

# Sievi Capital

## Yhtiöraportti

17.8.2021 19:55



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Nappisuoritus kypsimmiltä omistuksilta

Nostamme Sievi Capitalin tavoitehinnan 2,10 euroon (aik. 1,65 euroa) ja tarkistamme suosituksen lisää-tasolle (aik. osta). Indoorin ja KH-Koneiden kehitys oli H1:llä odotuksiamme vahvempaa ja olemme nostaneet näkemystämme niiden arvosta, mikä tuki osien summaamme selvästi. Sievin osakekurssi on myös korjannut selvästi ylöspäin, minkä myötä nykyportfolion selkein aliarvostus on haihtunut. Mielestämme osakkeessa kannattaa edelleen silti roikkua mukana, sillä tärkeimpien omistusten näkymät ovat hyvät ja suhtaudumme myös tuleviin sijoituksiin positiivisesti vahvan track-recordin johdosta. Kesäkuussa päivitetty laaja raportti on luettavissa [täällä](#).

## Tärkein omistus Indoor ylitti korkealla viritetyt odotuksemme

Tarkemman kommenttimme Sievin vahvasta H1-raportista löydät [täältä](#). Indoorin H1-ennusteylityksen myötä olemme nostaneet arviotamme omistuksen arvosta 84,4 MEUR:oon (aik. 70,6 MEUR). Kavensimme edelleen myös alennusta Indoorin ja listayhtiöiden hinnoittelun välillä ja hyväksymme Indoorille nyt IFRS-kirjanpidon mukaisen 2021e EV/EBITDA 6x ja P/E 13x-kertoimet. Tämä on mielestämme perusteltu taso, sillä yhtiö on hyvin johdettu ja sen markkina-asema on Suomessa vahva. Indoorin strategian toteuttaminen on myös kerrotun perusteella edennyt edelleen vakuuttavasti ja yhtiö on mennyt mm. asiakastiedon hyödyntämisessä hinnoittelussa sekä verkkokaupan kehittämisessä selvästi eteenpäin. Indoorin viimeaikaisesta vahvasta tulospaannuksesta arviomme mukaan suuri osa on ollut 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.

## Myös toisen tärkeän KH-Koneiden arvoon reipas korotus selvän ennusteylityksen myötä

Käsityksemme KH-Koneiden omistuksen arvosta on noussut 30,5 MEUR:oon (aik. 22,4 MEUR). Nostimme yhtiön ennusteitamme selvästi, sillä H1:n tulosit vahvistivat viimein sen, että yhtiön kasvu on Ruotsissa onnistuttu toteuttamaan kannattavasti aggressiivisesta laajentumisesta huolimatta. Myös maanrakennuskoneiden markkina on jatkanut Sievin kommenttien perusteella aiempia odotuksiamme parempana. Vahva eteneminen Ruotsissa laski myös KH-Koneiden riskitasoa ja nostimme siten yhtiölle soveltamaamme arvostuskerroinhaarukkaa 2021e EV/EBITDA 6,0-7,0x:ään (aik. 6,0-6,5 x). Lisäsimme myös NRG:n ja Logistikaksen yritysostot ennusteisiimme. Näistä oikaistuna NRG:n arvo laski noin 1,8 MEUR:illa sen kehityksen jäätyä ennusteista.

## Selvin aliarvostus purkautunut, mutta osien summa ei edelleenkään huomioi uusilla sijoituksilla luotavaa arvoa

Päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 120 MEUR tai 2,07 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on lähes neutraalisti hinnoiteltu. Tavoitteiden mukainen 2,5 %:n osinkotuotto tukee tämän lisäksi tuotto-odotusta ja halutessaan Sievi kykenisi myös selvästi suurempaa osinkoon ellei pääoman allokoinnin fokus olisi toiminnan kasvattamisessa. Tiettyä epäsuhtaa osien summa-analyyssissä luo se, että Sievin tekemiä tulevia sijoituksia ei huomioida siinä ja olemme siksi pyöristäneet laskelmaa lievästi ylöspäin tavoitehinnan asetannassa. Sievin taseen P/B hinnoittelu 1,4x on historiallisiin tasoihin verrattuna koholla, mutta mielestämme perusteltu, sillä arvokkain omistus Indoor on hinnoiteltu taseessa edelleen P/E-kertoimella 8x suhteessa vuosien 2021 ja 2022 ennusteisiimme. Emme kuitenkaan odota taseen P/B-hinnoittelun nousevan enää nykyisestä. Kurssinousu nojaa jatkossa arviomme mukaan pääosin omistusten kehitykseen ja kassavirtoihin sekä luonnollisesti yritysjärjestelyihin.

## Suositus

### Lisää

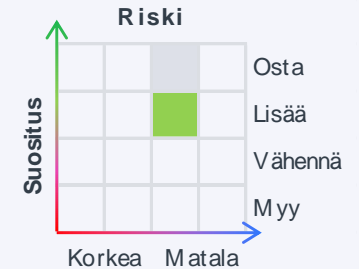
(aik. Osta)

**2,10 EUR**

(aik. 1,65 EUR)

**Osakekurssi:**

2,055



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>EBIT oik.</b>	11,7	19,1	15,1	17,0
<b>Nettotulos</b>	9,9	15,8	12,0	13,6
<b>EPS (oik.)</b>	0,17	0,27	0,21	0,23
<b>P/E (oik.)</b>	6,3	7,6	9,9	8,8
<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	5,4	6,7	5,8
<b>EV/EBITDA</b>	4,6	5,4	6,7	5,8

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

Ei ohjeistusta

# Sievi Capital lyhyesti

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

## Emoyhtiön sijoitustoiminta

Emoyhtiön nettokassa 6,0 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.

Vahva kassavirtaprofiili

Tuli portfolioon vuonna 2017

Arvioimme yhtiön pörssilistautumisen olevan ajankohtainen vuonna 2022.

84,4 MEUR

52,1 MEUR



66,4%

KH-Koneet Group on maanrakennuskoneiden 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.

Vahva asema Suomessa

Kasvupotentiaali Ruotsissa

Tuli portfolioon vuonna 2017

Arvioimme irtautumisen sijoituksesta olevan ajankohtainen vuonna 2023.

30,5 MEUR

18,8 MEUR



69,9%

Pelastusajoneuvojen ja -nostimien järjestelmätoimittaja. Konsernilla on vahva asema Suomessa ja tuoreen yritysoston myötä se laajeni myös Ruotsiin. Yhtiöiden asiakkaita ovat niin julkiset kuin yksityiset pelastuslaitokset.

Kasvupotentiaali vientimarkkinoilla

Tuli portfolioon 2020 helmikuussa

Irtautuminen ei ajankohtainen lähivuosina

10,3 MEUR

9,2 MEUR



70,0%

Logistikas Group on Sievi Capitalin tuorein hankinta, joka toteutettiin 2020 joulukuussa. Logistikas on kokonaisvaltaisia logistiikkapalveluita tuottava yhtiö, joka toimii Suomessa. Toiminta tapahtuu sekä omissa että asiakkaiden tiloissa. Toiminta laajeni heinäkuun alussa toteutetulla yritysostolla myös Vaasaan.

Potentiaalia merkittävään kasvuun vielä Suomessa

Tuli portfolioon 2020 joulukuussa

Irtautuminen ei vielä ajankohtainen lähivuosina

9,8 MEUR

6,3 MEUR

# Tärkeimmät omistukset ylittivät ennusteemme

## Indoor ylitti korkeat odotuksemme

Indoor Groupin liikevaihto kasvoi H1:llä 9 % 97 MEUR:oon (ennuste 93 MEUR). Liikevaihdon kasvu oli erityisen vahvaa Q2:n aikana onnistuneen kesäkalustemyynnin vauhdittamana. Myös verkkomyynnin voimakas kasvu jatkui ja sen osuus nousi jo yli 15 %:n. Yhtiön H1'21:n käyttökate (FAS) nousi 7,6 MEUR:oon (H1'21: 5,7 MEUR) ja ylitti 7,0 MEUR:n ennusteemme. Hyvän kannattavuuskehityksen taustalla oli odotetusti bruttokate-%:n kehitys, jonka paraneminen jatkui yhtiön tavoitteiden mukaisesti. Toimintaympäristöä leimasivat odotetusti saatavuushaasteet sekä rahtihintojen nousu. Strategian toteuttaminen oli edennyt myös odotustemme mukaisesti.

## KH-Koneet eteni Ruotsissa vahvasti

KH-Koneiden H1-liikevaihto kasvoi 45 %:lla 73,7

MEUR:oon ylittäen ennusteemme kirkkaasti (60,0 MEUR) ja myös käyttökate 3,9 MEUR ylitti ennusteemme (2,9 MEUR). Kasvun painopiste oli odotetusti Ruotsin markkinalla, jossa uudet edustukset, hyvä kehitys jo aikaisemmin edustuksissa olleiden tuotteiden myynnissä sekä kesäkuussa 2020 yritysostolla hankittu vuokrausliiketoiminta olivat kasvun ajureita.

Vahvaan kasvuun peilaten käyttökatemarginaalin parantuminen oli erinomainen suoritus. Toimintaympäristön kannalta haasteena oli koneiden saatavuuden heikentyminen, mutta yhtiö on selvinnyt näistä haasteista hyvin.

## Logistikas jäi hieman ennusteesta

Uusimman yhtiön Logistikaksen H1:n käyttökate 0,6 MEUR jäi hieman vertailukaudesta (0,7 MEUR) ja selvemmin ennusteestamme (1,1 MEUR). Tämä johtui

kuitenkin enemmän yhtiön ulkopuolisista tekijöistä, joita olivat globaalit konttiliikenteen haasteet sekä koronaviruspandemian vaikutukset yhtiön asiakkaiden toimintaa. Yhtiön näkymät säilyivät positiivisina ja myös uusasiakashankinta oli edennyt.

## NRG oli raportin pettymys

Nordic Rescue Group (NRG) oli raportin ainoa pettymys, sillä yhtiön käyttökate painui 0,7 MEUR tappiolliseksi (ennuste +0,8 MEUR).

Heikkoon tulokseen vaikuttivat liikevaihtokehityksen (-7 %) lisäksi katsauskaudelle ajoittuneet poikkeukselliset kulut liittyen Vema Liftin muuttoon sekä takuukorjauksiin, jotka liittyivät tiettyihin ennen NRG:n perustamista tehtyihin toimituksiin. Yhtiö kärsi myös useiden komponenttien saatavuus- ja toimitusaikahaasteista.

Käyttökate (oik.) MEUR	H1'20 Vertailu	H1'21 Toteutunut	H1'21e Inderes	Kasvu Toteutunut	Erotus (%) Tot. vs. inderes
Nordic Rescue Group	1,1	-0,7	0,8	neg	neg
Indoor Group *	5,7	7,6	7,0	33 %	9 %
KH-Koneet Group	2,3	3,9	2,9	70 %	35 %
Logistikas	0,7	0,6	1,1	-14 %	-45 %

Lähde: Inderes \* FAS

Toimitusjohtajan haastattelu katsottavissa tästä linkistä:



# Muutokset osien summaan positiivisia

## Nostimme Indoorin lähelle verrokkeja

Käsityksemme Indoor Groupin omistuksen arvosta nousi 84,4 MEUR:oon (aik. 70,6 MEUR). Nostimme Indoorin tulosennusteitamme vahvan H1:n myötä (ennusteet s. 8). Indoorin viimeaikaisesta vahvasta tulosparannuksesta arviomme mukaan suuri osa on ollut 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.

Samalla nostimme myös lievästi yhtiölle hyväksymäämme arvostuskerrointa, jotka ovat IFRS-kirjanpidossa 2021 EV/EBITDA 6x sekä P/E 13x (aik. 2021 EV/EBITDA 5,5x sekä P/E 12x).

Indoor Group on hyvin johdettu yhtiö, jonka

markkina-asema on vahva. Vaikka yhtiö ei olekaan vielä pörssissä, on sen hinnoittelussa mielestämme silti perusteltua soveltaa pörssissä listattujen verrokkien kertoimia. Suhteessa kotimaisiin kauppanyhtiöihin Indoor on edelleen hinnoiteltu selvällä alennuksella.

## Nostimme KH-Koneiden arvoa selvästi

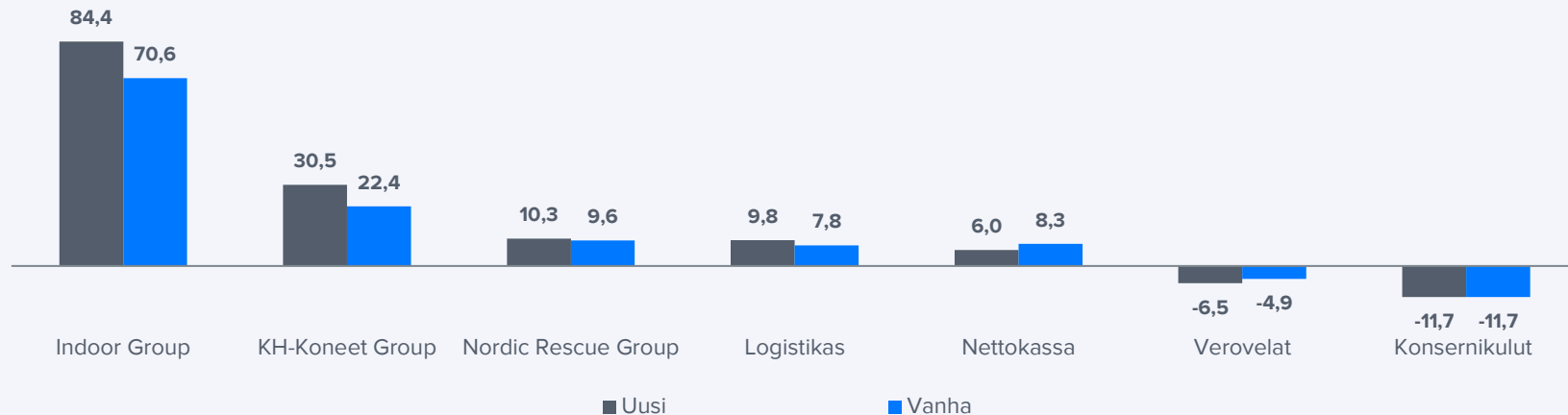
Käsityksemme KH-Koneiden omistuksen arvosta on noussut 30,5 MEUR:oon (aik. 22,4 MEUR). Tämä johtui Ruotsin osalta tekemistämme selvistä ennustenostoista (ennusteet s. 9). Samalla H1:n vahva kehitys pienensi myös riskiä Ruotsin valloituksen onnistumisen suhteen ja nostimme myös lievästi KH-Koneille soveltamaamme arvostuskerroinhaarukkaa 2021e EV/EBITDA 6-7x:ään (aik. 6,0-6,5 x).

## Lisäsimme yritysostot NRG:hen ja Logistikakseen

NRG jäi tuloksellisesti odotuksistamme ja laskimme käsitystämme sen omistuksen arvosta 7,8 MEUR:oon (aik. 9,6 MEUR). Ruotsin [yritysoston](#) yhteydessä Sievi teki NRG:hen lisäsjoiituksen (2,5 MEUR) ja tämä huomioituna omistuksen arvo nousi 10,3 MEUR:oon. Se vähensi kuitenkin Sievin nettokassaa vastaavasti.

Logistikaksen arvoon teimme myös positiivisen korotuksen, sillä arviomme mukana sen yritysostolla luotiin selvää lisäarvoa omistajille synergia potentiaalin ja maltillisen kauppahinnan perusteella. Logistikaksen ennustealituksesta huolimatta H1-raportissa kerrottu kääntyi myös positiiviselle puolelle. Kerrotun perusteella toimintaympäristö parani selvästi katsauskauden loppua kohden ja myös uusiasiakashankinnan aktiviteetti kehittyi positiivisesti. Nostimmekin Logistikaksen H2'21:n ja 2022 ennusteitamme myös yritysostosta oikaistuna.

Muutokset osien summaan



# Selvin aliarvostus purkautunut

## Osien summa luo pohjan arvonmääritykselle

Päivittämämme yhtiökohtaiset ennusteet ja käyttämämme arvostuskertoimet on esitetty kokonaisuudessaan sivuilla 8-11. Sivulla 12 on esitetty, myös omistusten verrokkiryhmien arvostukset. Päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 120 MEUR tai 2,07 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on enää lievästi aliarvostettu.

Huomautamme myös, että Sievin tekemiä tulevia sijoituksia ei huomioida mitenkään osien summalaskelmassa, vaan konsernikulut huomioidaan vain negatiivisena eränä. Tämä on ristiriitaista, sillä yhtiön track-record on erittäin hyvä ja suhtaudumme yhtiön sijoitusstrategiaan positiivisesti. Tästä syystä olemmekin pyöristäneet osien summaamme hieman ylöspäin tavoitehintaa asettaessa.

Tavoitteiden mukainen 2,5 %:n osinkotuotto tukee osaltaan tuotto-odotusta. Se ei kuitenkaan täysin kuvaa yhtiön vahvaa kassavirtaa ja yhtiö voisi halutessaan korottaa osinkoa sen turvin myös enemmän. Yhtiön panokset kohdistuvat kuitenkin arviomme mukaan toiminnan kasvattamiseen uusien sijoitusten kautta, mitä pidämme omistaja-arvon kannalta oikeana ratkaisuna.

## P/B-hinnoittelu jo selvällä preemiolla

Sievin taseen substanssi nousi H1-raportissa 1,48 euroon/osake. Nykyinen P/B hinnoittelu 1,4x on kääntynyt vihdoon selvän preemion puolelle. Tätä voi pitää perusteltuna huomioiden johdon vahvat historialliset näytöt ja omistusten maltilliset arvostukset taseessa.

## Erinomainen track-record

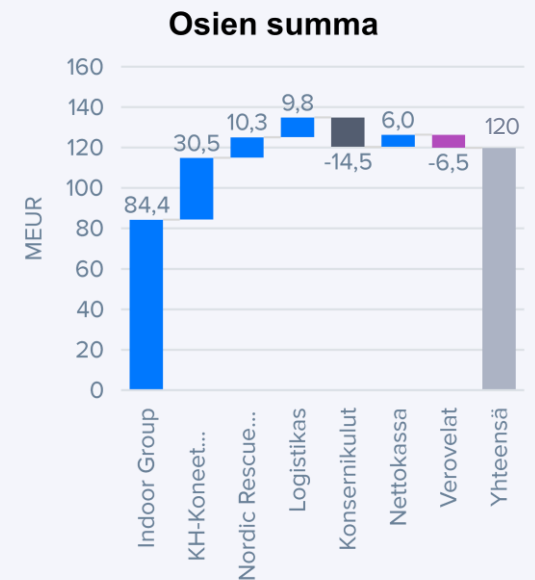
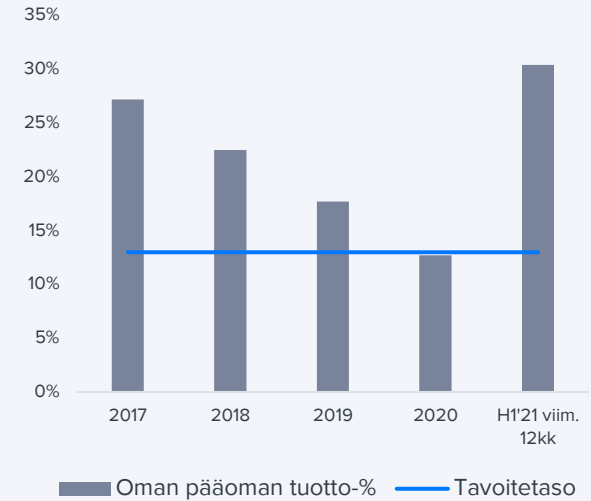
Sievin oman pääoman tuotto nousi edeltävältä 12

kuukaudelta myös hurjalle tasolle eli 30,4 %:iin. Myös viime vuonna 2020 sijoitusyhtiön ROE-% kyettiin pitämään lähellä tavoitteiden mukaista 13 % huolimatta etenkin keväällä vallinneesta haastavasta toimintaympäristössä sekä salkun vuoden alun isosta käteispainosta.

Sievi Capitalin yltäessä myös jatkossa oman pääoman 13 %:n tuottotavoitteeseen tarkoittaisi se nykyisellä oman pääoman arvolla (1,48 euroa) noin 0,19 euron/osakekohtaista tulosta. Kun tätä vertaa yhtiön nykyiseen osakekurssiin jää P/E –luku edelleen suhteellisen matalalle, vain 11x tasolle.

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 edelleen maltillinen arvostus taseessa luo jo hyvät lähtökohdat oman pääoman tuottotavoitteen saavuttamiselle lähivuosina. Indoor-omistus on hinnoiteltu Sievin taseessa (52,1 MEUR) hyvin matalalla 2021e ja 2022e P/E 8x:llä suhteessa omaan 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 ~12 %).



# 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\*  
**6,0x**  
2021e

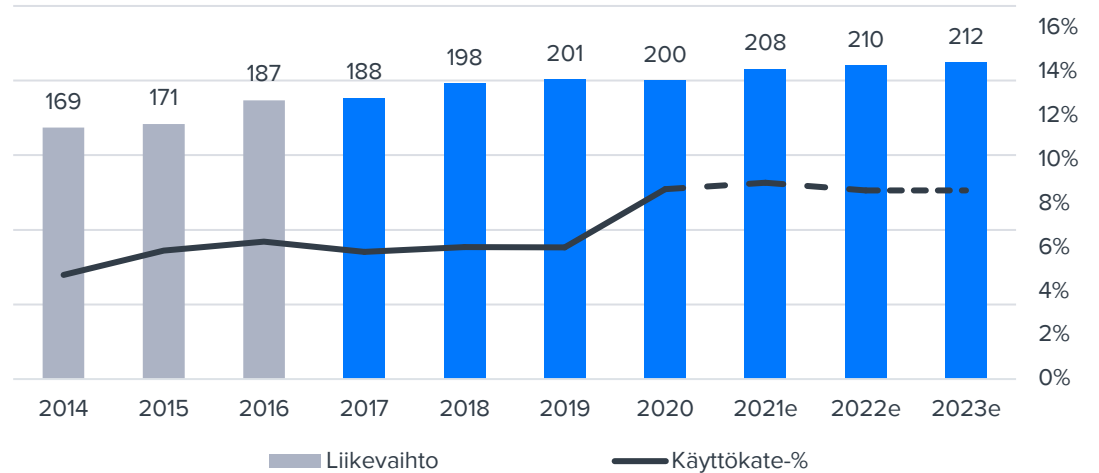
Arvioitu EV\*  
**215**  
MEUR

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

Omistus  
**84,4**  
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 6x tai P/E-kertoimella 13x 2021-ennusteilla
- Arvostus on nyt 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 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.

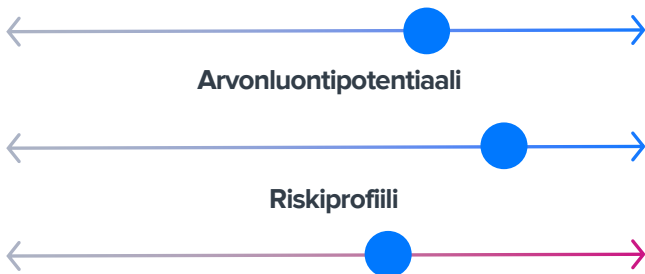
## Sijoitustarina

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  
**6,5x**  
2021e

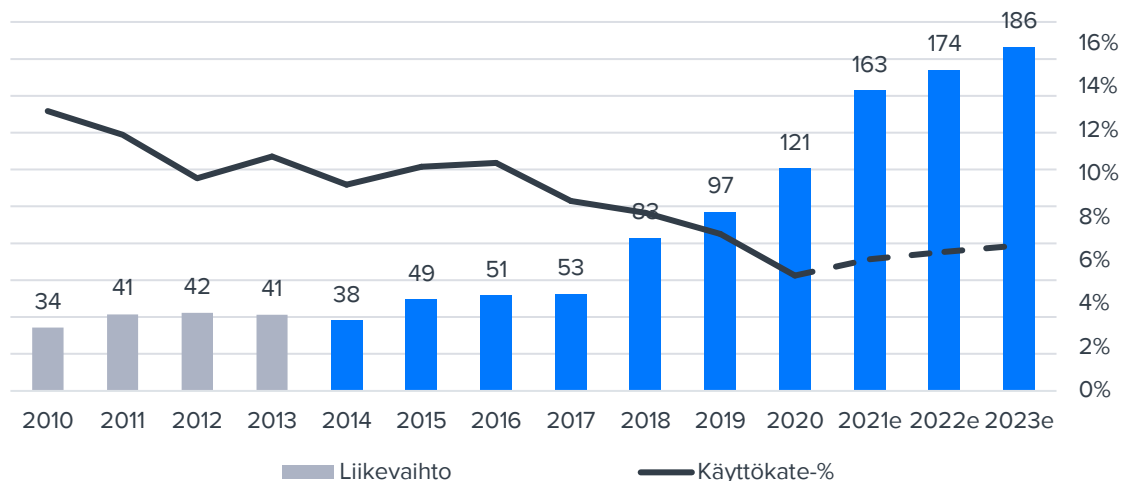
Arvioitu EV  
**64,1**  
MEUR

Omistus  
**66,4 %**  
H1'21

Omistus  
**30,5**  
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
- 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 6,5x 2021-ennusteilla
- Alennus verrokkeihin on 40 %, 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 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. Uusimpana aluevaltauksena yhtiö toteutti yritysoston Ruotsissa

## Sijoitustarina

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

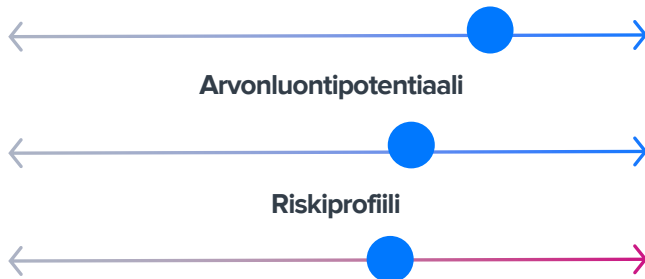
## Liiketoimintamalli

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  
**6,5x**  
2022e

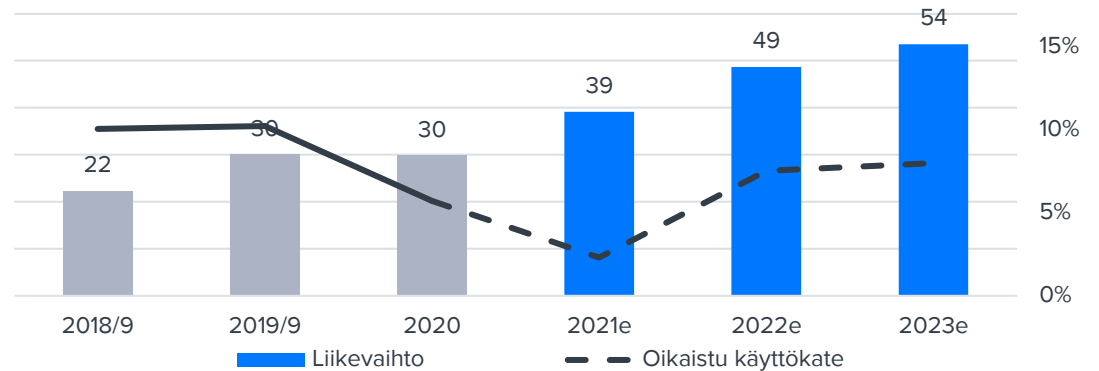
Arvioitu EV  
**23,8**  
MEUR

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

Omistus  
**10,3**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:

### Sala Brand AB:n yritysosto tukee kasvua eteenpäin mentäessä (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 6,5x 2022-ennusteilla
- Olemme siirtyneet katsomaan 2022-kertoimia, sillä yritysosto näkyy jo NRG:n taseessa, mutta tuloslaskelmassa vasta H2'21 luvuista alkaen

# Logistikas

Logistikas on Sievi Capitalin tuorein hankinta, joka 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.

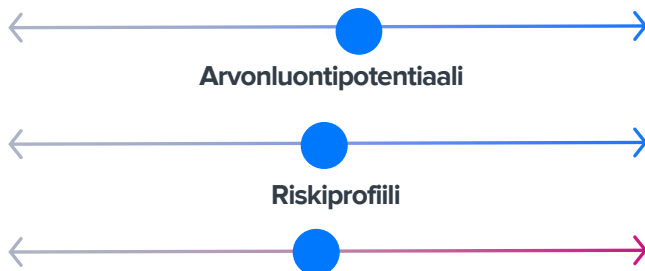
## Sijoitustarina

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  
**5,0x**  
2022e

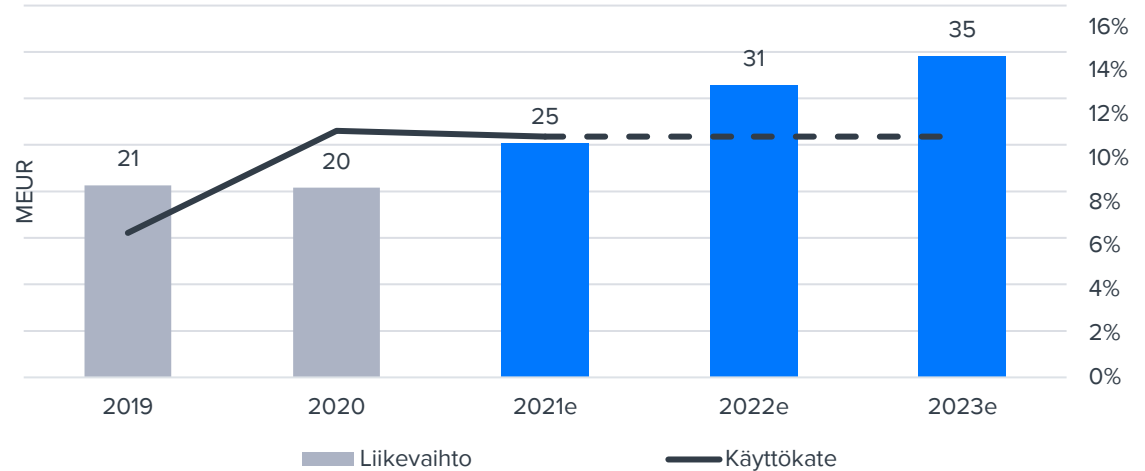
Arvioitu EV  
**17,3**  
MEUR

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

Omistus  
**9,8**  
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
- 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 5,0x 2022-ennusteilla
- Olemme siirtyneet katsomaan 2022-kertoimia, sillä heinäkuussa toteutettu yritystosto näkyy tuloslaskelmassa täysimääräisesti vasta vuonna 2022

\*2019 luvut pro-forma lukuja

# Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBIT 21	P/E 2021	EV/S 21
Surteco Group	670	5,6	9,5	13,2	0,8
Nobia	1357	7,1	12,1	13,6	1,0
Ethan Allen Interiors	448	-	-	10,7	-
DFS Furniture	1436	3,4	5,5	8,2	0,7
Maisons du Monde	1564	6,3	16,5	17,2	1,3
Sanderson Design	155	10,0	19,9	27,3	1,4
Leon's Furniture	1386	4,6	NaN	9,5	0,7
Williams-Sonoma	9942	8,1	9,8	19,4	1,3
<b>Mediaani</b>	<b>1372</b>	<b>6,3</b>	<b>11,0</b>	<b>13,4</b>	<b>1,0</b>
Indoor Group (IFRS)	215	6,0	13,0	12,8	1,0
Erotus -%	-84 %	-4 %	18 %	-5 %	-1 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
Ponsse Oyj	1200	11,8	10,8	0,8
Palfinger AG	1793	7,2	6,9	2,2
Volvo AB	47995	6,1	5,3	1,1
Deere & Co	135576	12,1	10,8	0,7
Komatsu Ltd	26702	13,0	8,3	0,2
AGCO Corp	9896	8,0	7,1	0,5
Terex Corp	3336	9,5	7,4	0,7
Caterpillar Inc	123962	13,1	11,5	1,0
<b>Mediaani</b>	<b>18299</b>	<b>10,7</b>	<b>7,8</b>	<b>1,3</b>
KH-Koneet Group	64	6,5	5,8	0,4
Erotus -%	-100 %	-39 %	-26 %	-69 %

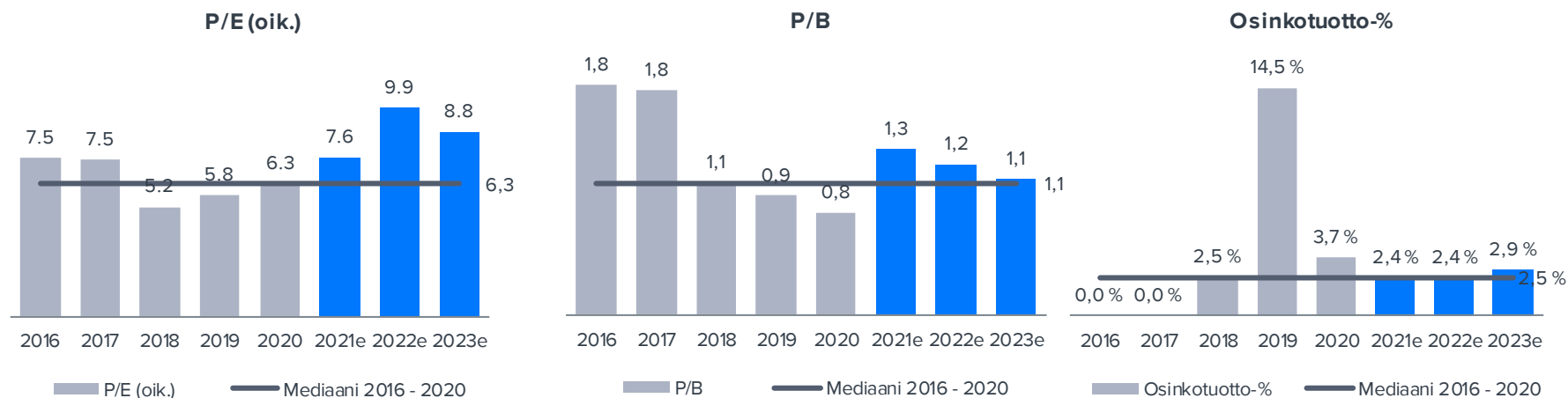
Logistikas	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
DSV Panalpina A/S	49951	20,2	19,0	2,5
Elanders AB	851	5,7	5,2	0,8
Kuehne und Nagel	36472	12,7	14,0	1,3
PostNL NV	2496	5,9	6,1	0,7
Logwin AG SA	676	4,1	4,2	0,3
Deutsche Post AG	85721	7,6	7,6	1,1
Wincanton PLC	755	5,7	4,8	0,4
Jetpak Top Holding AB	149	9,7	8,0	1,3
Oesterreichische Post AG	2919	9,0	8,9	1,3
Bpost SA	2162	4,1	4,0	0,6
ID Logistics SAS	2048	7,2	6,5	1,0
<b>Mediaani</b>	<b>18405</b>	<b>7,2</b>	<b>6,5</b>	<b>1,0</b>
Logistikas	17	6,2	5,0	0,7
Erotus -%	-100 %	-14 %	-23 %	-30 %

Nordic Rescue Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
Rosenbauer International AG	738	8,5	7,4	NaN
Oshkosh Corp	6513	10,9	8,7	1,0
Morita Holdings Corp	397	NaN	NaN	NaN
REV Group Inc	1130	8,3	6,8	0,5
<b>Mediaani</b>	<b>1130</b>	<b>8,5</b>	<b>7,4</b>	<b>0,8</b>
Nordic Rescue Group	23,8	26,4	6,5	0,6
Erotus -%	-98 %	211 %	-12 %	-19 %

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,29	1,65	1,22	1,28	1,08	<b>2,06</b>	<b>2,06</b>	<b>2,06</b>	<b>2,06</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>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>
Yritysarvo (EV)	64	112	74	42	54	<b>102</b>	<b>101</b>	<b>99</b>	<b>96</b>
P/E (oik.)	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	<b>7,6</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>
P/E	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	<b>7,6</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>
P/Kassavirta	2,7	4,5	4,4	8,1	5,7	<b>6,6</b>	<b>9,8</b>	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>
P/B	1,8	1,8	1,1	0,9	0,8	<b>1,32</b>	<b>1,20</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
P/S	36,8	65,5	19,0	>100	19,6	<b>31,4</b>	<b>59,7</b>	<b>59,7</b>	<b>39,8</b>
EV/Liikevaihto	31,8	76,6	19,9	83,3	16,9	<b>27,0</b>	<b>50,6</b>	<b>49,3</b>	<b>31,9</b>
EV/EBITDA (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	<b>5,4</b>	<b>6,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>
EV/EBIT (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	<b>5,4</b>	<b>6,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	12,8 %	83,5 %	23,4 %	<b>18,3 %</b>	<b>24,1 %</b>	<b>25,6 %</b>	<b>23,9 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	14,5 %	3,7 %	<b>2,4 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>3,1 %</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 (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 käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa 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 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 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 €
18.8.2021	Lisää	2,10 €	2,06 €

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.**