

Sievi Capital

Yhtiöraportti

20.2.2023 19:03



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Huonekalumarkkinan vastatuulet vahvistuneet

Laskemme Sievin tavoitehintamme 1,35 euroon/osake (aik. 1,40 €) ja suosituksen lisää tasolle (aik. osta). Olemme laskeneet Indoorin lähikvartaalien ennusteitamme, sillä Q4:llä huonekalukaupan markkinan lasku näyttää kiihtyneen. Laskimme hieman Indoorin ennusteita ja arvoa. Tällä oli laskeva vaikutus Sieville arvioimaamme osien summaan, joka laski tavoitehintamme tahdissa. Isossa kuvassa Sievin sijoitustarina on ennallaan ja uudistettu strategia (kts. tarkemmin [täältä](#)) tarjoaa mielestämme uskottavan reitin osissa piilevän arvon esiin tuomiseksi.

Muokkasimme Indoorin ennusteitamme markkinadatan ja kaupan alan TES-ratkaisun myötä

Laskimme Indoorin ennusteitamme, sillä huonekalualan markkinan lasku on tilastokeskuksen datan perusteella kiihtynyt Q4:llä 6 %:iin edellisestä kvartaalista (-3 %), jolloin Indoor yllätti meidät olosuhteisiin nähden vielä hyvällä tuloksella. Ennustamme Indoorille nyt Q4:lle noin 5 %:n myynnin laskua ja käyttökatteen (IFRS) laskua 6,9 MEUR:oon (Q4'21: 7,3 MEUR). Odotamme yhtiön myynnin kehittyneen hieman markkinaa paremmin, koska 10 Sotka-myymälää on tullut osaksi yhtiön omaa liiketoimintaa kvartaalin aikana. Indoor käynnisti myös jo elokuussa koko henkilöstöä koskevat yt-neuvottelut. Odotamme näistä koituneiden säästöjen vaimentavan tulospudotusta. Muokkasimme myös lähivuosien kuluennusteitamme [kaupan alan TES-sovun](#) mukaisiksi. Indoorin 2023 käyttökatteen odotamme nousevan nyt 28,7 MEUR:oon (2022e 22,4 MEUR), mikä on hieman alle ennen pandemiaa olleen tason. Ennakoimme H1'23:sta tulevan huonekalualalle vielä vaikean, mutta H2'23:lle odotamme osan kuluista kääntyvän laskuun (rahti ja ostohinnat). Myös Q1:llä maaliin tuleva ERP-uudistus laskee kuluja vuositasolla 4 MEUR:illa. Indoor-omistuksen arvo on nyt 33 MEUR (aik. 35 MEUR) ja 2023e P/E-kerroin 10x.

Muiden omistusten valuatiot ovat ennallaan ja tarkastelemme niitä jälleen Q4-raportin perusteella

KH-Koneiden tulos on viime vuodet kehittynyt vahvasti, 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 voimakkaan kasvun jatkuessa voisi yhtiö kasvattaa arvoaan vielä selvästi. Osien summa sisältää myös Logistikaksen (7 MEUR), HTJ:n (10 MEUR), NRG:n (1,6 MEUR) sekä konsernikulujen diskontatun nykyarvon (-14,5 MEUR), verovelat (-4,4 MEUR) sekä nettokassan (-7,2 MEUR). Olemme valuoineet Sievin osat tulos pohjaisesti erikseen käyttäen suhteellisen konservatiivisia arvostuskertoimia (~EV/EBITDA 5-6x), jotka ovat yleisessä käytössä listaamattomille yhtiöille.

Osissa on piilevää arvoa myös soveltamillamme konservatiivisilla ennusteilla ja arvostuksilla

Sievi Capitalille laskemamme osien summa on nyt noin 78 MEUR tai 1,35 euroa per osake myös käyttämillämme konservatiivisilla oletuksilla ja tähän suhteutettuna osake on mielestämme edelleen 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.

Suositus

Lisää

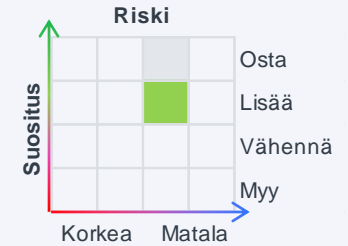
(aik. Osta)

1,35 EUR

(aik. 1,40 EUR)

Osakekurssi:

1,20



	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT oik.	20,2	-8,5	11,3	12,8
Nettotulos	18,4	-6,9	9,0	10,2
EPS (oik.)	0,32	-0,12	0,16	0,18
P/E (oik.)	6,1	neg.	7,5	6,6
P/B	1,2	0,8	0,7	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	5,3	neg.	5,5	4,8
EV/EBITDA	5,3	neg.	5,5	4,8

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

Ei ohjeistusta

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



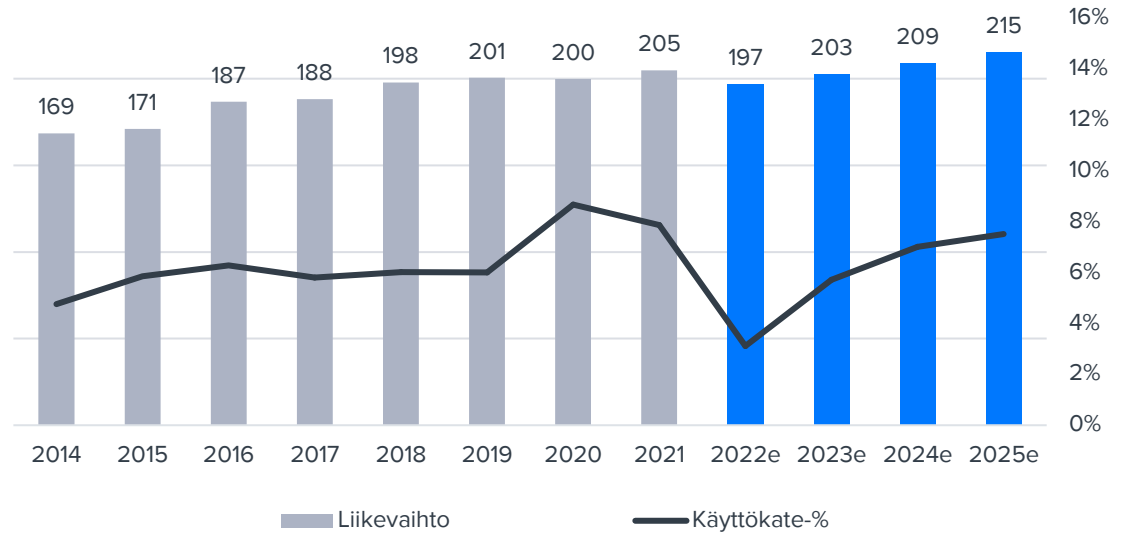
EV/EBITDA*
4,8x
2023e

Arvioitu EV*
135
MEUR

Omistus
58,3 %
2021

Omistus
33,3
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 linjassa verrokkiryhmään, kun ERP-järjestelmään liittyvä kertakulu oikaistaan.
- Odotamme, että yhtiö palaa jo vuoden 2023 jälkipuoliskolla jauhamaan jälleen hyvää osinkotuottoa Sievin omistajille

* 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 tulokasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



EV/EBITDA

6,0x
2022e

Arvioitu EV

87,0
MEUR

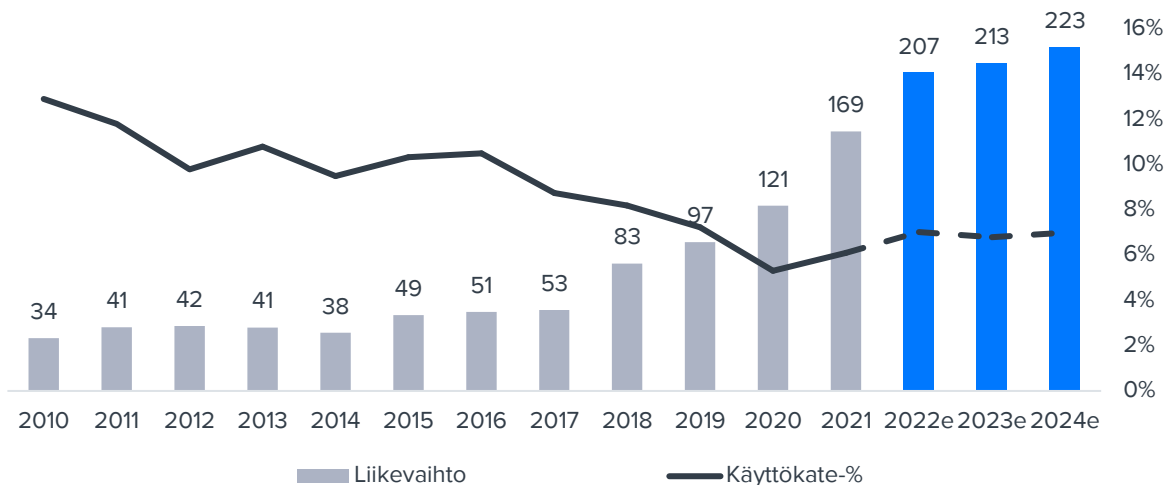
Omistus

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
- Kiristyvä 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.

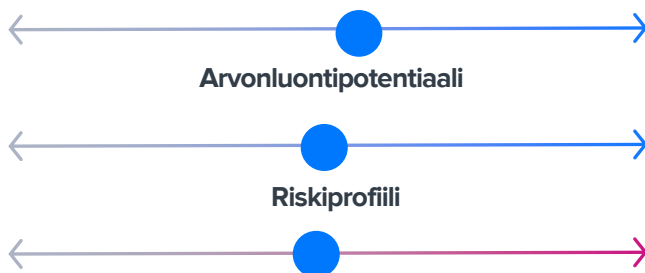
Liiketoimintamalli

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



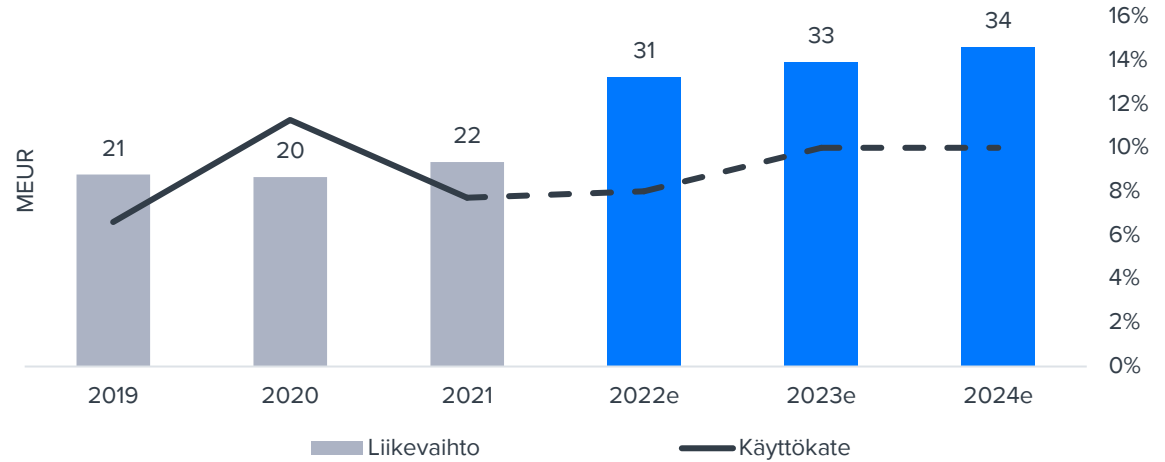
EV/EBITDA
6,5x
2022e

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
- Myynnin 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 hyväksyttävii kertomia 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 projektinjohdopalvelut.

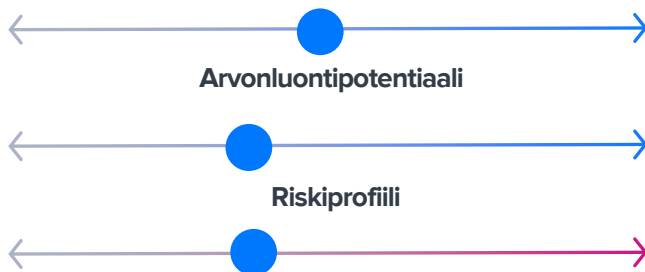
Sijoitustarina

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

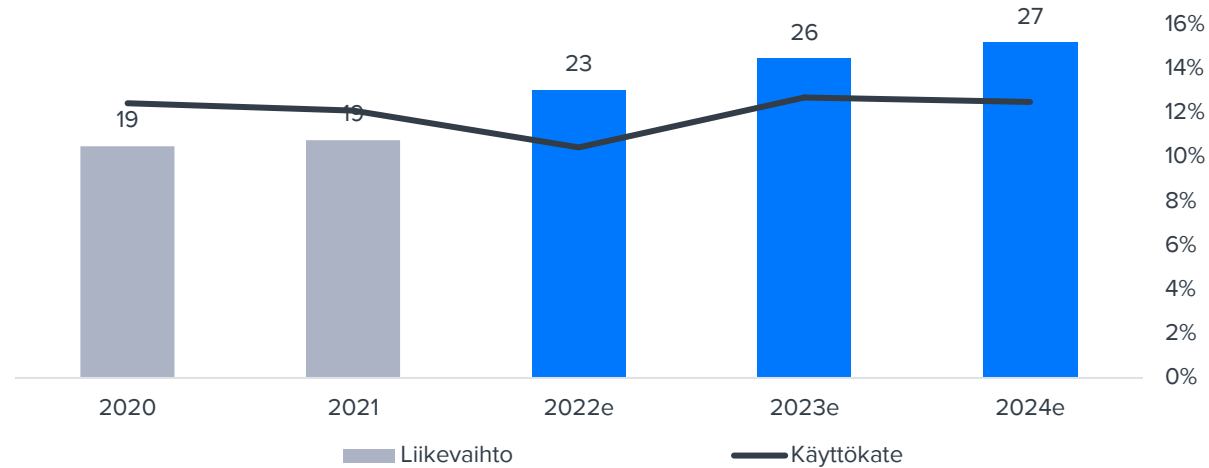
Omistus

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 tulosennusteessa.

Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	P/E 22	P/E 23
Surteco Group SE	477	5,6	5,2	11,6	11,9
Nobia AB	603	4,8	5,7	10,6	25,7
Maisons du Monde SA	1139	5,3	5,0	17,5	14,3
Leon's Furniture Ltd	1144	4,8	4,9	7,9	8,1
Williams-Sonoma Inc	1218	4,8	4,5	9,2	7,9
Mediaani	1139	4,8	5,0	10,6	11,9
Indoor Group (IFRS)	135	5,1	4,8	13,7	10,3
Erotus -%	-88 %	5 %	-6 %	29 %	-14 %

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

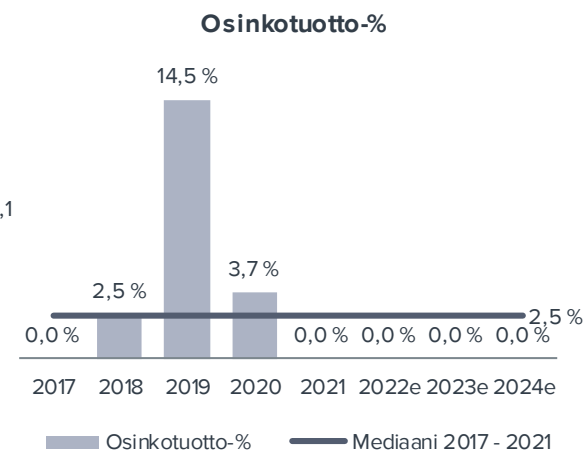
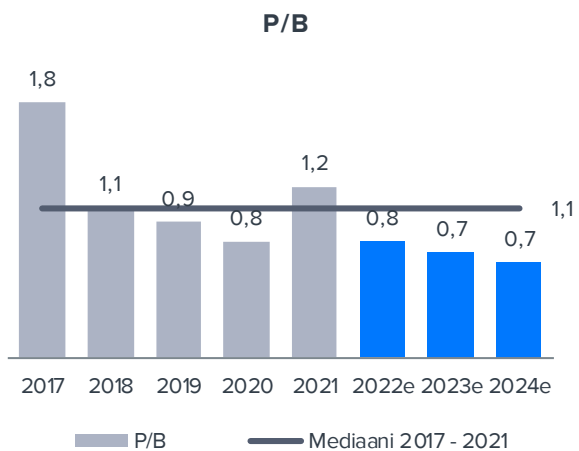
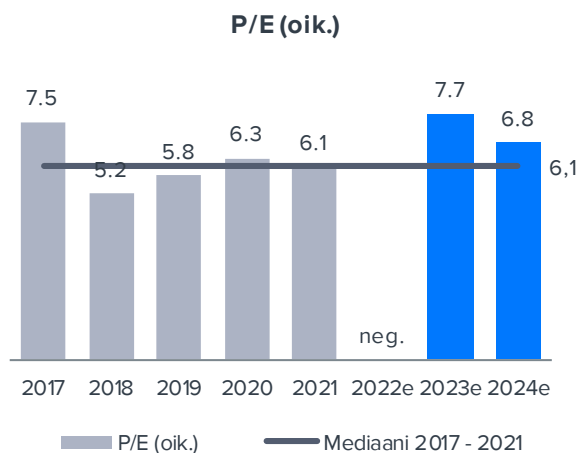
HTJ	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	EV/S 22
Sitowise Group Oyj	261	10,6	8,8	1,3
Sweco AB (publ)	4750	18,2	15,9	2,2
Afry AB	2348	10,9	9,8	1,1
Rejlers AB (publ)	314	8,9	8,3	1,0
WSP Global Inc	17599	16,7	14,1	2,9
Etteplan Oyj	450	9,3	8,7	1,3
Arcadis NV	4798	12,9	9,7	1,3
Mediaani	2348	10,9	9,7	1,3
HTJ	20	8,4	6,3	0,9
Erotus -%	-99 %	-22 %	-35 %	-31 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	P/E 22	P/E 23
Ponsse Oyj	793	10,1	9,1	19,8	16,1
Palfinger AG	1722	7,6	6,8	14,4	12,2
Volvo AB	50113	8,3	8,4	11,2	12,0
Deere & Comp	167823	16,5	13,9	18,9	15,1
Caterpillar Inc	148134	15,1	13,3	17,8	15,6
AGCO Corp	10306	7,3	6,3	11,7	10,2
Terex Corp	4046	9,4	8,0	13,8	11,7
Mediaani	10306	9,4	8,4	14,4	12,2
KH-Koneet Group	87	6,0	6,0	7,2	7,4
Erotus -%	-99 %	-36 %	-28 %	-50 %	-39 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,65	1,22	1,28	1,08	1,92	1,20	1,20	1,20	1,20
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	70	70	70	70
Yritysarvo (EV)	112	74	42	54	107	66	65	64	62
P/E (oik.)	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	neg.	7,7	6,8	6,0
P/E	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	neg.	7,7	6,8	6,0
P/Kassavirta	4,5	4,4	8,1	5,7	4,8	neg.	7,1	6,3	5,7
P/B	1,8	1,1	0,9	0,8	1,2	0,81	0,74	0,7	0,6
P/S	65,5	19,0	>100	19,6	9,7	34,8	34,8	23,2	23,2
EV/Liikevaihto	76,6	19,9	83,3	16,9	9,3	32,9	32,4	21,2	20,6
EV/EBITDA (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	neg.	5,7	5,0	4,3
EV/EBIT (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	neg.	5,7	5,0	4,3
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 (välttämättä ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen 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/>

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

Suosituksien historia (>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 €
21.2.2023	Lisää	1,35 €	1,20 €

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.**