

Sievi Capital

Yhtiöraportti

30.4.2021 8:19



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Antaa pääoman jatkaa kumuloitumistaan

Toistamme Sievi Capitalin tavoitehintamme 1,55 euroa ja lisää-suosituksemme. Q1-katsauksen perusteella Indoor ja KH-Koneet olivat kehittyneet odotuksiamme paremmin, kun taas Nordic Rescue Group jäi odotuksistamme. Teimme omistusten arvoihin vastaavia pieniä tarkennuksia ja laskimme myös osien summan nettokassaa tänään sieltä poistuvalla 0,04 euron osakekohtaisella osingolla, jota uusi sijoittaja ei enää ehdi saamaan. Mielestämme vahvaa pääoman tuottoa jatkuvasti takovasta sijoitusyhtiöstä ei kannata luopua vielä nykyisellä arvostuksella.

Indoorin vahva suoriutuminen veti koko Sievin tulosta alkuvuodesta

Sievi Capital julkaisi eilen Q1-katsauksensa, joka oli kokonaisuutena odotuksiamme parempi osakekohtaisen tuloksen oltua 0,06 euroa/osake (ennuste 0,04 euroa/osake) etenkin Indoorin vuolaana jatkuneen kassavirran tukemana. Myös Sievin oman pääoman tuotto nousi edeltävältä 12 kuukaudelta jälleen erinomaiselle tasolle 23,2 %:iin (tavoite yli 13 %). Yhtiö on vuodesta 2017 asti tehnyt järjestelmällisesti erittäin vahvaa pääoman tuottoa ja yhtiön sijoitusstrategia vaikuttaa toimivan erittäin hyvin. Yhtiö toisti raportissa aikeensa myös tehdä 1-2 uutta enemmistö-sijoitusta vuodessa ja suhtaudumme luottavaisin mielin myös tuleviin transaktioihin.

Teimme pieniä tarkennuksia osien summaamme

Indoorin Q1-liikevoiton merkittävä paraneminen ylitti odotuksemme ja nostimme hieman sen lähivuosien tulosestimoita. Tämä tuki myös arviotamme Indoorin velattomasta arvosta noin 5 MEUR:lla. Indoor oli kuitenkin myös maksanut omistajilleen kvartaalilla lähes vastaavan suuruisen 4,7 MEUR:n osingon (Sievin osuus 2,7 MEUR). Lopulta Sievin Indoor-omistuksen arvo ei juuri muuttunut, mutta osien summamme nousi Sievin nettokassan kasvun myötä. KH-Koneiden Q1:n huomattava myynnin kasvu ylitti selvästi odotuksemme, mutta käyttökateen vain lievä nousu oli linjassa odotustemme kanssa. Yhtiö kertoi avanneensa alkuvuodesta uuden toimipisteen Jönköpingiin ja tehneensä useita uusia rekrytointeja. Arvioimme toimenpiteiden näkyvän kannattavuuden parantumisena viiveellä ja nostimmekin KH-Koneiden lähivuosien liikevaihdon sekä käyttökateen ennusteitamme lievästi. Muutokset tukivat myös arviotamme KH-Koneiden omistuksen arvosta sen noustua 20,9 MEUR:oon (aik. 19,6 MEUR). NRG:n arvon laskimme puolestaan 8,3 MEUR:oon (aik. 10,5 MEUR), sillä sen Q1-käyttökate laski selvästi, mikä alitti myös selvästi odotuksemme. Olemme silti edelleen luottavaisia, että NRG:n palaa tuloskasvuun, kunhan sitä kurittanut pandemian väisty. Säädimme myös Sievin nettokassaa alaspäin yhtiön omille omistajilleen maksamalla osingolla (-2,3 MEUR), jonka pitäisi tänään ainakin teoriassa laskea myös osakekurssia vastaavasti.

Osien summa luo pohjan arvonmääritykselle

Päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 90,1 MEUR tai 1,55 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on edelleen aliarvostettu. Tavoitteiden mukainen noin 3 %:n osinkotuotto tukee osaltaan tuotto-odotusta. Sievin taseen osakekohtainen substanssi nousi Q1-raportissa 1,39 euroon ja se laskee tänään noin 4 sentillä/osake osingon maksun myötä. P/B hinnoittelu 1,1x on edelleen preemion puolelle, mitä voi pitää perusteltuna huomioiden johdon vahvat historialliset näytöt ja omistusten maltilliset arvostukset taseessa. Emme kuitenkaan odota sen enää merkittävästi nousevan nykyisestä. Kurssinousu nojaa jatkossa arviomme mukaan pääosin omistusten positiiviseen kehitykseen, niiden tuottamiin kassavirtoihin ja luonnollisesti yritysjärjestelyihin (sekä ostoihin että myynteihin).

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

1,55 EUR

(aik. 1,55 EUR)

Osakekurssi:

1,48



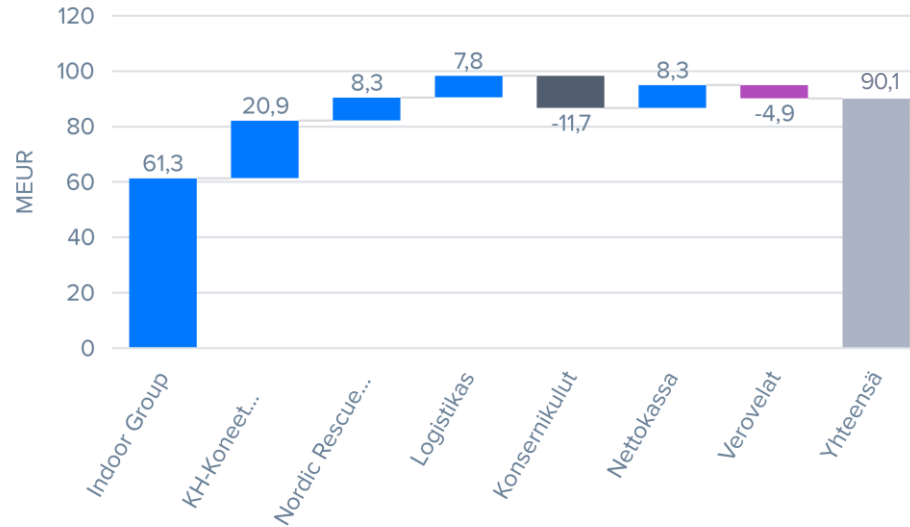
Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
EBIT oik.	11,7	11,7	11,0	12,1
Nettotulos	9,9	9,9	8,8	9,7
EPS (oik.)	0,17	0,17	0,15	0,17
P/E (oik.)	6,3	8,7	9,7	8,9
P/B	0,8	1,0	0,9	0,9
Osinkotuotto-%	3,7 %	3,4 %	3,7 %	3,7 %
EV/EBIT (oik.)	4,6	6,4	7,0	6,5

Lähde: Inderes



Osien summa



MCAP
86
MEUR

EV
77
MEUR

Osinko
3,4 %
2021

P/B
1,1x
2020



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Suomen talustilanteen heikkeneminen
- Portfolion yhtiöistä KH-Koneet Group on syklinen
- Yritysoistoissa epäonnistuminen
- Kilpailun kiristyminen omistusyhtiöiden kohdemarkkinoilla



Arvostus

- Osien summaan suhteutettuna osake on enää lievästi aliarvostettu
- P/B 1,1x on historiallisiin tasoihin verrattuna lähellä neutraalia
- Noin 3 %:n osinkotuotto on vahvan kassavirran myötä vakaalla pohjalla ja tukee tuotto-odotusta

Kyydissä kannattaa vielä pysyä

Osien summa luo pohjan arvonmääritykselle

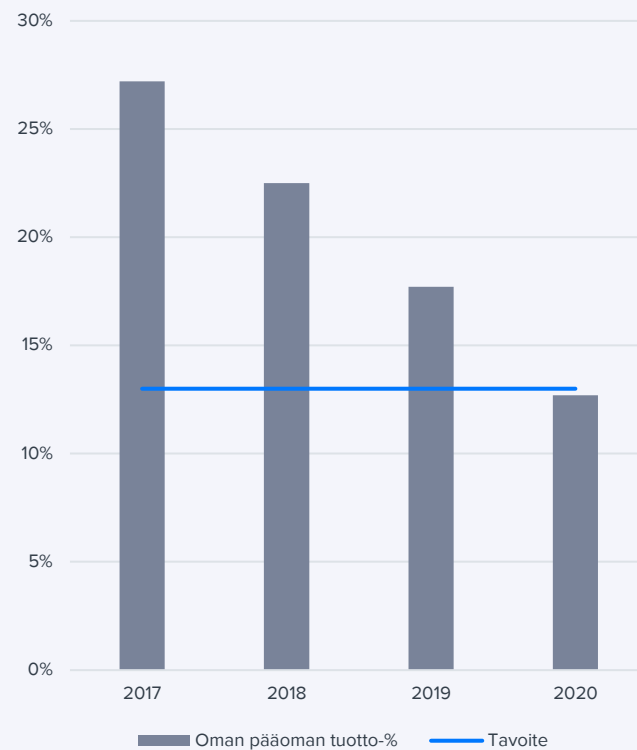
Päivittämämme yhtiökohtaiset ennusteet ja käyttämämme arvostuskertoimet on esitetty kokonaisuudessaan sivuilla 5-9. Sivulla 10 on esitetty, myös omistusten verrokkiryhmien arvostukset.

P/B hinnoittelu lievällä preemiolla

Päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 90,1 MEUR tai 1,55 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on edelleen aliarvostettu. Tavoitteiden mukainen noin 3 %:n osinkotuotto tukee osaltaan tuotto-odotusta. Sievin taseen osakekohtainen substanssi nousi Q1-raportissa 1,39 euroon ja se laskee tänään noin 4 sentillä/osake osingon maksun myötä. P/B hinnoittelu 1,1x on edelleen preemion puolelle, mitä voi pitää perusteltuna huomioiden johdon vahvat historialliset näytöt ja omistusten maltilliset arvostukset taseessa.

Erinomainen track-record

Sievin oman pääoman tuotto nousi jälleen edeltävältä 12 kuukaudelta erinomaiselle tasolle 23,2 %:iin. Myös viime 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 selvempää 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).

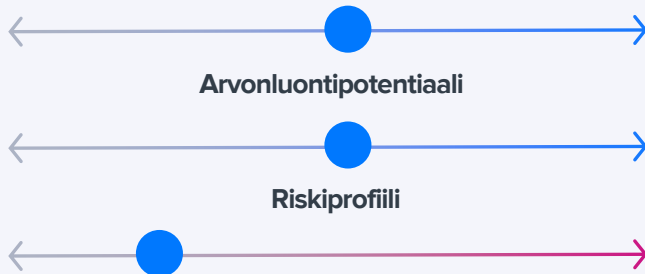
Sijoitustarina

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*
5,3x
2021e

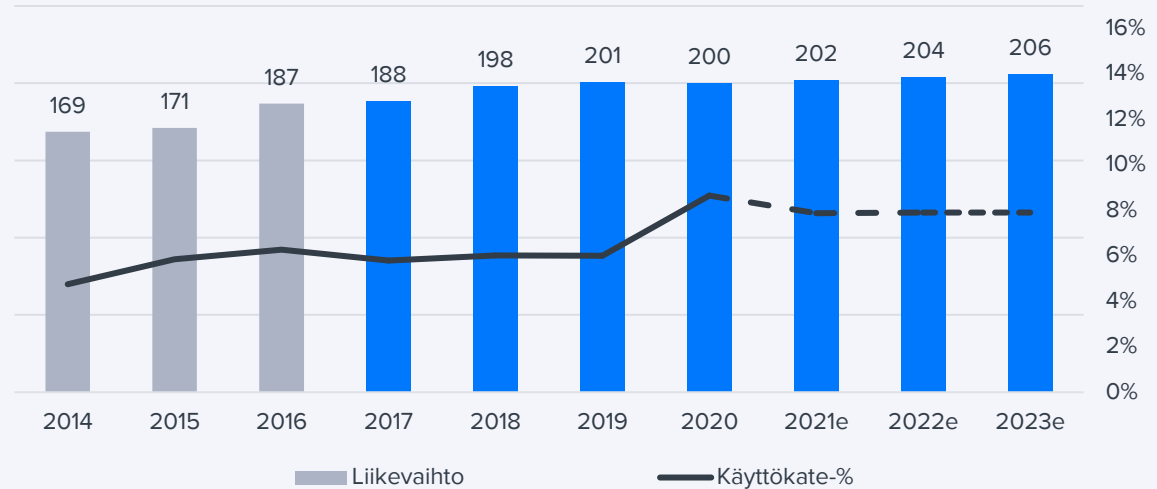
Arvioitu EV*
175
MEUR

Omistus
58,2 %
2020

Omistus
61,3
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Indoor Group on rahavirtaa tuottava kassakone (MEUR) FAS**



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
- Liikkumisrajoitusten uusiutuminen
- ERP-järjestelmän päivityksen onnistuminen



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5,3x tai P/E-kertoimella 12x 2021-ennusteilla
- Arvostus on alenuksella verrokkiryhmän hinnoitteluun nähden

* 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.

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.

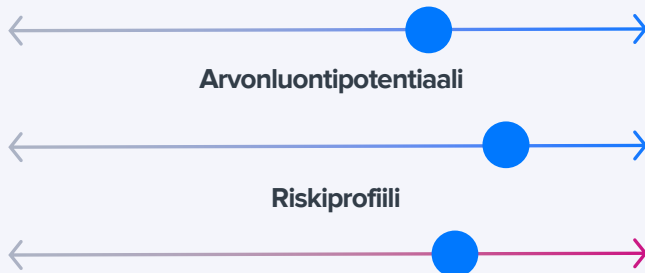
Sijoitustarina

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



EV/EBITDA
6,2x
2021e

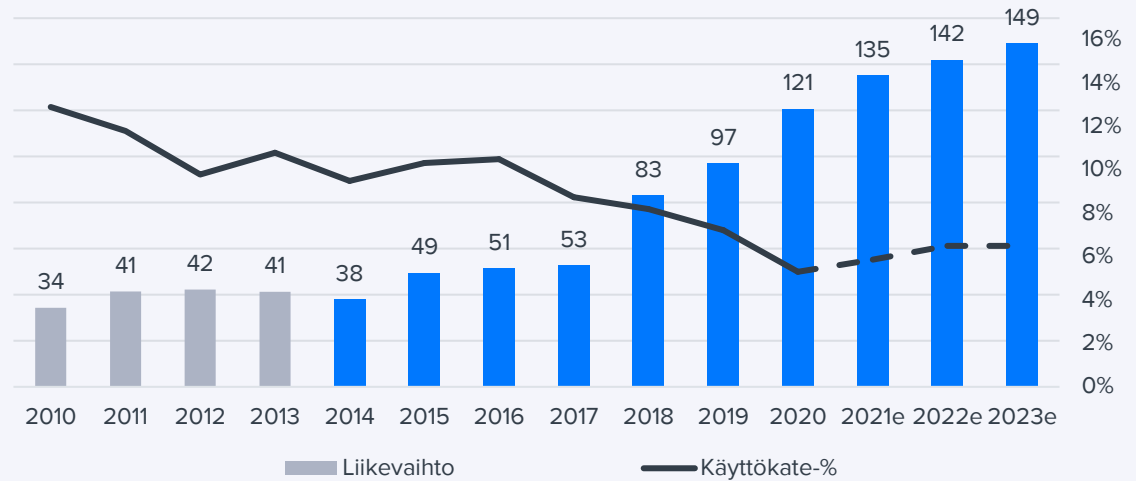
Arvioitu EV
47,4
MEUR

Omistus
66,4 %
2020

Omistus
20,9
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.

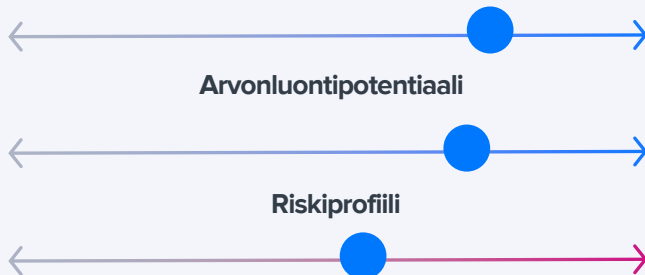
Yhtiökuvaus

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) pelastuslaitokset.

Liiketoimintamalli

Sauruksen liiketoiminta koostuu pelastusajoneuvojen kokoonpanosta ja Vema Lift valmistaa hydraulisia henkilönostimia palo- ja pelastuslaitoksille. 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 kilpailukyinen tuoteportfolio, mistä osoituksena on myös vahva kansainvälinen kasvu. Vahvat brändit ja markkina-asema Suomessa, osaava henkilöstö ja pitkät asiakassuhteet tuovat myös kilpailuetua.

EV/EBITDA

8,0x
2021e

Arvioitu EV

19,2
MEUR

Omistus

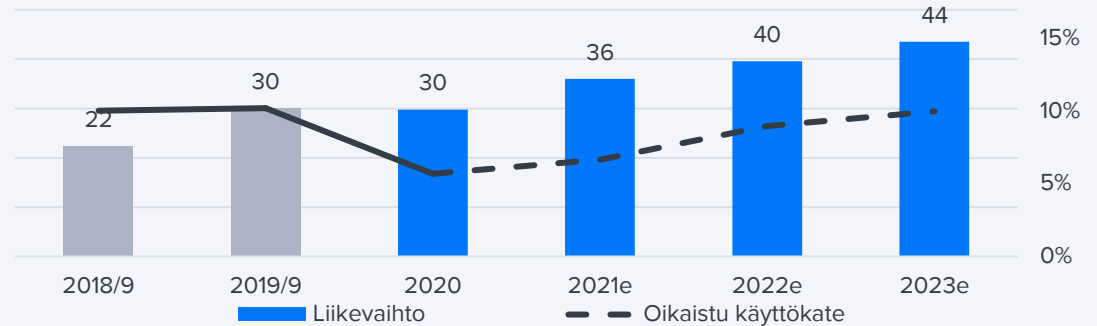
69,9 %
2020

Omistus

8,3
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 8x 2021-ennusteilla
- Selvä alennus verrokkeihin johtuen 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 170 henkilöä.

Liiketoimintamalli

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

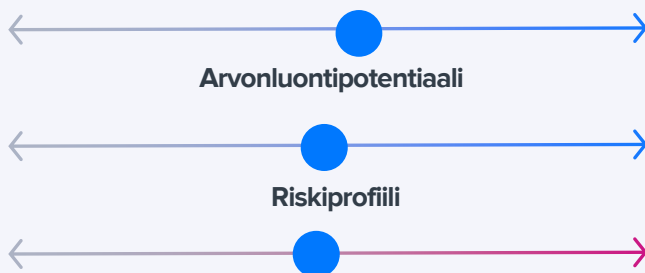
Sijoitustarina

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

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

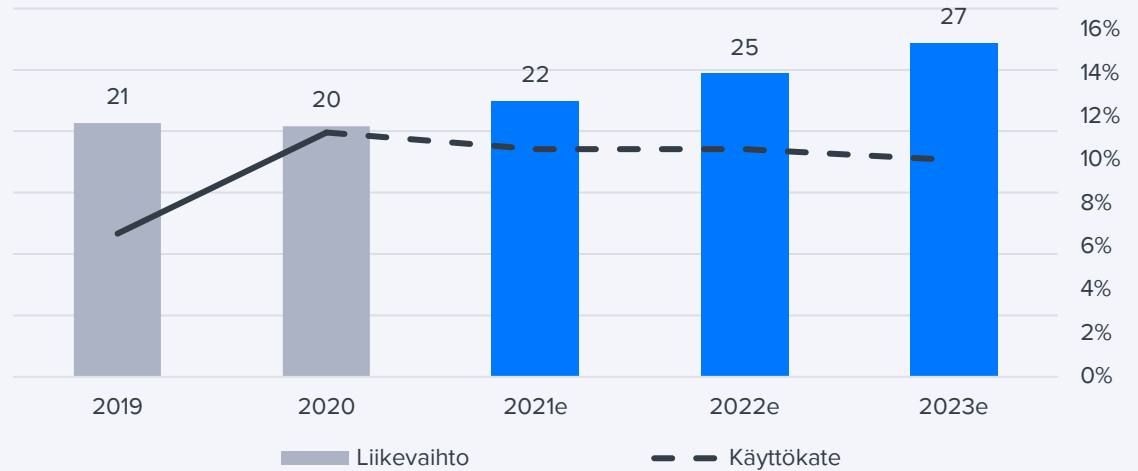
Arvioitu EV
13,0
MEUR

Omistus
70,0 %
2020

Omistus
7,8
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Erityisesti parempikatteisten logistiikkapalvelujen kasvu ollut vahvaa (MEUR)



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa 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
- Selvä alennus verrokkeihin johtuen yhtiön selvästi pienemmästä koosta

*2019 luvut pro-forma lukuja

Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBIT 21	EV/S 21	P/E 2021
Surteco Group	558	5,8	10,9	0,8	15,2
Nobia	1440	7,4	12,9	1,1	15,0
Ethan Allen Interiors	588	7,6	9,4	1,0	14,8
DFS Furniture	1411	3,6	5,1	0,7	7,9
Maisons du Monde	1588	5,6	14,4	1,1	17,7
Sanderson Design	111	6,4	12,8	0,9	18,3
Leon's Furniture	1109	5,1	NaN	0,7	12,7
Williams-Sonoma	10189	8,1	9,8	1,3	20,7
Mediaani	1260	6,1	10,9	0,9	15,1
Indoor Group (IFRS)	175	5,3	12,6	0,9	11,3
Erotus -%	-86 %	-13 %	16 %	-7 %	-25 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
Ponsse Oyj	1156	11,3	10,3	0,8
Palfinger AG	1874	7,8	6,7	2,2
Volvo AB	50275	4,2	4,7	1,1
Deere & Co	130372	15,9	12,8	0,7
Komatsu Ltd	29794	13,0	9,5	0,2
AGCO Corp	10151	9,9	8,4	0,5
Terex Corp	3218	11,5	8,5	0,7
Caterpillar Inc	127470	15,5	13,8	1,0
Mediaani	19973	11,4	9,0	1,3
KH-Koneet Group	50	6,3	5,4	0,4
Erotus -%	-100 %	-45 %	-40 %	-72 %

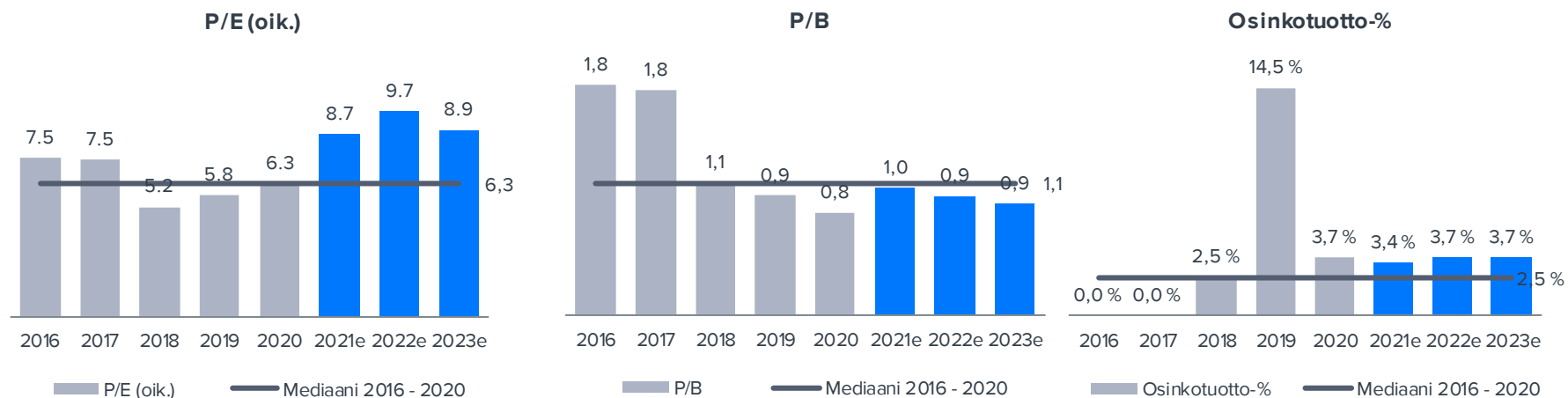
Logistikas	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
DSV Panalpina A/S	44260	20,0	18,0	2,4
Elanders AB	871	5,7	5,1	0,8
Kuehne und Nagel	30453	15,0	15,9	1,4
PostNL NV	2525	6,1	5,8	0,7
Logwin AG SA	471	NaN	3,2	0,3
Deutsche Post AG	74008	7,3	7,2	1,1
Wincanton PLC	681	5,4	4,7	0,4
Jetpak Top Holding AB	127	7,9	6,9	1,2
Oesterreichische Post AG	2576	7,6	7,4	1,0
Bpost SA	2237	3,8	3,6	0,5
ID Logistics SAS	1778	7,3	6,9	1,0
Mediaani	16050	7,3	6,9	1,0
Logistikas	13	5,5	5,0	0,6
Erotus -%	-100 %	-24 %	-27 %	-42 %

Nordic Rescue Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21
Rosenbauer International AG	718	8,4	7,4	0,6
Oshkosh Corp	7186	11,7	9,5	1,1
Morita Holdings Corp	516	NaN	NaN	NaN
REV Group Inc	1245	11,5	9,6	0,6
Mediaani	1089	11,5	9,5	0,6
Nordic Rescue Group	19,2	8,0	5,3	0,5
Erotus -%	-98 %	-31 %	-44 %	-17 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,29	1,65	1,22	1,28	1,08	1,48	1,48	1,48	1,48
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	86	86	86	86
Yritysarvo (EV)	64	112	74	42	54	75	77	78	79
P/E (oik.)	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	8,7	9,7	8,9	7,8
P/E	7,5	7,5	5,2	5,8	6,3	8,7	9,7	8,9	7,8
P/Kassavirta	2,7	4,5	4,4	8,1	5,7	7,3	9,1	8,3	7,3
P/B	1,8	1,8	1,1	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	36,8	65,5	19,0	>100	19,6	42,9	42,9	42,9	28,6
EV/Liikevaihto	31,8	76,6	19,9	83,3	16,9	37,7	38,4	39,2	26,5
EV/EBITDA (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	6,4	7,0	6,5	5,8
EV/EBIT (oik.)	5,4	7,0	4,5	2,6	4,6	6,4	7,0	6,5	5,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	12,8 %	83,5 %	23,4 %	29,3 %	36,2 %	32,9 %	29,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	14,5 %	3,7 %	3,4 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %

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	10,5	9,0	7,4
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	10,5	9,0	7,4
Taseen loppusumma	81,4	83,5	91,9	98,4	106

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	78,1	77,3	84,9	90,8	97,3
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	50,2	49,2	56,8	62,7	69,2
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	91,9	98,4	106

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 käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätösten 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 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 yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa 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 sijoittajailaisuuksien 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 €

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

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

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

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

Inderes 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.**