

# Sievi Capital

## Yhtiöraportti

**10/2018**

**inde  
res.**

# Arvostus on karannut pahasti

Sievi Capital on sijoitusyhtiö, joka fokuoitetu omistamaan ja kehittämään suomalaisia listaamattomia pk-yrityksiä. Suhteessa portfoliolle määrittämääme osien summaan osake on selvästi yliarvostettu. Aloitamme Sievi Capitalin seurannan myy-suosituksella ja 1,50 euron tavoitehinnalla.

## Muodon muutos täysiveriseksi pääomasijoitusyhtiöksi

Sievi Capitalin sijoitussalkku on viimeisten vuosien aikana kokenut selvän muodonmuutoksen. Nykyisen strategian mukaisesti yhtiö keskittyy pääomasijoitusten tekemiseen pelkästään listaamattomissa yhtiöissä ja samalla kohdeyhtiöissä tavoitellaan enemmistöosuutta. Yhtiö julkaisi syyskuussa 2018 strategiapäivityksen ja ensimmäistä kertaa historiansa aikana myös taloudelliset tavoitteet, jotka olivat ROE-% yli 13 %, nettovelkaantumisaste alle 20 % ja osinko 3 % osakekohtaisesta substanssista. Lisääntynyt informaatio yhtiöstä viittaa näkemyksemme mukaan siihen, että myös pienempien omistajien rooli nähdään aiempaa huomattavasti tärkeämpänä. Sievi Capital profiloituu mielestämme kuitenkin edelleen jossain määrin suurimpien omistajien Takasten perheyrytykseksi.

## Valuaatiomme perustuu osien summaan

Portfolion omistuksista iLOQ on nopeasti kasvava lukitusalan teknologiayhtiö, Indoor Group omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan, KH-Koneet Group toimii maanrakennuskoneiden maahantuojana sekä Suvanto Trucks myy käytettyjä kuorma-autoja. Kohdeyhtiöille tekemiemme erillisten arvonmääritysten perusteella Sievin 21,3 % osuuden arvo iLOQ:ista on 44,7 MEUR, 67,2 %:in osuuden Suvanto Trucksista 11,3 MEUR, 70 %:in osuuden KH-Koneet Groupista 13,9 MEUR sekä 52,9 %:in Indoor Groupista 32,4 MEUR. Lisäksi konsernikuluista -14,5 MEUR ja nettokassasta -2,7 MEUR tulee laskelmaamme negatiivinen vaikutus ja yhtiön osien summa on 85,0 MEUR tai 1,47 euroa per osake. Osien summa luo pohjan myös osakkeen tavoitehinnallemme 1,50 euroa.

## Osake selvästi yliarvostettu suhteessa osien summaan

Myös yhtiön nykyisellä oman pääoman tuottotavoitteen alarajalla 13 % ja yhtiön osakekohtaisella substanssilla (1,06 euroa) laskemalla yhtiötä hinnoitellaan noin 20x P/E-luvulla, jota emme pidä hyväksyttävänä tasona. Viime aikoina yhtiön oman pääoman tuotto on toki ollut yli 20 %. Nykykurssi vaatisi yhtiöltä jatkuvasti näin korkeaa oman pääoman tuottoa. Johdon erinomaisen suorituksen pitäisi näkyä mielestämme osakkeenomistajan nauttimana arvonnousuna, eikä osakkeen laskuna, jos erinomaista tuottoa ei saavuteta. Huomautamme myös sijoittajille, että yhtiö päivittää taseen substanssia (1,06 euroa) tulosraporttien yhteydessä aina käypään arvoon. Tasesubstanssi kuvastaa siten verrattain hyvin yhtiön omaa arviota omistusten arvosta. Vaikka yhtiön käyttämän DCF-mallin syöttöparametrit (esim. WACC 12,7 %) ovat mielestämme varsin konservatiiviset, on 130 %:n premio taseen substanssiin selvä ylilyönti.

## Analyttikot

Olli Vilppo  
+358 40 7619380  
olli.vilppo@inderes.fi



Sauli Vilen  
+358 44 0258908  
sauli.vilen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehinta

**Myy**

Edellinen: -



**1,50 EUR**

Edellinen: -

**Osakekurssi: 2,56 EUR**

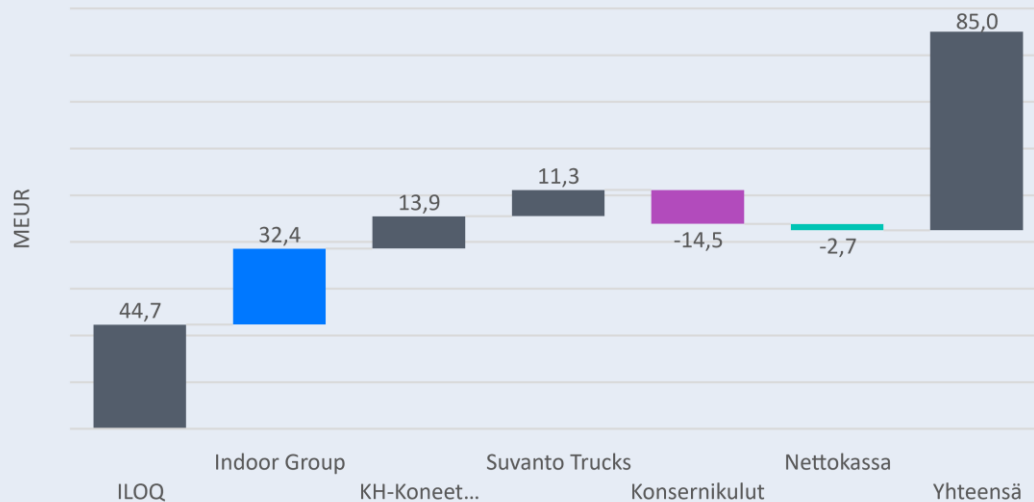
**Potentiaali: - 41,4 %**

## Kurssikehitys

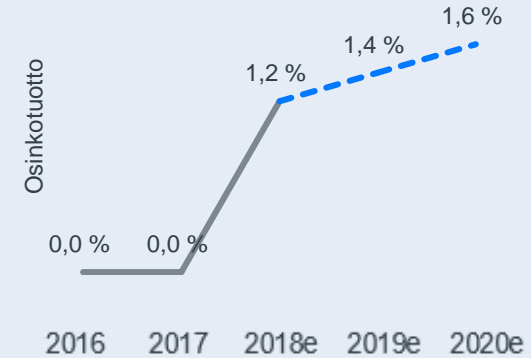


Lähde: Thomson Reuters

## Osien summa -laskelma



## Osinkotuotto



### Arvoajurit

- Omistusten liiketoimintojen kasvun ja kannattavuuden kehittyminen oikeaan suuntaan
- Yritysostoissa onnistuminen myös jatkossa
- iLOQ:in myynti isommalle pelurille arvioimaamme korkeammalla valuaatiolla



### Riskitekijät

- Taloustilanteen heikkeneminen
- Portfolion yhtiöistä Suvanto Trucks ja KH-Koneet Group ovat syklisiä
- Arvokkaimman omistuksen iLOQ:in kohdalla kilpailutilanteen kiristymisen
- Listautumismarkkinan heikentyminen



### Arvostus

- Korkea arvostus suhteessa osien summaan (preemio 70 %)
- Nykyinen arvostus hinnoittelee yli 20 % oman pääoman tuottoa pitemmällä aikavälillä (tavoite yli 13 %)
- Osakekohtaiseen substanssiin preemio on 130 %.

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</b>	<b>s. 5-7</b>
<b>Sijoitusstrategia ja taloudelliset tavoitteet</b>	<b>s. 8-10</b>
<b>iLOQ</b>	<b>s. 11-14</b>
<b>Indoor Group</b>	<b>s. 15-17</b>
<b>KH-Koneet Group</b>	<b>s. 18-21</b>
<b>Suvanto Trucks</b>	<b>s. 22-24</b>
<b>Tuloslaskelma ja Tase</b>	<b>s. 25</b>
<b>Arvonmääritys</b>	<b>s. 26</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 27</b>
<b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b>	<b>s. 28-29</b>

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Yhtiökuvaus ja historia

Sievi Capital on sijoitusyhtiö, joka fokusoituu 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 teollisuuselektroniikan 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 keskittynyt

Sievi Capitalin suurin omistaja on sijoitusyhtiö Jussi Capital Oy, joka omistaa yhtiöstä 82,84 %:ia. 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. Vuonna 2014 Jussi Capital teki Sievi Capitalista julkisen ostotarjouksen, jonka myötä sen omistus nousi nykyisiin lukemiin. Yhtiö jäi kuitenkin edelleen pörssiin, sillä 90 % lunastusraja jäi ostotarjouksessa saavuttamatta.

Nykytilanteessa Takasten roolin pienentymisestä Sievi Capitalissa on selviä viitteitä ja pidämme mahdollisena, että suku pyrkii vähentämään omistustaan yhtiössä tulevaisuudessa. Takaset eivät ole toimineet yhtiön operatiivisessa johdossa enää vuodesta 2016 alkaen. Myös Sievi Capitalin hallituksen kokoonpano on nykyisin

pääomistajaperheestä riippumaton Jarkko Takasen jätettyä hallituksen elokuussa 2018. Yhtiö on viime aikoina aktivoitunut selvästi myös sijoittajaviestinnässään. Se julkaisi syyskuussa 2018 strategiapäivityksen ja ensimmäistä kertaa historiansa aikana myös taloudelliset tavoitteet. Tämä viittaa näkemyksemme mukaan siihen, että myös pienempien omistajien rooli nähdään aiempaa huomattavasti tärkeämpänä.

Aika kuitenkin näyttää, miten omistajarakenne kehittyy ja kokonaisuutena suuresta omistuksesta johtuen Sievi Capital profiloituu mielestämme edelleen jossain määrin Takasten perheyriytykseksi, joten sijoitus Sievi Capitaliin vaatii sijoittajilta vahvaa uskoa myös pääomistajiin ja heidän kykyynsä luotsata yhtiötä oikeaan suuntaan esimerkiksi oikeilla hallitusvalinnoilla. Sijoittajille omistuksen keskittyminen heijastuu pienenä vapaasti vaihdettavien osakkeiden määränä (free-float) ja sitä kautta rajallisena osakkeen likviditeettinä olettaen, että pääomistajat eivät ole luopumassa omistuksistaan.

## Konsernirakenne

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Sievi Capitalin oma sijoitustoiminta sekä operatiiviset tytäryhtiöt (sijoituskohteet) ja emoyhtiö (sijoitusyhtiö). Emoyhtiön kulut voidaan rinnastaa pääomarahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Sievi Capitalin tämän hetkiset neljä sijoituskohdetta toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Sievi Capital on mukana strategisessa kehitystyössä ja tukee yhtiöitä, mutta operatiivisesta toiminnasta vastaa oma toimitusjohtaja.

## Emoyhtiön henkilöstö

Sievi Capitalin henkilöstö koostuu neljästä henkilöstä. Vuodesta 2018 alkaen yhtiön toimitusjohtajana on toiminut Päivi Marttila ja konsernin talousjohtajana vuoden 2017 alusta Markus Peura. Lisäksi yhtiön palveluksessa on sijoituspäällikkö Saara Kauppila ja johdon assistentti Susanna Heimsch. Arviomme mukaan nykyisen laajuisella tiimillä yhtiöllä olisi mahdollista aktiivisesti kehittää noin 6-7 yhtiötä.

## Portfolion kehitys

Tällä hetkellä Sievi Capitalin pääomasijoitukset koostuvat enemmistösijoituksista KH-koneet Groupissa, Indoor Groupissa sekä Suvanto Trucksissa sekä vähemmistösijoituksesta iLOQ Oy:ssä. Yhtiön sijoitussalkku on viimeisten vuosien aikana kokenut selvän muodon muutoksen. Vielä vuonna 2012 yhtiön pääomasijoitukset koostuivat vain yhdestä enemmistösijoituksesta belgialaisessa Scanfil N.V:ssä ja vähemmistösijoituksista 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 10).

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Nykyiset omistukset ovat päätyneet portfolioon seuraavasti:

- Enemmistöosuus KH-koneet Groupista hankittiin portfolioon vuonna 2017. Yhtiöön tehdyt sijoitukset ovat 10,9 MEUR ja nykyinen omistus on 70 %.
- Enemmistöosuus Indoor Groupista hankittiin portfolioon vuonna 2017. Yhtiöön tehdyt sijoitukset ovat 21,4 MEUR ja nykyinen omistus on 52,9 %.
- Enemmistöosuus Suvanto Trucksista hankittiin portfolioon vuonna 2016. Yhtiöön tehdyt sijoitukset ovat 5,7 MEUR ja nykyinen omistus on 67,2 %.
- Vähemmistöosuus iLOQ:sta hankittiin portfolioon jo vuonna 2010. Yhtiöön tehdyt sijoitukset ovat 4 MEUR ja nykyinen omistus on 21,3 %.

Nykyisistä sijoituksista ainoastaan iLOQ on lähellä irtautumisvaihetta, sillä muut ovat suhteellisen tuoreita. Jatkossa yhtiö suunnittelee tekevänsä vuosittain keskimäärin 1-2 uutta enemmistösijoitusta listaamattomiin yhtiöihin, joiden koko on 5-15 miljoonaa euroa. Kilpailu parhaista kohteista on kovaa ja pelkästään viime vuonna buyout-sijoituksia suomalaisiin yrityksiin tehtiin 63 kpl transaktioiden arvon ollessa yli 500 MEUR. (Lähde: Pääomasijoittajat). Sievi Capitali kanssa kilpailevia enemmistösijoittajia ovat arviomme mukaan mm. Panostaja, Intera Partners, Sentic Partners, Sponsor Capital, Vaaka Partners, MB rahastot.

## Kohdeyritysten valintakriteerit

Sievi Capital tekee enemmistösijoituksia pieniin ja keskisuuriin 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 kohdeyhtiöön 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

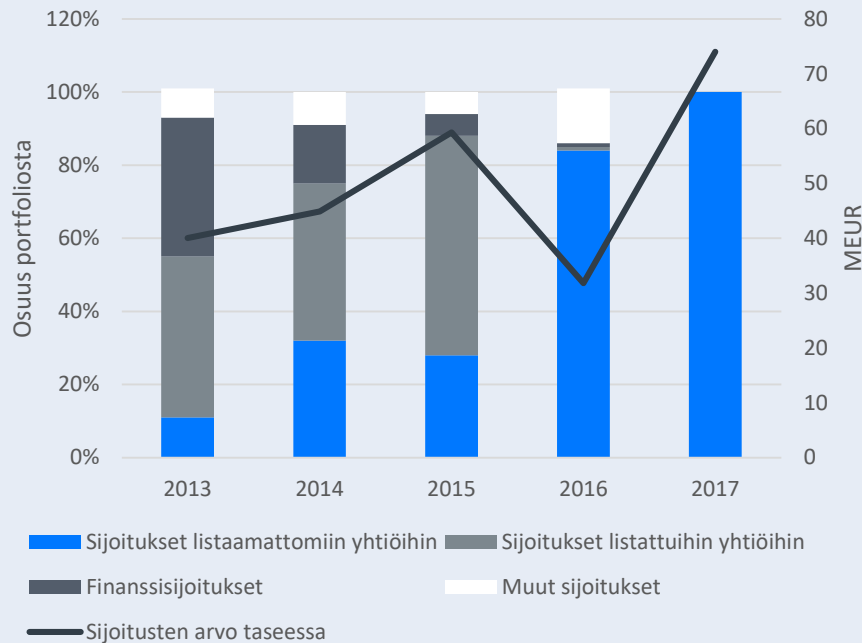
Olemme seuraavalle sivulle luoneet havainnollistavan esimerkin onnistuneesta sijoituksesta, jonka IRR tuotto ennen veroja on 24 %/v. Sievi Capitalin tuoton voi ajatella muodostuvan kolmen pääkomponentin muutoksesta:

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

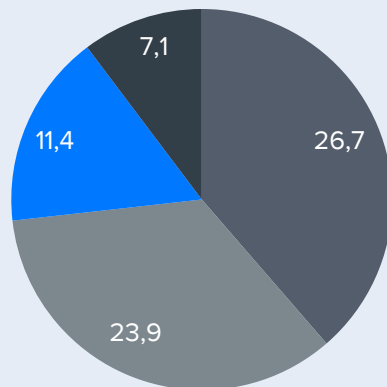
**Nettovelan muutokseen** vaikuttavia toimenpiteitä on se, että hankittavat yritykset ovat aina käytännössä kassavirtaposiitivisia, minkä avulla kohteen nettovelkapositiota voidaan vähentää kohteen pitoajan aikana. Myös käyttöpääomaa madaltamalla nettovelkaa voidaan vähentää, kun pääomaa vapautuu liiketoiminnan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

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

## Portfolion muodonmuutos



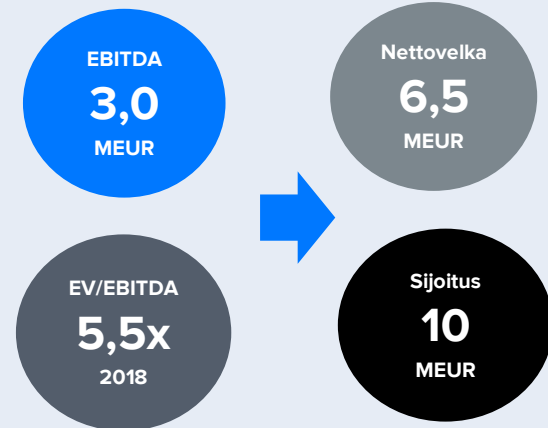
## Nykyisten sijoitusten arvo taseessa (MEUR)



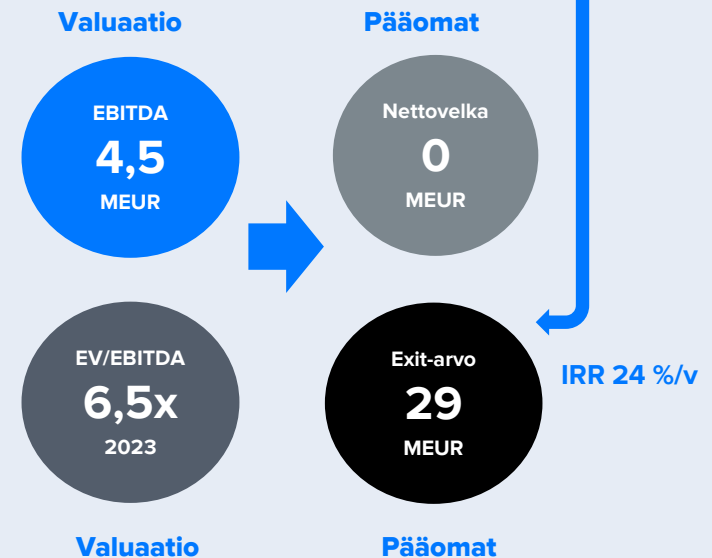
■ ILOQ ■ Indoor Group ■ KH-koneet group ■ Suvanto Trucks

## Pääomasijoitusten tuoton muodostuminen

### Sijoituksen teko 1.1.2019



### Irtautuminen 1.1.2024



# Sijoitusstrategian arviointi

## Sievi Capitalin track-record

Sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto ovat ydinasioita sijoitusstrategian analysoinnissa. Yhtiön arvonluontia omistajilleen voidaan tarkastella oman pääoman kasvun sekä pääoman palautusten ja osinkojen kautta. Historiallisesti suuremman osingon tai pääomanpalautuksen maksu omistajille on liittynyt omistusten myynneistä saatuihin irtautumistuottoihin. Lisäksi vuonna 2016 yhtiö maksoi lisäosinkona omistajilleen suurimman osan Eforen ja Apetitin listatuista omistuksistaan (arvo 0,24 euroa/osake).

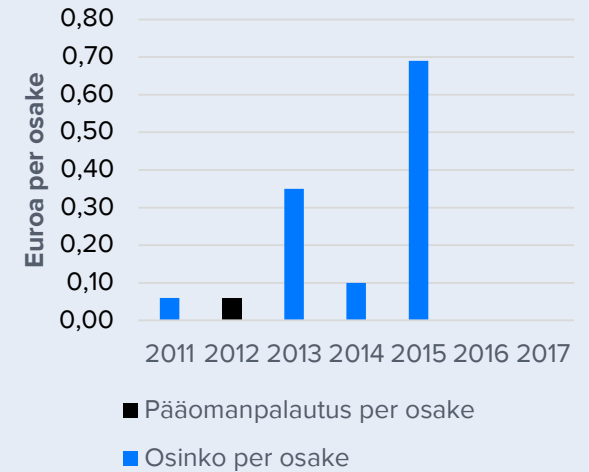
Olemme valinneet track-recordin arvioinnin alkupisteeksi osittaisjakautumisen aikaisen osakekohtaisen oman pääoman. Vuoden 2012 alun ja H1'2018 välillä omistajien saama oman pääoman vuotuinen tuotto on ollut noin 6 %. Pidämme yhtiön historiallista suoriutumista heikkona tällä mittarilla tarkasteltuna. Samalla huomautamme kuitenkin, että yhtiön sijoitusstrategia on periodin alkupuolella ollut hyvin erilainen ja sijoitusomaisuuden riskiprofiili nykyistä selvästi matalampi (paljon rahavaroja), mikä osaltaan selittää matalaa tuottoa.

## Tuotto parempi kun taseen piiloarvo huomioidaan

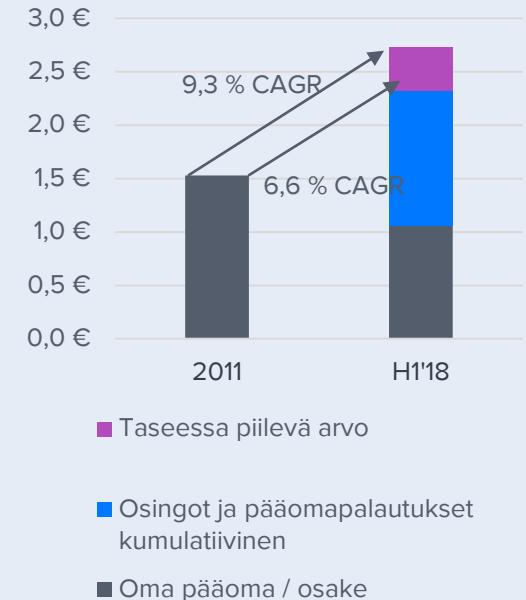
Sievi Capitalin taseessa listaamattomat pääomasijoitukset määritetään käypään arvoon taseessa aina neljännesvuosittain perustuen johdon käyttämiin DCF-malleihin ja johdon arvioon käytetyistä syöttöparametreista. Taseen omistukset on arvostettu käypään arvoon viimeksi 2018 puolivuotiskatsauksen yhteydessä ja silloin yhtiön oman pääoman arvo oli 1,06 euroa. Omistuksista tekemiemme erillisten arvonmääritysten perusteella johto on arvioinut

nykyiset omistukset käypään arvoon hyvin konservatiivisesti. Osien summa-laskelmamme perusteella saamme omistusten arvoksi nykyhetkellä 1,47 euroa/osake. Tämä ylittää taseen oman pääoman 0,41 eurolla/osake. Erotus kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiön osissa piilevää arvoa. Osien summa-laskelmaamme käyttämällä yhtiön 2012 alun-H1'2018 väliseksi annualisoiduksi vuosituotoksi saadaan noin 9,3 %. Mielestämme luku antaa paremman kuvan omistaja-arvon luonnista, koska se huomioi taseen piilovarallisuuden. Tosin tämä tuotto ei huomioi, sitä kuinka paljon piiloarvoa osakkeessa oli jo aikaperiodin alussa. Arvioomme liittyy myös epävarmuutta, ja sen toteutuminen vaatisi omistuksien realisointia antamillamme arvoilla. Lopulta yhtiön irtautumisissa saamat hinnat tulevat poikkeamaan antamistamme arvoista riippuen neuvottelutilanteesta, ostajasta ja myynnin ajoituksesta. Aikaperiodin riskiprofiili huomioiden 9,3 % tuotto omistajille nousee jo kohtuulliseksi.

## Osingot ja pääomanpalautukset omistajille\*



## Sievi Capitalin historiallinen suoriutuminen





# Uudet taloudelliset tavoitteet

## Taloudelliset tavoitteet

Sievi Capital julkisti syyskuussa 2018 ensimmäistä kertaa taloudelliset tavoitteet myös yhtiön ulkopuolelle. 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 liiketoimintaportfoliolla ja taserakenteella realistisena. Yhtiö on ylittänyt tavoitteen viime vuosina selvästi omistusten 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.

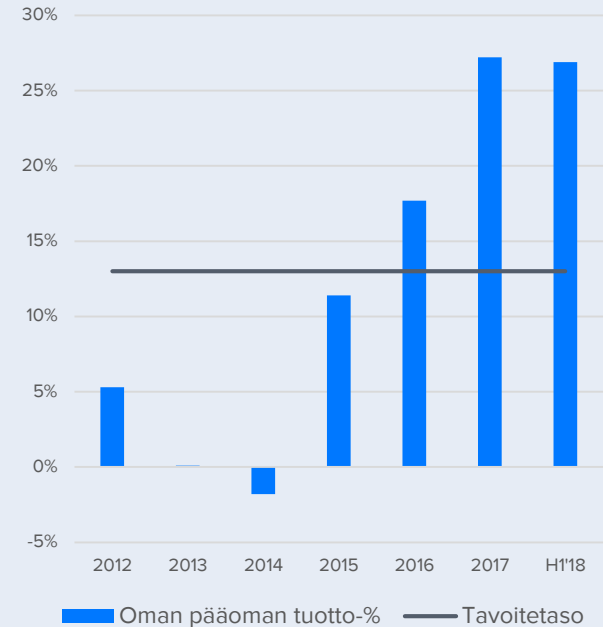
**Nettovelkaantumisaste** on mielestämme myös relevantti tavoite Sievi Capitalille ja se kertoo yhtiön kohtuullisen matalasta riskiprofiilista, mitä tulee oman taseen vivuttamiseen. Sievi Capitalin liiketoiminnassa velka pyritään pääsääntöisesti ottamaan ostokohteiden nettovelaksi, mutta myös emoyhtiön 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.

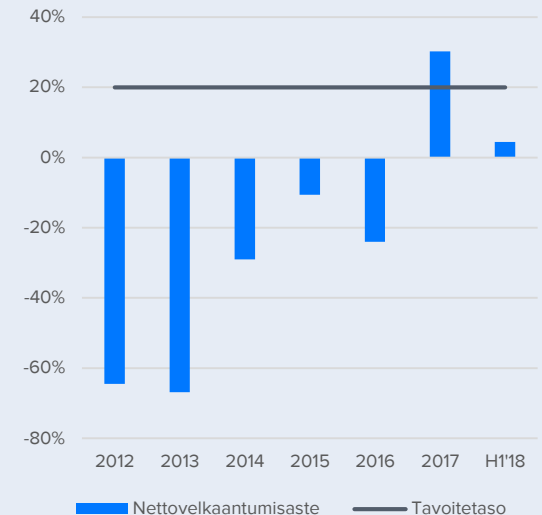
**Voitonjako:** Operatiivisten taloudellisten tavoitteiden lisäksi Sievi Capital pyrkii jatkossa harjoittamaan myös aktiivista osinkopolitiikkaa, jonka tavoitteena on jakaa osakkeenomistajille 3 % osakekohtaisesta substanssista.

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 (kuvaaja sivu 8). Pidämme julkistettua osinkotuottotavoitetta hyvänä, sillä se pienentää osinkoon liittyvää epävarmuutta. Myös nykyisten tavoitteiden aikana lisäosinko on mahdollinen suurista omistuksista irtautumisten yhteydessä.

## Pääoman tuotto



## Velkaisuus



# Yhteenveto: 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
- Uudet taloudelliset tavoitteet
- Oman pääoman tuotto 13 %
- Vähintään 3 % osakekohtaisesta substanssista
- Nettovelkaantumisasaste enintään 20 %

– 2015

2015-2017

2018 –2021

## 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 vuotta

- ILOQ irtautuminen 2018-2019
- 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.

# iLOQ (1/4)

## Yhtiökuvaus

iLOQ on nopeasti kansainvälistyvä suomalainen lukitusalan teknologia-yhtiö. Yritys kehittää, valmistaa ja markkinoi elektronisia lukitusratkaisuja, jotka yhdistävät nykyaikaisen mekatroniikan sekä tietoliikenne- ja ohjelmistoteknologian. Yhtiön ratkaisut perustuvat sen omaan patentteihin. Sievi Capital omistaa yhtiöstä 21,3 %, Jussi Capital (Sievi Capitalin suurin omistaja) 24,6 % ja 54,2 % on hajautunut henkilöstölle ja yksityissijoittajille.

## Teknologiat

Yhtiö toi jo vuonna 2007 markkinoille elektronisen lukitusjärjestelmän iLOQ S10, joka saa tarvitsemansa sähköenergian avaimen työntöliikkeestä. Ratkaisu erottuu monista kilpailijoista siinä, että sen lukot ja avaimet toimivat ilman paristoja. Tuote tarjoaa selkeää arvoa loppukäyttäjälle, sillä iLOQ:in tarjoaman ratkaisun elinkaarikustannukset ovat edullisemmat kuin paristokäyttöisillä elektromekaanisilla lukitusjärjestelmillä. Paristoja ei tarvitse vaihtaa ja myös lukkopesän asennus helpottuu, kun monimutkaisia johdotuksia ei tarvita.

Pääsyoikeuksien hallinta on myös helpompaa ja turvallisempaa digitaalisilla järjestelmillä kuin mekaanisilla järjestelmillä. iLOQ:in avaimet ovat identtisiä ja niiden pääsyoikeudet perustuvat pilvipalveluun tallennettuun dataan. Pääsyoikeuksia voidaan hallinnoida yhtiön kehittämän ohjelmiston avulla. Esimerkiksi avaimen kadotessa se voidaan kuolettaa ja kallista lukkojen vaihtoa ei tarvitse tehdä. Lukkosylinterin lokitiedosto tallentaa muistiinsa myös lukon avaamisen tai avaamisyhteyden, mikä helpottaa väärinkäytösten selvittämistä.

Yhtiön uusin tuote on toukokuussa 2018 myyntiin tullut iLOQ S50, joka on mobiilipohjainen pääsynhallintaratkaisu. Myöskään sen lukkosylinteri ei tarvitse paristoja, sillä järjestelmä saa energiansa NFC-toiminnolla varustetun älypuhelimien akusta. Tällä hetkellä vasta Android puhelimet tukevat NFC-tekniikkaa. iLOQ 50 tapauksessa puhelin toimii sekä avaimena että virtalähteenä. Tuote on suunnattu erityisesti infraoperaattoreille kuten sähkö- ja televerkkoyhtiöille sekä palvelinkeskuksille, vedenkäsittelylaitoksille, kiinteistöpalveluille ja kuljetuspalveluille. Niiden kohteissa käydään tyypillisesti harvoin ja ne voivat sijaita sellaisissa olosuhteissa, joissa lukon akun kesto on rajoitettu. Myös lukon avaaminen tai avausyritykset raportoidaan reaaliaikaisesti pilvipalveluun. Järjestelmällä on selviä etuja loppukäyttäjälle huoltovapaudesta ja siitä, että pääsyoikeudet voidaan antaa internetin kautta älypuhelimien joustavasti eri käyttäjille.

## Pääomakevää liiketoimintamalli

Yhtiö valmistaa avaimet ja lukkosylinterit alihankintana Euroopassa ja Aasiassa. Tuotantokapasiteetti ei sido siten pääomaa ja skaalautuu tehokkaasti. Yhtiön vuosittain kasvavat volyymit tarkoittavat arviomme mukaan myös sitä, että sen neuvotteluvoima alihankkijoita kohtaa paranee. Yhtiön tuoteportfoliossa eri nimikkeiden määrä on matala, mikä tekee tuotannosta ja varaston hallinnasta ketterää. Yhtiö tarvitsee hyvin matalan, noin 1 kk liikevaihtoa vastaavan varastotason ja käyttöpääomaan sitoutuu hyvin vähän pääomaa. Yhtiön tuotekehitys, hallinto ja logistiikka sijaitsevat Oulussa. Yhtiöllä on tällä hetkellä yli 100 työntekijää.

Yhtiö käyttää tuotteidensa myynnissä loppuasiakkaalle jälleenmyyjä, jotka ovat paikallisia lukkoliikkeitä. Jälleenmyyjät tarjoavat asennus-, huolto ja ylläpitopalvelun loppuasiakkaalle. Jälleenmyyjät tilaavat iLOQ:ilta tavaraa omien tilaustensa perusteella ja koko toimitusketju ohjautuu siten pitkälti tilausohjautuvasti. Yhtiölle tärkeitä loppuasiakassegmenttejä ovat kohteet, joissa on paljon avainten käyttäjiä kuten asunto-osakeyhtiöt, opiskelija-asunnot, yliopistokampukset ja valtion keskuskeskukset. Näissä kohteissa yhtiön asiakasarvo tulee selkeimmin esiin. Yhtiön liiketoimintamallin pääomakevyydestä kertoo myös todella korkealla tasolla oleva oman pääoman tuotto, joka viime vuonna oli noin 45 %.

## Maantieteellinen läsnäolo

Jälleenmyyjä on yli 600 Pohjoismaissa ja Keski-Euroopassa. Jälleenmyyjäverkosto laajentuu koko ajan. Jälleenmyyjäverkoston ylösajo on aikaa vievää sillä kumppanit pitää ensin löytää ja sen jälkeen kouluttaa iLOQ:in teknologiaan. Kerran ylösajettuna verkoston jälleenmyyjä toimii kuitenkin tehokkaana myyntikanavana pienin kustannuksin. Jälleenmyyjäverkosto laajentamisen lisäksi yhtiö on solminut kuluvana vuonna puitesopimukset Suomen johtavien kiinteistöalan toimijoiden YIT:n, SATO:n ja Bonavan kanssa, jotka tilaavat puitesopimusten mukaan iLOQ-tuotteet lukkoliikkeiltä. iLOQ:in liiketoiminnan painopiste on Pohjois- ja Keski-Euroopan suurkaupungeissa ja kasvukeskuksissa. Yhtiöllä on omat tytäryhtiöt Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa, Norjassa, Saksassa, Hollannissa ja Ranskassa. Yhteensä iLOQ tuotteita myydään nyt noin 20 maassa.

# iLOQ (2/4)

Käytännössä yhtiön koko liikevaihto tulee Euroopasta (82 % Pohjoismaat ja 18 % Keski-Eurooppa), mutta yhtiöllä on myös laajentumissuunnitelmia ja muutamia yksittäisiä jälleenmyyjiä myös Euroopan ulkopuolella.

## Markkina ja kilpailutilanne

Lukitusjärjestelmien kokonaismarkkinan kasvua ajaa mm. kaupungistuminen ja ihmisten lisääntynyt turvallisuuden tarve. Samaan aikaan teknologinen kehitys on aloittanut markkinassa murroksen, jossa digitaaliset ratkaisut valtaavat markkinaosuutta perinteisiltä mekaanisilta järjestelmistä. Tästä osoituksena on, että digitaalisten lukitusjärjestelmien markkina kasvaa noin 13-14 %:n vuositahdilla, mikä antaa myös iLOQ:in liiketoiminnan kasvulle selvää myötätuulta. Samalla myös perinteisten mekaanisten lukitusten markkinan kasvu on edelleen noin 3,5 % vuodessa. iLOQ:in päämarkkinalla Euroopassa suurten kaupunkien lukitusjärjestelmien kysyntä ja markkinat pohjautuvat sekä uudisrakentamisen että vanhan rakennuskannan korjaustarpeisiin. Kilpailijakenttään mahtuu isoja toimijoita kuten ASSA ABLOY (liikevaihto 7,7 mrd euroa), Dormakaba (2,5 mrd. euroa), Allegion (2,1 mrd. euroa) sekä Hörmann (1,1 mrd euroa). Markkinoilla on kuitenkin myös lukuisia pieniä valmistajia, jotka valmistavat pelkästään mekaanisia lukkoja ja myös uusia digitaaliseen lukitukseen erikoistuneita toimijoita on syntynyt viime vuosina runsaasti.

## Riskeinä kilpailun kiristyminen ja teknologiset muutokset markkinalla

Näemme kilpailun kiristyvän asteittain iLOQ:in S10 tuotetta kohtaan. Yhtiön sai pitkään toimia markkinoilla ainoana toimijana, jonka ratkaisu sai

energiansa pelkästään avaimen työntöliikkeestä. Noin vuoden verran markkinoilla on ollut myös Assa Abloy:n Pulse –tuotemerkki, joka on iLOQ:in S10:n kanssa suoraan kilpaileva tuote. Näemme kuitenkin iLOQ:in etumatkan suojelevan sen kasvua niillä markkinoilla (Suomi/Ruotsi), jonne se on jo onnistunut luomaan kattavat jälleenmyyjäsuhteet. Assa Abloy:lla on monessa lukitusratkaisujen segmenteissä hallitsevat markkinaosuudet, mistä syystä uskomme, että monet lukkoliikkeet preferoivat iLOQ:in ratkaisua. Arviomme perustuu siihen, että lukkoliikkeitä on selkeää etua useamman toimittajan käytöstä, jolloin yhden toimittajan neuvotteluvoima ei nouse liian suureksi. Uusille markkinoille levittäytymisessä tilanne voi kuitenkin olla toinen, kun koulutautuminen uuteen tuotteeseen vaatii jälleenmyyjältä aina jonkin verran panostuksia.

Markkina on myös jatkuvassa muospaineessa älykkäiden rakennusten markkinan kasvun myötä ja lukitusjärjestelmien voittava teknologia ei ole vielä selvillä. Yritysten pitää kehittää tuotteitaan edelleen, jotta ne eivät jää kehityksestä jälkeen. Mekaanisten lukkojen suuri osuus markkinasta kertoo kuitenkin siitä, että uusien teknologioiden adoptointi on lukitusosalalla verrattain hidasta. Turvallisuus ja luotettavuus ovat edelleen prioriteettina ja ala ei siten muutu kovin nopeasti.

Ennakoimme lukkojen dynaamisen etähallinnan olevan tulevaisuudessa vahvistuva trendi. Tämä tarkoittaa sitä, että lukitus voidaan avata esim. lähetin tuodessa pakettiin kotiin tai kotihoitajan vieraillessa vanhuksen luona. iLOQ:in teknologioista S50 soveltuu myös dynaamiseen hallintaan, vaikka sitä ei ainakaan vielä tarjotakaan kotitalouksille.

## Sievi Capitalin irtautuminen lähellä

iLOQ:in hallitus tutkii ja arvioi parhaillaan vaihtoehtoja yhtiön nopean kasvun ja kansainvälistymisen varmistamiseksi. Selvitystyön on tarkoitus valmistua vuoden 2018 aikana. Yhtiö harkitsee myös lisäpääoman hankkimista nopeuttaakseen kasvua ja kansainvälistymistä. Pidämme todennäköisimpänä vaihtoehtona iLOQ:in pörssiilistaamista, mutta iLOQ on myös potentiaalinen yritysostokohde. Pörssiilistaaminen toisi yhtiölle sijoittajilta kerättävän uuden pääoman lisäksi, myös selkeitä etuja paremman uskottavuuden ja näkyvyyden muodossa asiakkuuksien suuntaan. Pörssi-yhtiö status toisi myös pitkäjänteisyyttä jälleenmyyjäsuhteita muodostettaessa, kun yhtiön mahdollinen omistajavaihdos yritystoston muodossa ei olisi koko ajan pöydällä.

iLOQ:in ostaminen kokoluokkaa isomman pelurin toimesta on myös mahdollinen skenaario, sillä tällöin yhtiön tuote saisi valmiiksi laajan globaalin jakeluverkoston. Kansainvälisen jakeluverkoston luominen alusta lähtien vie aikaa ja tuo kustannuksia, sillä loppuasiakkaan kanssa asioivien jälleenmyyjien (lukkoliikkeet) kenttä on hyvin pirstaloitunut. Yrityskaupoilla olisi siten potentiaalia luoda merkittäviä myynnillisiä synergioita. Markkinajohtaja ASSA ABLOY on viime vuosina tehnyt noin 15-20 yritysostoa vuosittain kohdistuen erityisesti älylukkotoimijoihin (August Home, HID). Näkemyksemme mukaan todennäköisyyttä iLOQ:in ostolle Assa Abloy:n toimesta laskee kuitenkin selvästi yhtiön iLOQ:in tuotetta vastaava Abloy Pulse -tuotesarja.

# iLOQ (3/4)

## H1'18 toteutunut kehitys

Yhtiön H1'18 liikevaihto kasvoi edelleen vahvasti 25,8 % ja samalla liikevoitto-% kasvoi 18,9 %:iin (H1'17: 17,8 %). Liikevoitto-%:n kasvu johtui erityisesti parantuneesta myyntikatteesta, mikä arviomme mukaan johtui osittain yhtiön kohonneesta neuvotteluvoimasta alihankkijoiden suuntaan. Keski-Euroopassa yhtiön liikevaihto kasvoi merkittävästi 3,9 MEUR:oon (+82 %) ja yhtiön kasvupanostukset alueelle alkavat kantaa hedelmää. Pohjois-Euroopan toimintojen liikevaihto kasvoi 18,1 MEUR:oon (+18 %). Toukokuussa myyntiin tullut iLOQ s50 ei käsityksemme mukaan vielä ehtinyt näkymään alkuvuoden kasvuluvuissa ja sen rooli kasvun vauhdittajana on osin vielä epäselvä.

## Tulosennusteet

Ennustamme liikevaihdon kasvavan 26 % vuonna 2018 51 MEUR:oon sekä 25 % 2019 64 MEUR:oon (2017: 40 MEUR). Liikevaihdon kasvusta noin puolet muodostuu markkinan kasvusta ja loput yhtiön laajentumisesta uusille markkinoille. Kasvua tukee myös yhtiön 2018 aikana tekemät lisäpanostukset markkinointiinsa ja yrityskuvan rakentamiseen. Erityisesti loppuvuodesta 2018 alkaen s50 tuoteperhe alkaa tukea myös myyntiä. Samalla yhtiön myyntikate paranee hieman ja liikevoitto-% nousee tätä kautta kuluvana vuonna 24 %:iin ja ensi vuonna 25,8 %:iin (2017: 22,6 %)

## iLOQ:in arvo

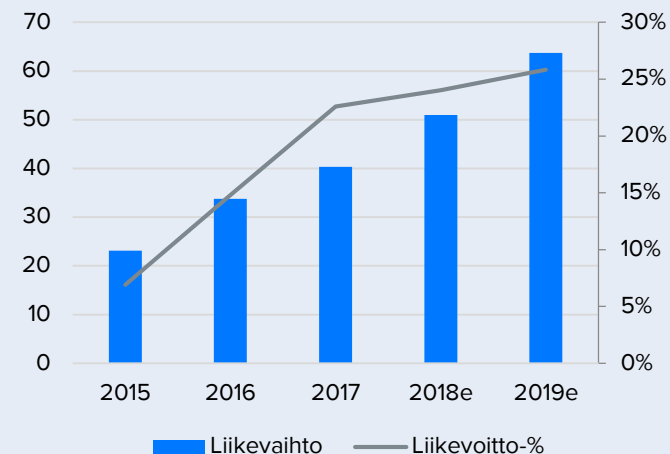
Olemme arvottaneet iLOQ:in velattomaksi arvoksi 200 MEUR. Arvonmäärityksemme perustuu EV/EBITDA-kerroin haarukan

keskikohtaan 13-17x. Myös DCF-laskelmamme tukee iLOQ:lle antamaamme arvoa (seuraava sivu). Verrokkiryhmämme koostuu lukitusalan kolmesta isosta pörssilistatusta toimijasta. Ennusteillamme iLOQ:in 2018e ja 2019e EV/EBITDA-kertoimet ovat 15x (ero -1 %) ja 11x (ero -12 %) ja vastaavat P/E-kertoimet 22x (ero +6 %) ja 16x (ero -11 %). Lievä tulospohjainen alennus verrokkeihin 2019-kertoimien osalta on mielestämme perusteltua yhtiön kovasta kasvusta huolimatta, sillä iLOQ on selvästi pienempi kooltaan (-97 %) kuin verrokkit. Volyympohjainen 2018e EV/S -kerroin 4,2x on mielestämme perustellusti noin 50 % yli verrokkien johtuen siitä, että verrokkien liikevaihdosta osa koostuu myös mekaanisen lukituksen ratkaisuisista, mikä ei ole yhtä kannattavaa liiketoimintaa ja sen markkinan ajurit ovat heikommät.

Nettovelkojen vähentämisen jälkeen Sievi Capitalin iLOQ-omistuksen arvoksi muodostuu 48,9 MEUR. Arviomme ylittää selvästi Sievi Capitalin johdon oman arvioon 26,7 MEUR iLOQ:in arvosta. Sievi hankki omistuksen vuonna 2010 itselleen 4 MEUR:on hintaan, mikä tekee sijoituksen tuotosta erinomaisen (2010-2018 IRR noin 36 %/v).

Huomautamme sijoittajille, että mahdollisen yrityskaupan kertoimet voivat olla arvioimaamme selvästi korkeammat, sillä ostava yritys voi kokea saavansa iLOQ:ista nopeasti irti merkittävät synergiahyödyt myymällä sitä oman laajemman jakelunsa läpi, mikä voi näkyä myös kauppahinnassa. Kilpailun kiristymisen voisi puolestaan vaikuttaa negatiivisesti yhtiön näkyymiin ja sitä kautta arvoon.

## Ennusteet



Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2018e)	13,0	17,0
EV/EBIT (2018e)	14,1	18,3
EV/S (2018e)	3,4	4,4
Arvohaarukka (MEUR)	172	225

Sievin osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	200	MEUR
Alakonsernin nettovelat*	-10,9	MEUR
Markkina-arvo	210	MEUR
<b>Sievin osuus (21,3 %)</b>	<b>44,7</b>	<b>MEUR</b>

\*Käytimme vuoden 2017 lopun yhtiön nettovelkatasoa. Yhtiön alkuvuoden osingonjako ja arvioimamme alkuvuoden tulokset kumoavat arviomme mukaan suunnitellun toisensa.

## Verrokkit

	EV	P/E 18	P/E 19	EV/EBIT 18	EV/EBIT 19	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B
Assa Abloy AB	20022	21	18	21,3	14,6	15,2	13,0	2,6	3,7
Dormakaba Holding AG	3212	23	21	18,3	15,2	15,5	13,0	2,3	14,8
Allegion PLC	7975	19	17	16,5	14,6	14,4	12,9	3,4	11,8
<b>Mediaani</b>	<b>7975</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>18,3</b>	<b>14,6</b>	<b>15,2</b>	<b>13,0</b>	<b>2,6</b>	<b>11,8</b>
iLOQ	200	22	16	16,3	12,1	15,0	11,4	3,9	10,4
Erotus -%	-97 %	6 %	-11 %	-11 %	-17 %	-1 %	-12 %	51 %	-12 %

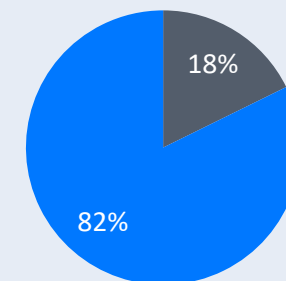
Lähde: Inderes, Thomson Reuters (Data kerätty 16.10.2018)

## DCF-malli

KASSAVIRTALASKELMA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TERM
EBIT	12	16	18	20	21	23	26	29	29	2 %
+ Poistot	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
- Verot	-2,5	-3,3	-3,7	-4,0	-4,2	-4,6	-5,2	-5,8	-5,8	
- Käyttöpääoman muutos	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	
<b>Operatiivinen cash flow</b>	<b>10,5</b>	<b>13,8</b>	<b>15,3</b>	<b>16,5</b>	<b>17,3</b>	<b>18,8</b>	<b>21,2</b>	<b>23,7</b>	<b>23,8</b>	
- CAPEX	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
<b>Vapaa kassavirta</b>	<b>9,5</b>	<b>12,8</b>	<b>14,3</b>	<b>15,5</b>	<b>16,3</b>	<b>17,8</b>	<b>20,2</b>	<b>22,7</b>	<b>22,8</b>	
<b>kassavirta</b>	<b>9,5</b>	<b>11,5</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>10,8</b>	<b>10,9</b>	<b>9,9</b>	<b>100,2</b>
WACC	11 %									
<b>DCF EV</b>	<b>197</b>									

Lähde: Inderes,

## Liikevaihdon jakauma



■ Keski-Eurooppa ■ Pohjois-Eurooppa

# Indoor Group (1/3)

## Yhtiökuvaus

Indoor Group Oy omistaa vähittäiskauppaketjut Askon ja Sotkan ja yhtiöön kuuluvat myös Lahdessa sijaitseva sohvatehdas Insofa Oy sekä Viron toiminnoista vastaavan Indoor Group AS. Asko-ketjulla on 35 myymälää Suomessa sekä viisi Virossa ja Sotka-ketjulla on 50 myymälää Suomessa sekä viisi Virossa. Myymäläverkosto kattaa laajasti Suomen markkinan ja valtaosan Viron markkinasta. Molemmilla ketjuilla on myös verkkokaupat Suomessa ja Virossa. Työntekijöitä Indoor Groupilla on yli 600.

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

## Liiketoimintamalli ja arvoketju

Indoor Group liiketoiminta muodostuu valtaosin huonekalujen jakelusta ja vähittäismyynnistä. Liikevaihdosta valtaosa muodostuu kolmansien osapuolien tuotteista ja pieni osa (arviomme mukaan 5-10 %) 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 (17 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 2017 lopun Indoor Group Oy:n vaihto-omaisuus oli 19,3 MEUR koko taseen loppusumman ollessa 46 MEUR (sis. 11,7 MEUR rahavarat). Laaja varasto on edellytys sille, että myymälöissä voidaan pitää yllä hyvää

palvelutasoa. Yhtiön myyntisaataviin sitoutuu vähän pääomaa (2,7 MEUR) suhteessa ostovelkoihin (8,8 MEUR), sillä valtaosa myynnistä suuntautuu kuluttajille, jotka maksavat ostoksensa heti. Yhtiön pääoman tuotto (ROCE-%) oli 2017 lopun tasetilanteella laskien hyvällä tasolla n. 20 %-ssa, kun lisäksi huomioidaan taseen korkeat rahavarat, joita yhtiö ei tarvitsisi liiketoiminnan pyörittämiseen.

## Markkina seuraa BKT:n kasvua ja konsolidoituu

Kodin sisustamisen ja huonekalukaupan arvo on Suomessa noin 1,5 mrd. euroa (Kaupan liitto 2016). Markkina on fragmentoitunut ja seitsemän isointa toimijaa pitää hallussaan 57 % markkinasta. Sivulla 17 olemme esittäneet suurimpien toimijoiden markkinaosuudet. 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 nopeasti ja arvioimme Suomessa tällä hetkellä noin 5 % kalusteista myytävän verkon kautta toimijakohtaisten vaihteluiden ollessa suuria.

Huonekalujen vähittäiskaupan toimiala on fragmentoitunut myös globaalisti tarkasteltuna. Hintakilpailun ollessa kovaa suuresta volyyymista on selkeää etua ja pienemmillä ketjuilla on vaikeuksia kilpailla tehokkaasti suurten toimijoiden kanssa. Ala konsolidoituu ripeästi ja viimeisen 2 vuoden aikana on julkistettu globaalisti noin 100 yritysostoa. Kuluvaan vuoteen aikana suuret toimijat, kuten verrokkiryhmämme Maisons du Monde, ovat olleet hyvin aktiivisia yritysostoissa. Sievi Capitalin lisäksi myös muiden pääomasijoittajien aktiviteetti on ollut vilkasta (mm. Qumei Investment AS, Verdane

Capital Advisors, eEquity).

## Indoor Groupin aikaisemmat omistujärjestelyt

Indoor Group Oy:n omistus siirtyi 30.6.2017 Keskolta Indoor Group Holdingille, jonka omistavat Sievi Capital (52,9 %), kolme Sotkayrittäjää (30 %) sekä Ilmarinen (17,1 %). Kaupassa Indoor Groupin velaton kauppahinta oli 67 milj. euroa. Kesko oli ostanut Indoor Group Oy:n osakekannan vuonna 2005 pääomasijoittaja Sponsor Capitalilta, joka vuonna 1999 oli hankkinut ensin Sotkan ja sen jälkeen Askon.

## Yhtiön yritysoston jälkeinen kehitys

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. Yhtiö on hakenut myös selvää kasvua panostamalla resursseja verkkokaupan kehittämiseen. Indoor Groupin verkkomyynnin osuus on tällä hetkellä noin 5-6 %.

Kesko tuotti yhtiölle aiemmin taloushallinto-, it-, logistiikka- ja henkilöstöhallintopalveluita. Lopullinen irtautuminen vanhan omistajan tarjoamista toiminnoista tapahtui vaiheittain ja saatiin päätökseen kesällä 2018. Arvioimme, että alkuvuodesta 2018 yhtiölle on kertynyt jonkin verran kertaluontoisia kuluja toimintojen uudelleen järjestelyistä. Emme odota, että toteutuneilla muutoksilla olisi oleellista vaikutusta Indoor Groupin kannattavuuteen jatkossa. Kesko on näkemysemme mukaan suhteellisen tehokas toimija näillä osa-alueilla, mikä rajaa uudelleen järjestelyjen tehostamispotentiaalia.

# Indoor Group (2/3)

## Tulevaisuuden ennusteet

Näkemyksemme mukaan Asko ja Sotka jäivät vähälle huomiolle Keskon alaisuudessa erityisesti vuoden 2015 strategiaudistuksen jälkeen, jolloin se päätti luopua erikoiskaupan toiminnoista. Uudessa omistuksessa yhtiön on mahdollista paremmin keskittyä liiketoiminnan kehittämiseen ja myös reagointi markkinan muutoksiin nopeutuu. Arvioimme myös, että Sievi Capitalin tuella Indoor Group tarkastelee laajentumismahdollisuuksia myös yritysostojen kautta. Epäorganisen kasvun mahdollisuutta tukee myös 2019 alussa aloitettava Indoor Groupin uusi toimitusjohtaja Pasi Kohmo, joka toteutti edellisessä työpaikassaan Silmäaseman toimitusjohtajana useita yritysostoja.

Arvioimme Suomen markkinan kilpailuasetelmien jatkuvan ennallaan. Erityisesti Ikea kasvattaa markkinaosuuttaan hitaasti viime vuosien tapaan pienempien toimijoiden kustannuksella. Indoor Group markkina kakkosena on hyvässä asemassa vähintäänkin puolustamaan markkinaosuuttaan. Suomen markkina on kuitenkin jo katettu laajasti Asko- ja Sotka-myyvälöillä ja arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvun noudattelevan pitkälti kotimaista kuluttajakysyntää ja BKT:n kasvua. Yritysostot ovat mahdollinen nopeamman kasvunlähde erityisesti kansainvälisesti. Yhtiö toimii Virossa markkinajohtajana viidellä myymälällään ja muun muassa tällä markkinalla yhtiölle voisi löytyä ostokohteita. Emme anna mahdollisille yritysostoille tässä vaiheessa kuitenkaan painoa ennusteissamme tai arvonmäärityksessämme.

Yhtiön vuosi 2018 on lähtenyt käyntiin hyvin ja Sievi Capitalin mukaan ensimmäisen 6 kk liikevaihto ja käyttökate kasvoivat hieman.

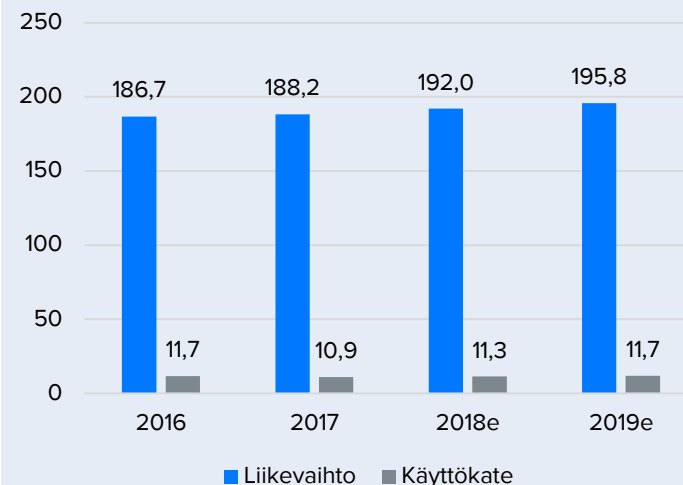
Arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan 2 % 2018e ja 2019e. Samalla yrityksen EBITDA-marginaali kasvaa tehostamistoimien seurauksena lievästi 2017 5,8 %:sta 2018 5,9 %:iin ja 2019 6,0 %:iin.

## Indoor Groupin arvo

Olemme arvottaneet Indoor Groupin velattomaksi arvoksi 74 MEUR. Indoor Groupille on löydettävissä erittäin hyvä verrokkiryhmä ja arvonmäärityksemme pohjautuu sen tulosperusteisiin kertoiimiin. Ennusteillamme Indoor Groupin 2018e ja 2019e EV/EBITDA-kertoimet ovat 6,5x ja 6,3x (ero -10 % verrokkeihin). 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 selvällä alennuksella (-45 %) 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 2017 vuoden lopussa 48,5 MEUR, joka sisältää 16,5 MEUR osakaslainan Sievi Capitalilta. Huomioimalla yhtiölle myönnetty osakaslaina ja arvioimamme yhtiön alkuvuoden nettotuloksen vaikutus nettovelkaan saadaan Sievi Capitalin omistuksen arvoksi 32,4 MEUR. Tämä on selvästi yli Sievi Capitalin johdon arvioiman osakekohtaisen substanssin (23,9 MEUR) ja alle Sievin yhtiöön tekemän sijoituksen 21,4 MEUR, mikä kertoo mielestämme siitä, että yhtiö sai ostettua Indoor Groupin kohtuullisen edullisesti.

## Ennusteet



\*Pro Forma lukuja, joissa koko konsernin liikevaihto ja käyttökate esitetty  
Lähde: Inderes

Arvonmääritys	Mini mi	Maksimi
EV/EBITDA (2018e)	6,0	7,0
Arvohaarukka (MEUR)	68,0	79,3
Sievin osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	73,6	MEUR
Alakonsernin nettovelat**	43,5	MEUR
Markkina-arvo	30,1	MEUR
<b>Sievin osuus (52,9 %)</b> ***	<b>32,4</b>	<b>MEUR</b>
Sievin sijoitus (6/2017)	21,4	MEUR

\*\* 2017 lopun nettovelka 48,5 MEUR ja sen arvioitu laskeneen alkuvuonna noin 5 MEUR.

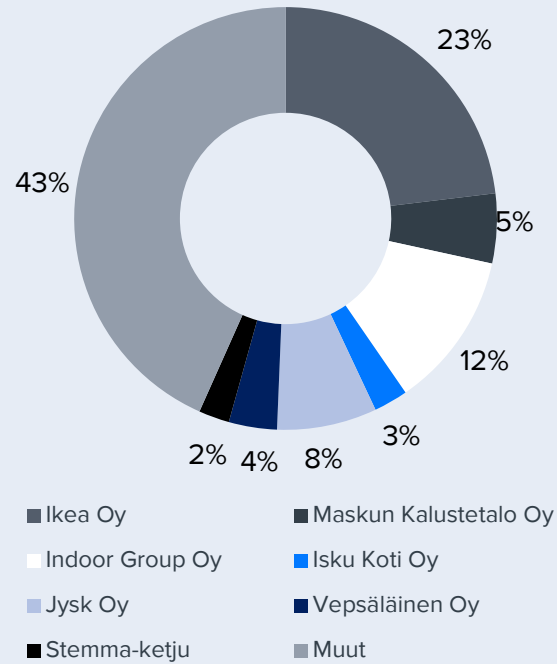
\*\*\* Sievin osuus sisältää myös osakaslainan 16,5 MEUR, joka sisältyy alakonsernin nettovelkoihin

Lähde: Inderes



# Indoor Group (3/3)

## Huone ja sisustuskaupan markkinaosuudet 2016



## Verrokit

	EV	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B
Surteco Group SE	530	6,5	5,4	0,8	0,9
Nobia AB	1041	7,3	6,7	0,9	2,5
Ethan Allen Interiors Inc	451	7,4	7,0	0,7	1,4
DFS Furniture PLC	665	7,4	6,3	0,7	1,7
Maisons du Monde SA	1178	8,0	6,9	1,1	1,6
Walker Greenbank PLC	63	3,4	4,4	0,5	0,8
Pier 1 Imports Inc	184	3,8	NaN	0,2	0,5
Leon's Furniture Ltd	952	8,0	7,6	0,7	1,7
Williams-Sonoma Inc	4345	6,9	7,9	0,9	4,3
<b>Mediaani</b>	<b>665</b>	<b>7,3</b>	<b>6,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>
Indoor Group	74	6,5	6,3	0,4	0,9*
Erotus -%		-10 %	-7 %	-45 %	-45 %

\* Indoor Group Holding Oy:n osakaslaina 24,4 MEUR käsitelty omalla pääomalla.  
Lähde: Inderes, Thomson Reuters (Data kerätty 16.10.2018)

Huom. Pelkästä huonekalukaupasta Indoor Groupin markkinaosuus on noin 23 % (Lähde: Keskon vuosikertomus 2016)

# KH-koneet Group (1/4)

## Yhtiökuvaus

KH-Koneet Group toimii maanrakennuskoneiden maahantuojana ja vähittäismyyjänä. Konemyynnin lisäksi konsernin yhtiöt (KH-Koneet Oy, KH Tekninen Kauppa Oy, Edeco Tools Oy) tarjoavat huolto- ja varaosapalveluita, teknistä tukea sekä rahoituspalveluja. Vuonna 2018 yhtiö aloitti myös koneiden vuokraustoiminnan (Crent Oy). Konsernin yhtiöillä on omia toimipisteitä kuudella eri paikkakunnalla (Turku, Klaukkala, Jyväskylä, Tampere, Vantaa, Seinäjoki). Lisäksi yhtiön jakeluverkostoon kuuluu jälleenmyyjä, jotka kattavat muun Suomen (Oulu, Kainuu, Lappi, Mikkeli, Joensuu sekä Vaasa). Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä noin 70 työntekijää.

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 %:in omistuksella ja myyjinä olleet yrittäjät omistavat kokonaisuudesta 30 %. Yrittäjät jatkoivat myös yhtiön operatiivisessa johdossa. Kokonaisuuden velaton kauppahinta oli 29 miljoonaa euroa + mahdollinen viiden miljoonan euron lisäkauppahinta, ostettujen yhtiöiden 2017 ja 2018 tulokunnosta riippuen.

## Konsernin rakenne

KH-Koneet Groupin selvästi suurin tytäryhtiö on KH-Koneet Oy ja vuonna 2018 myös KH-Engineering fuusioitiin sen kanssa (2017: Pro forma liikevaihto 40,1 MEUR). KH-Koneet Oy

aloitti toimintansa jo vuonna 1996 asfalttikoneiden maahantuonnilla. Tällä hetkellä yhtiö on tunnettu useista pienten ja keskisuurten maansiirtokoneiden merkeistä kuten GEHL:stä Yanmarista, Kramerista ja Dynapacista.

Toinen konsernin tytäryhtiöistä Edeco Tools Oy (2017: Liikevaihto 8,3 MEUR) on perustettu vuonna 2010 ja se tuo maahan Wacker Neuson tuotemerkin maanrakennuskoneita.

Kolmas konserniin kuuluva tytäryhtiö on vuonna 2017 perustettu KH-Tekninen kauppa Oy:n, joka syntyi KH-koneet Oy:n ostaessa Suomen Kobelco-koneiden edustuksen Keskolta 1.9.2017 Hankinnan myötä konsernin tuoteportfolio laajeni myös raskaaseen kalustoon.

Neljäs tytäryhtiö Crent Oy syntyi, kun maanrakennuskoneiden vuokraustoimintaan keskittyvän yritys perustettiin keväällä 2018. KH-Koneet Oy:llä oli aiemmin OptiRent niminen konevuokrausyritys (2013: liikevaihto 2,3 MEUR), mutta se myytiin Cramolle vuonna 2014. Kauppaan liittyi 4 vuoden kilpailukiello, jonka päättymisen jälkeen vuokraustoimintaan paluu oli mahdollista. Vuokraustoiminta vastaa myös maansiirtokoneiden osalta voimistuvaan jakamistalouden trendiin. Samaa konetta voi esimerkiksi käyttää kesällä viheralan yrittäjä ja talvella kiinteistöhuollon yritys. Myös pääomasijoittajien lisääntyminen infra-rakentamisen alalla siirtää kysyntää vuokraukseen niiden optimoidessa pääomantuottoaan.

## Arvolupaus asiakkaalle ja kilpailuedut

KH-Koneet on tullut tunnetuksi siitä, että toiveita vastaavan koneen saa matkaansa myymälästä. Yhtiön 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 %). Yhtiöllä on hyvät suhteet päämiehiin ja sen ostotoiminta on tehokasta.

KH-Koneiden slogan on ”Vastuullista konekauppaa” ja yhtiö on luotettu kumppani asiakkaiden parissa. Yhtiön asiakaspito on erittäin korkea ja myynnistä noin 80 % tulee vanhoilta asiakkailta.

## Kilpailukenttä

KH-Koneet Group on yksi johtavista maanrakennuskoneiden maahantuojista Suomessa (2017 liikevaihto: 52,6 MEUR +2 %). Sen merkittävimpiä kilpailijoita ovat Volvo Construction Equipment Finland (113,4 MEUR +13 %), Rotator (75,1 MEUR +4 %), Realmachinery (56,4 MEUR 0 %), Suomen rakennuskone (33,2 MEUR -12 %), Liebherr-Finland (31,2 MEUR +30 %), Mateko (25 MEUR +20 %) sekä Suomen telakone (24,7 MEUR -1,5 %).

Toimialan yritysten edustamat merkit vaihtelevat ja alalle on tyypillistä yksinoikeus jonkun merkin edustuksessa, sillä Suomi on pieni markkina useammalle maahantuojalle. Volvo ja Liebherr ovat myös itse koneiden valmistajia ja ne omistavat omat jakeluyhtiönsä Suomessa.

# KH-koneet Group (2/4)

## Markkina on osittain syklinen

Maanrakennuskoneiden markkinan kehitys seuraa syklisen uudisrakentamisen ja selvästi tasaisempien korjausrakentamisen ja kiinteistöhuollon markkinoiden kehitystä. Teknisen Kaupan Liiton toimitustilaston mukaan maanrakennuskoneiden markkina kasvoi lähes 20 % vuonna 2016. Markkina kääntyi kasvuun jo vuonna 2015 taantumallaan hellittäessä, mutta sitä edelsi neljä peräkkäistä laskun vuotta. Yhtiön mukaan myös vuonna 2017 markkinan kasvu on jatkunut hyvänä noin 10 %:ssa.

Sivupalkissa olemme esittäneet Pro forma lukuja KH-Koneet Groupin myynnin ja liikevoiton kehityksestä vuosien 2010-2017 välillä. Niiden perusteella yhtiö on pärjännyt kohtuullisen hyvin myös laskevassa markkinassa säilyttäen hyvän käyttökate-%:n laskevasta liikevaihdosta huolimatta. Hyvä historiallinen suoriutuminen on mielestämme osoitus konsernin ketteryudesta myös laskumarkkinassa ja se esimerkiksi kykenee neuvottelemaan tällöin parempia ostohintoja valmistajia vastaan. Myös yhtiön harjoittama koneiden huoltotoiminta tuo liikevaihtoon stabiilimman komponentin. Suurimpana epävarmuustekijänä yhtiön liiketoiminnan kehitykselle voidaan pitää silti markkinatilanteen kestävyttä ja pienemmässä määrin lisääntyntä kilpailua markkinoilla.

## Viime aikojen kehitys

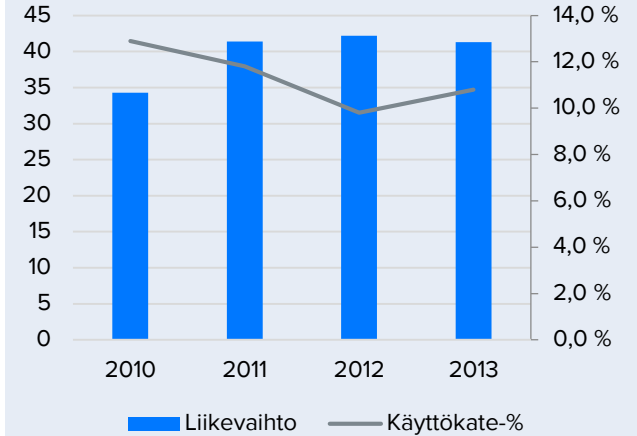
KH-Koneet Groupin ollessa vasta viime vuonna perustettu yhtiöryhmä olemme tarkastelleet suurimman tytäryhtiön KH-Koneet Oy:n taseen ja tuloslaskelman viime vuoden kehitystä. Vuonna

2017 KH-Koneet Oy:n myynti laski 8 %:lla ja liikevoitto laski 2,7 MEUR:oon (2016: 3,7 MEUR). Samalla KH-Koneet Oy:n vuoden lopun tilanteesta laskettu ROE-% laski 15 %:iin (2016: 23 %). mikä johtui kannattavuuden laskun ohella varastoihin sitoutuneesta suuremmasta pääomasta (2016 lopussa 39 % liikevaihdosta ja 2017 lopussa: 44 % liikevaihdosta). Viime vuoden negatiivinen kehitys johtui kuitenkin arviomme mukaan pitkälti johdon fokuksen suuntautumisesta merkittäviin yritysjärjestelyihin.

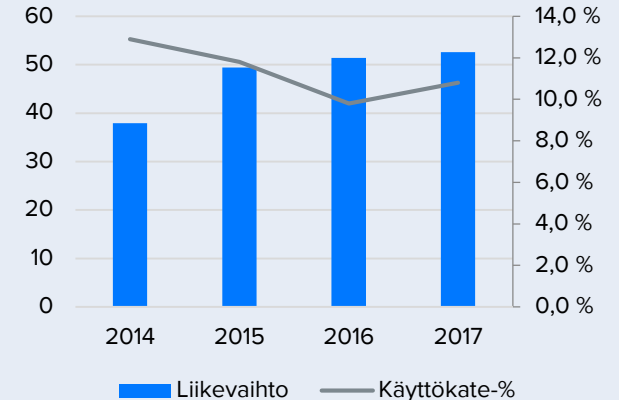
## Kasvun lähteitä on monia

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. Syngiat näkyvät erityisesti eri myymäläpisteiden eri merkkien ristiin myynnissä ja esimerkiksi huoltohenkilöstön liikuttelussa 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.

## Historiallinen kehitys



## Historiallinen kehitys



\*Historialliset luvut (2010-2017) pro forma lukuja. Lähde: Inderes, KH-Koneet Group

# KH-Koneet Group (3/4)

Yhtiö toimii pääosin Suomessa, mutta vuonna 2017 se aloitti toimintansa myös Ruotsin markkinoilla uuden osakkuusyhtiö Wiklund Trading Mälardalenin kautta. Ruotsin markkina on hyvin samankaltainen kuin Suomen markkina ja pidämme laajempaa levittäytymistä Ruotsiin myös oman jakeluyhtiön perustamisen muodossa mahdollisena tulevaisuudessa, mutta emme huomioi kansainvälistymistä vielä ennusteissamme.

## Tulevaisuuden ennusteet

KH-Koneet Groupin 2018 on lähtenyt käyntiin erittäin hyvin ja ensimmäisen 6 kk liikevaihto ja käyttökate kasvoivat Sievi Capitalin mukaan merkittävästi edellisvuoden vertailutasolta. Alkuvuoden kasvuun vaikutti keskeisesti Kobelco-liiketoiminta, jonka kehitys on ollut erittäin positiivista. Käsityksemme mukaan Kobelco-edustus jäi vähälle huomiolle Keskon alaisuudessa, mikä selittää sen hyvää kehitystä uuden omistajan alaisuudessa. Lisäksi vuokraustoiminnalle ennustamme noin 2 MEUR:n kasvua, sekä muulle portfoliolle noin 5 %:n kasvua, sen saadessa tukea myynnin synergioista, varaosamyynnin kasvusta sekä uusien Yanmarin pyörälustaisten kaivinkoneiden edustuksesta. 2018e liikevaihto ennusteemme on 58,6 MEUR. Vuoden 2018e EBITDA-% kasvaa paranevan myyntimixin (varaosat) kautta 9,9 %:iin (2017: 8,7 %)

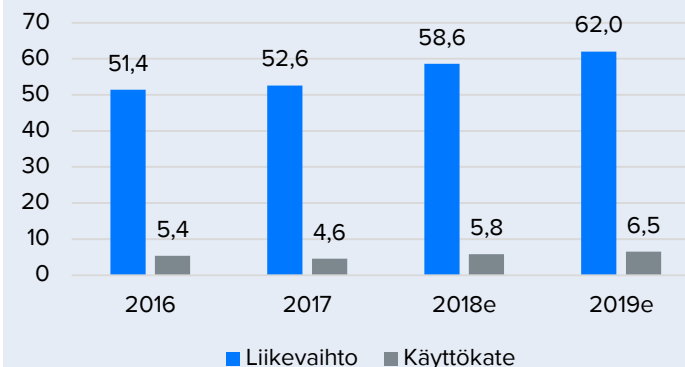
Vuonna 2019 ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 6 % ja EBITDA-%:n nousevan 10,5 %:iin. Ennuste on kuitenkin riippuvainen syklin kestävydestä, mihin meillä ei ole riittävää näkyvyyttä, emmekä ole siten valmiit käyttämään 2019 ennusteita vielä arvonmäärityksessämme.

## KH-Koneet Groupin arvo

Olemme arvottaneet KH-Koneet Groupin velattomaksi arvoksi 34,8 MEUR, mikä perustuu EV/EBITDA haarukan 5-7x keskiarvoon. Arvonmäärityksemme ylittää yhtiöryhmästä maksetun velattoman kauppahinnan lievästi (29 MEUR + mahdollinen lisäkauppahinta 5 MEUR). Yhtiöllä oli korollista nettovelkaa vuoden 2017 lopussa 17,5 MEUR. Olemme alentaneet sen määrää yhtiön alkuvuodelle arvioimallamme nettotuloksella. Nämä seikat huomioimalla Sievi Capitalin omistuksen arvoksi saadaan 13,9 MEUR. Tämä ylittää myös Sievi Capitalin johdon oman arvion osakekohtaisesta substanssista lievästi, joka on 11,4 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 2018e EV/EBITDA-kerroin 6x alittaa verrokkiryhmän kertoimien mediaanin 31 %:lla. Pidämme alennusta perusteltuna, sillä verrokkit ovat kokoluokassa selvästi suurempia. Volyymipohjainen EV/S-kerroin 0,6x on verrokkeja selvästi alempi (-50 %) johtuen valmistustoiminnan korkeammista marginaaleista. Pääomavaltaisella alalla myös yhtiön P/B-kerroin 1,1x on relevantti mittari ja myös se alittaa verrokkiryhmämme selvästi (-50 %).

## Ennusteet (MEUR)\*



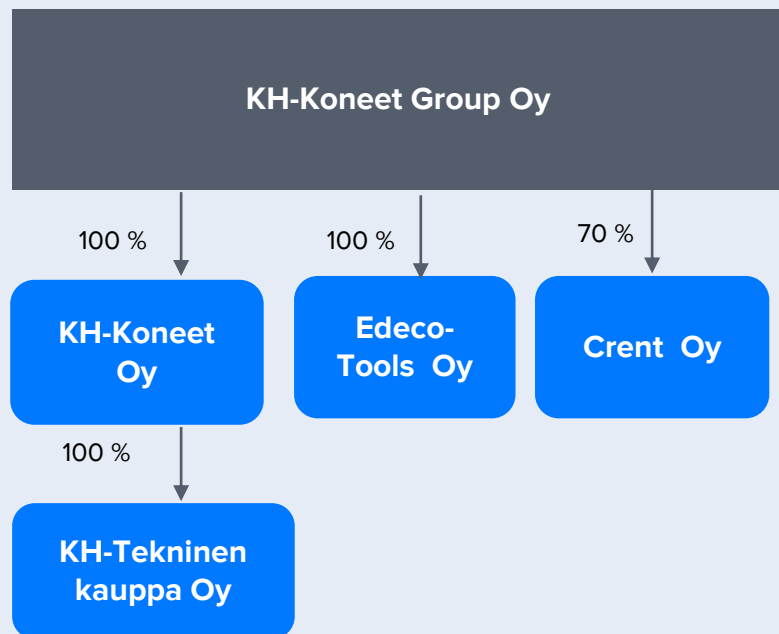
\*Historialliset luvut (2010-2017) pro forma lukuja  
Lähde: Inderes, KH-Koneet Group

Arvonmääritys	Mini mi	Maksimi
EV/EBITDA (2018e)	5,0	7,0
Arvohaarukka (MEUR)	29,0	40,6
Sievin osuuden arvo		
<b>Yritysarvo (EV)</b>	34,8	MEUR
Alakonsernin nettovelat**	15,0	MEUR
Markkina-arvo	19,8	MEUR
<b>Sievin osuus (70,0%)</b>	<b>13,9</b>	<b>MEUR</b>
Sievin sijoitus (8/2017)	10,9	MEUR

\*\* Vuoden 2017 lopun alakonsernin nettovelat olivat 17,5 MEUR, olemme alentaneet nettovelan määrää 2,5 MEUR:lla arvioimamme alkuvuoden nettotuloksen perusteella. Ei huomioitu mahdollista lisäkauppahintaa, joka toteutuessaan laskisi Groupin rahavaroja 5 MEUR (Sievin osuus 3,5 MEUR)

# KH-Koneet Group (4/4)

## Konsernin rakenne



Lähde: Inderes, KH-Koneet Group

## Verrokkit

	EV	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B
Ponsse Oyj	836	10	9	0,8	2,9
Palfinger AG	1630	9	7	2,2	2,5
Volvo AB	39109	5	5	1,1	1,9
Deere & Co	74469	15	13	0,7	13,2
Komatsu Ltd	30837	11	7	0,2	1,0
AGCO Corp	5281	7	6	0,5	2,2
Terex Corp	2933	8	7	0,7	6,6
Caterpillar Inc	96755	9	8	1,0	4,5
<b>Mediaani</b>	<b>18059</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,4</b>
KH-Koneet Group	35	6,0	5,4	0,6	1,1
Erotus -%	-100 %	-31 %	-28 %	-52 %	-55 %

\*Olemme arvioineet yhtiöryhmän omaksi pääomaksi 18 MEUR viime vuonna yhtiöstä maksetun kauppahinnan ja sen jälkeisen arvioidun nettotuloksen perusteella.

Lähde: Inderes, Thomson Reuters (Data kerätty 16.10.2018)

# Suvanto Trucks (1/3)

## 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 40 MEUR:n liikevaihdolla yhtiö on suurin yksityinen (merkkiriippumaton) käytetyn raskaan kaluston liike Suomessa. Yritys toimii kolmessa toimipisteessä, Turussa, Tampereella ja Vantaalla. 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 29 % 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 keskittyy erityisesti erikoisautoihin kuten nosturi- ja vaihtolava-autoihin, sillä näihin tehtävillä kustomointitoimenpiteillä on mahdollista tuottaa selvää yksilöllistä lisäarvoa asiakkaalle. Liiketoimintamallin keskiössä on ketteryys ja osto-organisaatio reagoi nopeasti myyjiltä saatuun tietoon asiakaskysynnän muutoksista.

Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä 34 henkilöä, joista valtaosa eli noin 2/3 on töissä korjaamopalveluissa. Korjaamopalvelut palvelevat yksinomaan automyyntiä. Myynnissä

työskentelee 8 henkilöä. Yhtiö myy myös lisälaitteita ja rahoituspalveluja, joiden osuuden arvioimme olevan pieni kokonaisliikevaihdosta, mutta katteen ollessa korkea, niiden merkitys liikevoittoon on oleellinen. Yhtiö toimii myös uusien MAN-kuorma-autojen jälleenmyyjänä Varsinais-Suomessa ja Pirkanmaalla, mutta niiden osuus kokonaismyynnistä on pieni.

## Kuorma-autojen Kamux

Varaston kierto on Suvanto Trucksin liiketoimintamallin keskiössä. Yhtiön liiketoiminnassa pääoma sitoutuu käytännössä pelkästään varastoon ja myyntisaamisiin. Vuoden 2017 lopussa varastoon oli sitoutuneena 56 % ja myyntisaamisiin 40 % koko taseen 14,1 MEUR loppusummasta. Vaikka yhtiön bruttokate on suhteellisen matala (2017: 13 %), niin nopean varaston kierron kautta yhtiön korkea oman pääoman tuotto (ROE-%) mahdollistuu. Asiakkaan maksettua ostoksensa Suvanto voi sijoittaa myydyistä kuorma-autoista vapautuvan pääoman uusiin kuorma-autoihin, mikä luo pääomalle korkoa korolle ilmiön.

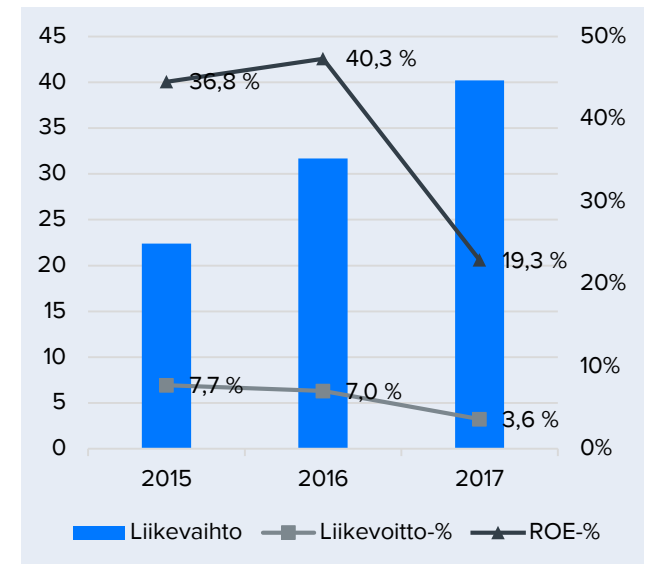
## Kannattavuus ja varaston kierto kehittyvät negatiivisesti viime vuonna

Yhtiön liikevaihto jatkoi 2017 voimakasta kasvuaan 40,2 MEUR:oon (+27 %), mutta samalla yhtiön kannattavuus laski selvästi liikevoitto-%:in laskiessa 3,6 %:iin (2016: 7,0 %). Yhtiö teki viime vuonna merkittäviä etupainotteisia kasvupanostuksia avaten uuden Vantaan myymälän toukokuussa ja palkaten uutta henkilöstöä. Ne osin selittävät kannattavuuden laskua, sillä varsinkin uuden myymälän ylösajo vaatii aina jonkin verran aikaa. Yhtiö myi 2017 aikana myös omistuksessaan ollutta kiinteistöomaisuutta. Tämä laski jonkin verran liikevoitto-%, sillä vuokratulot kasvoivat, mutta

samalla vapautunut pääoma kyettiin sijoittamaan myytävään kalustoon.

Myös yhtiön ROE-% laski viime vuonna selvästi 19,3 %:iin (2016: 40,3 %). Tämä johtui alentuneen kannattavuuden ohella siitä, että taseen vaihtomaisuus kasvoi 20 %:iin liikevaihdosta (2016: 15 % liikevaihdosta). Kehitys johtui osin Vantaan myymälää varten hankitusta uudesta kalustosta, joka kasvatti varastoa etupainotteisesti. Varaston kierron hidastuminen sekä kannattavuuden alentuminen ovat hieman huolestuttavia trendejä. Pidämme viime vuoden negatiivista kehitystä kuitenkin osittain väliaikaisena kuoppana, sillä yhtiön kuluva vuosi on lähtenyt jälleen hyvin käyntiin.

## Historiallinen kehitys



# Suvanto Trucks (2/3)

## Riskit, kilpailukenttä ja markkina

Suurimpina riskeinä ja epävarmuustekijöinä Suvanto Trucksin liiketoiminnalle voidaan pitää markkinatilanteen huonontumista, sillä käytettyjen kuorma-autojen kysyntä riippuu taloudellisesta aktiviteetista. Käytettyjen kuorma-autojen myynti on kuitenkin vähemmän syklistä kuin uusien kuorma-autojen, mikä madaltaa riskiä. Myös lisääntynyt kilpailua markkinoilla on mahdollista, sillä pääoman tuottojen ollessa korkeita se usein houkuttelee lisää toimijoita alalle. Suvanto Trucksin pääkilpailijoita ovat mm. VehoTrucks, Volvo Truck Center ja Scania vaihtoautot. Suvanto Trucks toimii tällä hetkellä pelkästään Suomessa, mutta osa sen myynnistä menee myös vientiin, mikä hajauttaa hieman maakohtaista riskiä.

## Tulevaisuuden ennusteet

Sievi Capitalin mukaan Suvanto Trucksin liikevaihto kasvoi 2018 ensimmäisen 6 kk aikana merkittävästi edellisvuodesta. Myös yhtiön kannattavuus kehittyi positiivisesti. Liikevaihdon positiiviseen kehitykseen ovat vaikuttaneet henkilöstön kasvu, Vantaan toimipiste, hyvänä jatkonut markkinatilanne sekä toimintatapojen tehostaminen.

Ennusteessamme yhtiön kasvu jatkuu 2018e ja 2019e aikana vahvana 24 % ja 20 %:ssa. Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina mahdollista saavuttaa nämä kasvulukemat jatkamalla toimintansa pyörittämistä pelkästään Suomesta käsin. Kansainvälistä kasvua kiihdyttääkseen yhtiölle olisi tulevaisuudessa looginen askel perustaa (tai hankkia) myymälä ja korjaamo esim. Ruotsiin, mutta emme huomioi mahdollisuutta vielä ennusteissamme.

Yhtiön liikevoitto-% palautuu ennusteessamme viime vuoden kuopasta normaalimmalle tasolle

ensin 4,8 % :iin kuluvana vuonna ja sen jälkeen 5,8 %:iin vuonna 2019, mutta jääden selvästi alle vuosien 2014-2016 tason yli 7 %.

## Suvanto Trucksin arvo

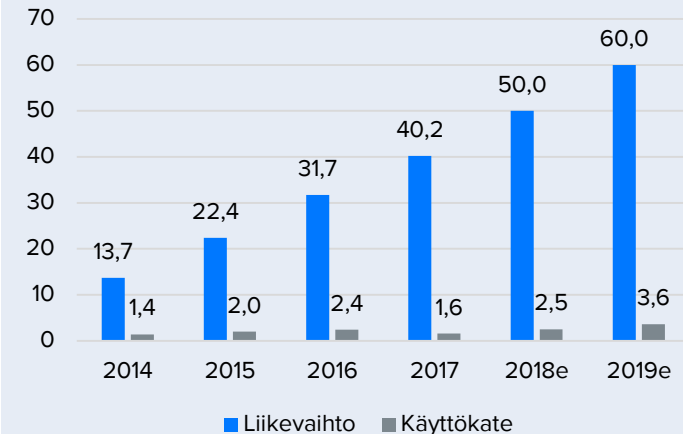
Olemme arvottaneet Suvanto Trucksin velattomaksi arvoksi 19,2 MEUR. Verrokkiryhmämme koostuu käytettyjen autojen kauppiaista, sillä emme löytäneet Suvanto Trucksin kaltaista pelkästään käytettyihin kuorma-autoihin erikoistunutta pörssilistattua toimijaa.

Ennusteillamme Suvanto Trucksin 2018e ja 2019e EV/EBIT-kertoimet ovat 8x (ero -44 %) ja 5,5x (ero -48 %). Selvä tulos pohjainen 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 viime vuonna nähty Suvanto Trucksin kannattavuusnotkahdus saa meidät jättämään turvamarginaalia valuatioon.

Pääomavaltaisella alalla P/B kerroin on myös relevanttimitari. Suvanto Trucksin P/B-kerroin 2,5x (+35 %) on oikeutetusti yli verrokkien mediaanitasan johtuen taserakenteen pääomakeveydestä ja verrokkeja selvästi korkeammasta ROE-%:sta.

Nettovelkojen vähentämisen jälkeen Sievi Capitalin Suvanto Trucks -omistuksen arvoksi muodostuu 11,3 MEUR. Arviomme ylittää selvästi Sievi Capitalin johdon oman arvioon 7,1 MEUR ja myös 5,7 MEUR hankintahinnan, jolla Sievi Capital osti osuuden Suvanto Trucksista heinäkuussa 2016.

## Ennusteet (MEUR)



Arvonmääritys	Mini mi	Maksimi
EV/EBIT (2018e)	7,0	9,0
Arvohaarukka (MEUR)	16,8	21,6

Sievin osuuden arvo		
<b>Yritysarvo (EV)</b>	19,2	MEUR
Alakonsernin nettovelat	2,4*	MEUR
Markkina-arvo	16,8	MEUR
<b>Sievin osuus (67,2 %)</b>	<b>11,3</b>	<b>MEUR</b>
Sievin sijoitus (7/2016)	5,7	MEUR

\*Vuoden 2017 lopun alakonsernin nettovelat olivat 3,4 MEUR, olemme alentaneet nettovelan määrää 1 MEUR:lla arvioimamme alkuvuoden nettotuloksen perusteella.

# Suvanto Trucks (3/3)

## Verrokit

	EV	EV/EBIT 18	EV/EBIT 19	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B
Kamux Oyj	266	13,3	9,5	12,1	9,1	0,5	3,8
Bilia AB	905	10,2	9,9	6,1	5,9	0,3	2,6
Lookers PLC	541	5,7	5,6	4,5	4,4	0,1	0,9
Motorpoint Group PLC	283	NaN	10,1	10,6	9,5	0,3	-
Inchcape PLC	3149	6,9	6,7	5,9	5,7	0,3	1,6
America's CAR-MART Inc	559	17,2	14,2	13,8	10,6	1,1	2,1
Asbury Automotive Group Inc	2556	10,1	10,2	8,9	8,8	0,4	2,5
Sonic Automotive Inc	2741	16,3	15,9	11,8	11,2	0,3	1,0
Carmax Inc	21941	21,9	21,8	19,0	18,8	1,5	3,9
Penske Automotive Group Inc	8168	14,0	13,9	12,1	12,0	0,4	1,4
Lithia Motors Inc	4414	12,0	11,2	11,2	10,6	0,4	1,5
<b>Mediaani</b>	<b>2556</b>	<b>12,7</b>	<b>10,2</b>	<b>11,2</b>	<b>9,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>
Suvanto Trucks	19	8,0	5,5	7,7	5,3	0,4	2,7
Erotus -%	-99 %	-37 %	-46 %	-31 %	-44 %	-7 %	44 %

Lähde: Inderes, Thomson Reuters (Data kerätty 16.10.2018)



# Tuloslaskelma ja Tase

## Taseessa omistukset arvotetaan käypään arvoon

Sievi Capitalin taseen loppusumma oli H1'18 raportissa 72,7 MEUR. Taseen Vastaavaa-puoli koostui lähinnä pääomasijoituksista (69,1 MEUR) sekä rahavaroista (3,3 MEUR). Pääomasijoitukset määritetään Sievi Capitalin johdon toimesta käypään arvoon taseessa aina 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 hieman 2017 vuosikertomuksessa. Ne olivat WACC 12,7 %, terminaalikasvu 0,3 %, ennusteperiodin (5 vuotta) liikevaihdon kasvu 5,2 % ja ennusteperiodin (5 vuotta) EBITDA-marginaali 13,9 %. Pelkästään näiden tietojen perusteella johdon DCF-laskelmaa ei voida kuitenkaan mallintaa. Syöttöparametrit antavat kuitenkin kuvaa johdon tekemistä oletuksista sijoitusten tasearvostusten taustalla. Mielestämme käytetyt parametrit vaikuttavat varsin konservatiivisilta oletuksilta.

Taseen Vastattavaa-puolella yhtiön oman pääoman suuruus oli 61,3 MEUR. Tämän lisäksi rahoitusvelkojen suuruus oli 6,0 MEUR sekä laskennalliset verovelat olivat yhteensä 5,1 MEUR. Laskennallisia verovelkoja (tai saamia) syntyy taseeseen sijoitusten arvostamisesta käypään arvoon. Verot realisoituvat kuitenkin vasta omistusten myyntien yhteydessä.

Kokonaisuutena Sievi Capitalin tase on hyvin selkeä. Huomautamme sijoittajille, että taseen substanssiarvo on 1,06 euroa/osake ja siten

selvästi alle nykyisen osakekurssin.

## Tuloslaskelmaan on myös selkeä

Sievi Capitalin tuloslaskelman merkittävimmät erät koostuvat korko ja osinkotuotoista sekä sijoitusten arvon muutoksista (realisoituneet tai realisoitumattomat) sekä liiketoiminnan kuluista (konsernikulut).

2018 ensimmäisellä puolivuotiskaudella yhtiö sai osinkotuloja Finelcomp (1,5 MEUR) sekä iLOQ osingonjaosta (2,2 MEUR). Sijoitusten realisoituneet tappiot syntyivät katsauskaudella Finelcompin myynnistä sekä myyntiin liittyneistä kuluista. H1'18 realisoitumattomassa arvonmuutoksessa keskeisin tekijä oli iLOQ Oy:hyn kohdistuvan sijoituksen 4,1 milj. euron käyvän arvon nousu. Myös kaikkien muiden sijoitusten käyvät arvot nousivat katsauskaudella, pääosin kohdeyhtiöiden liiketoiminnan hyvän kehityksen ajamina. Konsernikulut olivat H1:llä noin 0,8 MEUR ja olemme käyttäneet tätä lukua arvionamme konsernin kulutasosta myös jatkossa.

## Emme ennusta yhtiön tuloslaskelman kehitystä

Emme ole laatineet Sievi Capitalin tuloslaskelmaan erillistä ennustemallia, sillä rivit voivat vaihdella voimakkaasti kvartaalien väleillä. Mielestämme kuitenkin Sievi Capitalin oman pääoman tuottotavoite yli 13 % ohjaa yhtiön pitkän ajan odotettua tuottoa tuloslaskelmassa verrattain realistisesti. Osinkoennustemme pohjautuvat oman pääoman vuosittaiseen 13 %:n tuottoon ja osakekohtaisesta omasta pääomasta maksettavaan 3%:in osinkotuottoon.

Konsernin tase (MEUR)	H1'2018
<b>Pitkäaikaiset varat</b>	
<i>Käypään arvoon tulosvaikutteisesti kirjattavat sij.</i>	69,1
Pitkäaikaiset saamiset	0,2
<b>Pitkäaikaiset varat yhteensä</b>	<b>69,4</b>
<b>Lyhytaikaiset varat</b>	
Rahavarat	3,3
<b>Lyhytaikaiset varat yhteensä</b>	<b>3,3</b>
<b>Varat yhteensä</b>	<b>72,7</b>

<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>61,3</b>
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	
Rahoitusvelat	6,0
Laskennalliset verovelat	5,1
<b>Pitkäaikaiset velat yhteensä</b>	<b>11,1</b>
<b>Lyhytaikaiset velat yhteensä</b>	<b>0,3</b>
<b>Oma pääoma ja velat yhteensä</b>	<b>72,7</b>

Konsernin laaja tuloslaskelma (MEUR)	H1'2018
Korko ja osinkotuotot yhteensä	3,7
<i>Sijoitusten realisoituneet voitot/tappiot</i>	-0,7
Sijoitusten realisoitumattomat arvon muutokset	6,8
<b>Sijoitusten arvon muutos yhteensä</b>	<b>6,1</b>
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0
Kulut	-0,8
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,1</b>
<i>Rahoitustuotot</i>	0,0
Rahoituskulut	-0,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>8,9</b>
Tuloverot	-1,0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>7,8</b>

# Arvonmääritys ja suositus

## Yhtiön uusista tavoitteista pohjaa arvostukselle

Ennustemallin 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 se tarkoittaisi noin 0,13 euron/osakekohtaista tulosta. Kun tätä vertaa yhtiön nykyiseen osakekurssiin tavoitteen P/E-luku kohoaa noin 20x. Pidämme tätä tasoa selvästi yli hyväksyttävä tason ja Sievi Capitalin pitäisi kyetä ylittämään selvästi minimitavoitteen oman pääoman tuotolle, jotta nykyistä arvostusta voitaisiin pitää perusteltuna. Myöskään yhtiön tavoitetaso osinkotuotto-% noin 1,2 % ei riitä perustelemaan arvostusta, vaikkakin irtautumisten yhteydessä saatu osinko voi olla selvästi suurempi (iLOQ lähitulevaisuudessa).

## Arvonmääritys

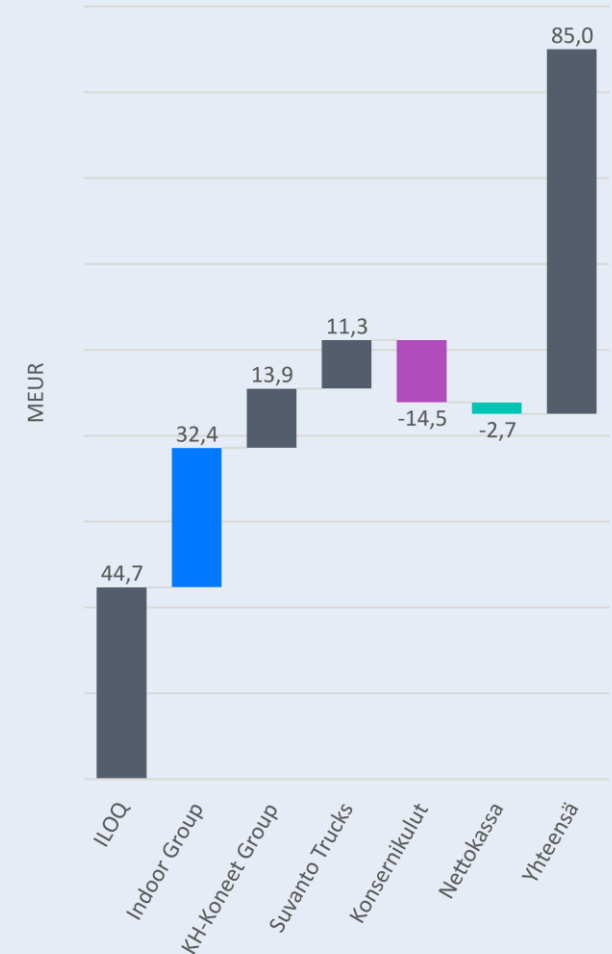
Sievi Capitalin arvonmäärityksemme perustuu osien summaan ja omistuksille tekemiimme erillisiin arvonmäärityksiin. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet eri omistukset ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin. Konsernikulujen osalta olemme diskontanneet nykyisen kulutason 11 %:n WACC:lla (käytimme samaa korkokantaa arvokkaimman omistuksen iLOQ:in DCF-laskelmassa). Konsernikulujen nettonykyarvo on laskelmassamme -14,5 MEUR, mikä perustuu 1,6 MEUR:n vuosikuluihin.

Arviomme Sievi Capitalin osien summasta on 85,0 MEUR tai 1,47 euroa per osake, mikä luo pohjan myös osakkeen tavoitehinnallemme. Asetammekin Sievi Capitalin tavoitehinnaksi 1,50 euroa.

Jos oletamme yhtiön yltävän oman pääoman tuottotavoitteensa alarajalle, P/E-luvuksi tavoitehinnallamme tulisi 11,5x. Pidämme tätä kohtuullisena arvostuksena, sillä tavoitteisiin yltämiseen liittyy aina epävarmuutta. Yhtiön viime aikojen oman pääoman tuotto on ollut yli 20 %, jonka perusteella myös nykyistä arvostustasoa voisi pitää perusteltuna. Pitemmän aikavälin track-record (sivu 8) on kuitenkin selvästi matalampi ja emme ole valmiita hyväksymään nykyisen osakekurssin indikoimaa arvostusta Sievi Capitalille. Johdon onnistuessa jatkossakin erinomaisesti (yli 20% ROE-%) pitäisi tämän näkyä mielestämme osakkeenomistajan nauttimana arvonnousuna, eikä siten, että rima on asetettu korkealle ja, jos sen alle jäädyään, osakekurssi laskee.

Yhtiön osakekurssi on alkuvuodesta heilahdellut voimakkaasti ollen tällä hetkellä noin 2,5 euron tasolla. Viime viikkojen selvästä kurssilaskusta huolimatta emme pidä näin korkeaa preemiota osien summa laskelmaamme mitenkään hyväksyttävänä. Nykykurssi hinnoittelee käsityksemme mukaan iLOQ:lle täysin epärealistisen arvon osien summassa (2018 EV/EBITDA 35x). Osake onkin näkemyksemme mukaan selvästi yliarvostettu. Aloitamme yhtiön seurannan myy-suosituksella.

## Osien summa -laskelma



# Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>34,6</b>	<b>74,5</b>	<b>69,3</b>	<b>76,0</b>	<b>83,6</b>	<b>Oma pääoma</b>	<b>40,7</b>	<b>53,5</b>	<b>65,3</b>	<b>72,6</b>	<b>80,8</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Kertyneet voittovarot	0,0	25,6	37,4	44,7	52,9
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	28,3	74,0	69,1	76,0	83,6	Uudelleenarvostusrahasto	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Muut sijoitukset	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	12,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,4	0,1	0,0	0,0	0,0	<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>2,4</b>	<b>25,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>10,1</b>	<b>4,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	Laskennalliset verovelat	2,4	4,4	5,1	5,6	6,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	21,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	9,8	4,8	1,7	2,9	4,0	Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>44,7</b>	<b>79,3</b>	<b>71,0</b>	<b>78,9</b>	<b>87,6</b>	<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
						Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	1,6	0,4	0,4	0,6	0,6
						Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						<b>Taseen loppusumma</b>	<b>44,7</b>	<b>79,3</b>	<b>71,0</b>	<b>78,9</b>	<b>87,6</b>

Lähde: Inderes

# 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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 yhtiöissä. 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

# Inderes Oy

**Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018**



**2015, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

[twitter.com/nderes](https://twitter.com/nderes)

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)