

# Sievi Capital

## Yhtiöraportti

4.3.2022 8:00



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Näemme osakkeen jälleen aliarvostettuna

Laskemme Sievin tavoitehintamme 1,80 euroon/osake (aik. 2,0 €), ja nostamme suosituksen osta-tasolle (aik. lisää). Sievin tilinpäätöksessä omistusten tuloskehitys oli kokonaisuutena lähellä odotuksiamme, sillä tärkeimmistä omistuksista Indoor alitti ja KH-Koneet ylitti odotuksemme. Omistusten verrokkiryhmien arvostukset ovat laskeneet markkinamyllerryksessä, ja tämä heijastuu myös Sievin listaamattomille omistuksille hyväksymiimme kertoimiin laskevasti. Osien summamme on laskenut 1,84 euroon/osake (aik. 2,02 €) mutta osake on laskenut tätä enemmän ja näemme selvästi alle osien summan olevan hinnoittelun houkuttelevana.

## Tärkeimmistä omistuksista KH-Koneet oli jälleen erinomainen, mutta Indoor jäi odotuksistamme

KH-Koneet jatkoi Q4:llä läpi vuoden jatkunutta erinomaista kehitystään ylittäen myös korkeat odotuksemme. Yhtiön liikevaihto kasvoi vuonna 2021 40 % edellisvuodesta 168,7 MEUR:oon. Kasvun moottorina toimi odotetusti yhtiön Ruotsin liiketoiminta, jonka liikevaihto enemmän kuin kaksinkertaistui edellisen vuoden tasosta. Myös Suomen liiketoiminnat kehittyivät erittäin hyvin ja niiden kokonaisliikevaihto kasvoi edellisvuodesta. Myyntin kasvun myötä käyttökate kasvoi 61 % edellisvuodesta 10,3 MEUR:oon. Saatavuushaasteet luovat epävarmuutta kuluvaan vuoteen, mutta uskomme KH-Koneiden pärjäävän silti markkinaa paremmin pullean varaston ja vahvojen päämiessuhteidensa avulla. Indoorin tuloskehitys jäi odotuksistamme ja sen 2021 käyttökate laski 9 %:lla 32,3 MEUR:oon, kun olimme odottaneet 2020 tasolla olevaa tulosta. Tuloksen laskuun edellisvuodesta vaikutti osittain ERP-uudistukseen liittynyt pilvipalveluiden kirjauskäytäntö. Uudistus painaa Indoorin tulosta vielä kuluvana vuonna selvästi, kun merkittävä osa ERP-hankkeen investoinnista käsitellään kuluna, eikä taseesta poistettavana investointina. Pienemmissä omistuksissa NRG:n odotuksia parempi tulos oli positiivinen yllätys ja poisti pahimpia pelkoja sen tuloskehitykseen liittyen.

## Osien summassamme etenkin Indoorin arvo laski

Osien summaamme tekemä selvin tarkennus alaspäin tapahtui Indoor Groupissa, jonka Sievin omistuksen arvon leikkasimme 67 MEUR:oon (aik. 86 MEUR). Tämä johtui Retail-verrokkien arvostustasojen laskusta, laskeneista ennusteistamme sekä Indoorin omistajille maksamasta osingosta. Olemme kuitenkin edelleen luottavaisia Indoorin kykyyn jauhaa Sievin omistajille tasaista kassavirtaa ja luomaan omistaja-arvoa etenkin tätä kautta. Kohdeyhtiöiden arvon kehityksen osalta suurin potentiaali kohdistuu mielestämme edelleen KH-Koneisiin, joka voimakkaan kasvun jatkuessa voisi kasvattaa arvoaan vielä selvästi sekä tuloskasvun, että asteittain nousevan hyväksyttävän arvostustason kautta. Nostimme KH-koneiden omistuksen arvoa nyt marginaalisesti 42 MEUR:oon (aik. 41 MEUR) tulosityhtymän johdosta, sillä yhtiölle hyväksymämme arvostuskerroin laski verrokkiryhmän mukana.

## Osake on mielestämme jälleen aliarvostettu

Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 107 MEUR tai 1,84 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on jälleen aliarvostettu. Tavoitteiden mukainen 3 %:n osinkotuotto tukee tämän lisäksi tuotto-odotusta muodostaen yhdessä houkuttelevan kokonaistuoton. Yhtiön strategiapäivitys ja tämän myötä mahdollinen toimintamallin muutos luo positiivisen option sijoittajalle, vaikka emme huomioikaan sitä tässä kohtaa tavoitehinnassamme. Sievin substanssiarvoon (1,61 €) verrattuna taseen P/B hinnoittelu (0,9x) on kääntynyt jälleen alennukseksi. Mielestämme alennus ei ole perusteltu, sillä arvokkaimmat omistukset Indoor ja KH-Koneet on hinnoiteltu taseessa edelleen hyvin maltillisesti suhteessa omiin arvioihimme.

## Suositus

### Osta

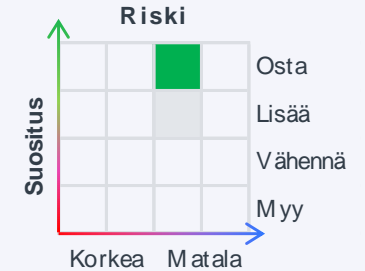
(aik. Lisää)

**1,80 EUR**

(aik. 2,00 EUR)

### Osakekurssi:

1,52



	2021	2022e	2023e	2024e
<b>EBIT oik.</b>	20,2	15,1	17,2	19,4
<b>Nettotulos</b>	18,4	12,5	13,8	15,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,32	0,21	0,24	0,27
<b>P/E (oik.)</b>	6,1	7,1	6,4	5,7
<b>P/B</b>	1,2	0,9	0,8	0,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,6 %	3,3 %	3,9 %	4,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	5,3	4,4	3,7	3,1
<b>EV/EBITDA</b>	5,3	4,4	3,7	3,1

Lähde: Inderes

## Katso Sievin toimitusjohtajan haastattelu alta



# Kokonaisuus oli lähellä odotuksia

## Indoorin H2 jäi hieman odotuksistamme

Tärkein omistus Indoor Groupin teki edelleen hyvää kassavirtaa, mikä näkyi sen nettovelkojen kehityksessä (H2'21: 74 MEUR vs. H1'21: 70 MEUR), vaikka omistajat nostivat tässä välissä yhtiöstä 15 MEUR:n jättiosingot (Sievin osuus 8,7 MEUR).

Indoorin 2021 käyttökate jäi kuitenkin hieman odotuksistamme H2:lla ja Indoorin koko vuoden käyttökate laski 9 %:lla 32,3 MEUR:oon (2020: 34,6 MEUR). Tuloksen laskuun edellisvuodesta vaikutti osaltaan pilvipalveluiden erilainen kirjaustapa, jonka negatiivinen nettovaikutus liikevoittotasolla oli 1,6 MEUR. Tuotteiden saatavuushaasteet vaikeuttivat Indoorin toimintaa edelleen hidastaen myynnin tulouttamista. Tuotteiden hankinta- ja rahtihintojen nousu vaikutti myös kustannuksiin erityisesti H2:lla.

## KH-Koneet teki erinomaisen vuoden

KH-Koneet Groupin liikevaihto kasvoi vuonna 2021 40 % 168,7 MEUR:oon. Kasvun moottorina toimi Ruotsin liiketoiminta, jonka liikevaihto enemmän kuin kaksinkertaistui edellisen vuoden tasosta. Myös Suomen liiketoiminnat kehittivät erittäin hyvin. Käyttökate kasvoi 61 % 10,3 MEUR:oon.

Kasvuvaiheessa olevan Ruotsin liiketoiminnan kannattavuus oli yhä selvästi Suomen liiketoimintojen kannattavuutta alempi, vaikka se paraniikin edellisestä vuodesta merkittävästi.

Toimintaympäristöön tuli odotetusti haasteita koneiden saatavuuden heikentyessä vuoden kuluessa. Saatavuushaasteet näkyivät sovittujen toimitusten viivästymisenä ja pitkittyneinä toimitusaikoina uusille tilauksille.

## Pienemmissä omistuksissa ei ollut suuria yllätyksiä

Pienemmistä omistuksista Nordic Rescue Groupin (NRG) 2021 käyttökate pinnisti positiiviseksi Q4:llä ja koko vuoden käyttökate tappio jäi enää -0,1 MEUR:oon. Tämä ylitti odotuksemme ja oli positiivista, jotta kassavirta ei pyöri yhdessä yhtiössä Sievin näkökulmasta väärään suuntaan. HTJ:n 2021 käyttökate 2,3 MEUR sekä Logistikaksen käyttökate 1,7 MEUR jäivät puolestaan lievästi odotuksistamme (kts. taulukko).

## Strategiatyö on käynnissä

Sievin kertoi, että tekemisen fokus on viime aikoina ollut yhtiön strategiatyössä, kohdeyhtiöiden kehittämisessä ja niiden yritysostomahdollisuuksien selvittämisessä. Yhtiön johto kommentoi strategiatyötä myös [haastattelussamme](#).

Kaatuneesta Boreo-fuusiosta syntyi yhteensä ylimääräisiä kuluja 1,7 MEUR H2'21 aikana.

<b>Liikevaihto</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2021e</b>	<b>Erotus (%)</b>
<b>MEUR</b>	<b>Vertailu</b>	<b>Toteutunut</b>	<b>Inderes</b>	<b>Tot. vs. inderes</b>
Indoor Group	200	205	206	-1 %
KH-Koneet Group	121	169	148	14 %
Logistikas	20	22	22	0 %
Nordic Rescue Group	30	38	30	26 %
HTJ	19	19	19	0 %
<b>Käyttökate (oik.)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2021e</b>	<b>Erotus (%)</b>
<b>MEUR</b>	<b>Vertailu</b>	<b>Toteutunut</b>	<b>Inderes</b>	<b>Tot. vs. inderes</b>
Indoor Group	34,6	32,3	35,6	-9 %
KH-Koneet Group	6,4	10,3	9,1	13 %
Logistikas	2,3	1,7	1,9	-11 %
Nordic Rescue Group	1,7	-0,1	-0,9	neg
HTJ	2,3	2,3	2,5	-9 %

Lähde: Inderes

Katso Sievin tulosinfo oheisesta linkistä:

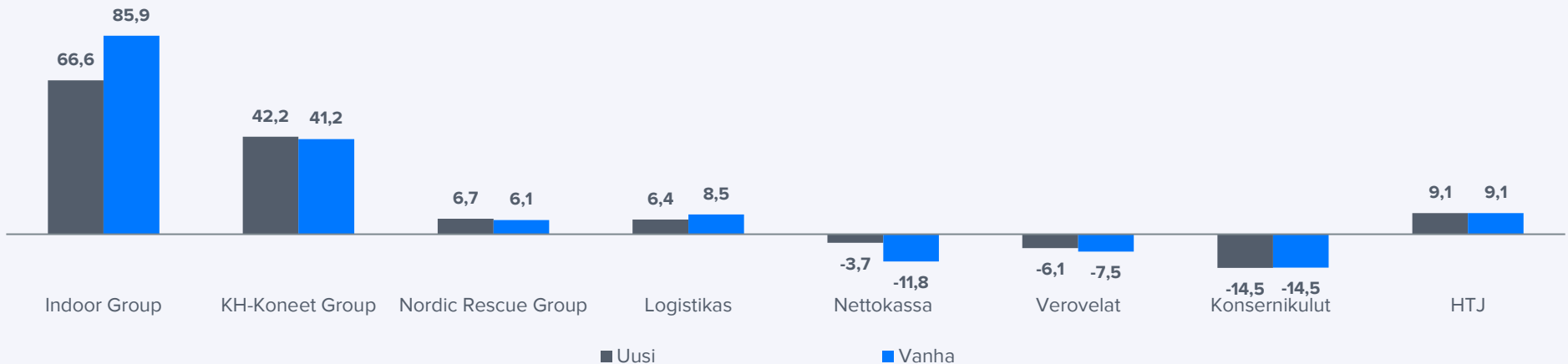


# Muutokset osien summa-laskelmaan

## Tekemämme muutokset

- Osien summaamme tekemä selvin tarkennus alaspäin tapahtui Indoor Groupissa, jonka Sievin omistuksen arvon leikkasimme 67 MEUR:oon (aik. 86 MEUR). Tämä johtui Retail-verrokkien arvostustasojen laskusta, laskeneista ennusteistamme sekä Indoorin omistajille maksamasta osingosta, joka näkyi positiivisesti Sievin nettokassassa.
- Nostimme KH-koneiden omistuksen arvoa marginaalisesti 42 MEUR:oon (aik.41 MEUR) tuloslityksen johdosta, samalla kuitenkin hyväksymämme arvostuskerroin laski verrokkiryhmän painuneen arvostuksen mukana.
- Logistikaksen arvoon teimme myös selvän leikkauksen, sillä heinäkuussa toteutettu Piccolo-yritysosto oli nostanut sen nettovelkoja aiempaa arviotamme enemmän.
- Myös NRG:n arvo nousi vahvan tuloskehityksen seurauksena, joka poistaa pahimpia pelkoja liiketoiminnan kehitykseen liittyen
- Emme laske yhtiön nettovelkoihin mukaan taseen ”muut velat riviä”, joka koostuu mahdollisuudesta ostaa sekä KH-koneiden että HTJ:n omistukset kokonaan myöhemmin, sillä omistukset ovat osien summassa mukana vain nykyomistusten suhteessa.

Muutokset osien summaan



# Alle osien summan olevaa hintaa vaikea perustella

## Osien summa luo pohjan arvonmääritykselle

Päivittämämme yhtiökohtaiset ennusteet ja käyttämämme arvostuskertoimet on esitetty kokonaisuudessaan sivuilla 4-10. Sivulla 10-11 on esitetty, myös omistusten verrokkiryhmien arvostukset. Päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 106,6 MEUR tai 1,84 euroa per osake.

Osaketta hinnoitellaan jälleen myös alle sen oman pääoman arvon (1,61 €), mitä emme pidä perusteltuna huomioiden tärkeimpien omistusten maltilliset arvot taseessa.

## Erinomainen track-record

Sievin oman pääoman tuotto myös vuodelta 2021 oli erinomaisella tasolla eli 21,6 %. Sievi Capitalin yltäessä myös jatkossa oman pääoman 13 %:n tuottotavoitteeseen tarkoittaisi se nykyisellä oman pääoman arvolla (1,61 euroa) noin 0,21 euron/osakekohtaista tulosta. Kun tätä vertaa yhtiön nykyiseen osakekurssiin jää P/E-luku edelleen hyvin matalalle, noin 8x tasolle.

## Sijoitusyhtiön arvoajurina etenkin KH-Koneet

Sievin keskeiset arvoajurit tulevaisuudessa: 1) nykyisten kohdeyhtiöiden kehityksessä onnistuminen sekä 2) yritysjärjestelyt. Kohdeyhtiöiden kehityksen osalta suurin potentiaali kohdistuu mielestämme KH-Koneisiin, joka voimakkaan kasvun jatkuessa voisi kasvattaa arvoaan vielä selvästi sekä tulokasvun, että asteittain nousevan hyväksyttävän arvostustason kautta.

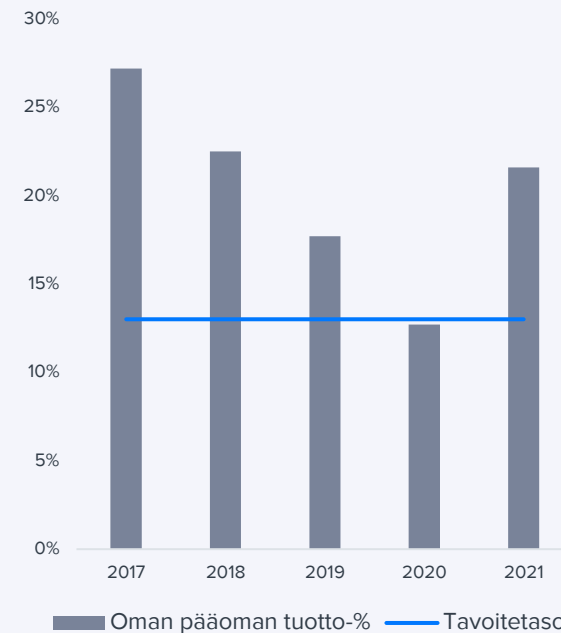
Indoorin osalta odotamme, että sen tulostaso palautuu lähelle 2020 huipputasoa, kunhan ERP-järjestelmä on uusittu. Uusiminen tuo kuluja, jotka kohdistuvat etenkin 2022 tulokseen, mutta sen

jälkeen negatiivinen tulosvaikutus poistuu ja uudesta IT-järjestelmästä aletaan saada myös hyötyä irti. Indoorin arvo Sieville muodostuu nykyisellään etenkin sen tasaisesti jauhaman vahvan kassavirran myötä.

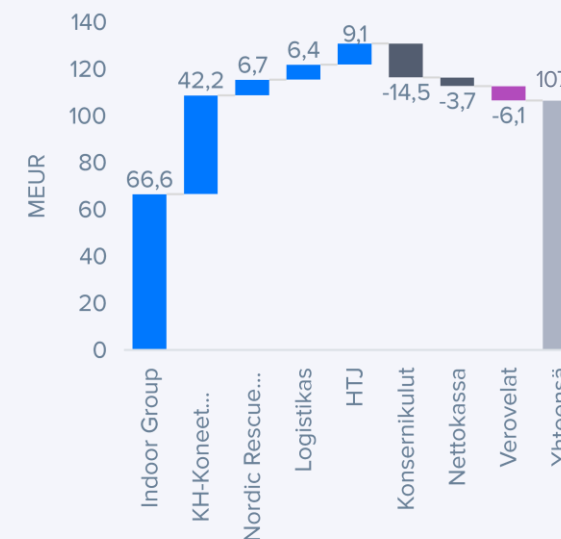
Logistikas ja HTJ tekevät pääomakeveillä liiketoiminnoillaan myös hyvää rahavirtaa ja niiden arvoilla on jo nykyisellä tulostasolla hyvät edellytykset kehittyä positiivisesti, kun nettovelat lyhenevät. Molemmilla on mahdollista tehdä myös synergistisiä yritysostoja Sievin alaisuudessa kasvun vauhdittamiseksi. NRG:n käänne otti Q4:llä askeleen eteenpäin ja odotamme yhtiön palaavan voitolle 2022.

## Mahdollinen toimintamallin muutos

Suhtaudumme mahdolliseen strategia/toimintamallin päivitykseen positiivisesti. Tämä voi antaa positiivisen ajurin osakkeelle, jos sen avulla nykyomistusten arvo tulee aiempaa paremmin esille. Näemme tämän positiivisena optiona osakkeen omistajille, mutta emme huomioi sitä nykyisessä arvonmäärityksessämme.



## Osien summa



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

# Indoor Group

Indoor Group on ollut Sievi Capitalille erittäin onnistunut sijoitus erityisesti yhtiön tuottaman vahvan kassavirran kautta.

## Yhtiökuvaus

Indoor Group Oy omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan ja yhtiöön kuuluvat myös Lahdessa sijaitseva sohvatehdas Insofa Oy sekä Viron toiminnoista vastaava Indoor Group AS.

## Liiketoimintamalli

Indoor Groupilla on Suomessa maanlaajuinen myymäläverkosto. Myös verkkokaupan merkitys on kasvanut yhtiön monikanavaisuutta hyödyntävässä liiketoimintamallissa.

## Sijoitustarina

Sievi Capital hankki enemmistöosuuden Indoor Groupista 2017 Keskolta. Etenkin koronavuonna yhtiön tulosparannus on ollut vahva. Kesällä 2020 päivitetty strategia tavoittelee kannattavuuden parannukselle jatkoa myös jo saavutetulta vahvalta tasolta.

## Kilpailuetu

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

## Arvio tuloskasvunopeudesta



## Arvonluontipotentiaali



## Riskiprofiili



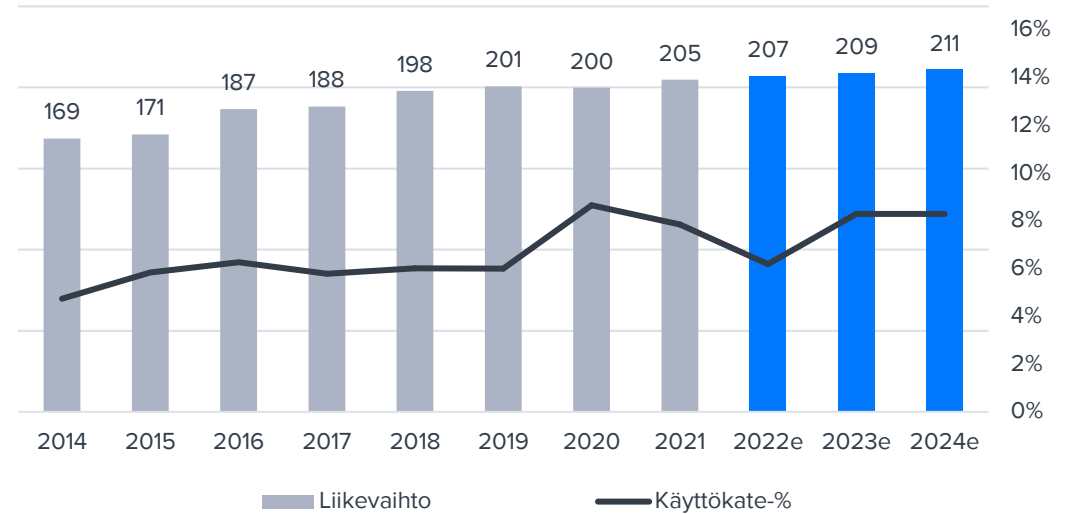
EV/EBITDA\*  
**5,8x**  
2022e

Arvioitu EV\*  
**190**  
MEUR

Omistus  
**58,3 %**  
2021

Omistus  
**66,6**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



## 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 lähellä verokkiryhmän hinnoittelua, kun ERP-järjestelmään liittyvä kertakulu oikaistaan

\* 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. Ennustamaamme annattavuuden notkahdusta 2022 selittää ERP hanke (2021-2023), sillä siihen liittyvä pilvipalveluinvestointi (yht. 6 MEUR) 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 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 tulokasvunopeudesta



## Arvonluontipotentiaali



## Riskiprofiili



EV/EBITDA

6,0x  
2022e

Arvioitu EV

61,8  
MEUR

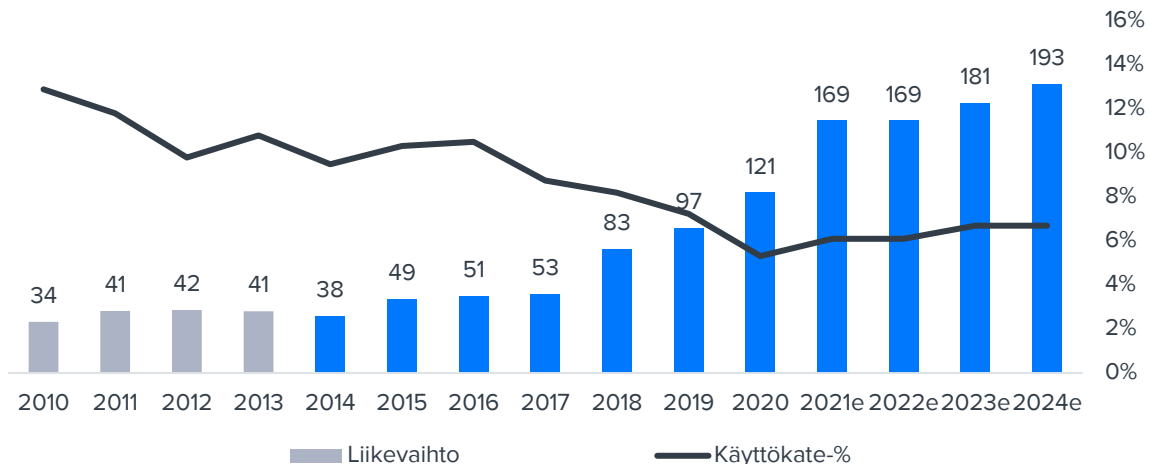
Omistus

90,5 %  
2021

Omistus

42,2  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



### Arvoajurit

- Myynnin kasvu Ruotsissa verkoston ja edustusten laajentumisen myötä
- KH-koneiden toimintamallin tuonti myös Ruotsiin ja kannattavuuden nosto Suomen tasolle
- Vuokraustoiminnan kasvattaminen



### Riskitekijät

- Yritysoston onnistuminen
- Markkinatilanteen heikentyminen
- Kiristynyt kilpailu
- Valmistajien yrityskaupat
- Komponenttipulan vaikutukset saatavuuteen
- Konsernin kasvaessa itseohjautuvan kulttuurin säilyttäminen voi luoda omia haasteitaan



### Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 6x 2022-ennusteilla
- Alennus verrokkeihin on perusteltu, 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 on vaikuttanut yhtiön toimintaan negatiivisesti.

## 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

## 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.

## Sijoitustarina

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

## 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



## Arvonluontipotentiaali



## Riskiprofiili



EV/EBITDA

6,5x  
2022e

Arvioitu EV

16,9  
MEUR

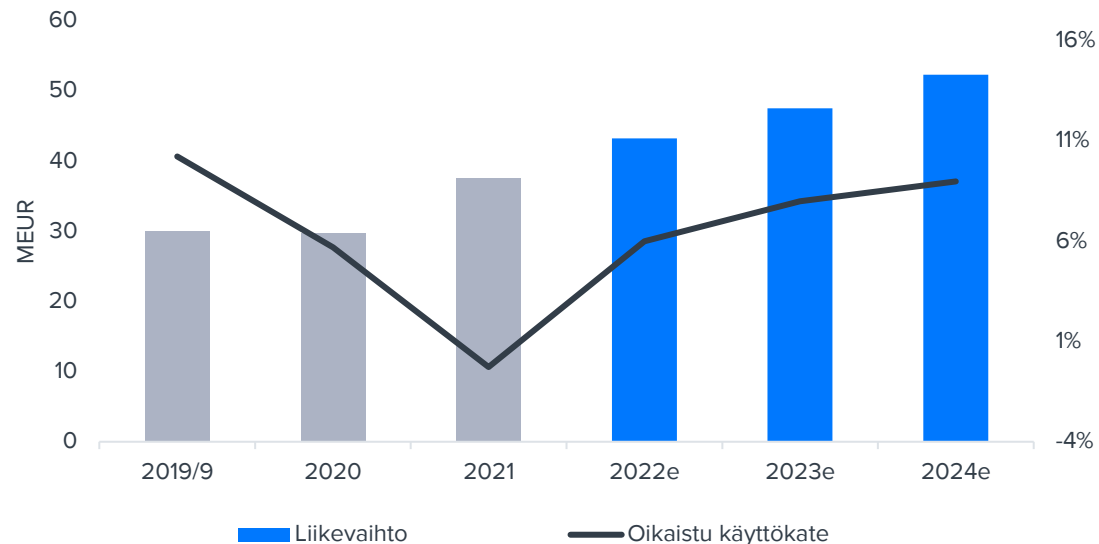
Omistus

67,9 %  
2021

Omistus

6,7  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



## Arvoajurit

- Tuloksen palautus voitolliseksi Vema Liftissä käynnistettyjen toimenpiteiden avulla
- Kansainvälisen liikevaihdon 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
- Tuloksen tappiollisuus tällä hetkellä
- Komponenttipulan vaikutus alustatoimituksiin



## Arvostus

- 2022-kertoimilla yhtiötä hinnoitellaan oikeutetusti alle verrokkiryhmän johtuen pienestä koosta ja heikosta 2021 vuodesta.



# 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.

## Liiketoimintamalli

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

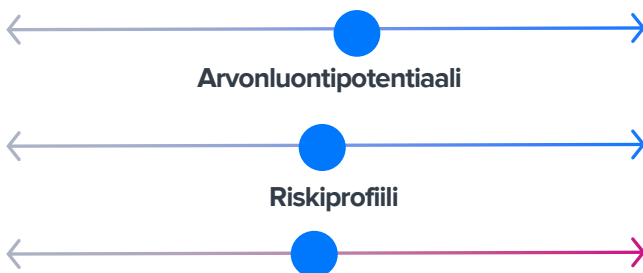
## Sijoitustarina

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 yritysoston Vaasassa.

## Kilpailuetu

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

## Arvio tuloskasvunopeudesta



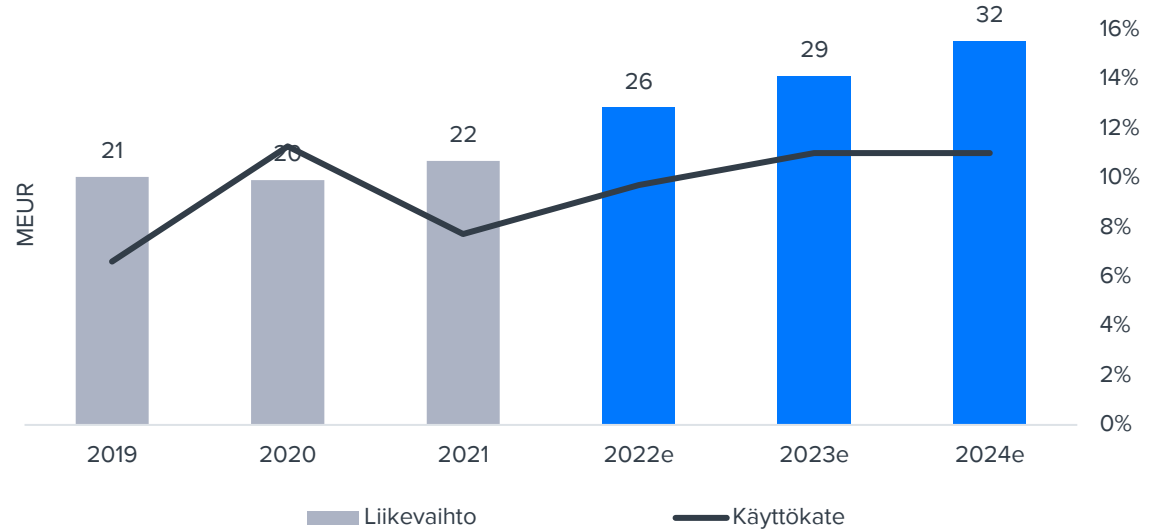
EV/EBITDA  
**6,5x**  
2022e

Arvioitu EV  
**16,6**  
MEUR

Omistus  
**65,9 %**  
2021

Omistus  
**6,4**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen



### Arvostus

- Katsomme 2022-kertoimia, sillä heinäkuussa toteutettu yritysosto näkyy tuloslaskelmassa täysimääräisesti vasta vuonna 2022

\*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 infrastruktuurin rakennuttamispalveluita.

## Liiketoimintamalli

Yhtiön keskittyy hyvää pääoman tuottoa ja kassavirtaa generoivaan valvontatoimintaan. Palvelutarjonnan kivijalan muodostavat monipuoliset rakennuttamis-, valvonta- ja projektinjohdopalvelut.

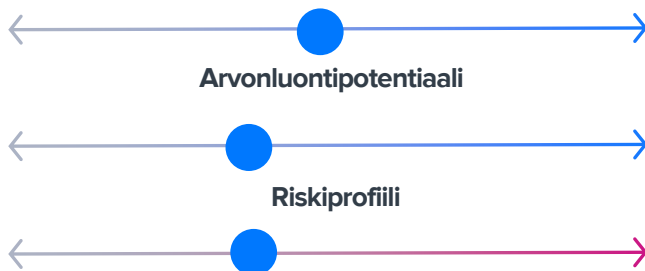
## Sijoitustarina

Markkina HTJ:n tarjoamille palveluille on kasvanut arvion mukaan keskimäärin noin 6 % vuodessa vuosien 2015 - 2020 aikana. Sievin alaisuudessa HTJ:n asiantuntijaliiketoimintaa voidaan kasvattaa myös yritysstoin, kun aiemmin yhtiö on kasvanut vain orgaanisesti.

## Kilpailuetu

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

## Arvio tuloskasvunopeudesta



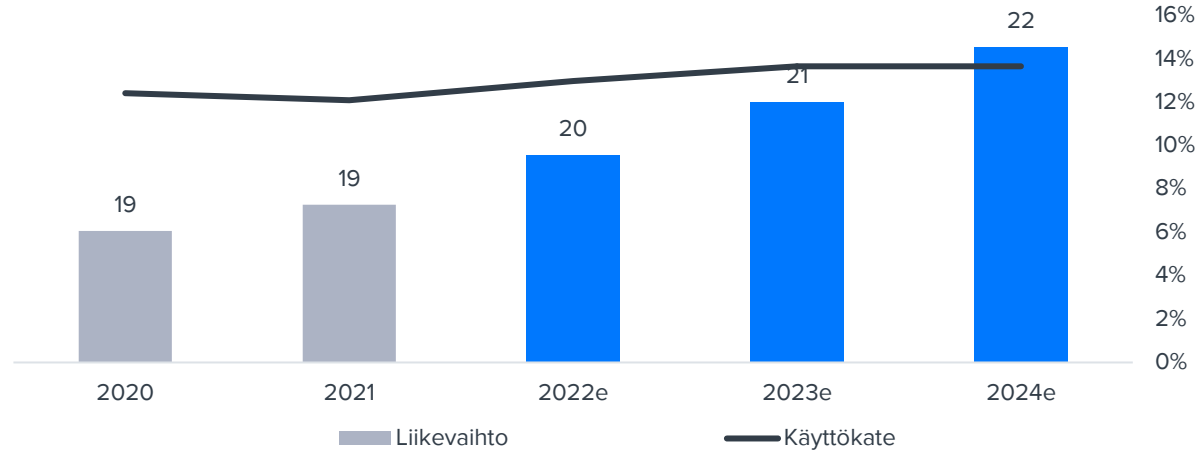
EV/EBITDA  
**6,0x**  
2022e

Arvioitu EV  
**15,6**  
MEUR

Omistus  
**92,4 %**  
2021

Omistus  
**9,1**  
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
- Yritysstot kasvun kiihdyttäjänä



## Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysstoissa epäonnistuminen



## Arvostus

- Selvä alennus listattuihin verrokkeihin on perusteltu pienemmän koon johdosta.

# Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	P/E 21	P/E 22
Nobia AB	806	6,3	4,9	8,7	7,2
Maisons du Monde SA	1499	5,1	5,0	13,0	12,6
Sanderson Design	115	7,3	6,4	19,9	11,1
Leon's Furniture Ltd	1186	4,6	4,9	8,2	8,5
Williams-Sonoma Inc	9233	8,1	7,0	17,6	10,5
<b>Mediaani</b>	<b>996</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>13,0</b>	<b>10,5</b>
Indoor Group (IFRS)	190	5,9	6,6	12,9	14,5
Erotus -%	-80 %	-6 %	31 %	-1 %	39 %

Logistikas	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 22
DSV Panalpina A/S	42679	17,5	13,5	2,0
Elanders AB	895	6,8	5,9	0,9
Kuehne und Nagel	31177	9,8	8,8	1,1
PostNL NV	2022	4,8	5,5	0,6
Deutsche Post AG	68270	6,9	6,4	1,0
Wincanton PLC	760	5,4	4,1	0,4
Jetpak Top Holding AB	118	9,8	6,2	1,3
Oesterreichische Post AG	2441	7,4	7,2	1,1
Bpost SA	1671	3,2	3,3	0,5
ID Logistics SAS	2191	7,9	7,0	1,1
<b>Mediaani</b>	<b>17692</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>	<b>1,0</b>
Logistikas	17	9,8	6,5	0,6
Erotus -%		36 %	3 %	-40 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 22
Ponsse Oyj	718	9,4	7,2	1,0
Palfinger AG	1497	7,4	7,0	0,8
Volvo AB	41942	5,9	4,9	0,8
Deere & Co	142242	15,8	10,5	2,6
Komatsu Ltd	26287	13,0	7,1	1,1
AGCO Corp	9202	7,7	6,4	0,8
Terex Corp	2869	9,6	7,2	0,7
Caterpillar Inc	118501	14,8	11,9	2,1
<b>Mediaani</b>	<b>17745</b>	<b>9,5</b>	<b>7,1</b>	<b>0,9</b>
KH-Koneet Group	62	6,0	6,0	0,4
Erotus -%		-37 %	-16 %	-59 %

Nordic Rescue Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 22
Rosenbauer International AG	689	10,9	9,2	0,6
Oshkosh Corp	6424	12,1	10,7	0,9
REV Group Inc	959	8,1	7,7	0,4
<b>Mediaani</b>	<b>959</b>	<b>10,9</b>	<b>9,2</b>	<b>0,6</b>
Nordic Rescue Group	16,9	neg	6,5	0,4
Erotus -%	-98 %	neg	-29 %	-35 %

Lähde: Inderes ja Thomson Reuters, verrokkien arvostustasot haettu 3.3.2022. \* Indoor Group EV sisältää IFRS 16 mukaiset vuokravastuut. Huom. Indoorin vuoden 2022 käyttökate heikkenee arviomme mukaan noin 4 MEUR:lla johtuen ERP järjestelmän uusimisesta.

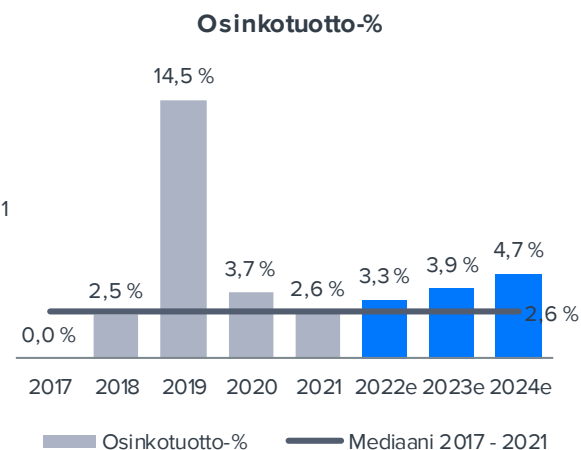
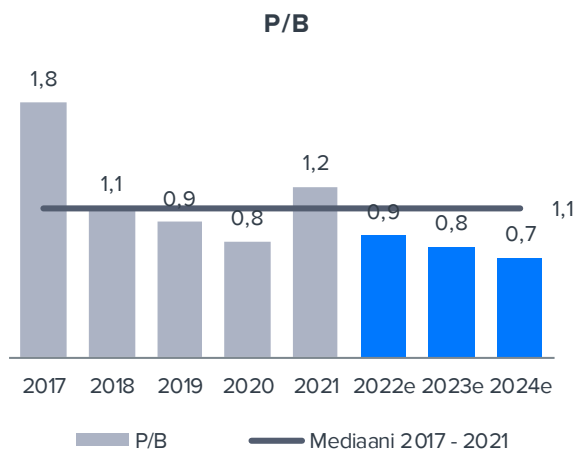
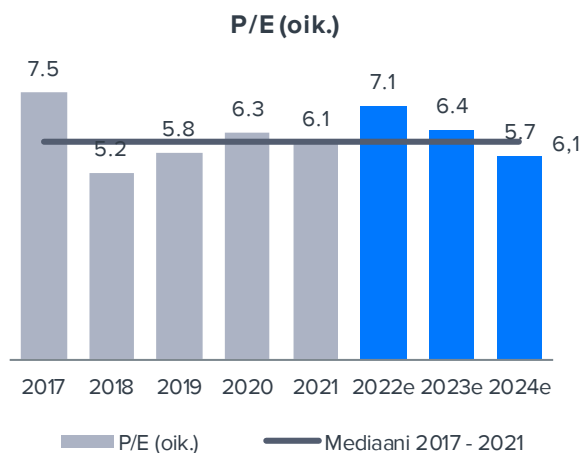
# Verrokkiryhmien valuaatiot

HTJ	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 22
Sitowise Group Oyj	301	11	10	1,6
Sweco AB (publ)	4712	18	16	2,2
Afry AB	1561	7	6	0,8
Rejlers AB (publ)	227	8	7	0,8
WSP Global Inc	14897	16	14	2,4
Etteplan Oyj	392	9	8	1,1
Arcadis NV	3762	11	10	1,1
<b>Mediaani</b>	<b>1561</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>1,1</b>
HTJ	16	6,8	6,0	0,8
Erotus -%	-99 %	-36 %	-38 %	-31 %

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,65	1,22	1,28	1,08	1,92	<b>1,52</b>	<b>1,52</b>	<b>1,52</b>	<b>1,52</b>
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	57,8	57,8	58,0	58,1	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>
Markkina-arvo	95	70	74	63	112	<b>88</b>	<b>88</b>	<b>88</b>	<b>88</b>
Yritysarvo (EV)	112	74	42	54	107	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>58</b>
P/E (oik.)	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>
P/E	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>
P/Kassavirta	4,5	4,4	8,1	5,7	4,8	<b>8,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>
P/B	1,8	1,1	0,9	0,8	1,2	<b>0,86</b>	<b>0,78</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
P/S	65,5	19,0	>100	19,6	9,7	<b>44,1</b>	<b>44,1</b>	<b>29,4</b>	<b>29,4</b>
EV/Liikevaihto	76,6	19,9	83,3	16,9	9,3	<b>33,6</b>	<b>32,2</b>	<b>20,4</b>	<b>19,2</b>
EV/EBITDA (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>
EV/EBIT (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	12,8 %	83,5 %	23,4 %	15,8 %	<b>23,3 %</b>	<b>25,3 %</b>	<b>26,9 %</b>	<b>26,4 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	14,5 %	3,7 %	2,6 %	<b>3,3 %</b>	<b>3,9 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>5,2 %</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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus 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 Capital Oyj.

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 €
25.2.2021	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	1,90 €	1,52 €

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.**