

Sievi Capital

Yhtiöraportti

11/2019

Tulevien sijoitusten onnistuminen arvoajurina

Nostamme Sievi Capitalin suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehintamme 1,30 euroon (aik. 1,25 euroa). Tavattuamme kohdeyhtiöiden toimitusjohtajia arviomme KH-Koneiden arvosta on hieman noussut. Suhteessa portfoliolle määrittämämme osien summaan osake on positiivisten muutosten jälkeen lievästi aliarvostettu. Uskomme myös tulevien sijoitusten toimivan positiivisena ajurina osakkeelle, sillä luottamuksemme johdon pääoman allokoitukykyä kohtaan on hyvä.

Nykyjohto onnistunut erittäin hyvin

Sievi Capital keskittyy pääomasijoitusten tekemiseen pelkästään listaamattomissa yhtiöissä ja samalla kohdeyhtiöissä tavoitellaan enemmistöosuutta. Yhtiö on joulukuussa irtautumassa iLOQ-omistuksestaan, jolloin noin puolet yhtiön markkina-arvosta muuttuu käteiseksi. Portfolion jäljelle jäävistä omistuksista Indoor Group omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan, KH-Koneet Group toimii maanrakennuskoneiden maahantuojana sekä Suvanto Trucks myy käytettyjä kuorma-autoja. Nykyisistä omistuksista sekä KH-Koneet (IRR 30 %) että Indoor Group (IRR 22 %) ovat kehittyneet Sievi Capitalin alaisuudessa erittäin hyvin. Suvanto ei ole kehittynyt odotusten mukaan, mutta myöskään sen kanssa pääomia ei olla tuhottu johtuen maltillisesta hankintahinnasta. Yhtiö ei hetkeen ole toteuttanut uusia sijoituksia, mutta uskomme liikkeitä pian tapahtuvan, sillä yhtiö on käsityksemme mukaan ollut tänä vuonna hyvin aktiivinen peratessaan mahdollisia ostokohteita ja tätä varten myös sijoitustiimiä on vahvistettu.

Päivitetty osien summa –laskelmamme osoittaa lievää aliarvostusta

Kohdeyhtiöille tekemiemme erillisten arvonmääritysten perusteella Sievi Capitalin 67,2 %:n osuuden arvo on Suvanto Trucksista 6,0 MEUR (aik. 6,0 MEUR), 70 %:n osuuden KH-Koneet Groupista 19,2 MEUR (aik. 16,0 MEUR) sekä 58,0 %:n Indoor Groupista 28,7 MEUR (aik. 28,3 MEUR). iLOQ omistuksen (21%) arvo on 40,0 MEUR perustuen sen myyntihintaan. Lisäksi konsernikuluista -10,8 MEUR ja veroveloista -7,9 MEUR tulee laskelmaamme negatiivinen vaikutus ja yhtiön osien summa on 75,1 MEUR tai 1,30 euroa per osake. Osien summa luo pohjan myös osakkeen tavoitehinnallemme.

Osake selvästi aliarvostettu suhteessa yhtiön omiin tavoitteisiin

Yhtiön nykyisellä oman pääoman tuottotavoitteen alarajalla 13 % ja yhtiön osakekohtaisella substanssilla (Q3: 1,23 euroa) laskemalla yhtiötä hinnoitellaan jo hyvin matalalla 8x P/E-luvulla. Yhtiön arvostuksessa pitäisi hyväksyä preemiohinnoittelu suhteessa substanssiin, mikäli sijoittaja uskoo yhtiön myös jatkossa yltävän ROE-% tavoitteeseensa. Tavoite on historiallisten näyttöjen perusteella realistinen, mutta sen saavuttamisen kannalta on kriittistä, että nykyinen korkea käteispaino onnistutaan kohdentamaan tuottaviin yritysostoihin. Mielestämme tulevilla sijoituksilla on selkeää potentiaalia luoda omistaja-arvoa nykyjohdon hyvän track recordin sekä konsernin kulujen skaalautumisen kautta. Huomautamme myös sijoittajille, että iLOQ-irtautumisen myötä osakekohtainen substanssi nousee laskelmiemme mukaan noin 1,35 euroon/osake ja myös se voi antaa osaltaan hieman tukea osakkeelle.

Analytytikot



Olli Vilppo
+358 40 7619 380
olli.vilppo@inderes.fi



Sauli Vilen
+358 44 5934 500
sauli.vilen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä



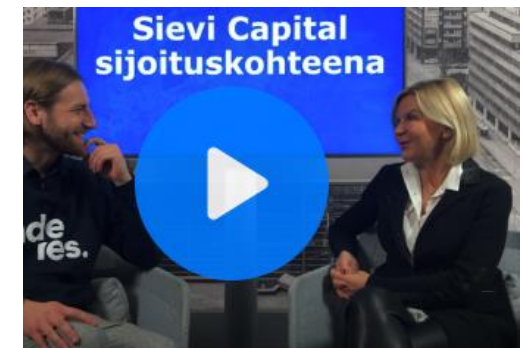
1,30 EUR

Edellinen: 1,25 EUR

Osakekurssi: 1,21 EUR

Potentiaali: 7,4 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu

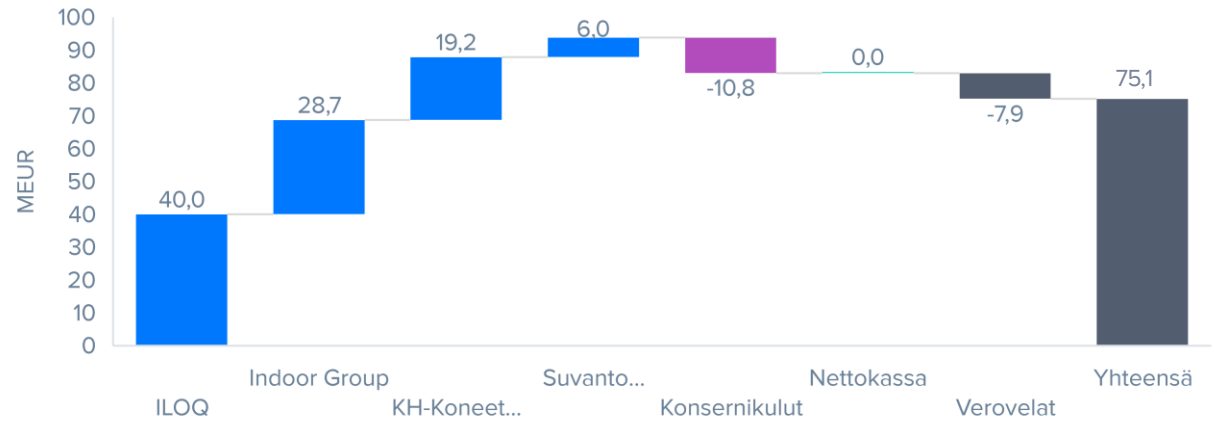


Kurssikehitys



Lähde: Thomson Reuters

Osien summa -laskelma



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikkeneminen
- Portfolion yhtiöistä Suvanto Trucks ja KH-Koneet Group ovat syklisiä
- Uusissa yritysostoissa onnistuminen



Arvostus

- Suhteessa portfoliolle määrittämääme osien summaan osake on lievästi aliarvostettu.
- Uskomme myös tulevien sijoitusten toimivan positiivisena ajurina osakkeelle
- Matala osinkotuotto 3 % antaa pientä tukea



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Indoor Group	10-13
KH-Koneet Group	14-18
Suvanto Trucks	19-22
Tuloslaskelma ja tase	23
Arvonmääritys ja suositus	24
Taulukot	25
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	26

Yhtiökuvaus

Yhtiökuvaus ja historia

Sievi Capital on sijoitusyhtiö, joka fokuoitetu omistamaan ja kehittämään suomalaisia listaamattomia pk-yrityksiä. Sievi Capitalin juuret ulottuvat Jorma J. Takasen Sievissä vuonna 1976 perustamaan Scanfil Oy:hyn, josta kasvoi tietoliikenne ja teollisuuselektronikan merkittävä sopimusvalmistaja ja vuonna 2002 se listautui Helsingin pörssiin. Nykyinen Sievi Capital sai alkunsa vuoden 2012 alussa, kun aiemman konsernin liiketoiminta eriytettiin kahteen uuteen julkiseen osakeyhtiöön Sievi Capital Oyj:hin sekä Scanfil Oyj:hin. Sievi Capitaliin jäivät konsernin sijoitusliiketoimintaan liittyneet varat ja velat ja Scanfil jatkoi liiketoimintaansa sopimusvalmistajana.

Omistusrakenne on edelleen keskittynyt

Sievi Capitalin suurin omistaja on sijoitusyhtiö Jussi Capital Oy, joka omistaa yhtiöstä 80,5 %. Jussi Capitalin taustalla ovat yhtiön perustaja Takanen ja hänen perheensä. Sievi Capitalin omistus on pörssiyhtiölle huomattavasti keskittynyt ja Takasen perhe käyttää Sievi Capitalissa omistuksensa perusteella merkittävää valtaa. Omistuksen keskittyminen heijastuu sijoittajalle pienenä vapaasti vaihdettavien osakkeiden määränä (free-float) ja sitä kautta rajallisena osakkeen likviditeettinä.

Vuonna 2014 Jussi Capital yritti ostaa Sievi Capitalin pois pörssistä, mutta 90 %:n lunastusraja jäi ostotarjouksessa saavuttamatta. Takaset eivät ole toimineet yhtiön operatiivisessa johdossa enää vuodesta 2016 alkaen. Myös Sievi Capitalin hallituksen kokoonpano on nykyisin pääomistajaperheestä riippumaton. Marraskuussa

2018 Jussi Capital ilmoitti, että se pyrkii laskemaan omistussuuttaan niin että konsernisuhde Sievi Capitaliin purkautuisi (omistus alle 50 %). Takasten omistus on ilmoituksen jälkeen laskenut hiljalleen noin 2 %:lla ja kokonaisuutena suuresta omistuksesta johtuen Sievi Capital profiloituu edelleen jossain määrin Takasten perheyrietykseksi. Myös pienempien omistajien rooli nähdään kuitenkin aiempaa huomattavasti tärkeämpänä ja yhtiö on aktivoitunut selvästi sijoittajaviestinnässään. Se julkaisi syyskuussa 2018 strategiapäivityksen ja ensimmäistä kertaa historiansa aikana myös taloudelliset tavoitteet.

Portfolion kehitys

Yhtiön sijoitussalkku on viimeisten vuosien aikana kokenut selvän muodon muutoksen. Vielä vuonna 2012 yhtiön pääomasijoitukset koostuivat vain yhdestä enemmistöomistuksesta belgialaisessa Scanfil N.V:ssä ja vähemmistöomistuksista lonphasE Oy:ssä, Panphonics Oy:ssä, Kitron ASA:ssa, iLOQ Oy:ssä sekä listatussa Apetit Oy:ssä. Lisäksi salkussa oli merkittävällä painolla finanssisijoituksia (osakkeisiin, yrityslainoihin ja muihin korkosijoituksiin) sekä muita sijoituksia kuten sijoituskiinteistöjä. Vuodesta 2015 yhtiö alkoi keskittyä pelkästään pääomasijoitusten tekemiseen listaamattomissa yhtiöissä. Sijoituksilla tavoitellaan enemmistöomistajuutta, sillä tätä kautta omistuksen toimintaan vaikuttaminen tulee mahdolliseksi. Yhtiö on luopunut muista sijoituksista myymällä niitä vaiheittain (aikajana sivulla 9).

Yhtiön sijoitussalkku koostu tällä hetkellä kolmesta enemmistöomistuksesta. 1. **Suvanto Trucks** (67,2 %) hankittiin portfolioon heinäkuussa

2016. 2. **Indoor Group** hankittiin portfolioon kesäkuussa 2017 (nykyinen omistus 58,0 %). 3. **KH-koneet Group** (70 %) hankittiin portfolioon elokuussa 2017.

Yhtiö kertoi lokakuussa 2019 irtautuvansa arvokkaimmasta omistuksestaan iLOQ:ssa ja kaupan odotetaan toteutuvan vuoden 2019 loppuun mennessä. Sen myötä yhtiön portfolioista merkittävä määrä muuttuu käteiseksi, sillä omistuksen (21 %:n omistussuus) myyntihinta ennen veroja on noin 40 MEUR (vrt. Sievi Capitalin markkina-arvo 71 MEUR). iLOQ-sijoitus oli Sievi Capitalille erinomainen onnistuminen, sillä yhtiöön tehdyt sijoitukset olivat yhteensä noin 4 MEUR kymmenen vuoden aikana (IRR arvio: 25 %).

Konsernirakenne

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Sievi Capitalin oma sijoitustoiminta, joka tapahtuu emoyhtiössä sekä operatiiviset tytäryhtiöt (sijoituskohteet). Emoyhtiön kulut voidaan rinnastaa pääomarahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Sievi Capitalin tämän hetkiset kolme sijoituskohteita toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Sievi Capital on mukana strategisessa kehitystyössä ja se tukee yhtiöitä, mutta operatiivisesta toiminnasta vastaa oma toimitusjohtaja. Sievi Capitalin henkilöstö koostuu viidestä henkilöstä. Vuodesta 2018 alkaen yhtiön toimitusjohtajana on toiminut Päivi Marttila ja konsernin talousjohtajana vuoden 2017 alusta Markus Peura. Arviomme mukaan nykyisen laajuisella tiimillä yhtiöllä olisi mahdollista aktiivisesti kehittää noin 6-7 yhtiötä.

Yhtiökuvaus

Nykyportfolio

Sievi Capital on ollut viimeisen kahden vuoden aikana sijoituksissaan hyvin selektiivinen, eikä yhtiö ole toteuttanut uusia yritysostoja. Pidämme tiukkaa kriteeristöä sijoittajan kannalta hyvänä asiana, sillä kärsivällisyys yleensä palkitaan pitkäjärjenteisessä sijoitustoiminnassa. Yhtiön tavoitteena on tehdä vuosittain keskimäärin 1-2 uutta 5-15 MEUR:n suuruista enemmistö-sijoitusta listaamattomiin yhtiöihin.

Emme olisi kuitenkaan yllättyneitä, jos Sievi Capital pian kertoisi uudesta yritysostosta, sillä yhtiö on käsityksemme mukaan ollut tänä vuonna hyvin aktiivinen etsiessään mahdollisia ostokohteita ja tätä varten myös sijoitustiimiä on vahvistettu. Lisäksi iLOQ-irtautumisesta saatavat rahat antavat yhtiölle lisää muskeliä sijoitusten tekoon.

Kilpailu parhaista kohteista on kuitenkin edelleen kovaa ja pelkästään viime vuonna buyout-sijoituksia suomalaisiin yrityksiin tehtiin 96 kpl noin 1300 MEUR:lla (+141 %) (Lähde: Pääomasijoittajat). Sievi Capitalin kanssa kilpailevia enemmistö-sijoittajia ovat mm. Panostaja, Intera Partners, Sentica Partners, Sponsor Capital ja Vaaka Partners.

Kohdeyritysten valintakriteerit

Sievi Capital tekee enemmistö-sijoituksia pieniin ja keskisuurin yrityksiin, joiden liikevaihto sijoitushetkellä vaihtelee tyypillisesti 15-100 miljoonan euron välillä. Sijoituskriteerinä on kohdeyritysten toimialaa nopeampi kasvu sekä mahdollisuus merkittävään markkina-asemaan

sijoitusaikana. Uudet sijoitukset kohdistuvat suomalaisiin yhtiöihin, joilla voi olla merkittävääkin kansainvälistä liiketoimintaa. Sievi Capitalille tärkeä sijoituskriteeri kohdeyhtiöiden valinnassa on myös niiden kassavirtaposiitivisuus sijoitushetkellä. Sijoitushetkellä kauppahinnasta osa rahoitetaan tyypillisesti kohdeyhtiön nostettavalla velalla, jota lyhennetään kohdeyhtiön tuottamalla kassavirralla. Sievi Capital tavoittelee uusissa sijoituksissa enemmistöomistajan asemaa, siten että kanssaomistajina jatkavat yhtiön perustajat tai/ja avainhenkilöt.

Yhtiö tekee sijoitukset omasta taseestaan, mikä mahdollistaa joustavan pitoajan sijoitukselle. Yhtiö tekee jo sijoittaessaan irtautumissuunnitelman ostokohteelle yhdessä muiden omistajien kanssa. Tätä suunnitelmaa voidaan kuitenkin päivittää, jos parempi arvonluonnin polku tulee eteen pitoajan aikana. Myös yhteiskuntavastuullisuus on tärkeää Sievi Capitalin sijoitusprosessissa.

Liiketoimintojen tukeminen

Sievi Capital toimii kohdeyritysten johdon ja perustajien kumppanina. Se ohjaa yhtiöitä ammattimaisen hallitustyöskentelyn avulla ja on sijoituspäätöksestä lähtien tiiviisti mukana yhtiön kasvustrategian luonnissa. Sievi Capital myös avustaa kohdeyhtiötä uusien avainhenkilöiden palkkaamisessa (esim. toimitusjohtaja ja talousjohtaja). Sievi Capitalilla on myös merkittävä rooli kohdeyhtiöiden yritysjärjestelyissä avustamisessa sekä muissa erityisesti kansainväliseen kasvuun liittyvissä panostuksissa. Sievi Capital kehittää myös kohdeyhtiöiden prosesseja ammattimaisempaan suuntaan (esim.

Lean-menetelmät). Sievi Capital optimoi myös kohdeyhtiöiden rahoitusratkaisuja ja pk-yrityksen siirtyminen pörssiyrityksen enemmistöomistukseen helpottaa sen vieraan pääoman hankintaa edullisemmilla ehdoilla.

Pääomasijoitusten tuoton muodostuminen

Olemme seuraavalle sivulle luoneet havainnollistavan esimerkin onnistuneesta sijoituksesta, jonka IRR tuotto ennen veroja on 24 %/v. Sievi Capitalin tuoton voi ajatella muodostuvan kolmen pääkomponentin muutoksesta:

Tuloksen muutokseen vaikuttavia toimenpiteitä Sievi Capitalin sijoituksissa ovat tyypillisesti panostukset kasvuun koostuen yritysostoista ja orgaanisesta kasvusta. Sievi Capitalin tapauksessa tuloksen parannuskeinoina käytetään harvemmin kustannusleikkauksia.

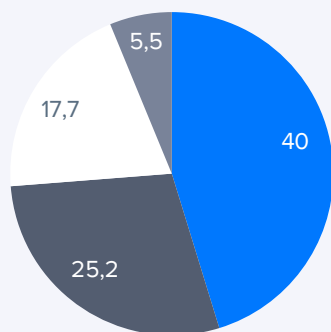
Nettovelan muutokseen vaikuttavia toimenpiteitä on se, että hankittavat yritykset ovat aina käytännössä kassavirtaposiitivia, minkä avulla kohteen nettovelkapositiota voidaan vähentää kohteen pitoajan aikana. Myös käyttöpääomaa madaltamalla nettovelkaa voidaan vähentää, kun pääomaa vapautuu liiketoiminnan pyörittämisestä.

Arvostuskertoimen muutokseen vaikuttavia toimenpiteitä ovat hankintahinnan pitäminen kohtuullisina ja irtautumishetkien oikea ajoitus markkinatilanteeseen nähden. Sijoitusajankohdaksi tehdään myös aktiivisesti töitä kohteen riskisyyden vähentämiseksi liittyen avainhenkilöihin, prosesseihin ja asiakkaisiin, mikä tukee arvostuskerrointa.

Portfolion muodonmuutos



Nykyisten sijoitusten arvo Q3'19 taseessa (MEUR)*



■ ILOQ ■ Indoor Group ■ KH-koneet group ■ Suvanto Trucks

*Omistusten käypät arvot Q3'19 katsauksen tasearvojen mukaisesti lukuun ottamatta ILOQ:in arvoa, joka on asetettu Q4:llä toteutuvaa myyntihintaa n. 40 MEUR vastaavaksi. Lähde: Inderes

Pääomasijoitusten tuoton muodostuminen



Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet

Sievi Capital julkisti syyskuussa 2018 ensimmäistä kertaa taloudelliset tavoitteet. Yhtiön kolme taloudellista tavoitetta ovat:

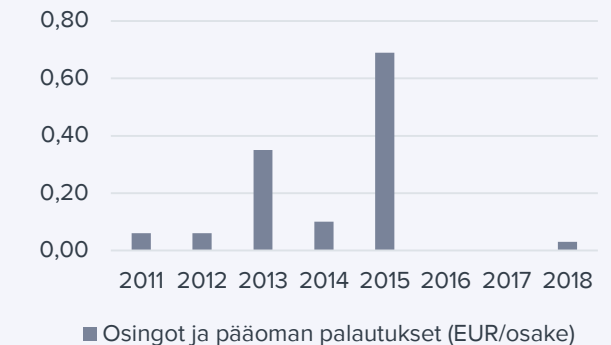
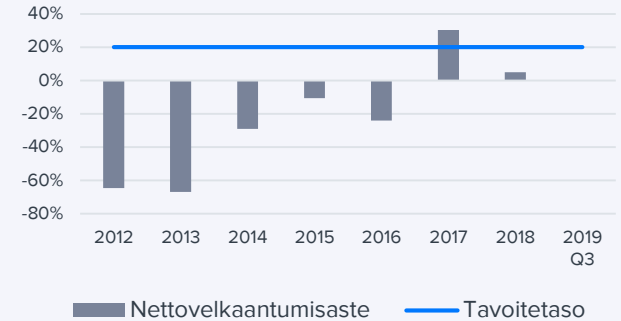
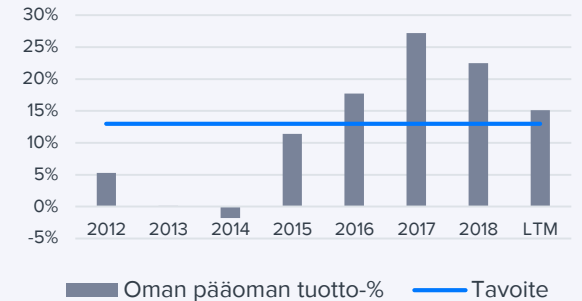
- Oman pääoman tuotto on pitkällä aikavälillä yli 13 %
- Nettovelkaantumisaste on enintään 20 %
- Voitonjako on 3 % osakekohtaisesta substanssiarvosta (myös lisäosinko on mahdollinen irtautumisten yhteydessä)

Oman pääoman tuotto on näkemyksemme mukaan Sievi Capitalille kaikista keskeisin mittari. Sievi Capital on sijoitusyhtiö, jonka tarkoituksena on omistaja-arvon maksimointi. Näin ollen sijoittajien kannalta kyse on ennen kaikkea siitä, miten tehokkaasti ja hyvin Sievi Capital heidän varojaan allokoii. Oman pääoman tuotto ottaa myös huomioon velkavivun käytön. Oman pääomaan tuotto huomioi mahdolliset rakennemuutokset ja kertoo pitkässä juoksussa yhtiön omistaja-arvon kehityksestä. Pidämme 13 %:n oman pääoman tuottotavoitetta nykyisellä sijoitusstrategialla ja taserakenteella realistisena, mutta se edellyttää onnistumista myös uusien sijoituskohteiden kanssa. Yhtiö on ylittänyt tavoitteen viime vuosina selvästi nykyomistusten hyvän kehityksen ja Suomen talouden hyvän vedon tukemana. 2012-2015 oman pääoman tuotto on kuitenkin jäänyt selvästi tavoitteen alle. Näinä aikoina portfolion sijoitusstrategiakin oli kuitenkin hyvin erilainen ja yhtiön nettovelkaisuus oli negatiivinen, sillä yhtiöllä oli taseessaan selvästi

enemmän rahavaroja kuin korollisia velkoja.

Nettovelkaantumisaste on mielestämme myös relevantti tavoite Sievi Capitalille ja se kertoo yhtiön kohtuullisen matalasta riskiprofiilista, mitä tulee oman taseen velkavivun käyttöön. Sievi Capitalin liiketoiminnassa velka pyritään pääsääntöisesti ottamaan ostokohteiden nettovelaksi, mutta myös emoyhtiön hallittu velkavivunkäyttö antaa liikkumavaraa yritysostojärjestelyissä. 20 %:n nettovelkaantumisaste on mielestämme Sievi Capitalille varsin neutraali ja sen velanhoitokyky on myös tällä tasolla hyvä. Sievi Capitalin riskiä tasaavat liiketoimintojen erilaiset profiilit, niiden voitollisuus ja mahdollisuus myydä omistuksia.

Voitonjako: Operatiivisten taloudellisten tavoitteiden lisäksi Sievi Capital pyrkii jatkossa harjoittamaan myös aktiivista osinkopolitiikkaa, jonka tavoitteena on jakaa osakkeenomistajille 3 % osakekohtaisesta substanssista. Sievi Capital ei historiallisesti ole profiloitunut tasaisena osingonmaksajana, vaan osingon maksu on liittynyt enemmän irtautumisista kertyneisiin kertaluontoisiin tuottoisiin ja niitä on maksettu lisäosingon muodossa. Yhtiö on myös maksanut pääoman palautuksia osingon sijaan. Lisäksi vuonna 2016 yhtiö maksoi lisäosinkona omistajilleen suurimman osan Eforen ja Apetitin listatuista omistuksistaan (arvo 0,24 euroa/osake). Pidämme julkistettua osinkotuottotavoitetta hyvänä, sillä se pienentää osinkoon liittyvää epävarmuutta. Myös nykyisten tavoitteiden aikana lisäosinko on mahdollinen suurista omistuksista irtautumisten yhteydessä.



Huom. iLOQ-irtautumisen toteutumisen myötä nettovelkaantuminen tulee laskemaan edelleen selvästi
Lähde: Inderes

Yhteenvedo: Strategian ja portfolion kehitys

Fokusoimaton portfolio, joka peräisin Scanfil Oyj:n sijoitustoiminnasta

- Sijoitustoiminnan tavoitteena konsernin varojen tehokas hallinta ja riskien hajautus
- Strategiset pääomasijoitukset, finanssisijoitukset ja muut sijoitukset kuten kiinteistöt

Fokuksen siirto enemmistösijoituksiin listaamattomiin yrityksiin

- Portfolion merkittävä muodonmuutos
- Tehdyt sijoitukset enemmistösijoituksia listaamattomiin yrityksiin
- Muiden omistusten vaiheittainen divestointi
- Pääomistajan rooli yhtiön johdossa ja hallituksessa pienentynyt selvästi

Omistaja-arvonluonti ja läpinäkyvyyden parantaminen

- Strategian keskiössä edelleen pääomasijoitukset listaamattomiin suomalaisiin pk-yrityksiin
- Taloudelliset tavoitteet
- Oman pääoman tuotto 13 %
- Vähintään 3 % osakekohtaisesta substanssista
- Nettovelkaantumisaste enintään 20 %

– 2015

2015-2017

2019–2022

Portfolion kehitys

Toteutunut

- 2012 Scanfil Oyj sopimusvalmistuksen ja sijoitustoiminnan eriyttäminen. Sievi Capital Oyj jäi sijoitustoiminnan varat ja velat
- Nykyisistä omistuksista iLOQ portfolioon jo 2010

Hankinnat

- 2017 KH-koneet Group (70 %).
- 2017 Indoor Groupin (52,9 %) hankinta.
- 2016 Suvanto Trucks (67,2 %)

Irtautumiset

- 2018/Q1 Finelcomp
- 2017 Scanfil NV, Panphonics Oy, Vantaan sijoituskiinteistöt
- 2016 Irtautuminen Kitron ASA ja IonPhasE
- 2016 Apetit ja Efore luopuminen (lisäosinkoina)

Seuraavat 3-4 vuotta

- ILOQ irtautuminen Q4'2019
- Muut nykyiset omistukset suhteellisen uusia ja omistuksista irtautuminen lähempänä periodin loppupuolta.
- Yhtiö suunnittelee tekevänsä vuosittain keskimäärin 1-2 uutta sijoitusta, joiden koko on 5-15 miljoonaa euroa.

Indoor Group 1/4

Indoor Group on ollut Sievi Capitalille onnistunut sijoituskohde erityisesti yhtiön tuottaman vahvan kassavirran kautta. Arvioimamme IRR-% sijoitukselle on ollut tähän mennessä 22 %.

Yhtiökuvaus

Indoor Group Oy omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan ja yhtiöön kuuluvat myös Lahdessa sijaitseva sohvatehdas Insofa Oy sekä Viron toiminnoista vastaava Indoor Group AS. Työntekijöitä yhtiöllä on yhteensä yli 600.

Liiketoimintamalli

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

Sijoitustarina

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

Kilpailuetu

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

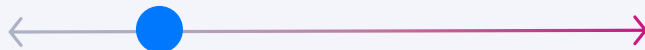
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



EV/EBITDA

6,0x
2019e

Arvioitu EV

72,7
MEUR

Omistus

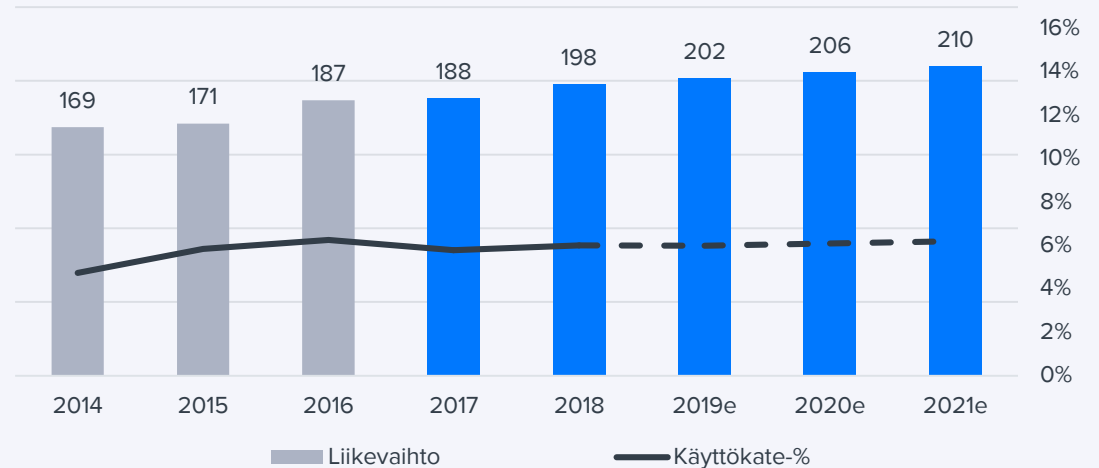
58 %
2019 Q3

Omistus

28,7
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Indoor Group on Sievi Capitalille rahavirtaa tuottava kassakone



Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvun kautta saavutettava kiinteiden kulujen skaalautuminen
- Kasvun lähteenä uusiin tuoteryhmiin laajentuminen sekä verkkokauppa
- Mahdolliset yrityskaupat volyymin nostamiseksi
- Vahva kassavirta ja hyvä pääoman tuotto
- Toiminnan tehostaminen



Riskitekijät

- Markkinan yleinen kasvu on ollut hidasta
- Kasvun pakottaminen kalliilla yritysostolla
- Kilpailun kiristyminen
- Taloustilanteen heikentyminen



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5,0-7,0x 2019-ennusteillamme
- Arviomme mukaan Indoor Groupin omistuksen arvo on 28,7 MEUR (aik. 28,3 MEUR)

Indoor Group 2/4

Indoor Group

Indoor Group Oy omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan ja yhtiöön kuuluvat myös Lahdessa sijaitseva sohvatehdas Insofa Oy sekä Viron toiminnoista vastaava Indoor Group AS. Asko-ketjulla on 34 myymälää Suomessa sekä neljä Virossa ja Sotka-ketjulla on 49 myymälää Suomessa sekä neljä Virossa. Myymäläverkosto kattaa laajasti Suomen markkinan ja valtaosan Viron markkinasta. Molemmilla ketjuilla on myös verkkokaupat Suomessa ja Virossa ja parhaillaan yhtiö pilotoi verkkokaupan laajentamista Latviaan. Työntekijöitä Indoor Groupilla on yli 600.

Askon juuret ulottuvat 1918 perustettuun Lahden Puusepäntehtaaseen. Sen brändin positioituu laadukkaisiin huonekaluihin. Sotkan tuotemerkki tuli markkinoille vuonna 1959 ja se positioituu Askoa edullisempaan hintasegmenttiin.

Liiketoimintamalli ja arvoketju

Indoor Groupin liiketoiminta muodostuu valtaosin huonekalujen jakelusta ja vähittäismyynnistä. Liikevaihdosta valtaosa muodostuu kolmansien osapuolten tuotteista ja pieni osa (arviomme mukaan 10 %) tulee omien tuotteiden myynnistä (Insofa Oy). Pääosa Asko- ja Sotka-liikkeistä on Indoor Groupin suorassa omistuksessa, jolloin yhtiö saa tästä myynnistä sekä jakelun että myymälän katteen. Noin 20 % myymälöistä (16 Sotkan myymälää) toimivat kauppiasmallilla ja näiden liikkeiden myynnistä Indoor Group saa pelkän jakelukatteen.

Yhtiön liiketoiminta on suhteellisen pääomakevyttä ja eniten pääomaa sitoutuu

vaihto-omaisuuteen. Vuoden 2018 lopun Indoor Group Oy:n vaihto-omaisuus oli 22,4 MEUR koko taseen loppusumman ollessa 48 MEUR. Laaja varasto on edellytys sille, että myymälöissä voidaan pitää yllä hyvää palvelutasoa. Yhtiön myyntisaataviin sitoutuu vähän pääomaa (2,3 MEUR) suhteessa ostovelkoihin (9,0 MEUR), sillä valtaosa myynnistä suuntautuu kuluttajille, jotka maksavat ostoksensa heti. Yhtiön pääoman tuotto (ROCE-%) oli 2018 lopun tasetilanteella laskien erittäin hyvällä tasolla n. 20 %.

Markkina seuraa BKT:n kasvua ja konsolidoituu

Huonekalut ja sisustuskaupan markkinat Suomessa ovat noin 1,5 mrd. euron suuriset (Kaupan liitto 2018). Ennen finanssikriisiä toimiala nautti reippaista kasvun vuosista, mutta kokonaismarkkina on finanssikriisin jälkeen kasvanut hyvin hitaasti. Markkina on fragmentoitunut ja kuusi isointa toimijaa pitää hallussaan noin 56 % markkinasta. Sivulla 13 olemme esittäneet suurimpien toimijoiden markkinaosuudet sekä Suomen markkinan historialliset kasvuluvut. Arviomme mukaan pitkällä aikavälillä markkinan kasvu seuraa pääsääntöisesti BKT:n kasvua ja siihen vaikuttaa jonkin verran myös uudisrakentamisen määrä. Myös sisustus- ja kuluttajatrendeillä on vaikutusta (esim. ekologisuus). Myyntikanavista verkkokauppa kasvattaa osuuttaan huonekalujen myynnissä nopeitten.

Huonekalujen vähittäiskaupan toimialalla hintakilpailu on kovaa ja suuresta volyyymista on selkeää etua. Pienemmillä ketjuilla on vaikeuksia kilpailla tehokkaasti suurten toimijoiden kanssa,

mikä on johtanut siihen, että ala konsolidoituu ripeästi globaalisti tarkasteltuna. Myös Suomessa isoimmat ketjut ovat ottaneet viime vuosina markkinaosuutta pienemmiltä ketjuilta sekä tavarataloilta.

Indoor Group hankittiin Keskolta 2017

Indoor Group Oy:n omistus siirtyi 30.6.2017 Keskolta Indoor Group Holdingille velattoman kauppahinnan oltua 67 MEUR. Kesko oli ostanut Indoor Group Oy:n osakekannan vuonna 2005 pääomasijoittaja Sponsor Capitalilta, joka vuonna 1999 oli hankkinut ensin Sotkan ja sen jälkeen Askon. Sievi Capital omistaa Indoor Groupista 58,0 % ja muut suurimmat omistajat ovat kolme Sotka-yrittäjää sekä Ilmarinen.

Kesko tuotti yhtiölle aiemmin taloushallinto-, it-, logistiikka- ja henkilöstöhallintopalveluita. Lopullinen irtautuminen vanhan omistajan tarjoamista toiminnoista saatiin päätökseen kesällä 2018. Näkemyksemme mukaan Asko ja Sotka jäivät vähälle huomiolle Keskon alaisuudessa erityisesti vuoden 2015 strategiauudistuksen jälkeen, jolloin se päätti luopua erikoiskaupan toiminnoista.

Kehitys uuden omistajan alla

Uudessa omistuksessa Indoor Groupin liiketoiminnan tehostamista on viety eteenpäin kauppapaikkojen uudelleen järjestelyillä, joissa Asko ja Sotka myymälöitä on joko tuotu saman katon alle tai kauppapaikkoja on vaihdettu kustannuksiltaan tehokkaampiin tiloihin.

Indoor Group 3/4

Yhtiö on hakenut myös kasvua panostamalla resursseja verkkokaupan kehittämiseen. Indoor Groupin verkkomyynnin osuus on tällä hetkellä noin 7 % ja se on ollut vahvassa kasvussa. Suurin osa on verkkomyynnistä on Click&Collect-tyyppistä myyntiä. Uutena fokusalueena yhtiö tarkastelee tuotekategorioiden laajennuksia.

Tulevaisuuden ennusteet

Indoor Group on näkemyksemme mukaan markkinakakkosena hyvissä asemissa kasvamaan markkinaa lievästi nopeammin lähivuosina. Kasvun lähteenä ovat erityisesti verkkokauppa ja uudet tuotekategorialaajennukset. Arvioimme markkinan jatkossa kasvavan noin BKT:n vauhtia ja yhtiön liikevaihdon kasvun hieman ylittävän markkinan kasvun erityisesti verkkomyynnin sekä uusiin tuotekategorioidiin laajentumisen tukemana. Arvioimme myös, että Sievi Capitalin tuella Indoor Group tarkastelee myös kansainvälisiä laajentumismahdollisuuksia yritysostojen kautta, mutta emme huomioi niitä ennusteissamme.

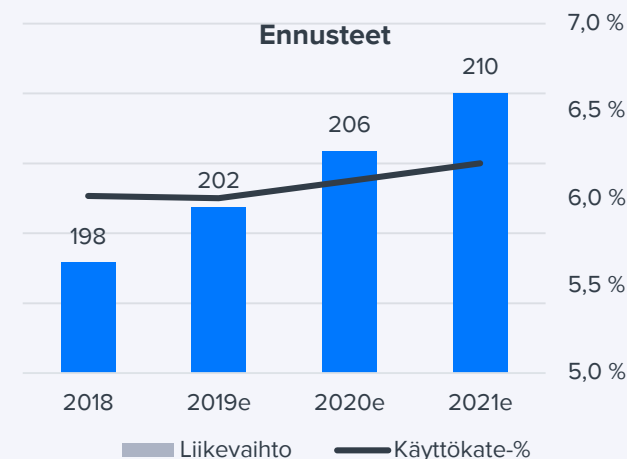
Sievi Capitalin mukaan yhtiön vuosi 2019 on lähtenyt käyntiin hyvin ja ensimmäisen 9 kk liikevaihto on kasvanut ja kannattavuus parantunut hieman. Myös käyttöpääomaa on saatu tehostettua, mikä on tukenut rahavirtaa. Arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan 2019e 2 % ja 2020e 2 %. Samalla yrityksen EBITDA-marginaali kasvaa lievästi 2019e 6,0 %:sta ja 2021e 6,2 %:iin (2018: 6,0 %).

Indoor Groupin arvo

Olemme arvottaneet Indoor Groupin velattomaksi

arvoksi 72,7 MEUR. Indoor Groupille on löydettävissä erittäin hyvä verrokkiryhmä ja arvonmäärityksemme pohjautuu sen tulosperusteisiin kertoimiin. Ennusteillamme Indoor Groupin 2019e ja 2020e EV/EBITDA-kertoimet ovat 6,0x ja 5,8x. Kertoimet ovat linjassa verrokkiryhmän kanssa. Osa verrokeista on Indoor Groupia isompia ja pääsääntöisesti isommat toimijat ansaitsevat jonkin verran isommat kertoimet volyymieduistaan johtuen. Volyymipohjaisella EV/S-kertoimella Indoor Group on hinnoiteltu kuitenkin selvällä alennuksella (-54 %) suhteessa verrokkiryhmään. Tämä johtuu volyymieduista hyötyvien isompien toimijoiden paremmasta käyttökate-%:sta ja myös osin siitä, että osa Indoor Groupin myymälöistä toimii kauppiasmallilla, jolloin osa marginaalista jää kauppiaille.

Yhtiöllä oli korollista nettovelkaa H1'2019 26,2 MEUR ja olemme olettaneet Q3:lle arvioimamme vahvan rahavirran laskeneen nettovelkoja noin 3 MEUR:lla. Tämän myötä Sievi Capitalin omistuksen arvoksi saadaan 28,7 MEUR. Tämä on hieman yli Sievi Capitalin johdon arvioiman osakekohtaisen substanssin (25,2 MEUR). Yhtiön sijoitus on ollut tässä vaiheessa jo hyvin onnistunut, sillä Sievin yhtiön tekemä alkuperäinen sijoitus 21,4 MEUR on tuottanut noin 22 % CAGR suhteessa arvioomme nykyomistuksesta, kun myös Indoor Groupin syyskuussa takaisin Sievi Capitalille maksama 5,4 MEUR:n osakaslaina huomioidaan.



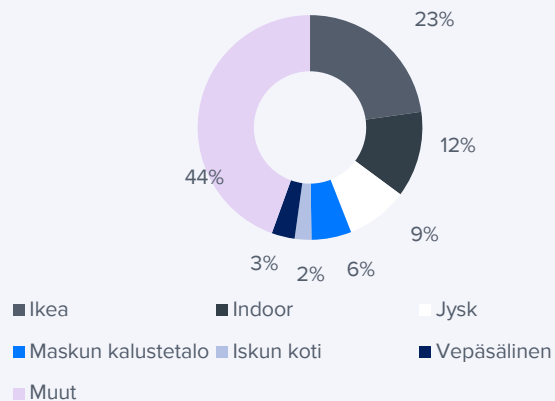
Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2019e)	5,0	7,0
Arvohaarukka (MEUR)	60,6	84,8
Sievin osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	72,7	MEUR
Alakonsernin nettovelat*	23,2	MEUR
Markkina-arvo	49,5	MEUR
Sievin osuus (58,0 %)	28,7	MEUR
Sievin sijoitus (6/2017)	21,4	MEUR

** 2019 H1 nettovelka 26,2 MEUR ja sen arvioitu laskeneen Q3:lla noin 2 MEUR:lla.

Lähde: Inderes

Indoor Group 4/4

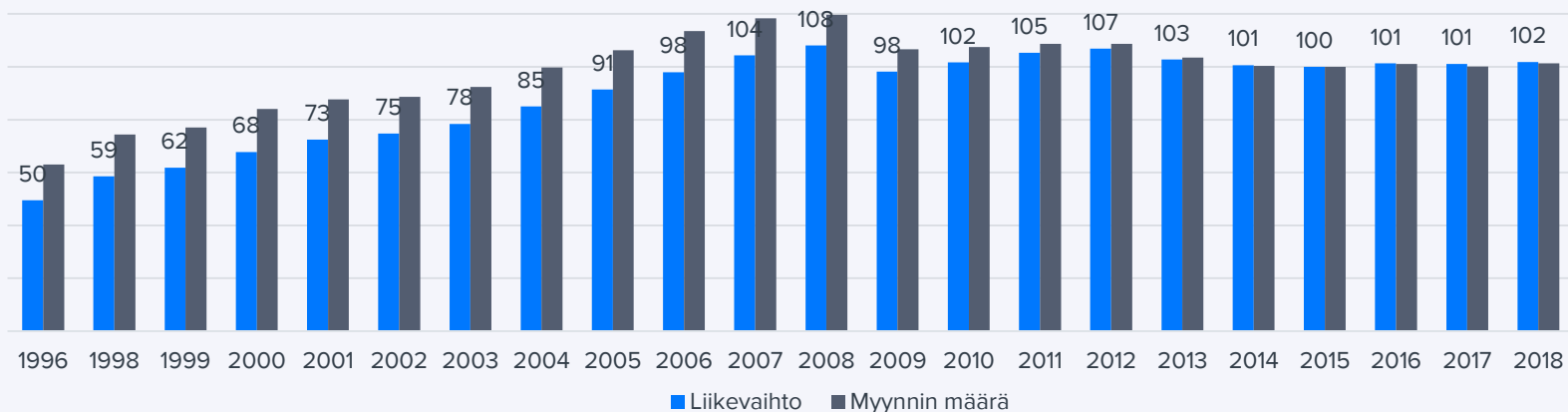
Huone ja sisustustarvikekaupan markkinaosuudet 2018



VERROKIT	EV	EV/EBITDA 19	EV/EBITDA 20	EV/S 19
Surteco Group SE	512	6,6	5,5	0,8
Nobia AB	1388	7,2	6,8	1,0
Ethan Allen Interiors Inc	372	-	-	-
DFS Furniture PLC	722	-	5,6	-
Maisons du Monde SA	853	5,4	5,0	0,8
Walker Greenbank PLC	72	4,1	4,1	0,5
Leon's Furniture Ltd	1158	5,9	5,4	0,7
Williams-Sonoma Inc	4995	7,0	8,7	0,8
Mediaani	787	6,2	5,5	0,8
Indoor Group	73	6,0	5,8	0,4
Erutus -%	-91 %	-4 %	6 %	-54 %

Lähde: Inderes, Thomson Reuters (Data kerätty 25.11.2019)

Huonekalujen, sisustus- & taloustavaroiden vähittäiskauppariikkinan indeksoitu kehitys 2015 (Lähde: Tilastokeskus)



KH-Koneet Group 1/5

KH-Koneet Group on ollut Sievi Capitalille hyvin onnistunut sijoitus yhtiöryhmän kehittyttyä muodostamisensa jälkeen erinomaisesti. Arvioimamme IRR-% sijoitukselle on ollut tähän mennessä 30 %.

Yhtiökuvaus

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

Liiketoimintamalli

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

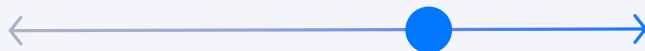
Sijoitustarina

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

Kilpailuetu

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

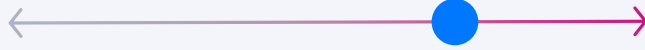
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



EV/EBITDA
5,5x
2020e

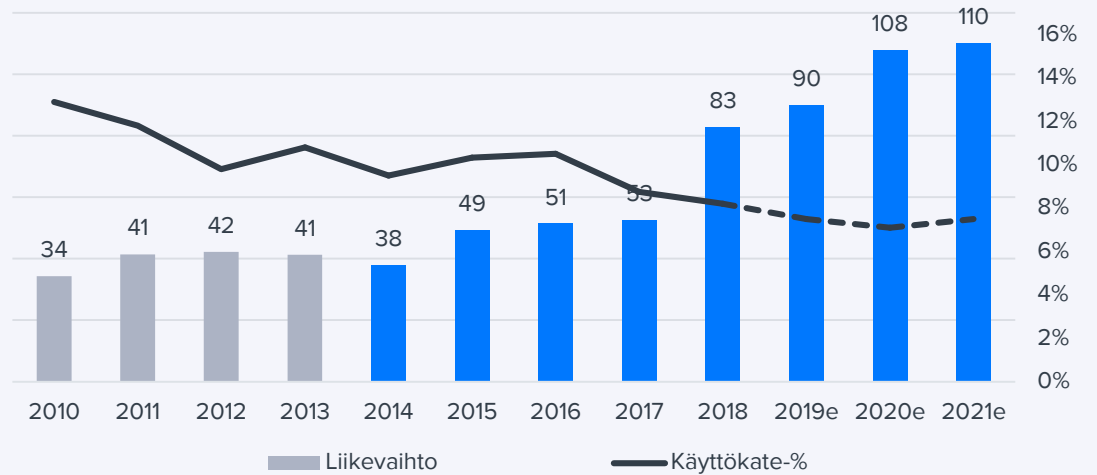
Arvioitu EV
42,2
MEUR

Omistus
70 %
2019 Q3

Omistus
19,2
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Kasvu on ollut voimakasta Kobelco-edustuksen hankinnan myötä* (MEUR)



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Yritysoston onnistuminen
- Markkinatilanteen kestävyys
- Kiristävä kilpailu
- Valmistajien yrityskaupat
- Japanissa sijaitsevien päämiesten toimitusongelmat Eurooppaan
- Konsernin kasvaessa itseohjautuvan kulttuurin säilyttäminen voi luoda omia haasteitaan



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5,0-6,0x 2020-ennusteilla
- Arviomme mukaan Sievi Capitalin omistuksen arvo on 19,2 MEUR (aik. 16,0 MEUR)

2010-2016 luvut pro-forma lukuja, joihin laskettu mukaan Edeco Tools Oy, KH-Koneet Oy, KH-Engineering Oy

KH Koneet 2/5

Yhtiökuvaus

KH-Koneet Group toimii maanrakennuskoneiden maahantuojana ja vähittäismyyjänä. Konemyynnin lisäksi konsernin yhtiöt tarjoavat huolto- ja varaosapalveluita, teknistä tukea sekä rahoituspalveluja. Vuonna 2018 yhtiö aloitti myös koneiden vuokraustoiminnan. 2019 yhtiö laajeni Ruotsiin Beck Maskin yritysostolla.

Konsernin yhtiöillä on omia toimipisteitä kuudella eri paikkakunnalla Suomessa (Turku, Klaukkala, Jyväskylä, Tampere, Vantaa, Seinäjoki). Lisäksi yhtiön jakeluverkostoon kuuluu jälleenmyyjiä, jotka kattavat muun Suomen (Oulu, Kainuu, Lappi, Mikkeli, Joensuu sekä Vaasa). Ruotsissa toimipisteet sijaitsevat Tukholman sekä Göteborgin talousalueilla. Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä noin 90 työntekijää (vuosi sitten 70 henkilöä).

KH-koneet Group -konserni muodostettiin elokuun 2017 lopussa, kun KH-Koneet Oy, KH-Engineering Oy ja Edeco Tools Oy laitettiin tehdyissä yrityskaupoissa saman holding-yhtiön alle. Sievi Capital tuli kokonaisuuden pääomistajaksi 70 %:n omistuksella ja myyjien olleet yrittäjät omistavat kokonaisuudesta 30 %. Yrittäjät jatkoivat myös yhtiön operatiivisessa johdossa. Kokonaisuuden velaton kauppahinta oli 29 MEUR + 5 MEUR lisäkauppahinta, joka maksettiin vuosien 2017-2018 hyvän kehityksen perusteella KH-Koneet Groupin taseesta.

Arvolupaus asiakkaalle ja kilpailuedut

KH-Koneiden tase on erittäin hyvässä kunnossa,

mikä on mahdollistanut rahan sijoittamisen varastoon ja sitä kautta hyvään palvelutasoon. Yhtiölle on historiallisesti ollut tyypillistä, että varastotasot ovat olleet kilpailijoita selvästi korkeammat suhteessa liikevaihtoon (KH-Koneet 40 % vs. kilpailijat 20 %). Viime vuonna yhtiön varastotasot pysyivät 26 MEUR:ssa, mutta 58 % kasvaneen liikevaihdon myötä varaston kierto parani selvästi.

Yhtiöllä on hyvät suhteet päämiehiin ja sen ostotoiminta on tehokasta ilman väliportaita. KH-Koneiden slogan on ”Vastuullista konekauppaa” ja yhtiö on luotettu kumppani asiakkaiden parissa. Yhtiön asiakaspito on korkea ja myynnistä noin 80 % tulee vanhoilta asiakkailta. Myös yhtiön tehokas ja itseohjautuva johtamismalli on luonut näkemyksemme mukaan yhtiön sisälle positiivisen kulttuurin, joka tuo yhtiölle mielestämme selkeän kilpailuedun. Työntekijöillä on organisaatiossa omat selkeät roolinsa ja vastuunsa ja organisaatio itseohjautuu sen seurauksena ketterästi. Erityisesti liiketoimintamallin kannalta kriittisille myyjille annetaan paljon vastuuta ja heidät valtuutetaan päätöksen tekoon. Tämä on näkynyt myös henkilöstön korkeana pysyvyytenä. Myyjien palkkaus riippuu myös osin heidän kyvystään tehdä kannattavia kauppvoja, mistä syystä yhtiön kustannusrakenne joustaa myynnin mukana. Konsernin kasvaessa itseohjautuvan kulttuurin säilyttäminen voi luoda omia haasteitaan.

Markkina on osittain syklinen

Maanrakennuskoneiden markkinan kehitys seuraa syklisen uudisrakentamisen ja selvästi

tasaisempien infra- ja korjausrakentamisen sekä kiinteistönhuollon markkinoiden kehitystä. Sivulla 15 olemme esittäneet Pro forma-lukuja KH-Koneet Groupin myynnin ja liikevoiton kehityksestä vuosien 2010-2018 välillä. Niiden perusteella yhtiö on pärjännyt kohtuullisen hyvin myös laskevassa markkinassa (2011-2014) säilyttäen hyvän käyttökatemarginaalin laskevasta liikevaihdosta huolimatta. Hyvä historiallinen suoriutuminen on mielestämme osoitus konsernin ketteryydestä myös laskumarkkinassa, sillä myyjien tulospalkkiot joustavat ja se kykenee neuvottelemaan tällöin parempia ostohintoja valmistajia vastaan. Myös yhtiön harjoittama koneiden huoltotoiminta tuo liikevaihtoon stabiilimman komponentin. Myös matala korkotaso tukee edelleen koneinvestointeja. Suurimpana epävarmuustekijänä yhtiön liiketoiminnan kehitykselle voidaan pitää silti markkinatilanteen kestävyttä ja pienemmässä määrin lisääntyntä kilpailua markkinoilla.

KH Koneet 3/5

Konsernin rakenne

KH-Koneet Groupin suurin tytäryhtiö on KH-Koneet Oy ja sen liikevaihto oli 2018 47 MEUR ja liikevoitto noin 8 %. KH-Koneet Oy aloitti toimintansa jo vuonna 1996 asfalttikoneiden maahantuonnilla. Yhtiö on tunnettu useista pienten ja keskisuurten maansiirtokoneiden merkeistä kuten GEHL:stä Yanmarista, Kramerista ja Dynapacista.

Toinen konsernin tytäryhtiöistä Edeco Tools Oy ja sen 2018 liikevaihto oli 8,1 MEUR ja liikevoitto noin 10 %. Yhtiö on perustettu vuonna 2010 ja se tuo maahan Wacker Neuson tuotemerkin maanrakennuskoneita.

Kolmas konserniin kuuluva tytäryhtiö on KH-Tekninen kauppa Oy:n ja sen 2018 liikevaihto oli 31 MEUR ja liikevoitto 8 %. Yhtiö perustettiin KH-koneet Oy:n ostaessa Suomen Kobelco-koneiden edustuksen Keskolta 1.9.2017. Hankinnan myötä konsernin tuoteportfolio laajeni myös raskaaseen kalustoon. Konsernin 2018 kasvuun vaikutti keskeisesti Kobelco-liiketoiminta. Käsityksemme mukaan Kobelco-edustus jäi vähälle huomiolle Keskon alaisuudessa, mikä selittää sen hyvää kehitystä uuden omistajan alaisuudessa.

Neljäs tytäryhtiö Crent Oy syntyi, kun maanrakennuskoneiden vuokraustoimintaan keskittyvän yritys perustettiin keväällä 2018 ja sen liikevaihdoksi ehti viime vuonna kertyä 1,1 MEUR ja liikevoitto 25 %. Vuokraustoiminta vastaa myös maansiirtokoneiden osalta voimistuvaan jakamistalouden trendiin. Samaa konetta voi

esimerkiksi käyttää kesällä viheralan yrittäjä ja talvella kiinteistöhuollon yritys.

Viidennen tytäryhtiön Beck Maskin yhtiö hankki marraskuussa 2019 Norjalaiselta omistajalta. Se toimii Ruotsissa mm. Kobelco ja Airman -kaivinkoneiden maahantuojana. Yhtiön liikevaihto oli 2018 208 MSEK ja sen liikevoittomarginaali 2 % oli selvästi alle KH-Teknisen kaupan, joka myy vastaavia koneita Suomessa. Arviomme mukaan KH-Koneiden toimintamallien tuonnilla Ruotsiin myös sen kannattavuutta voidaan selvästi. Myös ostovolyymin nousu Kobelco-koneissa voi parantaa neuvotteluvoimaa.

Kilpailukenttä

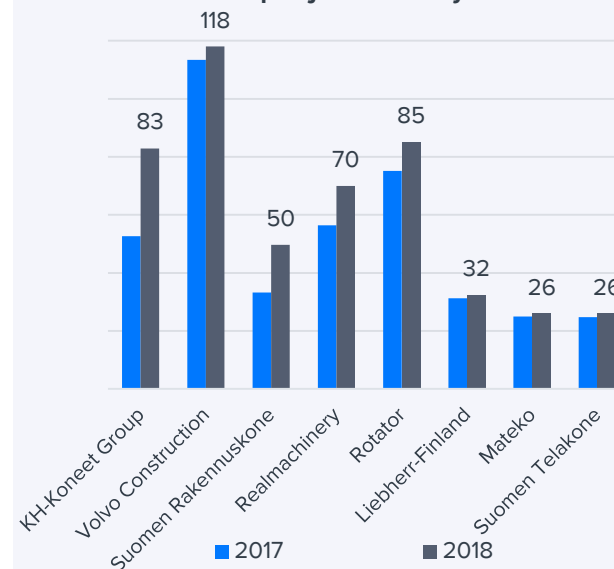
KH-Koneet Group on yksi johtavista maanrakennuskoneiden maahantuojista Suomessa (2018 liikevaihto: 83 MEUR +58 %). Yhtiöllä on hyvä markkina-asema erityisesti pk-seudulla. Pyöräkuormaajissa KH-Koneilla on markkinajohtajuus Kramerin kautta. Pienkaivukoneissa yhtiöllä on vahva markkina-asema (Wacker Neuson, Yanmar, Kobelco) samoin telakaivukoneissa (Yanmar, Kobelco).

Yhtiön merkittävimpiä kilpailijoita ovat Volvo Construction Equipment Finland (118 MEUR +4 %), Rotator (85 MEUR +14 %), Realmachinery (70 MEUR +23 %), Suomen rakennuskone (49,7 MEUR +50 %), Liebherr-Finland (32,4 MEUR +4 %), Mateko (26 MEUR +6 %) ja Suomen telakone (26 MEUR +6 %). Volvo ja Liebherr ovat myös itse koneiden valmistajia ja ne omistavat omat jakeluyhtiönsä Suomessa.

Myyntimix 2018



Kilpailijoiden kehitys



KH Koneet 4/5

Kasvun lähteitä on myös jatkossa monia

KH-Koneet Group Oy on nykyisellään täyden palvelun konetalo, joka kykenee palvelemaan asiakkaita niiden eri tarpeiden mukaan. Muodostetulla kokonaisuudella on selviä synergioita aiempiin erillisiin yrityksiin nähden, jotka eivät näy pro forma-luvuissa. Synergiat näkyvät erityisesti eri myymäläpisteiden eri merkkien ristiin myynnissä ja esimerkiksi huoltohenkilöstön liikkutuksessa eri toimipisteiden tarpeiden mukaisesti. Uusi vuokraustoiminta sopii myös portfolioon erittäin hyvin, sillä uusia koneita voidaan ensin vuokrata ja muutaman vuoden käytön jälkeen ne voidaan myydä eteenpäin käytettyinä. Yhtiö hakee myös selvää kasvua varaosaliiketoiminnasta, jossa katteet ovat muuta liiketoimintaa selvästi korkeammat. Varaosamyynti on jäänyt yhtiössä aiemmin vähälle huomiolle ja Sievi Capitalin mukaan tulon jälkeen yhtiö on panostanut selvästi myös sen markkinointiin.

Tulevaisuuden ennusteet

KH-Koneet Groupin kehitys on vuoden 2019 ensimmäiset 9 kk jatkunut myönteisenä, vaikkakin markkinatilanteessa on vuosien 2016-2018 hyvän kasvuvaiheen jälkeen ollut nähtävissä tasaantumista. Yhtiö kasvatti liikevaihtoaan H1:llä 6 % 45,4 MEUR:oon ja myös Q3:lla liikevaihto jatkoi kasvussa. Yhtiö on kasvattanut merkittävästi henkilöstömääräänsä (viim. 12k + noin 25 %), mikä on näkynyt yhtiön kulujen kasvuna. Tästä huolimatta tammi-syyskuun käyttökate on pysynyt Sievi Capitalin mukaan lähes edellisvuoden tasolla. 2019 ennusteessamme yhtiön liikevaihto kasvaa 6 %:lla 89,9 MEUR:oon. Tela-alustaisten

kaivinkoneiden markkinatilanne on käsityksemme mukaan hiljentynyt kesän jälkeen (Kobelco ja Yanmar) ja niiden myynnin laskua tasapainottaa ennusteessamme kuitenkin Beck Maskin yritysoston tuoma Ruotsin liikevaihto (toteutettu 11.11.2019). Pyöräkuormaajien ja pienkaivinkoneiden myynnin odotamme jatkavan alkuvuoden mukaisessa kasvussa myös loppuvuonna. Vuokraustoiminnalta odotamme selvää kasvua, sillä epävarmuuden kasvaessa konevuokraus on vähäriskisempää maanrakennuskoneiden yrittäjälle. Kannattavuuden osalta ennusteemme 2019 käyttökatteeksi on 6,7 MEUR ja se on lähellä 2018 tasoa (6,8 MEUR).

Vuonna 2020 ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 20 % 108 MEUR:oon, kun Ruotsin yritysosto näkyy täysimääräisesti ennusteissamme muilta osin yhtiön hyvä kasvu hidastuu selvästi markkinatilanteen hiljentyessä. 2020e EBITDA-% laskee ennusteessamme 7,1 %:iin (2019e: 7,5 %) Ruotsin alemman kannattavuuden vaikuttaessa vielä negatiivisesti mixiin. Odotamme Ruotsin toimintojen nostavan hiljalleen kannattavuuttaan muun konsernin tasolle, mikä näkyy vuoden 2021 marginaalin positiivisena kehityksenä.

KH-Koneet Groupin arvo

Beck Maskin vaikutus liikevaihtoon ja käyttökatteeseen näkyy kokonaisuudessaan vasta 2020 luvuissa, mutta kasvaneen nettovelan vaikutus näkyy heti. Olemmekin siirtyneet käyttämään arvonmäärityksessämme 2020-kertoimia. Sievi Capital ei kertonut Beck Maskin yritysoston kauppahintaa, mutta olemme

ennusteissamme arvioineet kaupan tapahtuneen noin 2018 EV/EBITDA-kertoimella 6x ja velattomaksi hinnaksi muodostuu noin 3,8 MEUR.

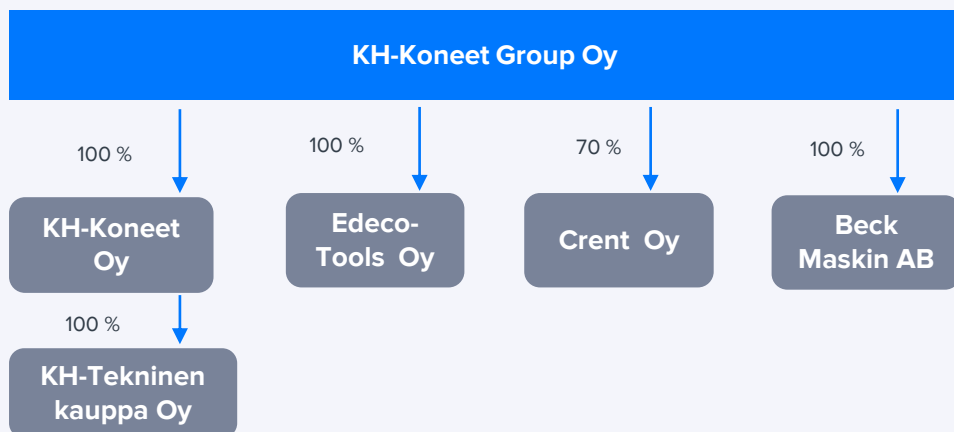
Olemme arvottaneet KH-Koneet Groupin velattomaksi arvoksi 42,2 MEUR, mikä perustuu 2020e EV/EBITDA haarukan 5-6x keskikohtaan.

Yhtiöllä oli korollista nettovelkaa 2019 H1-raportissa 12,8 MEUR. Olemme nostaneet nykyistä arviotamme nettovelasta 14,8 MEUR:oon johtuen yritysostosta ja Q3:lle arvioimastamme rahavirrasta. Nämä seikat huomioimalla Sievi Capitalin omistuksen arvoksi saadaan 19,2 MEUR. Tämä ylittää myös Sievi Capitalin johdon oman arvion osakekohtaisesta substanssissa lievästi, joka on 17,7 MEUR.

Yhtiölle ei ole löydettävissä kovin hyvää verrokkiryhmää pelkkään maahantuontiin keskittyvien yritysten ollessa listaamattomia. Verrokkiryhmämme (seuraava sivu) koostuu pitkälti maanrakennuskoneiden valmistajista, joiden liiketoimintoihin vaikuttavat pitkälti samat ajurit kuin KH-Koneen Groupilla. KH-Koneet Groupin 2020e EV/EBITDA-kerroin 5,5x alittaa verrokkiryhmän kertomien mediaanin 26 %:lla. Pidämme alennusta perusteltuna, sillä verrokkit ovat kokoluokassa selvästi suurempia. Pääomavaltaisella alalla myös yhtiön P/B-kerroin 1,1 x on osin relevantti mittari ja myös se alittaa verrokkiryhmämme selvästi (-50 %). Yhtiön sijoitus on mielestämme ollut tässä vaiheessa jo hyvin onnistunut, sillä Sievin yhtiöön tekemä alkuperäinen sijoitus 10,9 MEUR on tuottanut noin 30 % IRR suhteessa arvioomme nykyomistuksesta.

KH-Koneet Group 5/5

Konsernin rakenne



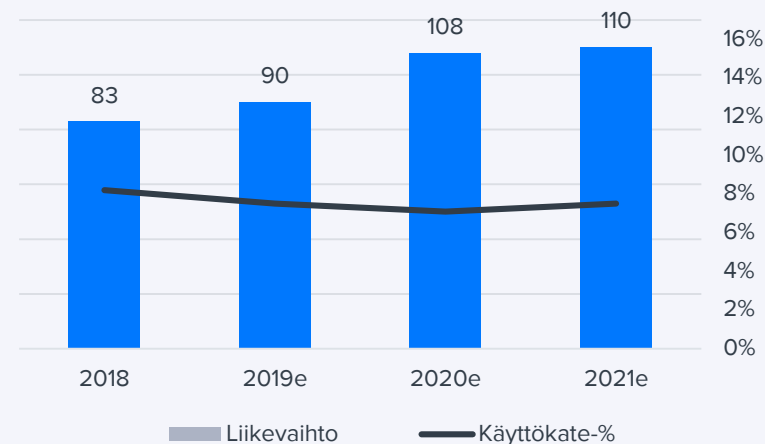
Lähde: Inderes, KH-Koneet Group

VERROKIT	EV	EV/EBITDA 19	EV/EBITDA 20	EV/S 19	P/B
Ponsse Oyj	769	8,3	7,8	0,8	2,9
Palfinger AG	1695	6,8	6,4	2,2	2,5
Volvo AB	40811	4,0	4,9	1,1	1,9
Deere & Co	88269	14,5	14,8	0,7	13,2
Komatsu Ltd	28449	5,9	6,6	0,2	1,0
AGCO Corp	6889	7,6	7,0	0,5	2,2
Terex Corp	2455	7,1	8,7	0,7	6,6
Caterpillar Inc	99399	8,3	8,5	1,0	4,5
Mediaani	17669	7,3	7,4	1,0	2,3
KH-Koneet Group	42	6,3	5,5	0,5	1,1
Erotus -%	-100 %	-14 %	-26 %	-54 %	-51 %

*Olemme arvioineet yhtiöryhmän omaksi pääomaksi 24 MEUR 2018 tilinpäätöksen ja sen jälkeisen arvioidun nettotuloksen perusteella.

Lähde: Inderes, Thomson Reuters (Data kerätty 25.11.2019)

Ennusteet (MEUR)



Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2020e)	5,0	7,0
Arvohaarukka (MEUR)	38,3	46,0
Sievin osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	42,2	MEUR
Alakonsernin nettovelat*	14,8	MEUR
Markkina-arvo	27,4	MEUR
Sievin osuus (70,0%)	19,2	MEUR
Sievin sijoitus (8/2017)	10,9	MEUR

* H1'2019 lopun alakonsernin nettovelat olivat 12,8 MEUR. Olemme arvioineet nykyisen määrän yhtiölle Q3:lle arvioimallamme rahavirralla sisältäen Beck Maskin yrittöksen.

Suvanto Trucks 1/4

Suvanto Trucks on kehittynyt Sievi Capitalin nykyomistuksista heikoiden sen kärsittyä selvästi rakentamisen hidastumisesta. Arvioimmamme IRR sijoitukselle on ollut vain lievästi positiivinen.

Yhtiökuvaus

Suvanto Trucks on Suomen suurin merkkiriippumaton raskaan kaluston kauppias. Yrityksellä on toimipisteet Turussa ja Tampereella, mutta toiminta kattaa koko Suomen. Yhtiö avasi syksyllä 2019 toimipisteen myös Ruotsiin.

Liiketoimintamalli

Yhtiön liiketoiminta koostuu käytettyjen hyötyajoneuvojen ja niihin liittyvien lisälaitteiden sekä varaosien myynnistä ja autorahoituspalveluista. Liiketoimintamalli perustuu nopeaan varastonkiertoon sekä kaluston korjauspalveluihin asiakastarvetta vastaavaksi.

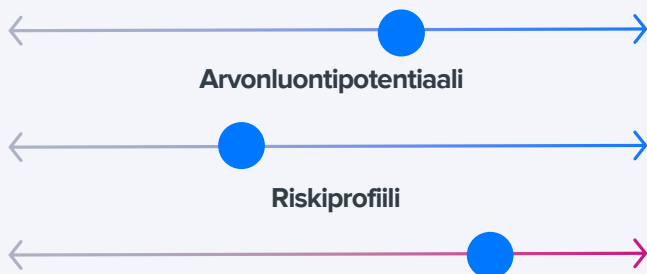
Sijoitustarina

Sievi Capital hankki enemmistöosuuden Suvanto Trucksista 2016. Syksyllä 2019 yhtiö laajeni myös Ruotsiin perustamalla sinne uuden toimipisteen. Valikoimaa ollaan uudistamassa, jotta syklisen uudisrakentamisen painoarvo pienenesi.

Kilpailuetu

Suvanto Trucksille kilpailuetua tuovat kysyntäohjautuva ketterä liiketoimintamalli ja palveluintensiivisyys. Yhtiö on myös alan edelläkävijä digitaalisessa markkinoinnissa. Hidastunut varastonkierto ja laskenut kannattavuus nostavat huolia kilpailualueiden heikentymisestä.

Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/EBITDA

5,8x
2020e

Arvioitu EV

13,8
MEUR

Omistus

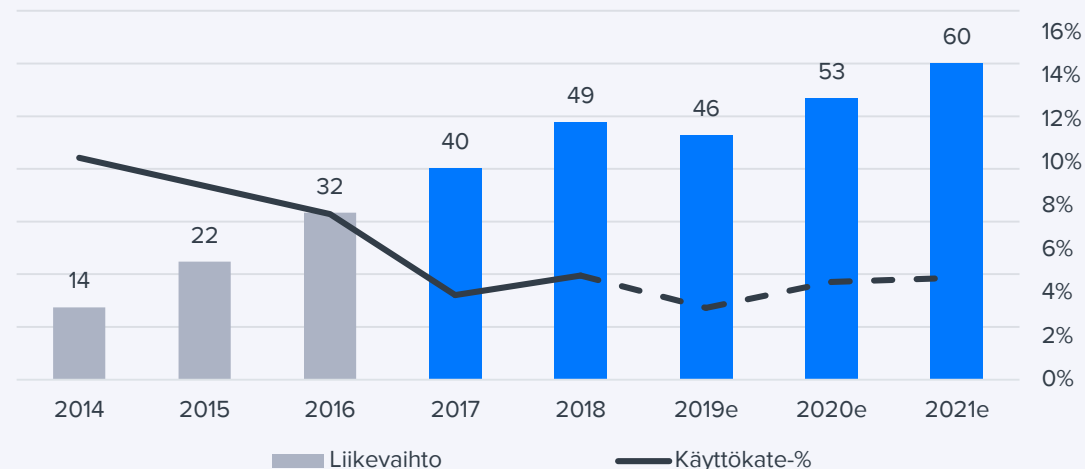
67,2 %
2019'Q3

Omistus

6,0
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Rakentamisen hidastuminen on laskenut kannattavuutta (MEUR)



Arvoajurit

- Liikevaihdon voimakkaan kasvun jatkaminen
- Varaston kierron nopeuttaminen
- Laajentuminen Ruotsiin
- Tuotemixin laajentaminen vähemmän syklisille aloille kuten jakeluautoihin ja tienhoitoautoihin
- DAF-edustuksen alkaminen



Riskitekijät

- Rakentamisen hidastuminen heijastunut myyntiin jo negatiivisesti 2019
- Ruotsin laajentumisen epäonnistuminen
- Varaston kierron hidastuminen



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 4,5-7,0x 2020-ennusteilla
- Arviomme mukaan Suvanto Trucksin omistuksen arvo on 6,0 MEUR (aik. 6,0 MEUR).

Suvanto Trucks 2/4

Yhtiökuvaus

Suvanto Trucksin liiketoiminta koostuu käytettyjen ja uusien kuorma-autojen sekä niihin liittyvien lisälaitteiden myynnistä sekä autorahoituspalveluista. Yhtiön perusti Eetu Suvanto vuonna 2010 ja aluksi toiminimestä liikkeelle lähtenyt yritystoiminta on sen jälkeen kasvanut voimakkaasti. Viime vuoden 46,5 MEUR:n liikevaihdolla yhtiö on suurin yksityinen merkkituotteiden käytetyn raskaan kaluston myyjä Suomessa. Yrityksen Suomen toimipisteet sijaitsevat Turussa ja Tampereella ja yhtiö avasi syksyllä 2019 toimipisteen myös Ruotsin Helsingborgiin. Yhtiön myynti suuntautuu kotimaan lisäksi myös ulkomaille erityisesti Keski-Eurooppaan. Sievi Capitalin omistukseen yhtiö tuli heinäkuussa 2016 67,2 %:n omistuksella. Perustaja ja toimitusjohtaja Eetu Suvanto omistaa yhtiöstä 23,2 %, toimitusjohtaja Timo Lahtinen 5,6 % ja loput omistuksesta on muutamalla avainhenkilöllä.

Arvoketju ja liiketoimintamalli

Suvanto Trucks ostaa käytettyä raskasta kuljetuskalustoa, jotka ennen myyntiä huolletaan, korjataan sekä kustomoidaan asiakkaan tarpeiden mukaisiksi. Yhtiö hankkii myytävää kalustoa sekä koti- että ulkomailta eri ostokanavista, joihin yhtiö on onnistunut luomaan vakiintuneet suhteet. Yritys on keskittynyt erityisesti erikoisautoihin kuten nosturi- ja vaihtolava-autoihin, sillä näihin tehtävillä kustomointitoimenpiteillä on mahdollista tuottaa selvää yksilöllistä lisäarvoa asiakkaalle. Uudisrakentamisen hidastuminen on vuonna 2019 iskenyt erityisesti kalliimpien nosturiautojen

menekkiin. Viime aikoina Suvanto Trucks onkin pyrkinyt laajentamaan valikoimaansa enemmän myös muihin raskaan kaluston ajoneuvoihin kuten tienhoitoautoihin, jakeluliiketeen autoihin, puuautoihin sekä muihin erikoisautoihin. Yhtiö toimii aiemmin myös uusien MAN-kuorma-autojen jälleenmyyjänä Varsinais-Suomessa ja Pirkanmaalla, mutta niistä luovuttiin vuoden 2018 lopussa. Hiljattain yhtiön on aloittanut DAF-merkkisten rekka- ja kuorma-autojen myynnin Suomessa ja Ruotsissa. Yhtiö hyödyntää markkinoinnissaan laajalti digitaalisia kanavia.

Liiketoimintamallin keskiössä on ketteryys ja osto-organisaatio reagoi myyjiltä saatuun tietoon asiakaskysynnän muutoksista. Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä 30 henkilöä (vuosi sitten 34 henkilöä), joista edelleen enemmistö on töissä korjaamopalveluissa. Korjaamopalvelut palvelevat erityisesti automyyntiä, mutta myös ulkopuolisille tarjottavat korjauspalvelut on otettu mukaan tasapainottamaan kysynnän vaihtelua. Yhtiö myy myös lisälaitteita ja rahoituspalveluja, joiden osuuden arvioimme olevan pieni kokonaisliikevaihdosta, mutta katteen ollessa korkea, niiden merkitys liikevoittoon on oleellinen.

Varaston kierto on Suvanto Trucksin liiketoimintamallin keskiössä. Yhtiön liiketoiminnassa pääoma sitoutuu käytännössä pelkästään varastoon ja myyntisaamiin. Vuoden 2018 lopussa varastoon oli sitoutuneena 60 % ja myyntisaamiin 37 % koko taseen 14,3 MEUR loppusummasta. Vaikka yhtiön bruttokate on suhteellisen matala (2018: 12 %), niin nopean

varaston kierto mahdollistaa korkea oman pääoman tuotto (2018: ROE 21 %). Asiakkaan maksettua ostoksensa Suvanto voi sijoittaa myydyistä kuorma-autoista vapautuvan pääoman uusiin kuorma-autoihin, mikä luo pääomalle korkoa korolle ilmiön.

Keskeisimmät riskit

Suurimpina riskeinä ja epävarmuustekijöinä Suvanto Trucksin liiketoiminnalle voidaan edelleen pitää markkinatilanteen huonontumista, joka johtaa hidastuneeseen varastonkiertoon ja laskevaan kannattavuuteen. Tämä riski on kuitenkin jo osin realisoitunut 2019 uudisrakentamisen hidastumisen seurauksena ja olemme esittäneet näiden parametrien kehityksen sivulla 22.

Myös lisääntynyt kilpailu markkinoilla on mahdollista ja Suvanto Trucksin pääkilpailijoita ovat mm. VehoTrucks, Volvo Truck Center ja Scania vaihtoautot ja Ruotsissa Scanvo. Suomen ja vastaperustetun Ruotsin toimipisteen lisäksi osa yhtiön myynnistä menee myös vientiin, mikä hajauttaa hieman maakohtaista riskiä.

Suvanto Trucks 3/4

Tulevaisuuden ennusteet

Sievi Capitalin mukaan Suvanto Trucksin liikevaihto laski 2019 ensimmäisen 9 kk aikana edellisvuodesta ja myös kannattavuus on laskenut merkittävästi. Lisäksi varaston kierto on käsityksemme mukaan heikentynyt selvästi ja kasvaneen käyttöomaisuuden myötä yhtiön nettovelat ovat kasvaneet. Varaston kierron hidastuminen sekä kannattavuuden alentuminen ovat mielestämme huolestuttavia trendejä. Yhtiön aloittamat valikoiman laajennukset kasvaviin segmentteihin ja kustannusleikkaukset (mm. Vantaan toimipisteen sulkeminen), huoltotoiminnan asiakaskunnan laajentaminen ja tarvikemyynnin tehostaminen ovat mielestämme oikeita toimenpiteitä negatiivisen kehityksen pysäyttämiseksi.

Ennusteessamme yhtiön liikevaihto laskee 2019e aikana 5 %:lla 46,5 MEUR:oon ja käyttökate-% laskee 3,3 %:iin (2018: 4,6 %). Vuonna 2020e liikevaihto kasvaa ennusteessamme 15 % 53,4 MEUR:oon uuden DAF-edustuksen sekä Ruotsin toimipisteen kasvun vetämänä. Yhtiön käyttökate-% palautuu normaalimmalle tasolle 4,5 %:iin, mutta jää selvästi alle vuosien 2014-2016 keskimääräisen tason (yli 7 %).

Suvanto Trucksin arvo

Olemme arvottaneet Suvanto Trucksin velattomaksi arvoksi 13,8 MEUR.

Verrokkiryhmämme koostuu käytettyjen autojen kauppiaista, sillä emme ole löytäneet Suvanto Trucksin kaltaista pelkästään käytettyihin kuorma-

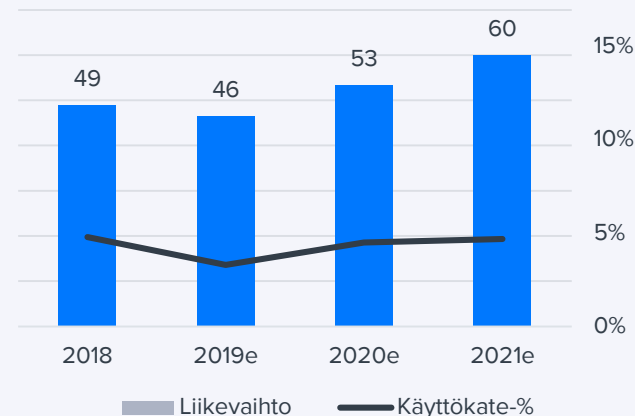
autoihin erikoistunutta pörssilistattua toimijaa.

Ennusteillamme Suvanto Trucksin 2019e ja 2020e EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x (ero -23 %) ja 5,8x (ero -50 %). Selvä tulospohjainen alennus verrokkeihin on mielestämme perusteltua, sillä verrokkit ovat merkittävästi Suvanto Trucksia kookkaampia ja pääsääntöisesti isommat toimijat ansaitsevat isommat kertoimet. Lisäksi ne toimivat käytettyjen autojen markkinoilla, mikä ei ole yhtä syklinen markkina kuin käytetyt kuorma-autot ja minkä takia niille voidaan hyväksyä korkeammat kertoimet. Myös Suvanto Trucksin kannattavuuden selvästi laskeva trendi saa meidät jättämään turvamarginaalia valuaatioon.

Pääomavaltaisella alalla P/B kerroin on myös relevanttimittari. Suvanto Trucksin P/B-kerroin 1,1x (-59 %) on myös selvästi alle verrokkiryhmän.

Nettovelkojen vähentämisen jälkeen Sievi Capitalin Suvanto Trucks -omistuksen arvoksi muodostuu 6,0 MEUR. Arviomme ylittää hieman Sievi Capitalin johdon oman arvioon 5,5 MEUR ja myös 5,7 MEUR:n hankintahinnan, jolla Sievi Capital osti osuuden Suvanto Trucksista heinäkuussa 2016. Peilaten arvioomme yhtiön alkuperäinen sijoitus on reilussa kolmessa vuodessa tuottanut vain noin 2 %/v ja sijoitus on jäänyt selvästi jälkeen Sievi Capitalin sijoituskohteilleen asettamista tavoitteista.

Ennusteet (MEUR)



Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2020e)	4,5	7,0
Arvohaarukka (MEUR)	11,4	16,3
Sievin osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	13,8	MEUR
Alakonsernin nettovelat	4,9	MEUR
Markkina-arvo	8,9	MEUR
Sievin osuus (67,2 %)	6,0	MEUR
Sievin sijoitus (7/2016)	5,7	MEUR

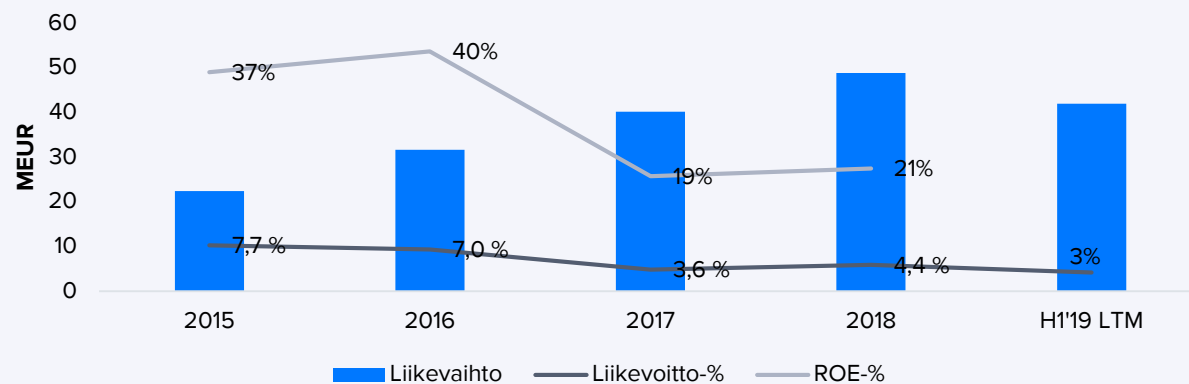
* H1'2019 lopun alakonsernin nettovelat olivat 4,9 MEUR.

Suvanto Trucks 4/4

VERROKIT	EV	EV/EBITDA 19	EV/EBITDA 20	EV/S 19	P/B
Kamux Oyj	316	9,4	8,3	0,5	3,5
Bilia AB	1328	6,8	6,8	0,5	3,0
Lookers PLC	431	4,8	4,7	0,1	0,5
Motorpoint Group PLC	354	11,7	11,7	0,3	-
Inchcape PLC	3611	7,0	7,4	0,3	1,8
America's CAR-MART Inc	749	11,8	9,8	1,2	2,6
Asbury Automotive Group Inc	3527	11,9	11,6	0,5	3,1
Sonic Automotive Inc	3453	12,6	11,6	0,4	1,6
Carmax Inc	27966	22,7	21,2	1,7	5,1
Penske Automotive Group Inc	9362	12,8	12,5	0,4	1,5
Lithia Motors Inc	6370	13,9	13,1	0,6	2,8
Mediaani	3453	11,8	11,6	0,5	2,7
Suvanto Trucks	14	9,0	5,8	0,3	1,1
Erutus -%	-100 %	-23 %	-50 %	-39 %	-59 %

Lähde: Inderes, Thomson Reuters (Data kerätty 25.11.2019)

Yhtiön avainparametrien historiallinen kehitys



Tuloslaskelma ja Tase

Taseessa omistukset arvotetaan käypään arvoon

Kokonaisuutena Sievi Capitalin tase on hyvin selkeä. Q3-raportin perusteella Sievi Capitalin taseen loppusumma oli noin 85 MEUR. Vastaavaa-puoli koostui pääomasijoituksista (79,3 MEUR) sekä rahavaroista (6,0 MEUR). Pääomasijoitukset määritetään Sievi Capitalin johdon toimesta käypään arvoon taseessa neljännesvuosittain. Nykyisen portfolion eli listaamattomien pääomasijoitusten kohdalla käyvät arvot perustuvat omaisuuserää koskeviin syöttötietoihin, jotka perustuvat johdon arvioihin ja niiden käyttöön yleisesti hyväksytyissä kassavirtapohjaisissa arvostusmalleissa. Johdon valitsemia syöttötietoparametreja on avattu viimeksi 2019 H1-raportissa. Ne olivat WACC 11,2 %, terminaalikasvu 0,4 %, ennusteperiodin (5 vuotta) liikevaihdon kasvu 4,7 % ja ennusteperiodin (5 vuotta) EBITDA-marginaali 12,1 %. Pelkästään näiden tietojen perusteella johdon DCF-laskelmaa ei voida kuitenkaan mallintaa. Syöttöparametrit antavat kuvaa johdon tekemistä oletuksista sijoitusten tasearvostusten taustalla.

Taseen Vastattavaa-puolella yhtiön oman pääoman suuruus oli Q3 raportissa 71,3 MEUR tai 1,23 euroa/osake. Tämän lisäksi rahoitusvelkojen suuruus oli 6,0 MEUR ja laskennalliset verovelat olivat yhteensä 7,9 MEUR. Laskennallisia verovelkoja (tai saamisia) syntyy taseeseen sijoitusten arvostamisesta käypään arvoon. Verot realisoituvat kuitenkin vasta omistusten myyntien yhteydessä.

Tuloslaskelmaan on myös selkeä

Sievi Capitalin tuloslaskelman merkittävimmät erät koostuvat korko- ja osinkotuotoista sekä sijoitusten arvon muutoksista (realisoituneet tai realisoitumattomat) sekä liiketoiminnan kuluista (konsernikulut). Sievi Capitalin tilikauden tulos tammi-syyskuussa oli 6,1 MEUR ja EPS 0,10 euroa.

2019 ensimmäisellä puolivuotiskaudella yhtiö sai osinkotuloja iLOQ:lta (0,5 MEUR). Nämä osingot ovat verotehokkaita tapoja tulouttaa voittoja emoyhtiölle. Loput tuotot muodostuivat Q1-Q3:n realisoitumattomassa arvonmuutoksista, joista iLOQ:in osuus oli 2,0 MEUR:n, KH-Koneiden 2,5 MEUR ja Indoor Groupin 4,9 MEUR, kun emoyhtiölle maksettu 5,4 MEUR:n osakaslaina huomioidaan. Negatiivisella puolella Suvanto Trucksin arvo laskee puolestaan 1,5 MEUR:lla. Konsernikulut olivat Q1-Q3:lla noin 0,9 MEUR ja olemme käyttäneet tätä lukua arvionamme konsernin kulutasosta myös jatkossa. Yhtiöllä on myös rahoituskuluja sekä 20 %:n veroaste myyntivoitoista.

Emme ennusta yhtiön tuloslaskelman kehitystä

Emme ole laatineet Sievi Capitalin tuloslaskelmaan erillistä ennustemallia, sillä rivit voivat vaihdella voimakkaasti kvartaalien väleillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti epärelevantteja. Osinkoennusteemme pohjautuvat oman pääoman vuosittaiseen 10 %:n tuottoon ja osakekohtaisesta omasta pääomasta maksettavaan 3 %:in osinkotuottoon.

Konsernin tase (MEUR)	Q3'2019
<i>Käypään arvoon tulosvaikuttaisesti kirjattavat sij.</i>	79,3
Pitkäaikaiset varat yhteensä	79,3
Rahavarat	6,0
Lyhytaikaiset varat yhteensä	6,0
Varat yhteensä	85,3
Oma pääoma yhteensä	71,3
Rahoitusvelat	6,0
Laskennalliset verovelat	7,9
Pitkäaikaiset velat yhteensä	13,9
Lyhytaikaiset velat yhteensä	0,0
Oma pääoma ja velat yhteensä	85,3

Konsernin laaja tuloslaskelma (MEUR)	Q1-Q3'2019
Korko ja osinkotuotot yhteensä	0,5
<i>Sijoitusten realisoituneet voitot/tappiot</i>	7,9
Sijoitusten realisoitumattomat arvon muutokset	0,0
Sijoitusten arvon muutos yhteensä	8,4
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0
Kulut	-0,9
Liikevoitto	7,3
<i>Rahoitustuotot</i>	0,0
Rahoituskulut	0,0
Tulos ennen veroja	7,3
Tuloverot	-1,3
Tilikauden tulos	6,1

Nettotulosta sekä omaa pääomaa lukuun ottamatta muut numerot ovat Inderesin arvioita, sillä yhtiö ei avaa koko tasettaan Q3-katsauksessa
Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus

Yhtiön tavoitteista pohjaa arvostukselle

Tulosennustemallin rakentaminen ei ole näkemyksemme mukaan tarkoituksenmukaista Sievi Capitalille, koska omistusten käypään arvoon määrittäminen voi heilautella yhtiön tulosta tuntuvasti kvartaalien välillä. Yhtiön keskipitkän aikavälin taloudellisista tavoitteista voidaan kuitenkin nähdä, millaiseen oman pääoman tuottoon yhtiö itse uskoo kykenevänsä. Minimitavoitetasolla (ROE 13 %) ja nykyisellä oman pääoman arvolla 1,23 euroa se tarkoittaisiin noin 0,16 euron/osakekohtaista tulosta. Kun tätä vertaa yhtiön nykyiseen osakekurssiin jää P/E-luku matalalle, vain 7,7x tasolle.

Pidämme tätä tasoa edullisena, vaikka tavoitteisiin yltämiseen pitääkin mielestämme jättää selvää turvamarginaalia. Yhtiön (2016-2018) oman pääoman tuotto on ollut yli 15 %, joka vahvistaa luottamustamme tavoitteiden realistisuutta kohtaan. Yhtiön on kuitenkin kriittistä onnistua myös tulevissa sijoituksissaan, jotta hyvä oman pääoman tuottotahti voi jatkua ja se onkin osakkeen keskeisin ajuri jatkossa.

Huomautamme myös sijoittajille, että iLOQ-irtautumisen jälkeen Q4:llä osakekohtainen substanssi nousee arviomme mukaan noin 1,35 euroon/osake myynnistä kirjattavan 9 MEUR:n myyntivoiton ansiosta.

Arvonmääritys

Sievi Capitalin arvonmäärityksemme perustuu osien summaan ja omistuksille tekemiimme erillisiin arvonmäärityksiin. Olemme aiemmissa

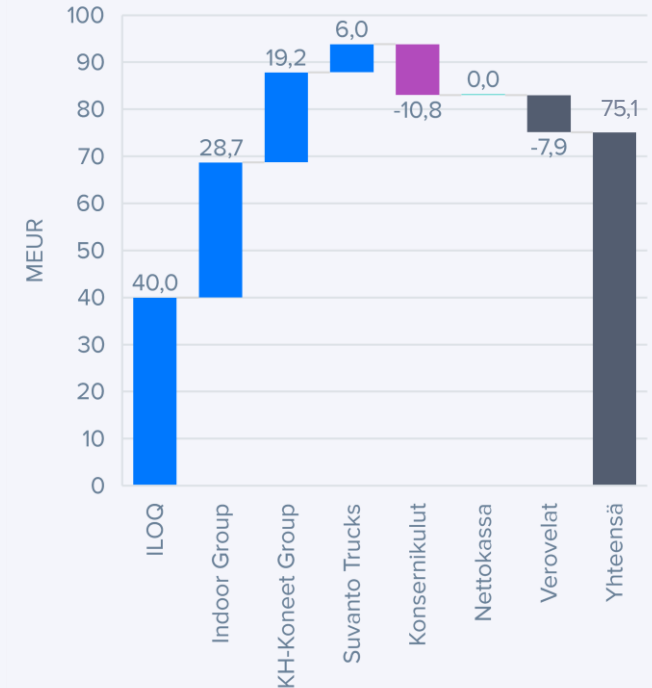
kappaleissa arvottaneet eri omistukset ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin. Konsernikulujen osalta olemme diskontanneet arvioimamme nykyisen kulutason 12 %:n WACC:illa. Konsernikulujen netto nykyarvo on laskelmassamme -10,8 MEUR, mikä perustuu 1,3 MEUR:n vuosikuluihin. Taseen verovelka huomioidaan myös osien summalaskelmassamme, sillä Sievi Capitalilla on irtautumissuunnitelma sijoituksilleen jo alusta alkaen ja verovelan voi olettaa siten realisoituvan.

Käsityksemme mukaan myös merkittävä osa verovelasta realisoituu iLOQ irtautumisen yhteydessä, vaikka yhtiöllä onkin keinoja pienentää verojaan irtautumisten yhteydessä (verottomat osingot). Yhtiölle on kertynyt taseeseen verovelkaa 7,9 MEUR (2018: 6,6 MEUR) johtuen sijoituksiin tehdyistä arvonorotuksista. Tämä luku ei vielä huomioi iLOQ:in Q4:lle ajoittuvaa myyntivoittoa, mutta mielestämme se on riittävän oikea arvio sijoitusyhtiön verorasituksesta, sillä emme missään vaiheessa oleta verovelan realisoituvan kokonaan.

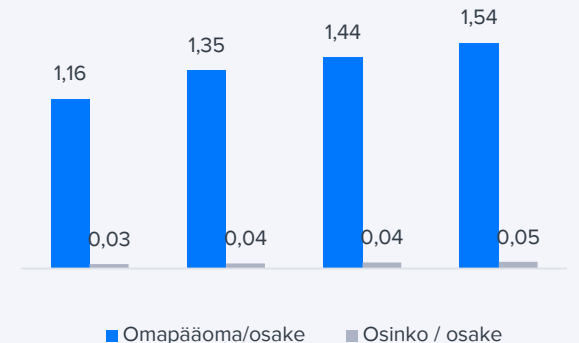
Suositus ja tavoitehinta

Arviomme Sievi Capitalin osien summasta on 75,1 MEUR (aik. 71,1 MEUR) tai 1,30 euroa per osake (aik. 1,23 euroa/osake). Asetammekin Sievi Capitalin tavoitehinnaksi 1,30 euroa (aik. 1,25 euroa) ja suosituksemme lisää (aik. vähennä). Yhtiön tavoitetason suuruinen osinkotuotto 3 % antaa myös hieman tukea osakkeelle.

Osien summa -laskelma



Ennuste (EUR/osake)



Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	74,5	77,0	84,5	92,9	102
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	74,0	76,8	84,5	92,9	102
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	4,8	2,8	1,5	0,8	0,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	4,8	2,7	1,5	0,8	0,8
Taseen loppusumma	79,3	79,8	86,0	93,7	103

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	53,5	67,0	78,3	83,4	89,1
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	25,6	39,1	50,4	55,5	61,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	25,4	12,6	7,3	8,0	8,8
Laskennalliset verovelat	4,4	6,6	7,3	8,0	8,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	21,0	6,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	0,4	0,2	0,5	2,3	5,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	1,7	4,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,4	0,2	0,5	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	79,3	79,8	86,0	93,7	103

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 neuvonantaja. 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.10.2018	Myy	1,50 €	2,56 €
25.10.2018	Myy	1,50 €	2,12 €
5.11.2018	Vähennä	1,35 €	1,46 €
21.12.2018	Vähennä	1,25 €	1,25 €
3.3.2019	Lisää	1,35 €	1,30 €
23.8.2019	Vähennä	1,25 €	1,24 €
30.10.2019	Vähennä	1,25 €	1,23 €
29.11.2019	Lisää	1,30 €	1,21 €

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**