

Panostaja

Yhtiöraportti

3/2018

inde
res.

Edessä merkittäviä päätöksiä

Sijoitusyhtiö Panostaja on mielestämme selvästi aliarvostettu suhteessa osien summaan, mutta selkeitä arvoajureita sijoitussalkusta löytyy tällä hetkellä kuitenkin rajallisesti. KotiSun-irtaantumisen jälkeen arvo on voimakkaasti keskittynyt Granoon, jonka kannattavuuden kääntäminen nousuun on kriittistä. Lisäksi katseet kohdistuvat pääoman allokontiin ja lähiaikoina mahdollisesti uudistuvaan strategiaan, mikä määrittää paljon yhtiön tulevaisuuden suuntaa. Toistamme osakkeelle lisää-suosituksemme ja tavoitehintamme 1,04 euroa.

Pk-yrityksien kehittämiseen keskittynyt sijoitusyhtiöt

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena enemmistöomistajana suomalaisia pk-yrityksiä. Yhtiö pyrkii löytämään laadukkaita, kasvukykyisiä ja merkittävän arvonnousupotentiaalin omaavia sijoituskohteita, joiden liikevaihto on 5-50 MEUR. Yritysarvoltaan (EV) yhtiö ovat perinteisesti olleet noin 10 MEUR:n kokoluokassa, mutta tässä suhteessa yhtiö on liikkunut alaspäin osittain kiristyneen kilpailun seurauksena. Oston jälkeen yhtiö pyrkii kehittämään nämä seuraavalle tasolle ja luomaan samalla omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä. Panostajan osake tarjoaa sijoittajille välillisesti mahdollisuuden sijoittaa suomalaiseen pk-sektoriin.

Grano-omistus on yhtiölle kriittinen

Arvioimme Panostajan Grano-omistuksen (52,8 %:n omistusosuus) arvon olevan noin 34,5 MEUR, mikä on lähes 68 % portfolion kokonaisarvosta (noin 51 MEUR). Samalla tavalla Grano dominoi myös liikevaihto- ja liikevoittolukuja. Tämä tekee Granosta myös salkun ylivoimaisesti suurimman riskikeskittymän, minkä takia Granon viime vuosien negatiivisen kannattavuuskehityksen kääntäminen on kriittistä. Seuraavaksi merkittävin omistus on mielestämme KL-Varaosat, mutta mielenkiintoisimpia ovat mielestämme tuore tulokas CoreHW sekä ohjelmistoyhtiön suuntaan siirtyvä Megaklinikka. Portfoliossa on kuitenkin tällä hetkellä mielestämme rajallisesti selkeitä arvoajureita.

KotiSun toi yhtiölle merkittävän nettokassan

Panostajan taserakenne muuttui KotiSun-myyntivoiton (noin 33 MEUR) myötä merkittävästi ja emoyhtiöllä oli Q1:n lopussa noin 34 MEUR:n nettokassa (Q4'17: 7,8 MEUR nettovelka). Panostajalla on edessä suuria pääoman allokontipäätöksiä: (lisä)osingot, kasvuinvestoinnit, taseen vahvistaminen ja/tai yritysostot. Arvioimme yhtiön kasvattavan "sotakassaa" sekä lyhentävän velkoja, koska omistaja-arvon luonnin kannalta yhtiön olisi mielestämme tärkeää pyrkiä kasvamaan uuteen kokoluokkaan.

Omistuksien osien summa ylittää selvästi nykyisen markkina-arvon

Mielestämme Panostaja täytyy arvottaa osien summa-analyysillä, jossa elementit ovat yhtiön omistukset sijoituskohteissa (ml. vähemmistöosuudet), emoyhtiön nettokassa sekä emoyhtiön kulujen eliminointi. Laskelmamme antaa Panostajan arvoksi noin 67 MEUR eli 1,29 euroa/osake. Lisäksi arvioomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa sijoitusyhtiöalennus, mikä määräytyy pitkälti track-recordin sekä sijoitusstrategian tuottavuuden perusteella. Taseessa on näkemyksemme mukaan huomattava piilevä arvo, mutta kohtuullisen track-recordin perusteella olemme asettaneet sijoitusyhtiöalennuksen 20 %:n tasolle. Näin pääsemme tavoitehintamme 1,04 euroa.

Analyttikko

Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Lisää

1,04 EUR

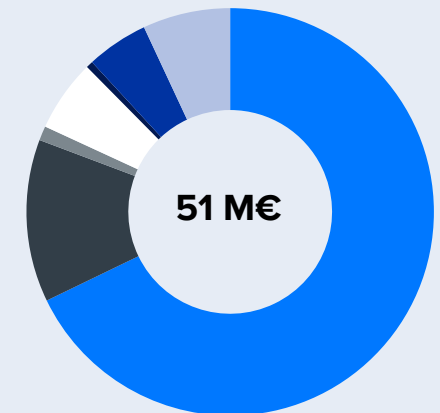
Edellinen: 1,04 euroa



Osakekurssi: 0,95 EUR

Potentiaali: 9,7 %

Tärkeimmät omistukset



- Grano
- Helakeskus
- KL-Varaosat
- Selog
- Heatmasters
- Megaklinikka
- CoreHW

Ostokohteet

Liikevaihto 5-50 MEUR

Yritysarvo (EV) yleensä kokoluokassa 10 MEUR, jossa painetta alaspäin kirstyneen kilpailun takia

Yhtiöllä täytyy olla mahdollisuus toimialansa johtavaksi yhtiöksi

Yhtiöllä täytyy olla jo todistettu liiketoiminta (ei start-up, ei ns. saneerauskohte)

Toimintamalli

Kasvupotentiaalin tunnistaminen ja **hankinta**



Kasvustrategian toteutus eli **kehittäminen**



Irtaantuminen arvonnousun realisoiduttua



Suomalaisia pk-yrityksiä omistava ja kehittävä sijoitusyhtiö

panostaja

Resurssit

Panostaja sijoittaa omasta taseesta, mikä antaa yhtiölle joustavuutta

Emoyhtiöllä oli Q1'18-lopussa 33,6 MEUR:n nettokassa, minkä suhteen edessä on Merkittäviä päätöksiä

Lisäksi yhtiöllä on 10 MEUR:n yritysostolimiitti

Yhtiö käyttää velkavipua (omavaraisuustavoite >40 %)

Strategia

Jatkuva sijoitusvalmius ja aktiivinen hankevirran luonti

Pitkäaikainen ja aktiivinen omistaja-arvon kehittäminen enemmistöomistajana

Salkussa toimialojensa kärkiyrityksiä, joissa johdolla on merkittävä omistajaintressi

Jatkuva johtamisen ja liiketoiminnan kehittäminen

megaklinikka

Megaklinikalla on hammaslääkäriklinikka Helsingissä ja yritys lisensioi Clinic Information System -järjestelmää.

Liiketoiminnan suurin potentiaali perustuu yhtiön toiminnanohjausjärjestelmän onnistuneeseen lisensiointiin sekä julkiselle sektorille että ulkomaille.

Omistuksen arvo 2,5 M€*

CoreHW

CoreHW tarjoaa radiotaajuus-mikropiirien ja antennien suunnittelu- ja konsultointipalveluita.

Käynnissä T&K-projekti, jossa kehitetään omaa tuoteperhettä RF-etupääteknologiaan.

Omistuksen arvo 3,5 M€*

GRANO

Grano on monipuolinen sisältöpalvelujen osaaja. Yhtiö on Panostajan ylivoimaisesti suurin sijoitus.



Grano palvelee 26 paikkakunnalla ja tarjonta on laajentunut paljon.

Kasvoi 2017 konsolidaatio-kierroksen jälkeen uuteen kokoluokkaan, 2018 edessä on suuria tehostamistoimia.



2018e liikevaihto 140 M€,
käyttökate 16,2 M€ ja
liikevoitto 8,3 M€*

Omistuksen arvo 34,5 M€*

KLVARAOSAT

MB-, BMW- ja Volvo-henkilöautojen varaosiin keskittynyt yhtiö.

Yhtiöllä on toimipaikat Tampereella, Jyväskylässä, Rovaniemellä, Raisiossa sekä Vantaalla.



Tilikaudella 2018e:
Liikevaihto 14,2 M€
Käyttökate 1,2 M€*

Omistuksen arvo 6,6 M€*

SELOG

Suomen johtava alakattomateriaalien tukkuliike



Helojen maahantuonti ja tukkukauppa

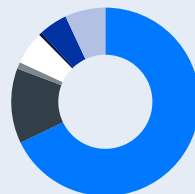


Metallien lämpökäsittely

Omistuksen arvo 3,8 M€*

Tärkeimmät omistukset

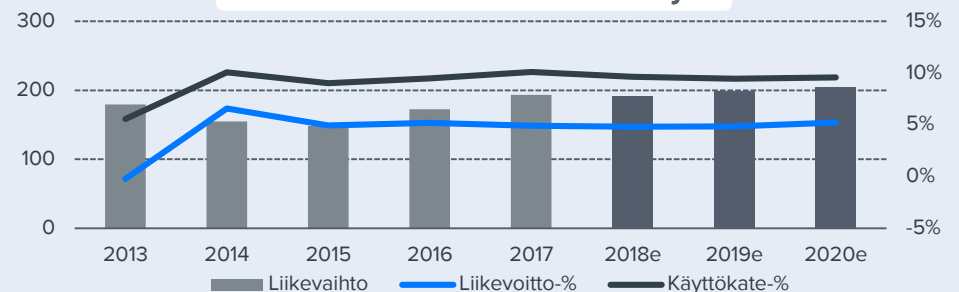
Arvon jakautuminen	Arvo	Omistus-	Osuuden	%-osuus
Yhtiö	MEUR	osuus (%)	arvo (M€)	portfoliosta
Grano	65,4	53 %	34,5	67,8 %
KL-Varaosat	8,8	75 %	6,6	12,9 %
Helakeskus	0,6	100 %	0,6	1,1 %
Selog	4,9	60 %	2,9	5,7 %
Heatmasters	0,3	80 %	0,3	0,5 %
Megaklinikka	3,1	80 %	2,5	4,9 %
CoreHW	5,6	63 %	3,5	7,0 %



■ Grano
■ KL-Varaosat
■ Helakeskus
■ Selog
■ Heatmasters
■ Megaklinikka
■ CoreHW

Lähde: Iderees (* merkityt ovat Idereesin näkemyksiä)

Konsernin taloudellinen kehitys



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5
Sijoitusprosessi ja sijoitusstrategian arviointi	s. 6
Portfolion esittely	s. 9
Grano	s. 11
KL-Varaosat	s. 17
Selog	s. 19
CoreHW	s. 21
Helakeskus	s. 23
Megaklinikka	s. 25
Heatmasters	s. 27
Tase ja taloudellinen tilanne	s. 30
Omistuksien osien summa	s. 31
Taulukot ja suositushistoria	s. 34

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Yhtiökuvaus

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka omistaa ja kehittää suomalaisia pk-yrityksiä. Panostajalla omistaminen on yhtiön mukaan aktiivista kumppanuutta, johdon työn kehittämistä, kasvupotentiaalin tunnistamista ja potentiaalnin saavuttamisen mahdollistamista.

Yhtiö pyrkii löytämään laadukkaita ja kasvukykyisiä sijoituskohteita, kehittämään niitä eteenpäin ja luomaan näin omistaja-arvoa. Strategian onnistunut toteuttaminen vaatii oikeaa analyysiä kohdeyhtiöstä, hyvää ajoitusta, yrityksen kehittämisessä onnistumista ja lisäarvon luomista kohdeyhtiössä. Tavoitteena on 10-15 kasvavan ja kehittyvän pk-yrityksen omistus. Sijoittajan kannalta oleellista on omistaja-arvon luominen konsernitasolla ja sijoituskohteissa.

Panostaja ei ole passiivinen holding-tyyppinen sijoitusyhtiö, vaan se on aktiivisesti mukana yhtiöiden kehittämisessä. Tämä on merkittävä osa Panostajan lisäarvoa ja yhtiön kohdeyhtiöille tuoma hyöty (asiantuntemus, järjestelmät jne.) on merkittävä tekijä sijoituskohteiden hankinnassa. Koska yrityksen Panostajalle myyvä yrittäjä jää yleensä vähemmistöomistajaksi, on arvonnousupotentiaali merkittävä tekijä myyntipäätöksessä.

Konsernirakenne

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Panostajan oma sijoitustoiminta sekä operatiiviset tytäryhtiöt (sijoituskohteet) ja emoyhtiö (sijoitusyhtiö). Emoyhtiön kulut voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin, joskin ne ovat Panostajan kohdalla suhteessa suurempia, koska yhtiö aktiivisesti kehittää sijoituskohteiden liiketoimintaa.

Panostajan seitsemän sijoituskohdetta toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Panostaja on mukana strategisessa kehitystyössä ja tukee yhtiöitä, mutta operatiivisesta toiminnasta vastaa oma toimitusjohtaja. Toimitusjohtajan valitsemisessa Panostajalla on kriittinen rooli.

Panostajan omistusosuudet sijoituskohteissa vaihtelevat merkittävästi (52,8-100 %). Kaikissa tytäryhtiöissä omistus on luonnollisesti yli 50 %, joten tuloslaskelmat ja taseet konsolidoidaan konserniin. Panostaja-konsernin liikevaihdossa näkyy siis 100 % tytäryhtiöiden liikevaihdosta ja tuloksesta, vaikka omistusosuudet ovat tätä pienempiä. Tämä tarkoittaa tuloslaskelmaan merkittäviä vähemmistöosuuksia, jotka sijoittajien on tärkeää huomioida.

Panostajan omistajarakenne

Matti ja Maija Koskenkorvan sekä heidän lastensa omistusosuus Panostajassa on yhteensä yli 30 % (sisältää omistuksen Treindex Oy:n ja Oy Koskenkorva Ab:n kautta). Koskenkorvan perhe käyttää siis Panostajassa merkittävää valtaa. Johdon ja sen lähipiirin omistus on yhteensä noin 2,0 %, mikä on merkittävä pörssiyhtiössä. Pidämme tätä osakkeenomistajille positiivisena asiana.

Omistuksia ja sijoitusstrategia

Käsitlemme Panostajaa sijoitusyhtiönä, jolla on omistuksia (portfolio) ja sijoitusstrategia. Portfolion arvo antaa pohjan arvonnääritykselle ja sijoitusstrategian perusteella voimme hahmottaa kykyä luoda lisäarvoa. Pienomistajilla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa pääoman allokointiin, jolloin sijoitusstrategian toimivuus täytyy huomioida sijoitusta tehdessä. Jos luottamusta johdon kykyyn allokoida pääomia ei ole, ei Panostajaan kannata sijoittaa.

panostaja

Omistaa ja kehittää suomalaisia pk-yrityksiä.
Yhtiön tärkeimmät omistukset ovat:



Lisäksi yhtiö omistaa vähemmistöjä seuraavissa yhtiöissä:

Spectra

Panostajan omistusosuus
Spectrasta 39 %

Ecosir Group

Panostajan omistusosuus
Ecosir Groupista 38,6 %

Juuri Partners

Panostajan omistusosuus
Juuresta 20 %

Sijoitusprosessi ja -periaatteet

Panostajan sijoitusperiaatteet

Panostaja etsii aktiivisesti terveen talouspohjan yrityksiä, joilla se uskoo olevan potentiaali nousta alansa kärkijoukkoon. Yritysarvoltaan (EV) kohteet ovat perinteisesti olleet noin 10 MEUR:n kokoluokassa, mutta tässäkin kokoluokassa kasvanut kilpailupaine voi laskea keskimääräistä sijoitusta jatkossa. Oston jälkeen yhtiö pyrkii kehittämään nämä seuraavalle tasolle ja luomaan samalla omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä.

1/3 Hankinta

Sijoituskohteiden hankinnassa kriittistä onärkevien kohteiden löytäminen, arvonluontipotentiaalin tunnistaminen ja sijoitusstrategian luominen. Panostaja on ollut enemmistö-sijoittaja, mikä tarkoittaa että se on vaatinut enemmistöä ja sitä kautta kontrollia kohdeyhtiössä. Samalla yhtiö on kuitenkin ottanut mielellään erityisesti yrittäjät mukaan vähemmistöomistajiksi ja käyttänyt tätä avainhenkilöiden sitouttamisessa.

Panostaja on kertonut, että ostettavien yritysten liikevaihto on tyypillisesti 5-50 MEUR. Moninaisista liiketoimintamalleista johtuen on luonnollista, ettei kohteita rajata merkittävästi. Viime vuosina yhtiö on kuitenkin kohdannut yhä kasvavaa painetta siirtyä kohti pienempiä sijoituskohteita, sillä

kilpailu on kiristynyt suuremmissa kohteissa.

Panostaja sijoittaa omasta taseesta, mikä mahdollistaa omaehtoisen ja pitkäjänteisen omistushorisontin. Tässä vertailukohtana on monesti erilaiset Private Equity-pääomarahastot, joilla on tietty sijoitushorisontti (esimerkiksi 8 vuotta). Panostajalla on selvästi enemmän liikkumavaraa sijoitusstrategiaansa.

Kokonaisuudessaan Panostajan hankintaprosessi on varsin joustava ja antaa yhtiölle laajat mahdollisuudet erilaisiin sijoituksiin. Tärkeintä on mielestämme, että Panostaja pystyy tarjoamaan rahan lisäksi osaamista sekä uskottavan suunnitelman omistaja-arvon kehittämiseksi. Yhtiöllä on myös käsityksemme mukaan hyvä maine pitkäjänteisenä yrittäjien kumppanina, mikä kuuluu mielestämme yhtiön vahvuuksiin.

2/3 Kehittäminen

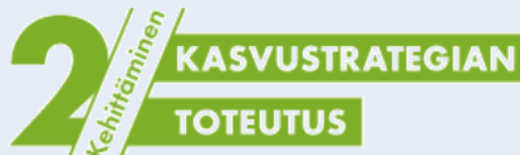
Sijoituskohteiden kehittäminen on kriittistä, jotta Panostaja pystyy luomaan omistaja-arvoa. Kehittämiseen kuuluu sijoitusstrategian toimeenpano, mihin kuuluvat kasvu, yritysostot ja operatiivinen tehokkuus. Perinteisen kannattavan kasvun lisäksi mielestämme on tärkeää pyrkiä laskemaan yleensä suhteellisen pienien sijoituskohteiden riskiprofiilia ja esimerkiksi

henkilöriskien pienentämistä. Riskiprofiilin laskeminen ja näkyvyyden parantuminen heijastuvat hyväksyttävään arvostustasoon.

Kehittämiseen kuuluu myös liiketoiminnan ja johtamisen kokonaisvaltainen kehittäminen: johdon osaamisen kehittäminen sekä aktiivinen tuki, työkalut ja järjestelmät sekä tietysti hallitus ja strategiatyö. Kehittäminen vaatii Panostajalta merkittäviä resursseja, joten sen täytyy tuottaa myös tuloksia. Tehtävän onnistuessa sijoituskohteen tuloksen pitäisi kasvaa, riskiprofiilin pienentyä ja kilpailuetujen vahvistua.

3/3 Irtaantuminen

Viimeinen osa prosessia on luonnollisesti luopuminen, missä tavoitellaan mahdollisimman hyvää tuottoa sijoitetulle pääomalle. Panostaja pyrkii siis optimoimaan sijoituskohteen arvonnousun ja toisaalta löytämään yritykselle mahdollisimman hyvän "kodin". Optimaalista irtautumista tukee jatkuva yrityskauppamarkkinan ja arvostustasojen seuranta, mutta oikea aikainen irtaantuminen on aina hankalaa. Mielestämme Panostaja on onnistunut kahdessa edellisessä merkittävässä irtaantumisessa (Flexim ja KotiSun) hyvin, mutta toisaalta viivytellyt liikaa joidenkin heikompien sijoituskohteiden kanssa.



Sijoitusstrategian arviointi (1/2)

Track-record omistaja-arvon luonnissa

Sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto ovat keskeisiä asioita Panostajan sijoitusstrategian analysoinnissa. Omistajilleen Panostajan lisäarvonluontia voidaan tarkastella esimerkiksi osinkojen ja oman pääoman kasvun kautta. Vuosien 2006-2017 välillä Panostajan oman pääoman kasvun ja osinkojen yhteenlaskettu kumulatiivinen tuotto on ollut noin 6,3 %. Tuotto on tullut osingoista, sillä yhtiön osakekohtainen pääoma on laskenut vuosien välillä. Oma pääoma per osake on laskenut tilikauden 2006 tasolta 0,68 eurosta tilikauden 2017 0,59 euroon.

Tilanne kuitenkin muuttuu, kun huomioimme Q1'18:llä realisoituneen KotiSun-irtaantumisen. Q1'18:n lopussa oma pääoma/osake oli 1,09 euroa, mikä muuttaa laskelman kokonaan: vuosituotto Q1'18-päätepisteelle on noin 9,4 % vuodessa (2006-Q1'18, osinko eliminoitu). Tämä kertoo samalla, miksi taseessa olevan piilevän arvon huomioiminen on erittäin tärkeää.

Taseen piiloarvo ei näy omassa pääomassa

Panostajan oma pääoma ei heijasta sijoituskohteiden piilevää arvoa, koska omistuksia ei arvoteta taseessa käypään arvoon. Taseessa omistukset on kirjattu lähtökohtaisesti hankintahintaan. Ainakin Granossa on arvioimme mukaan piilevää arvoa, mikä muuttaa laskelmaa selvästi. Osien summa laskelmamme perusteella saamme osakkeenomistajille kuuluvaksi arvoksi noin 1,30 euroa/osake. Tämä summa ylittää selvästi yhtiön oman pääoman (Q1'18: 1,09 euroa) ja erotus (0,21 euroa/osake) kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiön osissa piilevää arvoa. Huomautamme jälleen, ettei tilikauden 2017 päätös sisältänyt vielä KotiSun-myyntiä, minkä takia käytämme

Q1'18-lukemaa omasta pääomasta.

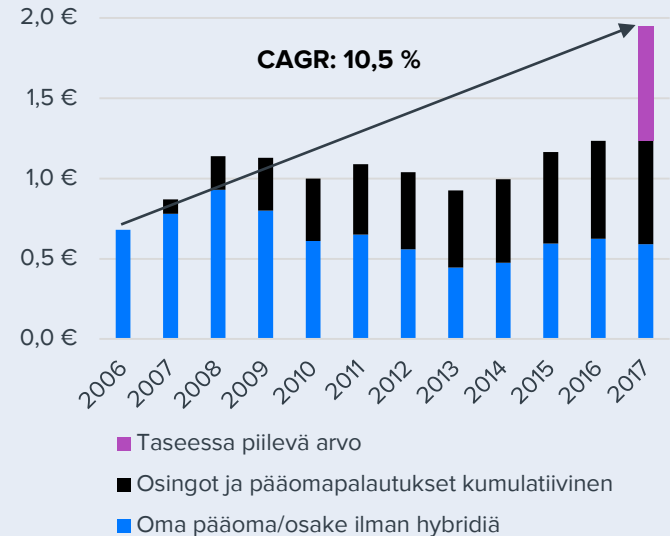
Piilevä arvo huomioiden Panostajan track-record on kohtuullinen

Osien summa laskelmaamme käyttämällä Panostajan vuosien 2006-2015 väliseksi annualisoiduksi vuosituotoksi saadaan noin 10,5 %. Mielestämme luku antaa paremman kuvan omistaja-arvon luonnista, koska se huomioi taseen piilovarallisuuden. Arvioon liittyy kuitenkin epävarmuutta - teoriassa se vaatisi omistuksien realisointia antamillamme arvoilla. Lopulta Panostajan irtautumisissa saamat hinnat tulevat poikkeamaan antamistamme arvoista riippuen neuvottelutilanteesta, ostajasta ja myynnin ajoituksesta. Esimerkiksi Fleximin kohdalla onnistuimme kuitenkin hyvin, eikä KotiSunin realisoitunut arvo ollut kovin paljoa meidän antamaamme arvoa suurempi.

Tavoitellusta tasosta on jääty selvästi

Panostajan tavoitteena on vähintään 20 %:n oman pääoman tuottoa niin, että sisäinen IRR (internal rate of return) tavoite on jokaiselle sijoituskohteelle yli 22 %. Tähän yhtiö on käsityksemme mukaan päässyt keskimäärin sijoituskohteissa kohtuullisesti ja mukana on myös hurjia onnistumisia. Ongelmana viime vuosina on kuitenkin merkittävästi arvoa tuhonneet epäonnistumiset kuten Takoma, sekä kokoluokkaan nähden suhteellisen korkea konsernikulurakenne. Näin ollen yhtiö ei ole yltänyt läheskään tavoitteeseensa. Lisäksi yhtiön tavoitteena on pitkään jatkuva omistaja- ja markkina-arvon kasvattaminen siten, että osakkeen kokonaistuotto ylittää NASDAQ OMX Helsingin Small Cap Indeksien keskimääräisen pitkän aikajänteen tuoton. Myös tässä suhteessa Panostaja on jäänyt selvästi tavoitteesta.

Track-record ja piiloarvo



Osakekurssi ja OPO/osake



Sijoitusstrategian arviointi (2/2)

Arvonluontimenetelmät

Sijoittajien kannalta koko sijoitustoiminnan menestys voidaan tiivistää tuottoihin. Näihin vaikuttavat monet elementit, joista mielestämme oleellisimpia ovat seuraavat:

- Hyväksyttävien arvostuskertoimien nousu sijoitusaikana
- Tulokasvu ja yrityksen toiminnan kehittäminen
- Velkavivun käyttö

Arvonkehityksen kannalla ensimmäinen elementti on erittäin tärkeä, mutta samalla se on vaikeasti hallittava. Arvostuskertoimien nousuun ("multiple expansion") liittyy ajoituksen onnistuminen, mutta taustalla on systemaattista työtä, kuten yrityksen riskiprofiilin laskemista. Tämä osa ei riipu mitenkään markkinoista.

Ostaessa valuaation on oltava konservatiivinen

Panostaja pyrkii hankkimaan yrityksiä suunnilleen arvostustasolla EV/EBITDA 4x (yritysarvo/käyttökate), mikä on alhainen ja kuvastaa alun korkeaa riskitasoa. Tähän vaikuttaa yleisesti vallitsevat arvostustasot ja tällä hetkellä tasoa on arviomme mukaan vaikea saavuttaa. Listaamattomien riskiprofiili on kuitenkin lähtökohtaisesti korkea jo heikon likviditeetin takia. Monesti yhtiöt sisältävät merkittävän henkilöriskin (yrittäjä ja avainhenkilöt), ovat pieniä ja niillä on harvemmin skaalautuvia tuotteita. Näin ollen keskimääräisten kertoimien pitäisi olla maltillisia. Pidämme tärkeänä, että Panostaja on kriittinen hyväksyttävien arvostuskertoimien suhteen.

Myytäessä asetelma kääntyy ja Panostaja pyrkii saamaan maksimaalisen arvostustason. Jos kehitysohjelma on onnistunut suunnitelmien

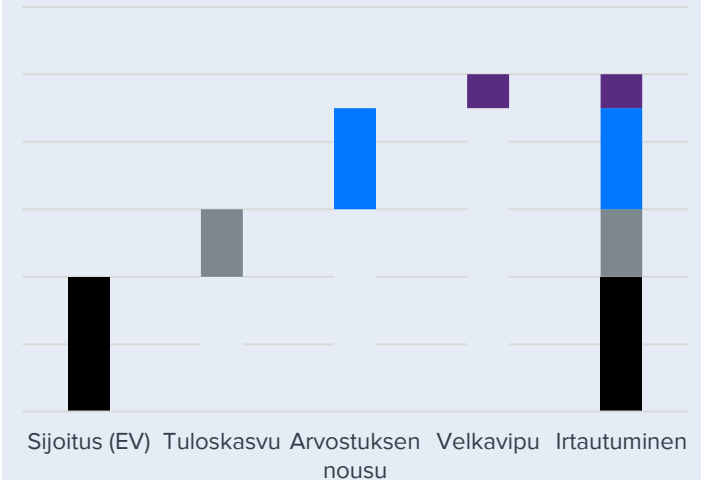
mukaan, korkeamman arvostustason saavuttamisen pitäisi olla helppoa riskiprofiilin pienennettyä ja yhtiön toiminnan vakaannuttua. Myös myynnissä ajoituksella on suuri merkitys. Arvostustason nousu riippuu liiketoiminnan kehityksestä, näkymistä ja toimialan yleisestä kehityksestä sekä yleisestä arvostustasosta.

Tulokasvu on kriittinen ajuri

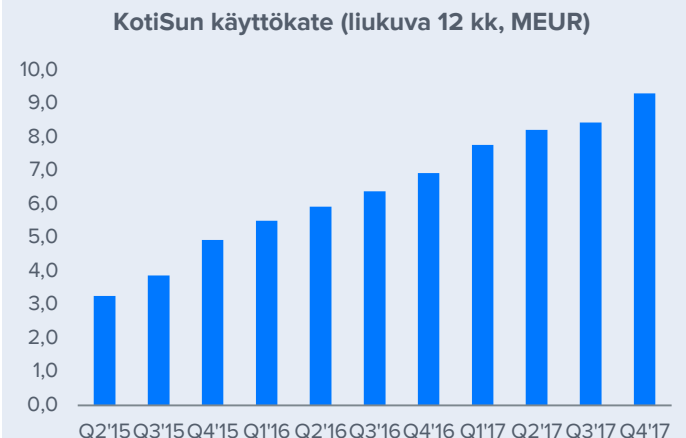
Yrityksen toiminnan kehittäminen tarkoittaa omistaja-arvon luonnissa pääasiassa strategian toteuttamista, tulokunnon parantamista ja toisaalta riskiprofiilin pienentämisestä. Tähän liittyy yleinen kehystoiminta, mutta tärkein elementti sijoituksen arvon kannalta on tuloksen kasvattaminen. Tulokasvun merkitys on erittäin suuri pitkällä sijoitushorisontilla; tuloksen on kasvettava kohtuullista vauhtia, vaikka yrityksen välillä on toki erittäin suuria eroja (kasvuyritys vs. kassavirtacase). Esimerkiksi 10 %:n vuosittainen tulokasvu kumuloituisi merkittäväksi tuotoksi 5-10 vuoden aikana. Luonnollisesti tulokasvu tuo mukanaan myös osinkoja sijoitusperiodeilla, mikä tuo mukanaan tasaisempaa kassavirtaa ja hajauttaa riskejä. Lisäksi tulokasvuun tarjoaisi vipua edellä mainittu arvostuskertoimien nousu.

Panostaja, kuten käytännössä kaikki pääoma-sijoitusyhtiöt, käyttää velkavipua nostaakseen tuottoja. Tämä nostaa tuottopotentiaalia, mutta kohottaa samalla riskejä. Panostaja on käyttänyt velkavipua viime vuosina merkittävästi, mutta mielestämme kuitenkin perustellusti. Viime vuonna velkavipu oli jo huomattavan korkea, mutta pidimme tasoa edelleen hallittuna ajatellen konsernin yleistä riskiprofiilia. Järkevästi käytetty velkavipu kasvattaa tuottopotentiaalia ja mahdollistaa suuremman määrän sijoituksia samalla määrällä omaa pääomaa.

Panostan arvonluontielementit



Esimerkki KotiSunin tulokasvusta



Portfolion esittely (1/2)

Suhteellisen tasapainoinen sektorijakauma

Panostajan portfolioon kuuluu 7 sijoituskohdetta (enemmistöomistus, >50 %) ja 3 osakkuusyhtiötä (merkittävä vähemmistöomistus, vähintään 20 %). Portfolio sisältää suhteellisen monipuolisesti yhtiöitä Suomen pk-sektorilta. Sijoituskohteet ja niiden toimialat ovat:

- Grano - Digitaaliset painopalvelut
- KL-Varaosat - Autovaraosat
- CoreHW - RF IC-suunnittelupalvelut
- Selog - Sisäkattomateriaalit
- Helakeskus - Kalustehelat
- Heatmasters - Lämpökäsittely
- Megaklinikka - Suun terveydenhoito

Selvästi suurin ja samalla myös arvokkain omistus on näkemyksemme mukaan Grano, jonka yritysostovetoisessa kasvutarinassa Panostaja on onnistunut erinomaisesti. Arvioimme Panostajan Grano-omistuksen (52,8 %:n omistusosuus) arvon olevan ~34,5 MEUR, mikä on lähes 68 % portfolion kokonaisarvosta (~51 MEUR). Samalla tavalla Grano dominoi myös liikevaihto- ja liikevoittolukuja. Tämä tekee Granosta myös salkun ylivoimaisesti suurimman riskikeskittymän, vaikka yhtiön riskiprofiili on mielestämme kohtuullisen matala.

Toimialahajautus on kohtuullinen, mutta Suomi-riski on selkeä

Panostajan sijoitukset ovat jakautuneet kohtuullisesti eri toimialoille. Kaikki seitsemän yhtiötä toimivat eri toimialoilla, joskin Selog ja Helakeskus ovat liitännäisiä rakentamiseen. Panostaja sijoittaa strategian mukaisesti suomalaisiin pk-yrityksiin, joten salkun Suomi-

riski on luonnollisesti merkittävä. Riippuvuus Suomen talouskehityksestä on huomattavasti suurempi kuin esimerkiksi sijoittajalle, joka omistaa yhtiöitä pelkästään Helsingin pörssistä. Vaikka joillakin tytäryhtiöillä on vientiä, on Suomi ylivoimaisesti suurin markkina yhtiöille - liikevaihdosta yli 90 % tulee Suomesta.

Arvo on voimakkaan keskittynyt Granoon

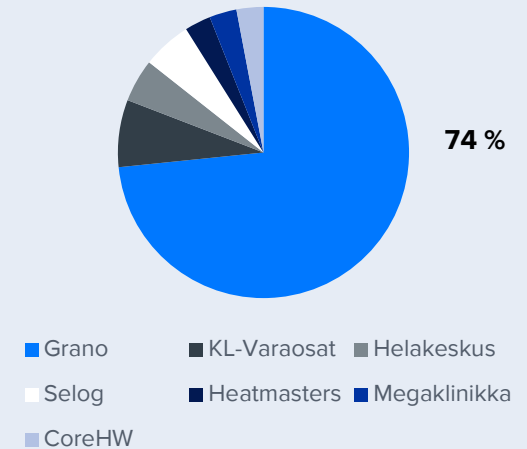
Näkemyksemme mukaan Panostajan portfolion arvo on keskittynyt voimakkaasti Granoon. Arvioimme Granon markkina-arvon olevan 65 MEUR (EV noin 122 MEUR), mikä on noin 68 % koko portfoliosta. Tämä on mielestämme merkittävä riski, vaikka Granon liiketoiminta on varsin defensiivistä ja pidämme yhtiön riskiprofiilia kohtuullisen matalana. Samalla on myös huomioitava se, että lähes puolet Granon omistuksesta on Panostajan ulkopuolella. Tämä tarkoittaa todella suuria vähemmistöosuuksia.

Muut omistukset ovat näkemyksemme mukaan arvoltaan huomattavasti pienempiä. Toiseksi arvokkain KL-Varaosat on vain ~13 % portfoliosta. Hajautuksen kannalta arvon raju keskittyminen on mielestämme heikkous. Emme näe tätä kuitenkaan suurena ongelmana, kunhan sijoittaja tiedostaa tilanteen.

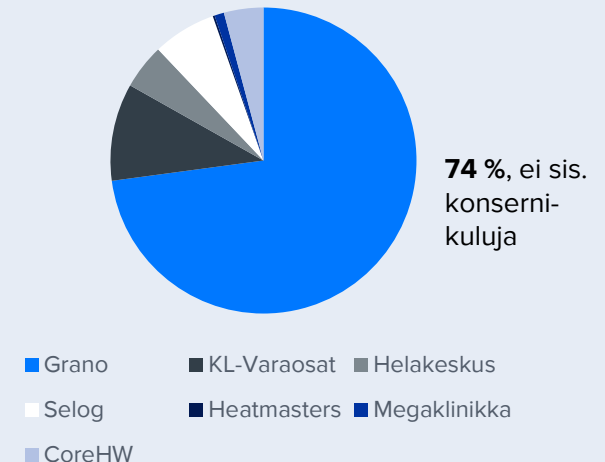
Selkeät arvoajurit ovat tällä hetkellä vähissä

KotiSunin myynnin jälkeen Panostajan portfoliosta puuttuu mielestämme selkeitä arvoajureita. Hajautuksen kannalta olisi hyvä, jos yhtiöllä oli monia pieniä ja erilaisia arvoajureita. Tällä hetkellä Granon ulkopuolella arvoajurit ovat kuitenkin mielestämme turhan vähäisiä tai heikkoja, minkä takia portfolio kaipaisi mielestämme selkeästi uudistumista. Myös Granossa suuret liikkeet on näkemyksemme mukaan jo tehty.

Liikevaihdon jakauma (2018e)



Liikevoiton jakauma (2018e)



Portfolion esittely (2/2)

Monia yhtiötä kehityskaaren loppupäässä

Panostajan sijoitushorisontin ollessa normaalisti noin 5-10 vuotta, mutta Grano, KL-Varaosat, Helakeskus ja Heatmasters ovat kaikki olleet salkussa jo lähes 10 vuotta. Näiden yhtiöiden pitäisi olla lähellä exit-vaihetta. Näistä merkittävien on Grano, joka on kuulunut salkkuun vuodesta 2008. Arviomme mukaan yhtiön kasvutarina Suomessa alkaa olla jo kypsässä vaiheessa. Odotamme Panostajan keskittyvän seuraavan 12 kuukauden aikana kannattavuuden ja tehokkuuden optimointiin tuoreiden yritysostojen jälkeen, jotta yhtiöstä saadaan paras mahdollinen hinta. Mielestämme Panostajan kannalta looginen irtautumisaika olisi pian sen jälkeen, kun Granon uusi kokonaisuus on todistanut kannattavuutensa ja kykynsä luoda kassavirtoja. Mahdollisesti tämä toteutuu jo vuoden 2018 loppupuolella, todennäköisesti kuitenkin ensi vuonna.

KL-Varaosat on ollut salkussa vielä pidempään eli vuodesta 2007. Panostaja päätti laajentaa yhtiön toimipisteverkostoa sekä tuotevalikoimaa (Volvo) vuonna 2015. Yhtiöllä on edelleen mahdollisuuksia laajentaa, mutta verkosto alkaa olla Suomen päämarkkinat kattava, mitä yhtiö tavoittelee. KL on ollut Panostajalle varsin hyvä kassavirtacase, mutta suurta kasvupotentiaalia emme yhtiössä näe. Mielestämme Panostajan irtautuminen KL-Varaosista on mahdollista jo tänä vuonna. Suurempaa kiirettä asian kanssa ei käsityksemme mukaan ole, mutta olemme hieman huolestuneita digitalisaation paremmin mahdollistamasta kansainvälisestä kilpailusta.

Helakeskuksen liiketoiminta on viime vuosina käynyt läpi merkittävän rakennemuutoksen ja se

on saatu kohtuulliseen tuloskuuntoon. Alalla on konsolidaatiomahdollisuuksia, mutta nämä eivät ole edenneet viime vuosina. Uskomme Panostajan olevan kiinnostunut irtautumisesta, mutta vaihtoehtoja vaikuttaa olevan hyvin rajallisesti. Arviomme mukaan liiketoiminnan nykyinen arvo ja myös potentiaali on rajallinen Panostajan kokonaisuudessa.

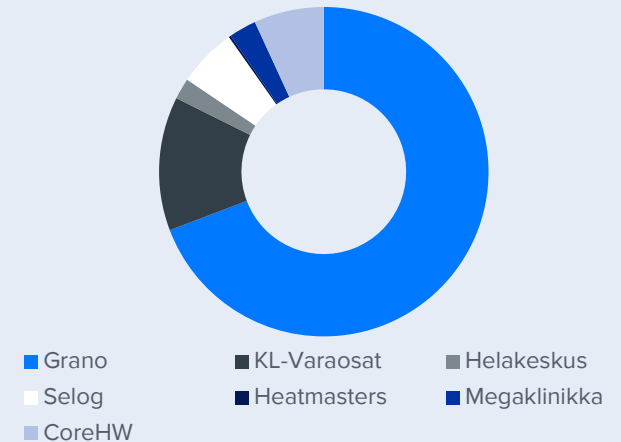
Heatmasters ei ole ollut Panostajalle hyvä sijoitus, emmekä myöskään näe sille hyvää arvonluontipolkua. Yhtiön kannattavuus on tällä hetkellä erittäin heikko, mikä tekee irtautumisesta haastavaa. Omissa arvioissamme emme anna Heatmasters-omistukselle juurikaan arvoa. On kriittistä, että yhtiön kassavirta on tulevaisuudessa kuitenkin positiivinen eikä sijoitus vaadi Panostajalta lisäpääomia.

Tuoreemmat sijoituskohteet

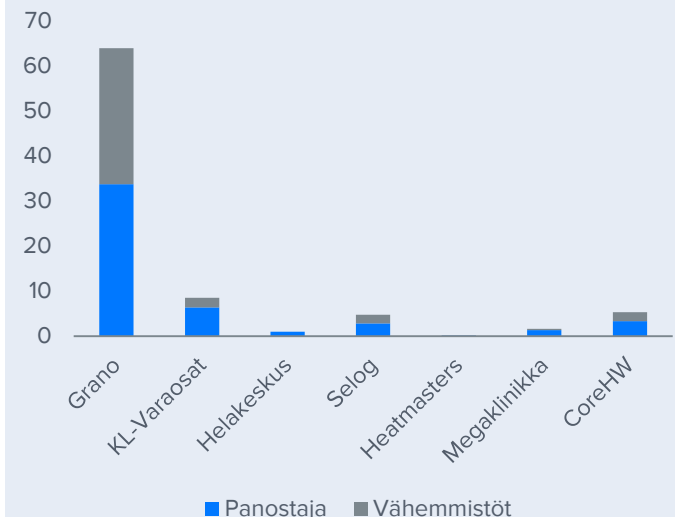
Panostajan sijoitussalkussa on kaksi tuoreempaa sijoitusta, joissa yhtiö on selvästi sijoitusajan alkupuolella. Nämä ovat CoreHW (2017) ja Megaklinikka (2015). Näiden kohdalla Panostajan kehitystyö on vasta alussa, yhtiöissä on paljon arvonluontipotentiaalia eikä irtautuminen ole ajankohtaista vuosiin. Megaklinikka on vasta uudistanut strategiaansa ja on tämän polun alussa. CoreHW on vasta hankittu.

Selog (2012) on jossain määrin väliinputoaja. Selog ei ole varsinainen kasvutarina ja on profiililtaan keskittynyt kassavirtaan. Selogista olisi todennäköisesti mahdollista irtautua kohtuullisen nopeastikin, mutta toisaalta mitään painetta tähän ei käsityksemme mukaan ole.

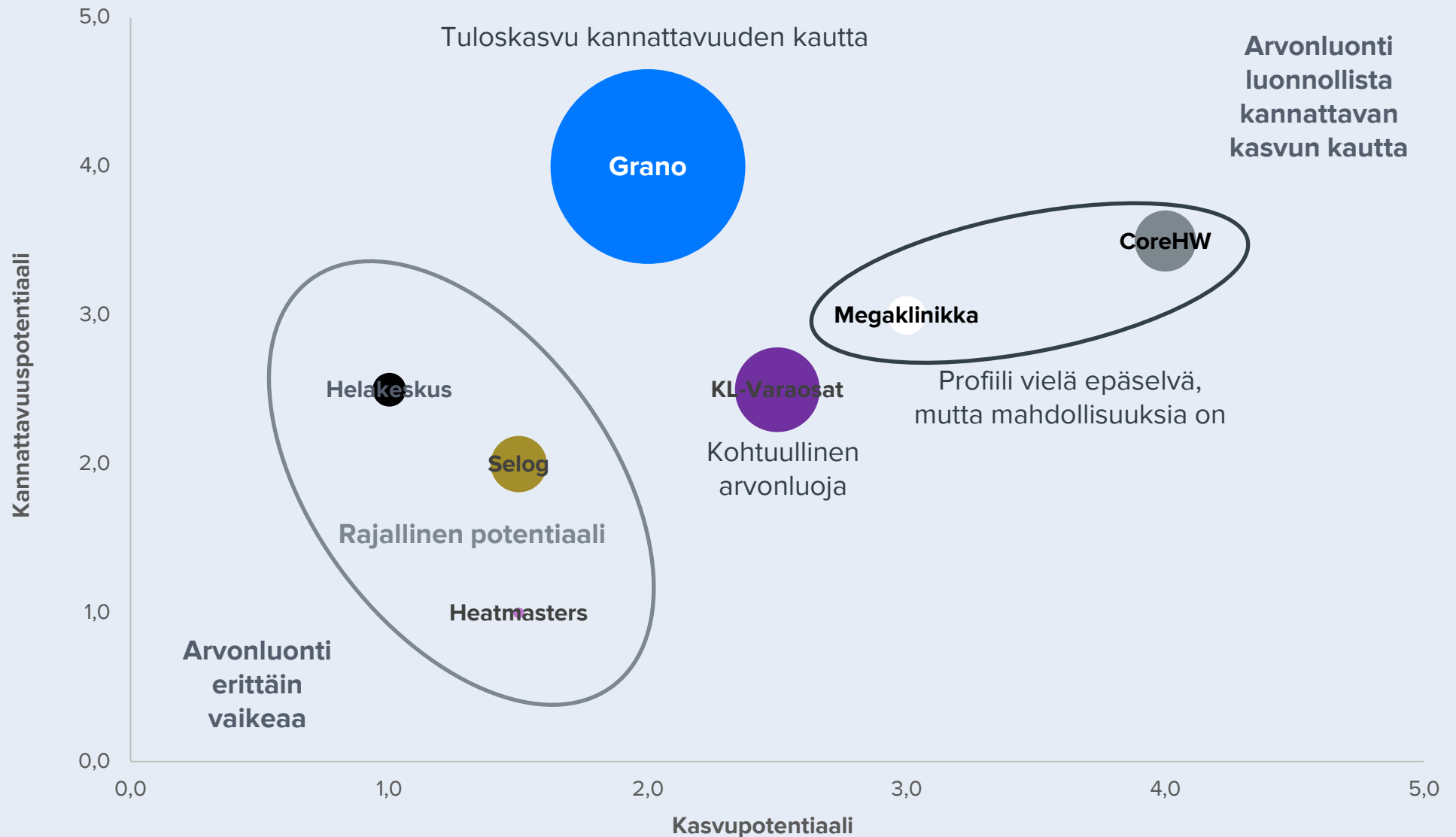
Arvon jakautuminen



Arvon tarkastelu toisesta näkökulmasta



Sijoituskohteiden arvonluontikyky



Grano (1/4)

Onnistunut kasvutarina

Grano on voimakkaan kasvun buy-and-build-tarina, joka alkoi Kopijyvän ostosta vuonna 2008. Kopijyvä oli Suomen johtava paino- ja tulostuspalveluja tarjoava yritys, joka on keskittynyt digitaaliseen painamiseen. Ensimmäisenä toimintavuotenaan osana Panostaja-konsernia eli vuonna 2009 liikevaihto oli 13,5 MEUR, minkä jälkeen kasvu on ollut hurjaa. Tilikaudella 2017 Granon liikevaihto oli 105,3 MEUR, joten liikevaihto on kasvanut lähes 30 % vuosittain (CAGR) Panostajan reilun yhdeksän vuoden omistuksen aikana.

Vaikka orgaaninen kasvu on ollut suhteellisen vahvaa, on valtaosa kasvusta syntynyt merkittävillä yritysostoilla. Näistä suurimpia ovat olleet Multiprint-fuusio sekä tuore Lönnberg-yritysosto, mutta vuosien varrella Grano on tehnyt kymmeniä yritysostoja. Pelkästään viime vuonna yhtiö teki kuusi yritysostoa.

Granon liikevaihto nousee viimeisimmän 2017 toteutetun konsolidaatiokierroksen jälkeen noin 140-150 MEUR:n tasolle. Yhtiöllä on Suomen kattava 26 toimipisteen verkosto ja yli 900 työntekijää. Valtaosa on yhtiön liikevaihdosta tulee Suomesta, mutta yhtiöllä on pientä liiketoimintaa myös Virossa ja Venäjällä.

Granon profiili on muuttunut merkittävästi

Nykyään Grano on Suomen johtava sisältö- ja markkinointipalveluyhtiö. Uuden strategian taustalla on vastaaminen ennakoiden asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin, joiden taustalla ovat taas ostokäyttäytymisen muutos ja digitalisoituminen. Uudistusten kulmakiveksi on muodostunut Granon palveluvalikoiman asiakaslähtöisempi tuotteistaminen.

Yhtiö on asemoinut itseään sisältöpalveluna ja sen palvelutarjonta on laajentunut viime vuosina voimakkaasti yritysostojen tukemana. Toiminnot on keskitetty Grano-brändin alle ja yhtiö pystyy tarjoamaan yhä kattavammat markkinointi- ja sisältöpalvelut yhden luukun -periaatteella. Näin yhtiö pystyy kilpailemaan myös suuremmista markkinointikokonaisuuksista.

Valitettavasti Granon eri liiketoimintojen kehityksestä on saatavilla vain rajallisesti tietoa, minkä takia esimerkiksi eri segmenttien kokoluokkia on vaikea arvioida. Käsityksemme mukaan perinteinen offsetpainaminen on nykyään enää pieni osa kokonaisuudesta.

Kasvu on ollut pääosin kannattavaa

Granon kasvutarina on ollut historiallisesti myös hyvin kannattava ja tuloskasvu on ollut erittäin voimakasta. Viime vuosina kannattavuuden suunta on ollut kuitenkin alaspäin, mikä aiheuttaa huolia. Vielä tilikaudella 2014 Granon käyttökate-% oli vielä erinomaisella 16,7 %:n tasolla toimialalla, jolla suurin osa yhtiöistä taisteli silloinkin noin 8 %:n käyttökatetasolla.

2015 Granon käyttökate painui 15,6 %:n tasolle Multiprint-fuusion myllerryksessä. Lasku jatkui 2016, kun käyttökate tippui selvästi 13,5 %:in liikevaihdosta ja tilikaudella 2017 taso oli enää 11,6 %. Edellisellä tilikaudella raportoituja lukuja painoi kuitenkin merkittäviin yritysostoihin ja näiden jälkeisiin tehostamiseen liittyvät kertakulut. Toisaalta operatiivisia hyötyjä yritysostoista ole vielä saatu irti, missä menee vielä pitkään. Alan yleiset kannattavuushaasteet tulevat jatkumaan, joten suurempien parannuksien täytyy tulla sisäisistä toimista. Viime vuosien heikko kehitys on aiheuttanut huolia normalisoidusta kannattavuustasosta.

GRANO

Grano on sisällön- ja aineistohallinnan vahvin tekijä Suomessa. Se valmistaa digi- ja printtipalveluihin liittyviä tuotteita, markkinointia ja ratkaisuja, jotka helpottavat sekä kehittävät asiakkaiden liiketoimintaa.

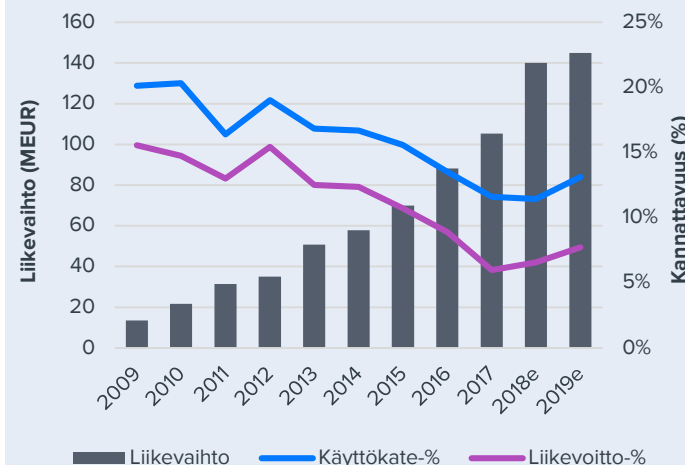
Panostajan
omistusosuus

Sijoitusvuosi

Liikevaihto

52,8 % 2008 105,3 M€

Granon avainlukujen kehitys



Grano (2/4)

Painomarkkinoiden murros jatkuu

Painomarkkinat ovat olleet murroksessa jo pitkään ja samansuuntaisen kehityksen odotetaan myös jatkuvan. Murrosta ajaa digitalisaatio ja asiakaskäyttäytymisen muutos. Perinteisillä painomarkkinoilla on ylikapasiteettia, mikä on laskenut toimialan kannattavuutta. Painojen kokonaisvolyymit ovat laskussa, koska perinteinen offsetpainaminen vähenee jatkuvasti. Samaan aikaan digitaalinen painaminen kasvaa ja valloittaa alaa. Digitaalinen painaminen ei kuitenkaan tule syrjäyttämään perinteistä painamista kokonaan, mutta se lähentyy sekä laadullisesti että kustannus-tehokkuudessa perinteistä offsetpainamista. Tällä hetkellä toimialan suurin kasvu tulee markkinoinnin digitaalisista tuotannoista, mikä onkin yksi Granon painopistealueista.

Konsolidaatio edelleen osittain kesken

Suomessa toimiala on käynyt viime vuosina läpi konsolidaatiota, jossa Granolla on ollut merkittävä rooli. Konsolidaation arvioidaan edelleen jatkuvan ja pienten toimijoiden määrän laskevan. Johtavassa asemassa olevan Granon kannalta positiivista on se, että digitaalisessa painamisessa markkinoille tulokynnys on suhteellisen korkea: asialliset tuotantovälineet vaativat merkittäviä investointeja. Vaikuttaa siltä, että lopulta alalle jää muutama suuri yhtiö ja vahvimmassa asemassa on juuri Grano.

Kilpailussa on yleisesti mukana muutama suuri kansallinen toimija kuten PunaMusta Oy (osa Pohjois-Karjalan Kirjapainoa), joka on myös tehnyt kasvupanostuksia viime aikoina. Muita suurempia kilpailijoita ovat esimerkiksi Kopio Niini Oy ja Nordic Morning. Toisaalta lähes

kaikilla alueilla on merkittäviä paikallisia kilpailijoita. Näiden näkymät eivät kuitenkaan ole pitkällä tähtäimellä kovin houkuttelevia, sillä skaalaedut ovat toimialalla oleellisia.

Koko on toimialalla kilpailutekijä

Toimialalla koko on merkittävä kilpailutekijä, sillä yksikkökustannukset laskevat selvästi kokoluokan mukana. Tämä johtuu siitä, että painolaitteiden valmistajien (kuten Canon ja HP) hinnoitteluvoima on suurempi pienempiin toimijoiden nähden ja näin nämä joutuvat maksamaan enemmän jokaisesta "tulosteesta". Tämä ns. klikkimaksu on alalla merkittävä kuluerä, joten sen alentaminen on selkeä etu ja yksi ajuri alan konsolidaatiolle.

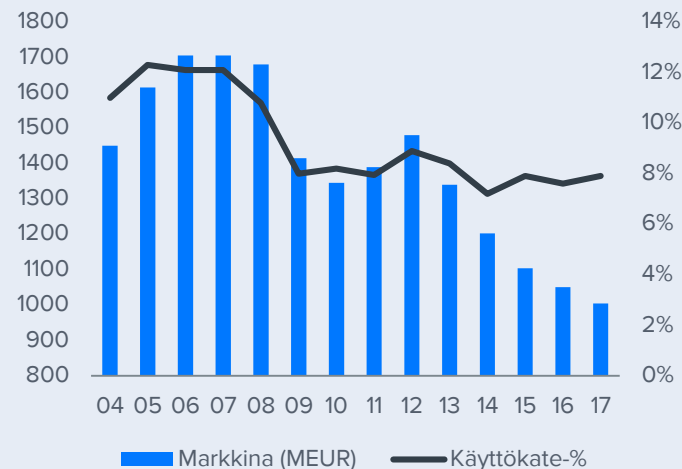
Yleisesti näemme Granon kilpailuasetelman suotuisana, koska yhtiöllä on kriittistä massaa, osaamista sekä resursseja merkittäviin investointeihin. Tilanne on kuitenkin yhä monimutkaisempi, kun Granon palvelutarjonta on yhä laajempi. Mielestämme on vielä epäselvää, miten kokonaisuus pystytään hallitsemaan kannattavasti. Myös kilpailukenttä on nykyään hyvin hajanainen.

Yleinen kannattavuus on edelleen paineessa

Alan yleinen kannattavuustaso on selvästi heikompi kuin Granolla. Offsetpainamisessa kannattavuus on yleisesti erittäin heikko ylikapasiteetin takia. Lisäksi alalla on "hinta-häiriköitä", jotka painavat hintatasoa ainakin alueellisesti – monesti nämä ovat pieniä toimijoita, jotka pyrkivät selviämään haastavassa markkinatilanteesta. Teknologian kehittymisen pakottamat investoinnit tulevat kuitenkin lisäämään paineita pidemmällä aikavälillä.

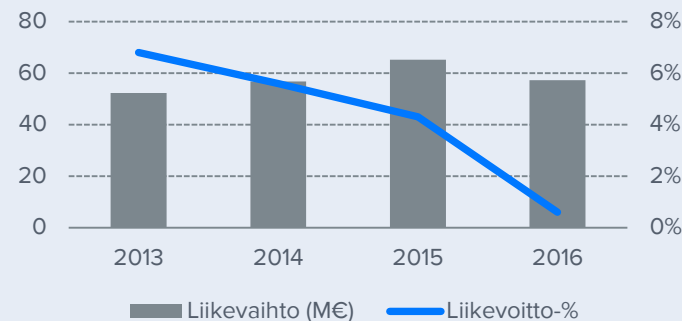
Yleinen markkinakehitys

Painaminen ja siihen liittyvät palvelut



Lähde: Tilastokeskus ja Print&Media. Toimialaluokan "Painaminen ja siihen liittyvät palvelut" vuoden 2016 on Tilastokeskuksen ennakkotieto ja 2017 Print&Median arvio.

Punamusta Oy:n avainlukujen kehitys



Grano (3/4)

Kannattavuuskehitys saatava käännettyä

Granon on kriittistä saada käännettyä viime vuosien kannattavuuskehitys. Kannattavuus on mennyt viime vuosina lähes trendinomaisesti alaspäin. Tähän vaikuttanee yleinen hintapaine, mutta myös yhtiön toimet tai toimettomuus. Suuren Multiprint-fuusion jälkeen integraatio ei ole tuonut täysimääräisesti odottamiimme hyötyjä, mikä voi johtua siitä, että yhtiö odotti edelleen yhtä suurempaa konsolidaatiokierrosta. Nyt yhtiön tehostamistoimilla on selvästi suuremmat paineet tuoda tuloksia, sillä kannattavuustrendi on pystyttävä kääntämään.

Liikevaihto tulee nousemaan voimakkaasti tilikaudelle 2018 viime vuoden yritysostojen takia, mutta yritysostojen integrointi, päällekkäisyyksien poistaminen ja toiminnan tehostaminen ovat nyt erityisesti polttopisteessä.

Tehostamisohjelma käynnistettiin loppuvuonna

Tehostamiseen liittyen yhtiö toteutti loppuvuonna 2017 laajat yt-neuvottelut, jossa henkilöstömäärä väheni noin sadalla henkilötyövuodella. Tehostamisella haetaan 4 MEUR:n säästöjä vuositasolla, jotka kuitenkin toteutuvat vaiheittain: 2018 tilikaudella säästöjen pitäisi olla hieman alle puolet odotetusta ja tilikaudella 2019 kaikkien hyötyjen pitäisi olla näkyvissä. Kulurakenteen pitäisi siis laskea ainakin noin 2 MEUR:n vauhtia seuraavina tilikausina.

Mielestämme indikoidut tehostamishyödyt ovat varsin varovaisia, sillä Granon keskimääräinen kulu/henkilö oli viime vuonna noin 44 TEUR/vuosi. Silloin 100 henkilön vähentämisen pitäisi tuoda yhtiölle noin 4,4 MEUR:n vuotuiset säästöt ja käsityksemme mukaan optimoitavaa

on paljon muuallakin. Merkittävin yksittäinen toimenpide on käsityksemme mukaan tuotannon keskittäminen tiettyihin suurempiin yksiköihin, mikä tehostaa toimintaa ja tuo yhtiölle skaalaetuja. Näin ollen kokonaissäästöt voisivat mielestämme olla selvästi suurempiakin.

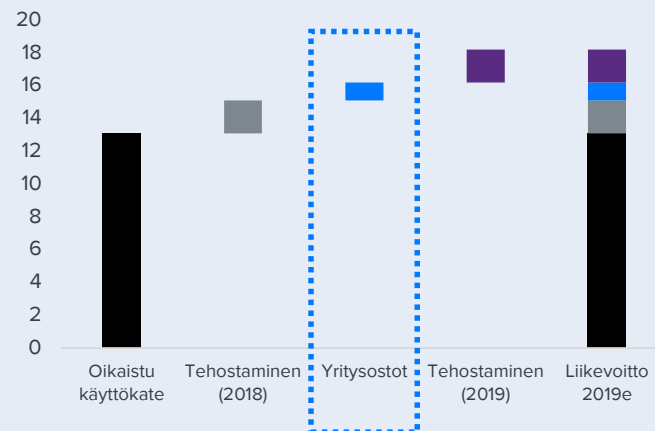
Tilikaudella 2017 yhtiön käyttökate oli 12,2 MEUR, mutta Q4-tulosta rasittivat 0,5 MEUR yrityshankintojen kustannuksia sekä 0,4 MEUR:n yt-kuluvaraus. Relevantti vertailutaso on siis noin 13,1 MEUR, ja 2 MEUR:n parannus nostaisi 2018 käyttökateen noin 15 MEUR:n tasolle ja seuraavan vuonna oltaisiin jo 17 MEUR:n tasolla.

Yritysostot vaikeuttavat ennustamista

Lisäksi tulostasoa nostaa tuoreiden yritysostojen kontribuutio, mitä on toistaiseksi vaikea arvioida. Yritysostojen mukana Granon tulee noin 50 MEUR liikevaihtoa. Esimerkiksi Lönnbergin, joka oli suurin yritysostokohde, kannattavuus on ollut selvästi Granon alapuolella. Ilman tehostamistoimia ja synergioita yritysostojen heikompi kannattavuus dilutoisi Granon suhteellista kannattavuutta. Lisäksi poistotasot nousevat voimakkaasti yritysjärjestelyiden takia, osittain yritysostoihin liittyvillä aineettomilla PPA-poistoilla. Tämä asettaa liikevoittoon suurta painetta, minkä takia suosittelemme seuraamaan kehitystä erityisesti käyttökate- ja liikevoitto-%:n tasolla.

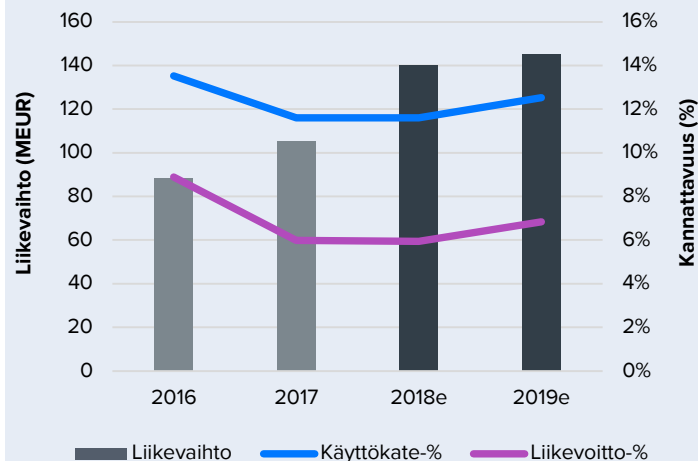
Ennustemme tilikauden 2018 käyttökateen olevan noin 16,2 MEUR, mikä tarkoittaisi noin 11,6 %:n marginaalia (2017: 11,6 %). Tilikaudella 2019 odotamme tehostamistoimien menevän suoraan läpi, mikä nostaa liikevoiton 18,2 MEUR:n ja marginaalin 12,5 %:n tasolle. Liiketulosmarginaali siis vielä laskee 2018 noin 5,9 %:n tasolle, mutta lähtee sen jälkeen elpymään (2019e: 6,8 %)

Granon käyttökateen kehityssennuste (MEUR)



Odotuksemme ovat erittäin maltillisia yritysostojen kontribuution suhteen. Näkyvyys on heikko ja integraatioissa on ollut historiassa haasteita.

Avainlukujen ennustettu kehitys



Grano (4/4)

Vuoden 2019 jälkeen arvioimme kannattavuuden pysyvän suunnilleen näillä tasoilla. Uskomme kannattavuusparannuksien olevan jatkossa haastavia ilman, että muutosprosessi tuo onnistumisia korkeamman marginaalin liiketoiminnoissa. Nykyrakenteella noin 13-14 %:n käyttökatetaso on mielestämme realistinen, mikä indikoisi myös runsaita kassavirtoja. Tuloskasvun odotamme kuitenkin olevan suhteellisen maltillista näkyvyyden ollessa toistaiseksi heikko.

Vahva asema murroksessa

Granolla on erittäin vahva asema murroksessa olevalla markkinalla, se on hyvin kannattava ja lähivuosien näkymät ovat mielestämme vakaat. Kilpailuasema on vahva ja yhtiön riskiprofiili on suhteellisen alhainen, vaikka toimiala käykin läpi murrosta. Nämä tekijät nostavat mielestämme hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Toisaalta kasvumahdollisuudet Suomessa ovat rajalliset ja kansainvälinen kasvu toisi mukanaan kokonaan uudet haasteet (osaaminen, resurssit ja riskit).

Suurimmat huolestamme liittyvät kannattavuuskehitykseen viime vuosina. Kannattavuus on heikentynyt selvästi, mitä nyt pyritään oikaisemaan tehostamistoimilla. Tulokunto näkyy arvossa sekä absoluuttisesti että hyväksyttävien kertoimien kautta, jos trendiä ei saada käännettyä.

Grano olisi mielestämme erittäin houkutteleva ostokohde esimerkiksi eurooppalaiselle toimijalle, joka haluaisi jalansijaa Suomessa. Teollinen ostaja olisi todennäköisesti positiivinen skenaario myös arvostustasoa ajatellen. Grano olisi mahdollinen kohde Panostajaa astetta isommalle pääomasijoittajalle, joka voisi mahdollisesti laajentaa toimintaa ulkomaille.

Hyväksyttävä arvostus

Mielestämme Granolle voidaan hyvin perustella noin EV/EBITDA-kerroin 7-8x, mikä antaisi vuoden 2018 tulosenusteella Granon yritysarvoksi noin 122 MEUR. Tämä tarkoittaisi toisaalta EV/EBIT-kerrointa 7,5x.

Sijoituksen markkina-arvoon ja sitä kautta Panostajan omistuksen arvoon vaikuttaa voimakkaasti nettovelat, joiden määrä voi vaihdella rahoitustoimien mukana. Tämä aiheuttaa tiettyjä haasteita arvonmäärittämisessä, mutta yritysarvon (EV) pitäisi olla suhteellisen vakaa. Q1'18 nettovelat olivat 56,4 MEUR, minkä jälkeen markkina-arvoksi jäi 65,4 MEUR. Panostaja omistaa Granosta 52,8 %, minkä arvo on mielestämme 34,5 MEUR.

Panostajan exit on lähellä

Mielestämme Granon seuraava kehitysvaihe on kaikkien yritysostojen integrointi, skaalautuvien toimintojen keskittäminen, tehostaminen ja kannattavuuden parantaminen. Seuraava askel olisi mielestämme kansainvälinen kasvu, mikä vaatii erilaista osaamista sekä riskinottoa. Suomen markkinat alkavat olla pitkälti "jaetut" eikä toimipisteiden avaaminen uusissa kaupungeissa ole enää erityisen houkuttelevaa. Alan konsolidaatio on kesken, mutta uskomme Granon kannalta oleellisimpien yritysostojen olevan jo takana ainakin lyhyellä aikavälillä.

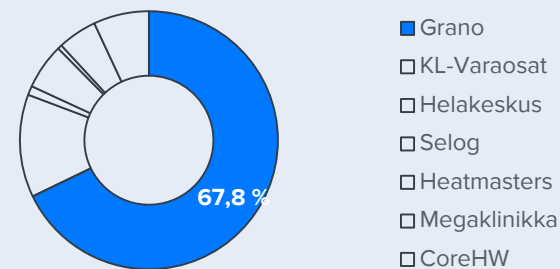
Emme näe kansainvälisen kasvun hakemista Panostajan kannalta loogisena Granon kehitysaskeleena, minkä takia irtaantuminen Granosta on arviomme mukaan lähellä. Mielestämme tämä voi tapahtua heti, kun tuoreiden yritysostojen integrointi ja toiminnan uudelleenjärjestely on saatu valmiiksi. Tämä voi tapahtua jo seuraavan 12-18 kk:n sisällä.

Arvonmäärittäksen avainluvut

Arvostuskertoimet	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2018e)	7,0	-	8,0
EV/EBIT (2018e)	13,7	-	15,6
EV/S (2018e)	0,8	-	0,9
Arvohaarukka (MEUR)	114	-	130

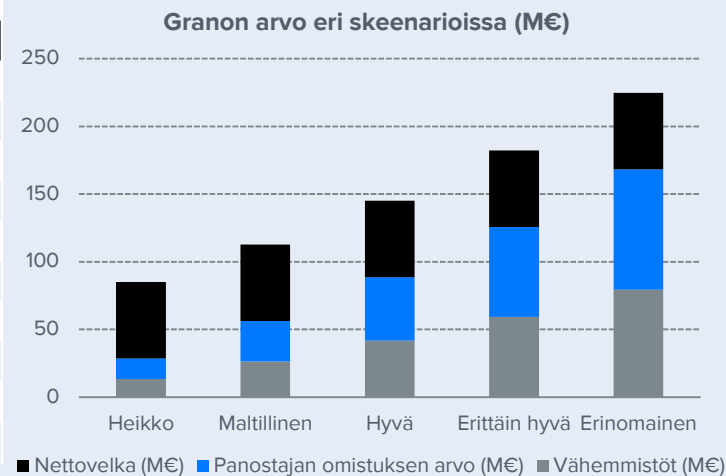
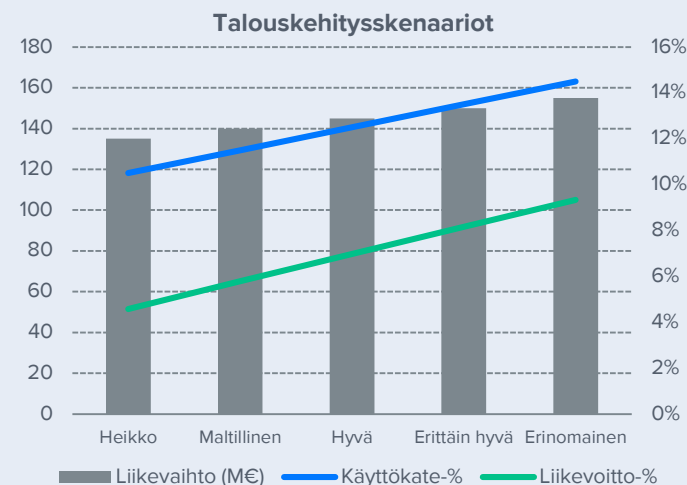
Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	121,8	MEUR
Nettovelat	56,4	MEUR
Markkina-arvo	65,4	MEUR
Panostajan osuus (52,8 %)	34,5	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	31,1	MEUR

Osuus Panostajan portfolioista



Granon mahdollisia exit-skenaarioita

Talouskehitysskenaariot	Heikko	Maltillinen	Hyvä	Erittäin hyvä	Erinomainen
Liikevaihto (M€)	135	140	145	150	155
Käyttökate-%	10,5 %	11,5 %	12,5 %	13,5 %	14,5 %
Käyttökate (M€)	14,2	16,1	18,1	20,3	22,5
Poistot (M€)	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Liikevoitto-%	4,6 %	5,8 %	7,0 %	8,2 %	9,3 %
Liikevoitto (M€)	6,2	8,1	10,1	12,3	14,5
Rahoituskuluja (M€)*	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Voitto ennen veroja (M€)	3,9	5,9	7,9	10,0	12,2
Verot (M€, oletettu 20 %)**	-0,8	-1,2	-1,6	-2,0	-2,4
Nettovoitto (M€)	3,1	4,7	6,3	8,0	9,8
Tulos/osinko-suhde (%)	50 %	57,5 %	65,0 %	72,5 %	80,0 %
Osinko (M€)	1,6	2,7	4,1	5,8	7,8
Arvostuskertoimet	Heikko	Maltillinen	Hyvä	Erittäin hyvä	Erinomainen
EV/EBITDA	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x
EV/EBIT (x)	13,8	13,9	14,3	14,9	15,5
P/E (x)	9,1	12,0	14,0	15,7	17,2
Osinkotuotto-%	5,5 %	4,8 %	4,6 %	4,6 %	4,7 %
Yritysarvo (EV)	85,1	112,7	145,0	182,3	224,8
Nettovelka (M€)	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4
Markkina-arvo (M€)	28,6	56,3	88,6	125,8	168,3
Panostajan omistusosuus (%)	52,8 %	52,8 %	52,8 %	52,8 %	52,8 %
Panostajan omistuksen arvo (M€)	15,1	29,7	46,8	66,4	88,9



Huomautus! Skenaariot ovat Inderesin laskelmia, joilla pyritään hahmottamaan Granon arvonkehitykseen liittyviä kriittisiä tekijöitä sekä tukemaan eri arvostusmenetelmien antamia tuloksia. Skenaariot **eivät** ole ennusteita tulevast.

KL-Varaosat (1/2)

Premium-merkkien varaosien välittäjä

KL-Varaosat on Mercedes-Benz-, BMW- ja Volvo-henkilöautojen alkuperäisvaraosien ja tarvikkeiden maahantuontia, tukkukauppaa ja vähittäismyyntiä harjoittava varaosaliike. Yhtiö palvelee autokorjaamoita, jälleenmyyjiä, muita yritysasiakkaita sekä vähittäismyyntiin asiakkaita. Toimipaikat ovat Tampereella, Jyväskylässä, Turussa (Raisio), Vantaalla ja Rovaniemellä. Panostaja omistaa KL-Varaosista 75 % ja toimiva johto 25 %.

KL-Varaosat tarjoaa sekä alkuperäisvaraosia sekä laadukkaiden alihankkijoiden vastaavia tuotteita. Käytännössä nämä tuotteet voivat olla samoja, sillä automerkit harvemmin vastaavat itse varaosien tuotannosta vaan virallinen alihankkija valmistaa ne. EU-lainsäädännön mukaan alkuperäisten varaosien myyntiä vapaaseen varaosakauppaan autonvalmistaja voi osavalmistajaa sitovalla sopimuksella rajoittaa ainoastaan, jos ko. osan valmistamiseen käytettävä tuotantolaitteisto on heillä yhteistä. Myöskään takuehdot eivät ole ongelma "epävirallisissa" varaosissa, sillä alkuperäistä vastaavilla varaosilla on yleensä vähintään sama takuu kuin alkuperäisosilla.

KL-Varaosat on mielestämme onnistunut löytämään kilpailulta alalta hyvin toimivan liiketoimintamallin. Vastaavaa konseptia ei Suomessa ole, sillä kilpailijat ovat joko kaikkia automerkkejä palvelevia generalisteja (kuten AD-varaosat tai Motonet) tai merkkihuoltoja (kuten Veho). KL-Varaosat on selkeä markkinajohtaja omassa segmentissään.

KL-Varaosat laajensi vuonna 2015 tarjontansa Volvoon sekä ketjun pääkaupunkiseudulle (Vantaa). Nämä etupainotteiset investoinnit painoivat kannattavuutta erityisesti vuonna 2015, mutta tilanne on nyt jo normalisoitunut. Edelleen uusilla alueilla on kuitenkin paljon kasvuvaraa, ja yhtiön tavoitteena on vauhdittaa kasvua maantieteellisellä laajentumisella, valikoitujen premium-automerkkien mukaan ottamisella sekä oman palvelukonseptin jatkuvalla kehittämisellä.

Ydinliiketoiminnan kannattavuus on vakaa

KL-Varaosat on historiassa tehnyt kohtuullisen tasaista tulosta ja kannattavuus on ollut varsin stabiili. Käyttökate on vuosien 2009-2017 aikana ollut keskimäärin 8,6 % ja vuosi 2015 (käyttökate 5,7 %) on ollut ainoa merkittävä poikkeama alaspäin kasvuvaiheen takia. Toisaalta tuolloin

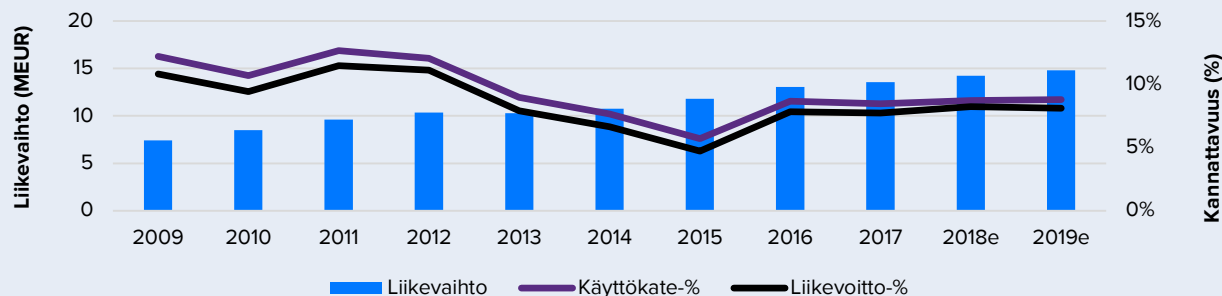
tehdyt panostukset tukevat liikevaihdon kasvua edelleen, kun Vantaan toimipiste ja Volvon varaosaliiketoiminta valtaavat vielä markkinaosuutta. Yhtiön liikevaihto on kasvanut 2009-2017 keskimäärin 7,8 % vuodessa (CAGR), mikä on tälle toimialalle hyvä vauhti.

Markkina on hitaassa murroksessa

Suomen talouden elpymisestä huolimatta markkinatilanne on pysynyt suhteellisen heikkona, mikä voi liittyä digitalisaatioon ja mahdolliseen hintapaineeseen ulkomaiselta kilpailulta. Maailmasta on tullut yhä pienempi ajatellen esimerkiksi Saksasta tilattavia varaosia, mikä voi asettaa paineita myös KL-Varaosille. Näemme tämän haasteena tulevaisuudessa, mutta yhtiöllä on mielestämme kuitenkin hyvät mahdollisuudet vastata haasteeseen.

Yhtiön mukaan merkittävimmät muutokset toimialalla näkyvät autokannassa. Suomessa on keski-ikältään verrattain vanha, noin 2,6 miljoonan auton henkilöautokanta. Sähköautot ovat kuitenkin tulossa voimalla myös Suomeen. KL on varautunut tähän muutokseen partnerikorjaamoiden koulutuksella, mikä on yksi yhtiön tärkeistä kilpailutekijöistä.

Pitkän aikavälin taloudellinen kehitys



KL-Varaosat on Mercedes-Benz, BMW ja Volvo -henkilöautojen alkuperäisvaraosien ja tarvikkeiden maahantuontia, tukkukauppaa ja jälleenmyyntiä harjoittava erikoisvaraosaliike.

Panostajan
omistusosuus

75 %

Sijoitusvuosi

2007

Liikevaihto

13,5 M€

KL-Varaosat (2/2)

Odotamme kannattavaa kasvua 2018

Odotamme liikevaihdon kasvavan 5,2 % tilikaudella 2018 (2017: +3,8 %). Kasvu tukee myös kannattavuutta merkittävien kiinteiden kulujen takia, ja odotamme tilikaudella 2018 pientä parannusta kannattavuuteen. Odotamme liikevoittomarginaalin olevan 8,2 %, kun tilikauden 2017 vertailutaso on yhtiölle suhteellisen maltillinen 7,7 %. Tämä tarkoittaa toisaalta noin 8,7 %:n käyttökatemarginaalia poistojen ollessa nykyään erittäin alhaisia.

Lähivuosina emme enää odota merkittäviä kannattavuusparannuksia, mutta mielestämme yhtiön voi nousta yli 10 %:n käyttökatetasolle myös uusien toimipisteiden tilanteen vakiintuessa ja yhtiön saadessa tukea yleisen markkinatilanteen parantumisesta. Historialliset 10-12 %:n käyttökatemarginaalit voivat olla kuitenkin haastavia saavutettavia. Näemme katetasoissa yhä kasvavaa painetta verkkokaupan kasvun painaessa marginaaleja hitaasti, mutta lähes varmasti.

Arvo ja siihen vaikuttavat tekijät

KL-Varaosilla on mielestämme hyvä asema omalla niche-alueellaan. Yhtiö ja erityisesti sen kassavirrat ovat arviomme mukaan suhteellisen defensiivisiä, yhtiöllä on Suomessa omassa kategoriassaan johtava asema ja liiketoiminnan riskiprofiili on kokonaisuudessaan maltillinen. Pitkästä aikaa yhtiö on pystynyt myös kannattavaan kasvuun, mikä tukee hyväksyttävää arvostustasoa.

Uskomme yhtiön pyrkivän luomaan Suomen suuret kaupungit pääosin kattavan jakeluverkoston. Maanlaajuinen jakelu ja todistettu konsepti olisi houkuttelevampi ostajalle, mikä voi nostaa yhtiön arvoa

myytäessä. Vastaavaa kilpailevaa yritystä on vaikea ja kallista rakentaa.

Mielestämme KL-Varaosien merkittävin uhka liittyy globalisaatioon ja digitalisaatioon, eli kansainvälisien verkkokauppojen tuomaan kasvavaan hintapaineeseen. Yhtiöllä on erilainen, palvelukeskeinen tulokulma, mutta silti hintojen täytyy olla vertailussa kilpailukykyisiä. Johtavasta asemastaan huolimatta yhtiö on varsin pieni ja sen resurssit ovat rajallisia, joten suuri haastaja voisi aiheuttaa ongelmia.

Hyväksyttävä arvostus

Mielestämme KL-Varaosille voidaan perustella suunnilleen 7-8x EV/EBITDA-kerroin. Arvostusta tukevat vahva markkina-asema sekä toimivaksi todettu liiketoimintakonsepti, joka on myös hieman skaalautuva. Lisäksi kertoimia voi perustella vakaalla liiketoiminnalla ja vahvoilla kassavirroilla. Riskeistä kirjoitimme aikaisemmin.

KL-Varaosat on suhteellisen pieni yhtiö, minkä takia arvo jää väkisin kohtuullisen pieneksi Panostajan kokoluokassa. Näkemysksemme mukaan yhtiön yritysarvo on mielestämme suunnilleen 9-10 MEUR, mistä nettovelkojen eliminoinnin jälkeen Panostajan omistusosuudelle (75 %) jää arvoa noin 6,6 MEUR (laskelma vieressä). Tämä tekee yhtiöstä Panostajan toiseksi arvokkaimman omistuksen.

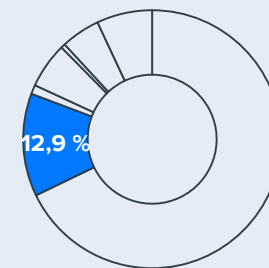
Näemme yhtiössä kasvumahdollisuuksia, mutta arvonluonti jäänee suhteellisen rajalliseksi Panostajan mittakaavassa. Toisaalta yhtiö on tuottanut vakaata kassavirtaa Panostajalle jo vuosien ajan, minkä takia sijoitustuotto on todennäköisesti ollut korkea. Näemmekin KL-Varaosat pääosin kassavirtasijoituksena, jonka riskiprofiili on suhteellisen alhainen. Tässä suhteessa sijoitus on ollut onnistunut.

Arvonmäärityksen avainluvut

Arvonmääritys	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2018e)	7,0	-	8,0
EV/EBIT (2018e)	12,2	-	13,9
EV/S (2018e)	0,8	-	0,9
Arvohaarukka (MEUR)	8,7	-	9,9

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	9,3	MEUR
Alakonsernin nettovelat	0,6	MEUR
Markkina-arvo	8,8	MEUR
Panostajan osuus	6,6	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	6,3	MEUR

Osuus Panostajan portfolioista



- Grano
- KL-Varaosat
- Helakeskus
- Selog
- Heatmasters
- Megaklinikka
- CoreHW

Selog (1/2)

Sisäkattomateriaalien tukkuliike

Selog on Suomen suurin sisäkattomateriaalien tukkuliike. Alakattojen pinta- ja kannatin-rakenteisiin erikoistunut yhtiö toimittaa ratkaisuja eritoten sisäkattorakentamisen ammattilaisille, mutta myös rakennus- ja maalausliikkeille sekä rautakaupoille.

Palvelutarjontaan kuuluvat laskenta-, suunnittelu- ja logistiikkapalvelut. Sisäkattomateriaalien lisäksi Selog toimittaa myös akustiikkalevyjä ja -paneeleita seiniin ja käytäviin. Selogin osaaminen kattaa niin pienet kohteet kuin suuret ja vaativat tilat kouluista sairaaloihin ja hotelleista tavarataloihin.

Selogilla on toimipiste Helsingin Malmilla ja lisäksi se palvelee asiakkaita Tampereen ja Lappeenrannan alueilla. Panostaja omistaa Selogista 60 %, toimitusjohtaja Simo Tuokko 15 % ja Marko Seppä 25 %.

Liiketoimintamalli on yksinkertainen

Selog toimii läheisessä yhteistyössä urakoitsijoiden kanssa. Liiketoimintamalliin kuuluu oleellisesti asiantuntemus, jolla myyjät

tukevat urakoitsijoita oikeiden materiaalien ja määrien kanssa. Laskelmat ovat kriittinen osa projektien kannattavuudessa ja oleellinen osa yhteistyösuhteiden kannalta. Selogin suurimmilla kilpailijoilla on myös asennusliiketoimintaa, minkä takia ne ovat osittain urakoitsijoiden kilpailijoita. Selogilla ristiriitaa ei ole.

Selogin liiketoiminta pyörii erittäin pienellä henkilömäärällä ja yhtiön johtava markkina-asema on näkemyksemme mukaan vakaalla pohjalla, minkä takia liiketoiminnan riskiprofiili on mielestämme varsin maltillinen.

Tuloskehitys on ollut viime vuosina vakaata

Selogin liikevaihto oli tilikaudella 2015 9,8 MEUR, mikä edusti selkeää suvantovaihetta yhtiölle. Taustalla on pääasiassa rakennus-sektorin heikko kehitys. Tämän jälkeen liikevaihto on saatu noin 5 %:n kasvuun vuosittain ja tilikaudella 2017 liikevaihtoa kertyi jälleen 10,8 MEUR.

Yhtiön kulurakenne on ohut ja volyymien nousu tai lasku näkyy väkisinkin kannattavuudessa. Yhtiö pystyi kuitenkin tehostamaan toimintaansa tilikaudella 2015: käyttökate oli 7,7 % ja

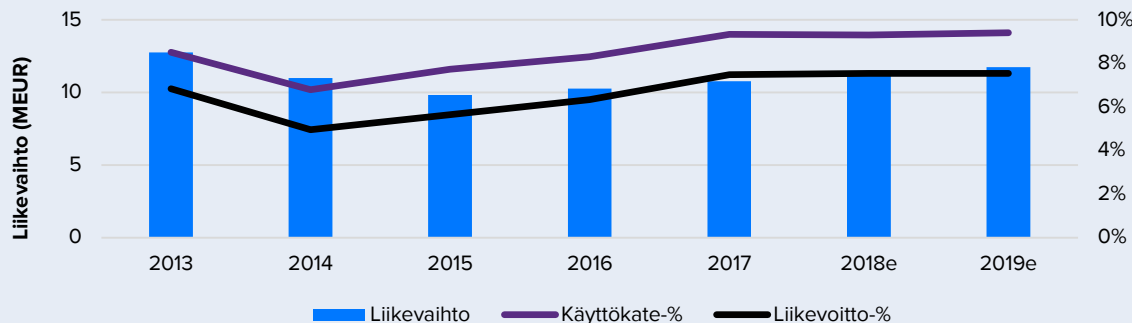
liikevoittoprosentti 5,6 %. Tilikaudella 2016 kannattavuus kehittyi edelleen oikeaan suuntaan (käyttökate 8,3 %) ja tilikaudella Selogin käyttökate oli 1,0 MEUR noin 9,3 %:n marginaalilla. Taso on yhtiölle erittäin hyvä, missä taustalla ovat mm. asiakkaiden hyvä työtilanne sekä ammattimainen ostotoiminta.

Selogin taloudellinen kehitys on ollut viime vuodet positiivista ja mielestämme yhtiö voi olla tähän hyvin tyytyväinen. Merkittävä kannattavuusparannus 2017 tasolta vaatisi mielestämme kuitenkin selkeää volyymikasvua.

Liikevaihto tippui yllättäen Q1:llä

Rakentaminen on Suomessa edelleen vilkasta ja yhtiö kertoi vuosikertomuksessa, että tarjouspyyntöjen määrästä päätellen seuraava tilikausi lupaa hyvää. Tässä mielessä olikin suuri yllätys, että yhtiön liikevaihto laski Q1'18 peräti 26 % vertailukaudesta. Kausiluontoisesti heikolla jaksolla moni työmaa oli ilmeisesti kiinni esimerkiksi jouluna, ja kysynnän odotetaan palaavan loppuvuonna vähintään normaaliiksi. Pidämme tätä todennäköisenä, mutta Q1:n liikevaihtokuoppa herätti kuitenkin huolia.

Pidemmän aikaväin tuloskehitys



Selog on sisäkattomateriaalien tukkuliike, joka palvelee alan urakoitsijoita ja asentajia sekä rautakauppoja ja rakennusliikkeitä.

Panostajan
omistusosuus
60 %

Sijoitusvuosi
2012

Liikevaihto
10,8 M€

Selog (2/2)

Vaikka Q1'18-liikevaihto jäi kauas odotuksistamme, odotamme tilanteen normalisoituvan loppuvuonna. Ennustamme liikevaihdon kasvavan Q2-Q4'18 noin 4 % viime vuoden vastaavasta jaksosta. Koko tilikaudella 2017 odotamme liikevaihdon kuitenkin laskevan heikon Q1:n takia.

Vaikka liikevaihto oli Q1:llä todella alhainen, ylsi yhtiön liike-tulos kuitenkin hieman plussalle. Tämä oli positiivinen yllätys ja kertoo yhtiön kulurakenteen olevan suhteellisen joustava. Odotamme kannattavuuden (Q1-Q3'18 liikevoittoennuste 8,5 %) olevan loppuvuonna suunnilleen vertailukauden tasolla. Arvonkehityksen kannalta kriittistä on kuitenkin se, miten yhtiö pystyy turvaamaan hyvän kannattavuuden myös silloin, kun rakentamisen sykli kääntyy lopulta laskuun.

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

Selogilla on johtava asema omalla niche-markkinallaan, mutta kysyntä on kuitenkin projektiluontoista ja vaihtelee rakentamisen mukana. Yritys on pieni eikä liiketoimintamallia pysty suojaamaan, mikä tuo mukanaan omat riskinsä. Pidämme kasvunäkymiä kohtuullisen rajallisina, vaikka onnistuessaan maantieteellinen laajentuminen toki antaa siihen mahdollisuuksia. Tämä ei kuitenkaan tapahdu ilman panostuksia, joista emme ainakaan tällä hetkellä ole tietoisia.

Kokonaisuutena pidämme Selogin potentiaalia kohtuullisen matalana ja liiketoimintaa ainakin toistaiseksi hieman haavoittuvana, minkä takia emme hyväksy yhtiölle korkeita arvostuskertoimia. Todellinen potentiaali toki saadaan näkyviin vasta sitten, kun

markkinatilanne paranee ja yhtiön mahdollinen laajenemissuunnitelma selkenee. Tätä ennen yhtiö on enemmänkin kassavirtacase, missä se onkin onnistunut käsittääksemme hyvin.

Hyväksyttävä arvostus

Mielestämme EV/EBITDA-kerroin 5-6x tilikauden 2017 tuloksella, mikä on toisaalta samalla tasolla kuin tilikauden 2018 ennustemme. Tämä on mielestämme lähellä yhtiön arvoa, joka toki voi kasvaa lähivuosina tuloksentekokyvyn mukana.

Tämä tarkoittaa vain noin 5,3 MEUR:n yritysarvoa (EV). Yhtiön nettovelat olivat Q1'18 vain 0,4 MEUR, joten markkina-arvo on noin 4,9 MEUR. 60 %:n omistusosuudella Panostajan omistuksen arvoksi jää noin 2,9 MEUR. Vaikka arvo on pieni, on se kehittynyt oikeaan suuntaan (aikaisemmin 2,7 MEUR) siitä huolimatta, että Q1'18 oli huolia herättävä. Mielestämme potentiaali perustuu kuitenkin pitkälti kassavirrantuottokykyyn eikä merkittävään arvonnousupotentiaaliin.

Vaikka emme näe Selogin liiketoiminnassa mitään vikaa, on sen potentiaalikin mielestämme kuitenkin rajallinen. Monesti ”tylsä” sijoitus kuten Selog voi kuitenkin olla hyvin tuottoisa suhteessa riskeihin.

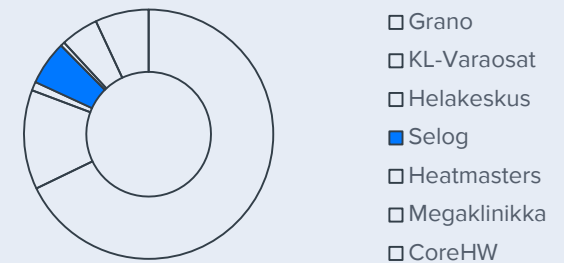
Arvonmäärittelyn avainluvut

Arvonmäärittely	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2018e)	5,0	-	6,0
EV/EBIT (2018e)	6,0	-	7,2
EV/S (2018e)	0,4	-	0,5
Arvohaarukka (MEUR)	4,8	-	5,8

Panostajan osuuden arvo

Yritysarvo (EV)	5,3	MEUR
Alakonsernin nettovelat	0,4	MEUR
Markkina-arvo	4,9	MEUR
Panostajan osuus	2,9	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	2,7	MEUR

Osuus Panostajan portfolioista



CoreHW (1/2)

Langattomien teknologioiden osaaja

CoreHW Oy on vuonna 2013 perustettu yritys, joka tarjoaa langattomissa teknologioissa käytettävien radiotaajuus (RF)-mikropiirin ja antennien suunnittelu- ja konsultointipalveluita. Liiketoiminta jakaantuu suunnittelupalveluihin, konsultointiin sekä omien mikropiirien ja lisensoitavien teknologioiden (IP) kehitykseen. Näistä viimeiseen yhtiö tekee tällä hetkellä merkittäviä panostuksia, mutta nykyinen liikevaihto pohjautuu palveluliiketoimintaan. Asiakkaita ovat mm. verkkoyhtiöt, piirisarja-valmistajat, moduulivalmistajat sekä langattomien teknologioiden laiteyhtiöt, jotka tarjoavat IoT-ratkaisuja.

CoreHW onkin erittäin mielenkiintoinen yhtiö voimakkaasti kasvavilla IoT-markkinoilla ja on myös selkeästi uudenlainen sijoitus Panostajan portfolioon. Panostaja hankki CoreHW:sta noin 63 %:n osuuden syyskuussa 2017. Järjestelyssä koko osakekannan arvo oli 5,2 MEUR, eli Panostajan hankintahinta oli noin 3,3 MEUR.

IoT-markkinoilla riittää mahdollisuuksia

IoT jatkaa langattomien sovellusten ja laitteiden voimakasta globaalia kasvua. IoT-markkinoilla

on lukemattomia erilaisia sovellusalueita, joihin kuhunkin tietty langaton teknologia (Bluetooth, Wifi, 5G, LTE jne.) tarjoaa toimivimman ratkaisun. CoreHW:lla on laaja osaaminen useasta eri radioteknologiasta. IoT-kentän kehitys onkin näkynyt yhtiölle lisääntyneinä tarjouspyyntöinä ja kokoluokaltaan aiempaan verrattuna jopa kymmenkertaisina projektiehdotuksina.

Oma tuoteperhe kehitteillä

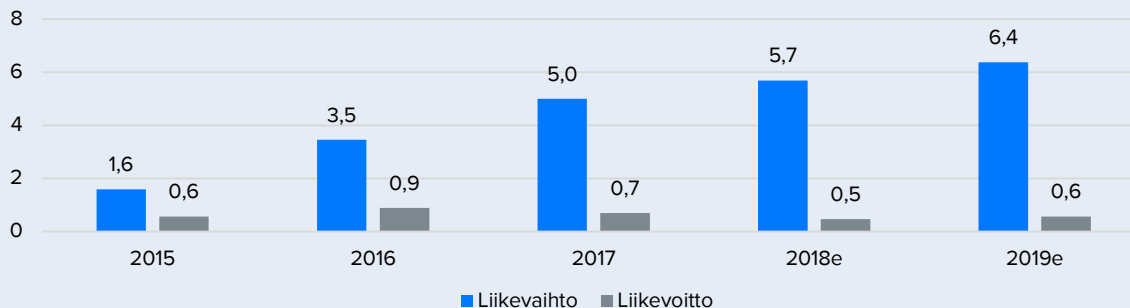
Aiemmin konsultointi- ja projektipuolella toiminut CoreHW on ottamassa harppausta kohti omaa tuoteperhettä. Vuonna 2018 yhtiö tekee merkittäviä T&K-investointeja omaan tuotteeseen, joka onnistuessa tarjoaisi yhtiölle skaalautuvia kasvumahdollisuuksia. Toisaalta yhtiöllä on suhteellisen vakaa ja kannattava suunnittelu- ja konsultointiliiketoiminta, mikä tarjoaa tärkeää kassavirtaa myös investointeihin.

Keväällä 2017 yhtiö aloitti projektin, jossa kehitetään IoT-systeemeihin RF-etupäätekehoja merkittävän Tekes-rahoituksen turvin. T&K-panostukset sitovat arviolta noin 10 %:n yhtiön henkilöstöstä tilikaudella, mikä tarkoittaa, että nämä ovat poissa laskutettavasta asiakastyöstä.

Strateginen valinta tehtiin yhtiön mukaan hyvän kasvupotentiaalin perusteella. IoT-markkinalla on käynnissä tiukka kilpailu, jossa kymmenkunta eri radiojärjestelmää kilpailee tulevaisuuden markkinoista. Kaikki radiojärjestelmät tarvitsevat modeemin lisäksi lähettimen ja vastaanottimen, radioetupään ja antennin. CoreHW:lla on osaamista kaikissa näissä alueissa, ja yhtiö uskoo pystyvänsä kehittämään teknologiaa, jota markkinoilla ei vielä ole. Teknologia voidaan lisensoida tai sitä voi kaupallistaa kumppani, mutta itse yhtiö keskittyy teknologiaosaamiseen.

Oman tuotteen kehitys on yhtiön mukaan edennyt suunnitellusti, ja uusi oma tuote on tavoitteena lanseerata tilikaudella 2019. Mielestämme merkittävä arvonnousupotentiaali perustuu juuri tuoteliiketoiminnan onnistumiseen, koska silloin puhutaan aidosti skaalautuvasta liiketoiminnasta ja suurista mahdollisuuksista. Projektin onnistumistodennäköisyyksiä on tässä vaiheessa mahdotonta arvioida, mutta arviomme mukaan panostuksia tehdään järkevällä riski/tuotto-suhteella ja niiden tuotto-odotus on siten hyvä. Ainakin tänä vuonna T&K-kulut painavat yhtiön tuloslukuja, vaikka suuri osa kustannuksista ilmeisesti tullaan aktivoimaan.

Taloudellinen kehitys (MEUR)



CoreHW

CoreHW tarjoaa langattomissa teknologioissa käytettävien radiotaajuus (RF)-mikropiirien ja antennien suunnittelu- ja konsultointipalveluita.

Panostajan
omistusosuus

63 %

Sijoitusvuosi

2017

Liikevaihto

1,0 M€*

*12 kk

CoreHW (2/2)

Nimekäs hallitus

Nuorien teknologiayhtiöiden arvonmäärittämisessä on mahdollista tukeutua esimerkiksi historialliseen tuloskehitykseen, vaan suuri osa arvosta pohjautuu usein mukana olevaan tiimiin ja sen kyvykkyyksiin. CoreHW:n kohdalla luottamusta kasvattaa mm. se, että hallituksen puheenjohtajaksi tuli Heikki Tenhunen. Hänellä on yli 30 vuoden johtajakokemus telekommunikaatio- ja puolijohdeteollisuudessa työskentelystä Nokian, Renesas Mobilen, Broadcomin ja NXP:n palveluksessa. Muutenkin CoreHW:n tiimi vaikuttaa hyvin osaavalta.

Taloudellinen kehitys

CoreHW on vielä pieni yhtiö, mutta kasvaa voimakkaasti. Liikevaihto oli noin 3,5 MEUR vuonna 2016 yhtiön työllistäessä noin 45 henkilöä. Yhtiön 12 kuukauden 1.11.2016-31.10.2017 liikevaihto oli 5,0 MEUR ja liikevoitto 0,7 MEUR. Tämä jakso käsittää 10 kk ennen yhdistelyä Panostaja-konserniin. Liikevoittoa rasitti yrityshankinnan kustannukset 0,2 MEUR.

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun hidastuvan selvästi mutta jatkuvan kuitenkin merkittävänä. Tilikaudella 2018 noin 10 % henkilöstöstä on kiinni omassa T&K-projektissa ja osaavan henkilöstön saatavuus on haaste. Odotamme kuitenkin noin 14 %:n kasvua. Liikevoittomarginaalin ennakoimme laskevan voimakkaasti tilikaudella 2018 ja ennusteemme on nyt 8,4 %. Kannattavuutta painaa arviomme mukaan kasvuvaihe sekä T&K-kulut, joista suuri osa kuitenkin arviomme mukaan aktivoidaan.

Pidemmällä aikavälillä T&K-investointien onnistuminen määrittää hyvin pitkälti tuloskehityksen, mutta tätä on toistaiseksi lähes mahdollista mallintaa järkevästi. Jos yhtiön

tuoteperhe ei onnistu tai myy, pitäisi palveluliiketoiminnan kuitenkin tarjota kohtuullinen näkymä myös tulevaisuuteen. Jos se sen sijaan onnistuu, muuttuu yhtiön profiili enemmän tuotepohjaiseksi ja arvo nousee huomattavasti.

Ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta erityisesti käynnissä olevien T&K-investointien takia. Suosittelemme suhtautumaan niihin tässä vaiheessa neutraalina skenaariona yhtiön mahdollisesta kehityksestä lähivuosina.

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

CoreHW:in arvossa on näkemyksemme mukaan kaksi elementtiä. Toinen on nykyinen IoT-osaamiseen pohjautuva palveluliiketoiminta ja toinen on uusi oma tuoteperhe alueelle. Näistä jälkimmäinen on vasta kehitteillä, joten siihen täytyy mielestämme toistaiseksi suhtautua mielenkiintoisena optiona. Onnistuessaan tämä voisi olla erittäin arvokas liiketoiminta, koska tuote olisi käsityksemme mukaan skaalautuva.

Nyt antamamme arvo pohjautuu valtaosin jo olemassa olevan liiketoiminnan kyvyllä tuottaa kassavirtoja ja se on lähellä (3,5 MEUR vs. 3,3 MEUR) Panostajan alkuperäistä sijoitusta. Nykyisillä ennusteillamme tämä tarkoittaisi noin 9-10x EV/EBITDA-kertoimia vuoden 2019 ennusteella, joka ei kuitenkaan vielä sisällä oleellisia tulovirtoja omista tuotteista.

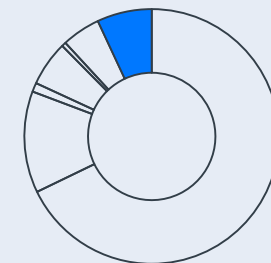
Nyt hyväksymme kertoimet ovat erittäin alhaisia menestyksekkäälle IoT-tuoteliiketoiminnalle, mutta toisaalta korkeita puhtaalle palveluliiketoiminnalle. Pidämme CoreHW:ta Panostajalle hyvänä sijoituksena, koska mielestämme odotusarvo on hyvin positiivinen ja hankintahinta oli mielestämme kohtuullinen.

Arvonmäärittäksen avainluvut

Arvonmäärittäminen	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2019e)	9,0	-	10,0
EV/EBIT (2019e)	16,3	-	17,3
EV/S (2019e)	1,4	-	1,5
Arvohaarukka (MEUR)	7,8	-	8,6

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	8,2	MEUR
Alakonsernin nettovelat	2,6	MEUR
Markkina-arvo	5,6	MEUR
Panostajan osuus	3,5	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	3,3	MEUR

Osuus Panostajan portfolioista



- Grano
- KL-Varaosat
- Helakeskus
- Selog
- Heatmasters
- Megaklinikka
- CoreHW

Megaklinikka (1/2)

Lyhyt yhtiökuvaus

Megaklinikka on vuonna 2010 perustettu suun terveydenhuoltopalveluita tarjoava yritys, jonka toiminta perustuu uudelleen palvelukonseptiin, jossa asiakkaille tarjotaan kaikki hammashuollon palvelut yhdellä käynnillä laadukkaasti ilman jonoja.

Kriittisessä roolissa on Megaklinikan tehokas ajanvarausjärjestelmän sisältävä IT-järjestelmä, jonka kehittämiseen se on panostanut perustamisestaan alkaen. Itse kehitetty Clinic Information System -järjestelmä on kriittinen koko toimintamallin kannalta ja yhtiön fokus on siirtynyt mielestämme koko ajan enemmän järjestelmän lisensointiin. Yhtiön pääkonttori ja ainoa hammaslääkäriklinikka on Helsingissä. Megaklinikan toimitusjohtajaksi nousi tammikuussa Jussi Heiniö.

Liiketoimintamallin ytimessä on tehokas toiminnanohjausjärjestelmä

Megaklinikka on kehittänyt hammashuoltoon tehokkaan toiminnanohjausjärjestelmän, jolla hoitoresursseja pystytään allokoimaan tehokkaasti. Asiakkaalla ei ole tiettyä hammaslääkärinä, vaan järjestelmä ohjaa

ensimmäiseen vapaaseen huoneeseen. Asiakkaille järjestelmä näkyy ajanvarausjärjestelmänä, joka normaalista poiketen ei anna tarkkaa alkamisaikaa vaan arvion todennäköisestä ajasta ja varoittaa asiakasta etukäteen ajan lähestyessä. Näin asiakkaan ei tarvitse juurikaan jonottaa paikan päällä, joskin olla tietyssä valmiudessa.

Lääkärin tehtyä tarvetarkistuksen, hän syöttää sen järjestelmään, joka jälleen yhdistää tarpeet ja resurssit. Lääkärien lisäksi järjestelmässä ovat suuhygienistit ja hoitajat. Liiketoiminnan kannalta toiminnanohjausjärjestelmä tarkoittaa henkilöresurssien parempaa käyttöastetta ja sitä kautta parempaa kannattavuutta henkilöstökulujen ollessa yhtiön suurin kuluerä.

Yhtiöllä on vain yksi toimipiste Helsingin Kampissa, joka toimii samalla järjestelmän toiminnan todisteena ja esittelypaikkana. Yhtiöllä on ns. show room myös Tukholmassa, jossa yhtiöllä oli hetken aikaa toimipaikka. Tämän yhtiö kuitenkin myi yhteistyökumppanille.

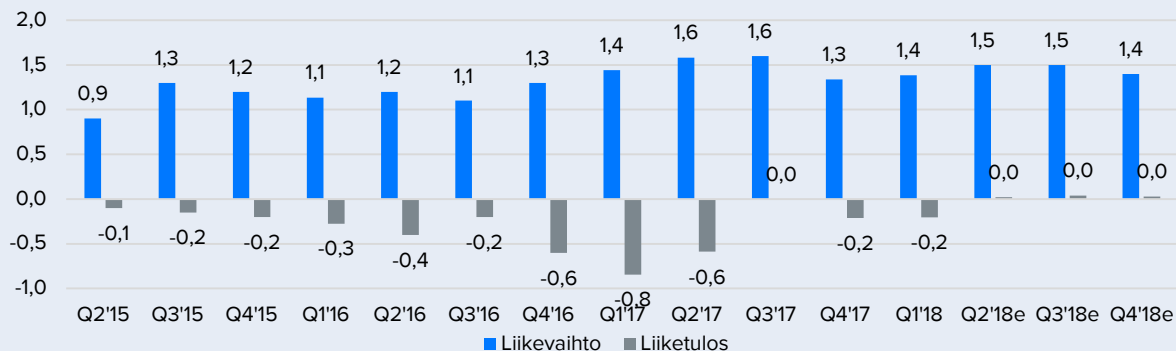
Malli toimii väestökeskuksissa

Liiketoimintamallin tehokas hyödyntäminen vaatii klinikalta tiettyä kokoluokkaa sekä

merkittäviä volyymeja, mikä käytännössä voi toteutua vain asumis- ja työskentelytiheyden ollessa kohtuullisen korkea. Koska järjestelmä antaa asiakkaalle varoituksen 30 minuuttia ennen aikaa, tämä rajoittaa asiakasryhmää tietylle säteelle toimipisteestä. Toimiakseen oikeasti tehokkaasti järjestelmä vaatii myös riittävät määrän resursseja. Kampin toimipisteessä on 18 hoitotuolia, kun minimimäärä järjestelmän tehokkaaseen hyödyntämiseen lienee suunnilleen 10. Suomessa riittävät volyymit tarjoaa ainoastaan Helsinki, minkä takia Megaklinikka ei tule laajenemaan hammaslääkäriketjuksi.

IT-järjestelmän vahvuuksia ovat kuitenkin myös mahdollisuudet ulkoistuksiin julkiselta puolelta, jossa resurssien käytön tehostaminen voisi tuoda merkittäviä säästöjä niitä kaipaaville valtiolle ja kunnille. Yhtiö lisensoi Clinic Information System -järjestelmää julkisen puolen toimijoille Suomessa, ja on aloittanut työn myös Ruotsissa. Potentiaalia on myös julkisen sektorin puolella, ja yhtiö on tehnyt onnistuneita pilotteja. Sopimuksista yhtiö saa lisenssituloja, jotka ovat käytännössä suoraan liikevoittoa. Toistaiseksi näitä on vähän, mutta potentiaalia on paljon.

Taloudellinen kehitys (MEUR)




megaklinikka

Megaklinikka on uudenlaisen palvelukonseptin hammaslääkäriasema, joka tarjoaa kaikki hammashuollon palvelut yhdellä käynnillä. Megaklinikan toiminnanohjausjärjestelmää myydään myös lisensoituna palveluna.

Panostajan
omistussuosus

79,8 %

Sijoitusvuosi

2015

Liikevaihto

6,0 M€

Megaklinikka (2/2)

Käsityksemme mukaan Megaklinikka on Tukholman kokemuksen jälkeen luopunut suunnitelmista avata muita toimipisteitä. Sen sijaan yhtiö keskittyy toiminnanohjausjärjestelmänsä lisensiointiin. Tämä on pitkällä aikavälillä houkutteleva liiketoimintamalli, mutta kuukausipohjaiset lisenssitulot muodostuvat tuskaisen hitaasti, vaikka kauppoja saataisiin. Suhtaudummekin Megaklinikkaan yhä enemmän ohjelmistoyhtiönä, jolla on niche-tuote tietylle toimialalle. Jos lisenssitulot lähtisivät selkeään kasvuun, strategia saisi huomattavaa uskottavuutta ja yhtiölle voitaisiin perustella korkeat arvostuskertoimet. Toistaiseksi näkyvyys tähän on kuitenkin mielestämme liian heikko.

Taloudellinen kehitys

Megaklinikan kannattavuutta on viime vuosina painanut Tukholman (väliaikainen) laajentuminen sekä yhtiön osittainen siirtyminen jatkuvaan kuukausilaskutusmalliin, jossa asiakas maksaa kiinteää kuukausittaista hintaa ja (tietty) palvelut ovat ilmaisia. Tämä toi etupainotteisia kuluja, kun taas tulot kertyvät pidemmällä aikavälillä. Lisäksi haasteita on aiheuttanut Suomen heikko markkinatilanne. Näiden syiden takia tilikauden 2017 tulos oli heikko. Liikevaihtoa kertyi 6,0 MEUR, mutta liike-tulos oli peräti 1,6 MEUR tappiolla. Tästä valtaosa liittyy Tukholman laajentumiseen, mutta kokonaisuudessaan tämä ei heikkoa tulosta selitä. Q1'18 näimme Megaklinikan "normaalin" kulurakenteen, ja yhtiö pääsi 1,4 MEUR:n liikevaihdolla käytännössä nollatasolle liike-tuloksessa. Liike-tulosta heikensi kuitenkin 0,2 MEUR:n kulu liittyen toimitusjohtajan vaihtoon.

Periaatteessa liiketoiminnalla pitäisi olla hyvät mahdollisuudet yli 5 %:n liike-tulostasoon, mutta

tällä hetkellä vaikuttaa, että kilpailutilanne pitää Kampin toimipisteen toistaiseksi lähellä break-even-tasoa. Näin ollen tulospotentiaali keskittyy selvästi lisenssituloihin, jotka ovat ilmeisesti tällä hetkellä noin 0,2 MEUR/neljännes. Jos tätä saadaan kasvatettua, alkaa Megaklinikan tulos ja sitä kautta sijoitustapaus näyttää huomattavasti paremmalta. Myyntisyklit ovat kuitenkin pitkiä, joten nopeaa parannusta ei kannata odottaa.

Odotamme yhtiön liike-tuloksen olevan lähellä nollatasoa lähivuosina, kun yhtiö panostaa lisenssiliiketoiminnan ylösajoon ja ydinliiketoiminta on heikosti kannattavaa.

Hyväksyttävä arvostus

Perinteisillä arvostuskertoimilla Megaklinikkaa on erittäin vaikea arvioida tulostason ollessa erittäin alhainen ja lisensiointikonseptin ollessa vielä todistamaton. Yritystostossa koko (100 %) osakekannan arvo oli noin 2,9 MEUR, josta Panostajan osuus on 75 %. Mielestämme arvo on tähän suhteutettuna laskenut hieman Kampin heikentyneen kannattavuuden takia. Tukholman laajentuminen ei myöskään onnistunut, mutta lisensiointistrategia voi vielä paikata tilanteen.

Panostajan sijoituksen aikajänne on normaalisti 5-10 vuotta ja tällä aikavälillä Megaklinikka voi positiivisessa skenaariossa kasvaa merkittävää jatkuvaa kassavirtaa generoivaksi ohjelmistoyhtiöksi. Silloin myös arvo olisi kehittynyt uuteen kokoluokkaan. Tässä vaiheessa Megaklinikka on kuitenkin vielä avoin kortti, jolle on vaikea perustella suurta arvoa Panostajan mittakaavassa. Tällä hetkellä annamme Megaklinikka-omistukselle noin 2,5 MEUR:n, mikä on kompromissi ohjelmiston mahdollisen arvon ja heikosti kannattavan Kampin toimipisteen välillä.

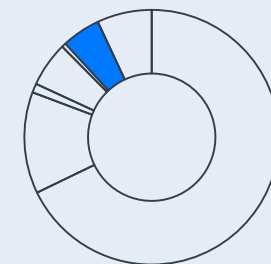
Arvonmäärittelyn avainluvut

Arvonmäärittely	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2019e)	10,5	-	12,0
EV/EBIT (2019e)	56	-	64
EV/S (2019e)	1,5	-	1,7
Arvohaarukka (MEUR)	8,4	-	9,6

Panostajan osuuden arvo

Yritysarvo (EV)	9,0	MEUR
Alakonsernin nettovelat	5,9	MEUR
Markkina-arvo	3,1	MEUR
Panostajan osuus	2,5	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	2,3	MEUR

Osuus Panostajan portfolioista



- Grano
- KL-Varaosat
- Helakeskus
- Selog
- Heatmasters
- Megaklinikka
- CoreHW

Helakeskus (1/2)

Kalustehelojen tukkukauppa

Helakeskus on kalustehelojen tukkukauppa Suomessa - yhtiö tuo maahan ja myy helatarvikkeita kalusteteollisuudelle. Yhtiö on yksi toimialansa suurimmista yrityksistä Suomessa. Yhtiö on keskittänyt toimintaansa ja Q2'16:n jälkeen yhtiö luopui pienestä rakennushelaliiketoiminnasta ja myi Rakennushelasto Oy:n osakkeet toimivalle johdolle. Jäljellä oleva Helakeskus maahantuo ja tukkukauppaa kalusteteollisuuden helatarvikkeita.

Tukkukaupassa oleellista on aina toimitusketjun tehokkuus, vahva asema jakeluverkostossa ja riittävät volyymit. Asiakkaille tärkeää on toimitusvarmuus ja yhtiön mukaan viime vuosina toteutettujen toimenpiteiden ansiosta yritykset pystyvät palvelemaan monipuolista asiakaskuntaansa pienistä puusepäneliikkeistä suuriin keittiövalmistajiin.

Huolena kiristynyt kilpailu ja kysynnän kehitys

Tukkukauppa on perinteisesti ollut hyvää ja vakaata liiketoimintaa, kunhan yrityksellä on perusteet kunnossa eli toimitusketju on tehokas,

yhtiöllä riittävä asema markkinoilla ja hyvät tuotteet. Tässä suhteessa Helakeskus on mielestämme varsin hyvässä kunnossa.

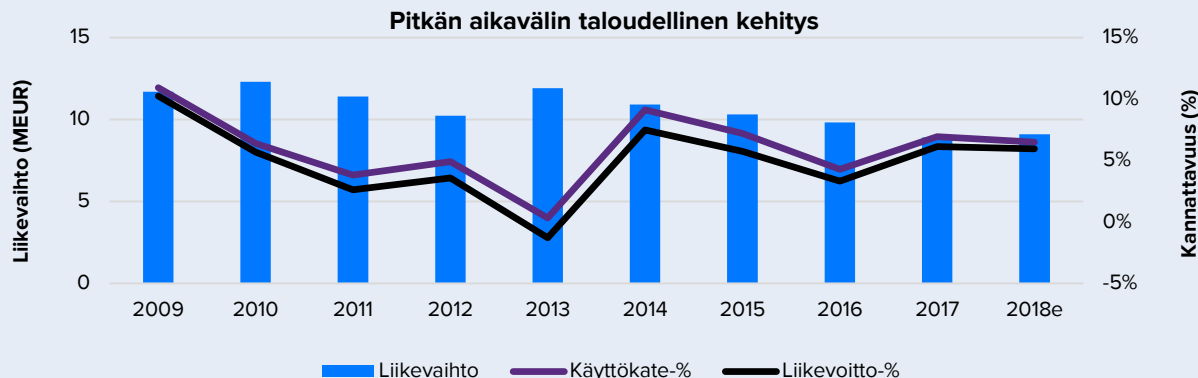
Mielestämme megatrendit ovat kuitenkin tukkukaupan kannalta negatiivisia, koska globalisaatio ja digitalisaatio ovat muuttaneet toimintakenttää. Pienienkin toimijoiden on yhä helpompi tilata globaaleista verkkokaupoista eivätkä toimitusajat tai -kustannukset enää ole kohtuuttomia. Kiristyneestä kilpailusta johtuen Helakeskuksen markkinatilanne on ollut viime vuosina hankala, vaikka rakentaminen on kiihdyttänyt Suomessa erittäin kovaan vauhtiin. Rakentamisen voimakkaan kasvun pitäisi antaa yhtiölle viiveellä tukea, mutta vaikutus voi olla lopulta ennakoitua pienempi.

Huolena pysyy suomalaisen huonekalu- ja keittiöteollisuuden kehitys tulevaisuudessa. Alan kannattavuus on ollut jo pitkään heikko ja alalta on poistunut merkittäviä toimijoita vuosien varrella. Tämä tarkoittaa alempia volyymeja myös heloille, sillä ulkomailta tuotettavat kalusteet hankkivat myös tarvikkeensa muualta. Olemme huolestuneita lopputuotteen kysynnän kehityksessä Suomessa, ja sektorin siirtymisestä yhä voimakkaammin ulkomaiden käsiin.

Tuloskehitys ja potentiaali

Helakeskus on pystynyt viime vuosina kohtuullisen hyvään kannattavuuteen monien tehostamistoimien ja liiketoiminnan fokuksinnin ansiosta. Tilikaudella 2017 yhtiö pystyi liikevaihdon selvästä laskusta huolimatta saavuttamaan 6,1 %:n liikevoittomarginaalin. Liikevoitto oli 0,5 MEUR. Liikevaihto on ollut viime vuosina laskusuunnassa ja oli 8,9 MEUR tilikaudelle 2017. Osittain kehitykseen on toki vaikuttaneet myös rakennemuutokset kuten rakennushela-liiketoiminnasta luopuminen, mutta kasvunäkymät ovat kuitenkin heikot.

Myös Helakeskuksen liikevaihto notkahti voimakkaasti Q1'18:llä, vaikka muutos ei ollut yhtä voimakas kuin Selogilla. Liikevaihto oli 1,9 MEUR laskien 10 % vertailukaudesta. Suhteellisen alhaisesta liikevaihtotasosta huolimatta yhtiö pystyi pitämään liikelukoksensa nollan tuntumassa. Markkinanäkymät ovat edelleen varsin synkät, vaikka rakentaminen vetää Suomessa arviomme mukaan hyvin. Ennustamme 2018 liikevoiton olevan viime vuoden tasolla, mikä sekkin vaatii onnistumista loppuvuonna.



Helakeskus on helojen maahantuontiin ja palveluihin erikoistunut yritys. Helavalikoima koostuu kalusteteollisuuden helatarvikkeista.

Panostajan
omistusosuus

100 %

Sijoitusvuosi

2007

Liikevaihto

8,9 M€

Helakeskus (2/2)

Mielestämme potentiaalia pitäisi olla hieman parempaan ainakin, jos markkinatilanne elpyy hiljalleen. Silti finanssikriisiä edeltäneille tasoille (2009 liikevoittomarginaali 10,3 %) tuskin on enää mahdollisuuksia. Kun myös kasvunäkymät ovat mielestämme heikot ilman alan konsolidaatiota, on Helakeskuksen arvonluontimahdollisuudet mielestämme Panostajan mittakaavassa rajalliset. Epäilemme, että parhaat mahdollisuudet niin tukkukaupassa kuin Helakeskus-exitissä ovat jo menneet.

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

Tukkuliiketoiminnan markkina-asetelmat ovat varsin stabiileja ja liiketoiminnan kannattavuus korreloi yleensä volyymin kanssa. Helakeskus on alallaan Suomessa kolmanneksi suurin toimija. Suurin on Carlo Casagrande Oy ja toiseksi suurin Hahle Oy. Hahlella on kolmikosta selvästi paras kannattavuus (liikevoitto >13 %), kun toisaalta Carlo Casagranden vuosien 2013-2016 liikevoittomarginaalit ovat haarukassa 0-4 %. Sektorin muiden merkittävien toimijoiden liikevoittoprosentit ovat kuitenkin edelleen kohtuullisin hyvillä tasoilla, joten kilpailutilanne vaikuttaa edelleen terveeltä.

Kilpailijoiden kasvulukemien perusteella Helakeskus on menettänyt asemiaan viime vuosina, mikä on huolestuttavaa. Olemme aikaisemmin olettaneet, että Helakeskuksen markkina-asema on varsin hyvin turvattu. Helakeskuksen lukuihin vaikuttavat kuitenkin myös rakennemuutokset, joten ne eivät ole vertailukelpoisia.

Kokonaisuudessaan Helakeskuksen näkymä on mielestämme parhaimmillaankin vakaa ilman toimialan rakenteellisia muutoksia. Stabiili

näkymä ei anna tilaa korkeille arvostuskertoimille. Kertoimia painaa riskit sektorin kokonaiskysynnän laskusta sekä lopputuotteiden kysynnän syklisyys. Oikealla ajoituksella Panostaja voi saada Helakeskuksesta kohtuullisen hinnan, ja nyt tilanne vaikuttaisi suhteellisen otolliselta.

Hyväksyttävä arvostus

Mielestämme Helakeskuksen yritysarvo (EV) on noin 6-7 MEUR, mistä Panostajan omistukselle jää nykyisten korkeiden nettovelkojen jälkeen vain noin 0,6 MEUR. Näin ollen Helakeskukselle antamallamme arvolla on tällä hetkellä vain minimaalinen vaikutus Panostajan portfolioissa. Arvostuskertoimet näyttävät tällä hetkellä korkeilta, mutta omistuksen arvo ei voi olla negatiivinen, mikä hieman vääristää tilannetta.

Mielestämme Panostaja voisi irtaantua Helakeskuksesta nopeallakin aikataululla, jos se löytäisi sopivan ostajan. Huomioiden toimialan tarve konsolidaatiolle ja skaalalle, olisivat todennäköisimmät ostajaehdokkaat todennäköisesti kilpailijoita. Näille Helakeskuksen ostaminen tarkoittaisi myös kilpailijan poistumista, minkä takia yhtiön arvo olisi heille suurempi kuin muille sijoittajille. Nykyisellä velkakuormalla osakkeenomistajille Helakeskuksesta ei jää juuri arvoa.

Riskinä todettakoon vielä, että Helakeskuksen taustalla oleva konserni rikkoi rahoitussopimuksen kovenanttiehtoja tilinpäätöshetkellä. Rahoittajalta on saatu kuitenkin ennen tilikauden vaihdetta suostumus siihen, että rahoittaja ei eräännytä kyseisiä lainoja kovenanttirikkomuksen johdosta.

Arvonmäärittelyn avainluvut

Arvonmäärittely	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2018e)	10,0	-	11,0
EV/EBIT (2018e)	10,9	-	12,0
EV/S (2018e)	0,67	-	0,73
Arvohaarukka (MEUR)	5,9	-	6,5

Panostajan osuuden arvo

Yritysarvo (EV)	6,2	MEUR
Alakonsernin nettovelat	5,6	MEUR
Markkina-arvo	0,6	MEUR
Panostajan osuus	0,6	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	1,2	MEUR

Heatmasters (1/2)

Yhtiöesittely

Heatmasters tarjoaa lämpökäsittelyä palveluna ja valmistaa lämpökäsittelylaitteita. Lämpökäsittelyä tarvitaan mm. poistamaan metallista hitsauksen aikaansaamia jännityksiä ja palauttamaan metallien alkuperäiset ominaisuudet. Yhtiöllä on 40 vuoden historia, jonka aikana yhtiöllä on kertynyt merkittävää osaamista. Yhtiö on pyrkinyt kasvamaan uuteen kokoluokkaan kansainvälistymisellä, mutta menestys on viime vuosina ollut heikkoa ja tulos tappiollinen. Samalla kun Heatmasters on pyrkinyt ulkomaille, on sieltä tullut enemmän kilpailua Suomen suurempiin projekteihin.

Heatmastersin loppuasiakkaat edustavat energia-, kemia- ja konepajateollisuutta. Sen markkina-alue kattaa laitetoimituksissa koko maailman ja palveluissa Euroopan. Sen toimipisteet ovat Suomessa Lahdessa ja Varkaudessa, Ruotsissa Göteborgissa ja Puolassa Bedzinissä. Jonkin verran liiketoimintaa on myös näiden maiden naapurimaissa. Panostaja omistaa 80 % Heatmastersin osakekannasta ja loput 20 % omistaa toimitusjohtaja Ilkka Mujunen.

Lämpökäsittely ja liiketoimintamalli

Lämpökäsittely on prosessi, jossa metallikappaleen lämpötilaa nostamalla saadaan aikaan haluttuja muutoksia metallin mikrorakenteessa ja mekaanisissa ominaisuuksissa. Heatmasters tekee pääasiassa valmisstandardien edellyttämiä hitsattavien kappaleiden esi- ja jälkilämmitystä. Esimerkki voi olla prosessilaitoksen putkistot, paineastiat tai muut yksittäistuotantona tehtävät suuret hitsatut tai valetut kappaleet. Liiketoiminta vaatii osaamisen lisäksi asianmukaiset sertifikaatit.

Lisäksi yhtiö myy lämpökäsittelykoneita, sekä asiakaskohtaisesti räätälöityjä uuneja että kevyempiä lämpökäsittelyautomaatteja. Laitteiden markkina-alue on käytännössä koko maailma ja yhtiöllä on 25 jakelijaa ympäri maailmaa. Valtaosa yhtiön liikevaihdosta tulee Euroopasta, ja Houstonin toimipiste suljettiin viime vuonna heikon kannattavuuden takia.

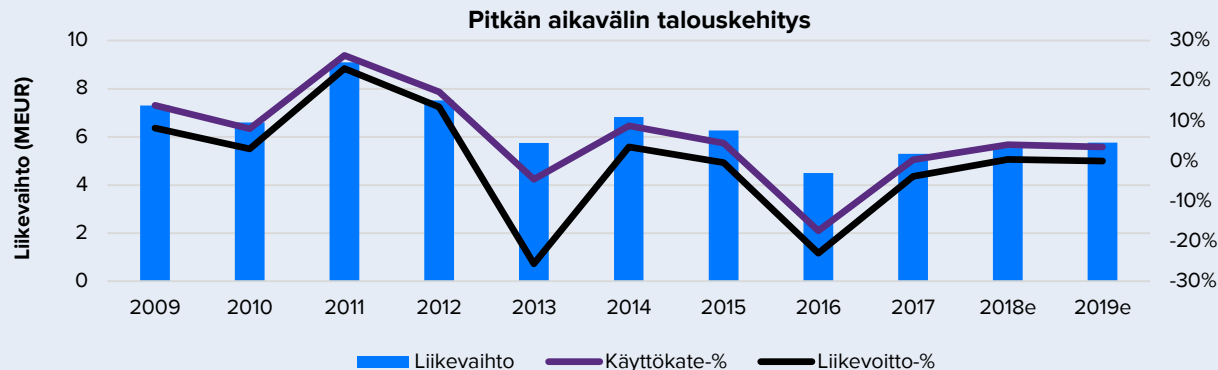
Yhtiö hakee kansainvälistä kasvua

Heatmasters hakee strategiassaan kansainvälistä kasvua esimerkiksi allianssien (mm. asennusyhtiöt ja laitevalmistajat) ja suurien

asiakkaiden kansainvälisten projektien kautta. Lämpökäsittelymarkkinat ovat erittäin fragmentoituneet ja alalla toimii paljon pieniä yrityksiä, minkä takia myös yritysostot kiinnostavat yhtiötä. Tällä hetkellä taloustilanne ei kuitenkaan anna tässä asiassa liikkumavaraa.

Heatmasters on alalla suuri yhtiö keskimäärin reilun 5 MEUR:n vuotuisella liikevaihdolla. Alan suurin yhtiö on Yhdysvaltalainen Furmanite, joka on listattu New Yorkin pörssissä (NYSE: FRM). Euroopassa vastaavan kokoisia yhtiöitä ei ole ja erikoistuneita toimijoita on yleensäkin vähän. Näin suurin ”kilpailija” alalla on monesti asiakkaan oma tekeminen. Suurissa projekteissa urakoitsijan rooli on merkittävä, ja näissä ulkomaisten rooli on kasvanut selvästi.

Mielestämme Heatmasters on tällä hetkellä aivan liian pieni yhtiö toimimaan tehokkaasti kansainvälisillä markkinoilla. Tämä näkyy erityisesti laitekaupassa, joka skaalautuisi kohtuullisesti, jos yhtiö pystyisi sitä kasvattamaan. Näkemyksemme mukaan Heatmastersissa on osaamista ja potentiaalia, mutta tämä jää suurelta osin hyödyntämättä kilpailukyvyn ollessa mahdollisesti heikko uudistuneessa markkinatilanteessa.



Heatmasters on johtava lämpökäsittelypalveluiden ja -laitteiden toimittaja Euroopassa 40 vuoden kokemuksella.

Panostajan
omistusosuus

80 %

Sijoitusvuosi

2007

Liikevaihto

5,3 M€

Heatmasters (2/2)

Taloudellinen kehitys

Heatmastersin tuloskehitys on ollut viime vuosina heikkoa. Viimeisen viiden vuoden (2013-2017) aikana yhtiö on tehnyt yhteensä noin -0,2 MEUR käyttökate ja noin -2,3 MEUR liike-tulosta. Markkinatilanne on ollut vaikea, vaikka välillä on ollut myös käänteitä parempaan. Yhtiön suoritus on ollut kuitenkin heikko. Markkinanäkymät ovat edelleen epävarmat emmekä odota merkittävää parantumista kysynnässä, johon voimakkaasti piristynyt talouskasvu Suomessa ja Euroopassa ei ole toistaiseksi heijastanut.

Heatmasters teki 5,3 MEUR:n liikevaihdolla nollatuloksen käyttökate-tasolla tilikaudella 2017. Liiketulos oli -0,2 MEUR. Alkaneella tilikaudella odotamme yhtiöltä hieman parempaa, mutta ennustamme liike-tuloksen olevan edelleen hieman tappiolla (-0,1 MEUR). Vastaavaa kehitystä odotamme myös tilikaudella 2018. Mielestämme joko yhtiön tai markkinatilan-teen pitäisi muuttua voimakkaasti, jotta yhtiö pystyisi tekemään merkittävää voittoa. Toistaiseksi emme näe merkkejä siitä, että yhtiön tilanne olisi merkittävästi paranemassa lähivuosina.

Hyväksyttävä arvostus

Heatmastersin arvottamisen tekee haastavaksi viime vuosien heikko ja volatiili tuloskehitys, joka heijastelee myös yhtiön erittäin korkeaa riskiprofiilia. Kysyntä kulkee sykleissä ja heilahtelee myös suurien projektien mukaan. Erityisesti Heatmastersin laiteliiketoiminnassa on merkittävä tulosvipu molempiin suuntiin. Vaikka näemme liiketoiminnassa myös potentiaalia kansainvälisillä markkinoilla, ei tästä ole

olemassa suurempia näyttöjä ja eikä tämän varaan mielestämme voi laskea.

Mielestämme yhtiön arvostuskertoimien täytyy olla nykyisessä tukalassa tilanteessa erittäin maltillisia, vaikka yhtiöllä on periaatteessa suhteellisen hyvä markkina-asema sekä vahvoja referenssejä.

Emme näe omistuksella oleellista arvoa

Emme ennusta Heatmastersin tuloksen kääntyvän oleellisesti positiiviseksi lähivuosina. Näin ollen on myös vaikea nähdä yhtiön luovan merkittävästi omistaja-arvoa. Tämän takia emme myöskään anna Panostajan Heatmasters-omistukselle käytännössä mitään arvoa (0,1 MEUR). Mielestämme yhtiön kannattaisi irtaantua omistuksesta, jos yhtiölle löydetäisiin ostaja.

Yhtiön rahoitustilanne on tällä hetkellä varsin tiukka, ja yhtiön lainoihin liittyvät kovenantti-ehdot olivat rikkoutuneet tilinpäätöshetkellä. Rahoittajalta oli kuitenkin saatu suostumus siihen, että rahoittaja ei eräännytä kyseisiä lainoja kovenanttirikkomuksen johdosta.

Takoman konkurssin aiheuttamien tappioiden jälkeen on myös hyvä todeta, ettei Panostajalla ole saatavia Heatmastersilta. Näin ollen Panostajan ei pitäisi menettää muuta kuin jo sijoitettu pääoma, jos Heatmastersin negatiivinen kehitys ei käännä.

Arvonmäärittelyn avainluvut

Arvonmäärittely	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2018e)	4,0	-	5,0
EV/EBIT (2018e)	-4,4	-	-5,5
EV/S (2018e)	0,2	-	0,2
Arvohaarukka (MEUR)	0,9	-	1,1

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	1,0	MEUR
Alakonsernin nettovelat	0,7	MEUR
Markkina-arvo	0,3	MEUR
Panostajan osuus	0,3	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	0,1	MEUR

Vähemmistöomistukset

Spectra Oy

Spectra Oy on Panostajan 39,0 %:sesti omistama osakkuusyhtiö. Spectra on suomalainen vuonna 1999 perustettu perheyrittäjä, joka huolehtii suurimpien suomalaisten päivittäistavara- ja kaupakeskusten ylläpidosta ja -tukitoiminnoista. Yhtiön liikevaihto on pyöri vuosien 2013-2015 noin 4 MEUR:n kokoluokassa ja tulos oli tappiollinen. Vuonna 2016 liikevaihto kasvoi 5,3 MEUR:n tasolle ja tulos kääntyi juuri ja juuri positiiviseksi. Alla olevien tilikauden 2017 tietojen mukaan positiivinen kehitys on jatkunut ja tulos ollut selvästi positiivinen.

Ecosir Group Oy

Ecosir Group Oy on Panostajan 38,6 %:sesti omistama osakkuusyhtiö. Edellisellä tilikaudella 30 vuotta täyttäneen yhtiön toimiala on jäte- ja kiinteistöhuoltoon sekä materiaalien kierrätykseen soveltuvien laitteiden ja säiliöiden suunnittelu, valmistus, markkinointi ja myynti sekä ympäristöteknologiaan liittyvien palveluiden markkinointi, myynti ja tuottaminen ja ympäristöteknologiaan liittyvä konsultointi.

Pitkän suvantovaiheen jälkeen yhtiön liiketoiminta on jälleen kääntynyt kasvuun ja

kannattavaksi. Käsityksemme mukaan myös näkymät ovat hyvät, mikä on positiivista Panostajalle.

Panostaja on antanut yhtiölle myös kaksi yhteisarvoltaan hieman yli 1,0 MEUR:n pääomalaistusta, jotka erääntyvät maksettavaksi takaisin vuoden 2018 aikana. Ecosir Group Oy on velvollinen suorittamaan lainan pääoman ja sille kertyvän koron takaisinmaksun vain siltä osin kuin yhtiön vapaan oman pääoman ja kaikkien pääomalaistusten määrä maksuhetkellä ylittää viimeiseksi päättyneeltä tilikaudelta vahvistetun tai sitä uudemman tilinpäätöksen sisältävän taseen mukaisen tappion määrän. Tämän suhteen tilanne näyttää nyt paremmalta.

Juuri Partners Oy

Juuri Partners on pääomasijoitusyhtiö, joka rahoittaa vakiintuneita ja kannattavia pieniä ja keskiuuria yrityksiä Suomessa. Yhtiö tarjoaa kasvuhakuisille yrityksille rahoitus- ja kehitysmuodon, jossa yhdistyvät aktiivinen vähemmistösijoitus sekä velkarahoitus.

Liikevaihto on ollut pientä, mutta kuitenkin kasvussa. Myös tulos on ollut positiivinen, vaikka mittakaava on toki edelleen pieni. Periaatteessa Juuri Partners voisi olla Panostajalle strateginen

kumppani vähemmistöosuudessa, mutta käsityksemme mukaan yhteistyö on jäänyt kuitenkin suhteellisen vähäiseksi.

Vähemmistöjen tulosvaikutus

2017 Panostaja raportoi Muut-segmentin alla kolme osakkuusyhtiötä, Ecosir Group Oy, Spectra Yhtiöt Oy sekä Juuri Partners Oy. Raportoitavien osakkuusyhtiöiden tulosvaikutus tilikaudella 2017 oli 0,3 MEUR (2016: 0,1 MEUR), joka esitetään omalla rivillä konsernin tuloslaskelmassa. Lisäksi PE Kiinteistörahasto I Ky:n yhtiömiehet päättivät tilikaudella 2012 purkaa rahaston. Purkuprosessi on edelleen kesken. Panostajan omistusosuus oli 27,1 %.

Vähemmistöjen huomioiminen Panostajan arvonnäytöksessä

Olemme huomioineet vähemmistöosuudet osien summa-laskelmassamme niiden tasearvolla, joka oli Q1'18:n lopussa 4,1 MEUR (2016: 3,8 MEUR). Arvo vaikuttaa kohtuulliselta huomioiden, että kaikki yhtiöt ovat kuitenkin tällä hetkellä voitollisia ja niiden taloudellinen tilanne vaikuttaisi olevan vakaa. Tarkempia arvonnäytöksiä vähemmistöomistuksista emme ole tehneet niiden merkityksen ollessa kokonaisuuden kannalta hyvin pieni.

Tilikausi 2017 (TEUR)	Kotipaikka	Omistusosuus	Varat	Oma pääoma	Velat	Liikevaihto	Tulos
Spectra Oy	Lohja	39,0 %	1365	258	1107	6070	164
Ecosir Group Oy	Espoo	38,6 %	1817	275	1542	3793	277
Juuri Partners Oy	Helsinki	20,0 %	754	386	368	1594	285
Yhteensä			3936	919	3017	11457	726

Tase ja taloudellinen tilanne

KotiSun toi merkittävästi uutta pääomaa

Panostaja sai KotiSun-myyntissä huomattavia pääomia, sillä Panostajan osuus KotiSunin myyntihinnasta oli noin 40,7 MEUR ennen veroja. KotiSun-myyntivoitto tuli emoyhtiön kassaan Q1'18:n aikana. Panostajan taserakenne muuttui samalla merkittävästi ja emoyhtiöllä oli Q1:n lopussa noin 34 MEUR:n nettokassa, kun neljännes aikaisemmin sillä oli vielä 7,8 MEUR nettovelkaa. Käsityksemme mukaan KotiSun-kaupasta yhtiöllä on vielä verovelkaa noin 2,4 MEUR, minkä osien summa-laskelmassamme olemme eliminointeet emoyhtiön kassasta.

Yhtiön vielä viime vuonna voimakkaasti velkaantunut tase on tällä hetkellä erittäin vahva, ja pitkästä ajasta yhtiöllä on myös "jakovaraa". Q1'18:n lopussa yhtiön nettovelkaantumisaste oli 46,5 % ja omavaraisuusaste 38,1 %. Yhtiön taloudellisiin tavoitteisiin on kuulunut yli 40 %:n omavaraisuusaste, johon yhtiö nyt pääsee helposti näin halutessaan. Uskomme tavoitteen olevan kuitenkin enemmän pitkän aikavälin ohjenuora kuin absoluuttinen tavoite. Viime vuosina yhtiö on alittanut tason surutta.

Kun myös aikaisemmin tasetta rasittanut 7,5 MEUR:n suuruinen hybridilaina maksettiin vuoden 2017 aikana pois, ei yhtiöllä ole enää selkeitä pääomatarpeita. Hybridi maksettiin pois heti kun se oli mahdollista, mikä oli loogista ja osakkeenomistajien kannalta positiivista, sillä hybridilainan vuotuinen korko oli korkea 9,75 %.

Tällä hetkellä Panostajan rahoitusasema on vahva ja jäljellä olevan velan korko on hyvin maltillinen. Tilikauden päättyessä yhtiön korkojen painotettu keskiarvo oli 2,19 % (31.10.2016: 2,95 %). Näin ollen yhtiö voi lähteä

miettimään tulevia liikkeitä puhtaalta pöydältä, kun rahoitus on kokonaisuudessaan edullista ja rahoitusasema vahva.

Pääoman allokoointi nostaa merkitystä

Panostajalla on edessä mielenkiintoisia pääoman allokoointipäätöksiä: (lisä)osingot, kasvuinvestoinnit, taseen vahvistaminen tai yritysostot tai sekoitus kaikki edellä mainittuja. Emme odota yhtiöltä lisäosinkoa lyhyellä tähtäimellä, vaan arvioimme yhtiön kasvattavan "sotakassaa" tulevaisuuden kasvua ajatellen sekä lyhentävän velkoja. Velkaantuneisuus oli jo korkea ennen KotiSun-kauppaa, joten osa menee todennäköisesti suoraan velkojen lyhennyksiin, mikä laskisi yhtiön riskiprofilia.

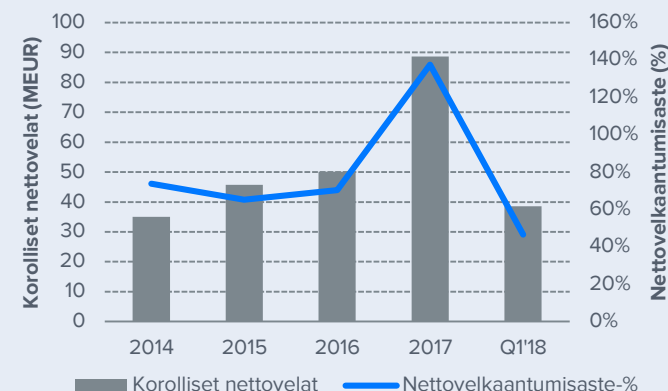
Mielestämme Panostajan kannattaisi pyrkiä lähivuosina kasvamaan uuteen kokoluokkaan, koska yhtiön konsernikulut rasittavat tällä hetkellä suhteellisen paljon sijoitusten tuottoja. Tämä on pitkä tie, koska sijoituskohteiden kanssa täytyy olla konservatiivinen arvostustasojen ollessa yleisesti korkealla. Mielestämme tämän pitäisi kuitenkin olla tällä hetkellä valmisteltavan strategian ytimessä, sillä kasvun kautta yhtiö voisi saada suuremman osan sijoitustuotoista osakkeenomistajille ja sitä kautta pienentää nykyistä sijoitusyhtiöalennusta.

Yritysostoja voidaan tehdä myös limiitillä

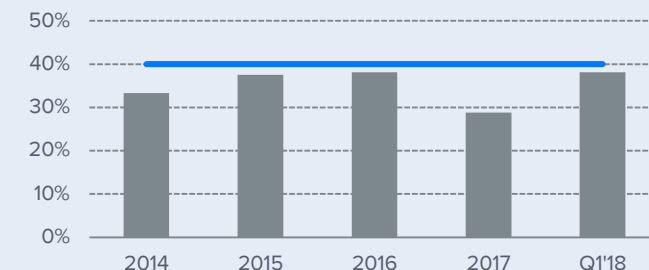
Panostaja hankki viime vuonna rahoitus-paketkinsa yhteydessä myös 10 MEUR:n yritysostolimiitin, josta nostamatta oli 7,7 MEUR Q1:n lopussa. Limiitistä voi nostaa kahden vuoden pituisia lainoja Panostajan tekemien yritysostojen rahoittamiseksi, mikä tarjoaa yhtiölle joustavuutta.

Rahoitusasema (MEUR)	2013	2014	2015	2016	2017	Q1'18
Korolliset velat	60,1	58,1	79,8	80,9	111,6	95,3
Korolliset saamiset	3,6	4,5	3,5	4,3	3,5	4,6
Rahavarat	16,4	18,6	30,6	26,6	19,5	52,0
Korolliset nettovelat	40,1	35,0	45,7	50,1	88,6	38,6
Oma pääoma (sis. vähemmistön)	49,1	47,5	70,1	71,1	64,5	83,1
Nettovelkaantumisaste-%	83 %	74 %	65 %	70 %	138 %	47 %
Omavaraisuusaste-%	33 %	33 %	38 %	38 %	29 %	38 %

KotiSun-kauppa käänsi velkaantumisen



Omavaraisuusaste ja tavoitetaso (%)



Omistuksien osien summa (1/2)

Osien summa analyysin elementit

Mielestämme oikea tapa arvottaa Panostaja on osien summa-analyysi, jonka oleelliset elementit ovat:

- 1) Panostajan määräysvallassa olevat sijoituskohteet, joiden arvot olemme määrittäneet aikaisemmin.
 - 2) Vähemmistöomistukset, joiden arvo on kokonaisuuden kannalta erittäin pieni.
 - 3) Emoyhtiön korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Tässä huomioimme myös korolliset saatavat konserniyhtiöiltä. Tällä hetkellä emoyhtiöllä on kuitenkin merkittävä nettokassa, joka lisätään omistuksiin.
 - 4) Emoyhtiön operatiivisten kulujen eliminointi. Nämä kulut ovat osakkeenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja, joihin he eivät voi suoraan vaikuttaa. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.
 - 5) Lopulliseen arvioomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa mahdollinen alennus tai preemio suhteessa osien summa-arvoon, mikä määräytyy pitkälti sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (track-recordilla merkittävä paino). Alennusta säätämällä voimme ohjata arvon perustelluksi osakkeenomistajien kannalta, koska osien summa ei lähtökohtaisesti realisoitu ilman yrityskauppoja.
- Edellä mainituista elementeistä pystymme laskemaan Panostajan markkina-arvon, johon tavoitehintamme myös perustuu. Omistukset olemme käsitelleet jo aikaisemmin, joten siirrymme seuraavaksi nettovelkoihin sekä

eliminointeihin.

Emoyhtiön nettovelkojen käsittely

Koska olemme määrittäneet tytäryhtiöiden arvot markkina-arvopohjaisesti, vähennämme osien summa laskelmassa ainoastaan emoyhtiön korolliset nettovelat, sillä tytäryhtiöiden korolliset nettovelat ovat sisällä markkina-arvoissa. Korollisia nettovelkoja laskettaessa olemme huomioineet myös korolliset saatavat konsernin muilta yhtiöiltä samasta syystä.

Emoyhtiöllä oli Q1'18-lopussa 33,6 MEUR:n nettokassa, kun KotiSun-myyntivoitto käänsi tilanteen Q1:llä. Emoyhtiön velkaa pienentävät huomattavasti korolliset lainasaamiset konserniyhtiöiltä, joiden oletamme olevan vakaalla pohjalla.

Konsernikulujen eliminointi

Viimeisenä merkittävänä elementtinä olemme vähentäneet osien summasta emoyhtiön operatiivisten kulujen nykyarvon. Vaikka Panostajan emoyhtiön operatiiviset kulut ovat pienet pörssiyhtiölle, ne ovat kuitenkin merkittäviä osakkeenomistajien kannalta yhtiön varsin pienen kokoluokan takia.

Olemme laskeneet konsernikuluille nykyarvon diskonttaamalla seuraavan yhdeksän vuoden oletettujen kulut nykypäivään käyttäen keskimääräistä pääomakustannusta (WACC), mikä antaa kulujen arvoksi noin 19 MEUR. Toisaalta tämä on noin 6-7x konsernikulut, eli kohtuullisesti linjassa arvostuksen kanssa. Summa on huomattava suhteessa Panostajan markkina-arvoon, mutta kyseessä on liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä osakkeenomistajien kannalta pakollinen kulu.

Sijoitusyhtiön alennus / preemio

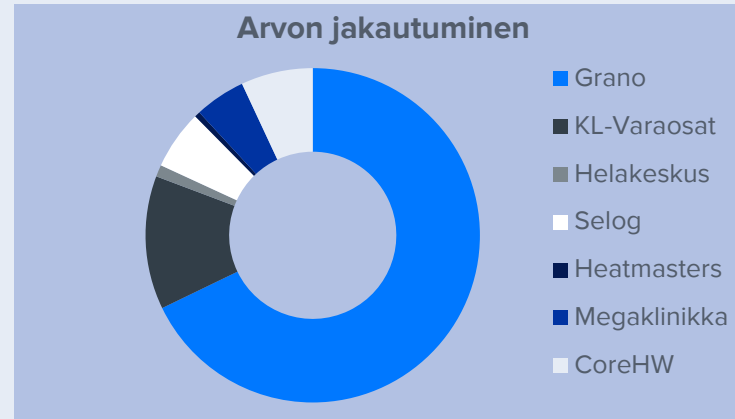
Sijoitusyhtiöt arvotetaan markkinoilla niiden tyyppin ja menestyksen perusteella joko alennuksella tai preemiolla suhteessa niiden substanssiin arvoon (Net Asset Value, NAV). Panostaja ei ole lähtenyt määrittämään omistuksilleen subjektiiviseen näkemykseen perustuvaa substanssiarvoa, minkä takia NAV-pohjaista arvostusta ei käytännössä voi käyttää. Pääsääntöisesti sijoitusyhtiöt arvotetaan pörssissä selkeällä NAV-alennuksella. Osien summa laskelmamme pitäisi kuitenkin olla teoriassa verrannollinen substanssiarvoon.

Mielestämme arvostuksessa suhteessa substanssiin peruseriaatteen pitäisi olla sijoitusyhtiön järjestelmällisesti luoman omistaja-arvon määrä ja tämän jatkuvan myös tulevaisuudessa. Jos Panostaja olisi järjestelmällisesti yltänyt 20 %:n IRR-tavoitteeseensa, sijoittajien mielestämme kannattaisi maksaa preemiota suhteessa substanssiarvoon.

Mielestämme yhtiön track-record ei ole piilevästä arvosta huolimatta vakuuttava. Panostajan sijoitusstrategialla on mielestämme kuitenkin varsin hyvät edellytykset tuottaa ylituottoja tulevaisuudessa, jos johto pystyy välttämään menneisyyden virheet (kuten Takoma). Ennen kuin Panostaja pystyy realisoimaan taseessa piilevän arvon ja siten rakentamaan vahvemman track-recordin, mielestämme on perusteltua arvottaa osake toistaiseksi selkeällä alennuksella suhteessa osien summaan. Tällä hetkellä olemme antaneet yhtiölle noin 20 %:n alennuksen suhteessa arvioomme osakkeen arvosta, mutta alennus voi supistua onnistuneiden sijoitusten mukana.

Osien summa-laskelma

Arvon jakautuminen	Arvo	Omistus-	Osuuden	%-osuus
Yhtiö	MEUR	osuus (%)	arvo (M€)	portfoliosta
Grano	65,4	53 %	34,5	67,8 %
KL-Varaosat	8,8	75 %	6,6	12,9 %
Helakeskus	0,6	100 %	0,6	1,1 %
Selog	4,9	60 %	2,9	5,7 %
Heatmasters	0,3	80 %	0,3	0,5 %
Megaklinikka	3,1	80 %	2,5	4,9 %
CoreHW	5,6	63 %	3,5	7,0 %
Yhteensä	89		51	100 %



Panostajalla on pitkää aikaa merkittävä nettokassa (emoyhtiö) ja vahva tase

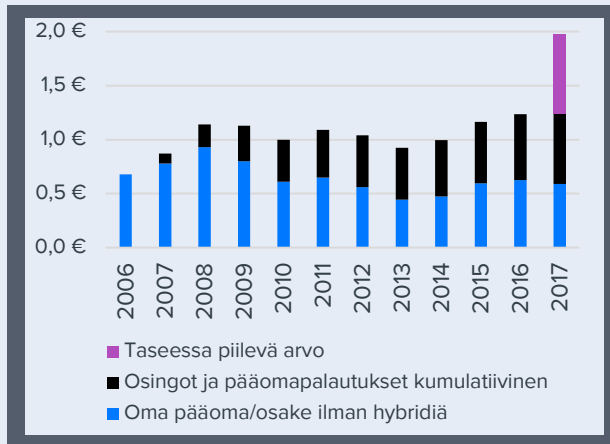
Panostajan markkina-arvo

Omistukset tytäryhtiöissä	50,9 MEUR
Vähemmistöomistukset	4,1 MEUR
Emoyhtiön nettovelat	-31,2 MEUR
Emoyhtiön kulujen eliminointi	19,0 MEUR

Emoyhtiön kulujen eliminointi

Tilikauden 2017 kulut	2,9 MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,0 %
Käytetty WACC	7,7 %
Kulujen laskennallinen arvo	19,0 MEUR

Panostajan markkina-arvo	67,2 MEUR
Osakemäärä (omat eliminoitu)	52,1 Milj. kpl
Osakekohtainen arvo	1,29 EUR
Sijoitusyhtiöalennus	20 %
Tavoitehintamme Panostajalle	1,04 EUR



Yhtiön track-record ja

sijoitusstrategian kyky tuottaa arvoa

Omistuksien osien summa (2/2)

Onnistuneet exitit voivat kutistaa alennusta

KotiSun oli Panostajalle todellinen menestystarina. Panostaja osti 60 % KotiSunista keväällä 2014. Panostajan hankintameno oli lopulta lisäkauppahinnan täyden maksamisen jälkeen noin 8,8 MEUR, mistä mahdollisesti puolet oli velkarahaa. Panostajan omistusaikana yhtiön toimintaa on laajennettu voimakkaasti uusiin palveluihin sekä uusille maantieteellisille alueille, viimeisimpänä Ruotsiin vuonna 2017.

Omistusaikana yhtiön liikevaihto ja liikevoitto ovat kolminkertaistuneet ja omistaja-arvon kehitys on ollut hurjaa. Reilussa kolmessa ja puolessa vuodessa omistuksen arvo on noussut 40,7 MEUR:oon, mikä tarkoittaa laskelmiemme mukaan noin 90 %:n IRR-tasoa (sisäinen korko omalle pääomalle, suuntaa-antava luku). Kyseessä on ollut Panostajalle poikkeuksellisen hyvin tuottanut sijoitus. KotiSun loi sijoitusajalla erittäin paljon omistaja-arvoa ja kauppahinta on mielestämme hyvä (2018e EV/EBITDA 8x), mutta samalla täytyy huomioida Panostajan suurimman arvoajurin poistuminen.

Jos KotiSunin kaltaiset sijoitukset olisivat Panostajalle enemmän sääntö kuin poikkeus, olisi omistaja-arvon kehittyminen erinomaista ja sitä kautta sijoitusyhtiöalennusta olisi syytä pienentää. Flexim Security oli aikaisemmin myös hyvä onnistuminen, mutta muuten portfolioon on jäänyt liikaa heikosti tuottaneita kohteita ja mukana on myös merkittävästi omistaja-arvoa tuhonneita kohteita kuten Takoma. Prosessissa ei mielestämme ole vikaa ja se mahdollistaa onnistumiset, mutta epäonnistumiset vievät liikaa rahaa ja aikaa, minkä takia pääoma ei tuota riittävästi. IRR-% laskee voimakkaasti, jos arvonkehitys on ajallisesti hidasta.

Osinkotuotto on turvattu lähivuosille

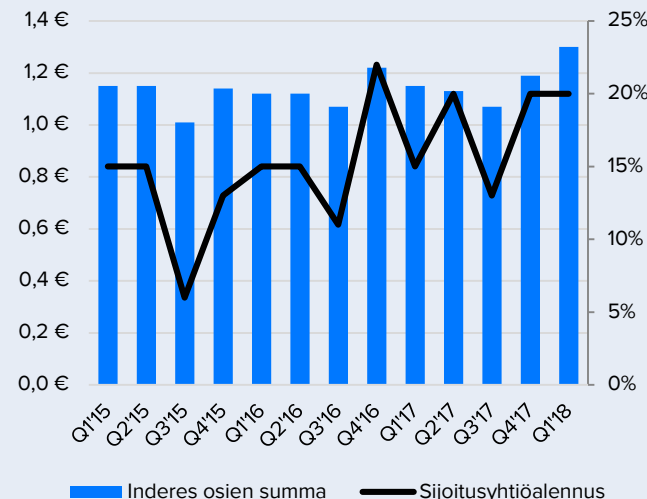
Pidämme Panostajan 0,04 euron osakekohtaista osinkotasoa jatkossa minimitasona, ainakin jos yhtiö ei maksa lisäosinkoa tilikaudelta 2017. Odotamme yhtiön kasvattavan osinkoa lähivuosina hiljalleen: 2018-2019 ennusteemme on 0,05 €/osake ja 2020 on 0,06 €/osake. Osinkotuotto on siis lähivuosina hyvällä 4-6 %:n tasolla ja mielestämme vahvan taseen kautta turvattu, mikä antaa mielestämme osakkeelle selkeän tukitason. Lisäksi sijoittajien kannattaa mielestämme seurata P/B-kerrointa, joka ei kuitenkaan huomioi taseen piiloarvoa. Tietyn tukitason tasesubstanssi osakkeelle kuitenkin antaa. Nyt Panostajan 2018e P/B on vain 0,8x, mitä pidämme erittäin malillisena yhtiölle.

Irtautuminen muuttaisi koko Panostajan

Grano on kuitenkin ollut erittäin tuottoisa sijoitus Panostajalle vuosien varrella erittäin hyvän tulokuntonsa ja kassavirtansa takia. Pidämme omaa arviotamme Granon nykyarvosta varsin konservatiivisena, mutta se vastaa silti lähes 68 % Panostajan sijoitusportfolion arvosta.

Kun yhtiö lopulta irtaantuu Granosta, minkä pitäisi tapahtua lähivuosina, tulee se muuttamaan koko Panostajan profiilia merkittävästi. Jos yhtiö ei ole siinä vaiheessa tehnyt merkittäviä uusia sijoituksia, käteisen rooli tulee nousemaan merkittävästi ja yhtiö voi lähteä rakentamaan tulevaisuutta kokonaan uudelleen. On erittäin mielenkiintoista nähdä, miten strategia muuttuu KotiSunin jälkeen, sillä tässä yhtiö joutuu todennäköisesti hahmottamaan tulevaisuutta myös Granon jälkeen. Nämä olivat Panostajan kaksi ylivoimaisesti arvokkainta ja suurinta sijoitusta, joista toinen on jo myyty.

Osien summa-arviomme kehitys (€/osake)



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

1,04 €



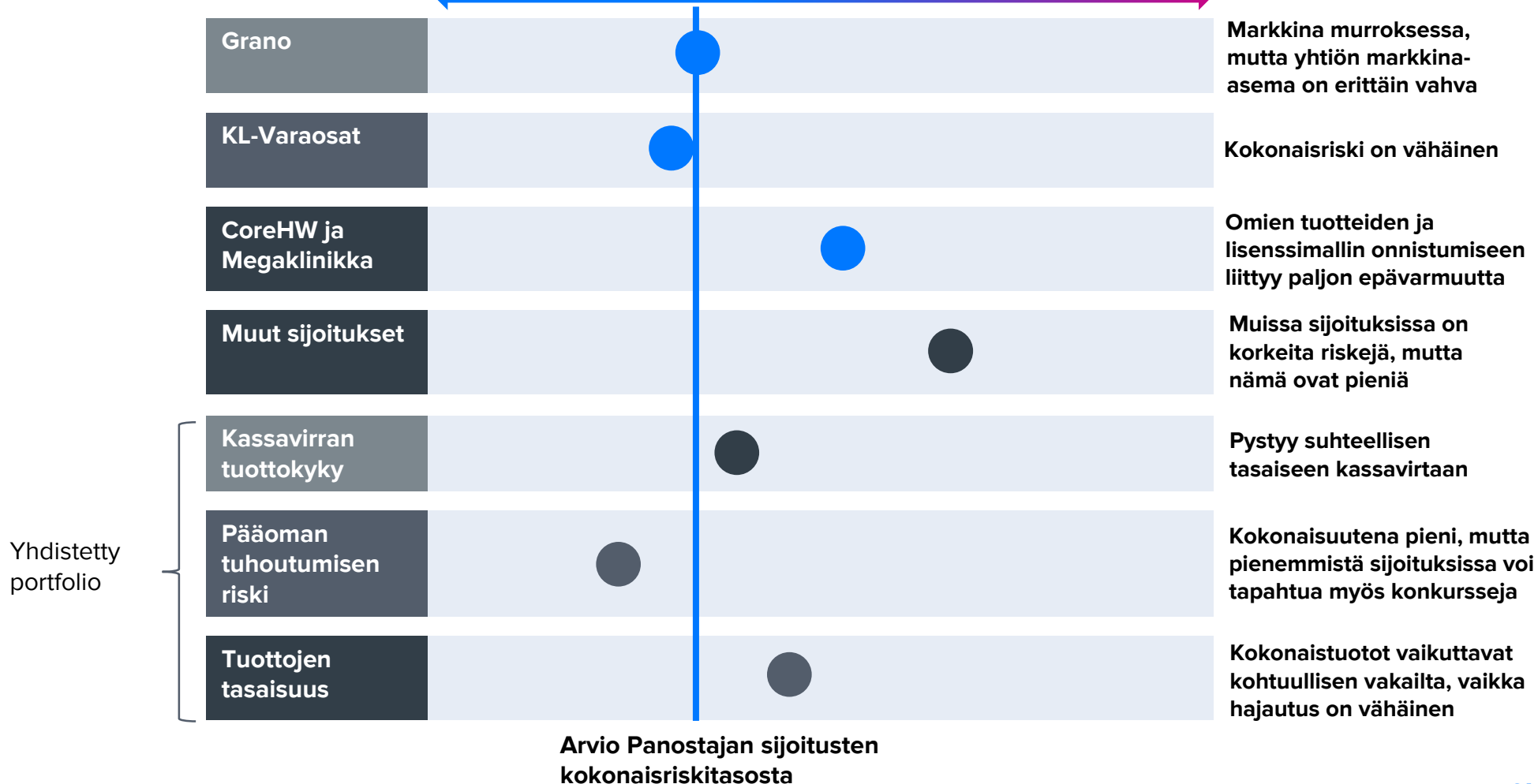
Mielestämme Panostajan osake on selvästi aliarvostettu suhteessa osien summaan, mutta arvon realisoituminen voi edelleen viedä pitkään. Tärkeimpiä ajureita ovat lyhyellä tähtäimellä mielestämme Grano, suuret pääoman allokoituspäätökset sekä mahdollisesti uudistuva strategia.

Sijoitusportfolion riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



Ennusteet eri sijoituskohteille

Liikevaihto (MEUR)	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2017	2018e	2019e
Grano	21,2	23,3	20,8	22,8	23,3	25,4	23,1	33,6	34,0	36,5	34,0	35,5	105,3	140,0	145,0
KL-Varaosat	3,2	3,3	3,2	3,4	3,2	3,2	3,5	3,6	3,4	3,4	3,6	3,8	13,5	14,2	14,8
Helakeskus	2,4	2,8	2,3	2,4	2,1	2,4	2,2	2,3	1,9	2,5	2,3	2,4	8,9	9,1	9,6
Selog	2,3	2,5	2,8	2,7	2,6	2,4	2,9	2,8	1,9	2,5	3,0	2,9	10,8	10,4	10,8
Heatmasters	0,9	1,1	1,2	1,3	0,9	1,3	1,3	1,8	1,0	1,3	1,4	1,8	5,3	5,5	5,8
Megaklinikka	1,1	1,2	1,1	1,3	1,4	1,6	1,6	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4	6,0	5,8	6,7
CoreHW								1,0	1,3	1,4	1,4	1,6	1,0	5,7	6,4
Muut / eliminoinnit	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,4
Yhteensä	31,1	34,0	31,3	34,0	33,7	36,1	34,5	46,4	44,9	49,1	47,2	49,4	150,7	190,4	198,6

Liikevoitto (MEUR)	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2017	2018e	2019e
Grano	1,3	3,0	1,6	1,9	0,6	2,4	1,4	1,9	1,1	2,2	2,0	3,0	6,3	8,3	9,9
KL-Varaosat	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,4	1,0	1,2	1,2
Helakeskus	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,6
Selog	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,8	0,8	0,8
Heatmasters	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0
Megaklinikka	-0,3	-0,4	-0,2	-0,6	-0,8	-0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	-1,6	-0,1	0,2
CoreHW								0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,5	0,6
Muut / konsernikulut	-0,8	-0,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-1,7	0,6	-0,8	-0,8	-1,0	-4,0	-2,0	-3,6
Yhteensä	0,4	1,7	1,3	1,0	-1,0	1,5	1,6	0,8	1,7	2,1	2,2	3,1	2,9	9,2	9,6

Liikevaihdon jakauma (2018e)



Liikevoiton jakauma (2018e)



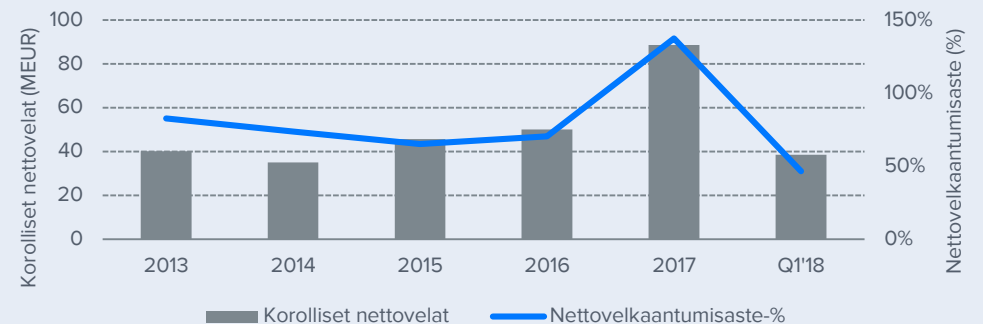
Tuloslaskelma, tase ja rahoitusasema

(MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	172	193	191	199
Kulut	-156	-174	-172	-180
EBITDA	16,3	19,5	18,4	18,7
Poistot	-7,4	-10,0	-9,2	-9,2
Liikevoitto	9,0	9,5	9,2	9,6
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaerää</i>	<i>9,7</i>	<i>9,5</i>	<i>9,2</i>	<i>9,6</i>
Rahoituserät	-6,8	-6,5	-6,3	-6,3
Osuus osakkuusyrityiden tuloksesta	0,1	0,3	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	7,0	7,5	6,8	7,8
Muut erät	3,8	-1,6	26,5	0,0
Verot	-1,5	1,0	-1,8	-1,7
Vähemmistöosuus	-5,1	-4,7	-3,5	-3,2
Nettotulos	4,2	2,1	28,1	2,9
<i>Nettotulos ilman kertaerää</i>	<i>4,9</i>	<i>2,1</i>	<i>28,1</i>	<i>2,9</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	4,2	2,1	28,1	2,9
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>0,08</i>	<i>0,04</i>	<i>0,54</i>	<i>0,05</i>
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	0,09	0,04	0,54	0,05

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e
Pysyvät vastaavat	120	154	129
Liikearvo	78	95	83
Aineettomat oikeudet	10	13	12
Käyttöomaisuus	13	23	15
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4	4	4
Muut sijoitukset	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	8	7	8
Laskennalliset verosaamiset	7	11	7
Vaihtuvat vastaavat	68	71	95
Varastot	11	13	10
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0
Myyntisaamiset	30	38	31
Likvidit varat	27	19	55
Taseen loppusumma	187	224	224

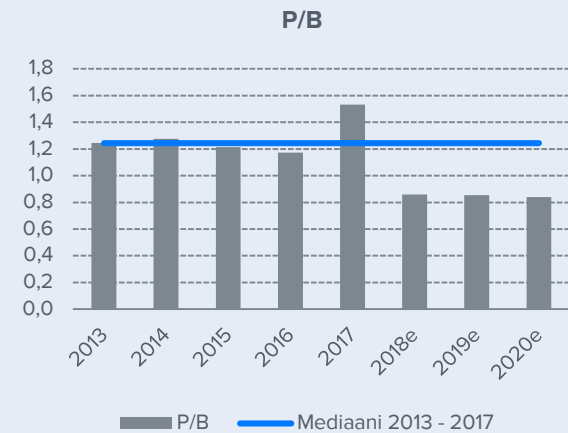
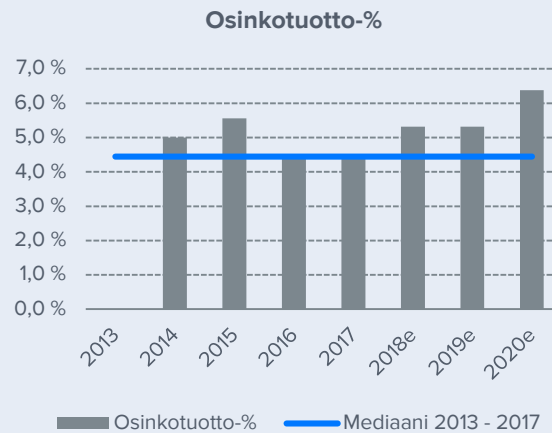
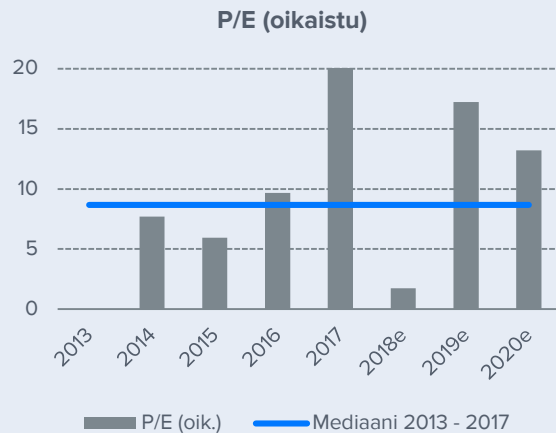
Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e
Oma pääoma	40	31	57
Osakepääoma	6	6	6
Kertyneet voittovarot	9	8	34
Omat osakkeet	7	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	5	5	5
Muu oma pääoma	13	13	13
Vähemmistöosuus	31	34	26
Pitkäaikaiset velat	69	99	93
Laskennalliset verovelat	3	5	7
Varaukset	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	66	94	86
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	48	61	48
Lainat rahoituslaitoksilta	11	18	10
Lyhytaikaiset korottomat velat	37	44	38
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0
Taseen loppusumma	187	224	224

Rahoitusasema (MEUR)	2013	2014	2015	2016	2017	Q1'18
Korolliset velat	60,1	58,1	79,8	80,9	111,6	95,3
Korolliset saamiset	3,6	4,5	3,5	4,3	3,5	4,6
Rahavarat	16,4	18,6	30,6	26,6	19,5	52,0
Korolliset nettovelat	40,1	35,0	45,7	50,1	88,6	38,6
Oma pääoma (sis. vähemmistön)	49,1	47,5	70,1	71,1	64,5	83,1
Nettovelkaantumisaste-%	82,6 %	73,7 %	65,2 %	70,4 %	137,5 %	46,5 %
Omavaraisuusaste-%	33,2 %	33,3 %	37,5 %	38,1 %	28,8 %	38,1 %
Oman pääoman tuotto-%	-11,7 %	17,1 %	23,0 %	13,1 %	10,1 %	
Sijoitetun pääoman tuotto-%	3,7 %	15,4 %	12,4 %	9,4 %	5,9 %	



Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	0,73	0,80	0,90	0,90	0,91	0,95	0,95	0,95
Markkina-arvo	37	41	46	47	47	50	50	50
Yritysarvo (EV)	105	100	134	133	179	119	123	127
P/E (oik.)	neg.	7,7	5,9	9,7	22,2	1,8	17,2	13,2
P/E	neg.	7,7	5,9	11,3	22,2	1,8	17,2	13,2
P/Kassavirta	-5,9	2,5	-3,2	5,2	-1,8	0,7	14,2	9,2
P/B	1,2	1,3	1,2	1,2	1,5	0,9	0,9	0,8
P/S	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	10,5	6,4	10,0	8,2	9,2	6,3	6,6	6,5
EV/EBIT	neg.	9,9	18,3	14,9	18,8	12,1	12,8	11,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	38,1 %	32,7 %	50,2 %	97,5 %	9,3 %	91,7 %	84,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,0 %	5,6 %	4,4 %	4,4 %	5,3 %	5,3 %	6,4 %



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 esittäjien 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 esittäjien 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 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan 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/>

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26.3.2015	Osta	1,00 €	0,84 €
4.6.2015	Osta	1,00 €	0,86 €
12.6.2015	Osta	1,05 €	0,88 €
3.9.2015	Osta	0,95 €	0,82 €
14.12.2015	Lisää	1,00 €	0,89 €
4.3.2016	Lisää	0,95 €	0,86 €
3.6.2016	Lisää	0,95 €	0,86 €
20.6.2016	Lisää	0,95 €	0,84 €
2.12.2016	Vähennä	0,95 €	0,96 €
12.12.2016	Lisää	0,95 €	0,90 €
3.3.2017	Lisää	0,92 €	0,86 €
2.6.2017	Lisää	0,90 €	0,84 €
8.9.2017	Vähennä	0,86 €	0,86 €
19.10.2017	Lisää	0,93 €	0,89 €
15.12.2017	Lisää	0,95 €	0,90 €
20.12.2017	Lisää	1,04 €	0,99 €
8.3.2018	Lisää	1,04 €	0,95 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

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 analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**