu osien summaan ja omistuksille tekemiimme erillisiin arvonmäärityksiin. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet eri omistukset ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin. Nykyisellään Sievi Capitalin velaton arvo on noin 70 MEUR, mikä vastaa pelkästään arviotamme Indoor-omistuksen arvosta. Sijoittaja saakin mielestämme tähän kaupan päälle muut omistukset, joista toki pitää vähentää konsernin kulujen nettohyökyarvo sekä verovelat. Huomautamme myös, että Sievin tekemiä tulevia sijoituksia ei huomioida mitenkään osien summalaskelmassa, vaikka suhtaudummekin yhtiön sijoitusstrategiaan positiivisesti.

Konsernikulujen osalta olemme diskontanneet arvioimamme nykyisen kulutason 11 %:n WACC:lla. Konsernikulujen nettohyökyarvo on laskelmassamme -14,5 MEUR, mikä perustuu 1,6 MEUR:n vuosikuluihin.

Sievin taseen nykyinen verovelka (-4,9 MEUR) huomioidaan myös osien summalaskelmassamme, sillä Sievi Capitalilla on irtautumissuunnitelma sijoituksilleen jo alusta alkaen ja verovelan voi olettaa siten realisoituvan. Huomautamme sijoittajille, että jos Indoorista irtaututtaisiin kerralla arvioimallamme valuaatiolla olisi realisoituva verovelka taseen verovelkaa korkeampi, sillä Indoor on Sievin taseessa hinnoiteltu paljon maltillisemmin. Emme kuitenkaan odota, että koko taseen verovelka

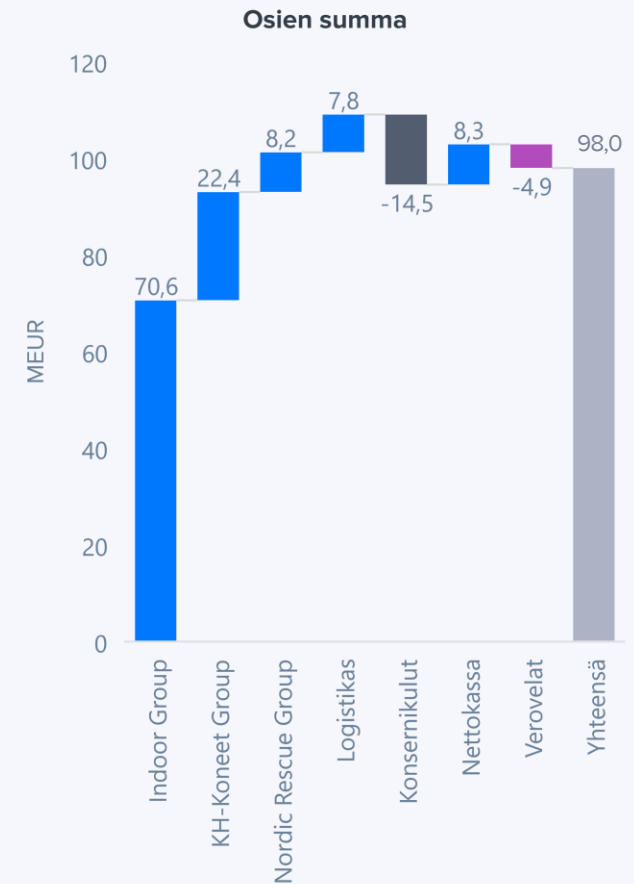
realisoituisi samanaikaisesti. Indoorin tapauksessa uskomme, että omistuksesta luovutaan vähitellen, pörssin kautta, jos ennakoimamme listautuminen toteutuu. Yhtiö kykenee usein myös pienentämään irtautumisten veroja nostamalla verovapaita osinkoja yhtiöistä ennen irtautumista.

## Tavoitteiden toteutuessa arvostus todella halpa

Sievi Capitalin yltäessä myös jatkossa oman pääoman 13 %:n tuottotavoitteeseen tarkoittaisi se nykyisellä oman pääoman arvolla (1,35 euroa osingon maksun jälkeen) noin 0,17 euron/osakekohtaista tulosta. Kun tätä vertaa yhtiön nykyiseen osakekurssiin jää P/E-luku matalalle, vain 8x tasolle. Pidämme tätä tasoa myös halpana, vaikka tavoitteisiin yltämiseen pitääkin mielestämme jättää myös hieman turvamarginaalia.

## Suositus ja tavoitehinta

Arviomme Sievi Capitalin osien summasta on 98,0 MEUR (aik. 90,1 MEUR) tai 1,69 euroa per osake (aik. 1,55 euroa/osake). Asetamme Sievi Capitalin tavoitehinnaksi 1,65 euroa (aik. 1,55 euroa) ja nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää) nousseen osien summamme ja samalla laskeneen osakekurssin tehtyä osakkeesta jälleen erittäin houkuttelevasti hinnoitellun. Yhtiön tavoitetason suuruinen osinkotuotto 3 % antaa myös hieman tukea tuotto-odotukselle.



# Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBIT 21	P/E 2021	P/E 2022
Surteco Group	567	5,8	10,4	12,3	11,4
Nobia	1470	7,3	12,3	13,9	11,5
Ethan Allen Interiors	557	NaN	NaN	14,4	12,7
DFS Furniture	1513	3,8	5,5	9,1	11,2
Maisons du Monde	1664	5,6	14,1	17,4	12,2
Sanderson Design	148	8,7	17,4	24,5	16,4
Leon's Furniture	1317	4,2	NaN	9,8	11,8
Williams-Sonoma	10005	8,1	9,8	20,0	14,6
<b>Mediaani</b>	<b>1394</b>	<b>5,8</b>	<b>11,4</b>	<b>14,2</b>	<b>12,0</b>
Indoor Group (IFRS)	190	5,5	12,4	11,7	11,7
Erotus -%	-86 %	-5 %	9 %	-17 %	-2 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
Ponsse Oyj	1157	12,2	10,3	0,8
Palfinger AG	1834	8,5	7,5	2,2
Volvo AB	53462	6,7	5,9	1,1
Deere & Co	121209	13,0	11,2	0,7
Komatsu Ltd	28100	13,8	9,2	0,2
AGCO Corp	8873	9,5	8,4	0,5
Terex Corp	3112	11,7	8,9	0,7
Caterpillar Inc	122071	14,4	13,3	1,0
<b>Mediaani</b>	<b>18486</b>	<b>12,0</b>	<b>9,1</b>	<b>1,4</b>
KH-Koneet Group	52	6,2	5,4	0,4
Erotus -%	-100 %	-48 %	-41 %	-73 %

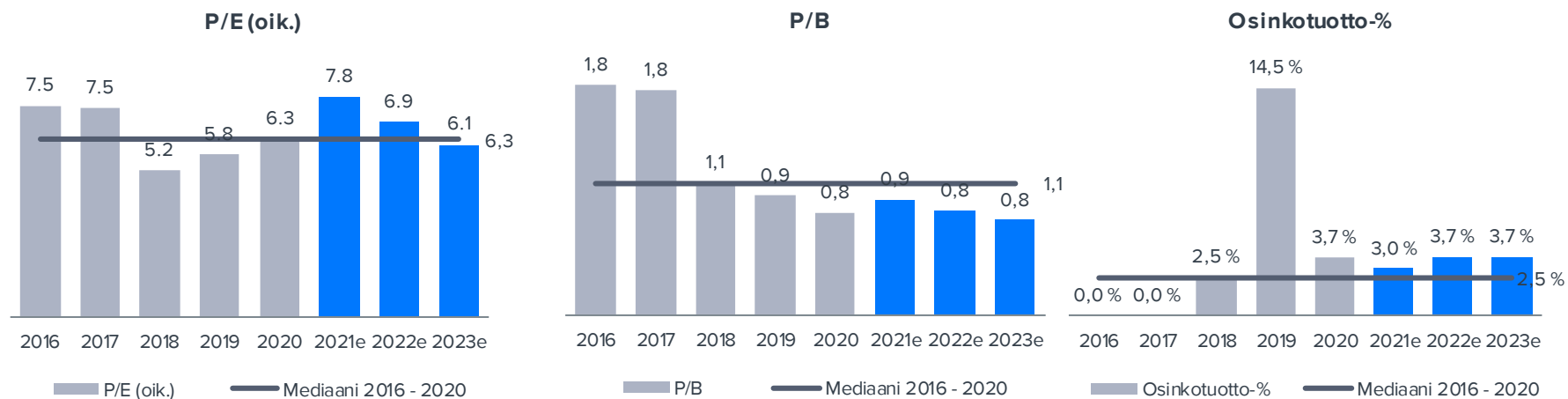
Logistikas	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
DSV Panalpina A/S	47215	20,6	18,4	2,5
Elanders AB	852	5,5	4,9	0,8
Kuehne und Nagel	35614	14,4	15,0	1,4
PostNL NV	2519	6,1	6,2	0,8
Logwin AG SA	529	-	3,2	0,3
Deutsche Post AG	83403	7,4	7,5	1,1
Wincanton PLC	792	5,5	5,1	0,4
Jetpak Top Holding AB	166	7,9	6,5	1,1
Oesterreichische Post AG	3067	9,1	9,0	1,3
Bpost SA	2531	4,5	4,3	0,6
ID Logistics SAS	1713	7,2	6,8	1,0
<b>Mediaani</b>	<b>18405</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>1,0</b>
Logistikas	13	5,5	5,2	0,6
Erotus -%	-100 %	-25 %	-20 %	-39 %

Nordic Rescue Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
Rosenbauer International AG	731	8,7	7,6	0,7
Oshkosh Corp	7092	11,6	9,5	1,1
Morita Holdings Corp	456	-	-	-
REV Group Inc	1094	9,7	8,3	0,6
<b>Mediaani</b>	<b>1094</b>	<b>9,7</b>	<b>8,3</b>	<b>0,7</b>
Nordic Rescue Group	19,2	8,0	4,9	0,5
Erotus -%	-98 %	-17 %	-41 %	-21 %

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,29	1,65	1,22	1,28	1,08	<b>1,34</b>	<b>1,34</b>	<b>1,34</b>	<b>1,34</b>
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	57,8	57,8	57,8	58,0	<b>58,0</b>	<b>58,0</b>	<b>58,0</b>	<b>58,0</b>
Markkina-arvo	75	95	70	74	63	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>78</b>
Yritysarvo (EV)	64	112	74	42	54	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>64</b>	<b>61</b>
P/E (oik.)	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	<b>7,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>
P/E	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	<b>7,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>
P/Kassavirta	2,7	4,5	4,4	8,1	5,7	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>
P/B	1,8	1,8	1,1	0,9	0,8	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
P/S	36,8	65,5	19,0	>100	19,6	<b>38,8</b>	<b>38,8</b>	<b>38,8</b>	<b>25,9</b>
EV/Liikevaihto	31,8	76,6	19,9	83,3	16,9	<b>33,6</b>	<b>32,8</b>	<b>32,0</b>	<b>20,5</b>
EV/EBITDA (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>
EV/EBIT (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	12,8 %	83,5 %	23,4 %	<b>23,4 %</b>	<b>25,9 %</b>	<b>22,9 %</b>	<b>24,1 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	14,5 %	3,7 %	<b>3,0 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>4,4 %</b>

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>49,1</b>	<b>73,8</b>	<b>81,4</b>	<b>89,4</b>	<b>98,2</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	48,5	72,4	80,0	88,0	96,8
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,4	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>32,3</b>	<b>9,7</b>	<b>10,5</b>	<b>11,8</b>	<b>13,5</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	32,3	8,6	10,5	11,8	13,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>81,4</b>	<b>83,5</b>	<b>91,9</b>	<b>101</b>	<b>112</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>78,1</b>	<b>77,3</b>	<b>84,9</b>	<b>93,5</b>	<b>103</b>
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	50,2	49,2	56,8	65,4	75,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	12,7	12,9	12,9	12,9	12,9
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>3,1</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>
Laskennalliset verovelat	3,1	5,8	6,4	7,0	7,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>81,4</b>	<b>83,5</b>	<b>91,9</b>	<b>101</b>	<b>112</b>

# 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 (välttömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 jakamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

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

Inderesin analyytikko Sauli Vilenillä on 25.3.2021 saadun ilmoituksen mukaan yli 50 000 euron omistus kohdeyhtiössä Sievi Oyj.

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.10.2018	Myy	1,50 €	2,56 €
25.10.2018	Myy	1,50 €	2,12 €
5.11.2018	Vähennä	1,35 €	1,46 €
21.12.2018	Vähennä	1,25 €	1,25 €
3.3.2019	Lisää	1,35 €	1,30 €
23.8.2019	Vähennä	1,25 €	1,24 €
30.10.2019	Vähennä	1,25 €	1,23 €
29.11.2019	Lisää	1,30 €	1,21 €
8.1.2020	Vähennä	1,40 €	1,40 €
30.1.2020	Vähennä	1,25 €	1,35 €
4.3.2020	Vähennä	1,15 €	1,18 €
27.4.2020	Vähennä	0,90 €	0,87 €
29.4.2020	Lisää	0,92 €	0,88 €
23.6.2020	Lisää	0,98 €	0,89 €
26.8.2020	Lisää	1,10 €	1,04 €
30.10.2020	Osta	1,15 €	1,01 €
25.2.2021	Osta	1,30 €	1,19 €
14.4.2021	Lisää	1,55 €	1,49 €
30.4.2021	Lisää	1,55 €	1,48 €
17.6.2021	Osta	1,65 €	1,34 €

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

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**