

Sievi Capital

Yhtiöpäivitys

3/3/2019

- Tarkistamme tavoitehinnan 1,35 euroon (aik. 1,25 euroa) ja nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä).
- Indoor Group ja KH-Koneet etenivät odotuksiamme selvästi paremmin vuonna 2018
- Osien summamme on noussut Indoor Groupin ja KH-Koneiden ansiosta ja näemme pientä nousuvaraa osakkeelle

Omistukset kehittyivät Sievi Capitalin tuella

Olemme nostaneet sijoitusyhtiö Sievi Capitalin tavoitehinnan 1,35 euroon (aik. 1,25 euroa) ja nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). Enemmistöomisteisten sijoitusten viime vuosi oli lopulta vahva. KH-Koneet Group sekä Indoor Group ylittivät odotuksemme selvästi ja olemme nostaneet niiden arvoja osien summa -laskelmassamme. Yhtiön osakekurssi ei huomioonut hyvää kehitystä ja näemmekin vihdoin pientä nousuvaraa osakkeelle.

Indoor Group eteni vahvasti ja iLOQ:in kasvupanostukset rasittivat sen tulosta

Indoor Groupin liikevaihto kasvoi 5 % 198 MEUR:oon (ennuste 192 MEUR) ja arviomme mukaan se kasvatti markkinaosuuttaan, sillä esimerkiksi Ikea kasvoi Suomessa vain 2 % elokuussa loppuneella tilikaudellaan. Erittäin hyvän kehityksen takana olivat onnistuneet Asko 100 vuotta -kampanja sekä verkkomyynnin kasvu, jota tuki yhtiön monikanavaisuuden huomioiva strategia. Myös yhtiön käyttökate kehittyi odotuksiamme paremmin 11,9 MEUR:oon (ennuste 10,9 MEUR). Yhtiö on Sievi Capitalin alaisuudessa mennyt mielestämme selkeästi eteenpäin ja odotamme käyttökateen jatkavan parantumisistaan kuluvana vuonna 12,5 MEUR:oon. iLOQ julkaisi tuloksensa jo aiemmin ja kommentoimme sitä [täällä](#). Odotamme yhtiöltä selvää käyttökateen kasvua 13,8 MEUR:oon kuluvana vuonna (2018: 10,3 MEUR), sillä viime vuoden tulos jäi odotuksistamme korkeiden kasvupanostuksien johdosta, joiden positiivisen vaikutuksen pitäisi näkyä tuloksessa tänä vuonna.

KH-Koneet olivat raportin selkein positiivinen yllätys ja Suvanto Trucks jäi hieman ennusteestamme

KH-Koneiden liikevaihto kasvoi viime vuodesta 60 % 83 MEUR:oon. Nousu ylitti selvästi ennusteemme (58 MEUR) erityisesti erinomaisesti kehittyneen Kobelco-liiketoiminnan ansiosta, joka hankittiin Keskolta 1.9.2017. Kokonaisuutena yhtiön käyttökate kasvoi 47 % 6,8 MEUR ylittäen ennustamamme 5,8 MEUR selvästi. Yhtiö kertoi myös käyttöpääoman kehittyneen hyvin ja Sievi Capital on käsityksemme mukaan tuonut ammattimaisuutta yrittäjävertoiseen yhtiöön. Suvanto Trucksin liikevaihto kasvoi edelleen vahvasti (+22%) 49 MEUR:oon ollen lähellä ennustamaamme 50 MEUR ja myös yhtiön käyttökate kasvoi heikosta viimevuodesta +44 % 2,3 MEUR:oon ollen lähellä odotuksiamme (2,5 MEUR). Sekä KH-Koneet että Suvanto Trucks vaikuttavat olevan kansainvälistymissuunnitelmiansa kanssa samankaltaisessa vaiheessa ja arvioimme niiden tähyävän Ruotsin markkinoille jo kuluvana vuonna. Tämä rasittaa arviomme mukaan niiden kannattavuutta. KH-Koneiden käyttökate jää 2019 ennusteessamme liikevaihdon 10 %:in kasvusta huolimatta edellisvuoden tasolle ja Suvanto Trucksin käyttökate paranee vain hieman 2,5 MEUR:oon 15 % liikevaihdon kasvusta huolimatta. Sekä Suvanto Trucksilla että KH-Koneilla rakennussektori on merkittävä asiakkaana ja rakentamisen hiipuminen nostaa syklistyydestä johtuva riskiprofiilia.

Arvostuksessa pientä nousuvaraa, mutta todennäköinen osakeanti voi antaa arvostukselle pientä painetta alaspäin

Sievi Capitalin substanssiarvo nousi tilinpäätöksessä 1,16 euroon (aik. 1,09 euroa), mikä kertoo myös omaa kieltään omistusten positiivisesta kehityksestä. Tasesubstanssi kuvastaa verrattain hyvin yhtiön omaa arviota omistusten arvosta, vaikkakin yhtiön käyttämän DCF-mallin syöttöparametrit ovat mielestämme varsin konservatiiviset. Huomautamme sijoittajille, että yhtiötä hinnoitellaan pörssissä enää 12 %:in preemiolla taseen konservatiivisesti arvostettuun substanssiin. Taso on edullinen, mikäli yhtiö yltäisi nykyisen oman pääoman tuottotavoitteensa alarajalle (13 %). Myös päivitetty Sievi Capitalille laskemamme osien summa on noussut 78,6 MEUR:oon (aik. 72,4 MEUR) tai 1,36 euroon (aik. 1,25 euroa) per osake. Nykykurssi 1,30 on lievästi alle osien summan indikoimaan arvostukseen ja tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan kääntynyt hieman positiiviseksi. Yhtiön matala osinkotuotto 2,3 % tukee osaltaan tuotto-odotusta.

Analytikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Vähennä)



1,35 EUR

(aik. 1,25 EUR)

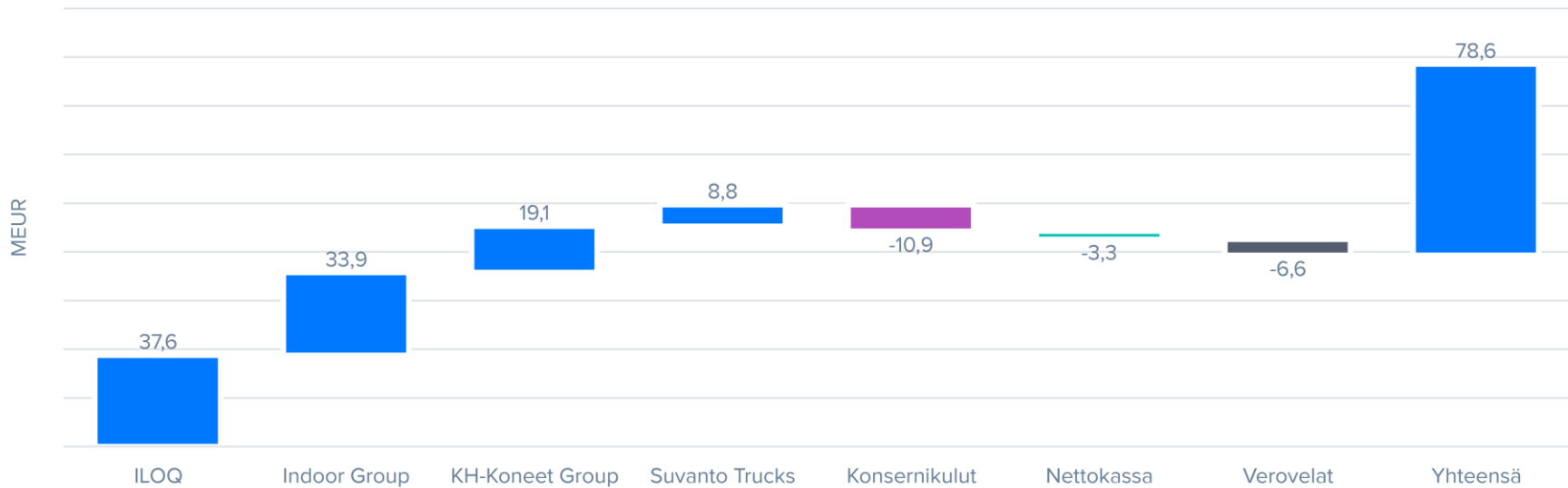
Osakekurssi: 1,30 EUR

Potentiaali: 3,8 %

Kurssikehitys



Lähde: Thomson Reuters



MCAP
75
MEUR

EV
79
MEUR

P/SOTP
0,96
2018

P/B
1,12
2018

Arvoajurit

- Omistusten liiketoimintojen kasvun ja kannattavuuden kehittyminen oikeaan suuntaan
- Yritysostoissa onnistuminen myös jatkossa
- iLOQ irtautumisen onnistuminen

Riskitekijät

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

Arvostus

- Arvostusero suhteessa osien summaan on kääntynyt positiiviseksi
- Osakekohtaiseen substanssiin premio on kaventunut 12 %:iin mitä pidämme jo riittävän alhaisena.

KH-Koneet sekä Indoor Group ylittivät ennusteemme selvästi

KH-Koneet Group kehittyi erinomaisesti

KH-Koneet Groupin liikevaihto kasvoi viime vuodesta 60 % 83 MEUR:oon. Nousu ylitti selvästi ennustamamme 58 MEUR. Tärkeimpänä syynä oli erinomaisesti kehittynyt Keskolta 1.9.2017 hankittu Kobelco-liiketoiminta (vertailukauden pro forma-luvuissa Kobelco liiketoiminta oli mukana vain 4 kk). Lisäksi myös muiden maanrakennuskoneiden myynnit kehittivät käsityksemme mukaan positiivisesti. Lisäksi yhtiö aloitti viime vuonna myös koneiden vuokraustoiminnan (Crent Oy), mikä tuki osaltaan kasvua ja antaa yhtiölle mahdollisuuksia myös myydä käytettyjä koneita, joita on ensin käytetty vuokrakoneina ja siten optimoida niiden elinkaaren tuottoa.

KH-Koneiden käyttökate kasvoi 47 % 6,8 MEUR ylittäen ennustamamme 5,8 MEUR selvästi. Sievi Capital kertoi myös yhtiön käyttöpääoman kehittyneen erittäin hyvin ja Sievi Capital on käsityksemme mukaan tuonut myös pääoman tuoton ajattelua ja ammattimaisuutta

yrittäjävetoisiin yhtiöihin.

Indoor Group otti arviomme mukaan markkinaosuutta

Indoor Groupin liikevaihto kasvoi 5 % 198 MEUR:oon (ennuste 192 MEUR) ja myös käyttökate kehittyi odotuksiamme paremmin 11,9 MEUR:oon (ennuste 10,9 MEUR). Arviomme mukaan Indoor Group otti muilta toimijoilta markkinaosuutta, sillä esimerkiksi markkinajohtaja Ikean liikevaihto kasvoi 2018 elokuuhun päättyneellä tilikaudella vain 2 %. Hyvän kehityksen taustalla olivat onnistunut Asko 100 vuotta -kampanja sekä verkkomyynnin kasvu, jota tuki monikanavaisuuden (Click & Collect) huomioiva strategia ja kauppapaikkaverkoston optimointi sen mukaiseksi. Yhtiö onnistui käsityksemme mukaan myös neuvottelemaan vuokriaan hieman paremmiksi. Yhtiö on uuden omistajansa alaisuudessa mennyt mielestämme selkeästi eteenpäin ja myös tukipalveluiden haltuunotto on saatu valmiiksi Keskolta ja se ei enää rasita 2019 vuoden tulosta (lukuun ottamatta kasvaneet poistot).

Suvanto Trucks kehittyi lähes ennusteidemme mukaisesti

Suvanto Trucksin liikevaihto kasvoi edelleen vahvasti (+22 %) 49 MEUR:oon ollen lähellä ennustamaamme 50 MEUR myös yhtiön kannattavuus kasvoi heikosta viimevuodesta +44 % 2,3 MEUR:oon ollen lähellä odotuksiamme (2,5 MEUR). Viime vuoden tulosta rasittivat erityisesti Vantaan myymälän ylösajo, mutta myös varastonkierto hidastui viime vuonna selvästi.

Yhtiön varaston kierto parani käsityksemme mukaan loppuvuodesta uuden toimitusjohtajan alaisuudessa, mutta alkuvuodesta käyttöpääoman kehityksen kanssa oli vielä ongelmia.

ILOQ julkaisi tuloksena jo edellisellä viikolla

iLOQ:ista ei kerrottu oleellista uutta tietoa. Kasvu ja näkymät olivat 2018 hyvällä tasolla, mutta samalla yhtiön tulos jäi odotuksistamme selvästi. Tarkempi kommentti [täällä](#).

Liikevaihto	2017	2018	2018e	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. inderes
iLOQ	40,3	50,2	51,0	-2 %
Indoor Group Holding Oy	188,2	197,9	192,0	3 %
KH-Koneet Group Oy	52,6	82,9	58,6	41 %
Suvanto Trucks	40,2	48,9	50,0	-2 %

Käyttökate (oik.)	2017	2018	2018e	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. inderes
iLOQ	10,1	10,3	13,3	-23 %
Indoor Group Holding Oy	10,9	11,9	10,9	9 %
KH-Koneet Group Oy	4,6	6,8	5,8	17 %
Suvanto Trucks	1,6	2,3	2,5	-8 %

Lähde: Inderes

Teimme ennustemuutoksia 2018 nähdyn kehityksen perusteella

Kohonnut tasesubstanssi kertoo myös yhtiöiden parantuneista näkymistä

Yhtiön johdon päivittämät sijoitusten käyvät arvot kertovat yhtiön toteutuneesta kehityksestä, mutta erityisesti myös niiden näkymistä. Huomion arvoista olikin, että kaikkien sijoitusten käyvät arvot nousivat Q4:n aikana, vaikka talouteen liittyvä epävarmuus samaan aikaan lisääntyi. iLOQ:in arvo Sievin taseessa nousi 28,9 MEUR:oon (Q3: 28,3 MEUR). Indoor Groupin arvo Sievin taseessa nousi 25,7 MEUR:oon (Q3: 23,2 MEUR). KH-Koneiden arvo Sievin taseessa nousi 15,2 MEUR:oon (Q3: 13,1 MEUR). Suvanto Trucksin arvo Sievin taseessa nousi 7,0 MEUR:oon (Q3: 6,8 MEUR).

iLOQin arvo pysyi ennallaan

iLOQ:illa on mielestämme hyvät edellytykset selvään tulosparannukseen kuluvana vuonna tekemiensä kasvupanostusten seurauksena. Viime vuonna markkinointi ja tuotekehitysorganisaatiota vahvistettiin merkittävästi ja henkilöstömäärä kasvoi vuoden 2018 aikana 50 %. Odotamme kasvua erityisesti iLOQ s10 tuotteelta Keski-Euroopasta, sillä uusien myyntiorganisaatioiden (Ranska ja Espanja) vaikutus näkyy tänä vuonna. Myös uusi s50 tuote tukee myyntiä kun sen tunnettavuus paranee.

Kulujen skaalautumisen logiikka on iLOQ:lla mielestämme selkeä, sillä aluksi uusien lakkoliikkeiden saaminen jakelijoiksi tuo paljon myynti- ja markkinointikustannuksia. Kasvanut lakkoliikeverkosto kuitenkin myy omille loppuasiakkailleen iLOQ:in tuotteita enemmän ja tulosta on odotettavissa tulevaisuudessa näistä kasvupanostuksista. iLOQ:in 2019e käyttökate ennusteamme on 13,8 MEUR ja arvostuksessa käyttämämme EV/EBITDA 2019 haarukka on 11-14x. Yhtiön arvo on osien summa laskelmassamme pysynyt ennallaan 37,6 MEUR:ssa. Lievä tulos pohjainen alennus verrokkeihin 2019-kertoimien osalta on mielestämme

perusteltua yhtiön kovasta kasvusta huolimatta, sillä iLOQ on selvästi pienempi kooltaan kuin verrokkit.

Indoor Groupin arvo kasvoi

Indoor Groupin 2019 ennusteamme odottaa noin 2 %:in liikevaihdon kasvua sekä käyttökatemarginaalin lievää parantumista 6,1 %:iin (2018: 6,0 %). Odotamme liikevaihdon kasvavan hieman BKT:tä nopeammin hyvin toimivan verkkomyyntistrategian tukemana, lisäksi kannattavuus kehittyy positiivisesti edelleen toiminnan tehostamisella ja mm. vuokrasopimusten uudelleen neuvottelujen seurauksena. Indoor Groupin 2019e käyttökate-ennusteamme on 12,4 MEUR ja arvostuksessa käyttämämme EV/EBITDA 2019 haarukka on 5,5-7x ja omistuksen arvoksi tulee 33,9 MEUR, mikä sisältää Sievi Capitalin jäljellä olevan osakaslainan 5,1 MEUR. Arvostushaarukka antaa lievän alennuksen verrokkiryhmään, mikä on mielestämme perusteltavissa verrokkeja selvästi pienemmän koon perusteella, mutta toisaalta yhtiön erittäin hyvä markkina-asema Suomessa ja Virossa tukevat arvostusta.

KH-Koneiden arvo nousi selvimmin ja Suvanto Trucksin arvo laski marginaalisesti

Sekä KH-Koneet ja Suvanto Trucks vaikuttavat olevan kansainvälistymissuunnitelmiansa kanssa samankaltaisessa vaiheessa ja arvioimme niiden tähyävän Ruotsin markkinoille jo kuluvana vuonna. Uusien toimipisteiden perustaminen rasittaa arviomme mukaan niiden kannattavuutta ja molempien käyttökatemarginaali jää viime vuotta alemmaksi ennusteissamme. Samalla laajentuminen tukee yhtiöiden kasvua.

KH-Koneiden liikevaihdon ennustamme kasvavan 10 % 91 MEUR:oon ja sen käyttökate jää 2019e ennusteissamme edellisvuoden tasolle 6,8 MEUR:oon. Yhtiön henkilöstömäärän selvä kasvu viittaa myös siihen, että kasvua voidaan odottaa myös ensi vuodelta, mutta

odotamme yhtiön joutuvan jatkamaan markkinaosuuden valtaamista myös kilpailijoiltaan Suomessa, sillä emme odota kokonaismarkkinan kasvavan vaan olevan nykytasollaan tai laskevan hieman.

Suvanto Trucksin liikevaihdon odotamme kasvavan 15 % ja käyttökateen paraneen vain hieman 2,5 MEUR:oon (2019 EBITDA-% 4,4 % vs. 2018 4,8 %). Ketterä liiketoimintamalli sekä verkkokauppamyynit ovat Suvanto Trucksin vahvuuksia ja joissa se toimii edelläkävijänä. Ja niiden avulla odotamme yhtiön ottavan lisää markkinaosuutta myös Suomessa.

KH-Koneille hyväksymämme arvostuskerroinhaarukka on noussut 2019e EV/EBITDA 5,5x-7x. (aik. haarukan alalaidassa). Tämä perustuu yhtiön ammattimaisuuden ja varastonkierron selvään parantumiseen Sievi Capitalin alaisuudessa sekä yhtiön vakuuttavaan tuloskehitykseen viime vuonna. Myös verrokkiryhmämme arvostustaso on noussut selvästi edellisen päivityksemme jälkeen. Suhteessa maanrakennuskoneiden valmistajista koostuvaan verrokkiryhmäämme on alennus 2018-2019 tulos pohjaisilla kertoimilla edelleen merkittävä 40 – 50 % johtuen verrokkien selvästi suuremmasta kokoluokasta.

Laskimme hieman Suvanto Trucksille hyväksymämme arvostuskerroinhaarukkaa sen jäätyä lievästi odotuksistamme ja yhtiölle hyväksymämme arvostus on nyt 2019e EV/EBITDA 5,5x-7,5x. Suhteessa käytettyjen autojen kauppaista koostuvaan verrokkiryhmäämme alennus on 2018-2019 tulos pohjaisilla kertoimilla edelleen merkittävä 30 – 40 % johtuen Suvanto Trucksin pienestä koosta.

Sekä Suvanto Trucksilla että KH-Koneilla rakennussektori on merkittävänä asiakkaana ja rakentamien hiipuminen nostaa syklisyydestä johtuvien yhtiöiden riskiprofiilia ja myös siksi absoluuttisesti matalien arvostuskertoimien käyttö on perusteltua.

Yhteenvetona osien summaan tehdyt muutokset

Verovelat otettu mukaan osien summa-laskelmaan

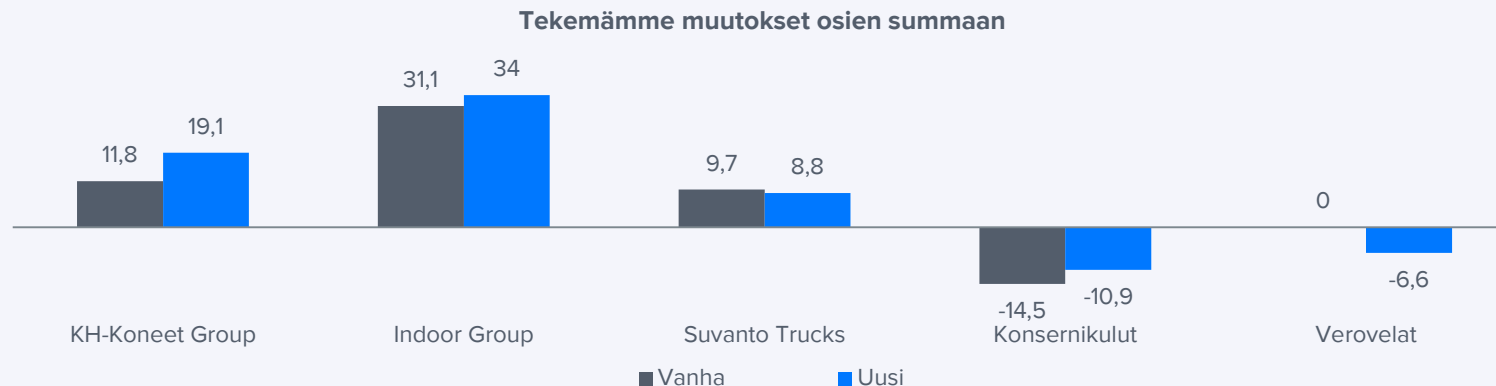
Yhtiölle on kertynyt taseeseen verovelkaa 6,6 MEUR (2017: 4,3 MEUR) johtuen sijoituksiin tehdyistä arvonorotuksista ja olemme lisänneet sen myös päivitettyyn osien summa laskelmaamme. Huomautamme sijoittajille, että jos omistukset myytäisiin niille arvioimillamme arvoilla olisi laskennallinen myyntivero suurempi kuin taseen tämän hetkinen verovelka, sillä omistuksille määrittämämme arvot ovat korkeampia kuin niiden käyvät arvot yhtiön taseessa. Todellinen vero vaikutus on arviomme mukaan kuitenkin lähellä taseen verovelkoja, sillä yhtiöllä on keinoja pienentää verojaan irtautumisten yhteydessä. Esimerkiksi Finelcompin myynnin yhteydessä Sievi Capital onnistui optimoimaan verojaan jakamalla yhtiöstä ensin omistajille kaikki jakokelpoiset varat verovapaina osinkoina (käsityksemme mukaan noin 1,7 MEUR) ja tämän seurauksena yhtiölle koitui 1 MEUR: on myyntivoiton sijaan myyntitappiota 0,7 MEUR.

Verovelkaa ei huomioida osien summan laskelmassa, jos voidaan olettaa, että yhtiö ei ole irtautumassa omistuksista ja verovelka ei siten realisoidu. Sijoitusyhtiön tapauksessa se mielestämme pitää kuitenkin ainakin osittain huomioida, sillä Sievi Capitalilla on irtautumissuunnitelma sijoituksilleen jo alusta alkaen. Emme kuitenkaan missään vaiheessa oleta verovelan realisoituvan kokonaan, joten myös hieman käyttämääme pienempää verovelan vaikutusta voitaisiin pitää perusteltuna.

Konsernikulut laskivat osien summassa hieman

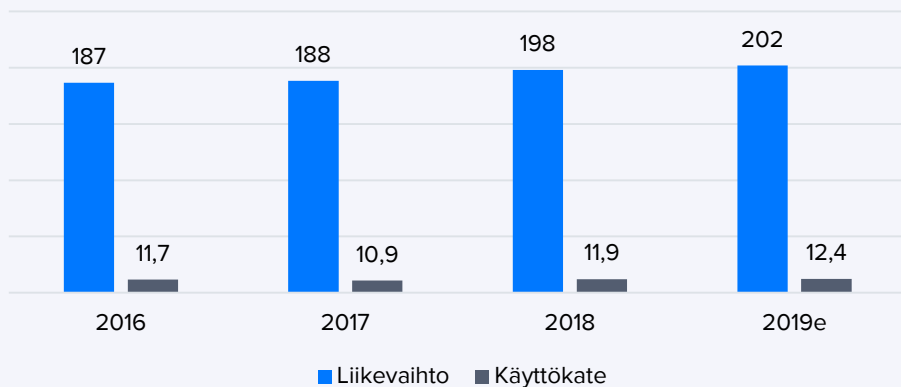
Yhtiön konsernikulut olivat odotuksiamme selvästi alemmat toisella puolivuotiskaudella (H2'18 0,5 MEUR vs. H1'18 0,8 MEUR). Alkuvuoden korkeampia kuluja selittivät arviomme mukaan esimerkiksi edellisen toimitusjohtajan työsuhteen päätyminen. Olemme päivittäneet konsernikuluennusteemme -1,2 MEUR/v (aik. -1,6 MEUR/v) ja tämän seurauksena niiden diskontattu

nykyarvo (WACC 11 %) laski -10,9 MEUR:oon (aik. -14,5 MEUR).

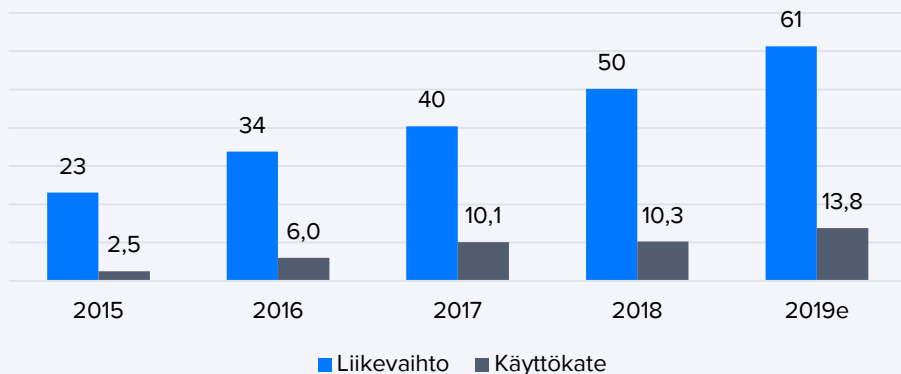


Ennusteet ja arvonmääritys

Indoor Group (MEUR)



iLOQ (MEUR)



Indoor Group

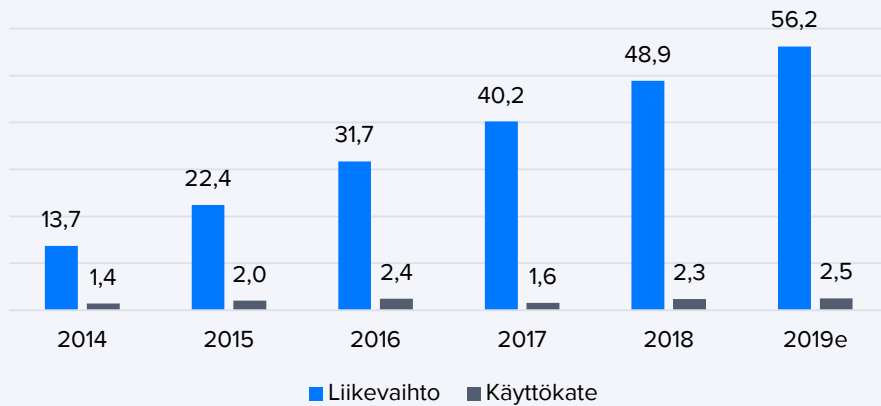
Arvonmääritys	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2019e)	5,5	-	7,0
Arvohaarukka (MEUR)	68,2	-	86,8
Sievin osuuden arvo			
Yritysarvo (EV)		77,5	MEUR
Alakonsernin nettovelat		27,8	MEUR
Markkina-arvo		49,7	MEUR
Sievin osuus (58,0 %)		33,9	MEUR

iLOQ

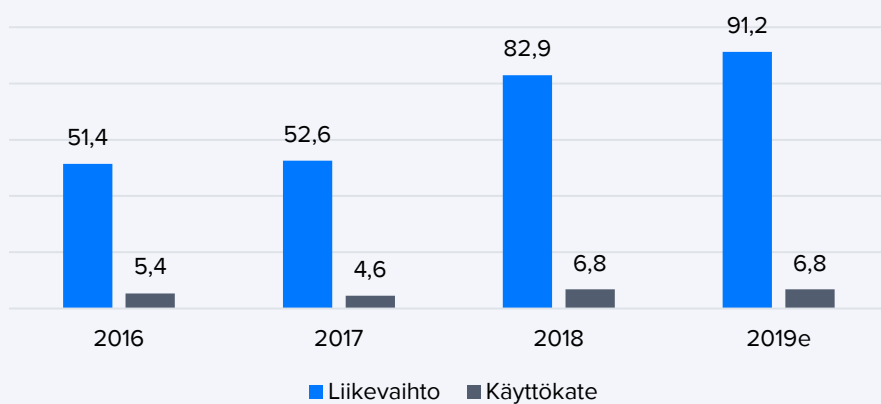
Arvonmääritys	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2019e)	11,0	-	14,0
Arvohaarukka (MEUR)	152	-	193
Yritysarvo (EV)		172,2	MEUR
Alakonsernin nettovelat		-4,2	MEUR
Markkina-arvo		176,4	MEUR
Sievin osuus (21,3 %)		37,6	MEUR

Ennusteet ja arvonmääritys

Suvanto Trucks (MEUR)



KH-Koneet Group (MEUR)



Suvanto Trucks

Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2019e)	5,5	7,5
Arvohaarukka (MEUR)	13,6	18,6
Sievi Capitalin osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	16,1	MEUR
Alakonsernin nettovelat	3,0	MEUR
Markkina-arvo	13,1	MEUR
Sievin osuus (67,2 %)	8,8	MEUR

KH-koneet group

Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2019e)	5,5	7,0
Arvohaarukka (MEUR)	37,4	47,6
Sievin osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	42,5	MEUR
Alakonsernin nettovelat	15,2	MEUR
Markkina-arvo	27,3	MEUR
Sievin osuus (70,0 %)	19,1	MEUR

Verrokkiryhmien arvostukset

Suvanto Trucks	EV	EV/EBIT 18	EV/EBIT 19	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B
Kamux Oyj	231	12,1	8,5	11,3	8,1	0,4	3,3
Bilia AB	1022	11,0	11,2	6,6	6,7	0,4	3,0
Lookers PLC	558	5,8	6,0	4,5	4,5	0,1	0,9
Motorpoint Group PLC	279	-	9,6	10,2	9,1	0,2	-
Inchcape PLC	3008	6,7	7,0	6,0	6,2	0,3	1,5
America's CAR-MART Inc	626	19,0	12,6	15,1	10,5	1,2	2,4
Asbury Automotive Group Inc	2724	10,2	10,2	9,9	9,7	0,5	2,8
Sonic Automotive Inc	2743	16,1	15,7	11,5	11,3	0,3	0,8
Carmax Inc	21466	21,1	20,7	18,3	17,9	1,4	3,5
Penske Automotive Group Inc	8590	14,9	14,2	12,4	12,1	0,4	1,4
Lithia Motors Inc	4837	12,7	12,4	11,7	11,4	0,5	1,8
Mediaani	2724	12,4	11,2	11,3	9,7	0,4	2,1
Suvanto Trucks	16	7,2	6,8	6,9	6,5	0,3	2,1
Erotus -%	-99 %	-42 %	-39 %	-39 %	-33 %	-23 %	0 %

iLOQ	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	21773	23	21	18,3	15,9	14,7	14,0	2,5	4,2
Dormakaba Holding AG	2989	21	19	18,3	14,9	15,5	12,8	2,3	13,4
Allegion PLC	8597	20	19	16,4	15,3	14,2	13,4	3,3	12,9
Mediaani	8597	21	19	18,3	15,3	14,7	13,4	2,5	12,9
iLOQ	172	25	18	18,9	13,8	16,7	12,5	3,4	8,7
Erotus -%	-98 %	18 %	-5 %	3 %	-10 %	14 %	-7 %	37 %	-33 %

Verrokkiryhmien arvostukset

Indoor Group	EV	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B
Surteco Group SE	619	6,9	5,8	0,7	1,1
Nobia AB	990	7,1	6,2	0,8	2,4
Ethan Allen Interiors Inc	437	7,2	-	0,7	1,4
DFS Furniture PLC	747	7,4	6,3	0,7	1,9
Maisons du Monde SA	1251	7,9	6,6	1,0	1,7
Walker Greenbank PLC	59	3,1	3,6	0,5	0,8
Pier 1 Imports Inc	213	3,8	-	0,2	0,4
Leon's Furniture Ltd	837	7,4	6,3	0,6	1,5
Williams-Sonoma Inc	4272	6,9	6,6	0,9	4,0
Mediaani	747	7,1	6,3	0,7	1,5
Indoor Group	78	6,5	6,3	0,4	1,4
Erotus -%	-90 %	-8 %	-1 %	-41 %	-3 %

KH-Koneet Group	EV	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B
Ponsse Oyj	28	17	14	0,8	2,9
Palfinger AG	25	14	11	2,2	2,5
Volvo AB	137	10	10	1,1	1,9
Deere & Co	164	17	15	0,7	13,2
Komatsu Ltd	2726	13	10	0,2	1,0
AGCO Corp	68	18	15	0,5	2,2
Terex Corp	34	13	9	0,7	6,6
Caterpillar Inc	137	12	11	1,0	4,5
Mediaani	102	13,3	11,2	11,2	1,1
KH-Koneet Group	42	6,2	6,3	0,5	1,5
Erotus -%	-58 %	-53 %	-44 %	-95 %	34 %

Osien summa on noussut ja samoin tavoitehinta

Olemme nostaneet sijoitusyhtiö Sievi Capitalin tavoitehinnan 1,35 euroon (aik. 1,25 euroa) ja nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). Enemmistöomisteisten sijoitusten viime vuosi oli lopulta vahva. KH-Koneet Group sekä Indoor Group ylittivät odotuksemme selvästi ja olemme nostaneet niiden arvoja osien summa-laskelmassamme. Näemmekin pientä nousuvaraa osakkeelle.

Osien summa sekä johdon päivittämä taseen substanssiarvo nousivat

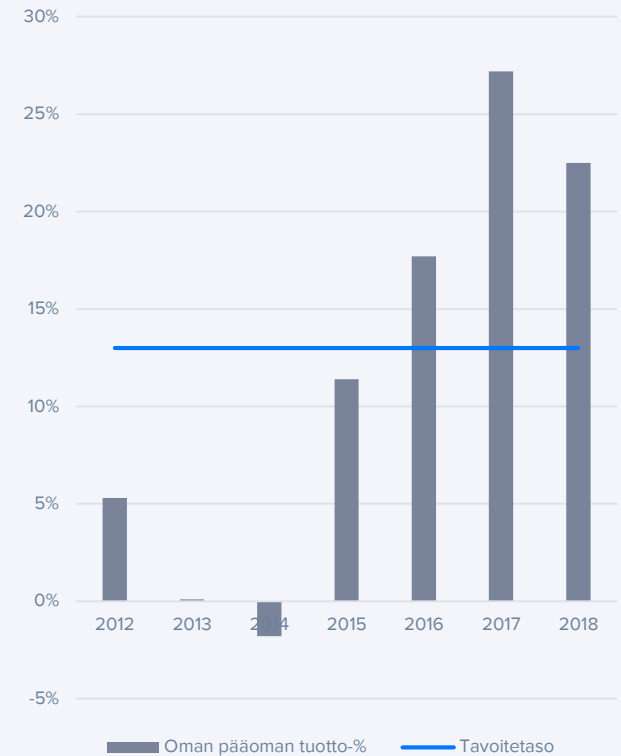
Osakkeen tavoitehintamme perustuu päivitettyyn Sievi Capitalille laskemaamme osien summaan, joka on noussut 78,6 MEUR:oon (aik. 72,4 MEUR) tai 1,36 euroon (aik. 1,25 euroa) per osake. Nykyinen osakekurssi 1,30 on lievästi alle osien summan indikoimaan arvostukseen ja tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan kääntynyt positiiviseksi. Myös yhtiön matala noin 2,3 %:in osinkotuotto tukee hieman kokonaistuottoa.

Myös Sievi Capitalin taseen substanssiarvo nousi 1,16 euroon (aik. 1,09 euroa). Tasesubstanssi kuvastaa verrattain hyvin yhtiön omaa arviota omistusten arvosta, vaikkakin yhtiön käyttämän DCF-mallin syöttöparametrit ovatkin mielestämme varsin konservatiiviset. Huomautamme sijoittajille, että yhtiötä hinnoitellaan pörssissä enää 12 % preemiolla taseen konservatiivisesti arvostettuun substanssiin. Mikäli yhtiö yltää nykyisen oman pääoman tuottotavoitteensa alarajalle jatkuvasti tulevaisuudessa (13 %), hyväksyttävänä tasona arvostukselle voitaisiin pitää jopa 1,50 euroa tasoa (1,3x oma pääoma). Emme kuitenkaan ole vielä valmiita hyväksymään näin korkeaa preemiota osakekohtaiseen substanssiin, vaikkakin yhtiö on 2016-2018 onnistunut tekemään oman pääoman tuottoa selvästi yli tavoitetason (sivupalkki).

Yhtiön pitää onnistua jatkossakin sijoituskohteidensa valinnassa, jotta näin korkeaa oman pääoman tuottoa voidaan olettaa syntyvän myös jatkossa. Mielestämme onkin omistajien kannalta erittäin hyvä, että yhtiö on ollut hyvin selektiivinen tekemisissään sijoituksissa.

Osakeanti on todennäköisesti tulossa ja se todennäköisesti tapahtuu lievällä alennuksella osakekurssiin

Yhtiö kertoi, myös tulosraportin jälkeen annetulla tiedotteella selvittävänsä mahdollisuuksia hankkia uutta pääomaa. Näin yhtiö pyrki varmistamaan mahdollisuutensa tehdä strategiansa mukaisia uusia enemmistösijoituksia. Yhtiö suunnittelee tekevänsä vuosittain keskimäärin 1-2 uutta sijoitusta, joiden koko on 5-15 miljoonaa euroa. Tästä laskien arvioimme yhtiön keräävänsä omaa pääomaa osakeannilla noin 30 MEUR. Tämän jälkeen taseen nettovelkaantumisasetatavoite (korkeintaan 20 %) mahdollistaisi noin 20 MEUR vieraan pääomaan lisäyksen taseeseen. Jussi Capital kertoi aiemmin syksyllä vähentävänsä omistustaan, mutta omistusosuus ei ole vielä merkittävästi laskenut. Osakeanti tarjoaisi myös hyvän mahdollisuuden vanhan pääomistajan omistuksen laimentumiselle ja näin osakkeen likviditeetti parantuisi. Lyhyellä tähtäimellä mahdollinen osakeanti voi kuitenkin antaa pientä painetta osakekurssille, koska arvioimme sen tapahtuvan suunnattuna antina instituutioille ja pienellä alennuksella (5-10 %) nykyiseen osakekurssiin.



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	0,8	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	0,8	0,8	0,8
Taseen loppusumma	79,3	79,8	85,3	93,7	103

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	53,5	67,0	73,1	80,2	88,3
Osakepääoma	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Kertyneet voittovarot	25,6	39,1	45,2	52,3	60,4
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	4,9	5,5	5,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	4,3	4,9	5,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,4	0,2	0,6	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	79,3	79,8	85,3	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 tulevast. 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen 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 arvon 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 jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.10.2018	Myy	1,50 €	2,56 €
25.10.2018	Myy	1,50 €	2,12 €
5.11.2018	Vähennä	1,35 €	1,46 €
21.12.2018	Vähennä	1,25 €	1,25 €
3.3.2019	Lisää	1,35 €	1,30 €



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



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



**Analyysi kuuluu
kaikille.**