

# Sievi Capital

## Yhtiöraportti

16.12.2022 7:15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Matka piilevän arvon purkamiseen aloitettu

Toistamme Sievin tavoitehintamme 1,40 euroa/osake ja osta-suosituksen. Yhtiö kertoi eilen uudesta strategiasta, joka tarjoaa uskottavan reitin Sievin osissa piilevän arvon esiin tuomiseksi. Uskomme H1'23:lla tapahtuvan raportoinnin muutoksen myötä osakkeen liikkuvan kohti osien summamme indikoimaa arvoa (nyt 1,38 €). Tämän jälkeen osien summaa on tarkoitus purkaa asteittain irtautumalla muista omistuksista paitsi KH-Koneista. KH-koneet on sijoitusperiodinsa aikana (vuodesta 2017) kehittynyt vakuuttavasti ja uskomme, että sitä arvostettaisiin pörssi-yhtiönä selvästi nykyistä arviotamme korkeammilla arvostuskertoimilla. Sille on myös lähivuosina piirrettävissä merkittävä kansainvälinen kasvupolku, mikä pitää sen pidemmän ajan arvoajurit vahvoina.

## Strategia uudistusta odotettiin jo keväästä lähtien ja se on arviomme mukaan onnistunut

Sievi muuttaa toimintansa ensin pääomasijoitusyhtiöstä monialakonserniksi vuoden 2023 aikana. Monialakonserniksi muuttumisen juurisyynä on se, että Sievin eri listaamattomien omistusten tulokset ja konsernin kulut yhdistetään silloin samaan tuloslaskelmaan, taseeseen ja rahavirtalaskelmaan (vrt. mm. Aspo). Tämän myötä sijoittajan on helpompi tehdä omat arvonmäärityksensä yhtiöryppään arvosta verrattuna nykyiseen malliin, jossa omistusten käyvän arvon muutokset taseessa määrittävät Sievin tulosta. Osissa on mielestämme piilevää arvoa sillä olemme osien summassamme arvottaneet kaikki Sievin osat tulos pohjaisesti erikseen käyttäen suhteellisen konservatiivisia arvostuskertoimia (~EV/EBITDA 5-6x), jotka ovat yleisessä käytössä listaamattomille yhtiöille.

## Tärkeimmät omistukset Indoor ja KH-Koneet muodostavat leijonan osan Sievin arvosta

Indoorin ensi vuoden tulostason odotamme olevan sunnilleen samalla tasolla kuin se oli ennen pandemiaa. Verrattuna Indoorin omiin tavoiteisiin tuhlata liikevoitto vuodesta 2019 vuoteen 2025 tämä on suhteellisen konservatiivinen ennuste, mutta ennakoimme H1'23:sta tulevan huonekalualalle vielä vaikean. Indoor-omistuksen arvo on laskelmassamme 35,0 MEUR ja sille soveltamamme 2023e P/E-kerroin on 10x. KH-Koneet etenee kuin juna Ruotsin valloituksessa, mutta uskomme vuonna 2023 rakentamisen markkinan hidastumisen toimivan vastavoimana hyvälle omalle tekemiselle, jolloin tulos pysyy 2022 tasolla. Arviomme KH-Koneiden omistuksen arvosta on 52,5 MEUR, jolloin sen 2022 ja 2023 P/E-kertoimet asettuvat 7x tasolle. KH:n tulostason kehitykseen liittyy rakentamisen hiipuessa riskejä ja ennen näkyvyyden parantumista olemme soveltaneet sen arvostukseen turvamarginaalia. Näkyvyyden helpottaessa ja KH-Koneiden vahvan kasvun jatkuessa voisi yhtiölle soveltamamme arvo nousta vielä selvästi. Osien summa sisältää myös Logistikaksen (7 MEUR), HTJ:n (10 MEUR), NRG:n (1,6 MEUR) sekä konsernikulujen nykyarvon (-14,5 MEUR), verovelat (-4,4 MEUR) sekä nettokassan (-7,2 MEUR).

## Osissa on piilevää arvoa myös soveltamillamme konservatiivisilla ennusteilla ja arvostuksilla

Laskemamme osien summa on ~80 MEUR (1,38e/osake) käyttämillämme konservatiivisilla oletuksilla ja tähän suhteutettuna osake on mielestämme selvästi aliarvostettu. Myös Sievin substanssiarvoon (1,49 €) verrattuna taseen P/B hinnoittelu (0,8x) on historiallisiin tasoihin nähden hyvin matala. Strategiapäivitys ja toimintamallin muutos ovat selkeä lyhyen aikavälin ajuri osakkeessa. Lopulta Sievillä on tarkoitus muuttua KH-Koneet Groupin ympärille rakentuvaksi teolliseksi konserniksi ja luopua muista kohdeyhtiöistä. Uskomme, että jäljelle jäävää KH-Koneita hinnoiteltaisiin itsenäisenä listayhtiönä nykyistä arviotamme selvästi korkeammilla kertoimilla, kunhan yhtiö todistaa tulostason kestävyuden myös heikommassa markkinassa. Indoorin osalta pidämme hyvin mahdollisena, että siitä irtaannutaan lopulta listaamalla se pörssiin. Yksi looginen tie tähän olisi jakautuminen.

## Suositus

### Osta

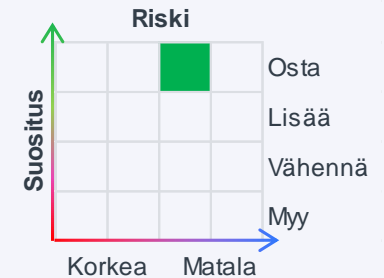
(aik. Osta)

**1,40 EUR**

(aik. 1,40 EUR)

**Osakekurssi:**

1,17



	2021	2022e	2023e	2024e
<b>EBIT oik.</b>	20,2	-8,5	11,3	12,8
<b>Nettotulos</b>	18,4	-6,9	9,0	10,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,32	-0,12	0,16	0,18

<b>P/E (oik.)</b>	6,1	neg.	7,5	6,6
<b>P/B</b>	1,2	0,8	0,7	0,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	5,3	neg.	5,5	4,8
<b>EV/EBITDA</b>	5,3	neg.	5,5	4,8

Lähde: Inderes

## Katso Sievin toimitusjohtajan haastattelu alta



# Hinta selvästi alle konservatiivisen osien summan

## Osien summa luo pohjan arvonmääritykselle

Yhtiökohtaiset ennusteet ja käyttämämme arvostuskertoimet on esitetty sivuilla 4-7 (NRG jätetty väliaikaisesti pois siinä tapahtuneiden muutosten myötä). Sivulla 8 on esitetty myös tärkeimpien omistusten verrokkiryhmien arvostukset. Sievi Capitalille laskemamme osien summa on ennallaan 80 MEUR:ssa tai 1,38 euroa per osake. Yhtiön strategiaan ei enää jatkossa kuulu pääomasijoitusten tekeminen uusille toimialoille. Yhtiön muiden kohdeyhtiöiden kehittäminen jatkuu entiseen tapaan, ja niistä on tarkoitus irtautua arvonluonnin kannalta optimaalisessa vaiheessa. Irtautumisista tulevana vuosina saadut varat on tarkoitus käyttää KH-Koneet Groupia tukeviin yritysostoihin, muiden kohdeyhtiöiden kehittämiseen ja osinkoihin.

## Keskeiset arvoajurit tulevaisuudessa:

1) KH-koneiden kehityksessä onnistuminen 2) muiden kohdeyhtiöiden kehityksessä onnistuminen ennen irtautumista jolloin myyntihinnoilla on eväät nousta.

Mielestämme oli oikea ratkaisu kohdistaa panokset KH-koneisiin, sillä omistuksista suurin potentiaali kohdistui mielestämme siihen. KH:n voimakkaan kasvun jatkuessa voisi se kasvattaa arvoaan vielä selvästi sekä tulospainon, että nousevan hyväksyttävän arvostustason kautta. Kuitenkin myös kohdemarkkina jäähtyminen tuo lyhyen ajan riskejä tuloskehitykselle.

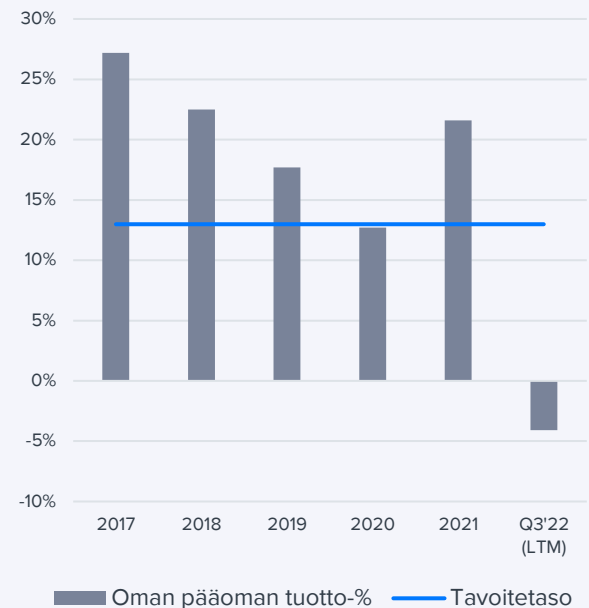
Indoorin osalta odotamme, että sen tulostaso palautuu vähintään vuoden 2019 tasoa vastaavaksi, kunhan ERP-järjestelmä on uusittu. Uusiminen tuo kuluja, jotka kohdistuvat etenkin 2022 tulokseen, mutta sen jälkeen negatiivinen tulosvaikutus poistuu ja uudesta IT-järjestelmästä aletaan saada myös hyötyä

irti. Indoorin arvo Sieville on viime vuosina muodostunut sen tasaisesti jauhaman vahvan kassavirran kautta. Q3'22-kehitys oli huojentavaa, sillä Indoorin rahavirta oli selvästi negatiivinen vielä vuoden alkupuoliskolla vaikeassa toimintaympäristössä. Suomen huonekalumarkkina on ennen pandemiavuosia (2013-2019) ollut suhteellisen stabiili. Toimintaympäristön normalisoituessa yhtiö palaa ennusteessamme jauhaamaan jälleen vahvaa osinkotuottoa, sillä lähes koko nettotulos voidaan maksaa yhtiöstä osinkoina käyttöpääoman tai investointien sitoessa vain rajallisesti pääomia. Mielestämme irtautumismielessä pörssi olisi luonteva paikka Indoorille, sillä meidän on vaikea nähdä että muut ostajat (esim. teollinen ostaja tai pääomasijoittaja) olisi valmis maksamaan samoja kertoimia kuin pörssistä tarjolla oleva arvostus. Lista voitaisi toteuttaa jakautumisena, jolloin Sievin omistajat saisivat Indoorin osakkeet omistustensa suhteessa.

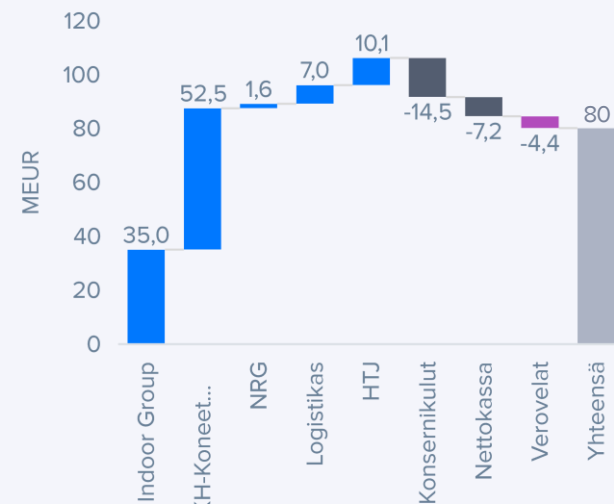
Logistikas ja HTJ tekevät pääomakeveillä liiketoiminnoillaan myös hyvää rahavirtaa. Niiden arvoilla on jo nykyisellä tulostasolla hyvät edellytykset kehittyä positiivisesti, kun nettovelat lyhenevät. NRG:n painoarvo osien summassamme on matala.

## Osinkoa ei lopulta makseta viime tilikaudelta

Osingon (0,05 €) kohtalosta kerrottiin vihdoinkin, että ei aiota tilikaudelta maksaa. Rahat tarvitaan strategiamuutoksen vaatimien investointien rahoittamiseen. Nykyinen osinkopolitiikka, jossa substanssista tavoiteltiin maksettavaksi 3 % omistajille jäi samalla historiaan. Olemme poistaneet osinkoennusteemme ja tarkastelemme niitä Sievin syksyllä järjestämän CMD:n yhteydessä, kun tulevia suuntaviivoja pääoman käytöstä avataan tarkemmin.



## Osien summa



\* Huom nettokassamme ei huomioi Sievin taseen "muut velat" riviä, joka liittyy KH-Koneiden ja HTJ:n vähemmistöjen lunastusoptioon

# 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



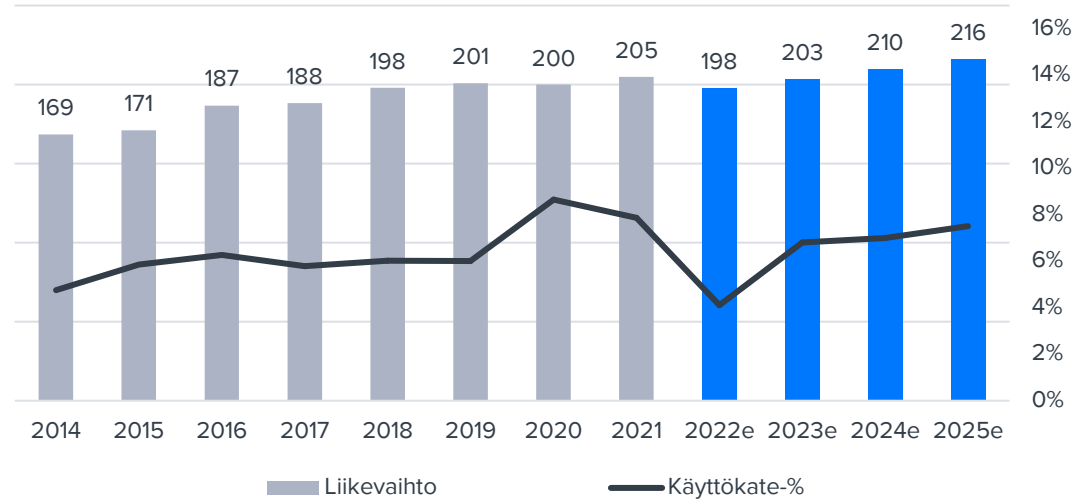
EV/EBITDA\*  
**4,8x**  
2023e

Arvioitu EV\*  
**138**  
MEUR

Omistus  
**58,3 %**  
2021

Omistus  
**35,0**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet\*\*(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

- Arvostus on lievällä preemiolla verokkiryhmään EV/EBITDA-kertoimilla, kun ERP-järjestelmään liittyvä kertakulu oikaistaan. Vastaavat P/E-kertoimet 11x ja 10x ovat pienellä alennuksella.
- Myös tällä konservatiivisella tulostasolla yhtiö jauhaa jälleen hyvää osinkotuottoa Sievin omistajille, kun ERP-investointi valmistuu (Q1'23)

\* IFRS-kirjanpidon mukaiset EV sekä EBITDA, \*\* kuvan ennusteissa FAS-kirjanpidon mukainen käyttökate, jotta aikasarja pysyy vertailukelpoisena. IFRS kirjanpidossa käyttökate on noin 17,3 MEUR korkeampi ja nettovelat 66,6 MEUR korkeammat kuin FAS-kirjanpidossa. Ennustamaamme kannattavuuden notkahdusta vuonna 2022 selittää myös ERP hanke, sillä siihen liittyvä pilvipalveluinvestointi (-4 MEUR), joka käsitellään kuluna.

# KH-Koneet Group

KH-Koneet Group on ollut Sievi Capitalille onnistunut sijoitus yhtiöryhmän kehittyttyä 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 kasvua 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

6,0x  
2022e

Arvioitu EV

87,0  
MEUR

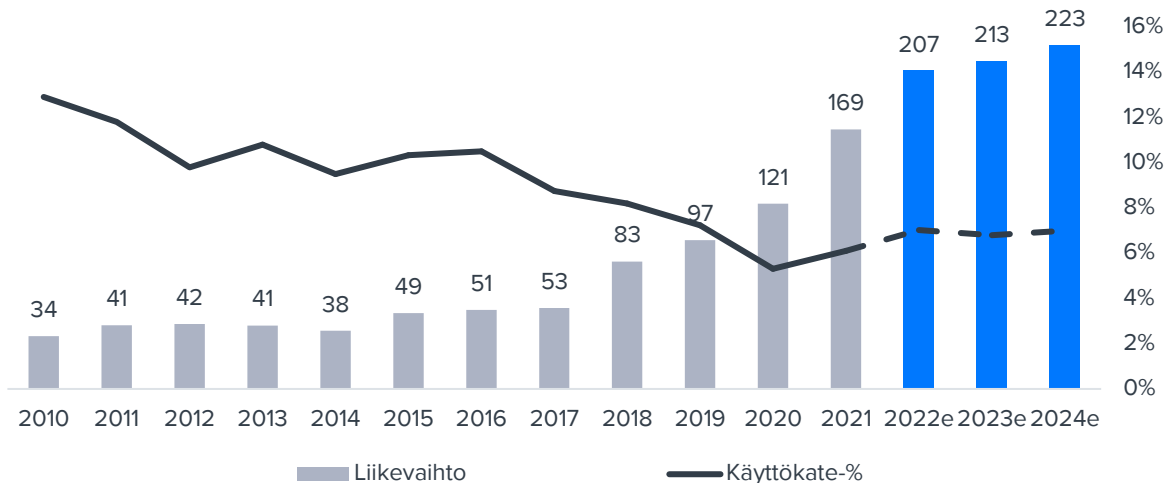
Omistus

90,5 %  
2021

Omistus

52,5  
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
- Komponenttipulan vaikutukset saatavuuteen
- Konsernin kasvaessa itseohjautuvan kulttuurin säilyttäminen voi luoda omia haasteitaan



## Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä konservatiivisella 2022 ja 2023 EV/EBITDA-kertoimilla 6x sekä P/E-kertoimilla 7x
- Alennus verrokkeihin on perusteltu, sillä verrokkit ovat isoja maanrakennuskoneita valmistavia yhtiöitä, joita hinnoitellaan preemiolla suhteessa maahantuojaan.

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

# 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.

## 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 yritysoston Vaasassa.

## Liiketoimintamalli

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

## Kilpailuetu

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

## Arvio tuloskasvunopeudesta



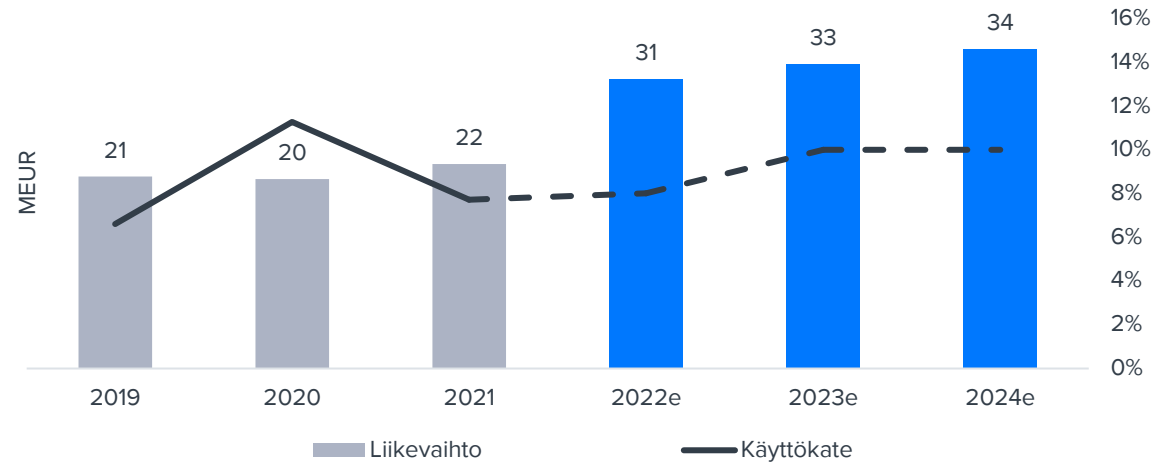
EV/EBITDA  
**6,5x**  
2022e

Arvioitu EV  
**16,9**  
MEUR

Omistus  
**65,9 %**  
2021

Omistus  
**7,0**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



## Arvoajurit

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



## Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen



## Arvostus

- Yhtiön liiketoimintamalli vaatii vain vähän investointeja ja sen kassavirtaprofiili on hyvä. Tästä syystä soveltamamme 2022e EV/EBITDA-haarukka 6-7x on mielestämme konservatiivinen.
- Yhtiö on kuitenkin pieni ja listaamaton, millä on hyväksyttävistä kertoimista laskeva vaikutus

\*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 asiantuntijatoimintaan. Palvelutarjonnan kivijalan muodostavat monipuoliset rakennuttamis-, valvonta- ja projektinjohtopalvelut.

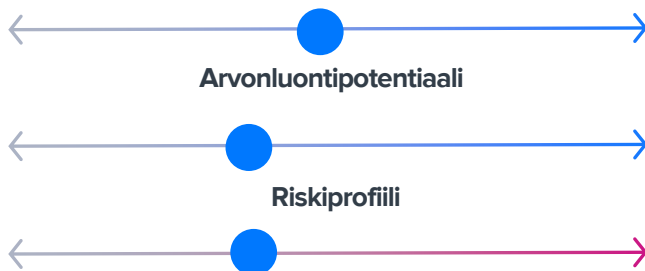
## Sijoitustarina

Markkina HTJ:n tarjoamille palveluille on kasvanut arvion mukaan keskimäärin noin 6 % vuodessa vuosien 2015 - 2020 aikana. Sievin alaisuudessa HTJ toteutti jo myös ensimmäisen yritysostonsa (Infrap Oy kevät 2022). Aiemmin yhtiö on kasvanut vain orgaanisesti.

## Kilpailuetu

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

## Arvio tuloskasvunopeudesta



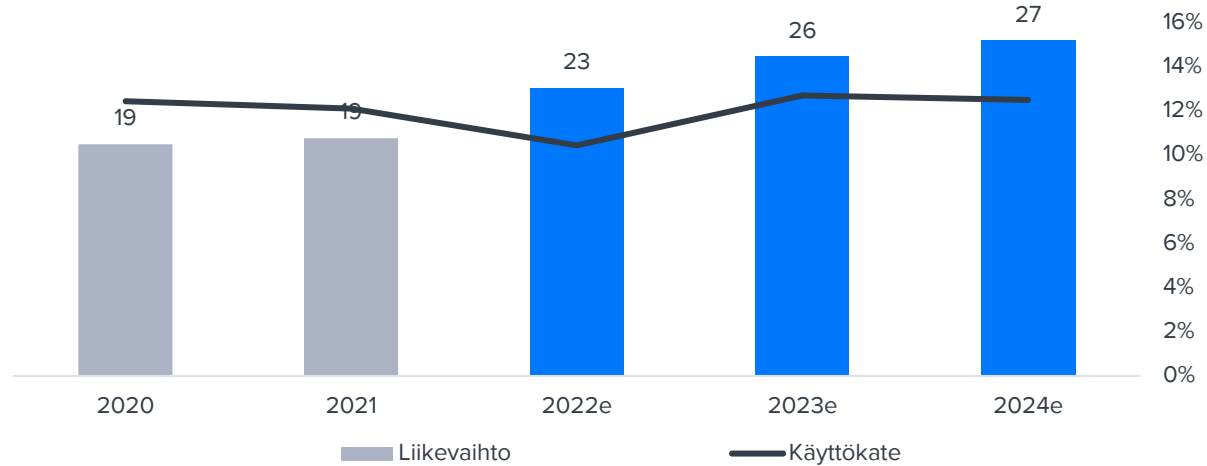
EV/EBITDA  
**6,3x**  
2023e

Arvioitu EV  
**20,2**  
MEUR

Omistus  
**92,4 %**  
2021

Omistus  
**10,1**  
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

- Selvä alennus listattuihin verrokkeihin on perusteltu pienemmän koon johdosta.
- Katsomme jo 2023-kertoimia, sillä Infrap-yritysosto näkyy osalta tulosestimateissa.

# Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	P/E 22	P/E 23
Surteco Group SE	478	5,6	5,2	11,7	12,1
Nobia AB	652	4,9	5,0	14,8	12,3
Maisons du Monde SA	1139	5,3	5,0	17,7	14,0
Leon's Furniture Ltd	1145	4,1	4,2	6,4	6,6
Williams-Sonoma Inc	1036	4,2	4,0	8,1	7,1
<b>Mediaani</b>	<b>1036</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>11,7</b>	<b>12,1</b>
Indoor Group (IFRS)	138	4,9	4,8	11,1	9,7
Erotus -%	-87 %	0 %	-4 %	-5 %	-20 %

Huom. Indoorin vuoden 2022 käyttökate heikkenee kertaluontoisesti noin 4 MEUR:lla johtuen ERP-järjestelmän uusimisesta ja olemme oikaisseet tämän erän 2022 ennusteestamme

HTJ	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	EV/S 22
Sitowise Group Oyj	261	10,7	8,7	1,3
Sweco AB (publ)	3953	14,7	14,4	1,8
Afry AB	2508	11,2	10,2	1,2
Rejlers AB (publ)	289	8,0	8,0	0,9
WSP Global Inc	16913	16,1	13,6	2,7
Etteplan Oyj	448	9,1	9,0	1,3
Arcadis NV	3735	9,8	7,4	1,0
<b>Mediaani</b>	<b>2508</b>	<b>10,7</b>	<b>9,0</b>	<b>1,3</b>
HTJ	20	8,4	6,3	0,9
Erotus -%	-99 %	-21 %	-30 %	-30 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	P/E 22	P/E 23
Ponsse Oyj	765	9,8	8,8	19,3	15,6
Palfinger AG	1556	6,9	6,4	11,4	10,2
Volvo AB	50294	8,0	8,2	10,5	10,9
Deere & Co	168638	16,5	14,1	19,1	15,6
Caterpillar Inc	142977	14,6	13,3	16,9	15,6
AGCO Corp	10821	7,7	7,3	11,2	10,4
Terex Corp	3298	7,7	6,9	10,5	9,0
<b>Mediaani</b>	<b>10821</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>11,4</b>	<b>10,9</b>
KH-Koneet Group	87	6,0	6,0	7,2	7,4
Erotus -%	-99 %	-25 %	-26 %	-37 %	-32 %

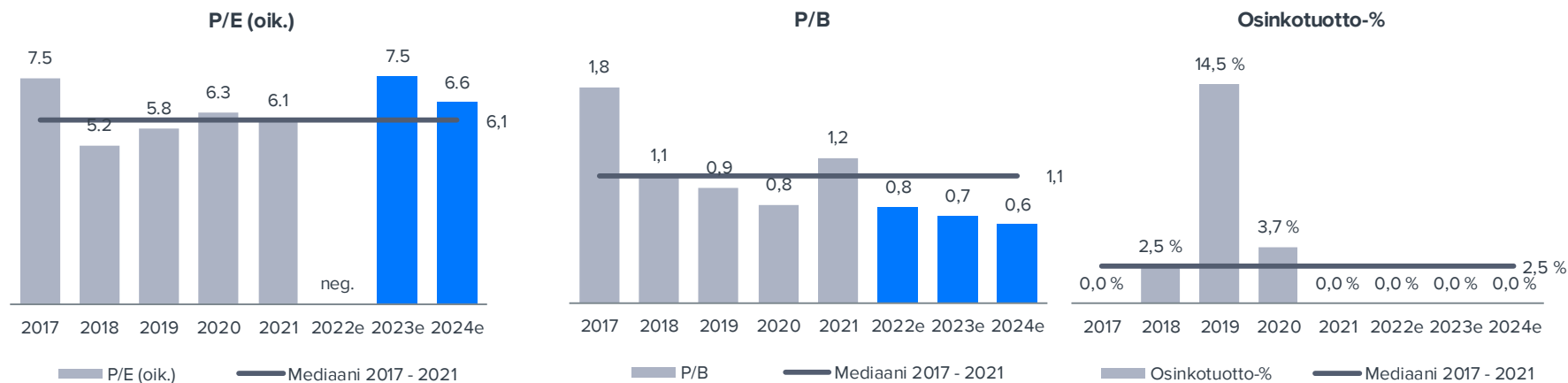
Lähde: Inderes ja Refinitiv, verrokkien arvostustasot haettu 15.12.2022. \* Indoor Group EV sisältää IFRS 16 mukaiset vuokravastuut.



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,65	1,22	1,28	1,08	1,92	1,17	1,17	1,17	1,17
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	57,8	57,8	58,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	95	70	74	63	112	68	68	68	68
Yritysarvo (EV)	112	74	42	54	107	63	62	61	59
P/E (oik.)	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	neg.	7,5	6,6	5,9
P/E	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	neg.	7,5	6,6	5,9
P/Kassavirta	4,5	4,4	8,1	5,7	4,8	neg.	7,0	6,1	5,5
P/B	1,8	1,1	0,9	0,8	1,2	0,79	0,71	0,6	0,6
P/S	65,5	19,0	>100	19,6	9,7	34,0	34,0	22,7	22,7
EV/Liikevaihto	76,6	19,9	83,3	16,9	9,3	31,6	31,2	20,3	19,8
EV/EBITDA (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	neg.	5,5	4,8	4,1
EV/EBIT (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	neg.	5,5	4,8	4,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	12,8 %	83,5 %	23,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	14,5 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa 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 Inderesin, 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/>

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
4.3.2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17.3.2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
6.5.2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18.8.2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
4.11.2022	Osta	1,40 €	1,14 €
16.12.2022	Osta	1,40 €	1,17 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**