

Sievi Capital

Yhtiöraportti

4.11.2022 6:08



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



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

Indoor osoitti huojentavaa kriisin kestävyyttä

Laskemme Sievin tavoitehintamme 1,40 euroon/osake (aik. 1,50 €), ja nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää). Indoorin Q3-tuloksen elpyminen lähelle vertailukautta oli helpotus, sillä yhtiön tuottamat tasaiset rahavirrat ovat keskeisessä roolissa koko Sievin pääoman allokoinnissa. Myös tärkeä KH-kone kehittyi edelleen odotetun vahvasti. Listattujen yhtiöiden arvostustasoissa nähty lasku on painanut myös Sievin listaamattomille omistuksille hyväksymiämme arvostuskertoimia konservatiivisille tasoille. Tästäkin huolimatta osake on selvästi aliarvostettu suhteessa osien summaamme (1,38 €). Lyhyen ajan ajurina aliarvostuksen purkautumiselle voi onnistuessaan olla vuoden lopun strategiapäivitys, sillä sen tavoitteena on tuoda Sievin omistuksissa piilevää arvoa paremmin esille.

Indoorilta olosuhteisiin nähden kelpo tulos, KH-Koneet kehittyi puolestaan odotetun hyvin

Indoorin Q3-liikevaihto laski 4 % 52 MEUR:oon vaikeassa markkinassa, mutta yhtiö oli onnistunut erityisesti sen ydintuotteiden (sängyt ja sohvot) hinnoittelussa ja 3,8 MEUR:n liikevoitto oli lähellä vertailukautta (Q3'21: 4,6 MEUR). Myös edellisellä kvartaalilla paisuneita varastoja saatiin sulateltua ja käsityksemme mukaan rahavirta oli jälleen alkuvuoden haparoinnin jälkeen vahvaa. KH-Koneiden Q3-suoritus oli odotetun hyvä sen myynin kasvettua 24 % 46 MEUR:oon ja käyttökateen 20 % 3,0 MEUR:oon. Ruotsin liikevaihto oli jo samalla tasolla Suomen liikevaihdon kanssa ja yhtiön kansainvälistyminen on edennyt erittäin vahvasti. Pienemmistä omistuksista HTJ ja Logistikas kehittyivät pääosin odotetusti, mutta Nordic Rescue Groupin (NRG) kehitys on heikentynyt entisestään.

Osien summa laski jälleen hieman, mutta isossa kuvassa muutokset jäivät rajallisiksi

Indoorin ensi vuoden tulostason odotamme olevan sunnilleen samalla tasolla kuin se oli ennen pandemiaa. Verrattuna yhtiön omiin tavoiteisiin tuplata liikevoitto vuodesta 2019 vuoteen 2025 tämä on suhteellisen konservatiivinen ennuste, mutta ennakoimme H1'23:sta tulevan huonekalualalle vielä vaikean. Olemme tarkistaneet näkemystämme Indoor-omistuksen arvosta 35,0 MEUR:oon (aik. 38,4 MEUR) johtuen verrokkien laskeneista arvostuksista ja soveltamamme 2023e P/E-kerroin on nyt 10x. KH-Koneet etenee kuin juna Ruotsin valloituksessa, mutta uskomme ensi vuonna rakentamisen markkinan hidastumisen toimivan vastavoimana yhtiön hyvälle omalle tekemiselle, jolloin tulos pysyy 2022 tasolla. KH-Koneiden osalta olemme pitäneet arviomme omistuksen arvosta kutakuinkin ennallaan (52,5 MEUR), jolloin sen 2022 ja 2023 P/E-kertoimet asettuvat 7x tasolle. Kohdeyhtiöiden arvon kehityksen osalta suurin potentiaali kohdistuu mielestämme edelleen KH-Koneisiin, joka voimakkaan kasvun jatkuessa voisi kasvattaa arvoaan vielä selvästi. KH:n tulostason kehitykseen liittyy kuitenkin rakentamisen hiipuessakin myös riskejä ja ennen näkyvyyden parantumista on turvamarginaalin käyttö sen arvostuskertoimissa perusteltua. Muiden omistusten osalta muutokset jäävät konsernitasolla pieniksi niiden kokoluokkien johdosta. NRG:n omistuksen arvoa laskimme vain 1,6 MEUR:oon johtuen jatkuvista ongelmista. Logistikaksen (7 MEUR) sekä HTJ:n (10 MEUR) omistusten arvoja tarkistimme myös lievästi alaspäin.

Osissa on edelleen piilevää arvoa myös soveltamillamme konservatiivisilla ennusteilla ja arvostuksilla

Sievi Capitalille laskemamme osien summa on nyt 80 MEUR tai 1,38 euroa per osake myös käyttämillämme konservatiivisilla oletuksilla ja tähän suhteutettuna osake on mielestämme selvästi aliarvostettu. Myös Sievin substanssiarvoon (1,49 €) verrattuna taseen P/B hinnoittelu (0,8x) on historiallisiin tasoihin nähden hyvin matala. Strategiapäivitys ja tämän myötä mahdollinen toimintamallin muutos on selkeä lyhyen aikavälin ajuri osakkeelle.

Suositus

Osta

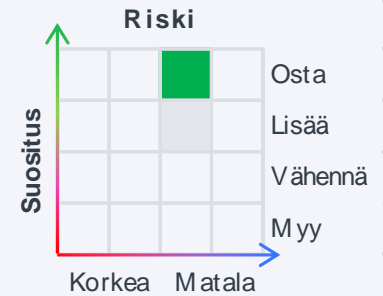
(aik. Lisää)

1,40 EUR

(aik. 1,50 EUR)

Osakekurssi:

1,14



	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT oik.	20,2	-8,5	11,3	12,8
Nettotulos	18,4	-6,9	9,0	10,1
EPS (oik.)	0,32	-0,12	0,16	0,17

P/E (oik.)	6,1	neg.	7,3	6,5
P/B	1,2	0,8	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	2,6 %	4,4 %	5,3 %	4,7 %
EV/EBIT (oik.)	5,3	neg.	5,9	5,4
EV/EBITDA	5,3	neg.	5,9	5,4

Lähde: Inderes

Katso Sievin toimitusjohtajan haastattelu alta



Indoor sai tuloskehityksensä vakautettua myynnin laskusta huolimatta

Indoorin kannattavuus ylitti odotuksemme selvästi

Indoor Groupin Q3-liikevaihto laski noin 4 %:lla 52 MEUR:oon poikkeuksellisen vaikean markkinatilanteen jatkuttua. Hyvää oli kuitenkin, että yhtiö pysyi parantamaan erityisesti bruttokatteitaan hinnoittelun optimoinnin avulla ja käyttökate laski vertailukaudesta myös vain 4 %:lla 8,7 MEUR:oon. Lisäksi yhtiön käyttöpääoman hallinta tehostui ja varastotasojen sopeutus edistyi, mikä oli hyvä uutinen, yhtiön selvästi epäonnistuttua kysynnän ennustamisessa ensimmäisellä vuosipuolikkaalla. Käynnissä olevan toiminnanohjausjärjestelmän uudistamishankkeen kustannuksia oli myös katsauskaudella 0,6 MEUR, joita ei ole enää ensi vuonna tulossa uudistamisen valmistuttua. Toiminnanohjausjärjestelmän uudistamishankkeen kerrottiin edenneen suunnitelmien mukaisesti ja hankkeessa siirryttiin käyttöönottestausvaiheeseen.

Lisäksi Indoor Group on jatkanut myymäläverkoston kehittämistä ostamalla 10 Sotka-yrittäjän liiketoiminnat. Arviolta vuodenvaihteesta alkaen Indoor Group toimii ilman franchiseomisteisia myymälöitä. Yhtiö käynnisti myös elokuussa yt-neuvottelut kustannustason laskemiseksi, mutta niiden tuloksista ei ollut raportissa tarkempaa tietoa ja tulosten pitäisi selvitä tämän vuoden aikana.

Toinen tärkeä KH-Koneet jatkoi hyvää menoa

KH-Koneet Groupin liikevaihto kasvoi Q3:lla 24 % 46 MEUR:oon (ennuste 44 MEUR) ja käyttökate nousi 20 % 3,0 MEUR:oon (ennuste 3,2 MEUR). Liikevaihto kasvoi yhtiön molemmissa toimintamaissa, mutta kasvun painopiste oli selvästi Ruotsissa. Yhtiön kasvu Ruotsissa on jatkunut vahvana ja heinä-syyskuussa Ruotsin liikevaihto oli jo samalla tasolla Suomen liikevaihdon kanssa. Maanrakennuskonemarkkinan yleinen kysyntätilanne tasaantui yhtiön mukaan

alkuvuoden poikkeuksellisen vahvasta tasosta molemmissa toimintamaissa. Koneiden kysyntätilanne oli Ruotsissa jonkin verran korkeammalla tasolla kuin Suomessa johtuen muun muassa Ruotsin kuntasektorin infrainvestoinneista.

Pienemmissä omistuksissa NRG on kriisiytymässä

Pienemmistä omistuksista HTJ kehittyi edelleen vakaasti jauhaen hyvää kassavirtaa ja pitkälti linjassa odotustemme kanssa (kts. taulukko). Logistikaksen liikevaihto kasvoi edelleen vahvasti, mutta kannattavuus oli tällä kvartaalilla odotuksiamme matalampi kustannusten noususta johtuen. Nordic Rescue Groupin (NRG) liikevaihto oli erittäin heikko sen laskiessa 40 %:lla ja käyttökate jäi roimasti odotuksistamme ja painui selvästi tappiolle. Taustalla oli mm. Vema Liftin heikko suoritus ja osin kertaluontoiset kulut aiempien tilausten peruuntumisista..

Liikevaihto	Q3'21	Q3'22	Q3'22e	Kasvu	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot.	Tot. vs. inderes
Indoor Group	54	52	53	-4 %	-2 %
KH-Koneet Group	37	46	44	24 %	3 %
Logistikas	6	8	8	22 %	-1 %
Nordic Rescue Group	10	6	12	-40 %	-50 %
HTJ	4,3	6	6	37 %	0 %
Käyttökate	Q3'21	Q3'22	Q3'22e	Kasvu	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot.	Tot. vs. inderes
Indoor Group (IFRS)	9,1	8,7	5,5	-4 %	58 %
KH-Koneet Group	2,5	3,0	3,2	20 %	-7 %
Logistikas	0,7	0,4	0,7	-43 %	-41 %
Nordic Rescue Group	-0,2	-2,1	0,2	neg	neg
HTJ	0,6	0,6	0,7	0 %	-14 %

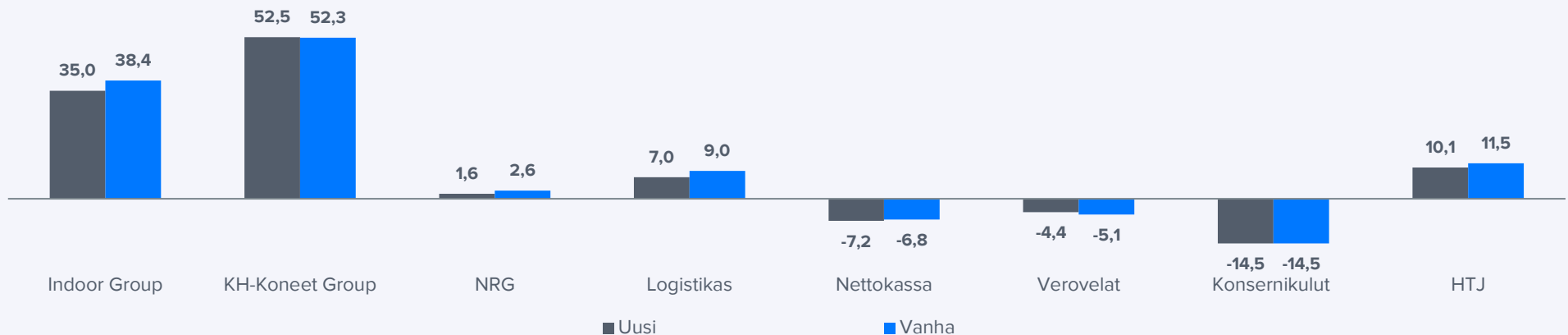
Lähde: Inderes

Muutokset osien summa-laskelmaan

Tekemämme muutokset

- Indoor Groupin omistuksen arvon leikkasimme 35,0 MEUR:oon (aik. 38,4 MEUR), sillä hyväksymämme 2023 EV/EBITDA-haarukka painui verrokkien laskeneiden arvostustasojen myötä vain 4,5-5x:ään (aik. 5x). Etenkin 2022 tulosennustemme nousivat kuitenkin Q3:n selvän tuloslityksen myötä. Nettovelkojen arvioimme laskeneen edellisestä kvartaalista noin 5 MEUR:lla positiivisen nettotuloksen ja varastojen laskun myötä, joidenka yhteisvaikutuksen odotamme tukeneen rahavirtaa selvästi.
- KH-koneiden kehitys oli pitkälti linjassa odotustemme kanssa ja pidimme sen arvon lähes ennallaan 52,5 MEUR:ssa.
- Logistikaksen arvoa laskimme sillä Q3:lla käyttökate jäi odotuksistamme. Tulostaso vaikuttaa heiluvan selvästi kvartaalien välillä, sillä Q2:lla yhtiö ylitti selvästi ennustemme, jolloin viimeksi nostimme niitä ja nyt ennusteet palautuivat lähemmäksi aiempia.
- HTJ:n arvoa laskimme myös hieman, sillä laskimme hieman sen ennusteitamme vuoden 2023 osalta rakentamisen markkinan hidastuessa.
- NRG:n omistajille kuuluvaa arvoa leikkasimme jälleen sen nettovelkojen kasvettua todennäköisesti jälleen selvästi tulostason oltua selvästi tappiollinen.
- Emme laske Sievin 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



Hinta selvästi alle konservatiivisen osien summan

Osien summa luo pohjan arvonmääritykselle

Yhtiökohtaiset ennusteet ja käyttämämme arvostuskertoimet on esitetty kokonaisuudessaan sivuilla 6-10. Sivulla 11 on esitetty omistusten verrokkiryhmien arvostukset. Sievi Capitalille laskemamme osien summa on 80 MEUR tai 1,38 euroa per osake. Sievin oman pääoman tuotto laski viimeiseltä 12kk negatiiviseksi -4,1 %:iin. Yhtiön aiempien vuosien vahva track record onkin alkanut osoittaa rakoilun merkkejä. Toki Indoorin toimintaympäristö on ollut vaikea ja pidemmällä aikahorisontilla ROE-% on ollut edelleen erinomainen.

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 tulospainetta, että nousevan hyväksyttävän arvostustason kautta. Kuitenkin myös kohdemarkkina jäähtyminen tuo lyhyen ajan riskejä tuloskehitykselle.

Indoorin osalta odotamme, että sen tulostaso palautuu vähintään vuoden 2019 tasoa vastaavaksi, 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 on viime vuosina muodostunut sen tasaisesti jauhaman vahvan kassavirran kautta. Q3'22-kehitys oli huojentavaa, sillä Indoorin rahavirta oli selvästi negatiivinen vielä vuoden alkupuoliskolla vaikeassa toimintaympäristössä. Suomen huonekalumarkkina on ennen pandemiavuosia (2013-2019) ollut suhteellisen stabiili.

Toimintaympäristön normalisoituessa yhtiö palaa ennusteessamme jauhamaan jälleen vahvaa osinkotuottoa omistajilleen, sillä lähes koko nettotulos voidaan maksaa yhtiöstä osinkoina käyttöpääoman tai investointien sitoessa vain rajallisesti pääomia.

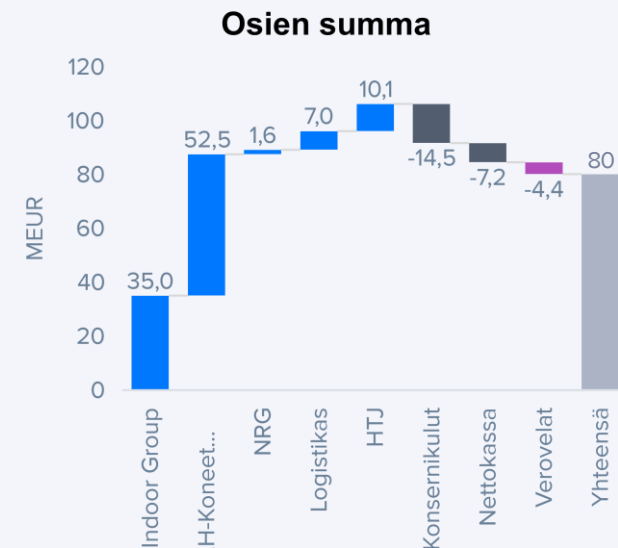
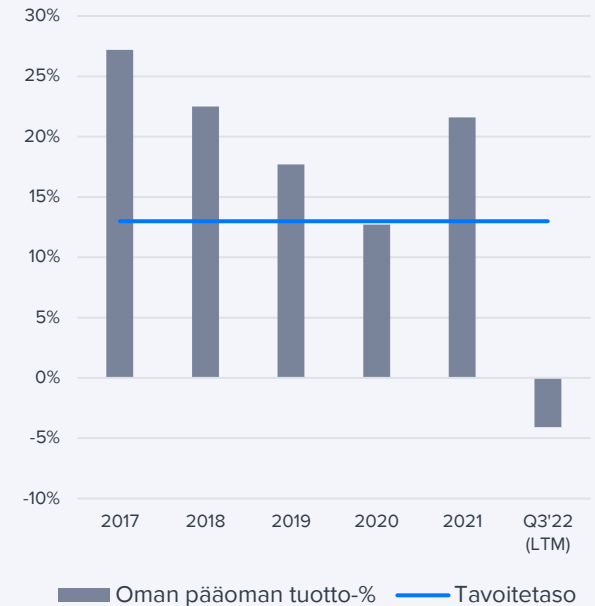
Logistikas ja HTJ tekevät pääomakeveillä liiketoiminnoillaan myös hyvää rahavirtaa. Niiden arvoilla on jo nykyisellä tulostasolla hyvät edellytykset kehittyä positiivisesti, kun nettovelat lyhenevät. Molemmilla on mahdollista tehdä myös synergistisiä yritysostoja Sievin alaisuudessa. NRG:n tuloskäänteeseen liittyy selviä riskejä. Toisaalta yhtiö teki vielä ennen pandemiaa vahvaa tulosta ja paluu edes näille tasolle tukisi sen arvoa selvästi. Yhtiön painoarvo osien summassamme on kuitenkin matala, mikä heijastelee heikkoa luottamustamme.

Mahdollinen toimintamallin muutos on optio

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 arvonmäärityksessämme. Strategiaprosessi valmistuu vasta vuoden lopussa.

Olimme odottaneet strategiapäivitystä jo nyt ja mielestämme on selvää, että isompia muutoksia mietitään hallituksessa, sillä pelkkä hienosäätö strategiaan ei voisi mitenkään kestää näin kauaa.

Osingon (0,05 €) kohtalosta ei edelleenkään kerrottu uutta ja todennäköisesti sen maksaminen on riippuvainen siitä, millaiseen strategiaan yhtiö päätyy ja myös kohdeyhtiöiden loppuvuoden kehityksellä tulee olemaan merkitystä. Pidimme osinkoennusteen toistaiseksi ennallaan myös kuluvalta vuodelta.



* 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



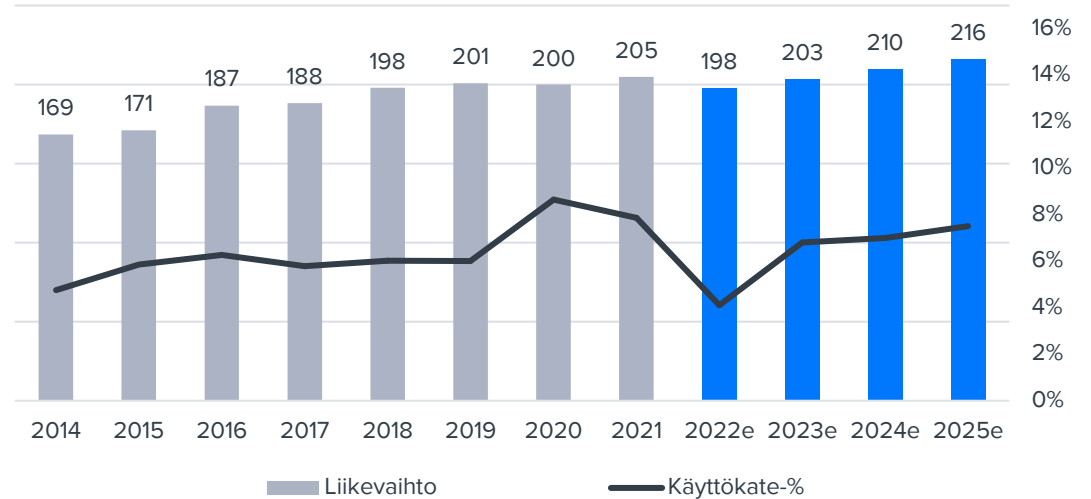
EV/EBITDA*
4,8x
2023e

Arvioitu EV*
138
MEUR

Omistus
58,3 %
2021

Omistus
35,0
MEUR

Avainluvut ja ennusteet**(FAS):



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Markkinan yleinen kasvu on ollut hidasta ennen koronaa
- Kasvun pakottaminen kalliilla yritysostolla
- Kilpailun kiristyminen
- Taloustilanteen heikentyminen
- ERP-järjestelmän päivityksen onnistuminen



Arvostus

- Arvostus on lievällä preemiolla verokkir ryhmään EV/EBITDA-kertoimilla, kun ERP-järjestelmään liittyvä kertakulu oikaistaan. Vastaavat P/E-kertoimet 11x ja 10x ovat pienellä alennuksella.
- Myös tällä konservatiivisella tulostasolla yhtiö jauhaa jälleen hyvää osinkotuottoa Sievin omistajille, kun ERP-investointi valmistuu (Q1'23)

* IFRS-kirjanpidon mukaiset EV sekä EBITDA, ** kuvan ennusteissa FAS-kirjanpidon mukainen käyttökate, jotta aikasarja pysyy vertailukelpoisena. IFRS kirjanpidossa käyttökate on noin 17,3 MEUR korkeampi ja nettovelat 66,6 MEUR korkeammat kuin FAS-kirjanpidossa. Ennustamaamme kannattavuuden notkahdusta vuonna 2022 selittää myös ERP hanke, sillä siihen liittyvä pilvipalveluinvestointi (-4 MEUR), joka käsitellään kuluna.

KH-Koneet Group

KH-Koneet Group on ollut Sievi Capitalille onnistunut sijoitus yhtiöryhmän kehityttyä muodostamisensa jälkeen erinomaisesti.

Yhtiökuvaus

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

Liiketoimintamalli

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

Sijoitustarina

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

Kilpailuetu

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

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



EV/EBITDA

6,0x
2022e

Arvioitu EV

87,0
MEUR

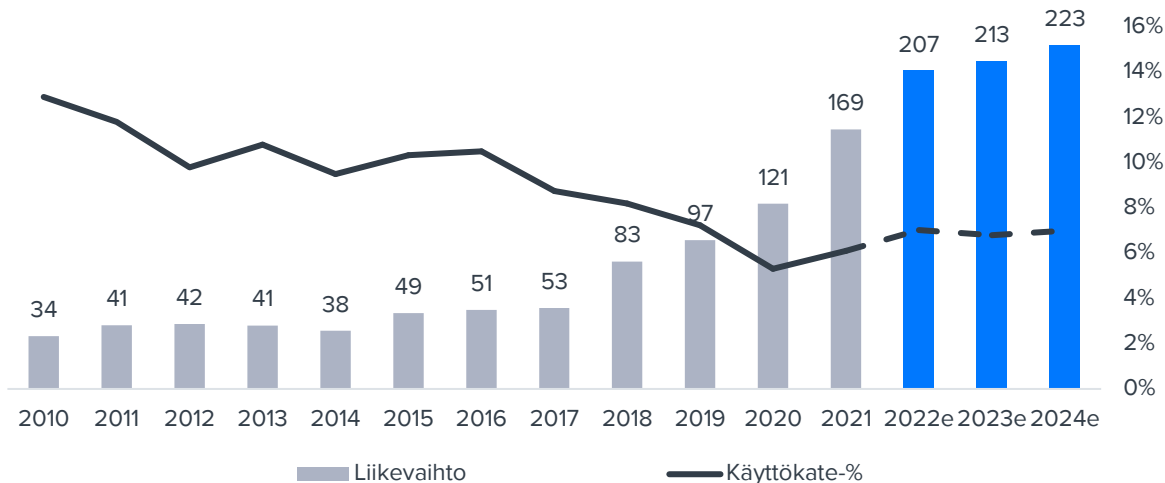
Omistus

90,5 %
2021

Omistus

52,5
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Yritysoston onnistuminen
- Markkinatilanteen heikentyminen
- 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 preemiolla suhteessa maahantuojaan.

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.

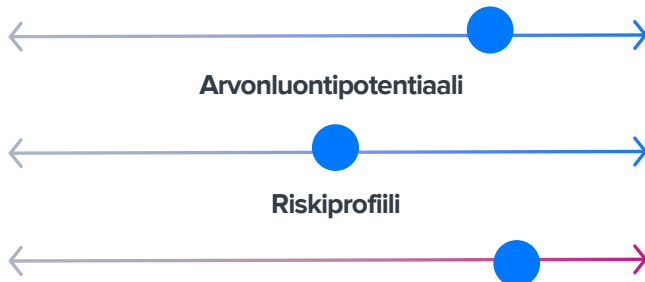
Sijoitustarina

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



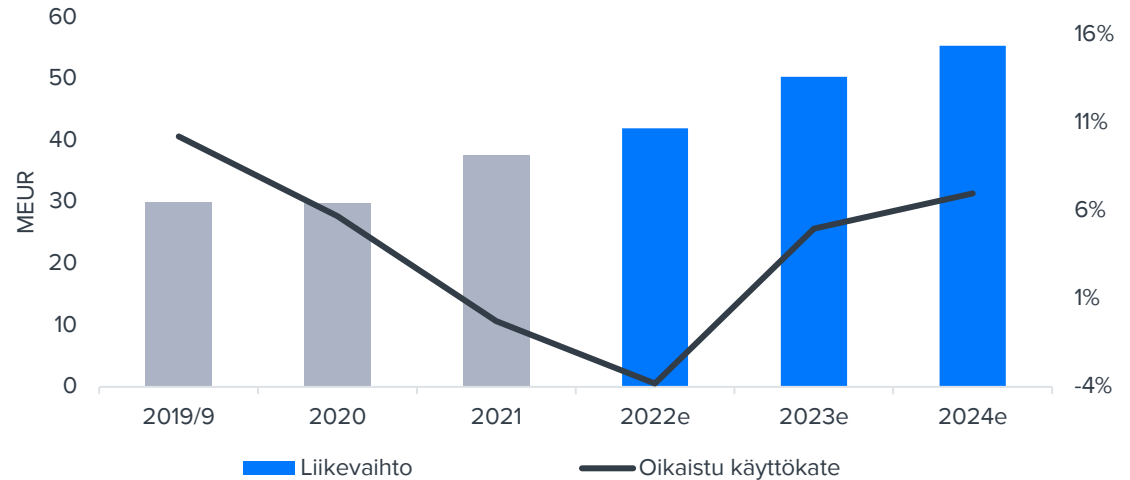
EV/EBITDA
5,5x
2023e

Arvioitu EV
13,9
MEUR

Omistus
67,9 %
2021

Omistus
1,6
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

- 2023-kertoimilla arvostus edullinen, mikä perusteltua huomioiden tuloskäänteen onnistumiseen liittyvä riski.

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 yritystoston Vaasassa.

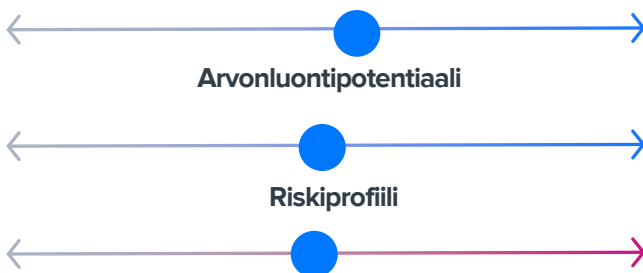
Liiketoimintamalli

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

Kilpailuetu

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

Arvio tuloskasvunopeudesta



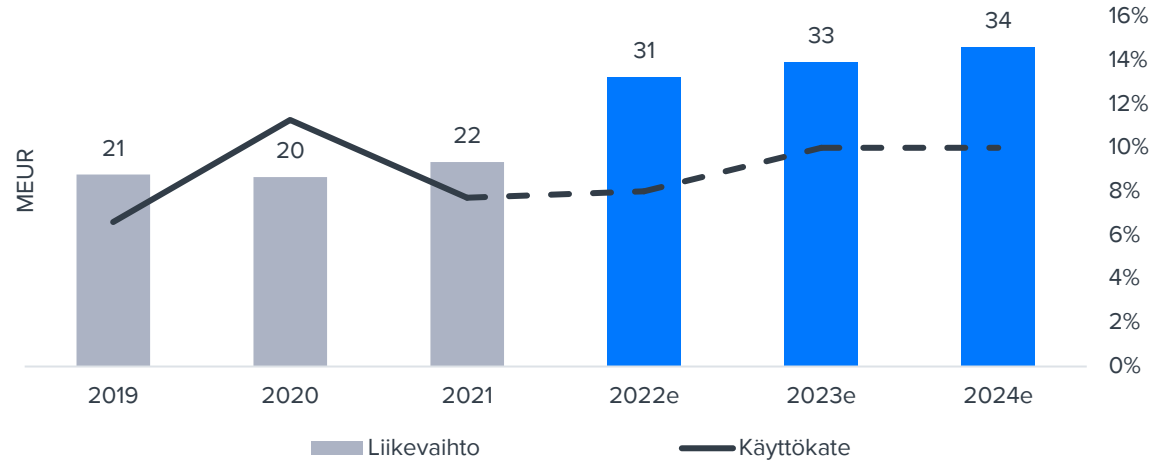
EV/EBITDA
6,5x
2022e

Arvioitu EV
16,9
MEUR

Omistus
65,9 %
2021

Omistus
7,0
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritystostoissa epäonnistuminen



Arvostus

- Yhtiön liiketoimintamalli vaatii vain vähän investointeja ja sen kassavirtaprofiili on hyvä. Tästä syystä soveltamamme 2022e EV/EBITDA-haarukka 6-7x on mielestämme konservatiivinen.
- Yhtiö on kuitenkin pieni ja listaamaton, millä on hyväksyttävistä kertoimista laskeva vaikutus

*2019 luvut pro-forma lukuja

Rakennuttajatoimisto HTJ

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

Yhtiökuvaus

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

Liiketoimintamalli

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

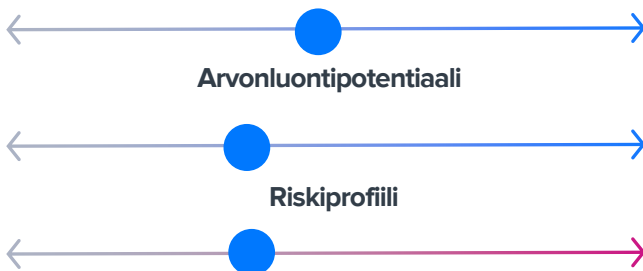
Sijoitustarina

Markkina HTJ:n tarjoamille palveluille on kasvanut arvion mukaan keskimäärin noin 6 % vuodessa vuosien 2015 - 2020 aikana. Sievin alaisuudessa HTJ toteutti jo myös ensimmäisen yritysostonsa (Infrap Oy kevät 2022). Aiemmin yhtiö on kasvanut vain orgaanisesti.

Kilpailuetu

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

Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/EBITDA

6,3x
2023e

Arvioitu EV

20,2
MEUR

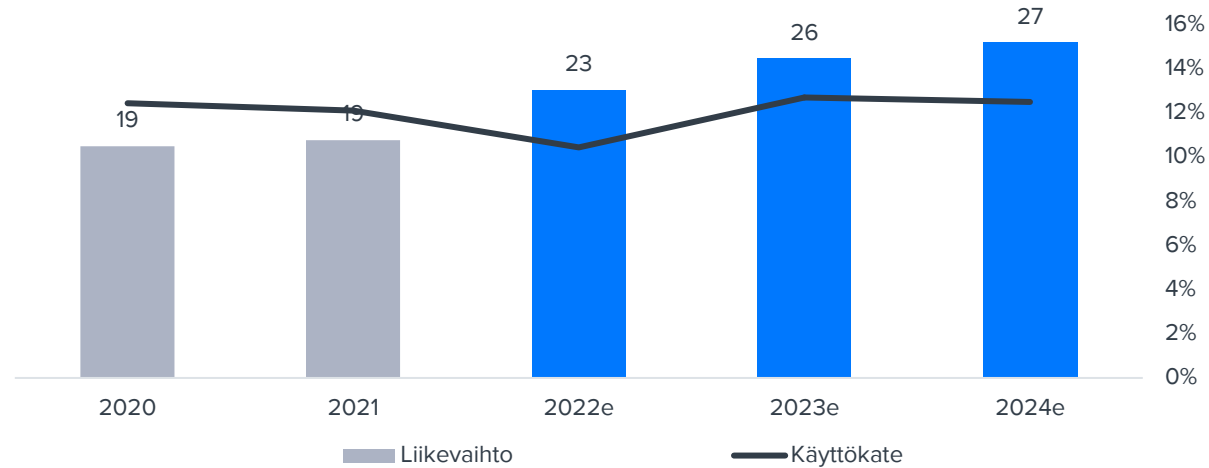
Omistus

92,4 %
2021

Omistus

10,1
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:



Arvoajurit

- Vahvasti kasvava kohdemarkkina
- Markkinaa vahvemman kasvun jatkaminen orgaanisesti
- Suurin kasvu on viime vuosina tullut infrarakentamisen palveluista, joissa nähdään jatkossakin merkittävää kasvupotentiaalia
- Yritysostot kasvun kiihdyttäjänä



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen



Arvostus

- Selvä alennus listattuihin verrokkeihin on perusteltu pienemmän koon johdosta.
- Katsomme jo 2023-kertoimia, sillä Infrap-yritysosto näkyy osalta tulosennusteessa.

Verrokkiryhmien valuaatiot

Indoor Group*	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	P/E 22	P/E 23
Surteco Group SE	464	5,4	5,7	11,2	12,0
Nobia AB	521	4,0	4,0	8,6	9,9
Maisons du Monde SA	1139	5,0	4,7	15,7	11,9
Leon's Furniture Ltd	1088	4,4	4,3	7,0	6,6
Williams-Sonoma Inc	1154	4,2	4,0	8,1	7,0
Mediaani	1088	4,4	4,3	11,8	10,5
Indoor Group (IFRS)	138	4,9	4,8	11,1	9,7
Erotus -%	-87 %	12 %	11 %	-6 %	-8 %

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

HTJ	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	EV/S 22
Sitowise Group Oyj	233	9,5	7,8	1,2
Sweco AB (publ)	3331	12,4	12,2	1,5
Afry AB	2252	10,1	9,2	1,1
Rejlers AB (publ)	278	7,8	7,7	0,9
WSP Global Inc	16546	14,6	12,5	2,5
Etteplan Oyj	409	8,4	8,2	1,2
Arcadis NV	3388	8,7	7,6	0,9
Mediaani	2252	9,5	8,2	1,2
HTJ	20	8,4	6,3	0,9
Erotus -%	-99 %	-11 %	-23 %	-23 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	P/E 22	P/E 23
Ponsse Oyj	744	9,6	8,6	18,7	15,1
Palfinger AG	1539	7,0	6,3	11,7	9,9
Volvo AB	47720	7,7	7,7	9,7	10,0
Deere & Co	165475	15,2	13,2	16,8	14,9
Caterpillar Inc	143696	13,6	12,6	15,5	14,4
AGCO Corp	10384	6,8	6,4	9,8	9,1
Terex Corp	3255	7,0	6,4	9,4	8,2
Mediaani	10384	7,7	7,7	11,7	10,0
KH-Koneet Group	87	6,0	6,0	7,2	7,4
Erotus -%	-99 %	-22 %	-22 %	-38 %	-26 %

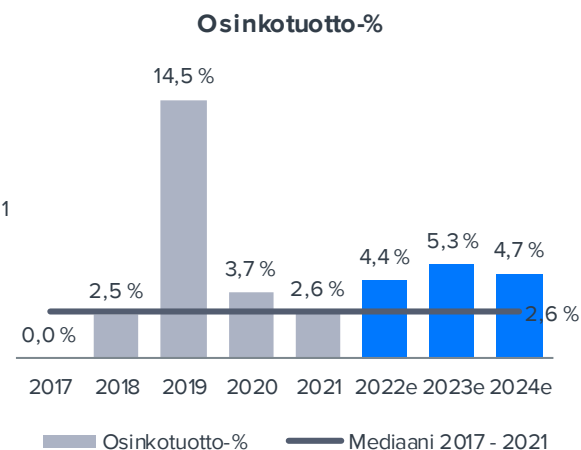
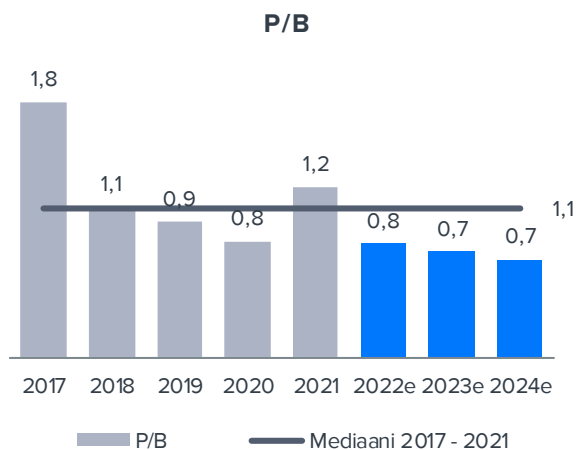
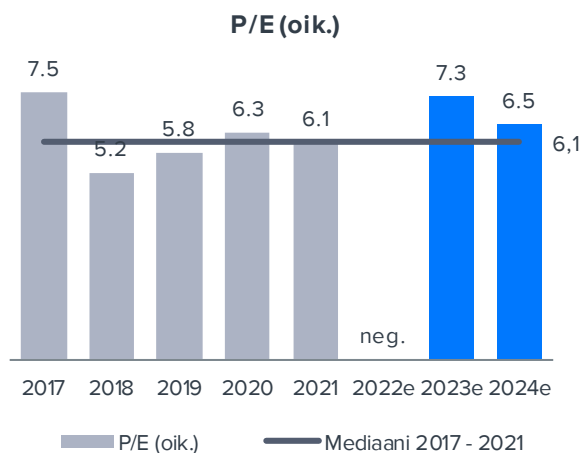
Nordic Rescue Group	EV	EV/EBITDA 22	EV/EBITDA 23	EV/S 22
Rosenbauer Int AG	667	17,2	9,8	0,7
Oshkosh Corp	5819	11,7	8,1	0,7
REV Group Inc	1044	10,1	8,4	0,5
Mediaani	1044	11,7	8,4	0,7
Nordic Rescue Group*	13,9	-8,7	5,5	0,3
Erotus -%	-99 %	-174 %	-34 %	-51 %

Lähde: Inderes ja Refinitiv, verrokkien arvostustasot haettu 3.11.2022. * Indoor Group EV sisältää IFRS 16 mukaiset vuokravastuut.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,65	1,22	1,28	1,08	1,92	1,14	1,14	1,14	1,14
Osakemäärä, milj. kpl	57,8	57,8	57,8	58,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	95	70	74	63	112	66	66	66	66
Yritysarvo (EV)	112	74	42	54	107	64	66	69	70
P/E (oik.)	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	neg.	7,3	6,5	5,8
P/E	7,5	5,2	5,8	6,3	6,1	neg.	7,3	6,5	5,8
P/Kassavirta	4,5	4,4	8,1	5,7	4,8	neg.	6,8	6,0	5,4
P/B	1,8	1,1	0,9	0,8	1,2	0,79	0,74	0,7	0,6
P/S	65,5	19,0	>100	19,6	9,7	33,1	33,1	22,1	22,1
EV/Liikevaihto	76,6	19,9	83,3	16,9	9,3	32,2	33,2	22,9	23,5
EV/EBITDA (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	neg.	5,9	5,4	4,9
EV/EBIT (oik.)	7,0	4,5	2,6	4,6	5,3	neg.	5,9	5,4	4,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	12,8 %	83,5 %	23,4 %	15,8 %	neg.	38,6 %	31,0 %	30,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	14,5 %	3,7 %	2,6 %	4,4 %	5,3 %	4,7 %	5,2 %

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 laatinen 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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.10.2018	Myy	1,50 €	2,12 €
5.11.2018	Vähennä	1,35 €	1,46 €
21.12.2018	Vähennä	1,25 €	1,25 €
3.3.2019	Lisää	1,35 €	1,30 €
23.8.2019	Vähennä	1,25 €	1,24 €
30.10.2019	Vähennä	1,25 €	1,23 €
29.11.2019	Lisää	1,30 €	1,21 €
8.1.2020	Vähennä	1,40 €	1,40 €
30.1.2020	Vähennä	1,25 €	1,35 €
4.3.2020	Vähennä	1,15 €	1,18 €
27.4.2020	Vähennä	0,90 €	0,87 €
29.4.2020	Lisää	0,92 €	0,88 €
23.6.2020	Lisää	0,98 €	0,89 €
26.8.2020	Lisää	1,10 €	1,04 €
30.10.2020	Osta	1,15 €	1,01 €
25.2.2021	Osta	1,30 €	1,19 €
14.4.2021	Lisää	1,55 €	1,49 €
30.4.2021	Lisää	1,55 €	1,48 €
17.6.2021	Osta	1,65 €	1,34 €
18.8.2021	Lisää	2,10 €	2,06 €
19.8.2021	Lisää	2,80 €	2,39 €
30.9.2021	Osta	2,80 €	1,95 €
1.11.2021	Lisää	2,50 €	2,09 €
15.12.2021	Lisää	2,00 €	1,94 €
4.3.2022	Osta	1,80 €	1,52 €
17.3.2022	Lisää	1,80 €	1,64 €
6.5.2022	Osta	1,80 €	1,36 €
18.8.2022	Lisää	1,50 €	1,29 €
4.11.2022	Osta	1,40 €	1,14 €

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.**