

# Sievi Capital

## Yhtiöraportti

5.5.2022 20:50



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Osake valunut alelaariin

Toistamme Sievi Capitalin 1,80 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää). Arviomme yhtiön osien summasta on pysynyt ennallaan ja alennus suhteessa tähän on revennyt poikkeuksellisen leveäksi. Yhtiön riski/tuotto-suhde onkin noussut mielestämme hyvin houkuttelevaksi sijoittajan saadessa ostokselleen merkittävää turvamarginaalia.

## Kaksijakoinen kvartaali

Suurimman omistuksen Indoorin Q1 oli selkeä pettymys, kun liikevaihto laski ja tulos heikkeni merkittävästi. Taustalla ovat ennen kaikkea toimitusketjuhaasteet, viilentynyt kotimainen kysyntä ja yhtiön ERP-projekti. Yhtiön toisen syömähampaan KH-Koneiden Q1 oli puolestaan iloista luettavaa. Yhtiön liikevaihto kasvoi 40 %:lla ja saatavuushaasteet ovat rasittaneet sitä yllättävän vähän. Markkinatilanne vaikuttaa myös olevan edelleen hyvin suotuisa. Yhtiön tulos nousi kausiluontoisesti vaisulla kvartaalilla merkittävästi. Pienempien omistusten osalta raportti ei tarjoillut suurempia yllätyksiä. Logistikas jatkoi vahvaa kasvuaan yritysostojen vetämänä ja HTJ:n suoritus vaikuttaa kaikilta osin mallikkaalta. NRG:lle vaikuttaa olevan edelleen selkeitä haasteita. Sievin sijoitusten substanssiarvo laski vastoin odotuksiamme lievästi vuodenvaihteen tasolta 1,57 euroon per osake (2021: 1,61e).

## Osien arvo ennallaan, KH-Koneet matkalla arvokkaimmaksi omistukseksi

Olemme tarkistaneet alaspäin näkemystämme Indoorin arvosta 58 MEUR:oon (aik. 68 MEUR) johtuen laskeneista tulosennusteista. Huomautamme myös, että kotimaisten kauppayhtiöiden arvostustasot ovat olleet kovassa paineessa viimeaikoina. 2022 tulee olemaan Indoorille välivuosi ERP-hankkeen ja kotoilukrapulan johdosta. Tuloksen tulisi tehdä selvä tasokorjaus 2023-2024 ja olemme edelleen luottavaisia Indoorin kykyyn jauhaa Sievin omistajille tasaista kassavirtaa. KH-Koneiden osalta olemme tarkistaneet näkemystämme arvosta reippaasti ylös (53 MEUR vs. 42 MEUR). Taustalla ovat kohonneet kasvu- ja tulosennusteet. Sijoittajien on tärkeä huomioida, että olemme KH-Koneiden osalta kannattavuusennusteissamme edelleen varsin varovaisia samoin soveltamamme arvostuskertoimet ovat konservatiivisia. Kohdeyhtiöiden arvon kehityksen osalta suurin potentiaali kohdistuukin mielestämme edelleen KH-Koneisiin, joka voimakkaan kasvun jatkuessa voisi kasvattaa arvoaan vielä selvästi sekä tuloskasvun että asteittain nousevan hyväksyttävän arvostustason kautta. Muiden omistusten osalta muutokset jäävät konsernitasolla pieniksi niiden pienten kokoluokkien johdosta. NRG:ssä otimme ennusteisiimme ja arvostukseen selvää turvamarginaalia johtuen yhtiön jatkuvista ongelmista. Logistikaksen sekä HTJ:n arvoja tarkistimme ylöspäin niiden mallikkaan kehityksen johdosta. Kokonaisuutena näkemyksemme osien summasta on pysynyt lähes ennallaan ja se on nyt 1,85 euroa per osake.

## Osaketta hinnoitellaan perusteetta rajusti alle osien summan

Sievin kurssi on laskenut voimakkaasti edellisen päivityksemme jälkeen ja alennus suhteessa osien summaan on revennyt huomattavaksi. Mielestämme alennus jo valmiiksi suhteellisen konservatiiviseen osien summaamme ei ole perusteltu ja näemmekin osakkeen tarjoavan nykykurssilla merkittävää turvamarginaalia. Hinnoittelun palautuminen osien summan tasolle vaatii arviomme mukaan yhtiön strategiapäivitystä, joka antaa askelmerkit yhtiön lähivuosien suunnalle ja osien arvon realisoitumiselle. Johdon kommenttien perusteella strategiapäivitys voidaan saada varsin pian ja uskomme tämän toimivan selkeänä ajurina osakkeelle.

## Suositus

### Osta

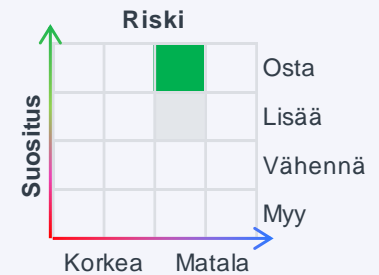
(aik. Lisää)

### 1,80 EUR

(aik. 1,80 EUR)

### Osakekurssi:

1,36



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT oik.	20,2	8,4	17,2	19,4
Nettotulos	18,4	6,9	13,8	15,5
EPS (oik.)	0,32	0,12	0,24	0,27
P/E (oik.)	6,1	11,5	5,7	5,1
P/B	1,2	0,8	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,7 %	4,4 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	5,3	7,6	3,5	3,0
EV/EBITDA	5,3	7,6	3,5	3,0

Lähde: Inderes

## Katso Sievin toimitusjohtajan haastattelu alta:



Pahoittelemme videon heikkoa äänen laatua

# Muutokset osien summassa

## Indoorin arvoa tarkistettu alas

Olemme tarkistaneet alaspäin näkemystämme Indoorin arvosta. Indoorin tulos tulee kyykkäämään kuluvana vuonna reippaasti johtuen kotoilukrapulasta sekä uudesta toiminnanohjausjärjestelmästä. Näkemyksemme mukaan yhtiön normaali tuloksentekokyky on selvästi kuluva vuotta korkeampi ja mielestämme 2023-2024 ennusteet antavat oikeamman kuvan yhtiön normaalista tulostasosta.

Indoorin kotimaisten verrokkien (kaupan alan yhtiöt) arvostukset ovat laskeneet selvästi alkuvuoden aikana, mikä laskee myös Indoorille hyväksyttäviä kertoimia. Absoluuttisesti arvostus ei ole edelleenkään erityisen korkea (2023e: EV/EBITDA 6x ja P/E ~12x), mutta nykytilanteessa on vaikea nähdä yhtiön hyväksyttävän arvostustason olevan tätä

korkeampi.

## KH-Koneet matkalla arvokkaimmaksi omistukseksi

KH-Koneiden osalta olemme tarkistaneet näkemystämme arvosta reippaasti ylös. Taustalla ovat kohonneet kasvu- ja tulosenusteet. Sijoittajien on tärkeä huomioida, että olemme KH-Koneiden osalta kannattavuusennusteissamme edelleen varsin varovaisia ja odotamme kannattavuustason jäävän selvästi historiallisia tasoja alemmas. Vaikka Ruotsin liiketoiminnan kannattavuustaso onkin rakenteellisesti Suomea matalampi, on yhtiöllä potentiaalia ennusteitamme korkeampiin kannattavuustasoihin.

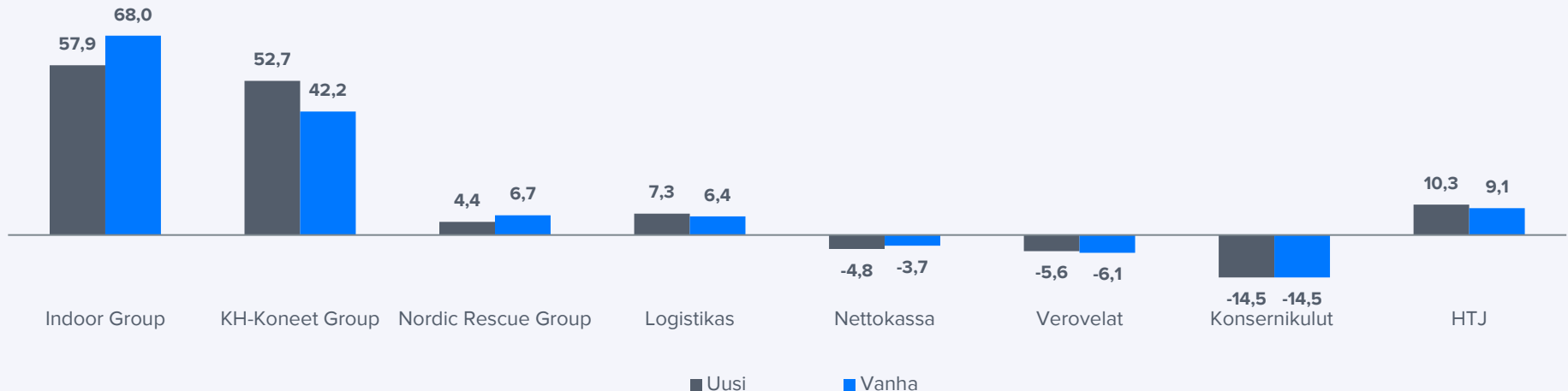
Lisäksi yhtiön arvostuskertoimet ovat varsin vaatimattomat ja ne heijastelevat teollisessa kaupassa käytettäviä kertoimia (2023 P/E ~7x). Mikäli KH-Koneet esimerkiksi listattaisi pörssiin, olisi sen

hyväksyttävä arvostustaso merkittävästi nykyistä korkeampi. Näemmekin realististen edellytykset sille, että KH-Koneista tulee Sievin arvokkain osa vielä 2023 aikana.

## Muissa omistuksissa ei suurempia muutoksia

Muiden omistusten osalta muutokset jäävät konsernitasolla pieniksi niiden pienten kokoluokkien johdosta. NRG:ssä otimme ennusteisiimme ja arvostukseen selvää turvamarginaalia, johtuen yhtiön jatkuvista ongelmista. Logistikaksen sekä HTJ:n arvoja tarkistimme ylöspäin niiden mallikkaan kehityksen johdosta.

Muutokset osien summaan



# Valuaatio

Yhtiökohtaiset ennusteet ja käyttämämme arvostuskertoimet on esitetty kokonaisuudessaan sivuilla 5-9. Sivuilla 10-11 on esitetty myös omistusten verrokkiryhmien arvostukset. Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 108 MEUR tai 1,85 euroa per osake. Arvo on pysynyt ennallaan, sillä KH-Koneiden, HTJ:n sekä Logistikaksen nousut kumosivat Indoorin sekä NRG:n arvonlaskut.

## Erinomainen track-record

Sievin historiallinen pääoman tuotto on vahva ja nykyisellä mallilla operoidessa (2017-2021) keskimääräinen oman pääoman tuotto on noin 20 %. Yhtiön tavoitteena on ylittää 13 %:n taso ja tämä sovellettuna Q1:sen 1,57 euron osakekohtaiseen omaan pääomaan tarkoittaisi noin 0,20 euron osakekohtaista tulosta. Kun tätä vertaa yhtiön nykyiseen osakekurssiin jää P/E-luku edelleen hyvin matalalle, noin 7x tasolle. Tämä kuvastaa mielestämme hyvin yhtiön osissa piilevää arvoa ja niiden aliarvostusta.

## 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 tuloskasvun että asteittain nousevan hyväksyttävän arvostustason kautta. Indoorin osalta odotamme tuloksen elpävän selvästi 2022 tuloskuopasta vuosina 2023-2024, mutta pitkällä aikavälillä tuloskasvu tulee arviomme mukaan olemaan suhteellisen haastavaa. Indoorin arvo Sieville muodostuu nykyisellään etenkin sen tasaisesti jauhaman vahvan kassavirran myötä.

Logistikas ja HTJ tekevät pääomakeveillä

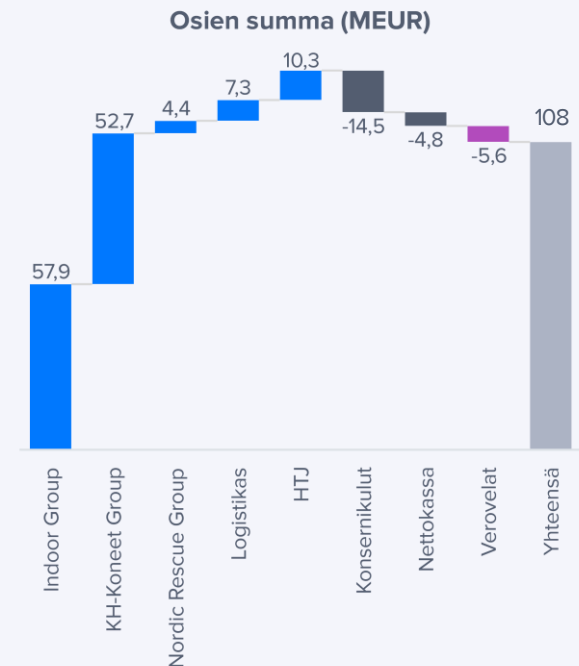
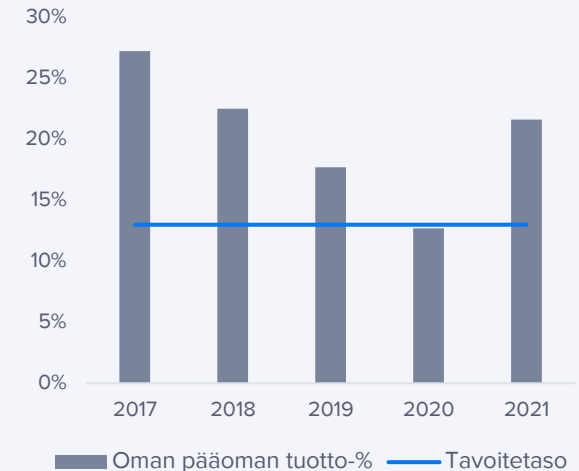
liiketoiminnoillaan myös hyvää rahavirtaa ja niiden arvoilla on jo nykyisellä tulostasolla hyvät edellytykset kehittyä positiivisesti, kun nettovelat lyhenevät. Molemmilla on mahdollista tehdä myös synergistisiä yritysostoja Sievin alaisuudessa kasvun vauhdittamiseksi.

NRG:n käänne etenee edelleen tahmeasti ja vaikka kyse onkin osin ulkoisista tekijöistä, vaikuttaisi yhtiöllä olevan myös selkeitä sisäisiä haasteita. Vaikka odotammekin yhtiön palaavan tänä vuonna selvästi voitolliseksi, on matka hyvillä kannattavuustasoille vielä pitkä ja käänne voi kestää yllättävänkin kauan.

## Strategiapäivitystä odotellessa

Sievi ei vielä päivittänyt strategiaansa Q1-raporttinsa yhteydessä. Yhtiön johdon haastattelussamme antamien kommenttien perusteella päivitetty strategia voisi tulla ulos suhteellisen nopeastikin uuden hallituksen aloituksen jälkeen (yhtiökokous 11.5.). Yhtiö on aiemmin sanonut hyvin suoraan, että arvo ei tule kunnolla esiin nykyisessä sijoitusyhtiömallissa ja yhtiön nykyistä arvostustasoa katsoessa tämä on helppo allekirjoittaa.

Yhtenä potentiaalisena vaihtoehtona pidämme, että yhtiö jatkaa nykyisen kaltaisella sijoitustoimintamallilla, mutta siirtyy IFRS-raportointiin. Tämä parantaisi yhtiön läpinäkyvyyttä selvästi ja tukisi todennäköisesti arvostusta yhtiön alhaisen hinnoittelun tullessa selvemmin esiin. Myös erilaiset isommat rakennejärjestelyt ovat edelleen mahdollisia, joskin Indoorin potentiaalinen listaus voisi nykyinen tuloskuunto huomioiden toteutua aikaisintaan 2023 keväällä.



\* 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.

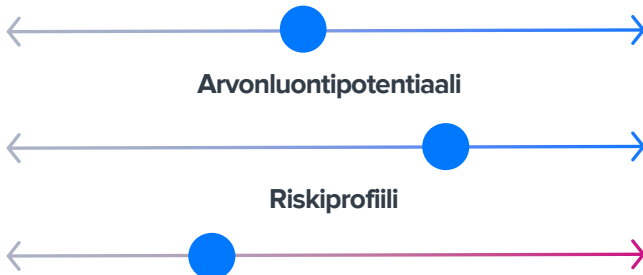
## Sijoitustarina

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



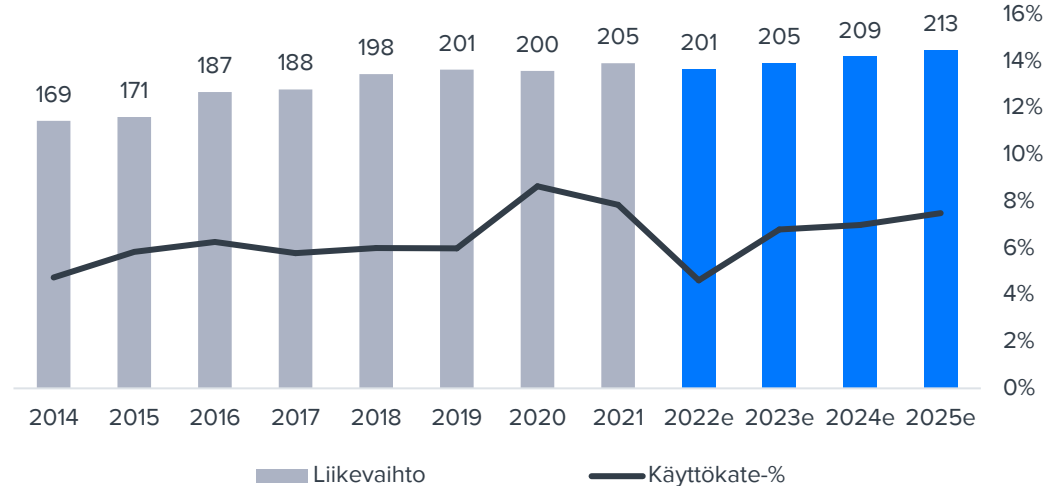
EV/EBITDA\*  
**6,5x**  
2022e

Arvioitu EV\*  
**174**  
MEUR

Omistus  
**58,3 %**  
2021

Omistus  
**57,9**  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet\*\*(FAS):



## Arvoajurit

- Brändien ja hinnoittelun terävöittäminen
- Asiakasdatan hyödyntäminen
- Kasvun lähteenä tuoteryhmien laajentaminen sekä verkkokauppa
- Vahva kassavirta ja hyvä pääoman tuotto
- Toiminnan tehostaminen taustaprosesseja harmonisoimalla



## Riskitekijät

- Talouskasvun hyytyminen ja kotoilukrapula
- Markkinan yleinen kasvu on ollut hidasta ennen koronaa
- Kasvun pakottaminen kalliilla yritysostolla
- Kilpailun kiristyminen
- ERP-järjestelmän päivityksen onnistuminen



## Arvostus

- Arvostus on lähellä verrokkiryhmän 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 noin 17,3 MEUR korkeampi ja nettovelat 66,6 MEUR korkeammat kuin FAS-kirjanpidossa. Ennustamaamme kannattavuuden 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 erittäin onnistunut sijoitus vahvan kasvun ja onnistuneiden yrityskauppojen myötä.

## Yhtiökuvaus

KH-Koneet Group on maanrakennuskoneiden maahantuoja ja vähittäismyyjä. Se tarjoaa myös huolto- ja varaosapalveluita. Yhtiöllä on myös 2018 perustettu konevuokraamo ja 2019 yhtiö laajeni Ruotsiin yritysostolla.

## Liiketoimintamalli

KH-Koneilla on kattava verkosto- ja palvelutarjonta Suomessa ja nykyisin myös Ruotsissa. Väliportaita toimitusketjussa on vain vähän. Yhtiön liiketoimintamallissa myyjät ovat keskeisiä ja kulurakenne joustaa sen onnistumisen mukana.

## Sijoitustarina

Sievi Capital sijoitti KH-koneet Groupiin 2017. Erillisistä yhtiöistä kootun kokonaisuuden kasvu on ollut sijoitusaikana vahvaa. Nyt yhtiö hakee kannattavaa kasvua etenkin Ruotsista, jossa markkinaosuudet ovat vielä matalat

## Kilpailuetu

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

## Arvio tuloskasvunopeudesta



## Arvonluontipotentiaali



## Riskiprofiili



EV/EBITDA

6,0x  
2022e

Arvioitu EV

73  
MEUR

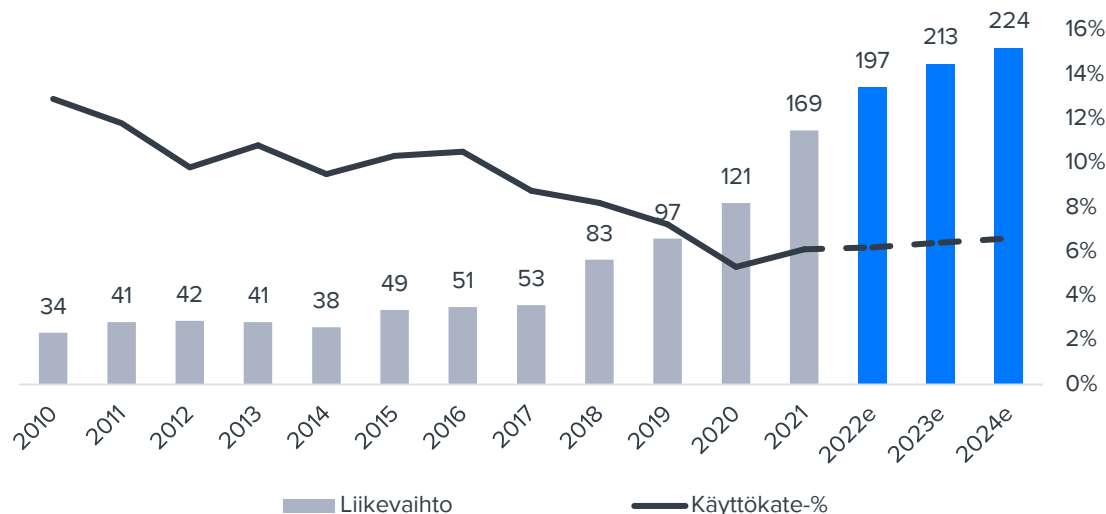
Omistus

90,5 %  
2021

Omistus

52,7  
MEUR

## Avainluvut ja ennusteet:



## Arvoajurit

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



## Riskitekijät

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



## Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä konservatiivisella 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.

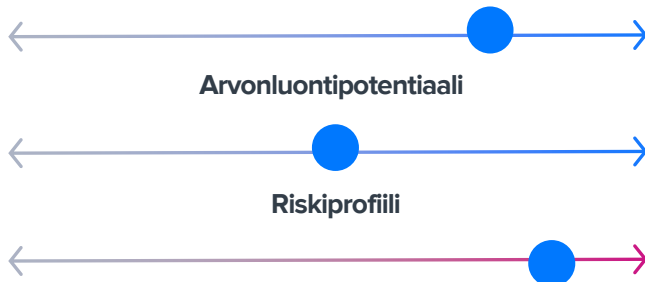
## Sijoitustarina

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



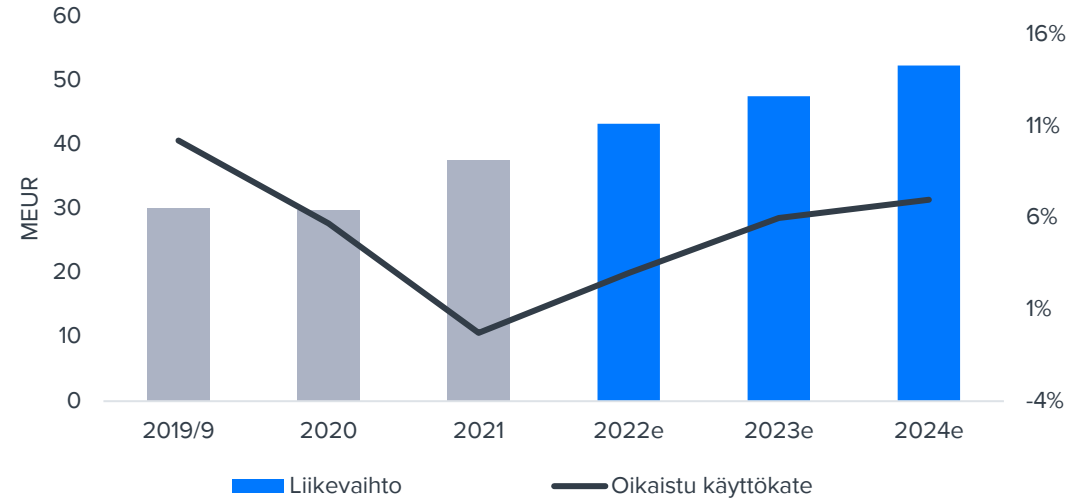
EV/EBITDA  
**10,4x**  
2022e

Arvioitu EV  
**13,5**  
MEUR

Omistus  
**67,9 %**  
2021

Omistus  
**4,4**  
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
- 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. 2023 kertoimilla arvostus edullinen, mikä perusteltua huomioiden merkittävä riski liittyen tuloskäänteeseen

# Logistikas

Logistikas hankinta toteutettiin vuoden 2020 joulukuussa. Logistikas on logistiikka-alan palveluyhtiö, joka on erikoistunut vaativiin asiakkuuksiin.

## Yhtiökuvaus

Logistikas toimii Suomessa nykyisin seitsemällä paikkakunnalla sekä omissa logistiikkakeskuksissa että asiakkaiden tiloissa. Konserni työllistää yhteensä noin 230 henkilöä.

## Sijoitustarina

Logistikas on saavuttanut luotettavan toimijan maineen etenkin vaativien asiakkaiden parissa. Yhtiön kannattavuus on myös noussut vahvalle tasolle. Sievi Capitalin tuella yhtiö toteutti myös heinäkuussa historiansa ensimmäisen yritysoston Vaasassa.

## Liiketoimintamalli

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

## Kilpailuetu

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

## Arvio tuloskasvunopeudesta



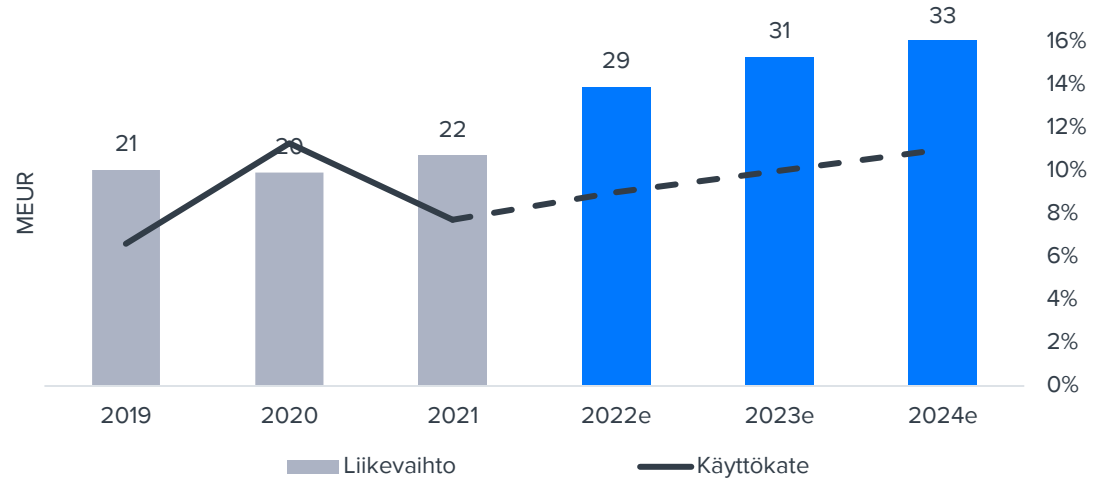
EV/EBITDA  
**7,0x**  
2022e

Arvioitu EV  
**18**  
MEUR

Omistus  
**65,9 %**  
2021

Omistus  
**7,3**  
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

- Olemme ostaneet lievästi hyväksymäämme ennustehaarukkaa yhtiön hyvän kehityksen ja näkymien myötä
- 2022 kertoimilla arvostus on neutraali, tulosparannuksen jatkuessa ennusteidemme mukaisesti olisi arvossa selvää nousuvaraa

\*2019 luvut pro-forma lukuja



# Rakennuttajatoimisto HTJ

Rakennuttajatoimisto HTJ on Sievi Capitalin tuorein hankinta, joka toteutettiin vuoden 2021 lokakuussa.

## Yhtiökuvaus

HTJ on 1999 perustettu rakennuttajakonsulttiyhtiö. Yhtiö tarjoaa talonrakentamiseen liittyviä rakennuttamis- ja valvontapalveluita sekä talotekniikkapalveluita ja infrastruktuuriin rakennuttamispalveluita.

## Liiketoimintamalli

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

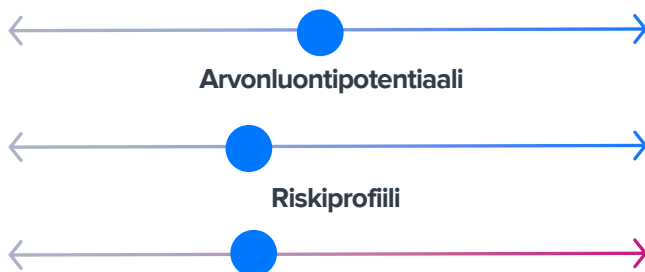
## Sijoitustarina

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



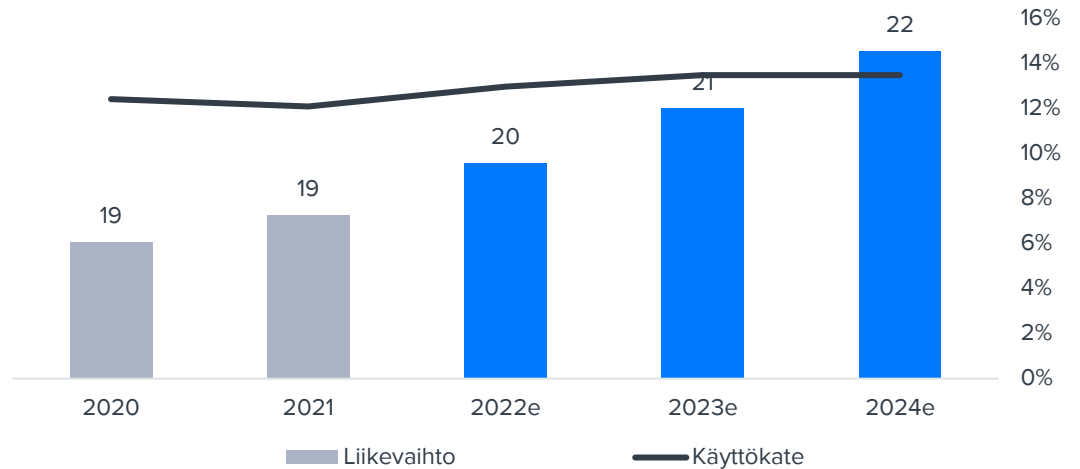
EV/EBITDA  
**6,5x**  
2022e

Arvioitu EV  
**16,9**  
MEUR

Omistus  
**92,4 %**  
2021

Omistus  
**10,3**  
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.
- Olemme tarkistaneet hieman arvostushaarukkaa ylöspäin vahvan kehityksen johdosta

# Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	P/E 21	P/E 22
Nobia AB	813	6,3	4,9	8,4	7,6
Maisons du Monde SA	1379	5,7	4,9	11,4	10,8
Sanderson Design	122	8,1	7,0	20,7	11,6
Leon's Furniture Ltd	912			7,1	7,3
Williams-Sonoma Inc	8574	8,1	7,0	16,7	9,9
<b>Mediaani</b>	<b>862</b>	<b>7,2</b>	<b>5,8</b>	<b>11,4</b>	<b>10,3</b>
Indoor Group (IFRS)	174	5,4	6,5	11,1	19,9
Erotus -%	-80 %	-25 %	12 %	-3 %	93 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 22
Ponsse Oyj	750	10,4	8,5	1,0
Palfinger AG	1442	7,3	7,6	0,8
Volvo AB	41292	5,9	4,1	0,6
Deere & Co	154821	15,8	11,6	2,8
Komatsu Ltd	26759	13,0	7,2	1,2
AGCO Corp	10806	7,6	6,7	0,8
Terex Corp	2880	9,6	6,3	0,6
Caterpillar Inc	141054	14,8	13,0	2,3
<b>Mediaani</b>	<b>18782</b>	<b>10,0</b>	<b>7,4</b>	<b>0,9</b>
KH-Koneet Group	73	7,1	6,0	0,4
Erotus -%	-100 %	-29 %	-19 %	-59 %

Logistikas	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 22
DSV A/S	40155	17,8	10,6	1,3
Elanders AB	992	6,8	6,0	0,8
Kuehne und Nagel	31214	9,8	7,7	0,9
PostNL NV	1810	4,5	5,4	0,6
Deutsche Post AG	65548	6,3	5,6	
Wincanton PLC	832	5,4	4,9	0,8
Jetpak Top Holding AB	127	9,8	6,6	0,4
Oesterreichische Post AG	2167	8,3	7,3	0,9
Bpost SA	1673	3,0	2,8	1,0
ID Logistics SAS	2337	8,4	6,7	0,4
<b>Mediaani</b>	<b>17902</b>	<b>7,5</b>	<b>6,3</b>	<b>0,8</b>
Logistikas	18	10,6	7,0	0,6
Erotus -%	-100 %	40 %	12 %	-25 %

Nordic Rescue Group	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 22
Rosenbauer International AG	475	10,9	9,5	0,6
Oshkosh Corp	5734	11,8	9,8	0,7
REV Group Inc	999	8,1	7,9	0,4
<b>Mediaani</b>	<b>887</b>	<b>10,9</b>	<b>9,5</b>	<b>0,6</b>
Nordic Rescue Group	13,5	neg	10,4	0,3
Erotus -%	-98 %	neg	10 %	-46 %

Lähde: Inderes ja Thomson Reuters, verrokkien arvostustasot haettu 5.5.2022

\*Indoor Group EV sisältää IFRS 16 mukaiset vuokravastuut. Huom. Indoorin vuoden 2022 käyttökatte heikkenee arviomme mukaan noin 4 MEUR:lla johtuen ERP järjestelmän uusimisesta.

# Verrokkiryhmien valuaatiot

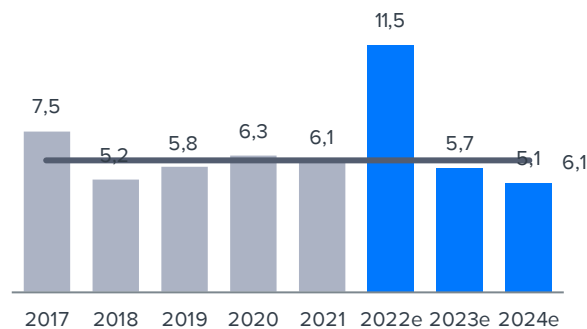
HTJ	EV	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 22
Sitowise Group Oyj	277	10,3	8,9	1,4
Sweco AB (publ)	5079	18,4	15,1	2,2
Afry AB	1552	6,4	6,4	0,7
Rejlers AB (publ)	285	9,5	7,9	0,9
WSP Global Inc	14073	14,5	12,9	2,2
Etteplan Oyj	441	10,1	9,0	1,3
Arcadis NV	3786	10,7	10,1	1,1
<b>Mediaani</b>	<b>1552</b>	<b>10,3</b>	<b>9,0</b>	<b>1,3</b>
HTJ	17	7,3	6,5	0,8
Erotus -%	-99 %	-28 %	-28 %	-33 %

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,65	1,22	1,28	1,08	1,92	<b>1,36</b>	<b>1,36</b>	<b>1,36</b>	<b>1,36</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>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>
Yritysarvo (EV)	112	74	42	54	107	<b>63</b>	<b>61</b>	<b>57</b>	<b>54</b>
P/E (oik.)	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	<b>11,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>
P/E	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	<b>11,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>
P/Kassavirta	4,5	4,4	8,1	5,7	4,8	<b>16,6</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>
P/B	1,8	1,1	0,9	0,8	1,2	<b>0,81</b>	<b>0,73</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
P/S	65,5	19,0	>100	19,6	9,7	<b>39,5</b>	<b>39,5</b>	<b>26,3</b>	<b>26,3</b>
EV/Liikevaihto	76,6	19,9	83,3	16,9	9,3	<b>31,7</b>	<b>30,3</b>	<b>19,1</b>	<b>17,9</b>
EV/EBITDA (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	<b>7,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>
EV/EBIT (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	<b>7,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	12,8 %	83,5 %	23,4 %	15,8 %	<b>42,1 %</b>	<b>25,3 %</b>	<b>25,8 %</b>	<b>25,5 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	14,5 %	3,7 %	2,6 %	<b>3,7 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>5,1 %</b>	<b>5,7 %</b>

Lähde: Inderes

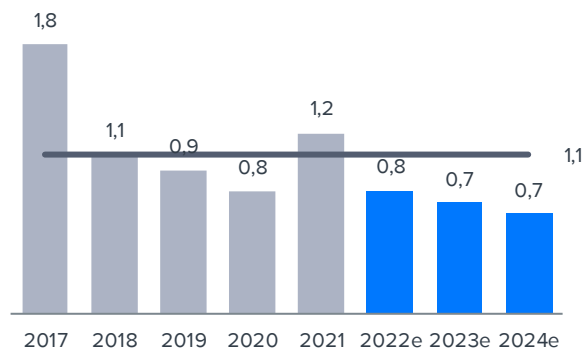
P/E (oik.)



■ P/E (oik.)

— Mediaani 2017 - 2021

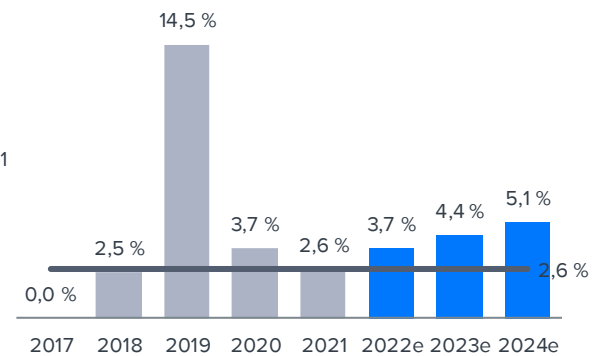
P/B



■ P/B

— Mediaani 2017 - 2021

Osinkotuotto-%



■ Osinkotuotto-%

— Mediaani 2017 - 2021

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajailaisuusien 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25/10/2018	Myy	1,50 €	2,12 €
05/11/2018	Vähennä	1,35 €	1,46 €
21/12/2018	Vähennä	1,25 €	1,25 €
03/03/2019	Lisää	1,35 €	1,30 €
23/08/2019	Vähennä	1,25 €	1,24 €
30/10/2019	Vähennä	1,25 €	1,23 €
29/11/2019	Lisää	1,30 €	1,21 €
08/01/2020	Vähennä	1,40 €	1,40 €
30/01/2020	Vähennä	1,25 €	1,35 €
04/03/2020	Vähennä	1,15 €	1,18 €
27/04/2020	Vähennä	0,90 €	0,87 €
29/04/2020	Lisää	0,92 €	0,88 €
23/06/2020	Lisää	0,98 €	0,89 €
26/08/2020	Lisää	1,10 €	1,04 €
30/10/2020	Osta	1,15 €	1,01 €
25/02/2021	Osta	1,30 €	1,19 €
14/04/2021	Lisää	1,55 €	1,49 €
30/04/2021	Lisää	1,55 €	1,48 €
17/06/2021	Osta	1,65 €	1,34 €
18/08/2021	Lisää	2,10 €	2,06 €
19/08/2021	Lisää	2,80 €	2,39 €
30/09/2021	Osta	2,80 €	1,95 €
01/11/2021	Lisää	2,50 €	2,09 €
15/12/2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
04/03/2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17/03/2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
06/05/2022	Osta	1,80 €	1,36 €

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 Oyj

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.**