

Sievi Capital

Yhtiöpäivitys

25.2.2021

- Nostamme Sievi Capitalin tavoitehintamme 1,30 euroon (aik. 1,15 euroa) ja toistamme osta-suosituksen
- Nostimme arviotamme Indoor Groupin arvosta sen vuolaan rahavirran ylitettyä jälleen odotuksemme
- Myös KH-Koneiden ja Logistikaksen arvoon teimme pieniä positiivisia tarkennuksia
- Arvioimamme nousuvara sekä turvallinen osinkotuotto pitävät tuotto-odotuksen mielestämme houkuttelevana ja näkemyksemme mukaan pääomistajan myyntien takia osakkeen arvostus on jäänyt jälkeen omistusportfolion hyvästä kehityksestä

Indoorin kassakone kilisee edelleen houkuttelevasti

Nostamme Sievi Capitalin tavoitehintamme 1,30 euroon (aik. 1,15 euroa) ja toistamme osta-suosituksen. Nostimme arviotamme Indoor Groupin arvosta sen vuolaan rahavirran ylittettyä jälleen odotuksemme. Myös KH-Koneiden ja Logistikaksen arvoon teimme pieniä positiivisia tarkennuksia. Arvioimamme nousuvara sekä turvallinen osinkotuotto pitävät tuotto-odotuksen mielestämme houkuttelevana ja näkemyksemme mukaan pääomistajan myyntien takia osakkeen arvostus on jäänyt jälkeen omistusportfolion hyvästä kehityksestä.

Indoorin kannattavuuteen keskittyvä strategia sai jo hyviä tuloksia aikaan aktiivisemmalla hinnoittelulla

Kommentoimme Sievin tilinpäätösraporttia kokonaisuutena tuoreeltaan [täällä](#). Raportin tähtenä oli jälleen tärkein omistus Indoor, jonka 2020 käyttökate kasvoi yli 50 %:lla 17,3 MEUR:oon ylittäen myös odotuksemme noin 20 %:lla. Tarkistimme ennusteitamme ylöspäin ja odotamme yhtiön 2021 käyttökateen säilyvän vahvalla 15,0 MEUR:n tasolla strategian toteutuksen tukiessa kannattavuutta myös ”kotoilun” luoman väliaikaisen myötätuulen hiivuttua. Nostimme arviotamme Sievin Indoor-omistuksen arvosta 46,5 MEUR:oon (aik. 40,7 MEUR). Sievi nosti myös Q4:llä Indoorista osinkoina reilut 0,5 MEUR aiemman 2,0 MEUR:n päälle. Verovapaita osinkoja emolle on myös jatkossa odotettavissa yhtiön nettovelkojen laskettua matalaksi vain 2,7 MEUR:oon. Käsityksemme mukaan myös nykyisen strategian investointitarpeet ovat rajalliset, vaikka mm. Askon ja Sotkan tietojärjestelmiä yhdistetään.

KH-Koneissa Ruotsin tarjooma on saatu nopeasti hyvään asentoon

Myös KH-Koneissa 2020 käyttökate (6,4 MEUR vs. 6,0 MEUR) ylitti ennusteemme ja positiivista on ollut myös se, että Ruotsin tarjoomaa on vahvistettu lyhyessä ajassa selvästi Wacker Neusonin ja Kramerin maahantuonnilla sekä konevuokraamon (S-Rental) hankinnalla. Ne luovat mielestämme hyvät lähtökohdat nostaa Ruotsin kannattavuutta lähemmäksi Suomen tasoja lähivuosina. Nostimme lähivuosien ennusteitamme hieman sekä arviotamme KH-Koneiden omistuksen arvosta 18,3 MEUR:oon (aik. 15,4 MEUR). Myös Logistikaksen käyttökate ylitti ennusteemme (2,3 MEUR vs. 2,0 MEUR) ja samalla myös sen nettovelat olivat laskeneet nopeasti kaupanteon 3,0 MEUR:sta 2,3 MEUR:oon. Tarkistimme arviomme Logistikas-omistuksen arvosta 7,5 MEUR:oon (aik. 6,8 MEUR). NRG:n käyttökate jäi odotuksistamme, mutta sen suhteen luottamuksemme kasvunäkymään säilyi, sillä sen perustaa on vahvistettu ja tuotannon pullonkauloja on onnistuttu ratkaisemaan. Pidimme arviomme NRG:n omistuksen arvosta ennallaan 9,3 MEUR:ssa. Vuoden 2020 konsernikulut 1,6 MEUR ylittivät odotuksemme sijoitustiimin kasvettua viiteen henkilöön ja nostimme niiden negatiivista painoa 11,7 MEUR:oon (aik. 10,8 MEUR) osien summassamme.

Tuotto-odotus on edelleen houkutteleva kun nousuvara ja osinko huomioidaan

Päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 75,1 MEUR tai 1,30 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on edelleen selvästi aliarvostettu. Pidämme yhtiön nykyistä 3-4 %:n osinkotuottoa myös jatkossa realistisena tasana omistusten tuottaessa positiivista kassavirtaa, mikä tukee osaltaan seuraavan 12kk tuotto-odotusta. Sievin taseen osakekohtainen substanssi nousi tilinpäätöksessä 1,33 euroon johdon nostettua jälleen myös omaa arviotaan Indoorin käyvästä arvoista. Nykyinen P/B 0,9x on yhtiölle edelleen matala, mitä emme pidä perusteltuna huomioiden hyvät historialliset näytöt ja omistusten maltilliset arvostukset taseessa. Myös vuonna 2020 sijoitusyhtiön ROE-% kyettiin pitämään lähellä tavoitteiden mukaista 13 % huolimatta etenkin keväällä vallinneesta haastavasta toimintaympäristöstä sekä salkun vuoden alun isosta käteispainosta.

Analytytikot



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



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

Suositus

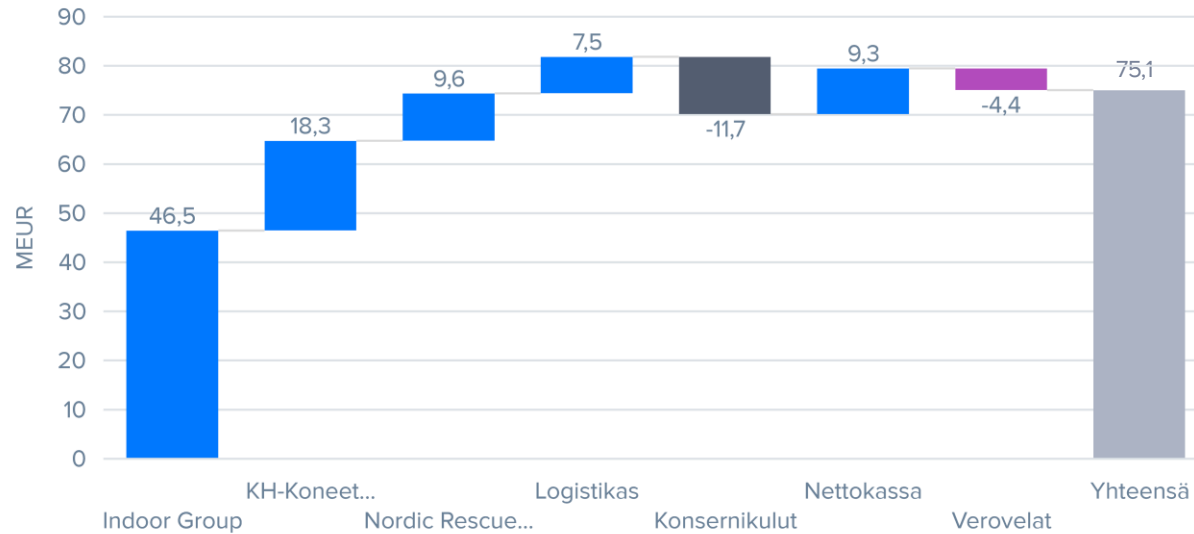


Osta
(aik. Osta)
1,30 EUR
(aik. 1,15 EUR)
Osakekurssi:
1,19

Katso Sievi Capitalin toimitusjohtajan tulospäivän haastattelu tästä linkistä



Osien summa



MCAP
70
MEUR

EV
61
MEUR

Osinko
3,3 %
2020

P/B
0,9x
2020

Arvoajurit

- Omistusten liiketoimintojen kasvun ja kannattavuuden kehittyminen oikeaan suuntaan
- Yritystoissa onnistuminen myös jatkossa
- Onnistuneet irtautumiset portfolioyhtiöiden kypsyyttä

Riskitekijät

- Suomen talustilanteen heikkeneminen koronavirukseen myötä
- Uusi merkittävä tautiaalto sekä lock downien toistuminen painaisi Indooria
- Portfolion yhtiöistä KH-Koneet Group on syklinen
- Yritystoissa epäonnistuminen

Arvostus

- Osien summaan 1,30 euroa suhteutettuna osake on aliarvostettu
- Myös P/B 0,9x on yhtiölle historiallisiin tasoihin verrattuna matala
- Noin 3-4 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta

Tulos ylitti kokonaisuutena odotuksemme

Indoorilta todella vahva suoritus

Indoor Groupin 2020 liikevaihto kasvoi linjassa odotustemme kanssa noin 200 MEUR:oon, mutta sen käyttökatemarginaali vahvistui edellisvuodesta selvästi ollen 8,7 % (2019: 6,0 %). Yhtiö lanseerasi kesällä kannattavuuden parantamiseen tähtäävän strategian ja jo tänä vuonna siinä saatiin hyviä tuloksia. Yhtiö kertoi erityisesti bruttokate-%:n kehittyneen positiivisesti, joka oli vuoden jälkipuoliskolla seurausta yhtiön hinnoitteluun tekemistä muutoksista. Myös verkkokaupan osalta kehitys oli vahvaa sen osuuden noustua jo yli 10 %:iin kokonaisuutena.

Sievi nosti jälleen myös Indoorin arvoa reippaasti taseessaan 41,5 MEUR:oon (Q3'20: 35,6 MEUR), mikä selitti pitkälti myös Sievin osakekohtaisen substanssin nousua 1,33 euroon/osake (Q3: 1,25 euroa/osake).

KH-Koneiden kehitys ylitti myös hieman odotukset

KH-Koneiden 2020 liikevaihto kasvoi myös vahvasti 25 %:lla ollen 120 MEUR ja ylittäen selvästi odotuksemme (ennuste 106 MEUR). Yhtiön käyttökate oli sen sijaan lähempänä odotuksiamme ollen 6,4 MEUR (ennustemme 6,0 MEUR). Liikevaihdon kasvu ja kannattavuuden lasku olivat kokonaisuudessaan seurausta Ruotsissa 2019 ja 2020 toteutetuista yritysostoista.

NRG:n vuosi 2020 jäi vaisuksi

Nordic Rescue Groupin (NRG) 2020 liikevaihto oli odotetusti 30 MEUR, mutta sen käyttökate laski odotuksiamme enemmän ollen 1,7 MEUR (ennuste 2,4 MEUR). NRG:n toimintaympäristö oli vaikea etenkin keväällä, mutta hyvää oli, että markkinatilanne oli vuoden jälkipuoliskolla palautunut kokonaisuutena katsoen jo normaalille tasolle.

Logistikaksen loppuvuosi jatkoi vahvaa kehitystä

Uusimman yritysoston eli Logistikas-konsernin 2020 liikevaihto osui myös ennusteeseemme ollen 20,0 MEUR, mutta sen käyttökate 2,3 MEUR ylitti odotuksemme (2,0 MEUR) lievästi. Kannattavuusparannus oli seurausta kannattavampien logistiikkapalveluiden kasvaneesta osuudesta myynnistä.

Osinko oli odotusten mukainen

Osinkoehdotus oli odotetusti Sievin tavoitteiden mukainen 0,04 euroa/osake. Emoyhtiön 2020 kulut olivat 1,6 MEUR ja ylittivät hieman odotuksemme. Tämä johtui siitä, että yhtiö on kasvattanut sijoitustiimiään viimeisen vuoden aikana ja nyt se koostuu 5 henkilöstä. Nettokassa oli silti odotuksiamme lievästi korkeampi 9,3 MEUR, mm. Indoorista nostetuista osingoista johtuen.

Liikevaihto	2019	2020	2020e	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. inderes
Nordic Rescue Group	29,1	29,8	30,0	-1 %
Indoor Group	200,7	200	198,1	1 %
KH-Koneet Group	96,8	120,5	105,9	14 %
Logistikas	20,7	20,0	20,4	-2 %
Käyttökate (oik.)	2019	2020	2020e	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. inderes
Nordic Rescue Group	4,0	1,7	2,4	-29 %
Indoor Group	11,4	17,3	14,6	18 %
KH-Koneet Group	7,0	6,4	6,0	7 %
Logistikas	1,4	2,3	2,0	18 %

Katso yhtiön webcast-lähetys tilinpäätöksen sisällöstä sekä esittely uusimmasta ostokohteesta Logistikaksesta



Muutokset osien summaan esitetty kuvaajassa

Nostimme Indoorin tulosen nusteitamme

Indoor on asettanut vuoteen 2025 ulottuvalla strategiakaudellaan tavoitteeksi huomattavan parannuksen kannattavuudessa. Kannattavuuden parannus eteni odotuksiamme nopeammin jo 2020 jälkipuoliskolla, mikä lisäsi luottamustamme yhtiön etenemiseen. Nostimme ennusteitamme (s.8) ja odotamme nyt yhtiön kykenevän myös pandemian jälkeen noin 15 MEUR:n käyttökatetasoihin sisäisten toimien tukiessa kannattavuutta, vaikka ”kotoiluun” antama myötätuuli markkinalle päättyikin. Keskeisiä sisäisiä toimia vuonna 2021 ovat muun muassa käynnissä olevan ERP-järjestelmän uudistusprojekti, ketjubrandien uudistaminen, monikanavaisen toimintamallin sekä valikoiman ja hinnoittelun edelleen kehittäminen.

Yhtenä lyhyen ajan riskinä ennusteillemme näemme toimialaa vaivanneet tuotteiden saatavuushaasteet,

jotka yhtiö on toistaiseksi selvittänyt. Myös Askon oma Insofa-tehdas pienentää hieman toimitushaasteisiin liittyviä riskejä.

KH-Koneet hyvissä asemissa, vaikka epävarmuus ei olekaan vielä poistunut

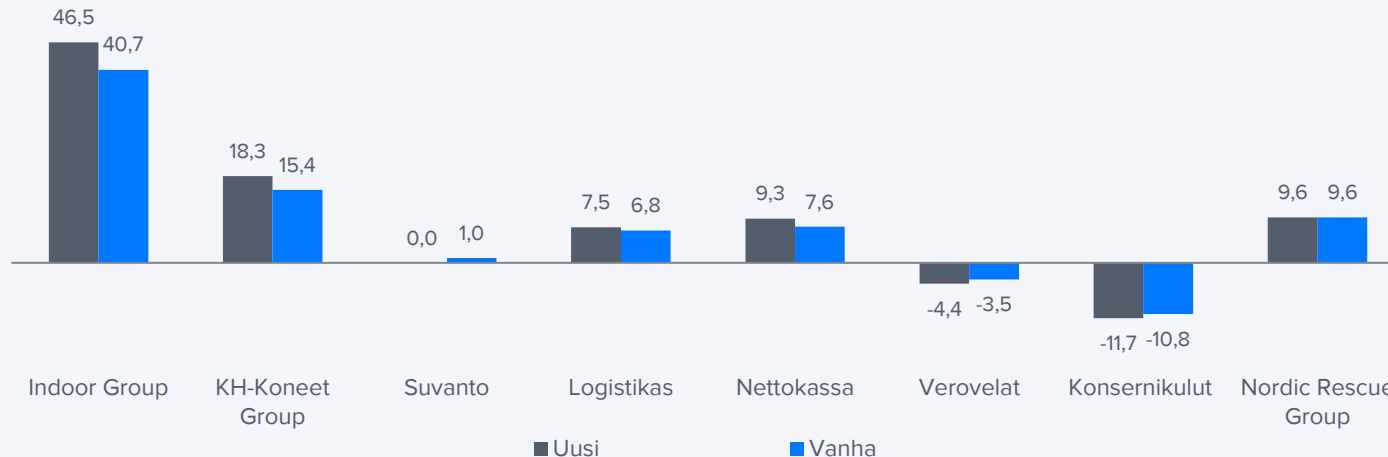
Sievi kertoi, että KH-Koneiden näkymä on edelleen sumuinen. Yhtiön kerrottiin tavoittelevan kuitenkin vuonna 2021 markkinaosuuksiensa kasvattamista, johon erityisesti Ruotsissa nähdään merkittävää potentiaalia. Panostuksia jatketaan myös viime vuodet hyvin kasvaneeseen vuokrausliiketoimintaan sekä huolto- ja varaosaliiketoimintaan. Arvioimme näiden panostusten tarjoavan myös erittäin hyvän pääoman tuoton niiden ollessa hyväkätteistä myyntiä. Viime vuonna Suomessa yhtiö onnistui myös laskeneessa markkinassa ottamaan markkinaosuuksiaan useissa tärkeissä tuoteryhmissä, mikä lupaa hyvää jatkoa ajatellen. Myös Ruotsin

tarjoomaa on vahvistettu lyhyessä ajassa mm. Wacker Neusonin ja Kramerin maahantuonnilla sekä konevuokraamon (S-Rental) hankinnalla. Mielestämme lähtökohdat ovat hyvät nostaa Ruotsin operaatioiden kannattavuutta lähemmäksi Suomen tasoa lähivuosina. Nostimmekin myös KH-Koneiden ennusteitamme hieman ja ennusteet on esitetty sivulla 9.

Suvanto myytiin aiemmin pois

Yhtiö irtautui Q4:llä aiemmin tiedotetun mukaisesti Suvanto Truckista ja kommentoimme muutosta tarkemmin [täällä](#). Päivitimme yrityskaupan muutokset nyt myös osien summaamme. Sievin taseen saamiset olivat kasvaneet 0,7 MEUR:oon ja käsityksemme mukaan tämä summa liittyy Suvannon uusilta omistajilta tuleviin loppuihin maksueriin, joiden pitäisi kotiutua vuoden 2021 aikana.

Muutokset osien summaan



Muutokset osien summaan esitetty kuvaajassa

NRG:n näkymät säilyivät hyvinä

Nordic Rescue Groupin (NRG) markkinatilanne lähti elpymään alkukesällä ja oli vuoden jälkipuoliskolla kokonaisuutena katsoen normaalilla tasolla. Alueellisesti Aasian markkinoilla aktiviteetti oli vahvaa loppuvuonna, kun taas monilla Euroopan markkinoilla markkinatilanne oli hiljaisempi. Yhtiön tilauskannan kerrottiin olevan kohtuullisen hyvällä tasolla ensimmäisen vuosipuoliskon osalta, mutta jälkimmäiselle vuosipuoliskolle tarvitaan vielä merkittävästi tilauksia, jotta yhtiön asettamiin tavoitteisiin päästäisiin.

Nordic Rescue Groupin vuosi koostui yhtiön prosessien ja liiketoimintamallin perustan vahvistamisesta. Yhtiöön rekrytoitiin uutta johtoa ja myös Vema Liftin tuotantokapasiteettia laajennettiin ja uusi tehdas otettiin käyttöön tammikuussa 2021.

Myös Sauruksella on tehty uudelleenjärjestelyjä projektinhallinnan ja tuotannosuunnittelun osalta, mikä parantaa toimitusvarmuutta ja mahdollistaa aiempaa suuremman tuotantokapasiteetin. Kapasiteetin kasvattamisen lisäksi NRG käynnisti myös toimenpiteitä tuotannon tehostamiseksi. Osin jo toteutetulla LEAN-toimintamallin käyttöönotolla tavoitellaan muun muassa läpimenoaikojen lyhentämistä, pääoman käytön tehostamista ja tuotekustannusten laskemista.

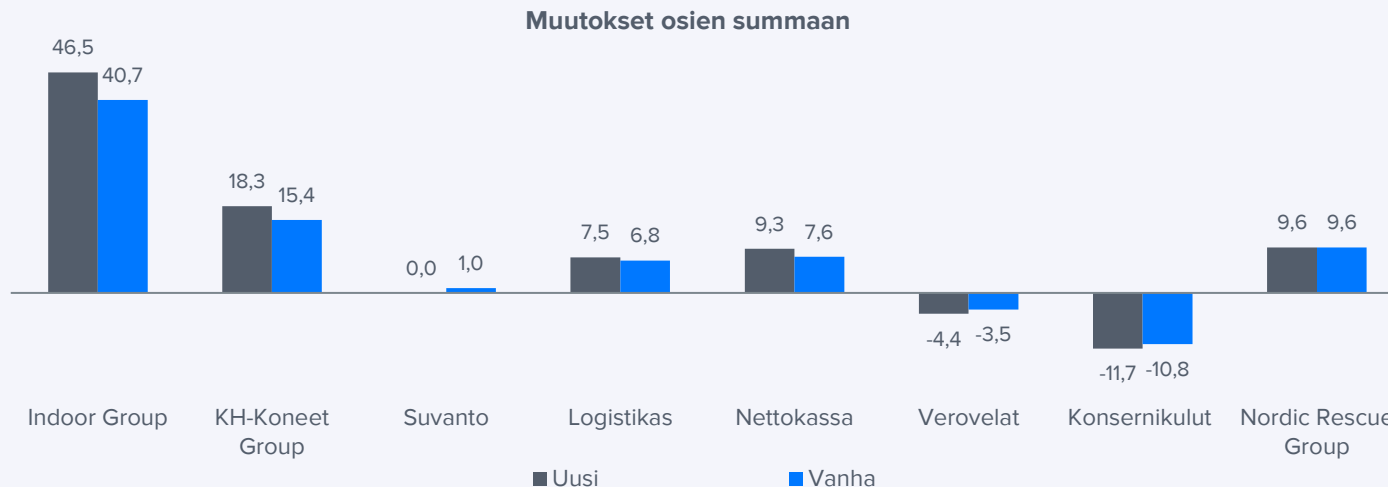
Tehdyt uudistukset mahdollistavat arviomme mukaan myös aiempaa paremmin tulevana vuosina tavoitellun kasvun. Tuotantokapasiteetti on ollut aiemmin selkeä skaalautuvuutta rajoittava tekijä.

Yhtiön kertoi myös myynnin fokuksen olevan vahvojen kotimarkkinoiden lisäksi hyvässä vedossa olevilla Aasian markkinoilla. Tämän lisäksi yhtiö

tulee vuonna 2021 tekemään lisäpanostuksia huoltoliiketoimintansa kasvattamiseksi. Yhtiön tilauskanta on kohtuullisen hyvällä tasolla ensimmäisen vuosipuoliskon osalta, mutta jälkimmäiselle vuosipuoliskolle tarvitaan vielä merkittävästi tilauksia, jotta yhtiön asettamiin tavoitteisiin päästäisiin. Emme tehneet merkittäviä muutoksia NRG:n ennusteisiimme (s.10) ja pidimme sen arvon ennallaan osien summassa.

Tuoreen yritystalon Logistikaksen arvossa myös pieni tarkennus ylöspäin

Nostimme lievästi Logistikaksen ennusteitamme (s.11) hyvän vuoden 2020 lopun kehityksen perusteella. Myös yhtiön nettovelat olivat laskeneet odotuksiamme nopeammin kaupanteon 3,0 MEUR:sta 2,3 MEUR:oon.



Arvostus jäänyt jälkeen hyvästä kehityksestä

Osien summa luo pohjan arvonmääritykselle

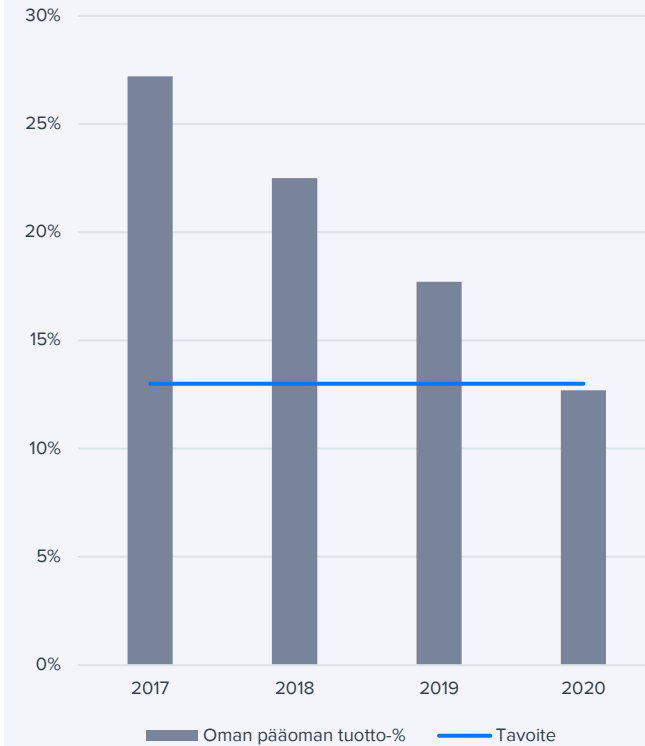
Päivittämämme yhtiökohtaiset ennusteet ja käyttämämme arvostuskertoimet on esitetty kokonaisuudessaan sivuilla 8-11. Sivulla 12 on esitetty, myös omistusten verrokkiryhmien arvostukset. Päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa (s.3) on 75,1 MEUR tai 1,30 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on edelleen selvästi aliarvostettu. Pidämme yhtiön nykyistä 3-4 %:n osinkotuottoa myös jatkossa realistisena tasona omistusten tuottaessa positiivista kassavirtaa, mikä tukee osaltaan 12 kk tuotto-odotusta. Näkemyksemme mukaan pääomistajan merkittävät myynnit ovat painaneet Sievin arvostusta alle sen käyvän arvon. Pidämme todennäköisenä, että arvostus liikkuu kohti käypää arvoa, kunhan myynnit on saatu päätökseen.

P/B alennus ei mielestämme perusteltu

Sievin taseen osakekohtainen substanssi nousi tilinpäätöksen yhteydessä 1,33 euroon johdon nostettua jälleen myös omaa arviotaan Indoorin käyvästä arvosta. Nykyinen P/B 0,9x on yhtiölle edelleen matala myös historiallisiin tasoihin verrattaessa. Emme pidä alennusta perusteltuna huomioiden hyvät historialliset näytöt ja taseen suhteellisen maltillisesti arvostetut omistukset.

Myös vuonna 2020 sijoitusyhtiön ROE-% kyettiin pitämään lähellä tavoitteiden mukaista 13 %:ia huolimatta etenkin keväällä vallinneesta haastavassa toimintaympäristössä sekä salkun vuoden alun isosta käteispainosta, joka oli seurausta iLOQ-irtautumisesta. Pidämme tätä erittäin hyvänä suorituksena, Myös nykyisen johdon aikana (toimitusjohtaja aloittanut 2018 ja talusjohtaja 2016) on Sievi kyennyt erinomaiseen pääoman tuottoon uudistetulla

sijoitusstrategiallaan (lue tarkemmin laajasta raportista sivulta 6 [täältä](#)). Mikäli Sievi kykenisi pitämään kestävästi yllä kyseistä pääoman tuottoa, voisi myös preemiohinnoittelua suhteessa taseen substanssiin pitää perusteltuna.



Indoor Group

Indoor Group on ollut Sievi Capitalille onnistunut sijoituskohde 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. Työntekijöitä yhtiöllä on yhteensä yli 600.

Liiketoimintamalli

Indoor Groupilla on Suomessa maanlaajuinen myymäläverkosto. Myös verkkokaupan merkitys on kasvanut yhtiön monikanavaisuutta hyödyntävässä liiketoimintamallissa (Click & Collect).

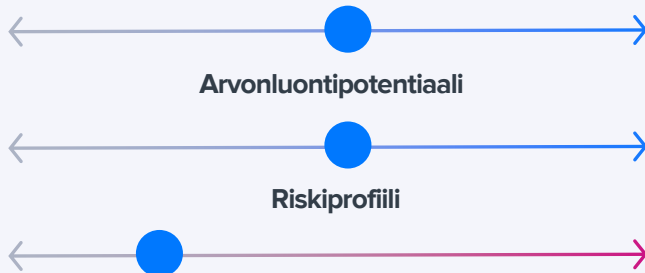
Sijoitustarina

Sievi Capital hankki enemmistöosuuden Indoor Groupista 2017 Keskolta. Vähemmistöomistajina ovat kolme Sotka-yrittäjää sekä Ilmarinen. Yhtiö on uuden omistajan alaisuudessa kasvanut lievästi markkinaa nopeammin tuottaen samalla vahvaa kassavirtaa.

Kilpailuetu

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

Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/EBITDA
5,5x
2021e

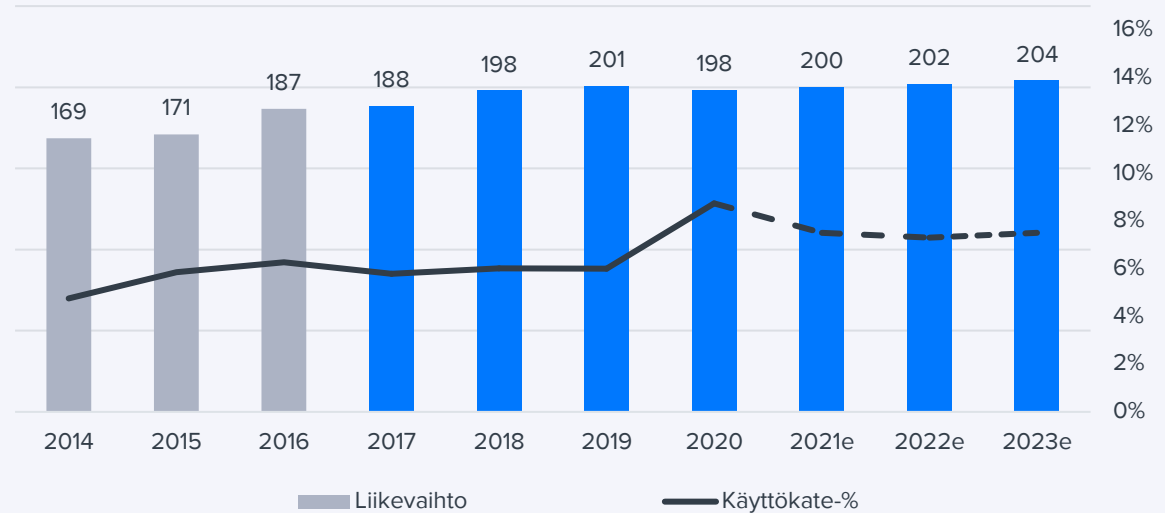
Arvioitu EV
82,5
MEUR

Omistus
58,2 %
2020

Omistus
46,5
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Indoor Group on rahavirtaa tuottava kassakone (MEUR)*



Arvoajurit

- Brändien terävöittäminen ja myyntikatteiden parantaminen
- Kasvun lähteenä uusiin tuoteryhmiin laajentuminen sekä verkkokauppa
- Vahva kassavirta ja hyvä pääoman tuotto
- Toiminnan tehostaminen Askon ja Sotkan taustaprosesseja yhdistämällä mm. ERP-järjestelmän uudistus



Riskitekijät

- Markkinan yleinen kasvu on ollut hidasta
- Kasvun pakottaminen kalliilla yritysostolla
- Kilpailun kiristyminen
- Taloustilanteen heikentyminen koronakriisin myötä
- Liikkumisrajoitusten uusiutuminen
- ERP-järjestelmän päivityksen onnistuminen



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5,5x 2021-ennusteilla
- Arvostus on linjassa verrokkiryhmän hinnoittelun kanssa, sillä yhtiön markkina-asema on Suomessa vahva, emmekä näe syytä alennukselle.

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 Suomessa erittäin kattava verkosto- ja palvelutarjonta. Väliportaita toimitusketjussa on vain vähän. Yhtiön liiketoimintamallissa myyjät ovat keskeisiä ja kulurakenne joustaa sen onnistumisen mukana.

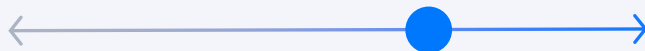
Sijoitustarina

Sievi Capital sijoitti KH-koneet Groupiin 2017. Erillisistä yhtiöistä kootun kokonaisuuden kasvu on ollut sijoitusaikana voimakasta erityisesti Kobelco-edustuksen hankinnan myötä. Hiljattain toteutetun yrityskaupan myötä yhtiö hakee kasvua myös Ruotsista

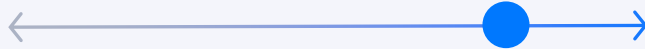
Kilpailuetu

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

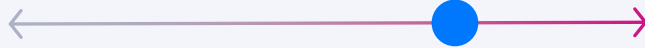
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



EV/EBITDA

6,2x
2021e

Arvioitu EV

47,4
MEUR

Omistus

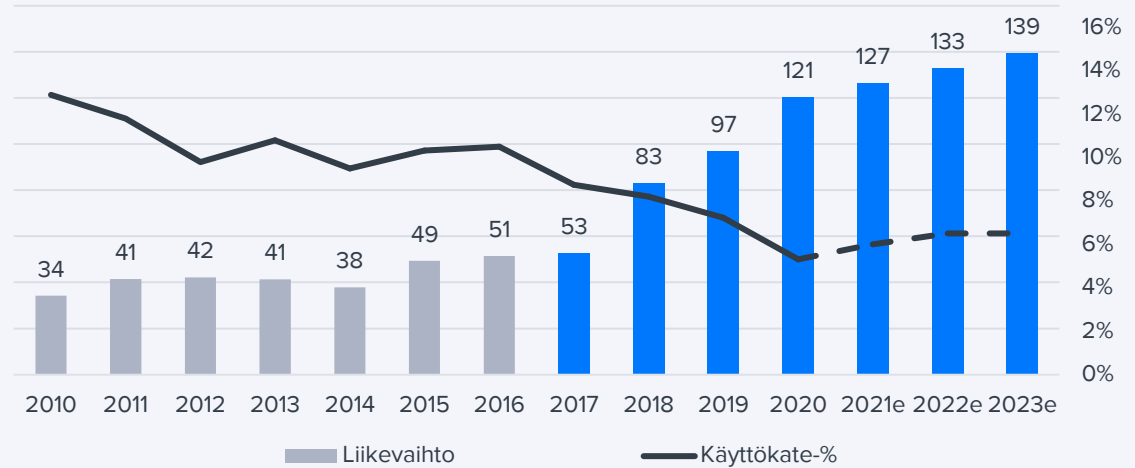
66,4 %
2020

Omistus

18,3
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Kasvu on ollut voimakasta (MEUR)



Arvoajurit

- Myynnin kasvu henkilöstöä lisäämällä
- Toiminnan laajentuminen uusiin ja kasvaviin kanaviin kuten vuokraustoimintaan
- Myyntimixin parantaminen mm. varaosamyyntiä nostamalla
- KH-koneiden toimintamallin tuonti myös Ruotsiin



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 6,2x 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. Kauppahinta oli mielestämme edullinen, sillä Sievi Capitalin sijoitus yhtiöön oli 8,3 MEUR.

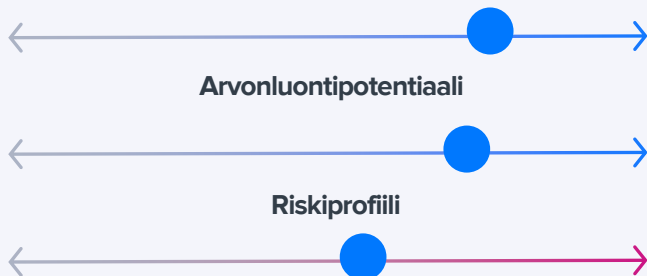
Yhtiökuvaus

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

Liiketoimintamalli

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

Arvio tuloskasvunopeudesta



Sijoitustarina

Sievi Capital hankki kokonaisuudesta 72,5 % ja Tesi 27,5 %. Yhtiöiden edellinen omistaja Kiitokori myi yhtiöt sukupolvenvaihdoksessa. Sievi Capitalin alaisuudessa yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet kiihdyttää jo hyvin edennyttä kansainvälistä kasvuaan.

Kilpailuetu

Yhtiölle kilpailuetua tuovat erityisesti oma tuotekehitys ja kilpailukykyinen tuoteportfolio, mistä osoituksena on myös vahva kansainvälinen kasvu. Vahvat brändit ja markkina-asema Suomessa, osaava henkilöstö ja pitkät asiakassuhteet tuovat myös kilpailuetua.

EV/EBITDA

7,0x
2021e

Arvioitu EV

22,4
MEUR

Omistus

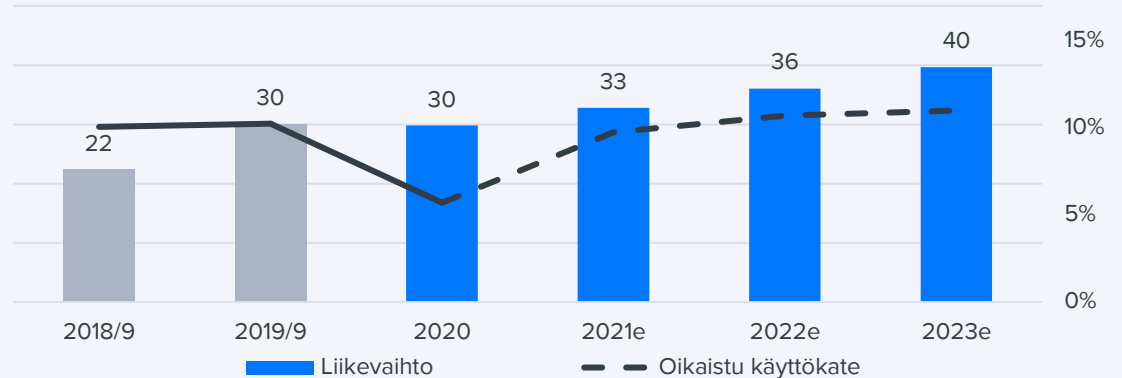
69,9 %
2020

Omistus

9,6
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Erityisesti edellinen tilikausi oli vahva (MEUR)



Arvoajurit

- Kansainvälisen liikevaihdon voimakkaan kasvun jatkaminen
- Tuotannon kapasiteetin kasvatus ja modernisointi 2021 valmistuvan uuden tehtaan avulla
- Tuotannon läpimenojen nopeuttaminen ja käyttöpääoman tehostaminen



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Pääasiakaskunnan eli kuntien heikko taloudellinen tilanne
- Avainhenkilöriskit
- Protektionismin lisääntyminen riski kv-kasvulle
- Koronanepidemian aiheuttamat tilausten siirtymiset



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 7x 2021-ennusteilla
- Alennus verrokkeihin on 22 % johtuen pääosin yhtiön selvästi pienemmästä koosta

Logistikas

Logistikas on Sievi Capitalin tuorein hankinta, joka toteutettiin vuoden 2020 joulukuussa. Kauppahinta oli mielestämme edullinen, sillä Sievi Capitalin sijoitus yhtiöön oli 5,6 MEUR.

Yhtiökuvaus

Konserni on muodostettu Logistikas Oy:stä sekä Logistikas hankinta Oy:stä. Yhtiö toimii Suomessa kuudella paikkakunnalla sekä omissa logistiikkakeskuksissa että asiakkaiden tiloissa. Konserni työllistää yhteensä noin 160 henkilöä.

Liiketoimintamalli

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

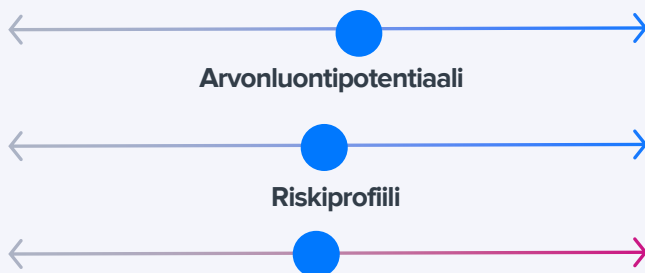
Sijoitustarina

Logistikas toimii kasvumarkkinalla. Ulkoistettujen logistiikkapalveluiden kysyntää kasvattaa niiden kyky tehostaa asiakkaan liiketoimintaa, sekä lisätä joustavuutta. Sievi Capitalin tuella yhtiö on alkanut tutkia myös yritysstomahdollisuuksia.

Kilpailuetu

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

Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/EBITDA
5,5x
2021e

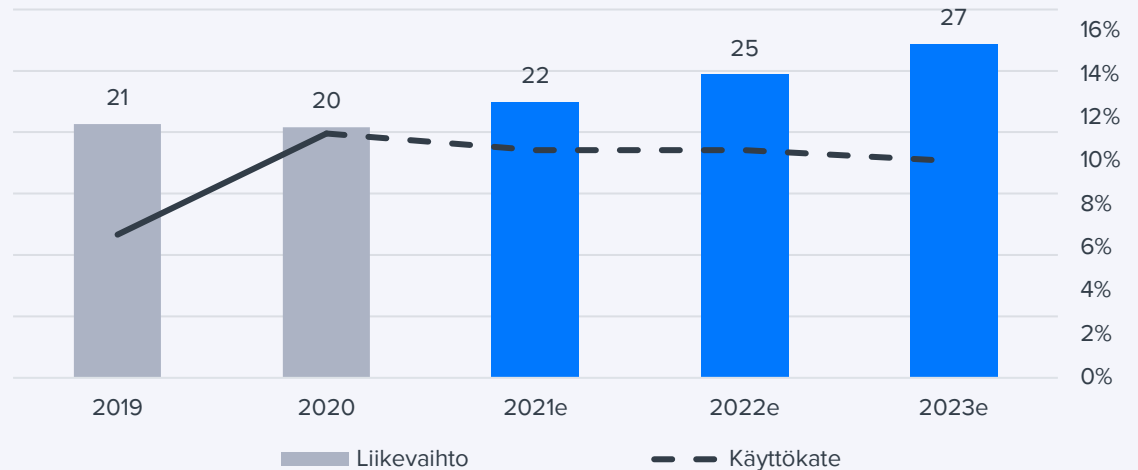
Arvioitu EV
13,0
MEUR

Omistus
70,0 %
2020

Omistus
7,5
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Erityisesti parempikatteisten logistiikkapalvelujen kasvu ollut vahvaa (MEUR)



Arvoajurit

- Logistiikan ulkoistusaste on vielä matalalla tasolla Suomessa tukien markkinaa
- Myyntin kasvun jatkaminen nykyasiakkaille
- Vahvan uusasiakashankinnan jatkaminen
- Yritysstot kasvun vauhdittajana tulevaisuudessa
- Liikevaihdon kasvun myötä skaalautuvat kulut



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysstoissa epäonnistuminen
- Koronatilanteen viime aikainen selvä heikkeneminen tärkeän asiakkaan Rauman telakan tiloissa luo lyhyen ajan riskejä tuloskehitykselle.



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5,5x 2021-ennusteilla
- Alennus verrokkeihin on 24 % johtuen pääosin yhtiön selvästi pienemmästä koosta

*2019 luvut pro-forma lukuja

Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group	EV	EV/EBITDA 20	EV/EBITDA 21	EV/S 20
Surteco Group SE	545	6,5	5,8	0,8
Nobia AB	1207	10,5	6,6	1,1
Ethan Allen Interiors Inc	451	-	8,6	-
DFS Furniture PLC	1428	44,2	3,5	1,0
Maisons du Monde SA	1434	5,7	5,1	0,9
Sanderson Design Group	89	-	5,0	-
Leon's Furniture Ltd	1079	5,2	5,0	0,8
Williams-Sonoma Inc	7717	8,5	7,5	1,0
Mediaani	1143	7,5	5,4	0,9
Indoor Group	83	4,8	5,5	0,4
Erotus -%	-93 %	-36 %	1 %	-56 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 20	EV/EBITDA 21	EV/S 20
Ponsse Oyj	928	9,7	9,8	0,8
Palfinger AG	1780	7,7	7,6	2,2
Volvo AB	50995	8,2	5,8	1,1
Deere & Co	117767	13,7	12,9	0,7
Komatsu Ltd	30962	5,8	11,5	0,2
AGCO Corp	8102	10,4	8,3	0,5
Terex Corp	2748	33,0	10,5	0,7
Caterpillar Inc	117458	18,1	13,1	1,0
Mediaani	19532	10,0	10,2	1,0
KH-Koneet Group	47	7,4	6,2	0,4
Erotus -%	-100 %	-26 %	-39 %	-62 %

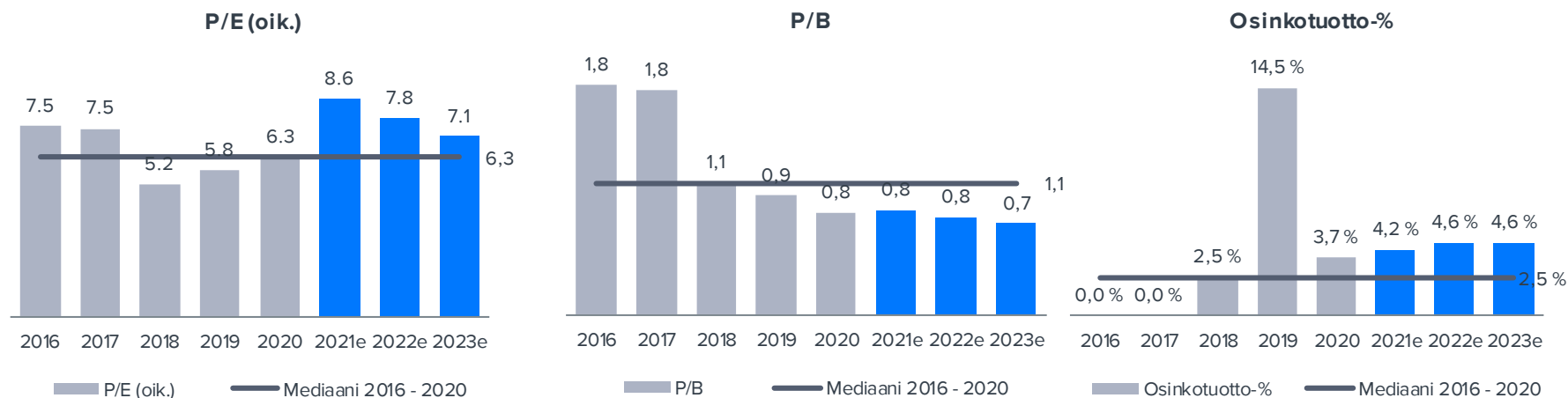
Logistikas	EV	EV/EBITDA 20	EV/EBITDA 21	EV/S 20
DSV Panalpina A/S	545	17,3	16,8	2,1
Elanders AB	1207	5,5	4,7	0,7
Kuehne und Nagel International AG	451	12,7	13,1	1,1
PostNL NV	1428	4,5	5,6	0,6
Logwin AG SA	1434	2,8	2,4	0,2
Deutsche Post AG	89	7,8	7,1	1,0
Wincanton PLC	1079	3,1	4,1	0,2
Jetpak Top Holding AB	7717	11,9	8,5	1,4
Oesterreichische Post AG	2433	8,2	7,8	1,1
Bpost SA	2525	4,3	4,4	0,6
ID Logistics SAS	1690	7,4	7,2	1,0
Mediaani	16050	7,4	7,1	1,0
Logistikas	13	5,7	5,5	0,6
Erotus -%	-100 %	-23 %	-24 %	-38 %

Nordic Rescue Group	EV	EV/EBITDA 20	EV/EBITDA 21	EV/S 20
Rosenbauer International AG	749	8,5	9,0	0,7
Oshkosh Corp	6116	13,4	10,0	1,2
Morita Holdings Corp	601	-	-	-
REV Group Inc	933	12,6	8,8	0,4
Mediaani	933	12,6	9,0	0,7
Nordic Rescue Group	22,4	13,2	7,0	0,7
Erotus -%	-98 %	5 %	-22 %	11 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,29	1,65	1,22	1,28	1,08	1,19	1,19	1,19	1,19
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	57,8	57,8	57,8	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0
Markkina-arvo	75	95	70	74	63	69	69	69	69
Yritysarvo (EV)	64	112	74	42	54	60	62	63	65
P/E (oik.)	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	8,6	7,8	7,1	6,3
P/E	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	8,6	7,8	7,1	6,3
P/Kassavirta	2,7	4,5	4,4	8,1	5,7	7,0	7,3	6,6	5,8
P/B	1,8	1,8	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/S	36,8	65,5	19,0	>100	19,6	34,5	34,5	34,5	23,0
EV/Liikevaihto	31,8	76,6	19,9	83,3	16,9	30,2	30,9	31,7	21,5
EV/EBITDA (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	6,0	5,6	5,2	4,7
EV/EBIT (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	6,0	5,6	5,2	4,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	12,8 %	83,5 %	23,4 %	36,2 %	36,2 %	32,9 %	29,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	14,5 %	3,7 %	4,2 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %

Lähde: Inderes



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	49,1	73,8	81,4	89,4	98,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	48,5	72,4	80,0	88,0	96,8
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Vaihtuvat vastaavat	32,3	9,7	8,6	7,1	5,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	32,3	8,6	8,6	7,1	5,5
Taseen loppusumma	81,4	83,5	90,0	96,5	104

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	78,1	77,3	83,0	88,9	95,4
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	50,2	49,2	54,9	60,8	67,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	12,7	12,9	12,9	12,9	12,9
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,1	5,8	6,4	7,0	7,7
Laskennalliset verovelat	3,1	5,8	6,4	7,0	7,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	81,4	83,5	90,0	96,5	104

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 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 jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan 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 sijoittajatalaisuuksien 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.

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 €
25.2.2020	Osta	1,30 €	1,19 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöme 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 Oy

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



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.**