

# Sievi Capital

## Yhtiöraportti

15.12.2021 7:56



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Sievi jatkaa itsenäisenä yhtiönä

Laskemme Sievin tavoitehintamme 2,0 euroon/osake (aik. 2,5 €), mutta toistamme lisää-suosituksen. Sievi kertoi, että jo ennakoöänten laskennan perusteella fuusio Boreon kanssa ei saavuta määräänemistön kannatusta ja hanke peruttiin. Katsomme Sievin arvoa jälleen itsenäisenä yhtiönä ja osien summamme kautta. Yhtiö on myös prosessin aikana kommentoinut selvästi, että nykytoimintamallilla pörssi ei anna sen omistuksille riittävää arvoa. Suhtaudumme mahdolliseen strategiaan/toimintamallin päivitykseen varovaisen positiivisesti, mikä yhdessä osingon kanssa riittää pitämään meidät lisää-puolella, vaikka nousuvaraa osien summaan on matala.

## Fuusio peruttiin, kun heikko vaihtosuhte ei kelvannut Sievin omistajille

Sievi kertoi, että fuusio Boreon kanssa perutaan, sillä ennakoöänten perusteella kävi selväksi, että hanke saisi taakseen vähemmän kuin kaksi kolmasosaa äänistä. Boreon omien kommenttien perusteella myöskään Sievin omistajia hiertänyttä vaihtosuhdetta ei olla oikeissa korottaa. Pidämmekin korotetun tarjouksen todennäköisyyttä marginaalisen pienenä. Sievi on prosessin aikana kommentoinut, että sijoitusyhtiö-toimintamalli ei ole optimaalinen, jotta omistusten vahva tuloksetekokyky näkyisi myös pörssikursseissa. Odotammekin yhtiön hallituksen kertovan strategian päivityksestä vuoden 2022 aikana, kunhan uudet suunnitelmat on ehditty hallituksessa muodostaa. Omistusten IFRS-luvut on nyt laadittu suhteellisen kalliissa laskuharjoituksessa ja tämän perusteella siirtyminen mm. sarjayhdistelijän toimintamalliin ja sen tuloslaskelmaan voisi tulla kyseeseen. Emme kuitenkaan usko, että pelkkä ilmoitus sarjayhdistelijäksi alkamisesta riittäisi, vaan markkina vaatii tämän jälkeen myös näyttöjä toimintamallin menestyksellisestä toteuttamisesta. Kuitenkin jo pelkkä omistusten konsolidointi tuloslaskelmaan voisi tukea arvostusta, sillä prosessin aikana laadituilla IFRS-ennusteillamme Sievin nettotulos olisi 2021e n. 8 MEUR (P/E 15x) ja 2022e n. 11 MEUR (P/E 11x). Selvimät ajurit 2022 ennustamassamme tuloskasvussa ovat ne, että NRG saa palautettua tuloksensa voitolliseksi ja myös KH-koneiden tuloskasvun odotamme jatkuvan.

## Osien summassa tarkennuksia

Teimme osien summamme sisällä muutoksia sulautumisesitteessä kerrottujen omistusten tarkkojen Q3-lukujen perusteella (Sievin aiemmat kommentit sanallisia) sekä KH-Koneiden kasvaneen omistuksen perusteella, joka tapahtui edellisen päivityksemme jälkeen. Osien summamme pysyi muutosten jälkeen edelleen noin 2,0 eurossa. Huomautamme, että osien summamme sisältää edelleen verovelat (-13 senttiä/osake), ja jos toimintamalli muuttuu sarjayhdistelijäksi, voitaisiin ne leikata pois. Myyntivoittoveroja ei tarvitse maksaa, kun omistuksista ei sarjayhdistelijämallissa pyritä luopumaan, vaan niiden kassavirtaa käytetään uusien yritysten hankintaan. Tämä on toistaiseksi vasta spekulatiota, sillä yhtiö ei ole kommentoinut mitään mahdollisesta toimintamallin muutoksesta.

## Osake hinnoiteltu neutraalisti, mutta toimintamallin mahdollinen muutos tarjoaa positiivisen option

Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 117 MEUR tai 2,02 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on lähes neutraalisti hinnoiteltu. Tavoitteiden mukainen 2,5 %:n osinkotuotto tukee tämän lisäksi tuotto-odotusta. Toimintamallin mahdollinen muutos luo positiivisen option sijoittajalle, vaikka emme huomioikaan sitä tässä kohtaa tavoitehinnassamme. Sievin substanssiarvoon (1,55 €) verrattuna taseen P/B hinnoittelu 1,3x on historiallisiin tasoihin verrattuna koholla, mutta mielestämme hyvin perusteltu, sillä arvokkain omistus Indoor on hinnoiteltu taseessa edelleen P/E-kertoimella 9x suhteessa vuoden 2021 ennusteeseemme.

## Suositus

### Lisää

(aik. Lisää)

**2,00 EUR**

(aik. 2,50 EUR)

**Osakekurssi:**

1,94



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>EBIT oik.</b>	11,7	21,3	15,1	17,0
<b>Nettotulos</b>	9,9	17,6	12,0	13,6
<b>EPS (oik.)</b>	0,17	0,30	0,21	0,23
<b>P/E (oik.)</b>	6,3	6,9	10,1	8,9
<b>P/B</b>	0,8	1,3	1,2	1,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,7 %	2,4 %	2,4 %	2,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	4,6	4,8	6,7	5,8
<b>EV/EBITDA</b>	4,6	4,8	6,7	5,8

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys jälleen itsenäisenä yhtiönä

## Osien summa luo pohjan arvonmääritykselle

Päivittämämme yhtiökohtaiset ennusteet ja käyttämämme arvostuskertoimet on esitetty kokonaisuudessaan sivuilla 4-9. Sivulla 9-10 on esitetty, myös omistusten verrokkiryhmien arvostukset. Päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 117 MEUR tai 2,02 euroa per osake.

## Erinomainen track-record

Sievin oman pääoman tuotto on edeltävältä 12 kuukaudelta erinomaisella tasolla eli 25 %. Myös viime vuonna 2020 sijoitusyhtiön ROE-% kyettiin pitämään lähellä tavoitteiden mukaista 13 % huolimatta etenkin keväällä vallinneesta haastavassa toimintaympäristössä sekä salkun vuoden alun isosta käteispainosta. Sievi Capitalin yltäessä myös jatkossa oman pääoman 13 %:n tuottotavoitteeseen tarkoittaisi se nykyisellä oman pääoman arvolla (1,55 euroa) noin 0,20 euron/osakekohtaista tulosta. Kun tätä vertaa yhtiön nykyiseen osakekurssiin jää P/E-luku edelleen suhteellisen matalalle, noin 10x tasolle.

## Sijoitusyhtiön arvoajurina etenkin KH-Koneet

Osakkeen hinnoittelun ollessa linjassa osien summan kanssa, ovat itsenäisen Sievin keskeiset arvoajurit tulevaisuudessa: 1) nykyisten kohdeyhtiöiden kehityksessä onnistuminen sekä 2) yritysjärjestelyt. Kohdeyhtiöiden kehityksen osalta suurin potentiaali kohdistuu mielestämme KH-Koneisiin, joka voimakkaan kasvun jatkuessa voisi kasvattaa arvoaan vielä selvästi sekä tuloskasvun, että asteittain nousevan hyväksyttävän arvostustason kautta.

Indoorin osalta meidän on vaikea nähdä, että yhtiön tulos voisi oleellisesti kasvaa lähivuosina ja sen potentiaali liittyy lähinnä mahdolliseen listaukseen. Nykyennusteillamme Indooria hinnoitellaan 2021

tuloksella P/E-kertoimella 13x ja näkemyksemme mukaan yhtiön hyväksyttävä arvostustaso pörssissä ei kuitenkaan ole merkittävästi tätä korkeampi.

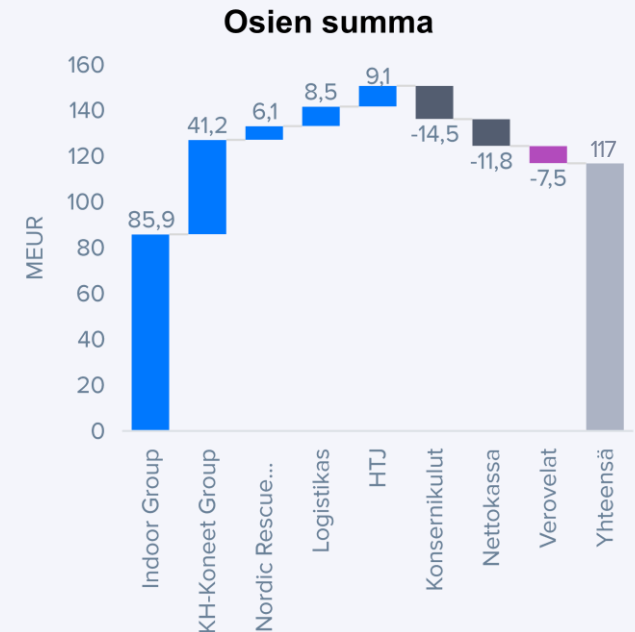
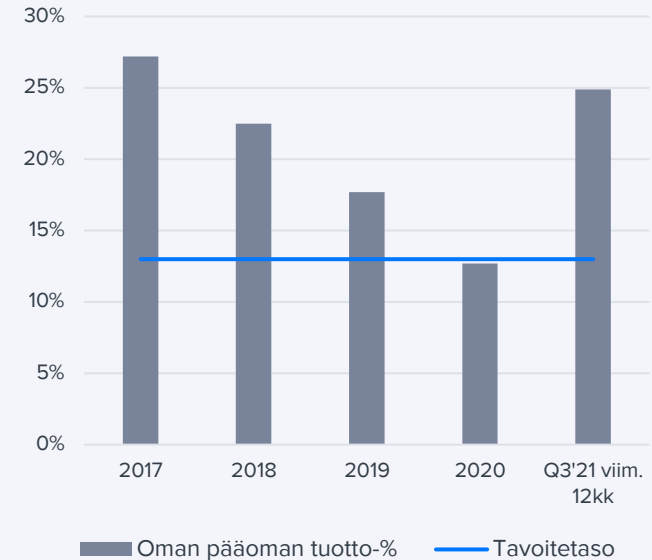
Logistikas ja HTJ tekevät pääomakeveillä liiketoiminnoillaan hyvää rahavirtaa ja niiden arvoilla on jo nykyisellä tulostasolla hyvät edellytykset kehittyä positiivisesti, kun nettovelat lyhenevät kvartaali kvartaalilta. Molemmilla on mahdollista tehdä myös synergistisiä yritysostoja Sievin alaisuudessa kasvun vauhdittamiseksi.

NRG:n puolestaan pitäisi saada tuloksensa palautettua voitolliseksi nopeasti, jotta rahavirta ei ala pyöriä väärään suuntaan. Yhtiö oli alimmalla rivillä fuusioesitteen tietojen mukaan yllättävän paljon (- 2 MEUR) tappiolla. Yhtiö sai hiljattain uuden [toimitusjohtajan](#), jonka taustalla käännteellä on hyvät mahdollisuudet onnistua viimeistään pandemian helpottaessa.

Uusien yritysostojen osalta Sievin johdon vaihtuminen luo selkeän epäjatkuvuuskohdan vanhan johdon track-recordin ollessa erittäin hyvä. Majamaan johdolla tehdyt KH-Koneiden omistuksen kasvatus sekä HTJ-yritysosto vaikuttavat kuitenkin rohkaisevilta.

## Mahdollinen toimintamallin muutos

Suhtaudumme mahdolliseen strategia/toimintamallin päivitykseen varovaisen positiivisesti. Emme kuitenkaan usko, että pelkkä ilmoitus sarjayhdistelijäksi alkamisesta riittäisi, vaan markkina vaatii tämän jälkeen myös näyttöjä toimintamallin menestyksellisestä toteuttamisesta. Kuitenkin jo pelkkä omistusten konsolidointi tuloslaskelmaan voisi tukea arvostusta, sillä prosessin aikana laadituilla IFRS-ennusteillamme Sievin nettotulos olisi 2021e noin 8 MEUR (P/E 15x) ja 2022e noin 11 MEUR (P/E 11x).



# Indoor Group

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



## Arvonluontipotentiaali



## Riskiprofiili



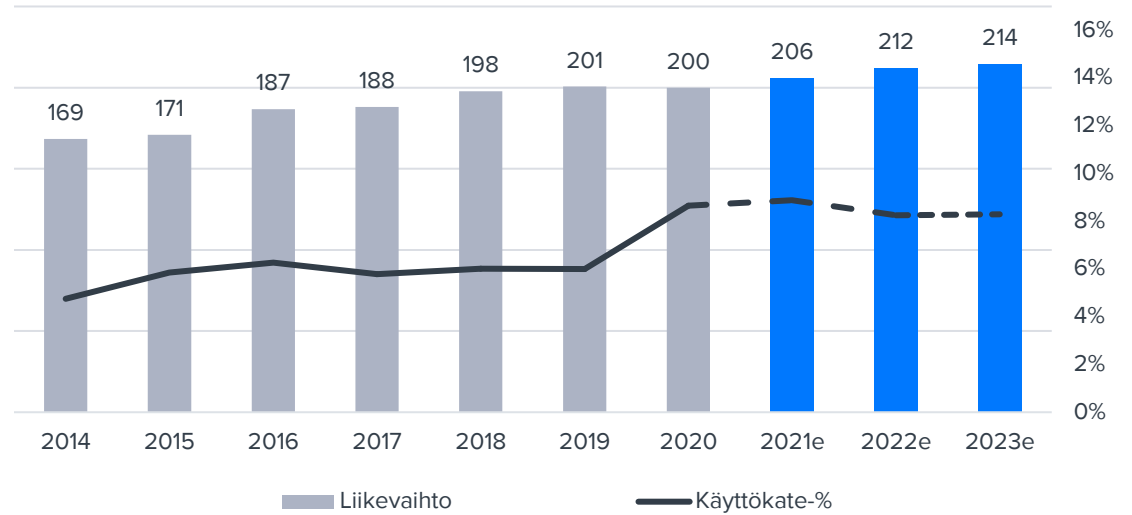
EV/EBITDA\*  
**6,3x**  
2021e

Arvioitu EV\*  
**227**  
MEUR

Omistus  
**58,2 %**  
H1'21

Omistus  
**85,9**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



## 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 6,3x tai P/E-kertoimella 13x 2021-ennusteilla
- Arvostus on lähellä verrokkiryhmän hinnoittelua

\* 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

# KH-Koneet Group

KH-Koneet Group on ollut Sievi Capitalille onnistunut sijoitus yhtiöryhmän kehityttyä muodostamisensa jälkeen erinomaisesti.

## 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



## Arvonluontipotentiaali



## Riskiprofiili



EV/EBITDA

7,0x  
2021e

Arvioitu EV

64  
MEUR

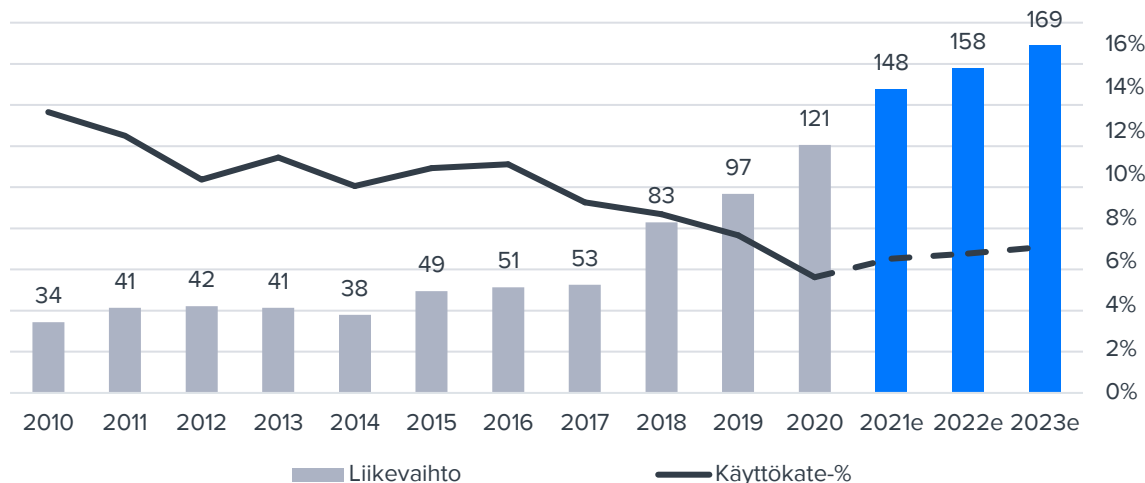
Omistus

90,5 %  
nyt

Omistus

41,2  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



## 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
- Kiristynyt 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 7x 2021-ennusteilla
- Alennus verrokkeihin on perusteltu, sillä verrokkit ovat isoja maanrakennuskoneita valmistavia yhtiöitä, joita hinnoitellaan selvällä preemiolla suhteessa maahantuojiin.

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

# Nordic Rescue Group

Yhtiö toteutti yrityskaupan helmikuussa 2020. Näemme yhtiössä merkittävää kasvupotentiaalia vientimarkkinoilla. Korona on vaikuttanut yhtiön toimintaan negatiivisesti.

## Yhtiökuvaus

Sauruksen toimitilat sijaitsevat Jyväskylässä ja Vema Liftin Kaarinassa. Konsernilla on vahva asema Suomessa ja lisäksi merkittävä osuus (noin puolet) liikevaihdosta menee vientiin. Uusimpana aluevaltauksena yhtiö toteutti yritysoston Ruotsissa

## 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.

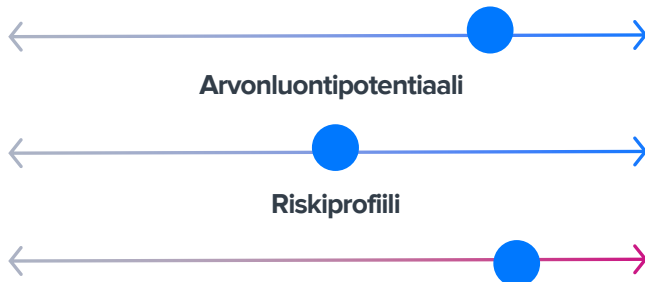
## Sijoitustarina

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

## 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



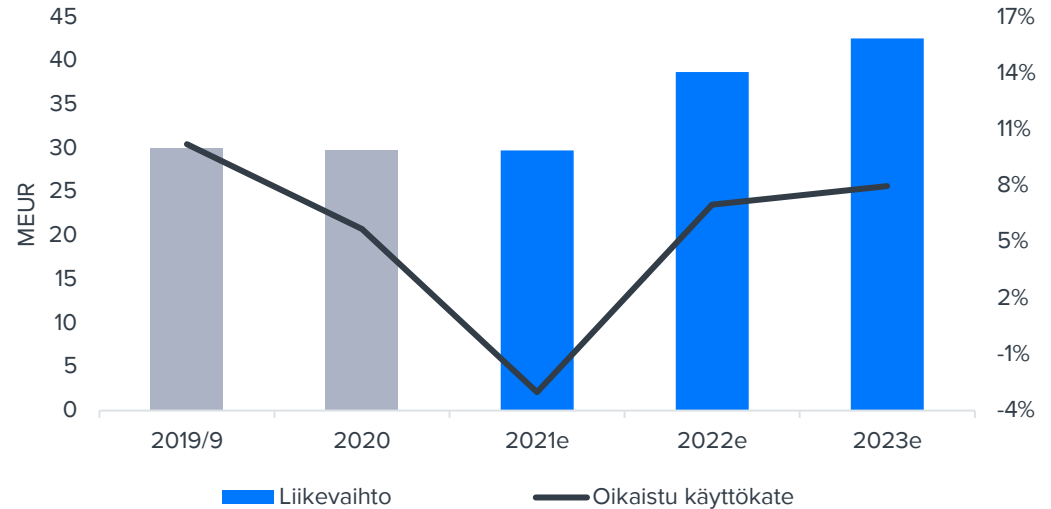
EV/EBITDA  
**6,5x**  
2022e

Arvioitu EV  
**17,6**  
MEUR

Omistus  
**67,9 %**  
H1'21

Omistus  
**6,1**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



## Arvoajurit

- Tuloksen palautus voitolliseksi Vema Liftissä käynnistettyjen toimenpiteiden avulla
- Kansainvälisen liikevaihdon 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
- Tuloksen tappiollisuus tällä hetkellä



## Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 6,5x 2022-ennusteilla
- Katsomme 2022-kertoimia, sillä yritysosto näkyy jo NRG:n taseessa, mutta tuloslaskelmassa vasta H2'21 luvuista alkaen

# Logistikas

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

## Yhtiökuvaus

Logistikas toimii Suomessa nykyisin seitsemällä paikkakunnalla sekä omissa logistiikkakeskuksissa että asiakkaiden tiloissa. Konserni työllistää yhteensä noin 230 henkilöä.

## Liiketoimintamalli

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

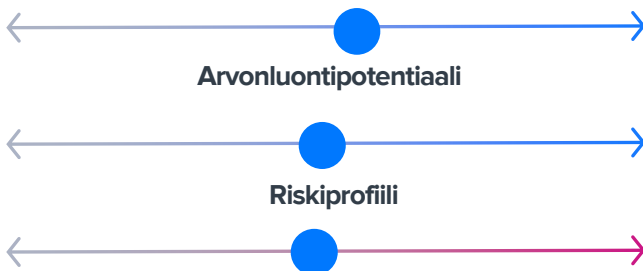
## Sijoitustarina

Logistikas on saavuttanut luotettavan toimijan maineen etenkin vaativien asiakkaiden parissa. Yhtiön kannattavuus on myös noussut vahvalle tasolle. Sievi Capitalin tuella yhtiö toteutti myös heinäkuussa historiansa ensimmäisen yritystoston Vaasassa.

## Kilpailuetu

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

## Arvio tuloskasvunopeudesta



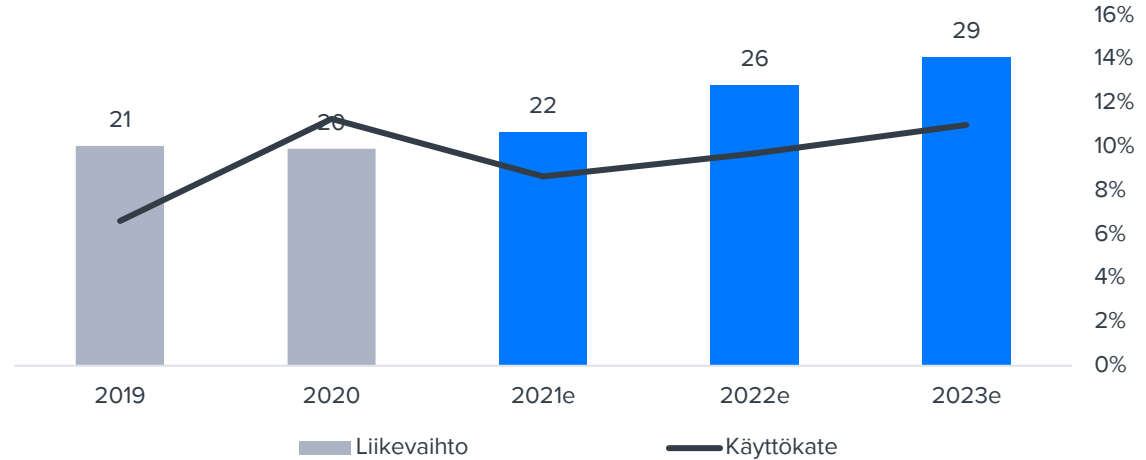
EV/EBITDA  
**6,0x**  
2022e

Arvioitu EV  
**15,4**  
MEUR

Omistus  
**65,9 %**  
H1'21

Omistus  
**8,5**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



### Arvoajurit

- Logistiikan ulkoistusaste on vielä matalalla tasolla Suomessa tukien markkinaa
- Myynnin kasvun jatkaminen nykyasiakkaiden sisällä
- Uusiasiakashankinnan jatkaminen
- Yritystostot kasvun vauhdittajana tulevaisuudessa
- Liikevaihdon kasvun myötä skaalautuvat kulut



### Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritystostoissa epäonnistuminen



### Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 6,0x 2022-ennusteilla
- Katsomme 2022-kertoimia, sillä heinäkuussa toteutettu yritystosto näkyy tuloslaskelmassa täysimääräisesti vasta vuonna 2022

\*2019 luvut pro-forma lukuja

# Rakennuttajatoimisto HTJ

Rakennuttajatoimisto HTJ on Sievi Capitalin tuorein hankinta, joka toteutettiin vuoden 2021 lokakuussa.

## Yhtiökuvaus

HTJ on 1999 perustettu rakennuttajakonsulttiyhtiö. Yhtiö tarjoaa talonrakentamiseen liittyviä rakennuttamis- ja valvontapalveluita sekä talotekniikkapalveluita ja infrastruktuuriin rakennuttamispalveluita.

## Liiketoimintamalli

Yhtiön keskittyy hyvää pääoman tuottoa ja kassavirtaa generoivaan valvontatoimintaan. Palvelutarjonnan kivijalan muodostavat monipuoliset rakennuttamis-, valvonta- ja projektinjohdopalvelut.

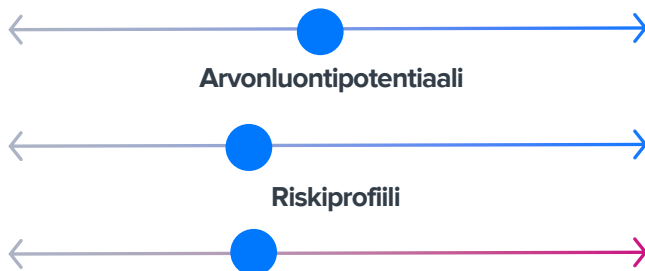
## Sijoitustarina

Markkina HTJ:n tarjoamille palveluille on kasvanut arvion mukaan keskimäärin noin 6 % vuodessa vuosien 2015 - 2020 aikana. Sievin alaisuudessa HTJ:n asiantuntijaliiketoimintaa voidaan kasvattaa myös yritysostoin, kun aiemmin yhtiö on kasvanut vain orgaanisesti.

## Kilpailuetu

Yhtiöllä on vahvat kasvunäytöt ja sen liiketoiminta on kasvanut vuodesta 2017 orgaanisesti yli 50 %:lla. Pitkäaikaiset asiakassuhteet, ammattitaitoinen ja sitoutunut henkilöstö sekä vahva palvelukonsepti ja brändi ovat HTJ:n toiminnan kilpailuetuina.

## Arvio tuloskasvunopeudesta



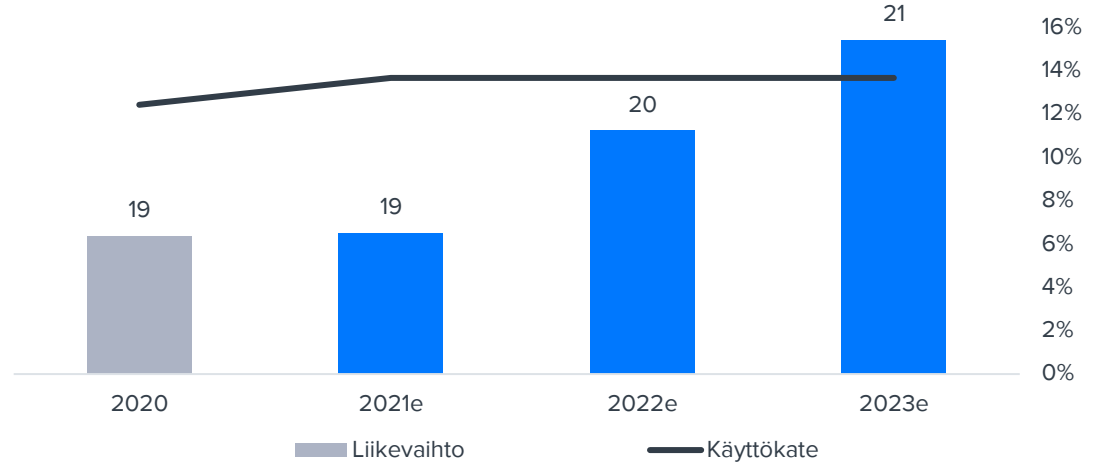
EV/EBITDA  
**6,0x**  
2021e

Arvioitu EV  
**15,2**  
MEUR

Omistus  
**92,4 %**  
nyt

Omistus  
**9,1**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



### Arvoajurit

- Vahvasti kasvava kohdemarkkina
- Markkinaa vahvemman kasvun jatkaminen orgaanisesti
- Suurin kasvu on viime vuosina tullut infrarakentamisen palveluista, joissa nähdään jatkossakin merkittävää kasvupotentiaalia
- Yritysostot kasvun kiihdyttäjänä



### Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen



### Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 6,0x 2021-ennusteilla
- Selvä alennus listattuihin verrokkeihin on perusteltu pienemmän koon johdosta.



# Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBIT 21	P/E 2021	EV/S 21
Surteco Group SE	669	5,8	9,4	11,5	0,9
Nobia AB	994	6,5	10,9	10,5	0,9
Maisons du Monde SA	1549	5,2	11,6	13,8	1,0
Sanderson Design	133	8,7	17,4	23,0	1,2
Leon's Furniture Ltd	1240	4,6	NaN	8,8	0,7
Williams-Sonoma Inc	10599	8,1	9,8	20,0	1,3
<b>Mediaani</b>	<b>1117</b>	<b>6,1</b>	<b>10,9</b>	<b>12,6</b>	<b>0,9</b>
Indoor Group (IFRS)	227	6,4	13,1	12,8	1,1
Erotus -%	-80 %	4 %	21 %	1 %	16 %

Logistikas	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
DSV Panalpina A/S	50476	18,2	15,7	2,1
Elanders AB	856	5,7	4,8	0,7
Kuehne und Nagel	33160	10,0	10,1	1,1
PostNL NV	2174	5,0	5,4	0,6
Deutsche Post AG	80165	7,0	6,8	1,0
Wincanton PLC	720	5,4	4,2	0,4
Jetpak Top Holding AB	132	9,5	7,3	1,3
Oesterreichische Post AG	2610	7,3	7,1	1,1
Bpost SA	1877	3,3	3,2	0,5
ID Logistics SAS	2500	9,2	8,0	1,2
<b>Mediaani</b>	<b>17692</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>1,1</b>
Logistikas	15	8,1	6,0	0,7
Erotus -%	-100 %	14 %	-14 %	-34 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
Ponsse Oyj	1116	11,2	10,0	0,8
Palfinger AG	1710	7,6	6,8	2,2
Volvo AB	50132	5,6	4,9	1,1
Deere & Co	132376	15,8	11,8	0,7
Komatsu Ltd	25456	13,0	7,2	0,2
AGCO Corp	8616	7,4	6,3	0,5
Terex Corp	3028	9,9	7,4	0,7
Caterpillar Inc	120741	13,6	11,3	1,0
<b>Mediaani</b>	<b>17036</b>	<b>10,5</b>	<b>7,3</b>	<b>1,3</b>
KH-Koneet Group	64	7,0	6,3	0,4
Erotus -%	-100 %	-33 %	-13 %	-67 %

Nordic Rescue Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
Rosenbauer International AG	754	8,7	7,6	0,7
Oshkosh Corp	6117	11,9	9,5	0,9
Morita Holdings Corp	352	NaN	NaN	NaN
REV Group Inc	1144	8,1	6,9	0,5
<b>Mediaani</b>	<b>1144</b>	<b>8,7</b>	<b>7,6</b>	<b>0,7</b>
Nordic Rescue Group	17,6	-19,6	6,5	0,6
Erotus -%	-98 %		-14 %	-11 %

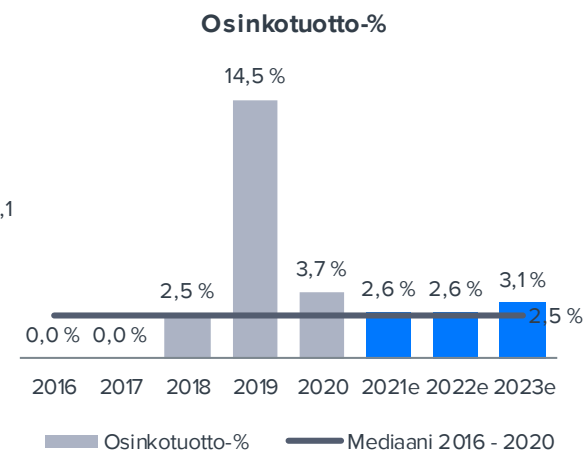
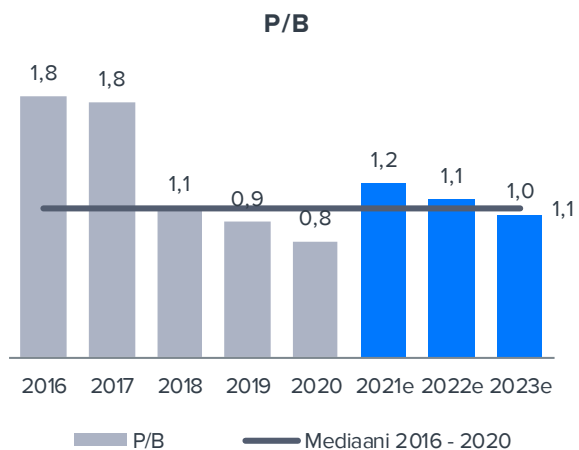
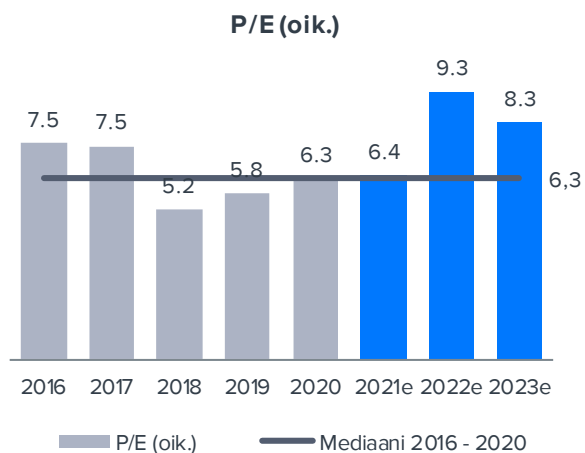
# Verrokkiryhmien valuaatiot

HTJ	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
Sitowise Group Oyj	342	13	11	1,9
Sweco AB (publ)	5887	21	19	2,8
Afry AB	2569	10	9	1,3
Rejlers AB (publ)	251	9	8	0,9
WSP Global Inc	16032	18	16	3,0
Etteplan Oyj	472	11	10	1,6
Arcadis NV	3995	11	10	1,2
<b>Mediaani</b>	<b>2569</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>1,6</b>
HTJ	15	6,0	5,6	0,8
Erotus -%	-99 %	-46 %	-45 %	-48 %

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,29	1,65	1,22	1,28	1,08	<b>1,94</b>	<b>1,94</b>	<b>1,94</b>	<b>1,94</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>112</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>112</b>
Yritysarvo (EV)	64	112	74	42	54	<b>94</b>	<b>93</b>	<b>90</b>	<b>87</b>
P/E (oik.)	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	<b>6,4</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>
P/E	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	<b>6,4</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>
P/Kassavirta	2,7	4,5	4,4	8,1	5,7	<b>5,6</b>	<b>9,3</b>	<b>7,9</b>	<b>6,9</b>
P/B	1,8	1,8	1,1	0,9	0,8	<b>1,22</b>	<b>1,11</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
P/S	36,8	65,5	19,0	>100	19,6	<b>29,6</b>	<b>56,2</b>	<b>56,2</b>	<b>37,5</b>
EV/Liikevaihto	31,8	76,6	19,9	83,3	16,9	<b>24,7</b>	<b>46,3</b>	<b>45,0</b>	<b>29,0</b>
EV/EBITDA (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>
EV/EBIT (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	12,8 %	83,5 %	23,4 %	<b>16,5 %</b>	<b>24,1 %</b>	<b>25,6 %</b>	<b>24,3 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	14,5 %	3,7 %	<b>2,6 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>3,3 %</b>

Lähde: Inderes



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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 Capital Oyj.

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
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 €
18.8.2021	Lisää	2,10 €	2,06 €
19.8.2021	Lisää	2,80 €	2,39 €
30.9.2021	Osta	2,80 €	1,95 €
1.11.2021	Lisää	2,50 €	2,09 €
15.12.2021	Lisää	2,00 €	1,94 €

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.**