

# KPY osk

16.06.2026 09.30 EEST



Frans-Mikael Rostedt, Analytikko  
+358 44 327 0395  
[frans-mikael.rostedt@inderes.fi](mailto:frans-mikael.rostedt@inderes.fi)

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**LAAJA RAPORTTI**



# Strategiamurroksen keskellä onnistuneesti pörssiin

KPY siirtyy parhaillaan perinteisestä tasesijoittajasta kohti tasesijoittajan ja rahastotoimijan hybridiä, kun se kerää uutta pääomasijoitusrahastoa ja tähtää myös infrastruktuurirahastoihin. Tällä hetkellä sijoitussalkun nettovarallisuudesta kuitenkin lähes puolet muodostuu Kuopion toimistokiinteistöistä. Strategiamurros tarjoaa selkeää kasvupotentiaalia, mutta etenkin varainkeruun onnistumiseen ja Kuopion toimistomarkkinaa liittyy mielestämme merkittävää riskiä. Osakkeen arvostus on kuitenkin painunut erittäin matalaksi (P/NAV 0,46x), mikä tekee tuotto-odotuksesta houkuttelevan kärsivälliselle sijoittajalle. Aloitamme seurannan 5,10 euron tavoitehinnalla ja Lisää-suosituksella.

## Matkalla kohti rahastotoimijan ja tasesijoittajan hybridiä

KPY on osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö, jonka juuret ulottuvat vuoteen 1883 ja puhelinliiketoimintaan asti. KPY:n nykyinen sijoitusstrategia nojaa kolmeen sijoitussalkkuun: infrastruktuurisijoitukset, private equity ja tasesijoitukset. Infrastruktuuri muodosti Q1'26 lopussa 47 % konsernin nettovarallisuudesta (NAV) ja se koostuu täysin Novapoliksesta, joka omistaa pääasiassa toimistoja Kuopiossa. Tulevaisuudessa KPY tavoittelee laajentavansa myös infrastruktuurirahastojen suuntaan pääomistamansa hallinnointiyhtiön kautta.

Private equity (12 % NAV:sta) taas koostuu täysin pääomasijoitusyhtiö Senticasta, jonka KPY osti vuonna 2025. Senticalla oli olemassa yksi vanhempi rahasto ja nyt yhtiö tavoittelee noin 200 MEUR:n rahaston keräystä, jossa KPY toimii ankkurisijoittajana 50 MEUR:n sijoituksella. Tasesijoitukset (28 % NAV:sta) koostuvat sijoituksista 5 yhtiöön, joista osa on ollut salkussa pitkään. Tasesijoituksista arviomme mukaan noin puolet muodostaa KPY:n täysin omistama tietoverkkojen rakentaja, urakoija ja operoija Voimatel. KPY tavoittelee tasesijoituksista hallittua irtaantumista seuraavien 5 vuoden aikana. Jatkossa KPY tekee tasesijoitukset pääasiassa sen itse hallinnoimien rahastojen kautta. KPY:n historiallinen track-record on arviomme mukaan melko vaisu, mutta kehitys on ollut lupaavaa lyhyellä aikavälillä. Raportoidut hallinnointikulut olivat viime vuonna noin 0,6 % NAV:sta, mikä on varsin tehokas taso. Suhteessa omaan NAV-arviomme taso on kuitenkin korkeampi (0,8 %), ja arvioidut emoyhtiön kiinteät kulut ylittivät selvästi raportoidut hallintokulut. Tarkkaa näkyvyyttä emoyhtiön

kulurakenteeseen ei kuitenkaan ole. KPY:n sijoitusstrategia on hajautunut, mutta tällä hetkellä sijoitussalkku on hyvin keskittynyt sen painottuessa Kuopion toimistokiinteistöihin.

## Arvoajurit nojaavat Novapolikseen, Senticaan ja Voimateliin,

Lähivuosien tuloskehitystä ja nettovarallisuuden kasvua määrittävät ennusteissamme erityisesti Novapoliksen kehitys ja arvostus, Sentican rahastoliiketoiminnan ylösajo ja varainkeruussa onnistuminen sekä Voimatelin operatiivinen kehitys. Senticassa on kasvupotentiaalia, mutta varainkeruuseen liittyy myös selkeää riskiä. Rahastoliiketoiminnan rakentaminen kestäväälle palkkiovirtatasolle vie tyypillisesti vuosia silloinkin, kun kaikki onnistuu. KPY:n nykyiseen kehitysvaiheeseen liittyy mielestämme selkeää riskiä, jonka takia pörssissä selvä tasealennus on perusteltu. Keskeiset riskit liittyvät KPY:n nykyiseen strategiamurrosvaiheeseen (rahastoliiketoiminta) liittyvä epävarmuus ja korkea riskitaso, Kuopion toimistokiinteistöjen merkittävä keskittymä sijoitussalkussa sekä listaamattomien omaisuususerien arvonmääritykseen liittyvä epävarmuus.

## Erittäin matalaksi painunut arvostustaso tekee tuotto-odotuksesta houkuttelevan

Arvotamme KPY:tä ensisijaisesti nettovarallisuuteen (NAV) perustuvalla osien summa -laskelmalla, jossa sovellamme 25 %:n sijoitusyhtiöalennusta. NAV-laskelmamme on tehty melko konservatiivisilla oletuksilla ja laskelmamme osakekohtainen arvo on 7,42 € ilman sijoitusyhtiöalennusta ja 5,57 € sijoitusyhtiöalennuksen kanssa. Lyhyellä aikavälillä arvostusta tulee painamaan todennäköisesti myyntipaine vanhojen omistajien puolelta, mutta näemme tämän jo näkyneen riittävästi osuuskurssissa 12 %:n kurssilaskun myötä. KPY:n NAV-pohjainen arvostustaso onkin painunut erittäin matalaksi (P/NAV 0,46x). Näemme sijoittajan tuotto-odotuksen, joka koostuu arvostustason noususta, sekä maltillisesta NAV:n kasvusta ja 2-3 %:n osinkotuotosta ylittävän 10 %:n oman pääoman tuottovaateemme. Näin ollen matala lähtöarvostus tarjoaa nähdäksemme houkuttelevan riski/tuottosuhteen kärsivälliselle sijoittajalle, mutta tasealennuksen olennainen kaventuminen vaatii arviomme mukaan näyttöjä etenkin pääomasijoitustoiminnan onnistuneesta skaalaamisesta sekä todisteita Novapoliksen nykyisen erinomaisen kannattavuustason ylläpitämisestä.

## Suositus

### Lisää

(aik. -)

## Tavoitehinta:

5,10 EUR

(aik. - EUR)

## Osakekurssi:

4,47 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Liikevaihto</b>	167,4	136,0	140,4	142,8
<b>kasvu-%</b>	-25 %	-19 %	3 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	10,5	8,1	9,7	10,0
<b>EBIT-% oik.</b>	6,3 %	6,0 %	6,9 %	7,0 %
<b>Nettotulos</b>	13,8	2,2	4,1	4,4
<b>EPS (oik.)</b>	0,42	0,16	0,25	0,27
<b>P/E (oik.)</b>	10,7	27,4	17,6	16,8
<b>P/B</b>	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,2 %	2,2 %	2,5 %	2,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	17,9	23,6	25,7	23,8
<b>EV/EBITDA</b>	8,7	12,5	14,5	13,6
<b>P/NAV</b>	0,46	0,46	0,46	0,46

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ei ohjeistusta)

# Sisällysluettelo

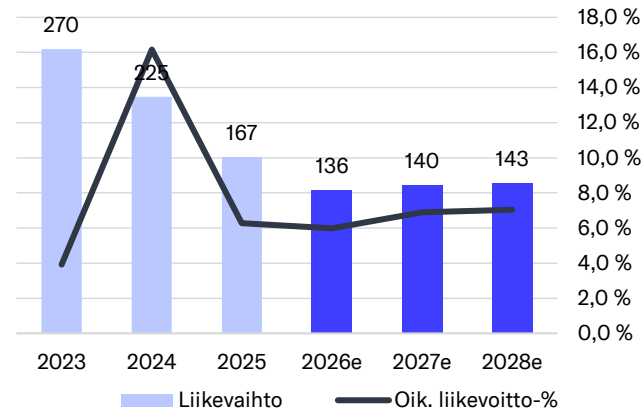
Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja sijoitusstrategia	<b>5-16</b>
Novapolis	<b>17-27</b>
Sentica	<b>28-39</b>
Tasesijoitukset	<b>40-58</b>
Taloudellinen asema ja sijoitusprofiili	<b>59-61</b>
Arvonmääritys ja verrokkivertailu	<b>62-66</b>
Taulukot	<b>67-70</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>71-72</b>

## Osakekurssi

Listautumishinta **5,10 €**

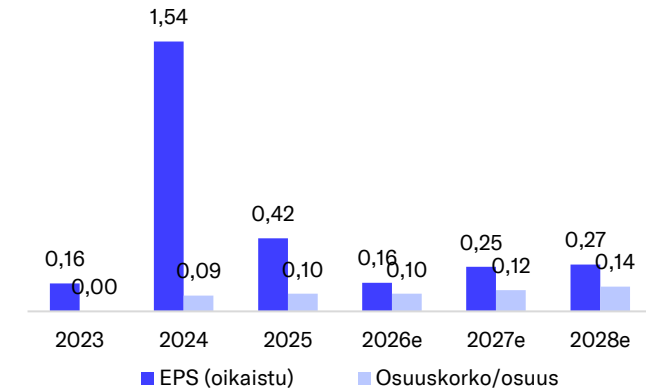
Päätöskurssi 16.6.2026 **4,47 €**

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Rahastoliiketoiminnan ylösajossa ja varainkeruussa onnistuminen
- Voitolliset irtaantumiset tasesijoituksista
- Uudet arvoaluovat sijoitukset
- Novapoliksen ja Kuopion toimistomarkkinan odotuksia parempi kehitys

## Riskitekijät

- Suomen yleiseen taloustilanteeseen liittyvät riskit
- Epäonnistuminen uuden rahastostrategian ylösajossa
- Kuopion aluekehitykseen liittyvät riskit
- Toimistomarkkinan heikko tilanne

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
<b>Osakekurssi</b>	4,47	4,47	4,47
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	27,5	27,5	27,5
<b>Markkina-arvo</b>	123	123	123
<b>Yritysarvo (EV)</b>	192	248	240
<b>P/E (oik.)</b>	27,4	17,6	16,8
<b>P/E</b>	54,9	30,1	27,7
<b>P/Kassavirta</b>	11,4	neg.	8,4
<b>P/B</b>	0,70	0,69	0,69
<b>P/NAV</b>	0,46	0,46	0,46
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,8	1,7
<b>EV/EBITDA</b>	12,5	14,5	13,7
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	23,6	25,7	23,9
<b>Osinko/tulos (%)</b>	122,9 %	80,8 %	86,8 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,2 %	2,7 %	3,1 %

Lähde: Inderes

# KPY lyhyesti

KPY osk on suomalainen arvopohjainen osuuskunta ja moderni sijoitusyhtiö, jonka tavoitteena on luoda omistajilleen arvoa ja edistää yhteiskunnan elinvoimaisuutta vahvistamalla yritysten kilpailukykyä, kasvua, kannattavuutta ja uusiutumista aktiivisen omistajuuden kautta. Sijoitusportfolio muodostuu kolmesta sijoitussalkusta: infrastruktuurisijoitukset, private equity ja tasesijoitukset

**1883**

Perustamisvuosi

**245 MEUR (2024: 180 MEUR)**

Nettovarallisuus (NAV) Q1'26

**9,61 € (2024: 8,09 €)**

Nettovarallisuus per osuus Q1'26

**4,9 % (2013-Q1'26)**

Konsernin OPO:n kasvu + kumulatiiviset maksetut osuuskorot 2013-Q1'26 = (DNA-osakkeiden myynnin jälkeen)

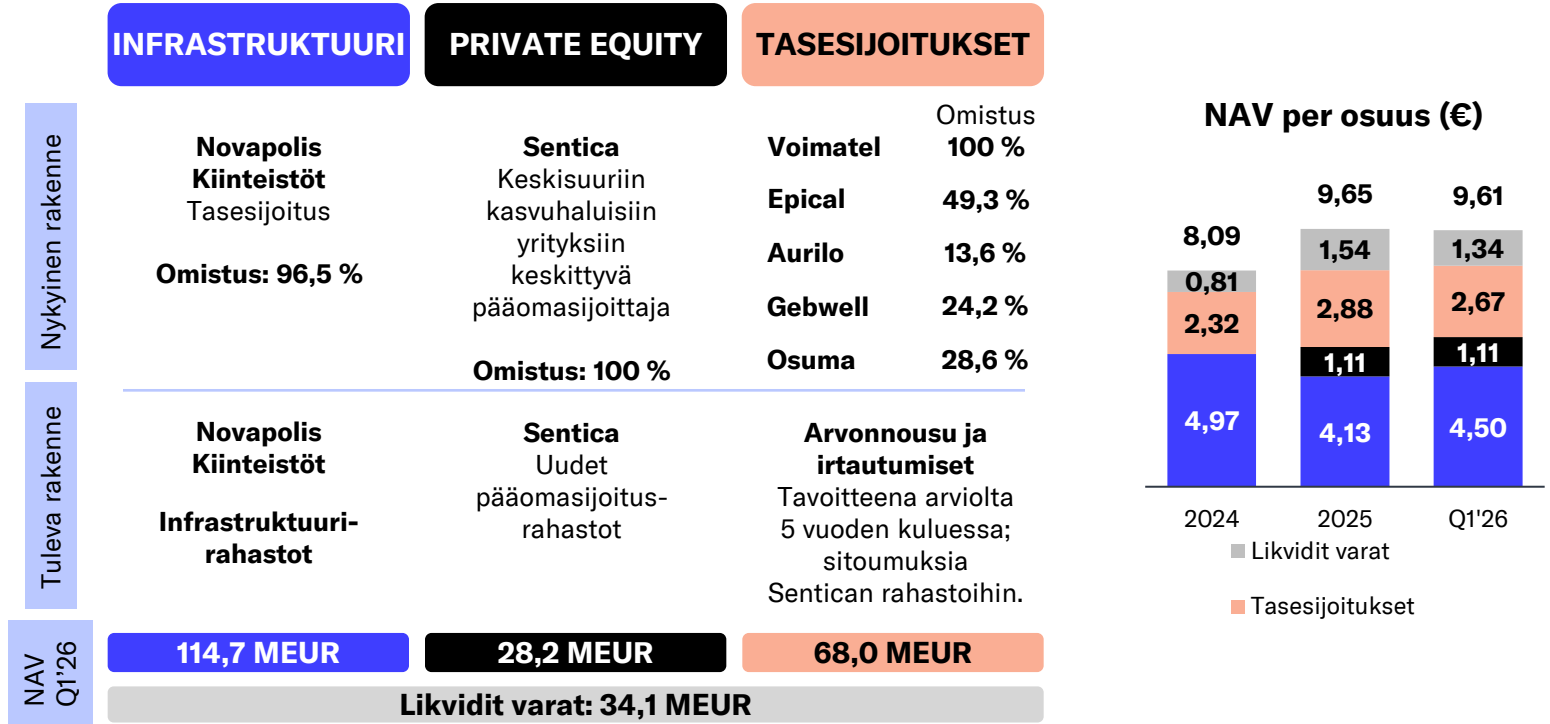
**2,0 % (2024: 1,8 %)**

Osuuskorkotuotto 2025, 5,10 € listautumishinnalla

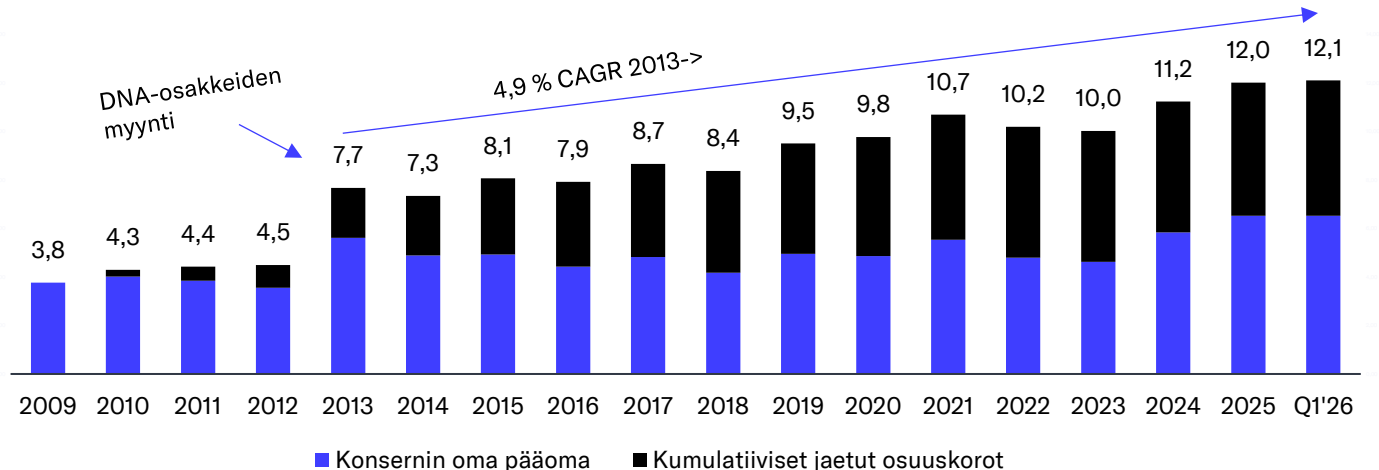
**0,62 € (2024: 1,18 €)**

Osuuskohtainen tulos 2025

Lähde: KPY, Inderes



KPY konsernin historiallinen kehitys, per osuus\*

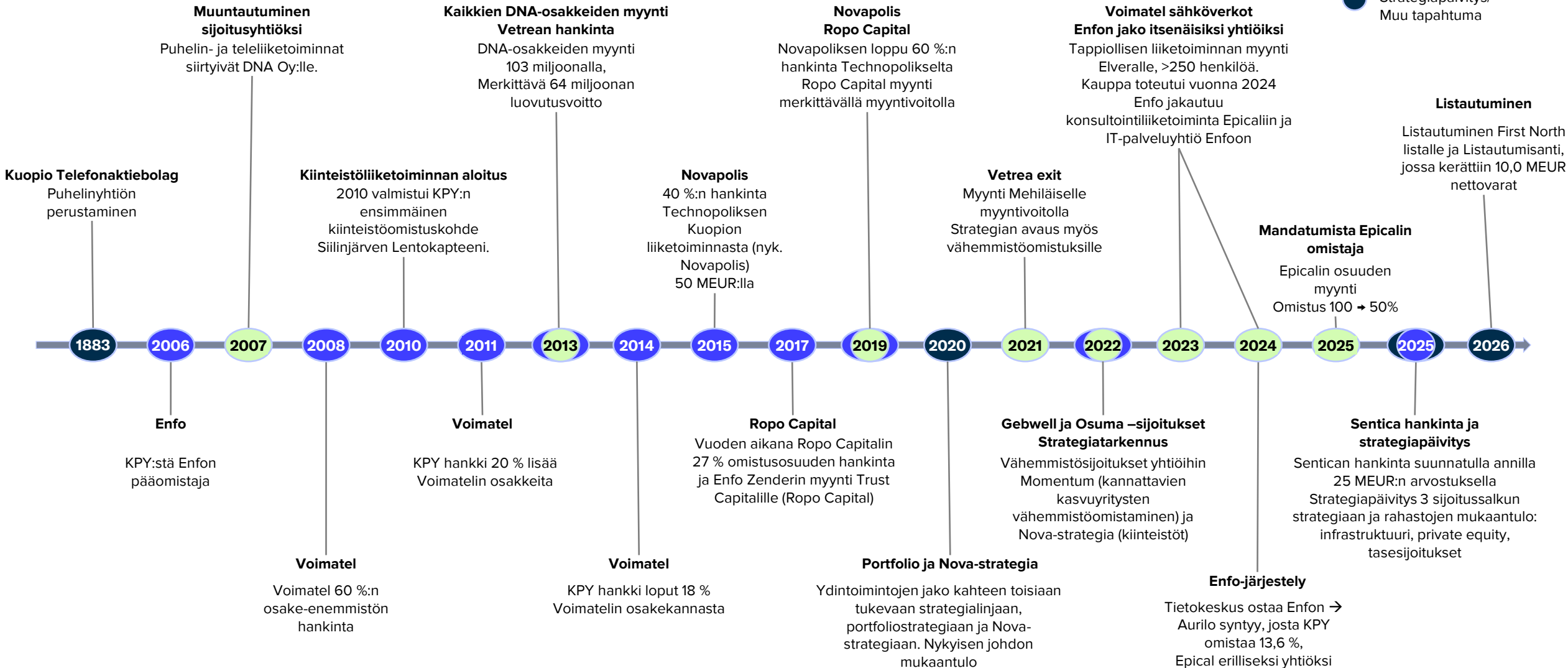


\*Laskettu split-oikaistulla osuuksien määrällä

# KPY:n historia ja nykyisen portfolion muodostuminen

## Värikoodit

- Hankinta/investointi
- Irtautuminen
- Strategiapäivitys/  
Muu tapahtuma



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Tasesijoittaja muuntautumassa rahasto- ja tasesijoittajan hybridiksi

KPY on vuonna 1883 Suomessa perustettu arvopohjainen osuuskunta ja moderni sijoitusyhtiö, jonka omistaa noin 19 000 osuudenomistajaa. Laaja omistajapohja selittyy sen historialla alueellisena puhelinyhdistyksenä. KPY:n tavoitteena on luoda omistajilleen arvoa ja edistää yhteiskunnan elinvoimaisuutta vahvistamalla yritysten kilpailukykyä, kasvua, kannattavuutta ja uusiutumista aktiivisen omistajuuden kautta. KPY tekee sijoituksia koko Suomessa, mutta tämän hetken omistukset ovat vahvasti linkissä Itä-Suomeen ja Kuopioon, vaikka osalla on myös kansainvälisesti toimintaa.

Konserni muodostuu emoyhtiö KPY:stä sekä sen omistamista tytär- ja osakkuusyhtiöistä. KPY tekee sijoituksia kolmen sijoitussalkun kautta: infrastruktuuri (tällä hetkellä Novapolis-kiinteistöt), private equity (Sentica) ja tasesijoitukset (5 kohdeyhtiötä). KPY tavoittelee tasesijoituksista irtaantumista seuraavien 5 vuoden aikana ja tekee jatkossa sijoituksia rahastoihin, joiden hallinnointiyhtiön pääomistajana on KPY itse. Rahastoliiketoiminnan ylösaajo määrittää pitkälti KPY:n nykystrategian onnistumisen. KPY:n omaisuuden nettovarallisuuden arvo oli 245,1 miljoonaa euroa Q1'26.

## Hallinto

KPY on osuuskunta, jonka omistaa noin 19 000 osuudenomistajaa. Edustajisto on KPY:n ylin päättävä elin, jonka kautta jäsenet osallistuvat osuuskunnan ohjaukseen ja valvontaan. Edustajistoon kuuluu 30 edustajaa.

Edustajiston tehtäviin kuuluvat puheenjohtajan ja varapuheenjohtajien valinta, hallituksen jäsenten ja puheenjohtajiston valinta, tilinpäätöksen ja varallisuuden hallinnoinnin periaatteiden vahvistaminen sekä osuuskoron vahvistaminen hallituksen esityksestä.

**Edustajiston puheenjohtajisto:** puheenjohtaja Antti Haapakorva (17.1.2023 alkaen); varapuheenjohtajat Aleks Eskelinen, Tuula Väätäinen ja Markku Söderström. Edustajiston KPY osuuksien omistukset ovat keskimäärin pieniä.

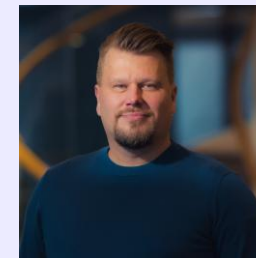
**Hallitus:** Juha Yrjänheikki (pj.), Pekka Loikkanen (vpj.), Mikko Junttila ja Karoliina Malmi (7.5.2025 alkaen). Yrjänheikki omistaa 18 242 KPY:n osuutta, mutta muuten hallituksen omistukset ovat melko pieniä.

**Johtoryhmä:** toimitusjohtaja Anssi Lehikoinen, talousjohtaja Jenni Ahava, varatoimitusjohtaja ja operatiivinen johtaja Silja Huhtiniemi sekä lakiasiaintohtaja Teemu Pieviläinen. Johtoryhmän omistukset KPY:ssä ovat CEO Lehihoista lukuun ottamatta melko pieniä. Kaikki jäsenet ovat lisäksi osallisina osakepalkkiojärjestelmissä.

## Osuuskunnassa on lopulta melko vähän eroja tavalliseen yhtiöön nähden

KPY eroaa perinteisistä pääomasijoitusyhtiöistä osuuskuntamuotonsa takia, vaikka tällä ei ole suurta merkitystä operatiiviseen toimintaan. Sijoittajien kannalta osuuskuntamuodon merkittävin vaikutus on, että osuudenomistajan äänivalta ei kasva omistuksen suhteessa. Käytännössä tämä tarkoittaa, että kullakin sijoittajalla on yksi ääni riippumatta osuuksien määrästä. Näemme tämän jonkin verran negatiivisena asiana osuuden arvostuksen kannalta, sillä arvioimme sen rajaavan potentiaalisten sijoittajatahojen kiinnostusta (mm. institutionaaliset sijoittajat). Tämä myös käytännössä poistaa mahdollisuuden KPY:hyn kohdistuvasta ostotarjouksesta. Kokonaisuutena tällä voidaankin nähdä mielestämme olevan negatiivista vaikutusta osuuden likviditeettiin. On myös hyvä huomioida, että äänioikeuden saadakseen sijoittajan tulee hakea ja saada KPY:n jäsenyys. Hallitus päättää jäsenten hyväksymismenettelystä ja hyväksyy jäsenet.

## KPY:n johtoryhmä



**Anssi Lehikoinen**

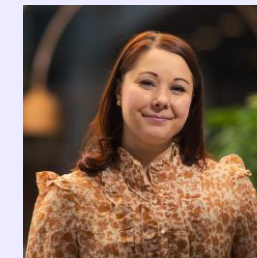
Toimitusjohtaja

Aloitti yhtiössä:

8/2020

Omistus yhtiössä:

18 336 kpl



**Jenni Ahava**

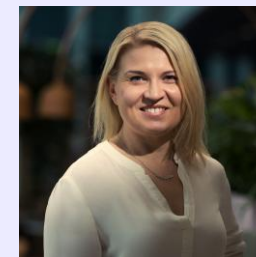
Talousjohtaja

Aloitti yhtiössä:

8/2020

Omistus yhtiössä:

3 400 kpl



**Silja Huhtiniemi**

Operatiivinen

johtaja,  
varatoimitusjohtaja

Aloitti yhtiössä:

8/2020

Omistus yhtiössä:

2 800 kpl



**Teemu Pieviläinen**

Lakiasiaintohtaja

Aloitti yhtiössä:

1/2021

Omistus yhtiössä:

3 400 kpl

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

## Sentican osto avaa uuden arvoajurin

Portfolion arvo on tällä hetkellä selvästi painottunut Novapolikseen ja tasesijoitusten isoimpiin yhtiöihin. Novapolis tuo infrasalkulle vakaata vuokratassavirtaa, mutta yhtiön omistukset ovat hyvin keskittyneet Kuopion toimistoihin ja yhtiön rahoitusrakenne (2025: LTV 48,8 %) tekee NAV:sta herkän Kuopion kiinteistömarkkinan ja korkotason kehitykselle. Lisäksi Novapolis tekee tällä hetkellä 30 MEUR:n uudishanketta Kuopion keskustassa. Tasesijoitukset taas keskittyvät tällä hetkellä pitkälti kolmeen yhtiöön, joista Voimatel on selkeästi suurin.

Portfolion rakenne on muuttunut viime vuosina merkittävästi: Enfon enemmistö myytiin joulukuussa 2024, Epicaliin tuli kanssasijoittaja mukaan osakeannilla, jonka myötä KPY:n omistus yhtiöstä putosi noin puoleen 2025 lopulla. Sentican private equity liiketoiminnan osto 12/2025 taas toi salkkuun kokonaan uuden ulottuvuuden. Tulevaisuudessa rahastopohjainen sijoitusmalli tuo nykyistä selvästi enemmän hajautusta KPY:n näkökulmasta kevyemmällä kulurakenteella ja generoi hallinto- ja tuottopalkkioita. Onnistuminen riippuu kuitenkin siitä, kyetäänkö Sentican uusi ja tulevat rahastot keräämään suunnitellussa mittakaavassa, joka on mielestämme keskeisimpiä riskejä tällä hetkellä. Lisäksi näemme kiinteistöjen käypiin arvoihin kohdistuvan alaskirjausriskiä. Sentica ja Novapolis ovatkin mielestämme KPY:n keskeisimmät tulevaisuuden arvoajurit.

## Sijoitusyhtiön perinteiset arvonluontimenetelmät

Sijoittajien kannalta sijoitustoiminnan menestys voidaan tiivistää tuottoihin. Näihin vaikuttavat monet elementit, joista

mielestämme oleellisia ovat seuraavat:

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

Arvonkehityksen kannalta ensimmäinen elementti on erittäin tärkeä, mutta samalla se on vaikeasti hallittava.

Arvostuskertoimien nousuun ("multiple expansion") liittyy ajoituksen onnistuminen, mutta taustalla on myös systemaattista työtä, kuten yrityksen riskiprofiilin laskemista.

## KPY:n hallitus



**Juha Yrjänheikki** (s. 1973)  
Hallituksen puheenjohtaja  
Toimitusjohtaja, Aurealis  
Therapeutics AG  
Hallituksen pj. 6/2023 alkaen,  
hallituksessa 2020 alkaen  
Omistus : 18 242 kpl



**Pekka Loikkanen** (s. 1959)  
Hallituksen  
varapuheenjohtaja  
Hallitusammattilainen, KTM  
Hallituksessa 5/2022 alkaen  
Omistus: 7 400 kpl



**Mikko Junttila** (s. 1983)  
Hallituksen jäsen  
Toimitusjohtaja,  
Osuuskauppa PeeÄssä  
Hallituksessa 6/2023 alkaen  
Omistus: 5 000 kpl



**Karoliina Malmi** (s. 1977)  
Hallituksen jäsen  
Viestintä- ja  
vastuullisuusjohtaja, Bittium  
Hallituksessa 5/2025 alkaen  
Omistus: 1 500 kpl

## Edustajiston puheenjohtaja



**Antti Haapakorva**  
Edustajiston puheenjohtaja  
2023 alkaen  
Talentreen perustaja ja HPJ

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

## Track-record omistaja-arvon luonnissa

Sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto ovat keskeisiä asioita sijoitusstrategian analysoinnissa. KPY:n lisäarvonluontia voidaan tarkastella osinkojen ja konsernin oman pääoman kasvun kautta. NAV-pohjainen tarkastelu antaisi paremman kuvan, koska se kuvaa omistusten käypiä arvoja paremmin. Tämä ei kuitenkaan ole mahdollista, koska KPY alkoi raportoida NAV-tunnuslukua vasta vuodesta 2024 lähtien. Jatkossa tämä on keskeinen seurantamittarimme.

Aikajakson 2009-Q1'26 välillä oman pääoman kasvun ja osinkojen yhdistetty kumulatiivinen tuotto on ollut noin 7,5 % vuodessa, mikä on kohtuullinen tuotto maantieteellisesti keskittyneelle arvopohjaiselle sijoittajalle. Taso on kuitenkin alle oman pääoman tuottovaateemme (10 %) ja alle Helsingin pörssin indeksituoton. Oma pääoma / osuus oli tilikauden 2009 lopussa 3,76 euroa ja Q1'26 lopussa 6,52 euroa, eli pitkällä jaksolla taso kasvanut 3,4 % vuodessa. Osinkoa tai pääoman palautuksia KPY on maksanut noin 88 % vuosista, ja kumulatiivisesti 17 vuoden aikana KPY on maksanut osuuskorkoa 5,59 €/osuus. Tuottoa on tukenut erityisesti DNA-osakkeiden merkittävä 64 MEUR myyntivoitto vuodelta 2013. Keskeinen onnistuminen sijoitusyhtiöaikakaudelta on Ropo Capital, josta KPY kirjasi vuonna 2019 27 MEUR myyntivoittoa vain muutaman vuoden omistusaikajakson jälkeen.

Aikajaksolla 2013-Q1'26 eli DNA-osakkeiden myynnin jälkeinen aikajaksokuvaa mielestämme paremmin KPY:n sijoitusyhtiöaikakautta. Tällä aikajaksolla oman pääoman kasvun ja osinkojen yhdistetty kumulatiivinen tuotto on ollut 4,9 % vuodessa, mikä on vaisu taso. Oma pääoma / osuus oli tilikauden 2013 lopussa 5,61 euroa ja Q1'26 6,52 euroa, eli tuotto on syntynyt pitkälti osuuskoroista. Tällä aikajaksolla KPY on maksanut 85 % vuosista osuuskorkoa, ja kumulatiivisesti 13 vuoden aikana on maksettu 3,53 €/osuus.

## KPY keräsi listautumisessa 10 miljoonaa euroa

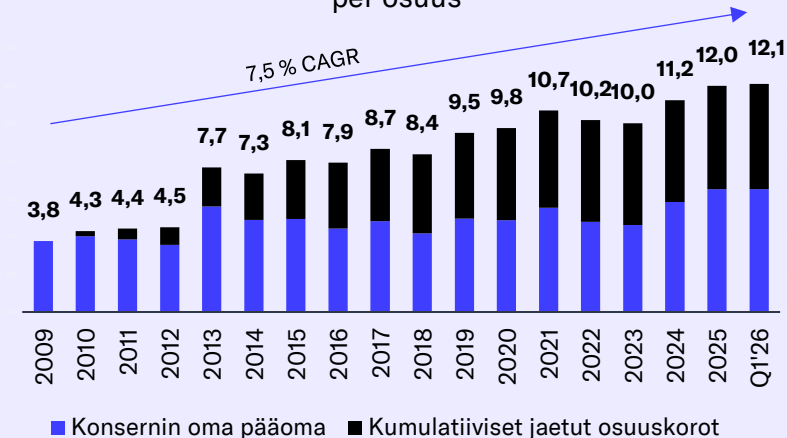
KPY listautui kesäkuussa 2026 5,10 euron osuuskohtaisella hinnalla (henkilöstöannin hinta 4,59 €) ja keräsi 10,0 MEUR:n bruttovarat. Listautumisasiintti koostui yksinomaan KPY:n uusista osuuksista eivätkä KPY:n nykyiset omistajat myyneet osuuksiaan. Listautumisannissa kerätyt varat on tarkoitus käyttää rahastojen ankkurisijoituksiin, olemassa olevien infrastruktuuri- ja tasesijoituskohteiden kehittämishankkeisiin sekä rahastotoiminnan laajentamiseen ja käyttöpääomaan. Listautumisen motivaationa oli lisäksi laajentaa omistus pohjaa, parantaa KPY:n osuuksien likviditeettiä sekä mahdollistaa osuuksilla turvallinen kaupankäynti. Tämä on keskeistä KPY:n 19 000 omistajan kannalta. Listautuminen ja lisääntynyt likviditeetti tekee osuuksista myös parempaa kauppatavaraa mahdollisissa yrityskaupoissa. KPY odottaa listautumisen myös parantavan sen tunnettuutta paitsi potentiaalisten sijoituskohteiden, myös laajemman yleisön keskuudessa. Tämä on osuuskunnan tapauksessa tärkeää sillä yhtiön sijoitusputken laatu ja laajuus määrittävät pitkälti sen tulevaisuuden arvonnun. Listautumisen kulut olivat noin 2,2 MEUR, joka on suhteessa kerättyyn pääomaan korkea taso. Kustannuksia nosti konsernin moniulotteinen rakenne. Yhtiön arvostus listautumisannissa suhteessa raportoituun nettovarallisuuteen oli ennen listautumisannin varoja (P/NAV) 0,53x.

## Osakeannin jälkeiset luovutusrajoitukset (lock-up)

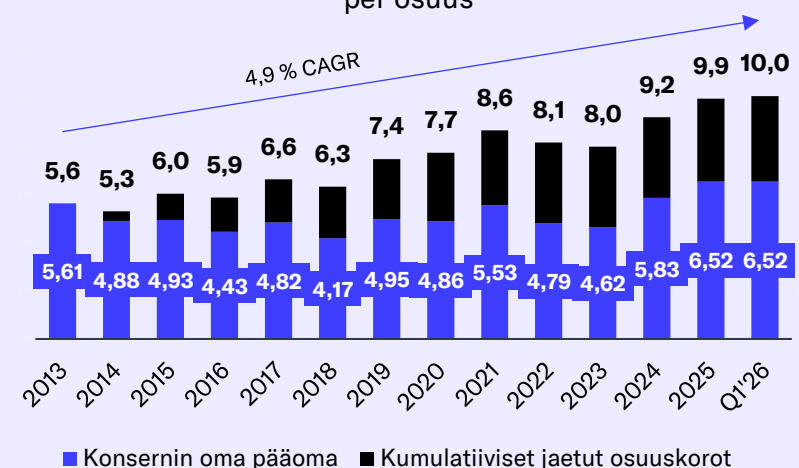
Listautumiseen liittyy tavanomaiset luovutusrajoitukset. KPY:tä itseään koskee 180 päivän rajoitus listautumisesta, jonka aikana se ei voi ilman pääjärjestäjän suostumusta myydä, pantata tai muutoin luovuttaa osuuksia. Listautumisannin toteuttamiseen liittyvät toimenpiteet eivät kuulu rajoituksen piiriin.

Pidempi, 360 päivän luovutusrajoitus koskee hallituksen ja johtoryhmän jäseniä, 15,0 %:n omistusosuuden omaavaa Jumipe Oy:tä (Sentican johto) sekä henkilöstöäntiin osallistuvaa henkilöstöä. Kaikkiaan rajoitusten piirissä on listautumisannin jälkeen noin 14,3 % osuuksista.

## KPY konsernin historiallinen kehitys, per osuus\*

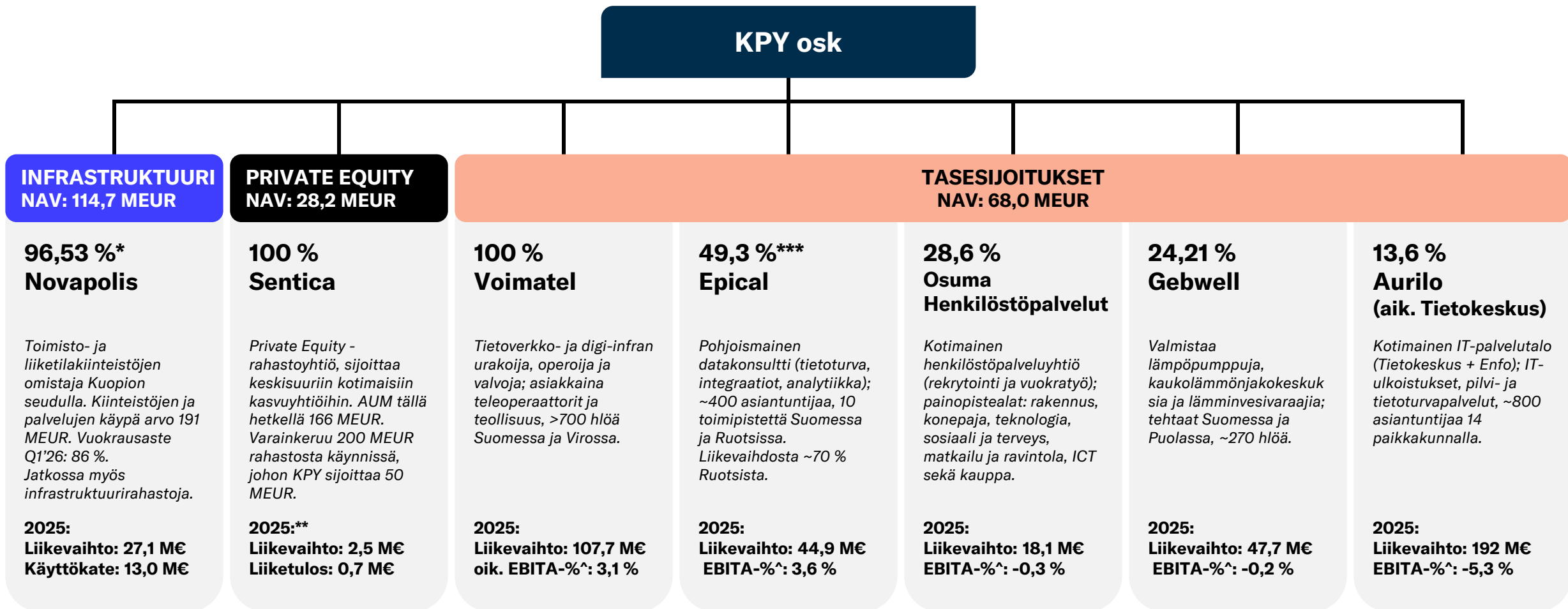


## KPY konsernin historiallinen kehitys, per osuus\*



\*Laskettu split-oikaistulla osuuksien määrällä

# KPY-konserni ja sijoitusportfolio



\*KPY:n omistusosuus oli 100 % vuonna 2025. \*\* Sentican tuloslaskelmaa ei yhdistelty KPY:hyn vuodelta 2025 \*\*\*Epical oli KPY:n tytäryhtiö 3.10.2025 saakka.

^EBITA= Liikevoitto ennen liikearvon ja yritysostojen poistoja

# Sijoitusstrategia

## Kolme sijoitussalkkua arvon kasvattamisen ytimessä

KPY:n tavoitteena on omistustensa arvon pitkäjänteinen kasvattaminen ja pysyvän elinvoiman mahdollistaminen suomalaisiin kasvaviin yrityksiin. KPY:n nykystrategian ydin on hajauttaminen kolmeen toisistaan poikkeavaan salkkuun, mikä tasapainottaa kassavirtaa ja kasvupotentiaalia. Tavoitteena on, että infrastruktuurisalkku tuottaa vakaata vuokratuottoa, private equity -salkku tuo tuottohakuista riskinottoa, ja tasesijoitukset tarjoavat suoraa altistumista pohjoismaisille kannattaville kasvuyhtiöille. KPY:n velkataso on konsernina kohtuullinen ja pitkän omistushorisontin pitäisi mahdollistaa suhdannevaihteluissa vastasyklisen sijoittamisen. Tällä hetkellä sijoitussalkku on kuitenkin erittäin keskittynyt, kun siitä lähes puolet muodostuu Novapoliksen Kuopion toimistoista.

## Infrastruktuurisalkku (kiinteistösalkku) tuo vakaata kassavirtaa

Infrastruktuurisalkku koostuu tällä hetkellä KPY:n tytäryhtiö Novapoliksesta, joka on samalla konsernin keskeisin yksittäinen varallisuuserä (47 % NAV:sta). Novapolis säilyy jatkossakin salkun ytimessä ja KPY panostaa yhtiön kasvuun. Strategian seuraavana askeleena KPY tavoittelee hankkivansa pääomistuksen infrastruktuurirahastojen hoitajasta, jonka kautta se tekisi tulevaisuudessa pääasiassa uudet infrasioitukset. Tämä voidaan tehdä joko yritystostolla tai orgaanista reittiä tiimin rekrytoinnin kautta. Pidämme yritystostoa todennäköisempänä laajentumisreittinä.

Sijoituskohteina KPY:tä kiinnostavat erityisesti infraan kytkeytyvät yritykset, energia-, akku- ja verkkoprojektit sekä yritysten toimintaympäristöt. Uusissa sijoituksissa kertasioitusten tavoitekokoo on noin 10–40 miljoonaa euroa.

Salkun sijoitusstrategian ytimessä on vakaa kassavirta ja pitkäjänteinen arvontuonti, mikä tukisi puolestaan vakaan osuuskoron jakamista KPY:n omistajille. Tällä hetkellä infrasioitukset on KPY:n kassavirtojen selkäranka ja tuo vakautta muiden salkkujen sykliempään kassavirtaprofiiliin.

## Private equity -salkku on uusi aluevaltaus

Private equity -salkku rakentuu pääomasijoitusyhtiö Sentican varaan (12 % NAV:sta), ja salkun sijoitukset on tarkoitus toteuttaa jatkossakin Sentican kautta. Tämä on käytännössä KPY:lle täysin uusi aluevaltaus. Sentican sijoitusfokus on kotimaisissa keskiuurissa ja kasvuhaluissa yrityksissä, joilla on jo todennettu liiketoimintamalli. Tämä rajaa pois varhaisen vaiheen riskisijoitukset ja kuvastaa mielestämme KPY:n hakemaa maltillisempaa riskiprofiilia. Uusissa sijoituksissa kertasioitusten tavoitekokoo on sama kuin infrasioitusten eli noin 10–40 miljoonaa euroa.

Tavoitteena on pitkän aikavälin arvonnousu, joka realisoidaan pääasiassa irtautumisten yhteydessä. Rahastorakenteella KPY tavoittelee kahdenlaista hyötyä. Ensinnäkin se hajauttaa sijoituksia, ja toiseksi se synnyttää Senticalle tasaista tulovirtaa hallinnointipalkkioiden ja epätasaisempia tuottoja mahdollisten tuottopalkkioiden muodossa. Näemme rahastomalliin siirtymiseen liittyvän selkeää riskiä tässä kohtaa, sillä aiemmasta mallista eroten nyt strategian keskiössä on myös varainkeruussa onnistuminen, mistä KPY:llä ei ole aikaisempaa kokemusta ja Senticalla oli haastetta saada edellistä rahastoa kokoon vaikeassa markkinatilanteessa. Näemme myös rahastomalliin kuitenkin mielenkiintoisena tapana toteuttaa KPY:n sijoitustoimintaa ja Sentica toi osuuskunnalle merkittävää uutta sijoitusosaamista.

## Tasesijoitukset siirtymävaiheessa kohti rahastomallia

Tasesijoitussalkkuun (28 % NAV:sta) lukeutuvat tällä hetkellä Voimatel, Epical, Aurilo, Gebwell ja Osuma Henkilöstöpalvelut. KPY:n tavoitteena on kehittää näitä yhtiöitä, kasvattaa niiden arvoa ja sen jälkeen irtautua niistä hallitusti arviolta seuraavan viiden vuoden aikana. Irtautumisajankohdat riippuvat kuitenkin luonnollisesti yhtiöiden ja markkinatilanteen kehityksestä, koska KPY pyrkii optimoimaan arvontuontia omistajilleen. Jatkossa KPY ohjaa taseestaan pääomia infrastruktuuri- ja pääomarahastoihin, joita hallinnoi pääomistuksessa oleva vaihtoehtorahaston hoitaja. Rahastosijoituksissa sitoumusten tavoitetaso on noin 10–50 miljoonaa euroa. KPY on tehnyt 50 MEUR:n sijoitussitoumuksen Sentican uuteen keräysvaiheessa olevaan 200 MEUR:n rahastoon.

Nykyisillä tasesijoituksilla KPY tavoittelee tuottoja sekä arvonnousun että kassavirran kautta. Irtautumisista saatavat varat on suunniteltu käytettäväksi uusiin sijoituksiin, minkä lisäksi ne voivat mahdollistaa lisäosuuskoron jakamisen omistajille. KPY:llä on useissa kohteissa kanssasijoittajia (Vaaka Partners, Mandatum, LähiTapiola), jotka tuovat kohteisiin lisää asiantuntemusta ja verkostoja ja irtautumismahdollisuuksia.

Lisäksi KPY:llä oli Q1'26 lopussa 34 MEUR likvidejä varoja (14 % NAV:sta). Likvidejä varoja KPY sijoittaa matalariskisiin ja korkean likviditeetin omaaviin omaisuusluokkiin, kuten rahamarkkinarahastoihin. Tällä hetkellä KPY:llä on tarpeen pitää likvidejä varoja Sentican sijoitussitoumuksen takia.

# KPY:n sijoitusstrategian salkkujen sijoituskriteerit ja keskittymisalueet

## INFRASTRUKTUURI

## PRIVATE EQUITY

## TASESIJOITUKSET

### Toteutus

Infrastruktuurirahastojen kautta tehtävät sijoitukset

Rahastojen kautta tehtävät sijoitukset - KPY rahastojen ankkurisijoittajana<sup>1)</sup>

Sijoitukset tuleviin infrastruktuuri- ja pääomarahastoihin

### Kohteet

Infraan kytkeytyvät yritykset, energia-, akku- ja verkkoprojektit sekä yritysten toimintaympäristöt

Kotimaiset keskisuuret ja kasvuhaluiset yritykset, joilla on todennettu liiketoimintamalli

Infrastruktuurirahastot, joita hallinnoivassa tahossa KPY on pääomistajana  
Sentican hallinnoimat private equity -rahastot

### Kohdesektorit

Infrastruktuuri

Konsolidoituvat ja/tai kasvavat toimialat

Infrastruktuuri  
Kasvuorientoituneet yhtiöt konsolidoituvilla toimialoilla

### Sijoitusten koko

EUR 10–40m

EUR ~10–40m

EUR ~10–50m

### Sijoitusteesi

Vakaa kassavirta ja pitkäjänteinen arvonluonti

Pitkäaikainen arvonluonti, joka realisoituu irtautumisen yhteydessä

Tuottoja sekä arvonnousun että kassavirran kautta

<sup>1)</sup> KPY:llä on tehnyt 50 MEUR sijoitussitoumuksen Sentican seuraavaan rahastoon

# Taloudelliset tavoitteet

## Kunnianhimoinen kasvutavoite ja kasvava voitonjako

KPY:n hallitus on asettanut osuuskunnalle kolme keskeistä taloudellista ja toiminnallista tavoitetta:

1. Hallinnoitavien varojen määrän moninkertaistaminen vuoden 2030 loppuun mennessä.
2. NAV / osuus kasvattaminen vuosittain.
3. Jakaa osuuskorkona vähintään 20 prosenttia omistusten KPY:lle tuottamasta nettotuotosta vuosittain ja kasvattaa osuuskorkona jaettavaa osuutta noin 60 prosenttiin vuoteen 2030 mennessä. KPY voi lisäksi jakaa varoja sijoitustoiminnasta kertyneistä tuotoista menestyksekkäiden irtautumisten yhteydessä huomioiden kuitenkin tuleviin sijoituksiin kohdistuvat ennakoitavat pääoman tarpeet sekä konsernin strateginen ja taloudellinen asema.

Mielestämme hallinnoitavien varojen moninkertaistaminen vuoden 2030 loppuun mennessä on tavoitteena erittäin kunnianhimoinen. Moninkertaistaminen tässä tapauksessa tarkoittaa mielestämme vähintään kolminkertaistamista. Lähtötaso Q1'26 lopussa oli noin 383 MEUR, joten tavoitteen saavuttaminen vaatii noin 1200 MEUR:n hallinnoitavia varoja, mikä vaatisi vähintään neljän 200 MEUR:n rahaston onnistunutta lanseerausta. On myös huomioitava, että Sentican tulee tällä aikajaksolla myös todennäköisesti irtautumaan V-rahaston omistuksista (166 MEUR), joka tekee tavoitteesta entistäkin kunnianhimoisemman. Tavoite on myös korkea verrattuna Sentican historian aikana kerättyihin 500 MEUR:n varoihin. Helsingin pörssin varainhoitajien kategoriassa reilu 1 200 MEUR on vielä suhteellisen matala taso, mutta

suomalaisten pääomasijoittajien kategoriassa tämän summan kerääminen näin lyhyessä ajassa olisi mielestämme jo merkittävä saavutus. Tavoitteen taustalla on mielestämme isossa roolissa KPY:n tavoittelemien uusien infrarahastojen lanseeraaminen.

Vuosittainen NAV:n kasvu on mielestämme tärkeä tavoite sijoitusyhtiölle. Voitonjakotavoitteen nosto 20 prosentista 60 prosenttiin nettotuotosta vuoteen 2030 mennessä kuvastaa mielestämme siirtymää kohti vakaampaa kasvavirtaprofiilia. Osuuskoron selkärankana toimii erityisesti infrastruktuurisalkku ja tulevaisuudessa rahastoliiketoiminta tuottaa myös tasaista hallinnointipalkkiovirtaa.

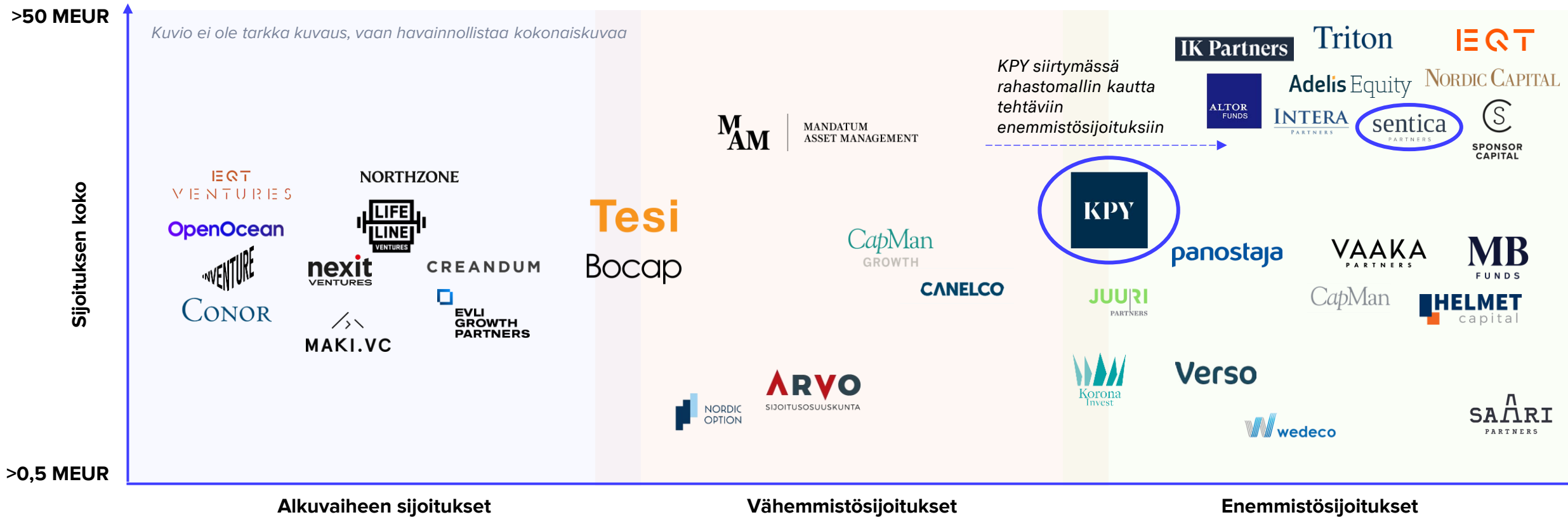
Emme ole ennustaneet tuottosidonnaisten osuuskorkojen maksua, koska niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta, mutta pidämme niitä suhteellisen todennäköisinä. Sijoittajan kannalta on kuitenkin käytännössä suhteellisen sama asia syntykö tuotto osuuskoroista vai NAV-kasvusta. Tämä oletuksella, että NAV:n arvonnäily on tehty oikein.

Ainakin listautumishetkellä osuuskunnan NAV-pohjainen arvostus on matala (P/NAV 0,53x). Matalan NAV-arvostuksen sijoituskohteissa keskeinen keino sen purkamiseksi on usein osinkojen jako / omien osakkeiden ostot sekä vahva NAV:n kasvu, koska matala NAV-arvostus voi heijastella sijoittajien epäluottamusta arvonnäilyä vastaan. Tai NAV:n tuotto jää matalaksi, jolloin siitä ei paljon iloa.

## Taloudelliset tavoitteet

1. Hallinnoitavien varojen määrän moninkertaistaminen vuoden 2030 loppuun mennessä.
2. NAV / osuus kasvattaminen vuosittain.
3. Jakaa osuuskorkona vähintään 20 prosenttia omistusten KPY:lle tuottamasta nettotuotosta vuosittain ja kasvattaa osuuskorkona jaettavaa osuutta noin 60 prosenttiin vuoteen 2030 mennessä. KPY voi lisäksi jakaa varoja sijoitustoiminnasta kertyneistä tuotoista menestyksekkäiden irtautumisten yhteydessä huomioiden kuitenkin tuleviin sijoituksiin kohdistuvat ennakoitavat pääoman tarpeet sekä konsernin strateginen ja taloudellinen asema.

# KPY:n asemoituminen kilpailukentässä (1/2)



Lähde: Inderes, KPY, Arvo sijoitusosuuskuunta

# KPY:n asemoituminen kilpailukentässä (2/2)

## Suomalainen sijoitusyhtiökenttä

### Varainhoitajat



Valikoidut  
esimerkkiyhtiöt

### Kiinteistösijoittajat



### Tasesijoittajat



### Pääomasijoittajat



KPY on tulevaisuudessa yhdistelmä näitä kaikkia neljää sijoittajatyyppeä. Tässä vaiheessa KPY:tä ei vielä voi laskea varainhoitajien kategoriaan, mutta tulevaisuudessa KPY pyrkii laajentumaan tälle alueelle infrarahastojen kautta. Onnistuessaan muuntautuminen laajentaa ja hajauttaa selvästi tulonlähteitä, mutta samaan aikaan vähentää fokusta. KPY:n kaltaisia toimijoita on markkinassa vähän. Mielestämme Taaleri ja Capman ovat selkeimmät verrokkit toimintamallinsa puolesta.

#### Ansainta

Hallinnointi- ja tuottopalkkiot

Vuokratulo ja kiinteistön arvonnousu

Korkotuotto, osingot ja arvonnousu

Hallinnointi- ja tuottopalkkio

#### Tuottoprofiili

Vaihtelee tuotteiden välillä, markkinariippuvaiset kulut

Kohtalaisen vakaa ja ennustettava tuotto

Kohtalainen tuottoprofiili, pitkä sijoitusjänne. Riippuu merkittävästi sijoitusstrategiasta.

Pitkäaikaisia sijoituksia korkeammalla tuotto-potentiaalilla ja riskiprofiililla

# Johdon omistukset, kannustimet ja suurimmat omistajat

## Osuuspohjaiset kannustin- ja optio-ohjelmat

Ohjelma	Kohderyhmä	Enimmäismäärä	Merkintä-hinta	Keskeiset ehdot
<b>LTI2024</b> Ilmaisosuudet	KPY:n sekä tytäryhtiöiden johtoryhmien jäsenet ja muita mahdollisia avainhenkilöitä	<b>88 289</b> n. 0,3 % osuuksista	<b>0 EUR</b> ilmaisosuus	Maksu erissä: 64 004 viim. 12/2026 ja 24 285 viim. 12/2027
<b>LTI2025</b> Ilmaisosuudet	KPY:n, Novapoliksen ja Voimatelin johtoryhmien jäsenet + muita avainhenkilöitä	<b>29 007</b> n. 0,1 % osuuksista	<b>0 EUR</b> ilmaisosuus	Maksu viimeistään 12/2028
<b>STI2024</b> Osuusoptiot	KPY:n ja tytäryhtiöiden johtoryhmien jäsenet	<b>44 056</b> n. 0,2 % osuuksista	<b>0,50 EUR</b>	Merkittävässä aikaisintaan 30.6.2026
<b>STI2025</b> Osuusoptiot	KPY:n sekä tytäryhtiöiden johtoryhmien jäsenet ja muita mahdollisia avainhenkilöitä	<b>87 019</b> n. 0,3 % osuuksista	<b>0,50 EUR</b>	Merkittävässä aikaisintaan 1.4.2027
<b>Erillis-palkitseminen (1/2026)</b> Optiot	Ei eritelty (erillinen, kohdennettu palkitseminen)	<b>30 000</b> n. 0,1 % osuuksista	<b>0,50 EUR</b>	Merkittävässä aikaisintaan 31.1.2027
<b>Yhteensä (annetut)</b>		<b>278 371</b>	<b>n. 1,0 % osuuksista</b>	

## Johdon omistukset melko pieniä, rahallinen sitoutuminen toteutettu kannustinjärjestelmillä

Hallituksen ja johtoryhmän suorat omistukset ovat yhteensä vain noin 0,1 % osuuksista, joten suoran omistuksen kautta tuleva taloudellinen sitoutuminen on melko ohutta. Kaikki johtoryhmän jäsenet osallistuivat kuitenkin listautumisantiin, mikä on mielestämme positiivinen signaali. Rahallinen sitoutuminen nojaa enemmän osuuspohjaisiin kannustinohjelmiin, joiden enimmäislaimennus on yhteensä noin 1,0 % osuuskannasta. Pidämme kannustinjärjestelmien kokoluokkaa maltillisena ja laimennusriskiä omistajille pienenä, mutta johdon ja omistajien intressien yhtenäisyys jää suoran omistuksen vähäisyyden vuoksi tavanomaista ohuemmaksi. Mielestämme on kuitenkin tärkeää, että Sentican johto on omistusosuutensa (15 % omistusosuus) puolesta melko hyvin sitoutunut KPY:hyn.

## Suurimmat osuudenomistajat (toukokuu 2026, ennen listautumisasiäntä)

Osuudenomistaja	Osuuksia, kpl	Osuus-%
1. Jumipe Oy (Sentica)	3 827 107	<b>15,0</b>
2. Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2 536 600	<b>9,9</b>
3. Lakiasiantomisto Asiakasturva Oy	733 732	<b>2,9</b>
4. Foculus Oy	495 800	<b>1,9</b>
5. Gösta Serlachiuksen Taidesäätiö	456 000	<b>1,8</b>
6. Hymy Lahtinen Oy	432 200	<b>1,7</b>
7. Savon Koulutuskuntayhtymä	422 976	<b>1,7</b>
8. Kuopion kaupunki	414 800	<b>1,6</b>
9. Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	378 172	<b>1,5</b>
10. Olvi-säätiö	299 200	<b>1,2</b>
<b>Top 10 suurinta omistajaa yhteensä</b>	<b>9 996 587</b>	<b>39 %</b>
<b>Top 40 suurinta omistajaa yhteensä</b>	<b>13 002 015</b>	<b>51 %</b>

Lähde: KPY osk:n [omistajaluettelo](#), toukokuu 2026. Osuuksien kokonaismäärä 25 508 515 osuutta.

## Omistajakunta on hajautunut

KPY:llä on noin 19 000 osuudenomistajaa, mikä on perua yhtiön historiasta alueellisena puhelinyhdistyksenä. Omistusrakenne on hyvin hajautunut kahden suurimman omistajan ulkopuolella: 10 suurinta omistajaa hallitsee noin 39 % ja 40 suurinta noin 51 % osuuksista. Suurimpia omistajia ovat Sentican johdon omistama Jumipe Oy (15,0 %) sekä Ilmarinen (9,9 %). Koska äänivalta ei osuuskunnassa kasva omistuksen mukana, hajautunut omistajakunta jättää vahvan pääomistajan tuoman tuen ja valvonnan tavanomaista ohuemmaksi.

# Novapolis 1/5

## Toimistokiinteistöjä Kuopiossa

Novapolis on KPY:n sijoitussalkun kulmakivi (47 % NAV:sta) ja on tuottanut osuuskunnalle tasaista kassavirtaa, kun muilla osilla on ollut vaikeaa. Kiinteistöportfolio koostuu neljästä kiinteistöyhtiöstä yhden moottoritien varrella, ja lisäksi omistuksiin kuuluu Siilinjärven Lentokapteeni, joka sijaitsee Kuopion lentokentän tuntumassa (~15km keskustasta). Kiinteistöissä on toimistokäytön lisäksi myös mm. laboratorioita ja KPY:n mukaan kolme datakeskusta. Lisäksi salkkuun kuuluu 28,5 %:n vähemmistöosuus Kiinteistö Oy Biotekniasta sekä Kuopion keskustassa tammikuussa 2026 käynnistynyt Vuorikatu 21 -uudishanke. Vuorikadun hankkeen myötä Keskisuomalainen Oyj tuli Novapoliksen 3,5 %:n vähemmistöomistajaksi. Valmiissa kiinteistöissä on vuokrattavaa pinta-alaa yhteensä noin 90 000 m<sup>2</sup> laskettuna painotetuilla omistusosuuksilla, ja vuokralaisina on noin 240 yritystä ja organisaatiota. Vuokrausaste on ollut 2020–2025 keskimäärin erinomaisella tasolla 94 %:ssa, mutta Q1'26:lla vuokrausaste laski 86 %:iin. Laskun taustalla oli erityisesti valtiollisten toimijoiden siirtyminen julkisomisteisiin tiloihin. Novapoliksen tavoitteena on olla alueensa vetovoimaisin työskentely-ympäristö ja modernin työpäiväkokemuksen edelläkävijä. Tämän kautta Novapolis haluaa luoda tiloistaan ja sen käyttäjistä yhteisön, joka houkuttelee parhaita osaajia. Tavoitteen saavuttamiseksi Novapolis tarjoaa vuokralaisilleen joustavia toimitiloja sekä yhdessä kumppaneiden kanssa tuotettuja palveluja.

Täysi keskittyminen Kuopion alueelle on portfolion suurin yksittäinen riski ja Kuopion elinkeinorakenteen heikentyminen heijastuisi suoraan koko salkkuun. Näemme Novapoliksella olevan kuitenkin vahva kilpailuasema

Savilahden teknologiakeskittymän alueella. Alueella vaikuttaa olevan mielestämme suhteellisen valoisa tulevaisuus sen kehittymisen ja Kuopion korkeakoulujen painottuessa alueelle. Sijoittajan kannalta Novapolis on käytännössä yhden kaupungin toimistomarkkinapanos, joka tuottaa hyvää kassavirtaa, kunhan yhtiö onnistuu pitämään vuokrausasteet hyvinä.

## Omistukset pohjaavat pitkälti entisiin Technopoliksen Kuopion tiloihin

KPY hankki vuonna 2015 40 % Technopolis Kuopio Oy:n osakekannasta 50 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla. Vuonna 2019 osuuskunta nosti omistuksensa samasta kiinteistökannasta 100 %:iin. Kauppahintaa ei julkistettu, mutta KPY investoi omaa pääomaa tällöin 46 MEUR Novapolikseen. Kauppojen kohteena oli toimitiloja vajaan 70 000 neliömetrin edestä Kuopion Savilahdessa ja näihin liittyvä palveluliiketoiminta. Yhtiön nimeksi muutettiin KPY Novapolis Oy (nykyisin Novapolis Oy), joka huolehtii hallinnoinnista ja manageroinnista oman henkilöstön voimin. Kaupan mukana siirtyi noin 20 henkilöä.

KPY Novapolis toteutti Kuopion Savilahdessa vuoden 2020 aikana merkittävät noin 42 MEUR:n rakennushankkeet. (Viestikadun Tornin ja Mikrokadun laajennus). Ne kasvattivat KPY Novapoliksen vuokrattavaa pinta-alaa noin 16 300 neliömetrillä.

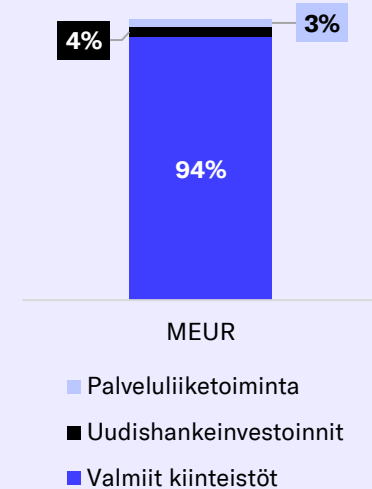
Novapolis tarjoama

COWORK  
Desk

COWORK  
Office

Palvelut

## Infrastruktuurisalkun käyvän arvon jakauma



# Novapolis 2/5

## Valmiit kohteet keskittyvät Kuopion Savilahteen

Kiinteistösalkun vuokrattava tila on yhteensä noin 90 000m<sup>2</sup>. Salkun ytimen muodostavat suhteellisen modernit kiinteistöt Kuopion Savilahdessa. Kaikkien kiinteistöjen selvän enemmistön muodostaa toimistotilat, mutta tiloissa toimii myös laboratorioita, tuotantotiloja, ravintoloita ja kolme datakeskusta. Leijonanosa vuokrattavista neliöistä sijaitsee kaupungin vuokratontilla, jonka sopimus ulottuu vuoteen 2050 asti.

Koko vuokrattavista tiloista ylivoimaisen enemmistön muodostaa Mikrokatu 1 (~50 000m<sup>2</sup>), josta KPY omistaa 84,3 %. Kiinteistö on rakennettu asteittain vuosien 2000-2020 aikana (pääosin 2000-luvun alkupuolella). Tämän lisäksi keskeiset tilat Viestikadulla (~35 000 m<sup>2</sup>) on rakennettu vuosina 2007-2020. Neliöiden mukaan painotettu rakennusvuosi näille kiinteistöille on arviomme mukaan noin 2009 eli 17 vuotta. Pääosin voikin todeta, että tilat ovat moderneja toimistokiinteistöjä Kuopion mittakaavassa. Arviomme mukaan uudistuotanto tulee pysymään ainakin lähivuosina matalana Kuopiossa, jonka myötä Novapoliksen kilpailuasema on arviomme mukaan hyvä.

Lisäksi enemmistöomistusten salkkuun kuuluu vuonna 2011 rakennettu Siilinjärven Lentokapteeni (4 000m<sup>2</sup>) sekä 28,5 %:n vähemmistöomisteinen vuonna 1994 rakennettu Bioteknia. Kiinteistöjä on kuvattu tarkemmin seuraavalla sivulla.

## Uudishanke käynnissä Kuopion keskustassa

Valmiiden tilojen lisäksi KPY:llä on käynnissä Vuorikatu 21 -uudishanke Kuopion ydinkeskustaan. Kyseessä on noin 8 000 bruttoneliömetrin LEED-sertifioitu liike- ja toimitilakiinteistö, jonka ankkurivuokralaiseksi tulee Mehiläinen. Kohde rakennetaan Keskisuomalaiselta hankitulle tontille, ja KPY rahoitti hanketta 7,4 MEUR:n lisäsjoituksella Novapolikseen. Hankkeen kokonaisarvo on noin 30 MEUR ja

sen on tarkoitus valmistua vuoden 2027 loppuun mennessä. Keskisuomalainen tuli Novapoliksen vähemmistöomistajaksi järjestelyn yhteydessä.

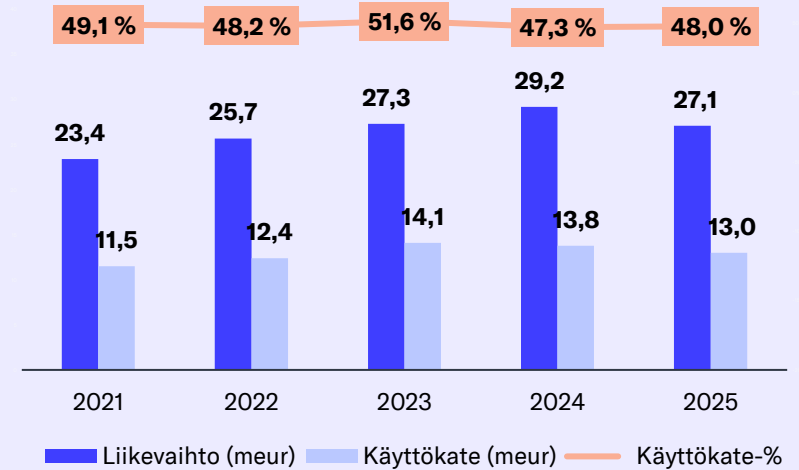
## Novapolis on tuottanut tasaista kassavirtaa

Vuonna 2025 Novapoliksen liikevaihto oli 27,1 MEUR (2024: 29,2 MEUR) ja käyttökate 13,0 MEUR. Käyttökatemarginaali nousi hieman 47,9 %:iin (47,1 %). FAS-kirjanpidossa ja yhtiön raportointitavalla käyttökate on sen keskeisin kannattavuusmittari. Huolimatta heikentyneistä vuokrausasteista liikevaihto on kasvanut vuosina 2021-2025 keskimäärin noin 4 % vuodessa inflaatiokorotusten ajamana. Käyttökate on kasvanut samalla ajanjaksolla noin 3 %:n tahtia.

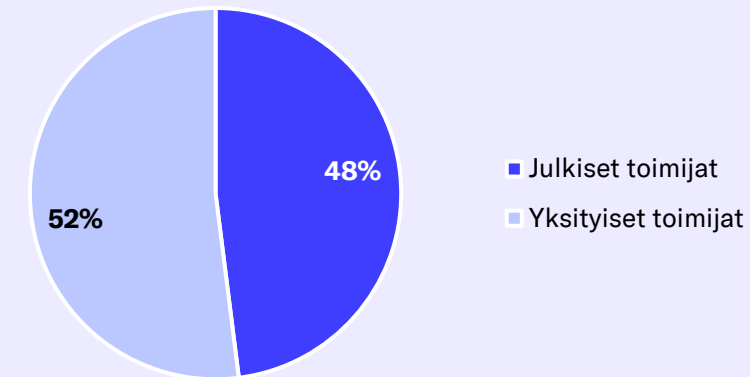
Liikevoitto on yhtiölle huono mittari, sillä yhtiö tekee poistoja (2025: 4,8 MEUR) kiinteistöjen tasearvoihin. Investoinnit kiinteistöihin ovat viimeisen neljän vuoden aikana olleet keskimäärin 1,8 MEUR, joka on mielestämme kohtuullinen arvio keskipitkän aikavälin ajanmukaistusinvestointien tasosta. Vaikkakin vuokrausasteiden lasku nostaa mielestämme todennäköisyyttä suuremmille vuokralaismuutosinvestoinneille. Yhtiö ei valitettavasti raportoi nettotuottoja, mikä heikentää läpinäkyvyyttä liiketoimintaan.

Arviomme mukaan kiinteistösijoitukset ovat tuottaneet KPY:lle noin ~4 % vuosituottoa vuosina 2015-2025 kassavirta ja käyvän arvomuutokset huomioiden. Tämä on heikko tuotto huomioiden toimistokiinteistöjen kohtuullisen korkea tuottovaade. Suhteutettuna siihen, että KPY teki suuren osan sijoituksista lähellä syklin huippua, tuotto kohtuullinen ja suhteessa moniin kiinteistösijoitusverrokkeihin hyvä. Tuottoa ovat tukeneet viime vuosina hyvät korkosuojuukset, jotka ovat pitäneet efektiivisen korkokulu-%:n vain noin 1,5 %:ssa korkojen noususta huolimatta. Lisäksi käypiin arvoihin kohdistuu arviomme mukaan vielä jonkin verran laskupainetta, mikä realisoituessaan laskisi luonnollisesti tuottoa.

## Novapolis liikevaihto ja käyttökate



## Vuokralaisjakauma 2025



# Novapoliksen kiinteistöt



## Novapolis Viestikatu 7, Kuopio

Omistus: 100 %  
Rakennusvuosi: 2013–2020  
Vuokrattava pinta-ala: ~18 648 m<sup>2</sup>  
Rakennusvuoden mukaan:  
2013: ~8 750 m<sup>2</sup>  
2020: ~9 898 m<sup>2</sup> (torni)  
Tontti: Kaupungin vuokratontti, sopimus 2050 asti



## Novapolis Microkatu 1, Kuopio

Omistus: 84,3 %  
Rakennusvuosi: 2000–2020  
Vuokrattava pinta-ala: 49 990 m<sup>2</sup>  
Rakennusvuoden mukaan:  
2000–2009: ~43 290 m<sup>2</sup>  
2019–20: ~6 700 m<sup>2</sup>  
Tontti: Kaupungin vuokratontti, sopimus 2050 asti



## Novapolis Viestikatu 1-3, Kuopio

Omistus: 100 %  
Rakennusvuosi:  
2007–2015  
Vuokrattava pinta-ala: ~16 237 m<sup>2</sup>  
Tontti: Kaupungin vuokratontti, sopimus 2050 asti



## Kiinteistö Oy Bioteknia

Neulaniementie 2, Kuopio  
Omistus: 28,5 %  
Rakennusvuosi: 1994  
Vuokrattava pinta-ala: ~14 600 m<sup>2</sup>  
Tontti: Oma



## Novapolis Lentokapteeni, Siilinjärvi

Omistus: 100 %  
Rakennusvuosi: 2011  
Vuokrattava pinta-ala: ~4 145 m<sup>2</sup>  
Tontti: Oma



## Kuopion keskustan uusi investointi

Vuorikatu 21, Kuopio  
Omistus: 100 %  
Investointiarvo: noin 30 M€  
Ankkurivuokralainen: Mehiläinen  
Rakennusvuosi: 2026  
Bruttopinta-ala: ~8 000 brm<sup>2</sup>  
Tontti: Oma

# Novapolis 3/5

## Liiketoiminta jakautuu vuokraus- ja palvelutoimintaan

Novapoliksen liikevaihto voidaan jakaa kahteen lähteeseen: Vuokraukseen ja palvelutuottoihin. Vuokraus sisältää vuokrat sekä käyttökorvaustuotot (sähkö, lämpö ja vesi). Yhtiön neliövuokrat ovat arviomme mukaan kehittyneet erittäin hyvin vuosina 2021-2025 nouden 21,3 €/m<sup>2</sup>/kk → 26,0 euroon sisältäen käyttökorvaukset. Ilman käyttökorvauksia neliövuokra vuonna 2025 oli 24,4 €. Tämä on arviomme mukaan selvästi Kuopion keskimääräistä tasoa parempi taso. Tämä vastaa käytännössä Tampereen prime-toimistojen neliövuokria ja on selvästi KTI:n mukaan esim. Jyväskylää (~18,5 €) ja Oulua (20,5 €) korkeampi. Vuokrataso saattaakin olla noussut jo turhan korkeaksi, mikä on vaikuttanut negatiivisesti vuokrausteisiin. On hyvä huomioda, että luvut ovat vain arvioita liikevaihdon ja vajaakäytön perusteella laskettuna, eikä yhtiö raportoi näitä itse.

Vuokrat koostuvat pääoma- ja ylläpitovuokrasta, joista pääomavuokra on sidottu elinkustannusindeksiin ja se tarkastetaan vuosittain. Ylläpitovuokrat määritellään erikseen vuosittain hoito- ja ylläpitotarpeiden mukaan yleistä kustannuskehitystä seuraten. Arviomme mukaan marginaalinen osa vuokrasta määräytyy myös liikevaihtoperusteisesti. Vuokralaisen vastuulla on pitää tilat laitteineen kunnossa, tiettyjä poikkeuksia lukuun ottamatta.

Novapolis on melko pitkälti suojannut sähkönhankintaansa lähiajoille: systeemihinnan osalta noin 100 % vuonna 2026, 94 % vuonna 2027 ja 67 % vuonna 2028, ja aluehinnan osalta 60 %, 45 % ja 22 % vastaavina vuosina. Suojaukset tukivat yhtiötä vuonna 2026, kun sähkönhinta oli korkeampi.

Palvelutuotot koostuvat vuokralaismuutostöistä sekä tukipalveluista kuten aula-, assistentti-, siivous-, kulunvalvonta-, CoWork-, pysäköinti- ja kiinteistöpalveluista. Novapolis tarjoaa palveluita lähes täysin vain omassa

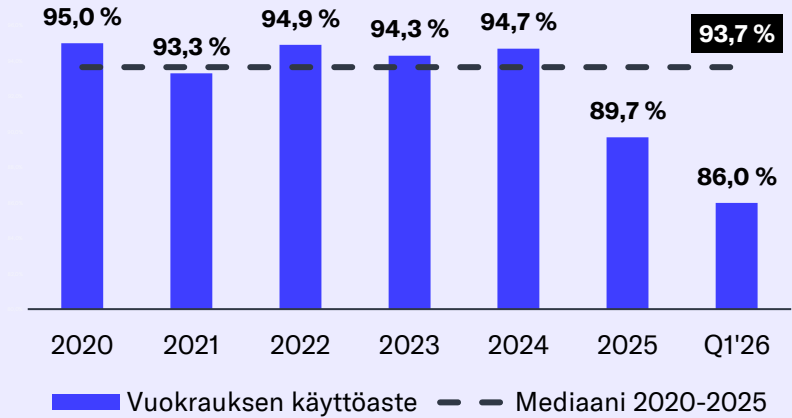
tiloissaan. Palvelutuotot heiluvat vahvemmin erityisesti riippuen asiakkaiden tilamuutostöistä.

## Käyttöasteet ovat olleet hyvällä tasolla, mutta laskivat viime vuonna ja Q1:llä

Novapoliksen vuokralaiskanta jakautuu yksityisiin yrityksiin, valtiollisiin toimijoihin ja julkisen sektorin organisaatioihin. Vuokralaisista 52 % on yksityisiä toimijoita ja 48 % julkisia. Yhteensä asiakasorganisaatioita on noin 240. Vuokrauksen keskimääräinen käyttöaste on ollut viimeisen viiden vuoden aikana noin 94 % eli erinomainen. Novapoliksen suoritus on ollut näkemyksemme mukaan huomattavasti markkinaa parempi ja yhtiön tarjoama selvästi puhuttelee asiakkaita. Yhtiö on kehittänyt aktiivisesti palvelutoimintaansa ja mm. Cowork-konseptiaan, mikä on arviomme mukaan osaltaan hyvän kehityksen taustalla.

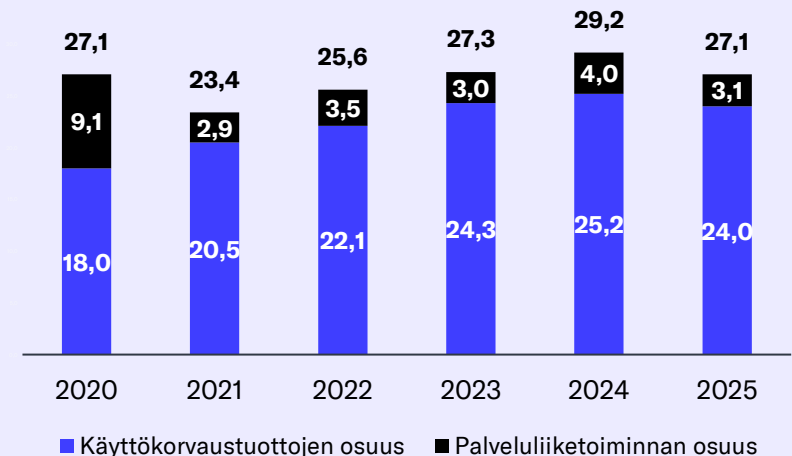
Tilikaudella 2025 käyttöaste kuitenkin putosi selvästi 89,7 %:iin ja Q1'26:llä 86 %:iin. Keskeisin syy taustalla oli valtiollisten toimijoiden siirtymisen valtiovarainministeriön linjauksen mukaisesti valtio-omisteisiin tiloihin, mikä on käynnissä laaja-alaisesti eri puolilla Suomea. Tämä on mielestämme edelleen selkeä riski KPY:lle julkisen sektorin suuren painon takia. Lisäksi se kiristää ennestään kireää kilpailutilannetta, kun julkisia toimijoita siirtyy pois yksityiseltä markkinalta. Pidämme tätä Novapolikselle rakenteellisena muutoksena. Kuopiossa julkisen sektorin osuus on muita suuria kaupunkeja merkittävämpi, mikä korostaa muutoksen vaikutusta. Yhtiön mukaan aikaisemmin suurin osa vuokralaisista oli julkisen sektorin toimijoita, mutta 2025 lopussa yksityinen sektori oli kasvanut suuremmaksi. Novapoliksen kannalta muuttoliikkeen vaikutusta lieventää jossain määrin se, että yhtiön tiloissa julkisista toimijoista on erinäisiä oppilaitoksia, joita linjaukset eivät koske.

## Vuokrauksen käyttöaste keskimäärin



Huom. Q1'26 käyttöaste katsauskauden lopussa, ei keskimääräinen

## Novapolis liikevaihdon jakauma, MEUR



# Novapolis 4/5

Lisäksi Suomen/Kuopion heikko talouskehitys yhdistettynä etätyömurrokseen ovat laittaneet asiakasyrityksiä arvioimaan tilatarpeita uudelleen, mikä on aiheuttanut arviomme mukaan käyttöasteisiin painetta. Mikäli käyttöasteet jäävät tälle tasolle, aiheuttaa se nähdäksemme painetta kiinteistöjen käypiin arvoihin. Novapoliksen hallitsevan markkina-aseman vuoksi yhtiön käyttöasteiden kehitys on paljon riippuvainen myös Kuopion markkinan kehityksestä.

Novapoliksella on tiedossa yhden asiakkaan vuokrasopimuksen päättyminen, joka laskisi käyttöastetta noin 2 % kesäkuussa 2027, mikäli tiloihin ei löydetä uusia vuokralaisia. Tämä toimija on arviomme mukaan juurikin verohallinto. Muita merkittäviä sopimusten päättymisiä tai tilojen pienennyksiä ei ole tiedossa, joskin yhtiö käy aiheesta keskustelua muutaman yksittäisen vuokralaisen kanssa. Käyttöaste laskisi näiden vähennysten seurauksena korkeintaan 1–2 %. Arviomme mukaan tämä tekee lähiaikoina vuokrausasteen noususta haastavaa.

## Käyvät arvot ovat laskeneet noin 10 % huipuista

Novapoliksen kiinteistöjen käypä arvo ilman palvelutuottoja oli 2025 lopussa noin 186 MEUR. Käyvät arvot ovat laskeneet asteittain viime vuosina tuottovaatimusten noususta johtuen. Taustalla on korkojen nousu ja toimistomarkkinan heikentynyt kiinteistömarkkinakysyntä heikkojen fundamenttien takia. Käyvät arvot ovat laskeneet vuoden 2021 huipusta noin 10 %. Tämä on itse asiassa keskimääräistä selvästi vähemmän, sillä KTI:n mukaan toimistokiinteistöjen markkina-arvot ovat laskeneet keskimäärin 20 % vuoden 2021 huipusta. Mielestämme Novapoliksen käypiin arvoihin kohdistuu edelleen laskupainetta, erityisesti nykyisellä laskeneella vuokrausasteella. KPY ei ole julkaissut kiinteistöjen käyvän arvon määrittämisen parametrejä, jonka takia tarkempi arviointi on vaikeaa. Yhtiön neliövuokrat ovat kehittyneet arviomme

mukaan myös erittäin hyvin suhteessa yleiseen kehitykseen. Tämä on positiivista, mutta toisaalta myös kaventaa lähivuosien nousuvaraa ja näemme myös jonkin verran laskuvaraa kiristyneen kilpailutilanteen myötä.

Meidän tekemästämme käyvän arvon määrittämisestä voi lukea lisää sivulta 22-23. On hyvä huomioida, että kiinteistöjen tasearvo on tehtyjen poistojen takia käypää arvoa selvästi matalampi (2025: 168 MEUR).

Palveluliiketoiminnan käypä arvo taas oli 5,4 MEUR, joka vastaa keskimääräistä 1,6x kerrointa suhteessa palveluliiketoimintaan vuosina 2021-25. KPY ei ole avannut palveluliiketoiminnan kannattavuutta, joten arvonmäärittämisen tarkempi arviointi on vaikeaa. Se vastaa kuitenkin vain pientä osaa kokonaisarvosta.

## Kustannusrakenne

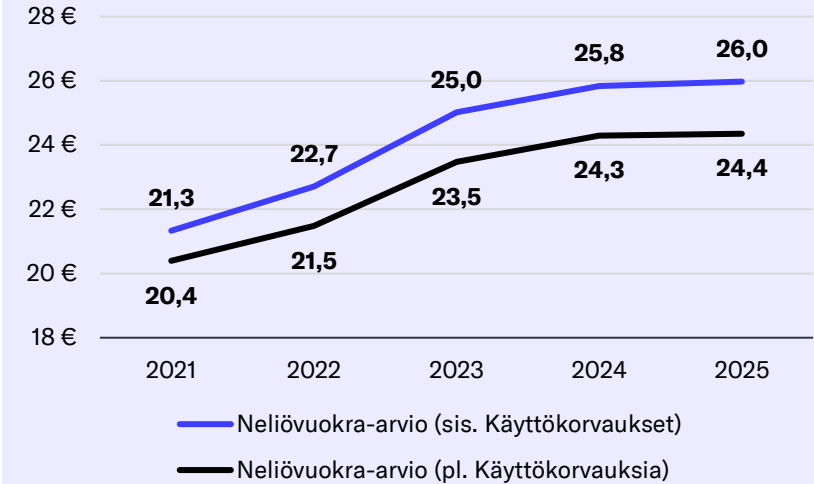
Novapoliksen kustannusrakenteen arviointia haastaa se, että yhtiö ei raportoi kiinteistöjen hoitokuluja eikä palveluliiketoiminnan kannattavuutta erikseen.

Liiketoiminnan muut kulut, jotka sisältävät pääosin hoitokuluja, ovat olleet keskimäärin 46 % liikevaihdosta viime vuosina.

Henkilöstökulut ovat olleet viime vuosina noin 6 % liikevaihdosta 0,9 % käyvästä arvosta. Yhtiön pitäisi mielestämme kyetä pitämään Novapoliksen kiinteät hallintokulut matalina kiinteistö- ja maantieteellisen keskittymisen kautta. Lisäksi osa kiinteistä kuluista menee arviomme mukaan konsernin kulujen kautta.

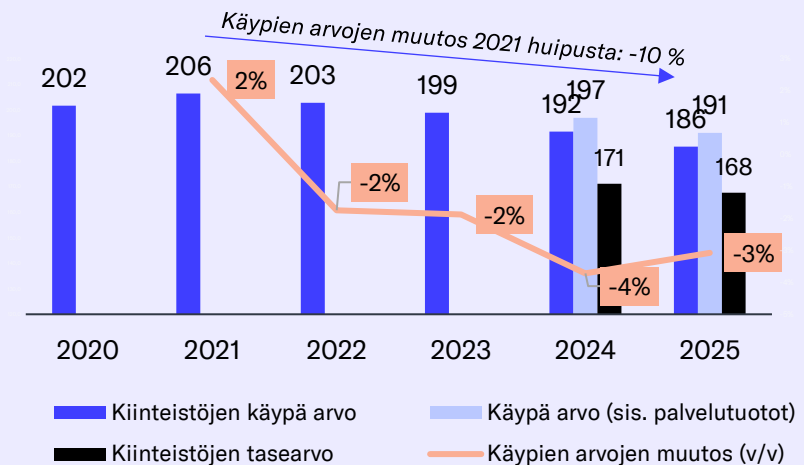
Investoinnit ovat taas olleet noin 1 %:n luokkaa käyvästä arvosta. Tämä on mielestämme hyvä arvio myös tulevista ylläpitoinvestoinneista lähivuosina. Tähän päälle tulee suuremmat vuokralaismuutostyöt, jotka vaihtelevat arviomme mukaan 0-0,5 % tasossa.

## Arvioitu neliövuokra (€/m<sup>2</sup>/kuukausi)



Laskettu käyttämällä 90 000 m<sup>2</sup> vuokrattavaa pinta-alaa, josta Bioteknia on oikaistu pois

## Kiinteistöjen käypä arvo, M€



# Novapolis 5/5

## Yhtiö teki nollakorkoaikana erinomaisia korkosuojauksia

Novapoliksen kiinteistöjen luototusaste (LTV) oli 2025 lopussa 48,8 % ja yhtiön omavaraisuusaste 36,9 %. Omavaraisuusastetta painavat kiinteistöjen käypää arvoa matalammat tasearvot.

KPY:llä oli 2025 lopussa korollisia rahoitusvelkoja noin 101 MEUR ja nettovelkaa 93 MEUR. Yhtiö on tehnyt nykyisen rahoitussopimuksensa vuonna 2024, kun rahoitusolosuhteet olivat jo heikentyneet. Sopimus jatkuu vuoden 2028 loppuun asti ja yhtiöllä on optio vuoden 2029 loppuun asti. Lainojen marginaali on arviomme mukaan 1,6-1,9 % arvioituna maksetuista korkokustannuksista. Lainoihin kohdistuu tyypilliseen tapaan kovenantteja, joista keskeiset ovat:

- Kiinteistöjen käypien arvojen suhde lainojen määrään (LTV) vuonna 2025 (soft 63 %, hard 66 %). Tilanne 2025 lopussa: 49 %.
- Rullaava 12 kk käyttökate suhteessa nettokorkomenoihin vuonna 2025 (soft 3, hard 2,5). Toteuma 2025: 9,7x

Lisäksi konsernin sisäisiin rahoitusjärjestelyihin liittyy kovenantteja\*. Novapolis on pantannut omistamiensa kiinteistöyhtiöiden osakkeet (pl. lentokapteeni ja Bioteknia), joiden arvo oli 2025 lopussa 149 MEUR. Lisäksi KPY:n omistamat Novapolis Oy:n osakkeet (92 MEUR) on pantattu Novapoliksen lainoja vastaan.

KPY oli tehnyt erittäin edullisia korkosuojauksia nollakorkoaikana, joiden ansiosta korkokustannukset ovat erittäin matalat tällä hetkellä. Vuonna 2025 ne olivat vain 1,3 % suhteessa korollisiin velkoihin. Koronvaihtosopimusten suojausaste on 100 % vuoden 2026 loppuun saakka ja 80 % syyskuuhun 2030 asti.

\*Vastikevelat Novapolis Oy:n taseessa Kiinteistö Oy KPY Novapolis Viestikatu 1-3:lle ja Kiinteistö Oy KPY Novapolis Viestikatu 7:lle eivät yhteensä saa ylittää 8 M€:a.  
• Vastikevelat Novapolis Oy:n taseessa Kiinteistö Oy KPY Novapolis Microkatu 1:lle eivät saa ylittää 15 M€:a ja vastikevelka tulee nollata vuosittain.

Kokonaisuutena yhtiön rahoitusasema on erinomainen vuoteen 2030 asti, mutta on hyvä huomioida, että rahoituskustannukset tulevat nousemaan asteittain lähivuosina. Huomioimme korkosuojauksien käyvän arvon (10,3 MEUR) arvonmäärityksessämme erillisenä eränä, joka tulee laskemaan asteittain lähivuosina, kun sopimuksen jäljellä oloaika lyhenee. Sopimuksen hyöty purkautuu tuloslaskelman kautta matalampina korkokuluina.

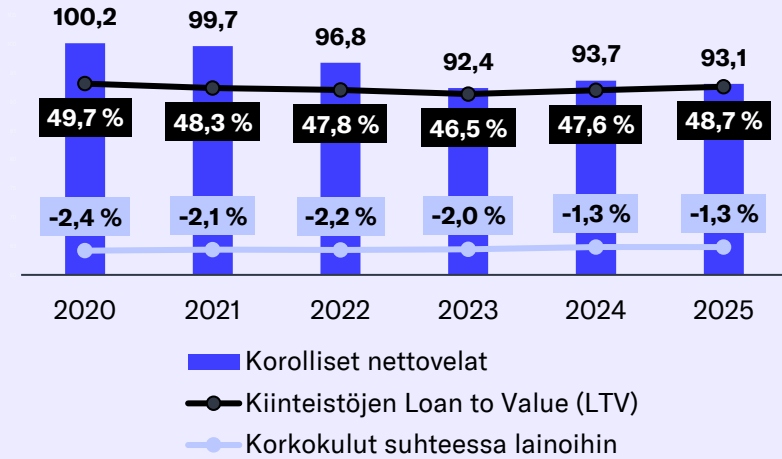
## Arvonmäärityksen yhteenveto

Novapoliksen NAV oli Q1'26 114,7 MEUR ja se vastasi noin 47 % koko KPY:n nettovarallisuudesta. Olemme määrittäneet Novapoliksen arvon tekemäämme kiinteistöjen kassavirtalaskelmaan, KPY:n omaan laskelmaan sekä hyväksytyyn EV/EBITDA-kertoimeen perustuen. Hyväksytyä arvostustasoa olemme suhteuttaneet listattuihin verrokkeihin. Olemme lisänneet laskelmaan yhtiön aiemmin mainittujen korkosuojauksien käyvän arvon. Palvelujen käypänä arvona olemme käyttäneet yhtiön raportoimaa 5,4 MEUR:n arvoa. Lisäksi olemme huomioineet laskelmissa käyvän arvon ja tasearvon erotuksesta syntyvät laskennalliset verovelat. Vuorikadun uudishankkeen olemme arvioineet sen investointikustannuksen mukaisesti.

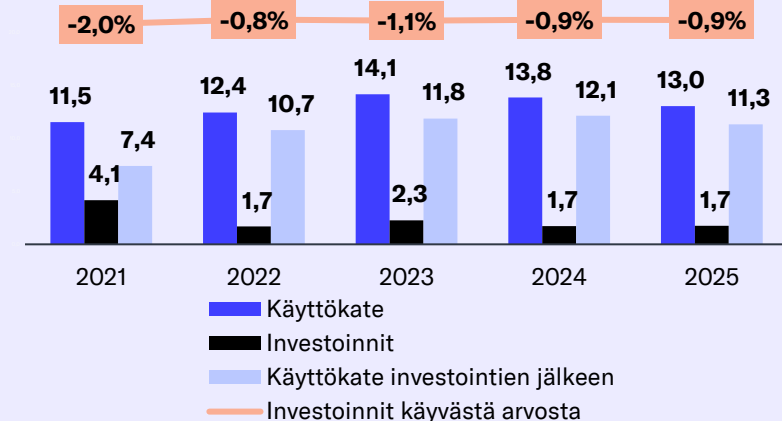
Arvonmääritykseen selvää tuo epävarmuutta se ettei yhtiö raportoi suurinta osaa keskeisistä käyttämistämme parametreista.

Keskimäärin saamme Novapolis-omistuksen arvoksi 95,1 MEUR, joka on noin 17 % alle yhtiön tämän hetken arvostustason. On hyvä huomioida, että koronvaihtosopimusten arvo laskee vuosittain noin 2 MEUR vuodessa, kun sopimus purkautuu matalampien korkokulujen muodossa.

## Vuokrauksen käyttöaste keskimäärin



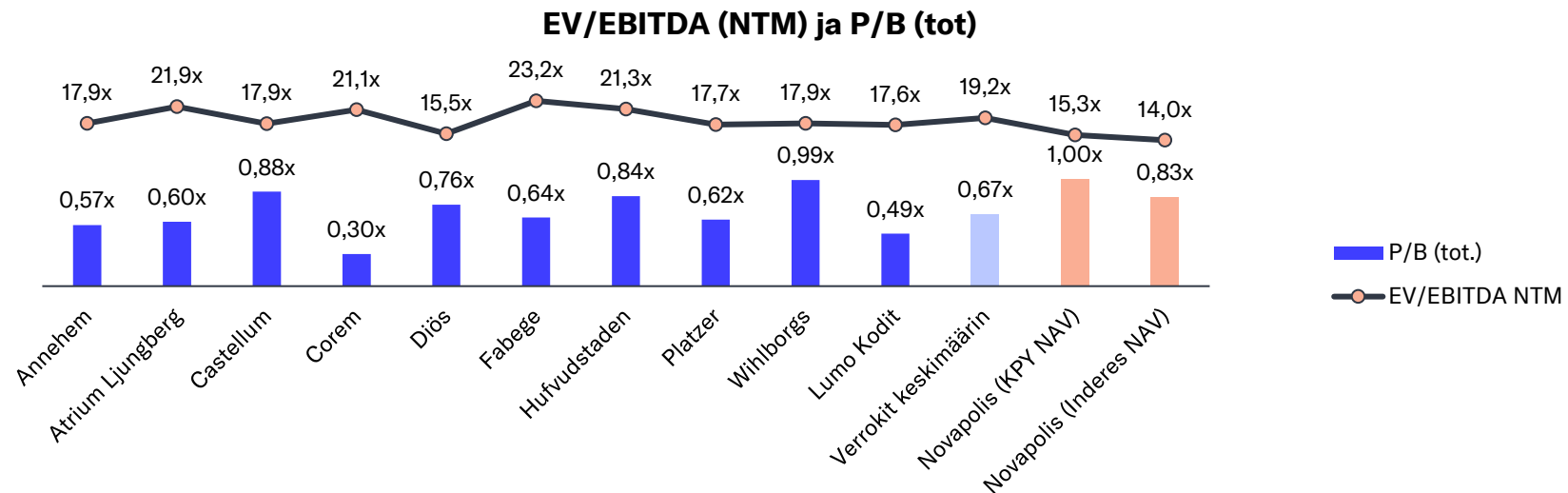
## Novapolis investoinnit



# Novapolis – arvonmäärityksen parametrit

Kassavirtalaskelma keskeiset parametrit (Inderes)	
<b>Kiinteistö</b>	
Vuokrattava pinta-ala	90 000 m <sup>2</sup>
Keskineliövuokra	24,0 €/m <sup>2</sup> /kk
Ylläpitokustannukset	6,95 €/m <sup>2</sup> /kk
Ajanmukaistamiskustannukset	1,70 €/m <sup>2</sup> /kk
<b>Kasvuoletukset</b>	
Inflaatio	2,0 %
Vuokrien reaaliikasvu	-0,1 %
Ylläpitokustannukset, reaaliikasvu	0,1 %
Ajanmukaistamisinvestoinnit, reaaliikasvu	0,1 %
Keskimääräinen taloudellinen vuokrausaste	86,0 % (Q1'26)
<b>Tuottovaatimukset</b>	
Kassavirran nettotuottovaatimus	8,80 %
Jäännösarvon nettotuottovaatimus	9,10 %

Novapolis - arvonmäärityksen yhteenveto (Q1'26)			
Erä (M€, ellei toisin)	Verrokki-kertoimet	Kassavirta (DCF)	Kiinteistöjen markkina-arvo (KPY)
EBITDA	12,9	–	–
Verrokkien EV/EBITDA	17,6x	–	–
Alennus suhteessa verrokkeihin	-20 %	–	–
Hyväksytty EV/EBITDA	14,1x	–	–
Kiinteistöjen markkina-arvo	–	–	193,0
Palvelujen markkina-arvo	–	5,4	5,4
<b>Yritys-/kiinteistöportfolion käypä arvo</b>	<b>181,8</b>	<b>168,4</b>	<b>198,4</b>
– Nettovelat	-91,1	-91,1	-91,1
+ Koronvaihtosopimuksen käypä arvo	9,7	9,7	9,7
– Verovelat	-3,1	-0,4	-5,3
<b>= NAV (100 %)</b>	<b>97,3</b>	<b>86,6</b>	<b>111,7</b>
× KPY:n omistusosuus	96,5%	96,5%	96,5%
<b>= KPY:n osuus NAV:sta</b>	<b>93,9</b>	<b>83,6</b>	<b>107,8</b>
<b>Menetelmien keskiarvo (MEUR, NAV)</b>		<b>95,1</b>	



# Novapolis – Markkinakatsaus 1/3

## Talou näkymissä orastava käänne, Iranin sota nosti epävarmuutta uudelleen

Suomen talous on koronan jälkeisinä vuosina kehittynyt vaisusti, eikä vuosi 2025 tehnyt poikkeusta: BKT kasvoi vain noin 0,2 %. Vuodelle 2026 ennustelaitokset odottivat alkuvuonna noin yhden prosentin kasvua kotitalouksien ostovoiman vahvistumisen ja yritysten investointiaktiiviteetin viriämisen tukemana ja alkuvuonna talouden viriämistä onkin ollut havaittavissa. Q1:n BKT:n kasvu suhteessa edelliseen kvartaaliin nousi jopa 0,9 %:iin. Helmikuussa puhjennut Iranin sota työnsi talou näkymät kuitenkin jälleen uudenlaiseen epävarmuuden aikaan, ja maaliskuun ennustelaitosten kasvulukemia on jouduttu säätämään alaspäin. Kokonaisuutena talouden ilmapiirissä on edelleen varovaista optimismia. Kiinteistömarkkinan kannalta keskeisin haaste on korkokehitys, johon nouseva inflaatio kerryttää nousupaineita. 5 vuoden euribor swap (käytännössä 5 vuoden kiinteä korko) on noussut jälleen vajaaseen 3 %:iin. Arviomme mukaan myös korkean vajaakäytön toimistomarkkinassa inflaation vieminen vuokriin olisi yhä tällä hetkellä vaikeaa.

## Kuopion väestö jatkanut kasvussa, mutta trendi on heikentynyt

Novapoliksen kiinteistöt keskittyvät Kuopioon, minkä takia alueen kehitys on yhtiölle erittäin kriittistä. Kuopio on yliopistokaupunki ja Pohjois-Savon maakuntakeskus Itä-Suomessa. Perinteiset teollisuudenalat liittyvät alueella pääosin puuhun. Seudun työpaikoista noin 20 % on valmistavassa teollisuudessa, palveluiden osuus on 73 %, ja julkisen sektorin osuus työpaikoista on suurempi kuin muissa suurissa kaupungeissa. Julkisen sektorin osuus talouden arvonnäkökulmasta Kuopiossa vuonna 2023 oli Tilastokeskuksen mukaan noin 28 %. Kaupunki painottaa strategiansa elintarvike-, terveys-, bio- ja ympäristöaloja.

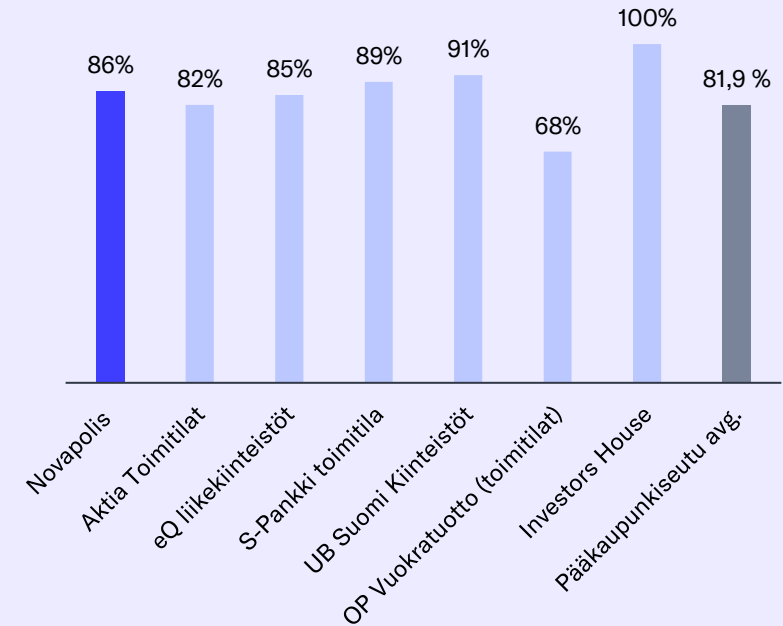
Kuopio on Suomen 8. suurin kunta 126 572 asukkaalla (12/2025). Orgaaninen kasvu vuosina 2017–2025 on ollut noin 8 %, mutta vuonna 2025 vauhti hidastui 0,7 %:iin edellisvuoden 1,3 %:sta. Keskeinen muutos on kuntien välisen muuttovoiton selvä lasku +427:stä +87 henkilöön, mikä on alhaisin lukema sitten vuoden 2007. Kasvu nojaa käytännössä täysin maahanmuuttoon (+968) tällä hetkellä, sillä luonnollinen väestönmuutos painui -80:een viime vuonna. MDI:n ja Kuopion kaupungin yhteisennusteen mukaan väestön odotetaan kasvavan noin 137 000 asukkaaseen vuoteen 2040 mennessä, mutta ennusteen toteutuminen vaatii joko maahanmuuton jatkumista nykyvauhdilla tai kuntien välisen muuton vahvistumista takaisin aiempaan trendiin.

*Reputation & Trust Analyticsin Vetovoima & Pitovoima 2026 tutkimus* arvioi Kuopion Suomessa toiseksi vetovoimaisimmaksi kaupungiksi Tampereen jälkeen. Kaupungin saama aluemainepistemäärä muodostuu kuuden osa-alueen keskiarvona (taloudellinen elinvoima, yhteisö, turvallisuus, sijainti, palvelut ja kustannusrakenne). Kuopio saa tutkimuksessa erityisen korkeat arvosanat yhteisöstä ja turvallisuudesta.

Työttömyysaste nousi joulukuussa 12,4 %:sta 13,7 %:iin, ja Kuopiossakin työmarkkina on tällä hetkellä heikossa trendissä. Kuopion työttömyysaste on kuitenkin suurinta osaa verokkikaupungeista matalampi.

Novapoliksen kiinteistöt keskittyvät tällä hetkellä paljon Savilahteen, joka muodostaa merkittävän alueen Kuopion toimistomarkkinassa. Alueella toimii noin 300 yritystä, KYS, Itä-Suomen yliopiston Kuopion kampus, Savonia-AMK ja Savon ammattioisto, ja opiskelijoita on lähes 20 000 ja työpaikkoja yli 15 000. Yliopisto, KYS, julkinen sektori ja hyvin kehittyvät life science -toimijat muodostavat alueelle vakaan ankkurikäyttäjäkunnan.

Suomalaisten verrokkien käyttöasteita, (Q1'26 tai Q4'25)



# Novapolis – Markkinakatsaus 2/3

## Tuottovaateet kääntyivät jälleen ylöspäin, prime-toimisto Helsingissä jo 5,6 prosenttia

Rakli-KTI Toimitilabarometrissä (kevät 2026) kaikkien kiinteistösektorien nettotuottovaateet nousivat viime syksystä, kun Iranin sodan käynnistämä korkojen ja inflaation nousupaine on heijastunut sijoittajien hinnoitteluun. Helsingin keskustan toimistokiinteistön tuottovaade nousi 5,4 prosentista 5,6 prosenttiin ja muiden suurten kaupunkien toimistojen tuottovaateet keskimäärin 0,2 ja 0,3 prosenttiyksikön välillä. Tuottovaatimusten nousun jälkeen markkina on nähdäksemme jälleen tasapainoa hakevassa tilassa, mutta jos Iranin kriisi pitkittyy ja korot jäävät nykyiselle tasolle, on tämä jälleen toimistomarkkinan alakuloa pitkittävä haaste.

Meillä ei ole tarkkaa dataa Kuopion vuokra- tai tuottovaatimustasoista, sillä Kuopio jää usein juuri ulos kokonsa puolesta markkina-analyseissa. Arviomme mukaan Jyväskylän prime-toimistokohteiden (~9,50 %) tuottovaatimus on kuitenkin varsin hyvä mittatikka myös Kuopion tuottovaatimukselle. Arviomme perustuu Catellan aiempiin arvioihin.

## Novapoliksen käyttöasteet ovat olleet selvästi pääkaupunkiseutua paremmat

Novapoliksen kiinteistöjen keskimääräinen käyttöaste laski viime vuonna noin 90 %:iin ja Q1:llä 86 %:iin, kun aiempina vuosina taso oli noin 95 %. Aikaisempien vuosien tasot ovat suomalaisessa toimistomarkkinassa erinomaisia lukuja. Novapoliksen käyttöasteet ovat tällä hetkellä melko verrannolliset julkisesti saatavilla oleviin verrokkeihin nähden. Vertailun vuoksi pääkaupunkiseudun 13 keskeisen osamarkkinan vajaakäyttöaste nousi 3/2026 lopussa 18,1 %:iin ja Helsingin ydinkeskustassa 16,5 %:iin. CBRE:n

mukaan "luokan A" toimistojen kysyntä on säilynyt parempana ja vuokrat ovat kehittyneet hyvin. Näiden tilojen vajaakäyttöaste on pääkaupunkiseudulla noin reilussa 10 %:ssa. Arviomme mukaan Kuopion markkinan vajaakäyttöasteet ovat jonkin verran Novapolista korkeammat.

## Toimistomarkkina on kiinteistösektorin heikoimpia osaluueita tällä hetkellä

Suomen kiinteistömarkkina on kokonaisuudessaan mielestämme elpymisen alkuvaiheessa. Transaktiovolyymi on kaksinkertaistunut ja Suomi nähdään jälleen kiinnostavana ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta. Toimistosektori on kuitenkin käytännössä tämän elpymisen ulkopuolella. Kauppavolyymi jäi vuonna 2025 alle 0,5 miljardin euron. Q1'26 toimistokauppoja kirjattiin vain noin 40 MEUR:n edestä, ja viimeisimmät merkittävät salkkukaupat löytyvät KTI:n tilastoista vuodelta 2022. Yksittäisetkin transaktiot on tehty pääosin uudelleenkehityskohteista. Mielestämme tämä kertoo siitä, että toimistomarkkinan hinnoittelu ei ole vielä löytänyt tasoa, jolla kauppa taas kävisi.

Hinnoittelun haku näkyy myös arvostuksissa. KTI Kiinteistöindeksissä toimistokiinteistöjen markkina-arvot ovat laskeneet reilusti yli 20 prosenttia vuoden 2021 huipustaan, kun kaikkien kiinteistöjen vastaava lasku on ollut 14 prosenttia. Toimistokiinteistöjen 10 vuoden keskimääräinen vuotuinen arvonmuutos on jo painunut negatiiviseksi ja kokonaistuotto 2,7 prosenttiin, mikä on kaikkia muita sektoreita matalampi.

*(jatkuu seuraavalla sivulla)*

## Kiinteistöliiketoiminnan hyvä skenaario

- Vuokrausaste nousee
- Vuokrataso nousee
- Hoitokulutaso kehittyä ennakoitusti
- Ei merkittäviä investointitarpeita vuokralaisten houkuttelemiseksi
- Korkojen lasku ja rahoitusolosuhteiden parantuminen (korkeammat lainoitusasteet ja matalammat korkokulut)
- Jatkuvia positiivisia käyvän arvon muutoksia tuottovaatimuksen laskun ja fundamenttien hyvän kehityksen ajamana
- Parantaa rahoitettavuutta ja laskee korkokustannuksia
- Pörssi palkitsee korkeammalla arvostustasolla (fundamenttien ja arvostustason nousun tuplavipu)

## Kiinteistöliiketoiminnan heikko skenaario

- Vuokrausaste laskee tiukan kilpailun ajamana
- Vuokratason lasku vuokrausasteen nostamiseksi
- Korkojen nousu ja rahoitusolosuhteiden heikentyminen (matalammat lainoitusasteet ja korkeammat korkokulut)
- Hoitokulutaso nousee inflaation mukana, mitä ei pystytä kompensoimaan vuokrannostoilla
- Jatkuvia investointitarpeita vuokralaisten houkuttelemiseksi
- Jatkuvia negatiivisia käyvän arvon muutoksia tuottovaatimuksen nousun ja fundamenttien heikon kehityksen ajamana
- Heikentää lisää rahoitettavuutta ja nostaa korkokustannuksia
- Pörssi rankaisee matalammalla arvostustasolla (tuplavipu)

# Novapolis – Markkinakatsaus 3/3

Sektorin sitkein ongelma on korkea vajaakäyttötaso, jonka taustalla on hybridityön rakenteellinen vaikutus ja heikko työpaikkakehitys. Pääkaupunkiseudulla vajaakäyttöasteet ovat nousseet historiallisen korkealle, ja toimistotilojen käyttö on KTI:n seurannassa sitkeästi vähentynyt. Rakli-KTI:n vajaakäyttöennusteiden saldoluku kipusi keväällä 2026 hitusen positiiviseksi ensimmäistä kertaa koko 2020-luvun aikana, mikä viittaa siihen, että vajaakäytön kasvu voi olla viimein tasaantumassa.

Ymmärryksemme mukaan Kuopiossa tilanne on samankaltainen, vaikka julkista tilastoa alueesta on niukasti saatavilla. Savilahdessa vajaakäyttöasteet ovat olleet historiallisesti matalat, mutta Novapoliksen käyttöasteen perusteella nekin ovat nyt nousseet selvästi. Kysyntäpuolen haasteita tasapainottaa kuitenkin se, että uudistarjonta on Kuopiossa käytännössä pysähtynyt, sillä alueella ei aloitettu eikä valmistunut yhtään uutta toimistorakennusta vuosina 2024 ja 2025. Tämä rajaa Novapolikselle uutta kilpailevaa tarjontaa lähivuosina ja muodostaa mielestämme lievän vastapainon vajaakäytön nousulle.

## Prime-toimistovuokrat ovat kehittyneet hyvin, polarisaatio jatkuu

Samaan aikaan kun vajaakäyttö pysyy ennätystasolla, Helsingin ydinkeskustan toimistovuokrat palasivat KTI:n indeksissä vahvalle nousu-uralle: vuosimuutos kipusi 4,6 prosenttiin, ja nousu syntyi käytännössä kokonaan vuoden jälkimmäisen puoliskon vuokrasopimusten siivittämänä. Polarisaatio prime-tilojen ja toissijaisten tilojen välillä on edelleen voimakasta, ja käyttäjäyritykset ovat valmiit maksamaan laadusta sekä keskeisestä sijainnista. Useimmissa suuremmissa kaupungeissa

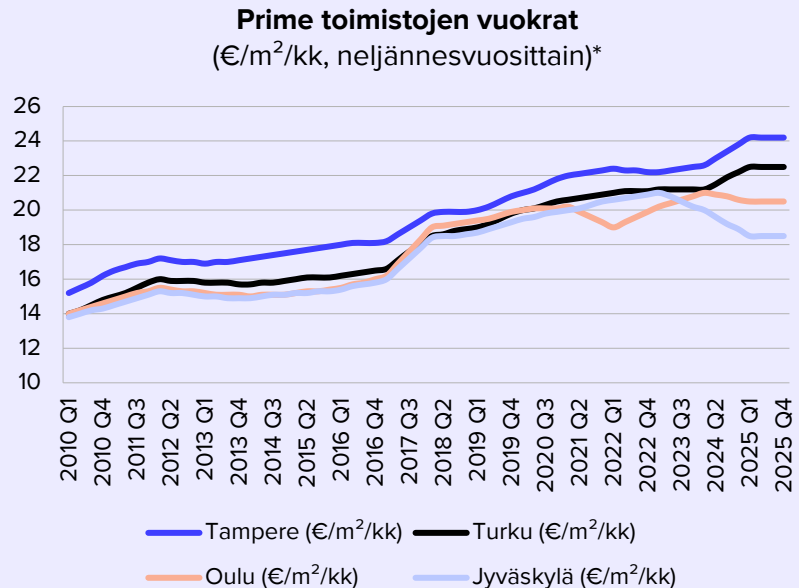
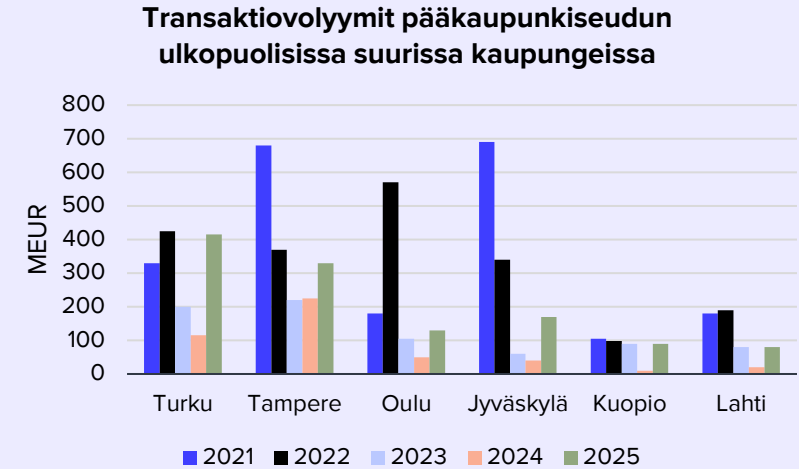
pääkaupunkiseudun, Turun ja Tampereen ulkopuolella vuokratasojen kehityksen kuva on kuitenkin arviomme mukaan synkempi myös primekohteissa.

## Kuopion kiinteistösijoitusmarkkina

Kuopion kiinteistömarkkinaa hallitsevat kotimaiset sijoittajat, joihin lukeutuu sekä valtakunnallisia että paikallisia toimijoita. Kuopion toimistokanta on keskittynyt kaupungin keskustaan sekä yliopiston ja sairaalan alueiden läheisyyteen. Novapolis on Kuopion merkittävin toimistosijoittaja noin 43 %:n markkinaosuudella (KPY listautumisesite).

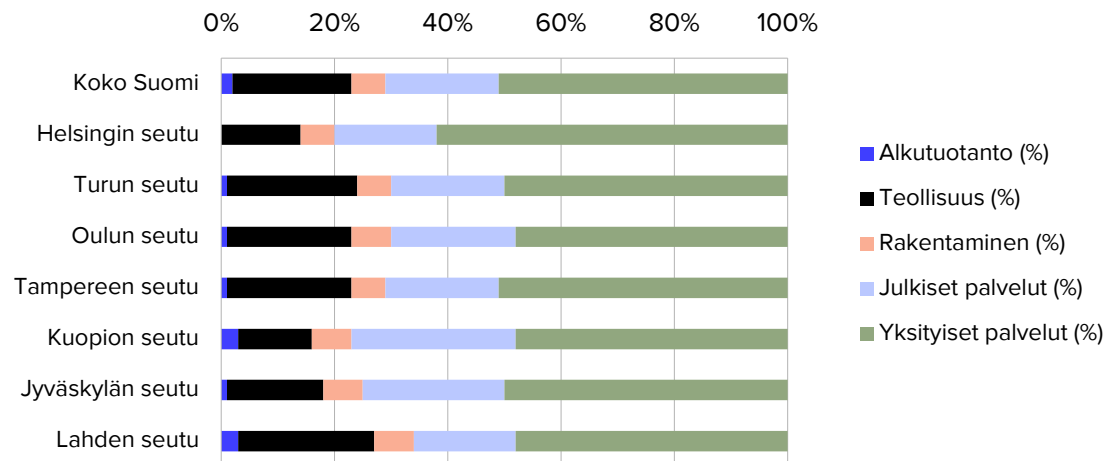
KTI:n mukaan Kuopion kiinteistökauppojen transaktiovolyymi kasvoi 90 miljoonaan euroon vuonna 2025. Ruotsalaiset sijoittajat Balder ja Kielo sijoittivat liikekiinteistöihin Kuopiossa. Muutoin yksittäiskaupoista vastasivat paikalliset toimijat. Lisäksi kuopiolaisia kiinteistöjä sisältyi suurempiin portfoliokauppoihin.

Vuoden 2025 lopussa alueella oli rakenteilla lähes 27 000 neliometriä uutta liiketilaa. Teollisuuskiinteistöjen rakentamisvolyymit ovat hyvin vähäiset Kuopiossa. Keskustassa Forenom kehittää 41 huoneen huoneistohotellia. Vuokra-asuntotuotanto on ollut myös erittäin alhainen.

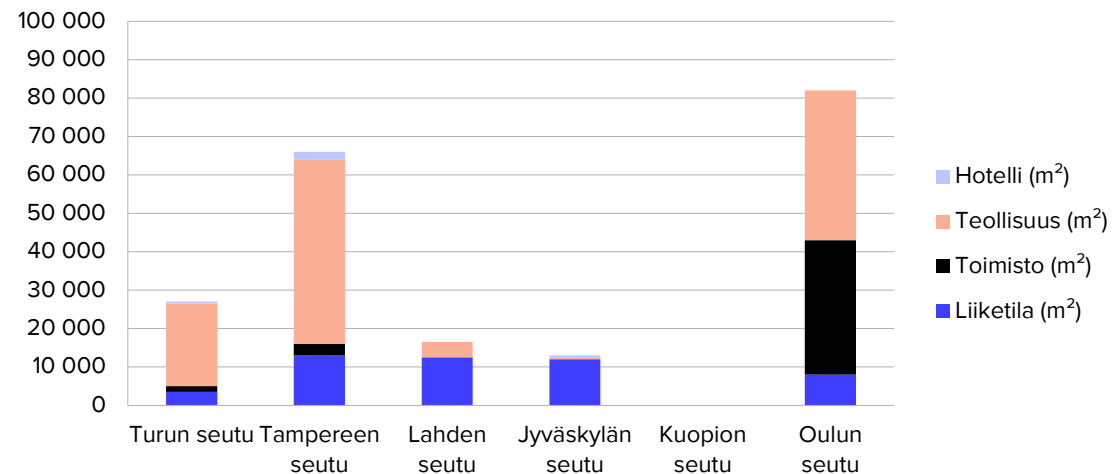


# Suomen kaupunkien tilanne

Arvonlisäys toimialoittain ja alueittain 2023 (%)



Uudisrakennushankkeet 2025 (m<sup>2</sup>)



SUOMEN 10 SUURINTA KAUPUNKISEUTUA: VÄESTÖ 2025 JA ENNUSTE 2040

Kaupunkiseutu	Väestö 2025	Väestö 2040 (ennuste 2024)	Muutos 2025→2040	Muutos %	Trendi (lähde)
Helsinki	1 685 500	1 985 900	300 400	17,8%	↑
Tampere	446 300	514 800	68 500	15,3%	↑
Turku	356 000	400 900	44 900	12,6%	↑
Oulu	265 600	298 200	32 600	12,3%	↑
Lahti	204 600	200 400	-4 200	-2,1%	↓
Jyväskylä	193 400	206 400	13 000	6,7%	↑
Kuopio	148 000	162 500	14 500	9,8%	↑
Seinäjoki	132 200	131 600	-600	-0,5%	→
Joensuu	127 800	126 900	-900	-0,7%	→
Pori	127 700	119 500	-8 200	-6,4%	↓

# Sentica tiivistettynä

## SENTICAN HISTORIA

**500 MEUR**

Tähän mennessä kerätyt varat 5 eri rahastoon

**166 MEUR**

Hallinnoitavat varat tällä hetkellä (AUM)

**36**

Alustasijoituksia

**>125**

Lisäyritysostoja

**10**

Pääomatransaktioita (ECM & DCM)<sup>3)</sup>

**28**

Irtautumisia

**2,7x**

Keskimääräinen tuottokerroin (MoM)

**2,3x**

Painotettu keskimääräinen tuottokerroin (MoM)<sup>4)</sup>

## FOKUS JA LÄHESTYMISTAPA



Kasvuorientoituneet keskisuuret yritykset



Aktiivinen omistaja- ja arvontuontimalli



Kumppanuus omistajien, yrittäjien ja johdon kanssa

## NÄKYMÄT

- Noin 200 MEUR private equity rahaston keräys käynnissä
- KPY antanut 50 MEUR sijoitussitoumuksen rahastoon
- Sijoitukset suomalaisiin keskiuuriin yrityksiin, joilla kasvupotentiaalia ja hyvä markkina-asema
- Sentican avainhenkilöt omistavat 15 % KPY:stä

## KESKEISIÄ KYVYKKYYKSIÄ

- Vahva arvontuontihistoria Suomessa
- Vakiintunut maine ja tunnettu brändi
- Laajat paikalliset verkostot ja sektoritietämys
- Valittuja entisiä sijoituksia:



## NYKYINEN PORTFOLIO



Lähde: KPY, Laskelmat sisältävät Sentica Buyout II, III, IV ja V-rahastot. Tiedot eivät sisällä irtautumista Hohteesta.

<sup>3)</sup>ECM = oman pääoman ehtoiset DCM = vieraan pääoman ehtoiset

# Sentica – 1/3

## Private Equity –liiketoiminta kääntää uuden luvun KPY:n tarinassa

Tulevaisuudessa rahastoliiketoiminta on KPY:n sijoitusstrategian keskiössä ja alussa sitä harjoitetaan pääomasijoitusyhtiö Sentican kautta. Tällä hetkellä Sentican NAV on 28 MEUR (12 % NAV:sta). Sentica on vuonna 2004 perustettu suomalainen pääomasijoitusyhtiö, joka on kerännyt historiansa aikana yhteensä 500 MEUR varat viiteen eri rahastoon. KPY hankki Sentican koko osakekannan omistukseensa vuoden 2025 lopussa yritysjärjestelyllä, jossa Sentican avainosakkaat tulivat KPY:n omistajiksi 15 %:n omistusosuudella. Kauppahinta maksettiin täysin KPY:n osuuksilla ja se oli omasta pääomasta arvioituna 25 MEUR ja KPY:n NAV:sta 28 MEUR. Tämä on mielestämme korkea hinta suhteessa Sentican nykyiseen liiketoimintaan ja sen perustelu vaatii selvää onnistumista varainkeruussa. Listautumishinnan arvostuksella korjattuna kauppahinta olisi ollut 13 MEUR, joka on mielestämme edelleen korkea. Sentican sijoitusstrategian keskiössä ovat enemmistö-sijoitukset kotimaisiin keskisuuriin ja kasvuhaluisiin yrityksiin eri toimialoilla, joilla on todennettu liiketoimintamalli.

## Pitkän aikavälin historialliset näytöt ovat hyvät

Sentica on tunnettu ja vakiintunut toimija Suomen pääomasijoituskentässä. Historiansa aikana Sentica on kerännyt viisi rahastoa, joihin on sijoitettu yhteensä noin 500 miljoonaa euroa. Senticalla on vahva arvonluontihistoria: rahastojen keskimääräinen tuottokerroin (Multiple of Money, MoM) on 2,7x ja keskimääräinen painotettu tuottokerroin on 2,3x, jotka ovat hyviä tasoja. Ymmärryksemme mukaan Sentica V-rahasto ei ole ollut yhtä menestyksenkäs ja Senticalla oli haastetta kerätä uutta rahastoa ennen myyntiä KPY:lle. Tässä taustalla oli toki myös vaikea markkinatilanne. Historiassa Sentica on tehnyt alustasijoituksia 36 yhtiöön.

## Hallinnoitavat varat Q1 lopussa 166 miljoonaa

Tällä hetkellä Sentican V-rahaston hallinnoitavien varojen arvo on noin 166,2 miljoonaa euroa. Rahastoon kerättiin vuonna 2017 185 MEUR ja sijoittajista 45 % oli kansainvälisiä sijoittajia. Näin ollen rahasto on jo elinkaarensa loppupuolella, mutta arviomme mukaan rahaston elinikä tulee ylittämään tyypillisen 10 vuoden aikajänteen. Hohde, josta irtautuminen odottaa KKV:n hyväksyntää, oli arviomme mukaan yksi merkittävimpiä jäljellä olevia omistuksia. KPY omistaa GP-yhtiöstä (hallinnointiyhtiöstä) 26,5 %, joka taas on oikeutettu noin 20 %:iin rahaston tuottopalkkioista. Eli KPY:n oikeutus rahaston mahdollisiin tuottopalkkioihin on noin 5 %.

Sentican liikevaihto tilikaudella 2025 oli noin 2,5 MEUR ja liikevoitto oli noin 0,7 MEUR. Ensimmäisellä kvartaalilla liikevaihto oli 0,6 MEUR ja liiketulos -0,3 MEUR. Näin ollen vuositason jatkuva liikevaihto on tällä hetkellä arviomme mukaan noin 2 MEUR ja liiketulos tappiollinen.

## Sentica V-rahastolla on arviomme mukaan tuottopalkkioihin vielä matkaa

Sentica V-rahasto on kerätty vuonna 2017 ja siellä on jäljellä 8 yhtiötä. Se on irtautunut käsittääksemme toistaiseksi vain [Goforen ostamasta Huldista](#). Lisäksi se teki loppuvuonna arviomme mukaan onnistuneen irtaantumisen Hohteesta, jonka myynti Terveystalolle odottaa kilpailuviranomaisen hyväksyntää. Kokonaisuutena rahasto ei vaikuta menneen erityisen hyvin, koska siellä on arviomme mukaan useampia heikommin tuottaneita kohteita ja useammat kohdeyhtiöt toimivat talouden laskusuhdanteen aikana heikosti kehittyneillä toimialoilla. Tähän viittaavat myös Sentican haasteet kerätä uutta rahastoa ennen myyntiä KPY:lle. Näin ollen rahastolla on arviomme mukaan vielä matkaa tuottopalkkioihin. Tarkempi kuvaus rahaston nykysalkusta löytyy seuraavalta sivulta.

## Sentican onnistuneita referenssejä

### Ropo Capital

KPY:n ja Sentican ensimmäinen yhteinen sijoituskohte. Ropo uudistui Sentican omistuskaudella laskutusprosessin koko elinkaaren kattavaksi palveluyhtiöksi, ja oli irtautumishetkellä Sentican näkemyksen mukaan Pohjoismaiden ainoa toimija, joka kattoi laskutuksen hallintapalveluiden koko arvoketjun. Sijoitusteesi nojasi kasvavaan suomalaiseen luotonhallintamarkkinaan, vakaaseen kasvuun pk- ja suurasiakassegmenteissä sekä omaan ohjelmistoalustaan kilpailuetuna.

### Sijoitus 3/2016 – irtautuminen 4/2019

- Liikevaihto **4,7x** (46 MEUR exitissä)
- EBITDA **3,1x**
- Strateginen lisäyritysosto laajensi tarjoaman koko arvoketjuun

### Hohde

Sentica V -rahaston referenssi ja onnistunut buy-and-build -case hammashoitomarkkinalla. Sijoitusteesi perustui vakaaseen ja kasvupotentiaalia tarjoavaan kotimaiseen hammashoitomarkkinaan sekä perustaja-toimitusjohtajan kasvutarinaan. Omistuskaudella maantieteellistä peittoa ja palvelutarjontaa laajennettiin merkittävästi, ja Hohde kasvoi liikevaihdolla ja toimipaikkojen määrällä mitattuna yhdeksi Suomen johtavista valtakunnallisista hammashoitoyhtiöistä.

### Sijoitus 11/2018 – irtautuminen 12/2025\*

- >**20** toteutunutta yritysostoa
- Liikevaihto **33 % CAGR** (2019–2025)
- EBITDA-marginaali **5 % → 11 %**
- Kaupan velaton arvo **88 MEUR (EV/EBITDA 12-13x)**

\*odottaa kilpailuviranomaisen hyväksyntää

# Sentica V-rahaston sijoitukset

Yhtiö	Toimiala	Sijoitusaika	Omistus-aika (v)	Omistusosuus	Markkina-arvo	Sijoitusvuoden liikevaihto	Liikevaihto 2025 (m€)	Käyttökate-% 2025*	EBITA-% 2025*	Status	Huomio
Kolmen Kaverin Jäätelö	Premium-jäätelöt	07/2021	4,9	Enemmistö	n.a	~10	17,6	1,5 %	n.a.	<b>Vahvaa kasvua, marginaalit ohuet</b>	Kolmen Kaverin Jäätelö Oy käyttökate tilinpäätöksestä
Dimex	Raskaiden toimialojen työvaatteet	06/2021	5,0	Enemmistö	n.a	17	13,2	4,1 %	n.a.	<b>Liikevaihto ja kannattavuus kehittyneet heikosti</b>	Dimex Oy:n luvut
Eezy Oyj	Henkilöstöpalvelut, listattu	09/2017	8,7	29 %	7,3	110	139,3	6,5%	3,1%	<b>Orgaaninen liikevaihto ja kannattavuus kehittyneet heikosti, rahoitushaasteita</b>	Julkinen
Picnic	Ravintola- ja kahvilaketju	07/2019	6,9	Enemmistö	n.a	~35	37,1	3,0 %	n.a.	<b>Tasaista kasvua, kannattavuus parantunut, mutta matala</b>	Käyttökate Inderesin arvio laskettuna yhteen Picnic Finland Oy:n, Europicnic Oy:n ja La Torrefazione Oy:n luvuista
Purkupiha	Purku ja kierrätys	12/2017	8,5	Enemmistö	n.a	>30	35,1	n.a.	n.a.	<b>Vaikea markkinatilanne, ok kehitystä</b>	Koostuu useista yhtiöistä, tarkka arviointi vaikeaa
Veke	Huonekalu- ja sisustuskauppa, Online-kaupan osuus >75 %	03/2022	4,3	Enemmistö	n.a	31,4	58,2	8,9 %	n.a.	<b>Voimakas kasvu, selkeä exit-kandidaatti</b>	Käyttökate pelkkä Veke Home Oy:n käyttökate
Hohde	Hammashoito	11/2018	7,6	Enemmistö	n.a	~10	55,8	11 %	n.a.	<b>Realisoitu 12/2025, KKV:n käsittelyssä. Vahvaa kasvua ja kannattavuuden kehitystä</b>	Sijoitusvuoden käyttökate 5 %
Verkanappulat	Yksityiset päiväkodit	12/2018	7,5	Enemmistö	n.a	n.a.	28,0	neg.	n.a.	<b>Liikevaihto vaikuttaa kehittyneen hyvin, mutta kannattavuus heikosti</b>	Liikevaihto on vuoden 2024 luku
<b>Salkku yhteensä</b>			<b>6,7</b>		<b>166,2</b>		<b>384,3</b>				

\*Kannattavuusoletukset ovat Inderesin oletuksia (pois lukien Eezy) perustuen tilinpäätösten lukuihin. On hyvä huomioida, että ne eivät välttämättä ole tarkkoja, koska ne eivät kuvaa koko konsernin tilannetta.

Läpinäkyvyys sijoituskohteisiin on muutenkin heikko, jonka takia tällä sivulla tehtyihin oletuksiin on syytä suhtautua varauksella.

On myös hyvä huomioida, että KPY:llä on vain oikeus mahdollisiin Sentica V-rahaston tuottopalkkioihin (26,5 % osuus), eikä sillä ole omistuksia näissä yrityksissä.

# Sentica – 2/3

## Uuden rahaston keräys käynnissä

Tällä hetkellä Sentica kerää uutta rahastoa, jonka tavoiteltu koko on noin 200 MEUR. KPY on itse antanut 50 MEUR:n suuruisen sijoitussitoumuksen uuteen rahastoon. Tämän kokoisen rahaston kerääminen ei tule kuitenkaan olemaan nähdäksemme helppo rasti nykymarkkinassa. KPY toteaa myös esitteessään, että varainhankinta on yleisesti ollut vuosina 2025-26 haastavaa. Sentica on alalla tuttu toimija, mutta KPY taas on rahastokentässä uusi toimija ja Sentican tiimissäkin on ollut paljon vaihtuvuutta. Keskeinen riski on mielestämme Sentican avainhenkilöiden sitoutuminen KPY:hyn. Mikäli rahaston keräys viivästyy, olisi tällä luonnollisesti negatiivinen vaikutus KPY:lle. Ymmärryksemme mukaan Sentica ei myöskään saanut kerättyä uutta rahastoa ennen kuin se myytiin KPY:lle, mikä nostaa varainkeruun epävarmuutta. KPY:n ankkurisijoitus on kuitenkin uusien varojen keräystä tukeva tekijä.

Rahaston ensimmäisen suljennan jälkeen sijoitussitoumuksien mukaiset varat voidaan kutsua rahastoon erissä rahaston sijoitustoimintaa varten ja muiden kulujen, kuten hallinnointipalkkioiden kattamiseksi.

KPY arvioi myös mahdollisuuksia järjestelyyn, jossa kaikki tai osa sen tasesijoitussalkkuun kuuluvista yhtiöistä siirtyisivät osaksi yhtä tai useampaa uutta erillistä Sentican hallinnoimaa rahastoa, joka koostuisi ainoastaan kyseisistä yhtiöistä. Järjestely vauhdittaisi KPY:n mukaan sen muutosta rahastopohjaiseen sijoitustoimintaan.

## Palkkiorakenne

KPY:n palkkiot pääomasijoitustoiminnasta muodostuvat kolmesta komponentista: hallinnointipalkkioista, voitonjako-

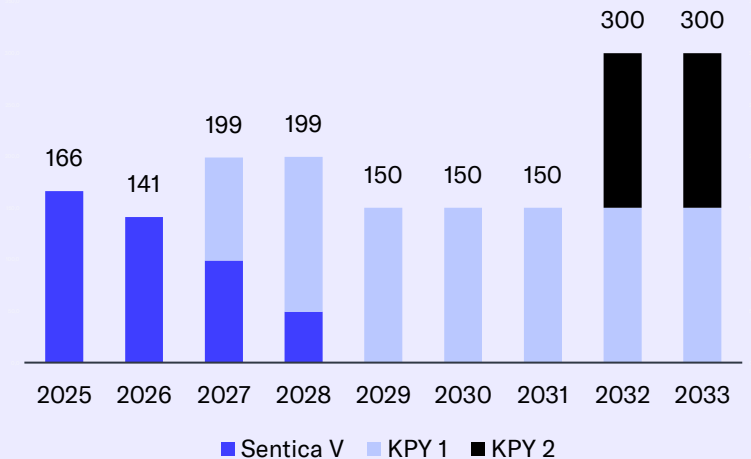
osuustuotoista sekä omien sijoitusten tuotoista. Hallinnointipalkkiot ovat luonteeltaan jatkuvia ja niiden ennustettavuus on hyvä, sillä hallinnoitavan pääoman tulisi olla erittäin pysyvää. **Hallinnointipalkkiot** ovat tyypillisesti noin 1 % hallinnoitavista pääomista. Hallinnointipalkkiot tulevat suoraan Senticalle (KPY:lle), joista sitten katetaan Sentican tiimin palkat ja muut kulut.

Rahaston pyörittämistä varten perustetaan GP-yhtiö (hallinnointiyhtiö), josta KPY tulee omistamaan 40-50 % ja rahastosta vastuussa oleva tiimi loput. Tämä on keskeistä avainhenkilöiden sitouttamisen kannalta.

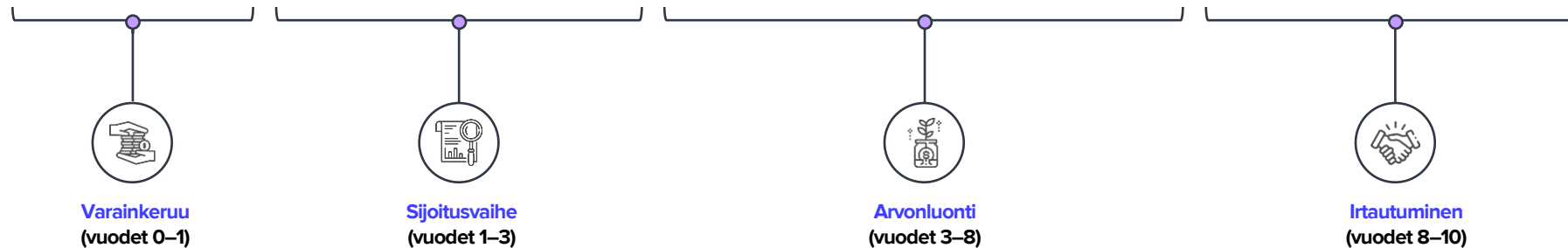
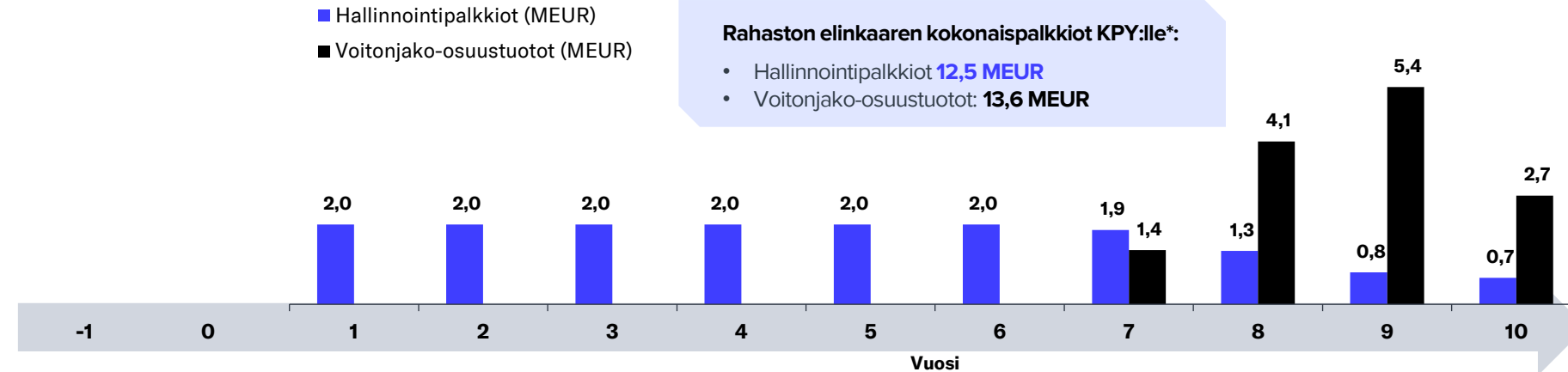
Pääomasijoitustoiminnalle tyypilliseen tapaan rahastoissa on mukana **tuottosidonnainen komponentti** (voitonjako-osuustuotot), jonka myötä hallinnointiyhtiölle tuloutuu sijoitustoiminnan onnistuessa merkittäviä palkkioita. Tyypillinen aitakorko on noin 8 %, ja tämän ylittävästä vuosituotosta hallinnointiyhtiö on oikeutettu voitonjako-osuustuottoihin, joka tulee olemaan noin 20 %:n luokkaa. Voitonjako tullaan jakamaan niin, että rahaston hoitamisesta vastuussa oleva tiimi saa tästä noin 50-60 % ja Sentica loput. Tämä on linjassa toimialan yleisten linjausten kanssa, missä isot ammattisijoittajat haluavat tiimin olevan vahvasti sitoutettu rahaston tuottokehitykseen.

Rahaston toimikausi on lähtökohtaisesti 10 vuotta ja sitä voidaan pidentää tai lyhentää rahastosopimuksen ehtojen mukaisesti tarvittaessa. KPY suunnittelee toimivansa ankkurisijoittajana myös Sentican muissa mahdollisissa tulevaisuudessa rahastoissa. Arviomme mukaan tämä noin neljäsosan omistus voisi olla tyypillinen osuus myös jatkossa. Olemme kuvanneet tyypillisen pääomasijoitusrahaston elinkaarta seuraavalla sivulla.

Hallinnoitavat varat, MEUR



# Listamattoman rahaston elinkaari tyypillisesti



- Ensimmäisessä vaiheessa hallinnointiyhtiö kerää sijoittajilta rahastoon sijoitettavan pääoman.
- Varainkeruussa voidaan hyödyntää myös yhtiön ulkopuolisia myyntiagentteja.
- Varainkeruu voi jatkua myös sijoitusvaiheen alkupuolella.

- Sijoitusvaiheessa rahaston keräämät pääomat allokoidaan sijoituskohteisiin.
- Rahastot ovat varsin keskitettyjä ja rahastotyyppistä riippuen kohteiden määrä on yleensä 10–15 kpl.
- Vaiheen lopullinen kesto on riippuvainen mm. yleisestä markkinatilanteesta ja kohteiden saatavuudesta.

- Rahaston arvonluonti voidaan jakaa tyypillisesti kolmeen kanavaan: 1) kohteiden operatiivinen kehittäminen, 2) velkavivun käyttö ja 3) kohteen arvostuskertoimien nousu hankinta-ajankohtaan verrattuna.
- Arvostuskertoimien nousu on arvoajureista eniten riippuvainen yleisestä markkinakehityksestä, joten merkittävän epävarmuuden aikoina erityisesti kohteiden operatiivinen kehitys ja velkavivun hyödyntäminen määrittävät sijoituksen lopullisen onnistumisen.

- Rahaston elinkaaren lopussa rahasto myy sijoituskohteensa esimerkiksi teolliselle ostajalle tai toiselle sijoittajalle.
- Rahaston sijoitustoiminnan onnistuessa saa hallinnointiyhtiö osuutensa voitoista tuottosidonnaisina palkkioina.
- Tuottosidonnaisiin palkkioihin liittyy luonnollisesti epävarmuutta, eivätkä läheskään kaikki rahastot yllä yli aitakoron.
- Tämän vaiheen kesto riippuu mm. kohteiden operatiivisesta kehityksestä sekä yleisestä markkinan aktiivisuudesta.

Rahaston tuottaessa hyvin voi tuottopalkkioiden rooli olla todella merkittävä

Suljetuissa rahastoissa pääoma sidottu yli vuosikymmeneksi ja hallinnointipalkkioiden ennustettavuus on korkea

Suljetun rahaston hoitaminen vaatii merkittävästi enemmän resursseja kuin perinteisen osake-/korkorahaston.

\*Oletukset: Rahaston koko 200 MEUR, Sentican hallinnointipalkkio 1,0%, aitakorko 8%, IRR 11%, rahaston osuus aitakoron ylittävistä tuotosta 20%, Tiimin osuus 50% rahaston tuottopalkkio-osuudesta, KPY:n sijoitusosuus 25% rahastosta.  
Huom. Tämä laskelma ei huomioi KPY:n sijoitustuottoja

# Sentica – 3/3

## Murrosvaiheeseen liittyy tavallista enemmän riskiä

On hyvä huomioida, että vaikka KPY omistaa 100 % Senticasta niin merkittävä osa rahaston tuottopalkkioista menee tyypilliseen tapaan rahaston tiimille. Lisäksi mikäli varainkeruu jää vajaaksi tavoitteesta, esim. 100 MEUR:oon, jäisi hallinnointipalkkiovirta melko heikoksi, sillä KPY:n olisi itse vastuussa puolista hallinnointipalkkioista. 1-1,5 % hallinnointipalkkiotasolla tämä tarkoittaisi vain 0,50-0,75 MEUR:n tuottoja KPY:lle, mikä ei arviomme mukaan riittäisi kattamaan Sentican kiinteitä kuluja. Tässä tapauksessa KPY:n tuotto nojaisi puhtaasti rahaston tuottoihin.

## Sentican arvo on papereissamme toistaiseksi matala

Sentican NAV oli Q1'26 28,2 MEUR ja se vastasi noin 12 % KPY:n nettovarallisuudesta. Olemme arvottaneet Sentican suhteessa sen hallinnoitavaan varallisuuteen (AUM), koska AUM on varainhoitoliiketoiminnan keskeisin arvoajuri ja palkkiovirran perusta. Lähestymistapaa tukee [akateeminen tutkimus](#) (Bigelli & Manuzzi 2019, "The Valuation of Asset Management Firms"), jonka mukaan varainhoitajan arvo tiivistyy kaavaan  $Hinta/AUM = f \times q \times 1/R$ , jossa palkkiotaso suhteessa AUM:iin, nettotulosmarginaali ja diskonttokorko määrittävät arvon.

Tutkimus löysi vahvan korrelaation korkean kannattavuuden ja AUM:sta maksetun hinnan välillä; 50 varainhoitajan otoksessa keskimääräinen hinta oli noin 3 % AUM:sta. Arviomme mukaan kaava toimii hyvin myös Helsingin pörssin varainhoitajilla, joilla AUM:n arvo asettuu keskimäärin noin 3,5 %:iin (vaihteluväli ~2–5 %).

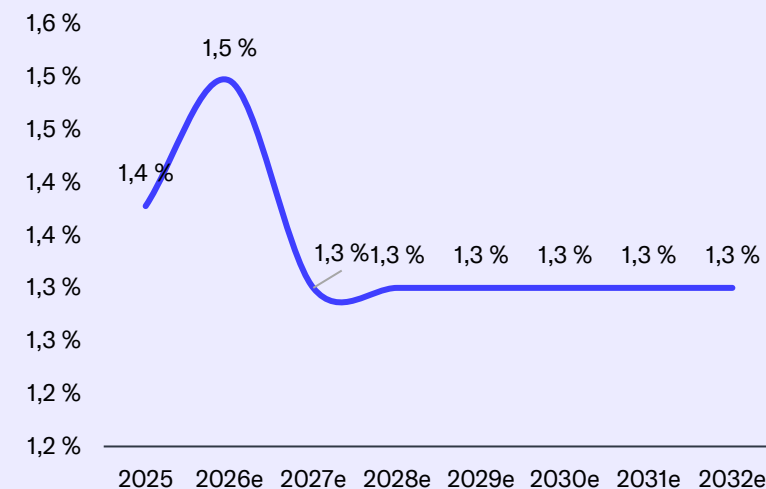
Sentican arvonmääritys on nykyhetkessä vaikeaa, koska olemassa oleva hallinnoitava varallisuus on laskusuuntainen, rahasto lähellä purkuvaihetta ja arvioimme

liiketoiminnan olevan tappiollinen vielä lähivuosina. Tulevan AUM:n varainkeruuseen taas liittyy merkittävää epävarmuutta aiemmin mainitsemistamme syistä johtuen.

Esimerkkinä Taaleri perusti vuonna 2016 sen uusiutuvan energian liiketoiminnan. Avauksen ajoitus oli markkinasyklin näkökulmasta erinomainen ja muutenkin avaus on ollut kaikin puolin onnistunut. Silti sillä kesti päästä 10 vuotta nykyiseen tasoon, jossa se tuottaa tasaista vahvaa hallinnointipalkkiovirtaa. Tämä antaa hyvää perspektiiviä siihen kuinka kauan rahastoliiketoiminnan ylösajossa menee silloinkin, kun kaikki menee nappiin.

Olemme määrittäneet Sentican arvon 4,0 % x tämän hetkisen AUM ja 3,5 % x potentiaalinen keskipitkän aikavälin AUM –menetelmien keskiarvolla. Olemme käyttäneet potentiaalisena tason 230 miljoonaa euroa. Hyväksytyt taso on suhteellisen linjassa listattuihin verrokkeihin, jota on melko vaikea perustella nykyhetkessä liiketoiminnan heikon trendin ja siihen liittyvän riskitason takia. Absoluuttisesti arvo on kuitenkin matala, ja näemme yhtiössä kasvupotentiaalia. Sentican NAV:n arvoksi muodostuu laskelmassamme näin ollen vain 7,3 MEUR, joka on selvästi KPY:n määrittämää 28,2 MEUR:n alle. Tämä alleviivaa sitä, että merkittävä osa Sentican tulevaisuuden arvonluonnista nojaa tuottopalkkioihin sekä KPY:n näkökulmasta sijoitustuottoihin. Selkein ajuri NAV:n positiiviselle kehitykselle olisi onnistunut varainkeruu. Ennustamme yhtiön kykenevän keräämään 150 MEUR:n rahaston seuraavan kahden vuoden aikana, josta KPY:n osuus on 50 MEUR. Tulevaisuudessa Sentica voidaan arvostaa myös suhteessa sen tulostasoon, jolloin Helsingin pörssin varainhoitosektorin verrokkihinnoittelut antavat yhtiölle hyvän viitekehysten, vaikkakin Sentica on näitä yhtiöitä selvästi pienempi.

Hallinnointipalkkio-%, % AUM:sta



Sentican arvonmäärityksen yhteenveto	AUM kerroin	Hallinnoitavat varat	NAV
Hallinnoitavat varat -perusteinen	4,0 %	166,2	6,6
Hallinnoitavat varat eteenpäin katsova	3,5 %	230,0	8,1
KPY:n NAV	17 %	166,2	28,2

# Pääomasijoitusmarkkina Suomessa

## Pääomasijoitusmarkkina Suomessa

Suomen pk-yrityskenttä on rakenteeltaan laaja, mikä luo runsaan virran potentiaalisia sijoituskohteita. Keskimääräinen suomalainen yksityinen yritys työllistää noin seitsemän henkilöä ja sen liikevaihto on noin 2 MEUR. Tämä muodostaa hyvän toimintaympäristön aktiiviselle omistajalle.

Suomen pk-yrityskentän houkuttelevuus sijoitusmarkkinana perustuu sekä sen laajaan perustaan että pienempien yritysten joukosta nousevien kasvuyhtiöiden määrään. Suomessa toimii tutkimusten mukaan tuhansia ”gaselliryhtymä”, joiden kasvua voidaan pääomalla ja omistajaohjauksella tukea. Monilla pk-yhtiöillä on lisäksi puutteita strategia- ja johtamisjärjestelmissä, joita aktiivinen omistaja voi kehittää ja siten luoda arvonluontipotentiaalia.

Yrityskentän omistajanvaihdosaste on myös Suomessa korkea. Keskimäärin noin 13 % omistajista liittyy yhtiöön ja 11 % poistuu omistajakunnasta vuosittain, ja vuoden 2006 omistajista vain 38 % oli edelleen omistajia vuonna 2023. Vaihtuvuus luo luontaisia mahdollisuuksia aktiivisille sijoittajille tulla uusiksi omistajiksi kiinnostaviin kohdeyhtiöihin.

KPY näkee Suomen pääomasijoituskentässä vielä merkittävää kasvupotentiaalia, sillä pääomasijoittajien penetraatio yrityskentässä on alle 1 %. Osa yhtiöistä on operatiivisesti hyvässä kunnossa, mutta strategisesti alijohdettuja, mikä luo potentiaalisesti otollisen pohjan arvonluonnille aktiivisen omistajuuden kautta. ETLA:n selvityksen mukaan pääomasijoittajan mukaantulo kasvattaa kohdeyhtiön orgaanista työllisyyttä noin 67 prosenttiyksikköä viiden vuoden aikana verrattuna

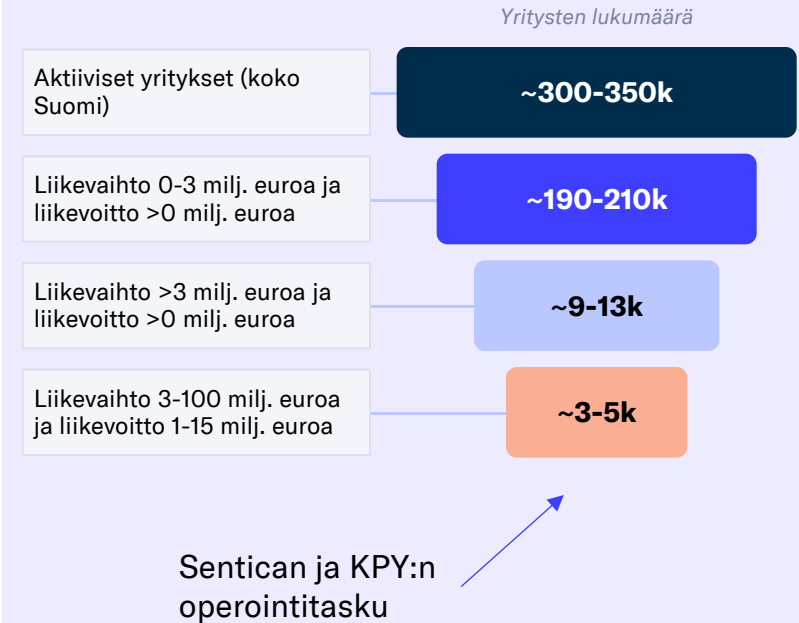
tilanteeseen, jossa pääomasijoittajaa ei ole.

## Kilpailutilanne

Suomen sijoitusyhtiömarkkinalla toimii joukko erityyppisiä yhtiöitä, jotka voidaan ryhmitellä karkeasti varainhoitajiin, kiinteistösijoittajiin, tasesijoittajiin ja pääomasijoittajiin. Ryhmät eroavat toisistaan tulonlähteiltään, sijoitustoiminnan luonteeltaan ja riskiprofiililtaan. Varainhoitajat (mm. CapMan, Titanium, Taaleri, eQ ja Evli) toimivat hallinnointi- ja tuottopalkkioihin pohjautuvalla mallilla. Kiinteistösijoittajien (mm. Citycon, Lumo Kodit, Urban Partners, Technopolis ja Sponda) tuotto profiili pohjautuu vuokratuottoihin ja arvonnousuun. Tasesijoittajat (mm. Arvo Sijoitusosuuskunta, Panostaja ja Pontos) operoivat pidemmällä aikajänteellä korko-, osinko- ja myyntivoittotulojen varassa. Pääomasijoittajat (mm. Intera Partners, MB Rahastot, Sentic ja Vaaka Partners) toimivat korkeamman riski-tuotto profiilin mallilla.

KPY:n voi mielestämme tällä hetkellä mieltää näiden kaikkien kolmen hybridiksi (Kiinteistösijoittaja, tasesijoittaja ja pääomasijoittaja (Sentic), kun taas jatkossa osuuskunta keskittyy ennen kaikkea rahastomalliin ja toimii tavallaan näissä kaikissa neljässä kategoriassa. Kohdeyhtiöistä KPY kilpailee pääsääntöisesti muiden kotimaisten ja ulkomaisten pääomasijoitusyhtiöiden kanssa, joiden tavoitteena on toimia aktiivisena ja arvoa luovana omistajana sijoituskohteissaan. Lisäksi KPY kilpailee teollisten omistajien ja sarjayhdistelijöiden kanssa kohteista. Sentic toimii mielestämme juuri kilpaillummissa kokoluokassa.

## Segmentointi Suomen yritysten määrän mukaan



# Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/5

## Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin, ja asunto on edelleen kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli arviomme mukaan hallinnoitavilla varoilla mitattuna vuoden 2024 lopussa noin 250 miljardia euroa. Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Lisäksi suomalaisissa vaihtoehtoisissa rahastoissa oli vuoden 2024 lopussa yhteensä noin 45 mrd. euroa pääomia. Kokonaisuudessaan arviomme suomalaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdoksi noin 2 mrd. euroa. Arviomme sisältää omaisuudenhoidon sekä rahastojen pääomien lisäksi oletuksia eri tuotteiden ja palveluiden keskimääräisistä palkkiotasosta.

Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut selvästi yleistä taloutta nopeammin, keskimäärin noin 5 % vuodessa. Viimeisen vuosikymmenen aikana kasvu on kiihtynyt, ja arviomme mukaan keskimääräinen vuosikasvu oli vuosina 2014–2024 noin 10 %. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet selkeä voittaja ja niiden

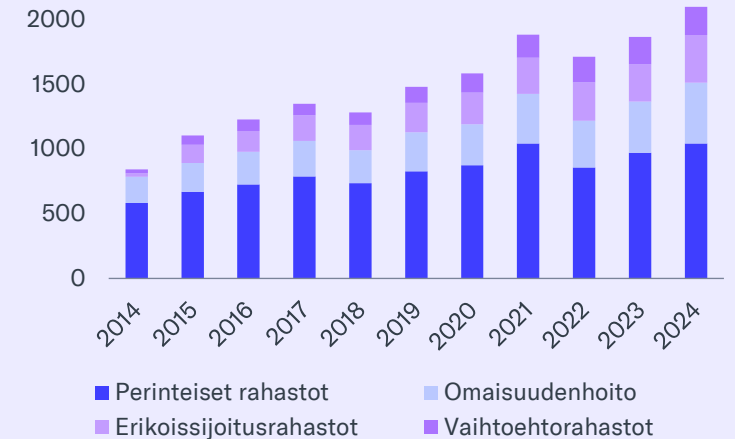
osuus on kasvanut selvästi. Korkeiden palkkiorakenteiden johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi ja tukenut viimeisen vuosikymmenen kasvua. Vaikka korkotason nousu yhdessä nopeasti kasvaneiden allokaatioiden kanssa on hillinnyt vaihtoehtoisten tuotteiden suosiota, on näistä tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita. Myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy näiden asiakkaaksi, sillä aiemmin listaamattomiin kohteisiin sijoittaminen on ollut lähinnä suursijoittajien etuoikeus.

## Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee arviomme mukaan saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraaville aiempaa pienemmille sukupolville perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta, ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiseksi. Etenkin nuorten keskuudessa luottamus eläkejärjestelmään on heikentynyt (EVA), ja näkemyksemme mukaan tämä on yksi keskeisiä ajureita Suomessa viimeisen 15 vuoden aikana nähdyn sijoittamisen ja säästämisen suosion kasvun taustalla.

Huomautamme, että kyse on hyvin pitkistä trendeistä ja nämä vaikutukset tulevat näkyviin asteittain. Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on tarjolla paljon todistusaineistoa ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat jokainen kaikkien aikojen ennätystasolla. Myös yhä useampi varainhoitaja (mm. Aktia ja Alexandria) on alkanut panostaa tähän ”seuraavan sukupolven” kohderyhmään.

## Kotimaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

## Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

**Aktia** ALEXANDRIA

MANDATUM CapMan

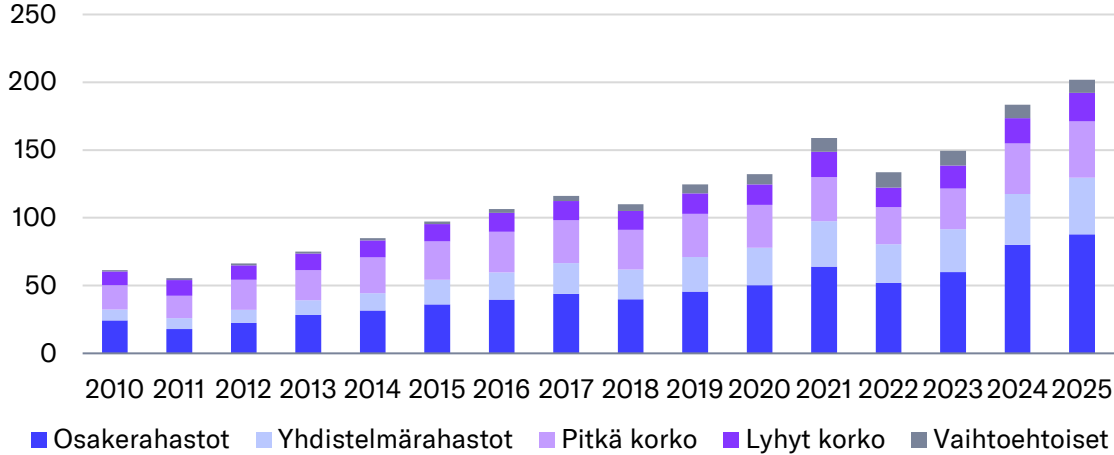
OP eQ Nordea

TITANIUM UB

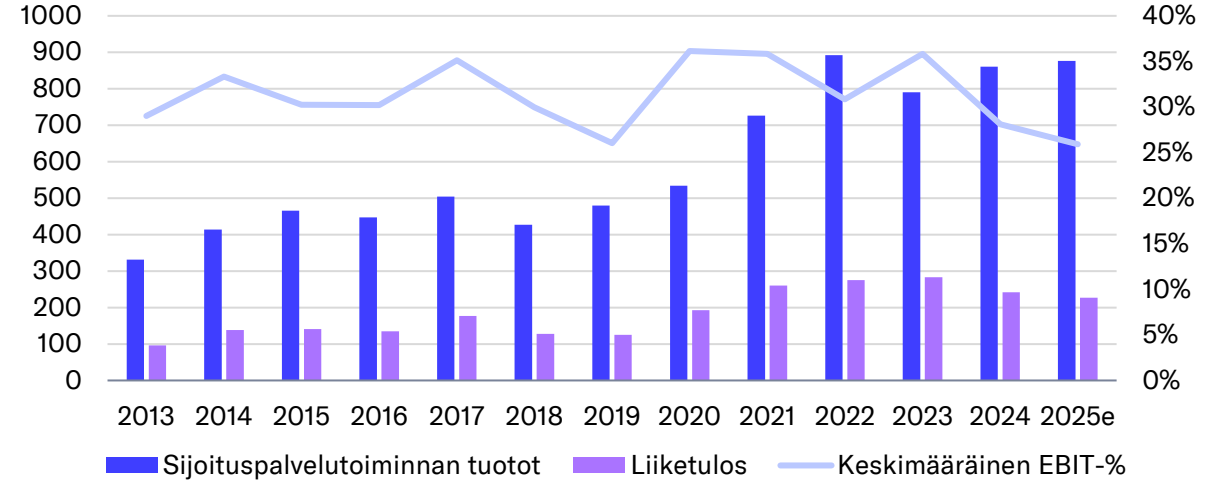
EVLI TAALERI

# Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/5

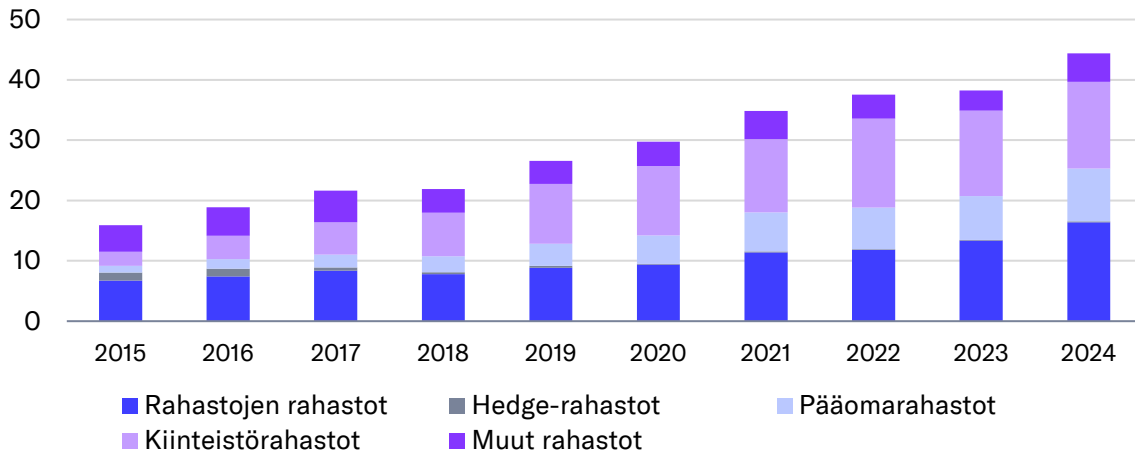
Suomalaisten sijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



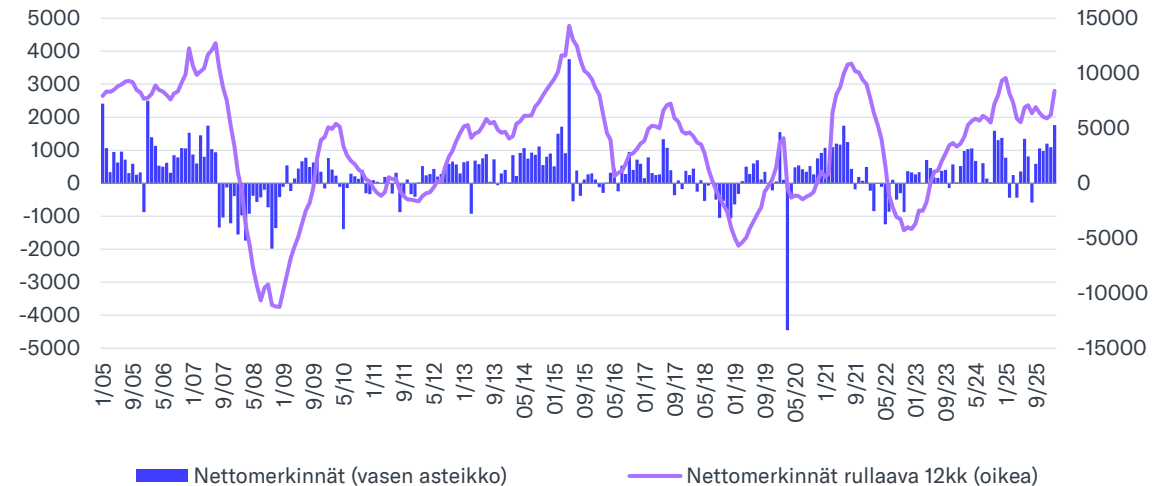
Suomalaisten sijoituspalveluyritysten kehitys



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnyt (MEUR)



# Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/5

## Varainhoitomarkkinalla on vahvoja kasvuajureita

Pankkitoiminnasta poiketen varainhoidon voi mielestämme olettaa kasvavan yleistä bruttokansantuotetta nopeammin. Varainhoitomarkkinan kasvuyhtälössä on mielestämme neljä keskeistä vaikuttavaa voimaa:

- 1) Olemassa oleva varallisuus, joka kasvaa arviomme mukaan keskimäärin noin 3–5 % vuodessa.
- 2) Uudet säästöt, jotka ovat nykyisellä säästämisasteella 3 % BKT:sta. Oletamme, että kotitalouksien uusista säästöistä noin kolmannes päätty varainhoidon piiriin (+1 % AUMista). Lisäksi yritysten ja muiden toimijoiden säästöjä päätty varainhoidon piiriin. Kokonaisuudessaan uudet säästöt tukevat laskelmissamme hallinnoitavien varojen kasvua 1–2 % vuodessa.
- 3) Se osuus nykyisistä säästöistä, joka siirtyy muista omaisuusluokista (kuten asunnoista tai pankkitileiltä) varainhoidon piiriin, kun suuret ja varakkaammat ikäluokat siirtävät omaisuuttaan sijoitusalttiimmille perillisilleen. Kyseisen erän arviointi on erittäin vaikeaa, mutta uskomme tämänkin olevan varainhoitosektoria tukeva kehityskulku. Laskelmissamme olemme olettaneet tämän positiiviseksi vuosivaikutukseksi noin 1 % hallinnoitavista varoista.
- 4) Muutos hallinnoitavien varojen palkkiotasoissa. Arviomme mukaan erityisesti perinteisten sijoitusrahastojen palkkiotasoissa on yhä painetta alaspäin, sillä kansainvälisesti vertailtuna nämä ovat Suomessa trendinomaisesta laskusta huolimatta yhä varsin korkeita. Lisäksi passiivisten tuotteiden suosion kasvu on pääosin pois suomalaisten varainhoitajien pussista, sillä näitä tarjoavat edullisesti lähinnä valtavat

kansainväliset rahastotalot. Huomattava osa uudesta passiivisiin tuotteisiin sijoitettavasta varallisuudesta tulee toki varainhoitajien kautta (omaisuudenhoitosopimukset), mutta palkkiotaso näissä on hyvin vaatimaton. Vaihtoehtoisten tuotteiden näkyminen taas on selvästi parempi, sillä nämä vaativat aina rahastoyhtiön neuvottelemaan sijoituksista ja hallinnoimaan omistuksia. Arviomme mukaan palkkiotason laskun negatiivinen vaikutus AUMin on noin 1 % per vuosi.

Näihin oletuksiin perustuen arvioimme varainhoitomarkkinan hallinnoitavien asiakasvarojen kasvavan 5–8 % vuodessa ja palkkiotuottojen kasvavan noin 4–7 % vuodessa. Lisäksi kansainvälinen myynti tarjoaa kilpailukykyisille tuotetaloille (mm. Mandatum, Evli, Aktia, eQ, CapMan, Taaleri) potentiaalia kasvaa kotimaan markkinaa nopeammin. Pitkällä aikavälillä siis uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvuun, joten kyseessä on edelleen selkeää kasvua.

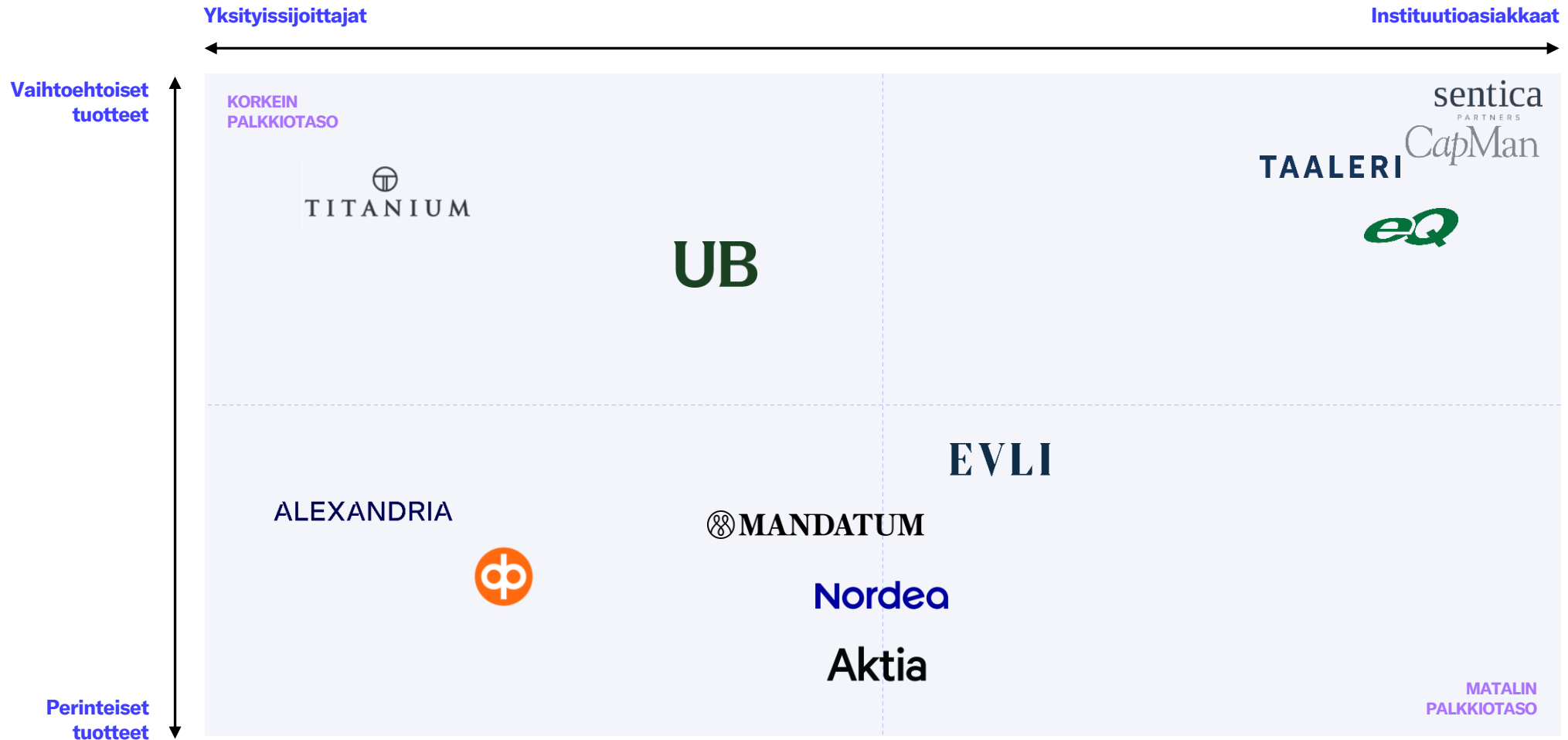
Kasvunopeuden hahmottelussa on syytä huomioida, että mikäli säästämisaste pysyy ennallaan, laskevat nettomerkinnot hiljalleen suhteessa olemassa olevaan varallisuuteen ilman selkeää talouskasvua. Varallisuusarvojen voi nimittäin olettaa kasvavan jatkuvasti kohtalaisen vakain kasvuprosentein, kun taas euromääräiset uudet sijoitukset pysyvät ilman talouskasvua suunnilleen ennallaan. Toisin sanoen, talouskasvun pitäisi olla vähintään yhtä suurta kuin varallisuusarvojen kasvu, jotta nettomerkitöjen suhde pääomiin pysyisi ennallaan tai kasvaisi. Toki säästämisasteen kasvu voisi kumota tämän vaikutusta.

## Varainhoitomarkkinan ajurit



# Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/5

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



# Toimiala – Varainhoitomarkkina 5/5

## Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

**Pankit**

**Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt**

**Pienet sijoituspalveluyhtiöt**

## Konsolidaatioajurit

**Trendit**

- Digitalisaatio
- Korkotuottojen paluu
- Vastuullisuus (ESG)
- Regulaatio
- Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

**Myyntisynergiat**

- Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen
- Kasvava jakeluvoima
- Hallinnoitavien pääomien kasvu

**Kustannussynergiat**

- IT-kulut
- Hallintokulut
- Henkilöstökulut

**Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena**

## Toteutuneita järjestelyjä

- eQ → ADVIUM, ICECAPITAL
- UB → SUOMEN PANKKIIRILIIKE, FOURTON
- CapMan → NORVESTIA, DC, DASOS CAPITAL
- TITANIUM → INVESTIUM
- TAALERI → GARANTIA
- Aktia → TAALERI VARAINHOITO
- EVLI → ELITE ALFRED BERG, KELONIA Ab Kelonia Oy
- KPY → sentica PARTNERS

# Tasesijoitukset

## TASESIJOITUKSET NYT

Tulevaisuudessa

## TASESIJOITUKSET

Omistus	KPY %	Sektori	Liikevaihto <sup>2</sup>	EBITA-% <sup>2</sup>	NAV (MEUR) Inderes arvio	Yhtiön kehitys viime vuosina
<b>Voimatel</b>	100 %	Tietoverkkourakointi	<b>107,7</b>	<b>3,1<sup>2</sup></b>	<b>25,1</b>	
<i>Tietoverkko- ja digi-infran urakoija, operoija ja valvoja; asiakkaina teleoperaattorit ja teollisuus, &gt;700 hlöä Suomessa ja Virossa.</i>						
<b>Epical</b>	49,3 %	Datakonsultointi	<b>44,9</b>	<b>3,6</b>	<b>12,5</b>	
<i>Pohjoismainen datakonsultti (tietoturva, integraatiot, analytiikka); ~400 asiantuntijaa, 10 toimipistettä Suomessa ja Ruotsissa, liikevaihdosta ~70 % Ruotsista.</i>						
<b>Gebwell</b>	24,2 %	Lämpöpumput	<b>47,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>6,6</b>	
<i>Valmistaa lämpöpumppuja, kaukolämmönjakokeskuksia ja lämminvesivaraajia; tehtaat Suomessa ja Puolassa, ~270 hlöä.</i>						
<b>Osuma Henkilöstöp.</b>	28,6 %	Henkilöstöpalvelut	<b>18,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,1</b>	
<i>Kotimainen henkilöstöpalveluyhtiö (rekrytointi ja vuokratyö); painopistealoina mm. rakennus, konepaja, teknologia, sote sekä matkailu ja ravintola.</i>						
<b>Aurilo</b>	13,6 %	IT-palvelut	<b>~192</b>	<b>-5,3</b>	<b>6,5</b>	
<i>Kotimainen IT-palvelutalo (Tietokeskus + Enfo); IT-ulkoistukset, pilvi- ja tietoturvapalvelut, ~700 asiantuntijaa 14 paikkakunnalla.</i>						

Sijoitukset tuleviin infrastruktuuri- ja pääomarahastoihin

Infrastruktuurirahastot, joita hallinnoivassa tahossa KPY on enemmistöomistajana  
Sentican hallinnoimat private equity -rahastot

Infrastruktuuri  
Kasvuorientoituneet yhtiöt konsolidoituvilla toimialoilla

EUR ~10–50m

Tuottoja sekä arvonnousun että kassavirran kautta

<sup>1</sup> Aurilon NAV-osuus alustava arvio. <sup>2</sup> Oikaistu EBITA-%. Liikevaihto- ja EBITA-luvut tilikaudelta 2025. Tasesijoitusten yhteenlaskettu NAV 73,4 MEUR.

# Voimatel – Yhtiökuvaus (1/3)

## Yksi Suomen tietoverkkopalvelujen tuottajista

Voimatel on KPY:n tasesijoituksista keskeisin. Yhtiö on Suomessa ja Virossa (~6 % liikevaihdosta) toimiva tietoverkkojen sekä niitä tukevien järjestelmien, elinkaari palvelujen ja ratkaisujen tuottaja. Yhtiöllä on Suomessa yli 20 toimipistettä toimialueen kattaessa koko maan sekä toimipiste Virossa. Henkilöstöä on noin 700 ja vuodesta 2022 alkaen toimitusjohtajana on toiminut yhtiössä vuodesta 2013 asti työskennellyt Mikko Heinonen.

Voimatel perustettiin vuonna 2001 sähkö- ja televerkon rakentamista harjoittavaksi yhtiöksi. Taustalla oli Savon Voima Oyj:n yksin omistama sähkönjakeluverkkoja urakoinut Voimatel Oy, joka laajensi toimintaansa televerkkojen rakentamiseen ja kunnossapitoon. Tähän liittyen uuden yhtiön osakkaiksi tulivat KPY (19 %:n osuus) sekä sähkö- ja televerkkoihin erikoistunut Eltel Networks Oy (35 %:n osuus). Eltel luopui osuudestaan jo vuonna 2004 ja KPY puolestaan hankki Savon Voimalta kolmessa erässä (2008, 2012 ja 2014) itselleen koko Voimatelin omistuksen. Voimatel on historiassaan kasvanut pääosin orgaanisesti mutta myös yritysostoin. Näistä viimeisin on vuodelta 2022 Datasilta Oy:n hankinta (~60 hlö). Arviomme mukaan Voimatel-sijoituksen tuotto on ollut KPY:lle huono pitkällä aikavälillä.

## Liiketoiminta keskittyy yritysmyyntiin jälkeen tietoverkkoihin

Voimatel myi vuonna 2024 sähköverkkoliiketoimintansa Elvera Oy:lle. Liiketoiminta siirtyi uudelle omistajalle 1.4.2024, ja sen mukana siirtyi yli 250 työntekijää ja noin 50 MEUR liikevaihtoa eli noin kolmannes liiketoiminnasta. Sähköverkkoliiketoiminta oli ollut pitkään tappiollista ja kauppa näyttää mielestämme järkevältä tämän takia. Kauppahinta vaikutti yhtiön rahoituslaskelman perusteella

olleen tappiollisuuden takia vain reilu 1 MEUR.

## Voimatel oli lähes myyty Enersenselle vuonna 2022

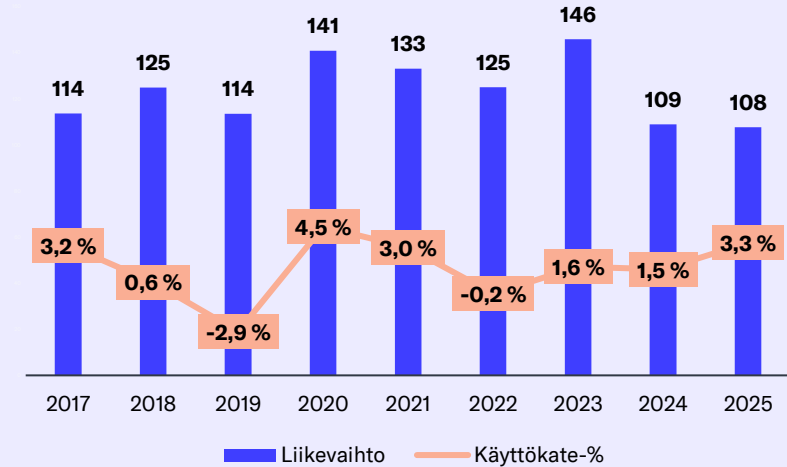
Voimatel ja Enersense allekirjoittivat sopimuksen yhtiön myynnistä vuonna 2022. Maksettava kauppahinta olisi ollut vain 9 MEUR (EV ~10,1 MEUR) ja se olisi maksettu pääosin Enersensen osakkeilla. Hinta vastasi vain ~3x EV/EBITDA- ja ~6x EV/EBIT-kertoimia Voimatelin vuoden 2021 luvuilla, mutta vuosina 2022-23 Voimatelin liiketoiminta oli selvästi tappiollista. Voimatelin ja Enersensen yhdistetty osuus tietoliikenteen rakennusmarkkinalla olisi noussut arviomme mukaan ~45–50 %:iin. Helmikuussa 2023 kauppa kaatuikin, kun KKV katsoi yhdistyneen markkinaosuuden kasvavan liian suureksi useassa segmentissä. Tämä oli onni onnettomuudessa, sillä tällä hetkellä Voimatelin arvo on mielestämme kauppahintaa korkeampi.

## Kaksi liiketoiminta-aluetta

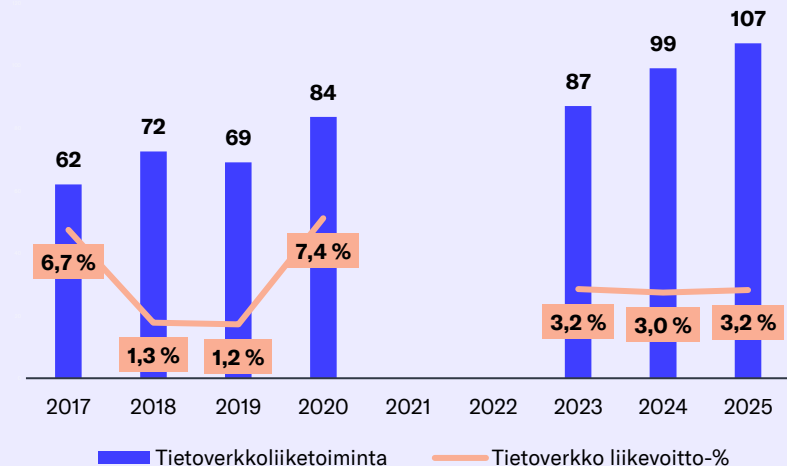
Voimatelin palvelut kattavat suunnittelun, rakentamisen ja rakennuttamisen, operoinnin, ylläpidon ja huollon sekä asiantuntijapalvelut. Voimatelin palvelusegmentit ovat:

- **Tietoverkot** (99 % liikevaihdosta). Sisältävät johto- ja kiinteäverkot, runko- ja liityntäverkot, mobiiliverkot ja managed services –palvelut. KPY ei ole avannut Managed Services –liiketoiminnan (jatkuvia palveluita) osuutta viime vuosina, mutta vuonna 2020 niiden osuus oli noin 10 %. Arviomme mukaan niiden osuus on kasvanut jonkin verran, sillä niistä suurin osa liittyi tietoverkkoliiketoimintaan.
- **Älykkäät energijärjestelmät** (1 % liikevaihdosta). Näihin liittyviä palveluja tarjotaan Voimatelin tytäryhtiö OptiWattin kautta. OptiWatti tarjoaa kiinteistöjen lämmitysjärjestelmien optimointilaitteita ja –ohjelmistoja.

## Voimatel liikevaihto ja käyttökate-%



## Tietoverkot liikevaihto ja liikevoitto-%



# Voimatel – Yhtiökuvaus (2/3)

## Merkittäviä asiakaskeskittymiä

Voimatel on suurimmalta osin kotimainen toimija, sillä 93 % liikevaihdosta kertyi Suomesta vuonna 2025. Voimatelin asiakkaina on muun muassa teleoperaattoreita, globaaleja laitevalmistajia, julkisia toimijoita sekä teollisuusyrityksiä. Näistä teleoperaattorit ovat selvästi suurimpia. Meillä ei ole tietoa nykyisistä suurimmista asiakkaista, mutta historiassa (2020) suurimmat ovat olleet Elisa, DNA ja Huawei. Elisan (25 %) ja DNA:n (20 %) osuudet olivat aikaisemmin erittäin suuret. Asiakaskeskittymät ovat edelleen hyvin merkittäviä, mutta yhtiö on myös onnistunut laajentamaan asiakaskuntaansa viime vuosina. Yhdenkin näistä menettämisen aiheuttaisi vaikeasti täytettävän aukon Voimatelin liiketoimintaan ja asiakasriski onkin yhtiön keskeisin hallittava riski. Markkina lähes käytännössä jaetaan Voimatelin, Eltelin ja Enersensen kesken.

## Liiketoiminnan käänne edennyt hyvin

Voimatelin liikevaihto on laskenut viime vuosina energiaverkoista irtautumisen myötä ja oli vuonna 2025 noin 108 MEUR. Myös pitkällä aikavälillä liikevaihdon kehitys on jäänyt vaisuksi samasta syystä.

Tietoverkkojen liikevaihto on kuitenkin kasvanut hyvin historiassa. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 7 % vuodessa vuosina 2017-2025 yritysostojen ja orgaanisen kasvun ajamana. Kehitystä on tukenut yhtiön vahva markkina-asema ja tietoverkkomarkkinan hyvä kehitys. Traficomien mukaan Suomessa investoinnit matkaviestin- ja kiinteisiin verkkoihin ovat kasvaneet keskimäärin 8 % vuodessa vuosina 2017-2024. Vahvinta kasvua on viime vuosina tullut erityisesti kuituverkkorakentamisesta.

Ennen energiaverkoista irtaantumista Voimatelin kannattavuus oli keskimäärin heikko. Tietoverkkoliiketoiminnan kannattavuus on sen sijaan ollut kohtuullinen myös historiassa. Keskimäärin vuosina 2017-2025 liikevoitto-% on ollut noin 3,0-3,5 %. Vuosina 2023-2025 tietoverkkojen liikevoitto on ollut tasaisesti noin 3 %. Vuonna 2025 liikevoitto oli oikaistuna välimiesmenettelyn päätöksestä 3,1 %. Tämä on mielestämme myös hyvä arvio yhtiön syklin yli kestävästä kannattavuustasosta. Välimiesmenettelyn päätöksestä aiheutui 1,0 MEUR:n alaskirjaus.

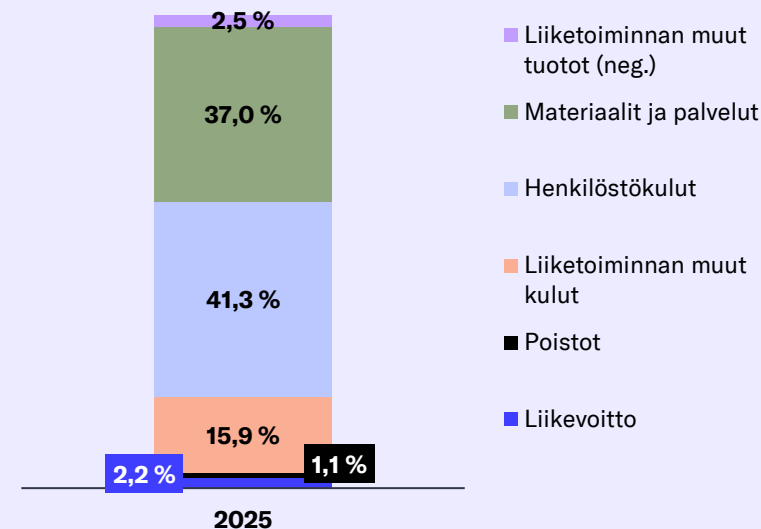
Yhtiö on tehostanut ja uudelleenjärjestellyt toimintaansa viime vuosina vastaamaan nykyistä liiketoimintarakennetta. Myös vuoden 2026 toisella vuosineljänneksellä Voimatel toteutti muutosneuvottelut, joissa on tuotannollis-taloudellisista syistä päätetty lomautuksista ja henkilöstövähennyksistä. Ammattiliitto Pron mukaan muutosneuvottelujen piiriin kuului 624 työntekijää ja ne voivat johtaa enintään 40 ihmisen irtisanomiseen.

## Kasvu on arvokasta korkeiden pääoman tuottojen ansiosta

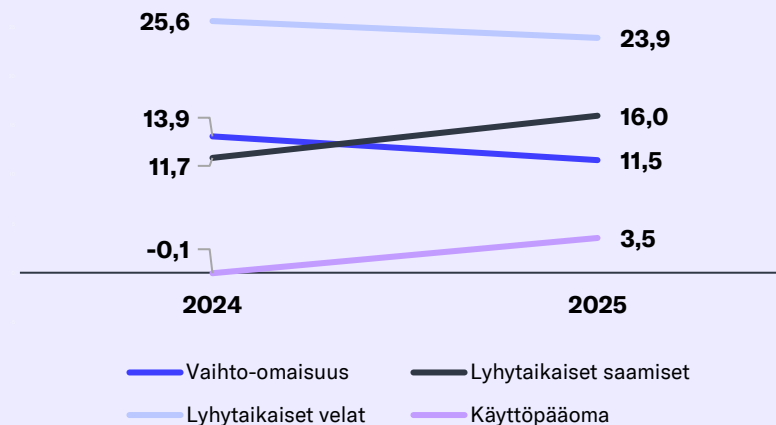
Voimatelin liiketoiminta on pääomakevyttä, jonka seurauksena pääoman tuotot ovat korkeita (2025 ROI 28 %) energialiiketoiminnan irtautumisen jälkeen. Liiketoiminta ei ole myöskään sitonut juurikaan käyttöpääomaa viime vuosina kasvusta huolimatta. Operatiivinen käyttöpääoma on ollut viime vuosina 0-3 % liikevaihdosta. Näin ollen mikäli yhtiö kykenee kasvamaan, luo tämä vahvasti arvoa.

Tilinpäätöksessä 2025 yhtiöllä oli nettovelkaa enää 1,8 MEUR eli nettovelan suhde käyttökatteeseen oli 0,5x.

## Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)



## Voimatel käyttöpääoma (MEUR)



# Voimatel – Yhtiökuvaus (3/3)

## Arvonmäärityksen ja ennusteiden yhteenveto

Arvonmäärityksemme perustuu vuoden 2025 EV/EBITA 8x ja EV/EBITDA 6x -menetelmien keskiarvoon sekä vuoden lopun nettovelkaan.

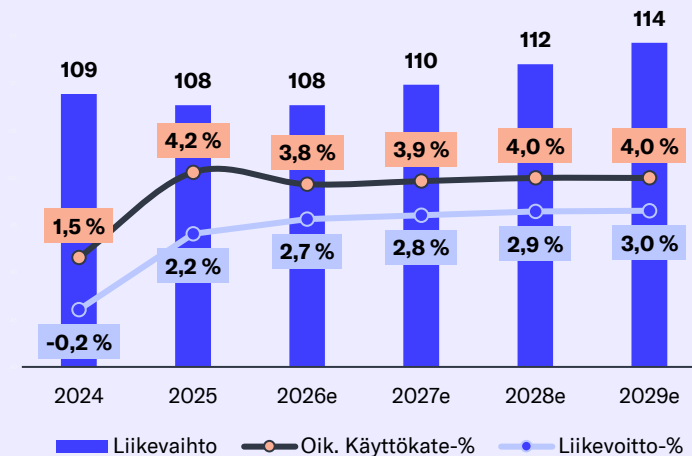
Voimatelin kannattavuus on vakiintunut maltilliselle tasolle energiaverkkoliiketoiminnasta irtautumisen jälkeen. Tietoverkkoliiketoiminnan liikevoitto-% on ollut keskimäärin noin 3,0–3,5 % vuosina 2017–2025 ja viime vuosina (2023–2025) tasaisesti noin 3 %. Vuonna 2025 liikevoitto-% oli välimiesmenettelyn päätöksestä oikaistuna 3,1 %, mitä pidämme hyvänä arviona yhtiön syklin yli kestävästä kannattavuustasosta. Käyttökate-% on liiketoiminnan pääomakevyyden luonteen ja matalien poistojen vuoksi ollut melko vähän liikevoitto-%:a korkeampi (2025 n. 4 %). Näemme kannattavuudessa lievää nousuvaraa toiminnan tehostamisen ja kasvun tuoman operatiivisen vivun kautta, mutta kohdemarkkinan vaatimaton kasvunäkymä rajaa merkittävämpää marginaaliparannusta.

Käytetyt arvostustasot ovat pääosin linjassa listattujen verrokkien Enersensen ja Eltelin kanssa. Enersense hinnoitellaan tällä hetkellä noin EV/EBITDA 5,5x ja EV/EBIT 8,2x (2026e) sekä Eltel noin EV/EBITDA 5,4x ja EV/EBIT 10,6x (2026e) kertoimilla. Voimatelin liikevoittopohjainen EV/EBITA 8x on siten linjassa verrokkien kanssa, kun taas käyttökatepohjainen 6x asettuu hieman niiden yläpuolelle. Lievää preemiota puoltavat Voimatelin tietoverkkoliiketoiminnan hyvä kasvu ja korkea pääoman tuotto (2025 ROI 28 %). Arvostusta rajoittavat puolestaan listaamaton profiili, verrokkeja pienempi koko, merkittävät asiakaskeskittymät sekä kohdemarkkinan rajallinen kasvunäkymä. Huomioitavaa on lisäksi, että verrokkien

kertoimet perustuvat ennustettuun tulosparannukseen, kun taas Voimatel on arvotettu vuoden 2025 toteutuneella tuloksella, mikä tekee arvonnäytelmästä konservatiivisemmän.

Yhtiön keskeisin arvoajuri on kannattavan kasvun jatkuminen, joka on pääomakevyydessä mallissa erityisen arvokasta. Ennustamme liikevaihdon kehittyvän maltillisesti kohdemarkkinan normalisoituessa ja liikevoitto-%:n pysyvän noin 3 %:n tuntumassa. Arvonmäärityksemme mukainen arvo koko yhtiölle on noin 25,1 MEUR. KPY omistaa Voimatelista 100 %, joten sen osuus määrittämästämme KPY:n NAV:sta on noin 13 % NAV:sta.

## Voimatel liikevaihto ja käyttökate-%



	2025
EBITA	3,4
EBITA-kerroin	8,0
Yritysarvo	26,8
Nettovelka	1,8
<b>NAV</b>	<b>25,0</b>
Käyttökate	4,5
Käyttökate-kerroin	6,0
Yritysarvo	27,0
Nettovelka	1,8
<b>NAV</b>	<b>25,2</b>

<b>Inderes arvio NAV:sta</b>	<b>25,1</b>
<b>KPY:n omistusosuus</b>	<b>100,0 %</b>
<b>KPY:n NAV</b>	<b>25,1</b>

# Voimatel – Markkinakatsaus

## Voimatelin kohdemarkkina

Voimatelin nykyisen kohdemarkkinan muodostavat kotimaisten operaattoreiden panostukset kiinteiden ja mobiiliverkkojen rakentamiseen sekä ylläpitoon. Voimatelin ja Enersensen KKV:lle toimittamassa yhdistyssuunnitelmassa markkinan kooksi arvioitiin noin 280 MEUR vuonna 2021.

Traficomien mukaan investoinnit kiinteään ja mobiiliverkkoon olivat vuonna 2024 754 MEUR. Näistä 257 MEUR kohdistui mobiiliverkkoon ja 497 MEUR kiinteään verkkoon. Viime vuosina kiinteän verkon markkina on kasvanut erittäin vahvasti valokuituverkkojen rakennusinvestointien ajamana. Investointisyklin huippuvuodeksi esimerkiksi Eltel on arvioinut jääneen 2024. On myös hyvä huomioda, että Traficomien huomioimat investoinnit eivät kohdistu suoraan verkonrakentamiseen (esim. laitteet ja ohjelmistot vievät osan investoinneista). Näin ollen Voimatelille relevantin markkinan koon voidaan arvioida olevan tällä hetkellä noin 350-400 MEUR:n tasolla ja sen laskevan lähivuosina kiinteän verkon investointien normalisoituessa. Uusi merkittävä positiivinen ajuri lähivuosille on kuitenkin datakeskusinvestoinnit.

## Markkinakasvun ajurit

Traficomien vuosien 2020-2024 tilastojen pohjalta investoinnit ovat olleet vuositasolla keskimäärin vajaat 600 MEUR ja kasvaneet vahvasti viime vuosina. Markkinan kokoa on kasvattanut vuosina 2023-2025 erityisesti valokuituverkkojen rakennusinvestoinnit. Investointeja kuituverkkoon pitävät yllä verkon tihentämiseen liittyvät investoinnit, mutta arvioimme tasojen kuitenkin laskevan viime vuosien korkeilta tasoilta. Vastaavasti Suomessa toimivien teleoperaattoreiden investointeihin vaikuttavat etenkin ylläpito- ja modernisointi-investoinnit, sillä suurimmat 5G-investoinnit ovat myös takanapäin, eivätkä seuraavan sukupolven investoinnit ole vielä alkaneet (nämä eivät myöskään ole yhtä mittavia nykytiedoin kuin aiemmat sukupolven vaihdokset). Keskeinen positiivinen ajuri taas on datakeskusinvestoinnit, josta voi vielä muodostua erittäin

merkittävä ajuri. Kokonaisuutena markkinassa on kuitenkin nähdäksemme vaikea nähdä olennaista kasvua keskipitkällä aikavälillä.

## Kilpailukenttä

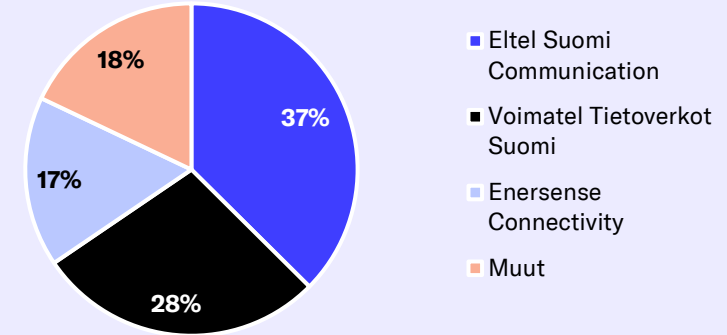
Tietoverkkoliiketoiminnan kilpailukenttä on hyvin keskittynyt. Taustalla on arviomme mukaan se, että Suomen keskittynyt operaattorikenttä edellyttää toimittajiltaan riittävän suurta kokoa varmistaakseen kattavan tarjonnan ja riittävät resurssit. Lisäksi tilaajien tahtotila on arviomme mukaan, että markkinalla on riittävä kilpailutilanne muutaman suuren toimijan kesken, mikä mahdollistaa tilaajien hinnoitteluvoiman.

Rajallista ostajakuntaa ja heidän vaikutusvaltaansa mukailien tietoliikenteen rakennusmarkkinaa hallitsee kolme toimijaa, jotka ovat Eltel, Voimatel ja Enersense. Enersensen vuonna 2021 teettämän selvityksen mukaan suurimpana toimijana markkinalla toimi Eltel noin kolmanneksen markkinaosuudella. Voimatelin markkinaosuus oli vajaat 30 % ja Enersensen noin 20 %. Siten nämä toimijat hallitsivat yli 80 % kokonaismarkkinasta emmekä usko tässä tapahtuneen olennaisia muutoksia.

Vastaavasti vuonna 2025 Eltelin Communication-segmentin Suomen liikevaihto oli noin 133 MEUR, Voimatelin Suomen tietoverkkoliiketoiminnan noin 100 MEUR ja Enersensen Connectivityn arvioitu\* Suomen liikevaihto 59 MEUR, mitkä myös tukevat arviotamme markkinan koosta. Näin laskettuna Enersensen markkinaosuus olisi pudonnut noin 17 %:iin. Toisaalta toimijoiden tarjoamassa on myös lieviä eroja. Kokonaisuutena vaikuttaisi kuitenkin siltä, että toimijoista Eltel olisi kasvanut voimakkaimmin Suomessa viime vuosina. Oletamme kuitenkin suurimpien toimijoiden markkinaosuuksien kehittyvän suhteellisen vakaasti pidemmällä aikavälillä, sillä toimijoilla on tyypillisesti vakaat pidemmät runkosopimukset tilaajien kanssa. Toisaalta esimerkiksi teleoperaattoreiden hankintasuhteet voisivat muuttaa markkinaosuuksia varsin nopeastikin.

Olemme kuvanneet kohdemarkkinaa tarkemmin [Eltelin](#) ja [Enersensen](#) laajoissa raporteissa, jotka ovat vapaasti luettavissa.

## Tietoverkkojen markkinaosuudet (Inderes arvio raportoitujen lukujen perusteella)



Lähde: Yhtiöiden raportit, Inderes

\*Enersensen osuus on arvioitu Connectivity-segmentin ja 70 %:n Suomen liikevaihdon osuudella (koko konserni Suomen osuus 60 %). Osuus saattaa olla tätä korkeampikin.

## Investoinnit Matkaviestin- ja kiinteisiin verkkoihin



Lähde: Traficom

# Epical – Yhtiökuvaus (1/3)

## Pohjoismainen datakonsultointiyhtiö

Epical on pohjoismainen datakonsultointiyhtiö, josta KPY omistaa 49,3 % ja loput Mandatumin rahasto. Epical on arviomme mukaan KPY:n toiseksi merkittävin tasesijoitus ja se irtautui KPY:n pitkään omistuksessa olleesta Enfosta vuonna 2024. Yhtiö on erikoistunut muun muassa dataan ja analytiikkaan sekä tietoturvaan ja integraatioihin. Epical palvelee yksityisen ja julkisen sektorin asiakkaita, mutta tarkempaa jakaumaa ei ole tiedossa. Epicalissa työskentelee noin 400 asiantuntijaa. Yhtiöllä on 10 toimipistettä Suomessa ja Ruotsissa.

Yhtiön liikevaihto vuonna 2025 laski noin 3 % ja oli noin 44,9 MEUR (2024: 46,4 MEUR) KPY:n tilinpäätöstiedotteen mukaan. Oikaistu käyttökate-% nousi 4,5 %:iin (2024: -6,5 %). Oikaistu liikevoittomarginaali ennen liikearvon poistoja (EBITA-%) oli vuonna 2025 3,6 %. Liikevaihdosta viime vuonna 70 % tuli Ruotsista, 25 % Suomesta ja loput muista maista.

Epicalin tarjonta jakautuu kolmeen keskeiseen palvelualueeseen. Suurin niistä on data ja analytiikka, jossa Epical rakentaa asiakkaiden data-alustat sekä raportoinnin ja analytiikan ratkaisut. Saman alueen alle kuuluvat myös tekoälysovellukset, vastuullisuus- eli ESG-raportoinnin järjestelmät sekä masterdatan eli yrityksen keskeisten perustietojen (kuten asiakas-, tuote- ja toimittajatietojen) hallinta. Toinen alue on tietoturva. Käytännössä kyse on asiakkaiden datan ja järjestelmien suojaamisesta (mm. identiteetin- ja pääsynhallinta). Kolmas alue on järjestelmäintegraatiot, eli eri tietojärjestelmien yhdistäminen niin että tieto liikkuu niiden välillä. Tällä alueella on vahvat synergiat data & analytiikan kanssa. Lisäksi yhtiö tarjoaa Asset management –palveluita

(resurssien hallinta).

Yhtiö on monessa mielessä hyvin verrannollinen suomalaisiin listattuihin IT-palveluyhtiöihin, mutta Epicalin tarjoama on selkeästi suurinta osaa terävämpi. Lisäksi Ruotsin suuri paino liikevaihtojakaumassa on selkeä erottautumistekijä. Datakonsultointi on alue, jota monet verrokkit haluavat vahvistaa ja se on sektorin tämän hetken selkeitä kasvualueita tekoälykehityksen ajamana.

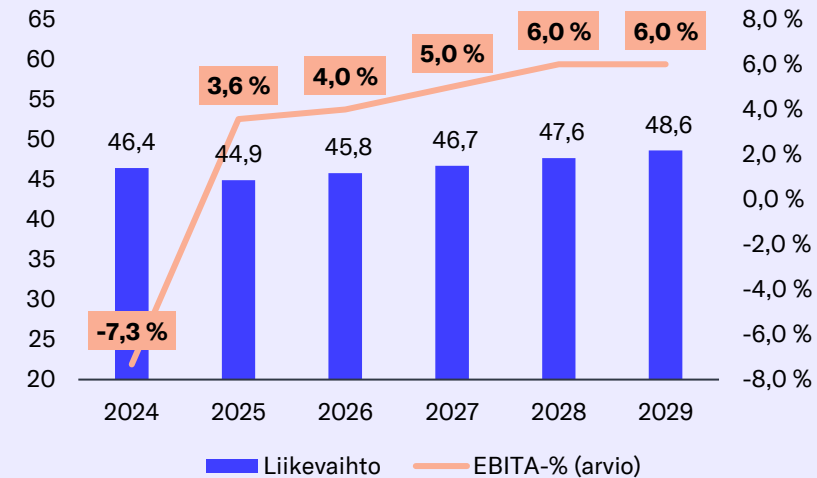
## Käänneyhtiöstä kasvuyhtiön statusta hakemaan

Yhtiön kansainvälinen liiketoiminta on rakennettu yritysostojen kautta. Historiassa kansainvälinen liiketoiminta on ollut yhtiölle raskaasti tappiollista ja merkittävä haaste. Aiemmin erilliset yhtiöt on nyt käsityksemme mukaan integroitu vahvemmin yhteen. Viime vuoden perusteella käänne oltaisiin saatu käyntiin, vaikka liikevaihto edelleen laskikin viime vuonna. Yhtiö hakeekin statuksen muutosta käänneyhtiöstä kasvuyhtiöksi. Mandatumin mukaantulolla on mielestämme positiivinen signaaliarvo ja kasvumahdollisuuksia datasektorilla pitäisi ainakin olla. Yhtiön osalta on keskeistä seurata lähivuosina sen orgaanista kasvua ja luonnollisesti kannattavuuden kehitystä.

## Mandatum tuli kansasijoittajaksi kesällä 2025

Mandatumin Growth Equity II -rahasto sijoitti Epicaliin kesäkuussa 2025 ja tuli yhtiön merkittäväksi kanssaomistajaksi 50 %:n osuudella. Rahoituskierröksen kokonaisarvo oli yhteensä 22,5 MEUR. Omistajien tavoitteena on kiihdyttää kasvua Pohjoismaissa. Näemme positiivisena asiana, että Mandatumin kaltainen sijoittaja oli valmis sijoittamaan Epicaliin arviomme mukaan KPY:n näkökulmasta ihan kohtuullisella arvostustasolla.

Epical liikevaihto ja kannattavuus



# Epical – Yhtiökuvaus (2/3)

## Kustannusrakenteessa pitäisi olla skaalautumisvaraa

Epicalin merkittävin kustannuserä on asiantuntijayhtiölle tyypillisesti henkilöstökulut, jotka olivat noin 72 % liikevaihdosta tilikaudella 2025. Yhtiö vaikuttaa käyttävän IT-palveluyhtiölle tyypillisesti jonkin verran alihankintaa, joka näkyy materiaalit & palvelut (12 % liikevaihdosta) rivillä. Täällä näkyvät myös ohjelmistolisenssimaksut, joita jälleenmyydään asiakkaille. Liiketoiminnan muut kulut, jotka sisältävät mm. toimisto-, laite- ja muita hallintokuluja olivat noin 15 % liikevaihdosta, joka on korkea taso. IT-palveluyhtiölle tyypillinen hyvä taso on noin 10 % ja näemmekin täällä parannusvaraa kasvun/tehostamisen kautta.

Yhtiön suunnitelman mukaiset poistot olivat 0,45 MEUR viime tilikaudella, mutta investoinnit aineettomaan ja aineelliseen omaisuuteen olivat 0,26 MEUR. Näin ollen poistot painavat todellista kassavirtatulosarvoa hieman tällä hetkellä. Ei-kassavirtavaikutteiset konserniliikkeen poistot olivat viime vuonna 1,8 MEUR ja mielestämme nämä ovat perusteltua oikaista yhtiön kannattavuustasoa tarkasteltaessa.

## Taseessa on potentiaalisesti arvokas verosaaminen

Yhtiön tase vuoden 2025 lopussa oli 25,5 MEUR ja varoista noin puolet oli yritysostojen kautta syntynyttä konserniliikkeen arvoa. Muuten tase on asiantuntijayhtiölle tyypillisesti kevyt. Yhtiöllä oli korollisia velkoja ja käteisvaroja 2,8 MEUR eli se on tällä hetkellä nettovelaton.

Epicalilla on historiasta 33,5 MEUR vahvistettuja tappioita, joista 32,7 MEUR:n osalta ei ole vanhenemisaikaa. Tappioista on merkitty taseeseen vain 1,3 MEUR laskennallista verosaamista. Yhtiö ei ole kirjannut lisää laskennallista verosaamista edellisten tilikausien

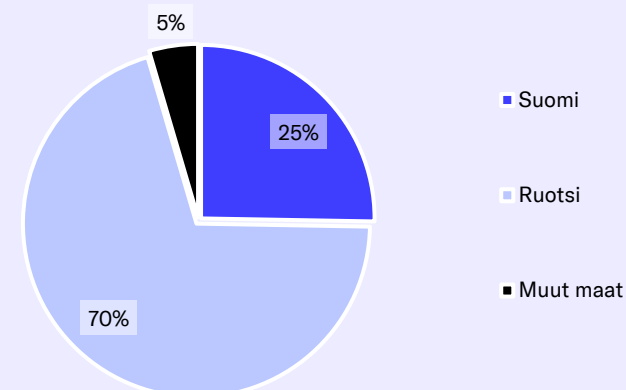
perusteella, koska tappioiden hyödyntäminen on epävarmaa. Epical Sweden AB:n vahvistetut tappiot ovat käytettävissä vuodesta 2030 lähtien. Tämä on mielestämme kuitenkin selkeä vero-omaisuuserä mikäli kannattavuuden positiivinen käänne säilyy ja vähentää yhtiön todellista verotaakkaa tulevaisuudessa. Oletuksella, että saamisesta 80 % kohdistuu Ruotsiin, olisi verosaamisen arvo kokonaisuutena ilman kassavirtojen diskonttausta nykypäivään 6,7 MEUR.

## IT-palvelumarkkina on jakautumassa voittajiin ja häviäjiin

Ruotsin ja Suomen IT-palvelumarkkinat ovat kehittyneet hyvin saman kaltaisessa syklistä viime vuodet. Markkinatilanne on ollut vaikea ja kun aiemmin kilpailtiin osaajista, niin nyt kilpailu on siirtynyt vahvasti asiakkaisiin. Tämä on toisaalta luonnollista, ja alalla vallitsi pitkään erikoistilanne valtavan osaajapulan takia. Tämä oli merkittävä myötätuuli IT-palveluyhtiöille, koska monilla oli asiakasyrityksiä parempi kyky houkuttaa osaajia. Viime vuosien liikevaihto ja kannattavuuskehitys onkin ollut sektorilla heikkoa sekä tämän seurauksena osakekurssien kehitys.

Tänä vuonna useiden sektorien pörssikursseja, mukaan lukien IT-palvelusektori, on painanut sijoittajien pelkäämä tekoälyn disruptiivisuus. Tekoälyn nopea kehitys on mielestämme selkeä riski (myös mahdollisuus) IT-palvelusektorille. Se on muokannut / tulee muokkaamaan ja tehostamaan IT-kehitystä merkittävästi sekä luo haastetta sektorilla hyvin laajasti käytettyyn asiantuntijakohtaiseen tuntipohjaiseen hinnoitteluun. Se tulee myös lisäämään huomattavasti tehtävien IT-projektien määrää, mutta nettovaikutuksen arviointi on tässä kohtaa hyvin vaikeaa. On myös hyvä huomata, että IT-kehityksestä merkittävä osa on muuta kuin itse koodin kirjoittamista.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma



# Epical – Yhtiökuvaus (3/3)

Muutos vaatii joka tapauksessa kaikilta IT-palveluyhtiöltä mukautumista tekoälyaikakauteen. Tätä muuntautumista yhtiöt ovat toteuttaneet mm. tarkentamalla toimialafokusta (mm. kriittisemmät asiakastoimialat kuten puolustus), laajenemalla tuotteisiin (tyypillisesti vahvalla asiakasfokuksella, esim. Reaktorin Defense ohjelmistotuotteet), muuttamalla palvelutarjoomaa (esim. hakemalla kasvua data ja tekoälypalveluissa) sekä tutkimalla erilaisia hinnoittelumalleja.

Muuttunut markkinatilanne on näkemyksemme mukaan jakanut yhtiöitä häviäjiin ja voittajiin. Yleisesti arvioimme selkeiden kilpailuetujen ja /tai laajan palvelutarjooman omaavien yhtiöiden erottuvan selkeämmin edukseen jatkossa. Häviäjiä ovat yhtiöt, joilla ei ole kriittistä (mm. data, tekoäly) tai erottuvaa osaamista, syviä asiakassuhteita (johdon konsultointi, integraatio ja jatkuvuuspalvelut edesauttavat) tai toimialafokuksen kautta vahvaa asiakkaan liiketoiminnan ymmärrystä. **Epical** on terävän datakonsultointifokuksensa puolesta luonnostaan hyvässä asemassa ja arvioimme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset menestyä, kunhan se onnistuu strategiassaan ja jättämään aiemmat kannattavuushaasteet taakseen.

Markkinasegmenteittäin varovaisia positiivisia merkkejä on erityisesti yksityisellä sektorilla. Julkinen sektori pysyy erityisesti Suomessa säästötoimien vuoksi vaikeana ilman vahvaa julkisen sektorin osaamista. Syklin heikoin vaihe on nyt käsillä / takana päin, ja osa yhtiöistä on kyennyt kääntymään jälleen orgaaniseen kasvuun. Tilanne säilyy kuitenkin edelleen erittäin epävarmana ja käänne on riippuvainen asiakasyritysten investointitasojen noususta, sekä tekoälyn kehityksen vaikutuksesta.

Olemme kommentoineet IT-palvelusektorin markkinatilannetta kattavasti mm. tässä [Netumin laajassa](#)

[raportissa](#). Lisäksi olemme kommentoineet Pohjoismaisen IT-palvelusektorin Q4'25- ja 2025-kehitystä tässä [artikkelissa](#) sekä Suomen IT-palvelusektorin Q1'26 kehitystä tässä [artikkelissa](#).

## Arvonmäärityksen ja ennusteiden yhteenveto

Arvonmäärityksemme perustuu vuoden 2025 EV/EBITA 12x ja normalisoituun 8 %:n EBITA-%:n menetelmien keskiarvoon sekä vuoden lopun nettovelkaan.

Käytetyt arvonmääritystasot ovat jonkin verran IT-palvelusektorin tämän hetken tasoja korkeampia (verrokkien mediaani EV/EBIT 2026 10x). Perusteluna hyväksytylle 12x EV/EBITA toteutuneelle kertoimelle on datakonsultointiliiketoiminnan hyvä näkymä. Kannattavuuden osalta taas näemme kiinteissä kuluissa (14,9 % liikevaihdosta) selkeää tehostusvaraa tehostamisen ja kasvun kautta. Tästä syystä ja yhtiön ydinalueen hyvään kasvunäkymään peilattuna 8 %:n normalisoitu EBITA-% on mielestämme perusteltu (kasvua ei ole huomioitu). Yhtiön keskeisin arvoajuri on orgaanisen kasvun ja tätä kautta kannattavan kasvun käynnistyminen. Epical olisi mielestämme mielenkiintoinen yritysostokohde monille sektorin yhtiöille sen datakonsultointi- ja Ruotsin liiketoiminnan painon ansiosta. Epicalin alennusta suhteessa verrokkeihin perustelisi yhtiön pieni koko, listaamaton profiili sekä erityisesti heikot historialliset näytöt. Tämän takia huomioimme kasvun konservatiivisesti arvonmäärityksessämme. Ennustamme yhtiön kasvavan 2 % vuosittain lähivuosina ja EBITA-%:n nousevan asteittain 6 %:iin.

Arvonmäärityksemme mukainen arvo koko yhtiölle on 27,5 MEUR ja KPY:n 49,33 %:n omistusosuudelle 13,6 MEUR. Yhtiö vastaa noin 7 % määrittämästämme NAV:sta.

<b>Inderes arvio NAV:sta</b>	<b>27,5</b>
<b>KPY:n omistusosuus</b>	<b>49,3 %</b>
<b>KPY:n NAV</b>	<b>13,6</b>

<b>EV/S</b>	0,61x
<b>EV/EBITA</b>	17,2x

# Aurilo – Yhtiökuvaus (1/2)

## Suurten IT-generalistien kotimainen haastaja

Aurilo on kotimainen IT-palvelutalo, joka syntyi Tietokeskuksen ja Enfon yhdistyessä (KPY:n aikaisempi merkittävä omistus). Konsernilla on yli 30 vuoden historia IT-palvelujen tuottajana. KPY omistaa yhtiöstä 13,6 % ja yhtiön pääomistajana toimii Vaaka Partnersin IV –rahasto. Aurilo on arviomme mukaan KPY:n tasesijoitusten kolmanneksi keskeisin sijoitus.

Yhtiön liikevaihto vuonna 2025 oli noin 192 MEUR ja kasvoi vahvasti fuusion ajamana. Yhtiöt yhdisteltiin joulukuussa 2024, joten viime vuosi kuvaa uuden konsernin kokonaisuutta. Orgaaninen liikevaihdon kehitys ei ole tiedossamme, mutta arvioimme sen olleen jonkin verran negatiivista. Kannattavuus oli yhtiölle kohtuullisella 5,3 %:n tasolla (liikevoitto ennen liikearvonpoistoja) ja pysyi noin vuoden 2024 tasolla. Yhtiö kommentoi vuoden olleen kaksijakoinen Enfon ja Tietokeskuksen integraation edetessä hyvin, mutta vaikean markkinatilanteen heikentäneen kysyntää ja asiakkaiden jatkaneen säästötoimia. Yhtiö järjesti myös melko suuret muutosneuvottelut, joiden myötä 69 työntekijää irtisanottiin.

Aurilolla työskentelee noin 700 henkilöä 14 paikkakunnalla Suomessa. Aurilo tarjoaa kattavat IT-palvelut pk-yrityksille, suurille organisaatioille sekä julkiselle sektorille. Yhtiön suurimmat asiakkaat ovat julkishallinnon toimijoita. Aurilon liiketoiminta koostuu ns. perinteisemmistä IT-palveluista, jotka ovat olleet laskevan liikevaihdon alueita. Asia ei kuitenkaan ole mustavalkoinen vaan esimerkiksi Pilvi- ja tietoturvaratkaisut ovat olleet sektorin selviä kasvualueita.

## Keskeiset palvelualueet:

- IT-ulkoistukset
- Pilvi- ja tietoturva-ratkaisut
- Laite- ja elinkaari-palvelut

- Ylläpito- ja tukipalvelut
- Konsultointi.

## Keskeiset asiakastoimialat:

- Valmistava teollisuus & puolustus
- Energia & jätehuolto
- Kauppa & logistiikka
- Pankit & rahoitus
- Teknologia & media
- Asiantuntijapalvelut
- Julkishallinto & terveydenhuolto.

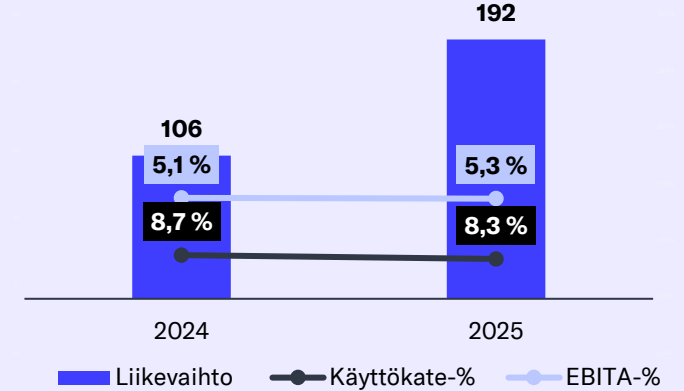
Asiakastoimialojen osalta voisikin sanoa, ettei yhtiöllä ole keskeisiä erikoistumisalueita. Yhtiön pääasiakaskohderyhmää ovat arviomme mukaan keski-suuret (500-1000 henkilön) organisaatiot. Tässä kohderyhmässä yhtiöllä on uskottavuus tarjota liiketoimintakriittisiä kokonaisratkaisuja ja yhtiö pystyy haastamaan suuria generalisteja pienemmän toimijan ketteryydellä ja omistautumisella asiakkaalle.

IT-infran markkinalla alalla tulon kynnykset ovat korkeammat kuin uusissa digipalveluissa. Ala on jo pidempään konsolidoitunut ja uusia kilpailijoita on ollut ymmärryksemme mukaan suhteellisen vähän. Uusia kasvuhakuisia tulijoitakin kuitenkin on, joista esimerkki on mm. hyvin viime vuonna kasvanut ICT Elmo (liikevaihto noin 22 MEUR).

## Enfon kehitys oli vaisua ennen rakennemuutoksia

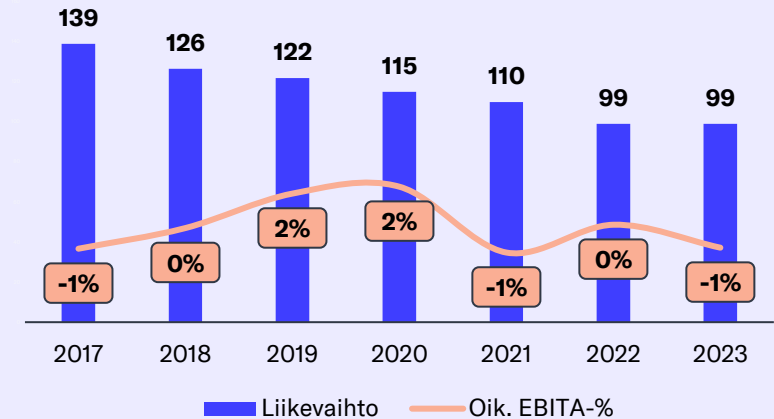
Enfon (sisältäen Epicalin) historiallinen kehitys on ollut melko heikkoa. Liikevaihto on ollut laskusuuntainen ja kannattavuus keskimäärin heikko vuosina 2017-2023. Yhtiö on tehnyt useita rakennejärjestelyjä historiansa aikana, mikä vaikeuttaa historian tulkintaa, mutta kokonaisuutena mielestämme voi todeta, että kehitys on ollut heikkoa. Viime vuosina toteutetut vahvemmat rakennejärjestelyt vaikuttavatkin tulleen tarpeeseen.

## Aurilo liikevaihto ja kannattavuus, MEUR ja %



Lähde: Enfo ja Tietokeskus yhdistelty 12/2024 alkaen

## Enfo kehitys 2017-2023



Lähde: Enfon tilinpäätökset, Inderes  
Kannattavuudet ovat Inderesin arvioita tilinpäätöksen perusteella

# Aurilo – Yhtiökuvaus (2/2)

## Kustannusrakenne ja tase

Materiaalit ja palvelut olivat vuonna 2025 52 % suhteessa liikevaihtoon ja ne koostuvat pääosin laitteiden ja ohjelmistojen jälleenmyynnistä, joka on hyvin matalakatteista liiketoimintaa. Henkilöstökulut taas ovat 28 % liikevaihdosta ja osuus on luonnollisesti selvästi asiantuntijapalveluvetoisia IT-palveluyhtiöitä matalampi. Liiketoiminnan muut kulut olivat 12 % liikevaihdosta, ja näemme täällä jonkin verran laskuvaraa. Yhtiöllä on kuitenkin asiantuntijavetoista IT-palveluyhtiötä suuremmat kalusto- ja laitekulut mikä rajoittaa skaalautumisvaraa. Täällä on lisäksi toimitila- ja hallintokulut. Suunnitelman mukaiset poistot olivat 3 % liikevaihdosta. Aurilon vuotuiset investoinnit koostuvat valtaosin koneista ja kalustosta, mikä heijastaa arviomme mukaan palveluna myytävien IT-laitteiden hankintaa. Yhtiöllä myös merkittävä kulu-/investointierä ovat sen konesalien laitteet ja ohjelmistot. Raportoitua tulosta rasittaa lisäksi merkittävät ei-kassavirtavaikutteiset konserniliikearvon poistot (7 % liikevaihdosta).

Tilinpäätöksessä 2025 yhtiöllä oli nettovelkaa 50 MEUR ja nettovelan suhde käyttökatteeseen oli 3,1x. Taso ei ole matala, mutta mielestämme melko tyypillinen pääomasijoittajan omistamalle yhtiölle. Käyttökateen konversio vapaaksi rahavirraksi oli viime vuonna noin 64 % ilman käyttöpääoman muutoksia. Korkokulut suhteessa korollisiin velkoihin olivat 5,5 % viime vuonna. Nämä parametrit huomioiden yhtiön lisävelankantokyky on mielestämme jossain määrin rajattu.

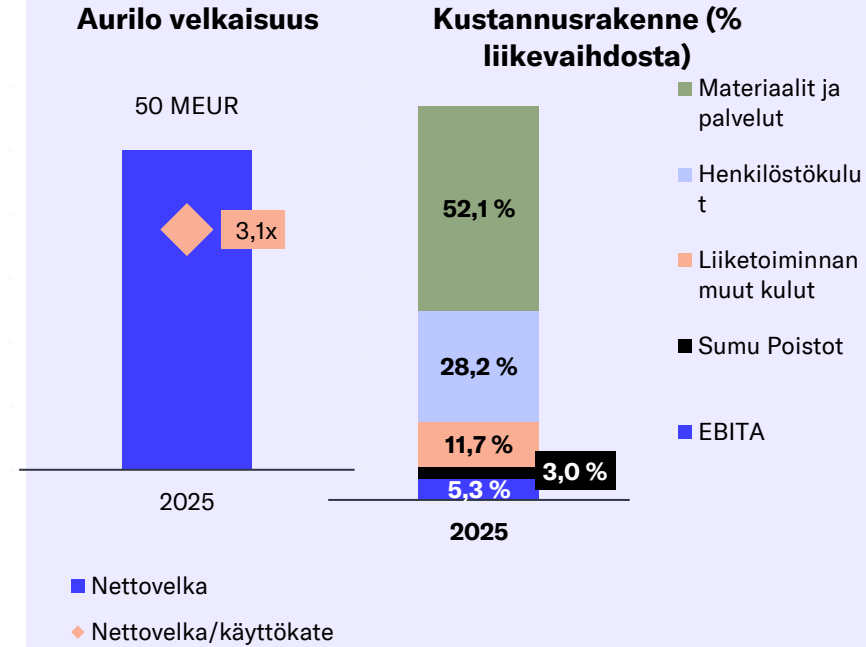
## Arvonmäärityksen yhteenveto

Arvonmäärityksemme perustuu vuoden 2025 EV/EBITA

9,0x ja EV/EBITDA 6,5x kertoimien keskiarvoon sekä vuoden lopun nettovelkaan. Käytetyt arvonmääritystasot ovat mielestämme linjassa listattuihin IT-palveluverrokkeihin. Aurilolla on selvästi enemmän operatiiviseen liiketoimintaan liittyviä poistoja, jonka takia EV/EBITA on selvästi vertailukelpoisempi arvonmääritysmittari.

Tilinpäätöksessään Aurilo odottaa sen liiketoiminnan kehittyvän vakaasti ja kannattavuuden paranevan operatiivisen tehokkuuden kautta. Korkotason nousun yhtiö odottaa kasvattavan rahoituskustannuksia. Aurilolla oli vuoden lopussa merkittävä 50 MEUR:n nettovelkapositio. Arviomme mukaan yhtiön liikevaihto tulee kehittymään vakaasti lähivuosina ja se pyrkii jatkamaan markkinan konsolidointia. Näemme yhtiössä listautumispotentiaalia lähivuosina. Kannattavuuden osalta nykyinen noin 5 %:n taso on jo kohtuullisen hyvä taso, mutta yhtiöllä pitäisi olla edellytykset arviomme mukaan tehostaa kiinteitä kuluja vielä noin 1-2 %-yksikön edestä, vastatuulta tulee heikon kysynnän ja laskevan markkinan perinteisiltä IT-palvelukehityksen alueilta. Kannattavuuden nosto onkin mielestämme yhtiön selkein arvoajuri yhdessä arvoa luovien yritysostojen kanssa.

Arvonmäärityksemme mukainen arvo koko yhtiölle on 48,0 MEUR ja KPY:n 13,6 %:n omistusosuudelle 6,5 MEUR. Yhtiö vastaa vain 3 % määrittämestämme NAV:sta.

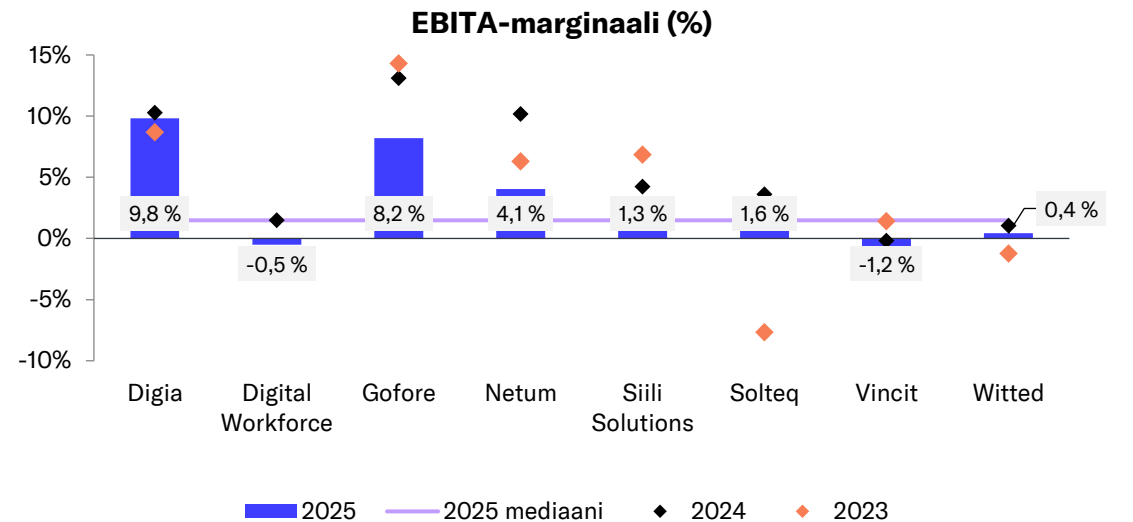
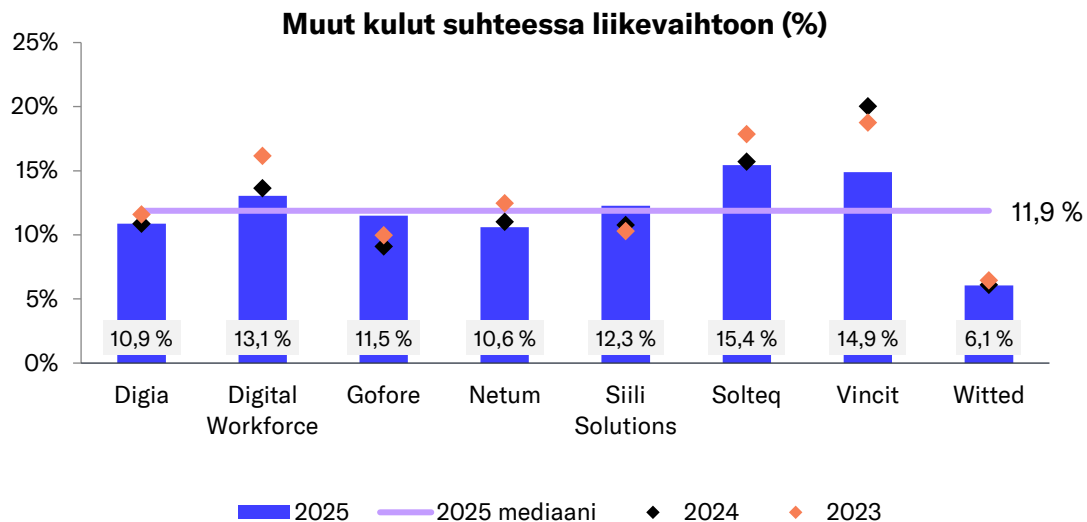
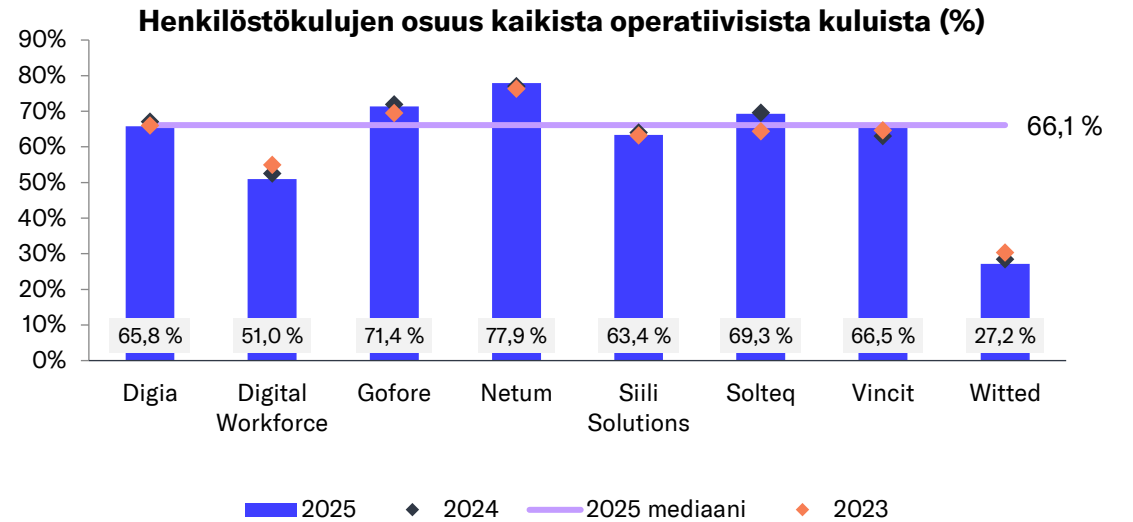
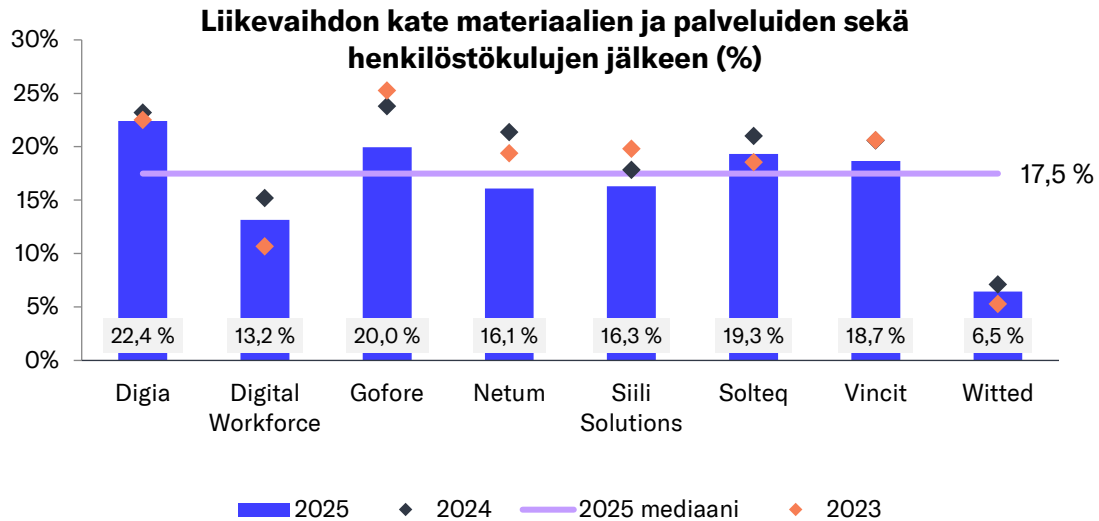


## Arvonmääritys

Inderes arvio NAV:sta	48,0
KPY:n omistusosuus	13,6 %
KPY:n NAV	6,5

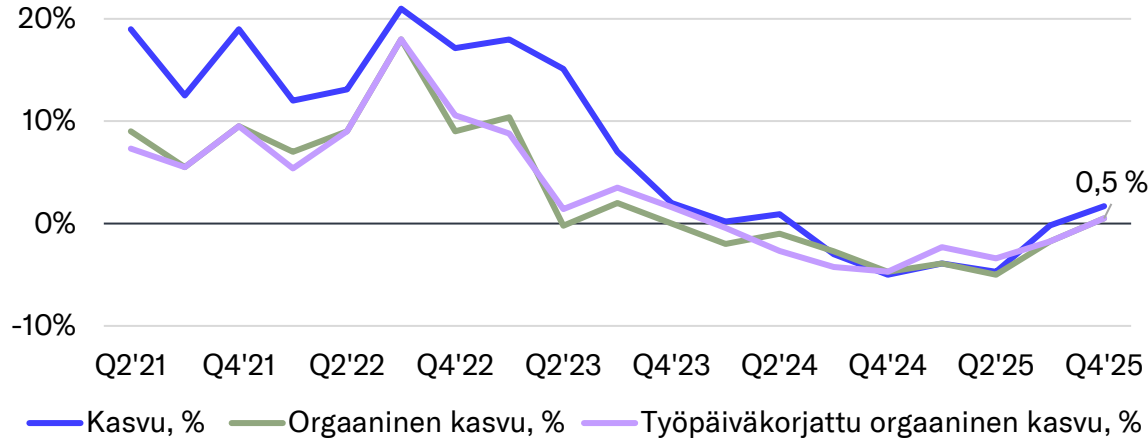
EV	98,0MEUR
EV/S	0,51x
EV/EBITA	9,6x

# IT-palvelusektorin verrokkien relevantit raportoidut mittarit 1/2

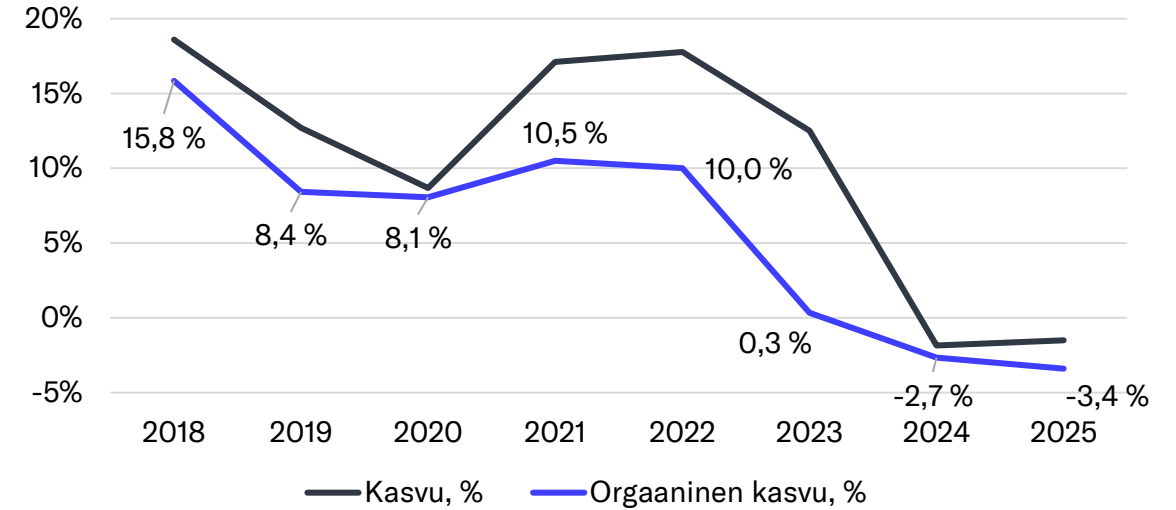


# Sektorin relevantit raportoidut mittarit 2/2

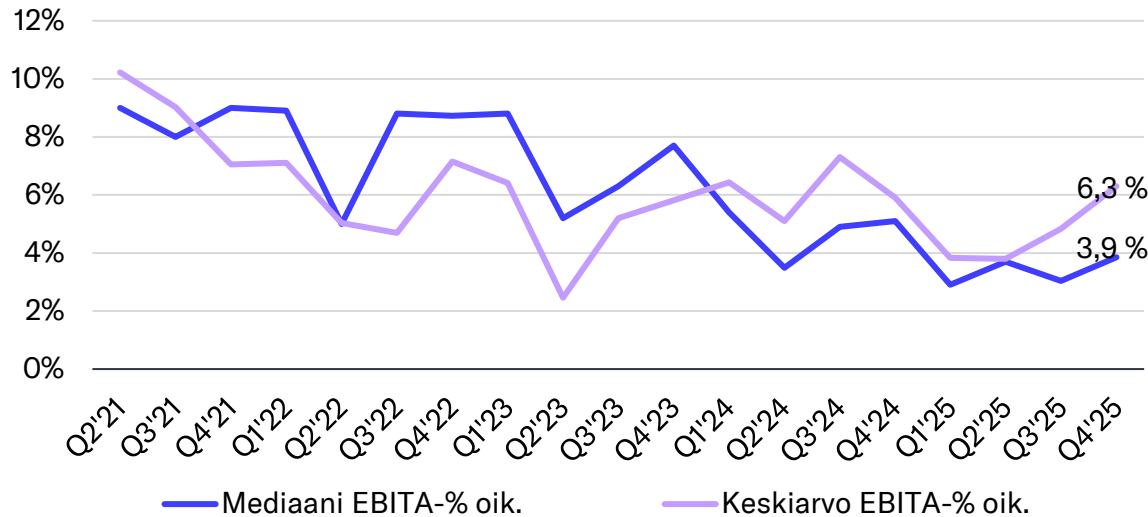
## Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



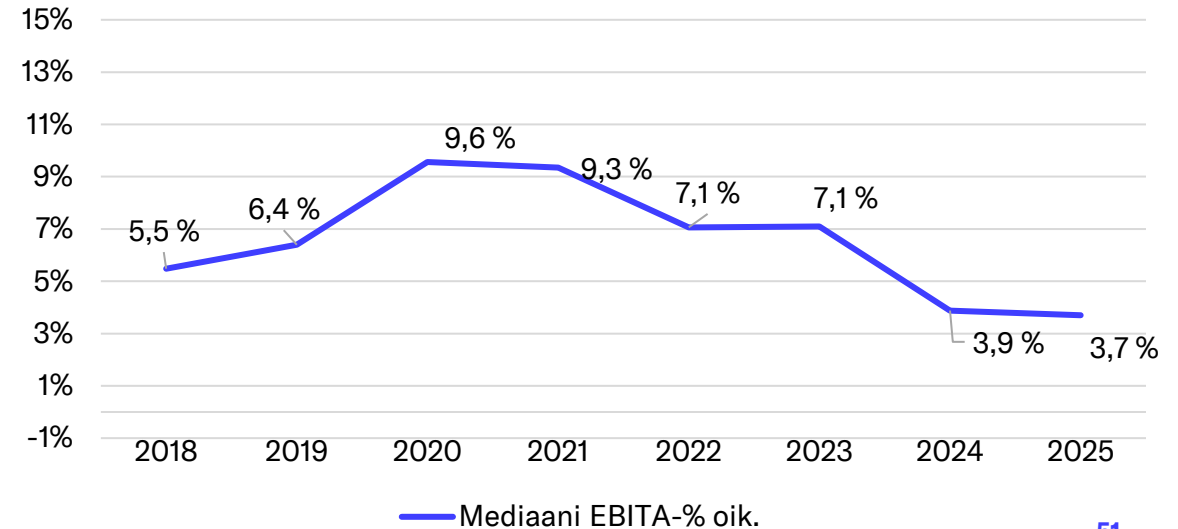
## Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



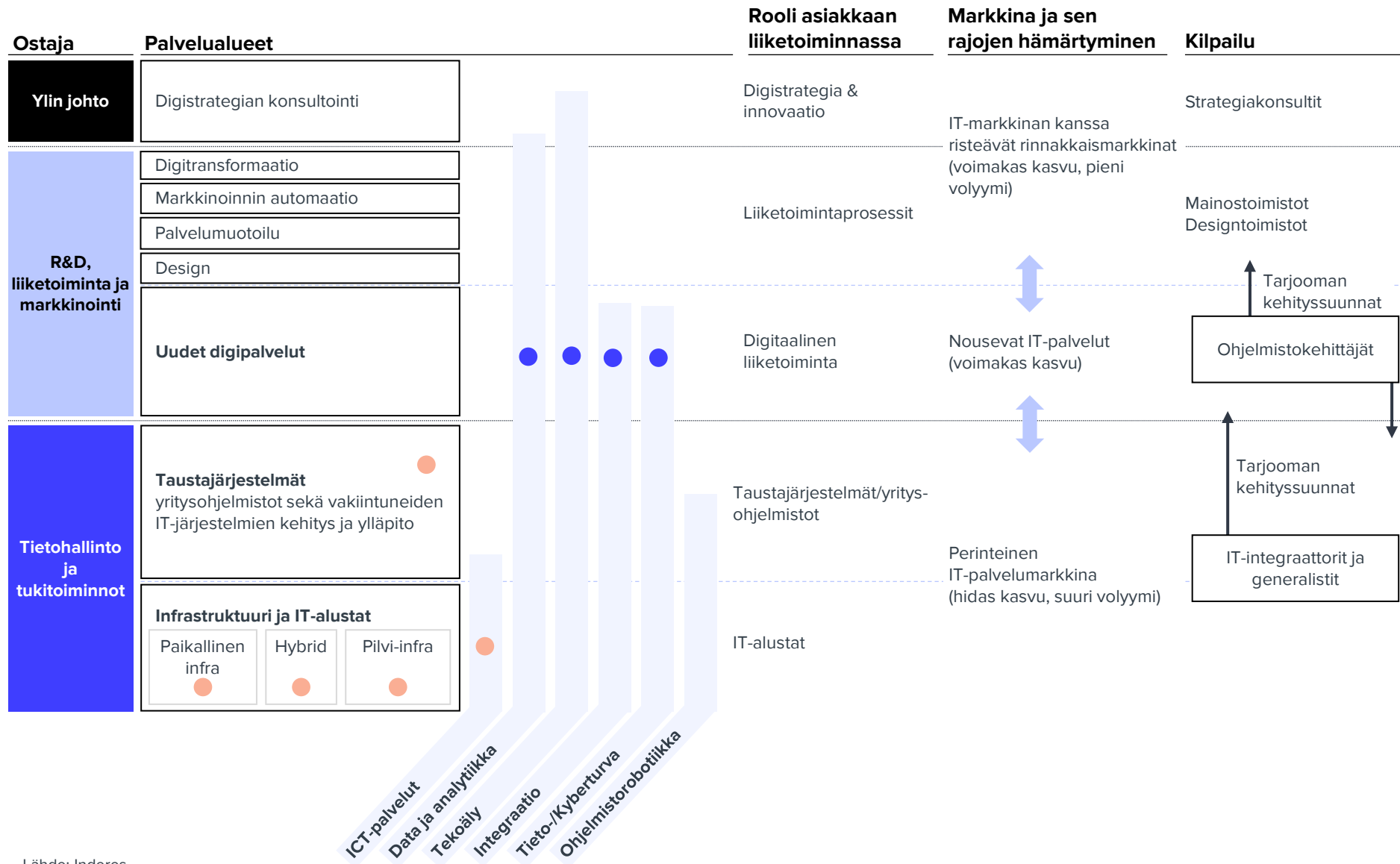
## Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



## Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



# IT-palvelumarkkinan jakautuminen



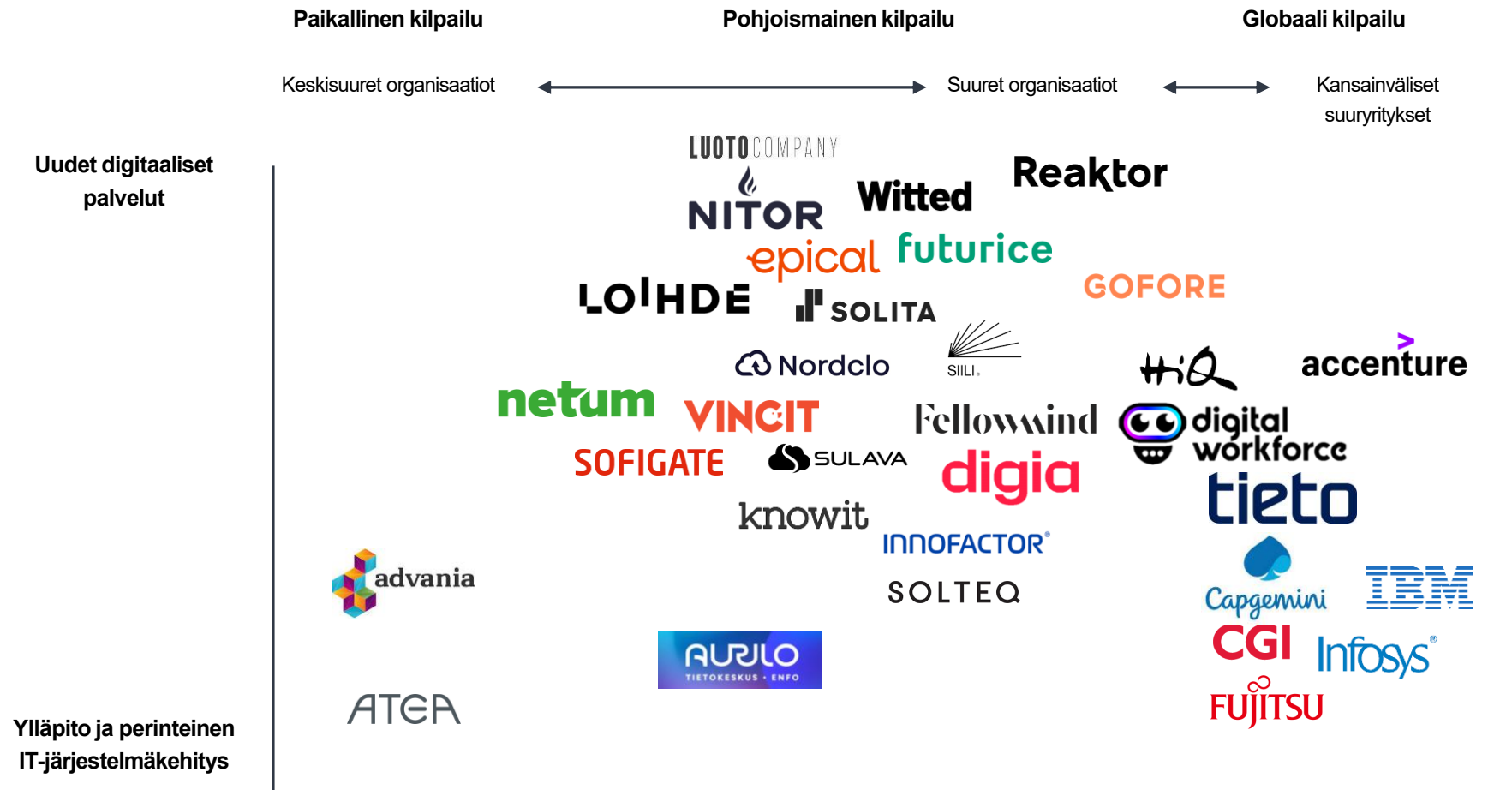
## Epicalin ja Aurilon tarjonta

- Epical
- Aurilo

Yhtiöillä on lisäksi muita palvelualueita, mutta useissa alueissa tarjoama on arviomme mukaan ohut, jonka takia emme ole nostaneet niitä tällä sivulla.

# IT-palvelusektorin kilpailukenttä

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen aseitoimisen perusteella



# Gebwell – Yhtiökuvaus (1/2)

## Gebwell

Gebwell on KPY:n tasesijoitusten pienempiä omistuksia. Osuuskunta sijoitti Gebwelliin kesäkuussa 2022 ja omistaa yhtiöstä 24,2 %. LähiTapiola on myös toinen merkittävä vähemmistöomistaja 13,6 %:n osuudella. Loppuosuuden omistavat ymmäryksemme mukaan perustajat ja henkilöstö.

Gebwell suunnittelee, valmistaa ja kokoonpanee ratkaisuja yritys- ja asuin- ja asunto-osakeyhtiöiden lämmitykseen ja jäähdytykseen. Yrityksen ydintuotteita ovat teknologisesti edistyneet lämpöpumppuratkaisut ja kaukolämmönjakokeskukset. Gebwell tuottaa laitetöiden lisäksi malliratkaisuja LVI-suunnittelijoille, tukee LVI-urakoitsijoiden käytännön projektitoteutusta sekä tarjoaa käyttöönotto-, elinkaari- ja huoltopalveluita. Jatkuvilla palveluilla on arviomme mukaan pieni rooli yhtiön liiketoiminnassa. Yhtiön painopiste on suuremmissa kiinteistökokoluokan ratkaisussa. Gebwellin vahvuuksia ovat Suomessa kehitetty hiljainen ja tärinätön teknologia, äly, automaatio sekä tuotteiden soveltuvuus elinkaarimallilla toteutettuna myös teollisiin kohteisiin.

Gebwell tarjoaa puhtaan lämmön ratkaisuja, jotka edistävät vihreää siirtymää kohti fossiilitonta lämmittämistä. Yhtiön tuotteilla on mahdollista lämmittää ja jäähdyttää kiinteistöt energiatehokkaasti ja vähäpäästöisesti. Yhtiö edistää tuotteillaan energiaomavaraisuutta ja uusiutuvan energian käyttöä tuottamalla mm. lämpöpumppuja erityisesti pienasumista suurempaan kokoluokkaan.

Yhtiön liikevaihto vuonna 2025 oli edellisvuoden tasolla 48 MEUR:ssa. Vuosina 2021-23 yhtiön liikevaihto kasvoi vahvasti energiakriisin sekä vahvan uudisrakentamisen tukemana ja kävi noin 58 MEUR:ssa, josta se on kuitenkin laskenut selvästi. Yhtiön liikevoitto oli viime vuonna nollan tuntumassa. Gebwellin liikevoitto-% oli hyvinä vuosina 2021-2023 keskimäärin 4,5 %. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi olla edellytykset yli 5 %:n liikevoittomarginaaliin suuremmissa kokoluokassa. Myyntikate on

ollut vuosina 2024-2025: 41-46 %. Henkilöstökulut taas ovat olleet keskimäärin 30 % liikevaihdosta ja liiketoiminnan muut kulut 16 %. Mielestämme näissä kulu-erissä pitäisi olla suhteellisen selkeää skaalautumispotentiaalia.

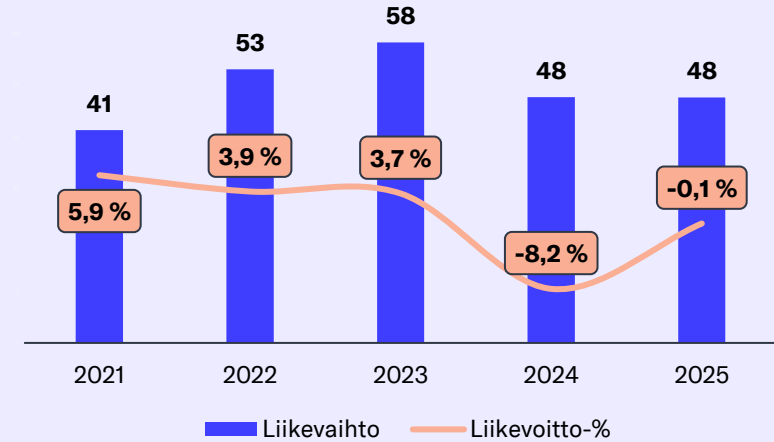
Gebwellin liikevaihdosta 78 % tulee Suomesta, jonka lisäksi yhtiölle keskeisiä markkinoita ovat Puola ja Ruotsi. Konserni työllistää noin 270 henkeä.

Tase on vahva ja vuoden 2025 lopussa yhtiöllä oli 2,3 MEUR:n nettokassa.

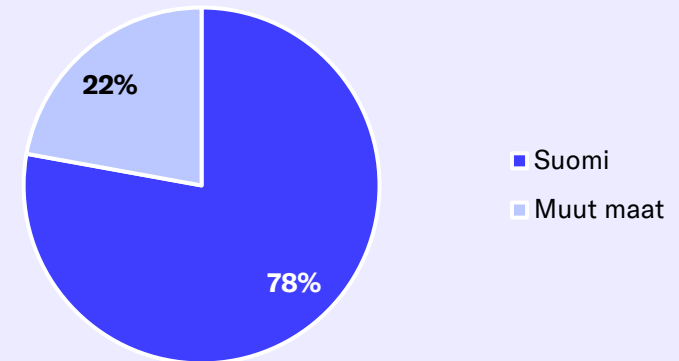
## Toistaiseksi Gebwell-sijoitus ei näytä onnistuneelta

KPY:n sijoitus tapahtui uudisrakentamisen vahvassa syklissä ja energiakriisin aikana, josta Gebwell hyötyi. Energiakriisin jälkimainingeissa ja uudisrakentamisen erittäin heikossa syklissä Gebwellin liikevaihto on taas laskenut ja sen mukana myös kannattavuus, kun kustannusrakenne oli mitoitettu suuremmalle volyymille. Vuoden 2024 kannattavuutta painoivat myös merkittävät tuotekehitys- ja laadunparannuspanostukset. Arviomme mukaan sijoitus on toistaiseksi ollut KPY:lle heikko, mutta näemme Gebwellissä selvää kasvu- ja kannattavuuden parannuspotentiaalia lähivuosina.

## Gebwell kehitys



## Liikevaihdon jakauma 2025



# Gebwell – Yhtiökuvaus (2/2)

## Gebwell hankki hiljattain pienehköllä yrityskaupalla teknologiateollisuuden sopimusvalmistajan

Gebwell osti toukokuun alussa teknologiateollisuuden sopimusvalmistaja Pertemet Oy:n. Pertemet oli ennestään Gebwellin lähipiiriyhtiö, jota yhtiö on rahoittanut vaihtovelkakirjalainalla. Kauppahintaa ei julkistettu. Kaupan motivaationa on tukea konsernin kasvustrategiaa sekä vahvistaa tuotantoketjun sujuvuutta ja ketteryyttä. Yhtiön liikevaihto oli Fonecta Finderin mukaan 2,5 MEUR. Yhtiön liikevaihto on kasvanut viime vuosina suhteellisen vahvasti. Pertemetin käyttökate-% oli 3,2 %, mutta liikevoitto-% oli selvästi tappiolla. Yhtiö teki suuren 3,7 MEUR:n investoinnin tuotantonsa automatisointiin ja kapasiteetin kasvatukseen vuosina 2024-2025, mihin se sai 1,5 MEUR ELY-keskukselta tukea.

## Uudisrakentamisen aallonpohja painaa kasvumarkkinaa

Gebwellin tilinpäätöksen mukaan Suomessa myytiin noin 6 600 lämpöpumppua, joka oli 10,7 % vähemmän kuin edellisenä vuonna ja toimitusten määrä väheni toista vuotta perättäin. Laskun taustalla olivat uudisrakentamisen heikko sykli ja talouden epävarmuus. Gebwellin suoritus viime vuonna (+/- 0%) oli näin ollen selvästi markkinaa parempi.

Yhtiö näkee lämpöpumppumarkkinoiden pitkän aikavälin näkymät edelleen myönteisinä. Kysyntää tukevat energian hinnan nousu, kiristyvät ilmastotavoitteet sekä tarve vähäpäästöisille lämmitysratkaisuille. Markkinoiden odotetaan palaavan kasvu-uralle rakentamisen elpyessä. Yhtiön mukaan myös olemassa olevien lämpöpumppujen uusiminen energiatehokkaampiin ja ympäristöystävällisempiin ratkaisuihin on käynnistynyt vahvasti.

Vuonna 2025 uuden sukupolven ilmastoturvallisia

kylmäaineita hyödyntävät lämpöpumput, joiden kehityksessä Gebwell on johtavia toimijoita, alkoivat yleistyä markkinoilla. Tämän pitäisi olla yhtiölle hyvä kasvuaajuri tulevaisuudessa.

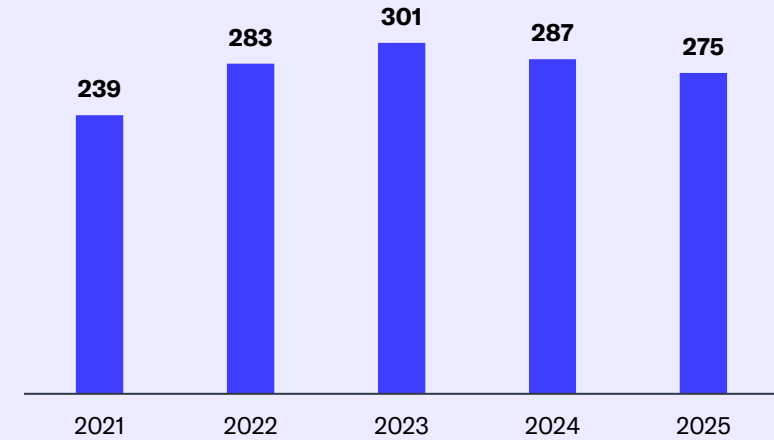
Kaukolämmönjakokeskusmarkkinoilla rakentamisen hiipuminen näkyi erityisesti uudiskohteiden määrän voimakkaana vähenemisenä, millä oli heijastusvaikutuksia myös saneerausmarkkinaan. Markkinatilanteen arvioidaan jatkuvan samankaltaisena myös kuluvana vuonna.

Samaan aikaan kaukolämmön tuotannon sähköistyminen etenee Suomessa vauhdilla, mikä lisää sähkökattiloiden ja lämpöpumppujen kysyntää kaukolämpöjärjestelmissä. Tämä kehitys voi pitkällä aikavälillä vaikuttaa myös kaukolämmönjakokeskusmarkkinaan, sillä järjestelmien modernisointi ja sähköistäminen voivat lisätä tarvetta uusille, energiatehokkaille lämmönjakokeskusratkaisuille, kuten paremman jäähdytymän mahdollistaville järjestelmille.

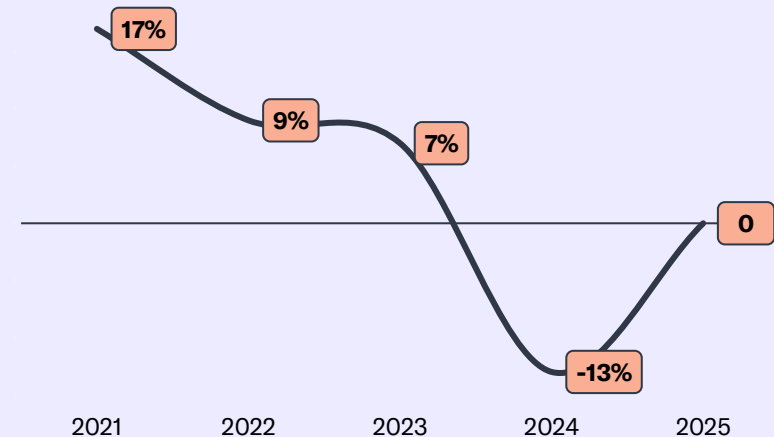
## Arvonmäärityksen yhteenveto

Arvonmäärityksemme perustuu normalisoituun 5,0 %:n EBITA-%:iin ja vuoden 2025 liikevaihtoon sekä nettovelkaan. Lisäksi olemme soveltaneet yhtiöön 0,60x – liikevaihtokerrointa. Näemme yhtiöllä hyvät kasvuedellytykset, kun lämpöpumppumarkkina kääntyy jälleen kasvuun lähivuosina uudisrakentamisen nostaessa asteittain päätään. Gebwellillä pitäisi olla edellytykset selvästi vahvempaan kannattavuustasoon liiketoiminnan kasvaessa, koska se hallitsee itse suurta osaa arvoketjustaan. Kääntöpuolena taas tämän strategian riski on korkeampi ja kannattavuus onkin ollut heikko viime vuosina. Arvonmäärityksemme mukainen arvo koko yhtiölle on 27,3 MEUR ja KPY:n 24,2 %:n omistusosuudelle 6,6 MEUR. Yhtiö vastaa vain 3 %:n määrittämestämme NAV:sta.

## Gebwell henkilöstö, keskimäärin



## Gebwell sijoitetun pääoman tuotto



# Osuma Henkilöstöpalvelut – Yhtiökuvaus

## Henkilöstöpalvelualan haastaja

Osuma on kotimainen henkilöstöpalvelualan ja vuokratyövoiman välityksen toimija, joka tuottaa rekrytointipalveluja koko Suomeen. Osuma toimii sekä pienten että suurten yritysten kanssa kaikilla toimialoilla, joista suurimpia ovat rakennus- ja konepajateollisuus, teknologiateollisuus, sosiaali- ja terveysala, matkailu- ja ravintola-ala, ICT-ala ja kaupan ala.

Osuma tähtää vahvempaan jalansijaan markkinoista eri puolilla Suomea. KPY:n mukaan kasvu edellyttää muun muassa digitaalisten prosessien kehittämistä sekä aiempaa vahvempaa painopistettä asiantuntijatyötä tekeviin. Osuman ja KPY:n muiden omistusten välillä on mielestämme kohtuullisia synergioita erityisesti Kuopion alueella, jossa osuuskunnalla on vahva asema.

Osuman liikevaihto tilikaudella 2025 oli alustavan tilinpäätöksen mukaan noin 18,1 MEUR. Osuma on onnistunut kasvamaan hyvin 2020-luvulla, kun sen liikevaihto on noin kaksinkertaistunut vuoden 2021 tasosta. Kannattavuus on kuitenkin painunut viime vuosina hyvin heikolle tasolle. Vuonna 2025 yhtiön käyttökate nousi nollan tuntumaan edellisvuoden hyvin heikolta -4,7 %:n tasolta.

KPY tuli mukaan sijoittajaksi Osumaan vuoden 2022 huhtikuussa. KPY:n omistusosuus Osumasta on pysynyt ennallaan ja on 28,6 %. KPY:n tiedotteen mukaan Osuman liikevaihto oli sijoitushetkellä yli 12 MEUR. KPY:n sijoitushetki osui juuri syklin huippupisteeseen. Osuma onnistui ottamaan vuonna 2023 vielä kasvuloikan, mutta tämän jälkeen kehitys on jäänyt junnaamaan paikoilleen. Liikevaihtokehitys on kuitenkin ollut muuta toimialaa

hieman parempaa. Kannattavuus sen sijaan on heikentynyt selvästi ja arviomme mukaan Osuma-sijoitus on toistaiseksi ollut KPY:lle huono.

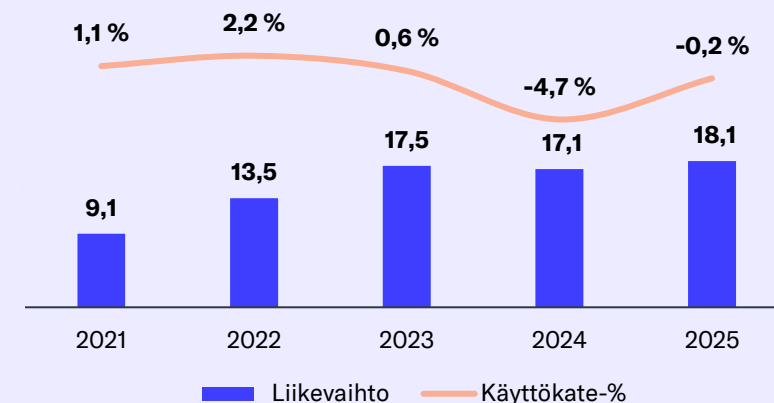
Osumalla pitäisi arviomme mukaan olla edellytykset noin 3-4 %:n liikevoittomarginaaliin paremmassa markkinatilanteessa korkeampien myyntikatteiden ja kiinteiden kulujen skaalautumisen myötä. Suomessa kärkitoimijat kykenevät arviomme mukaan kestävästi noin 5 %:iin.

Osumalla oli nettovelkaa vuoden 2024 lopussa noin 0,7 MEUR, joten heikko kannattavuuskehitys ei ole vielä rahoituksen kannalta ongelma.

## Arvonmäärityksen yhteenveto

Arvonmäärityksemme perustuu normalisoituun 3,0 %:n EBITA-%:iin ja vuoden 2025 liikevaihtoon sekä nettovelkaan. Lisäksi olemme soveltaneet yhtiöön 0,25x – liikevaihtokerrointa. Yhtiön selkein arvoajuri lähivuosina on kannattavuuden nostaminen vähintään noin 3 %:n tasolle. Näemme yhtiöllä edellytykset noin 3-4 %:n kannattavuustasoon, mutta se olisi jo hyvä suoritus suhteessa historiaan. Arvonmäärityksemme mukainen arvo koko yhtiölle on 3,5 MEUR ja KPY:n omistusosuudelle 1,0 MEUR. Yhtiö vastaa vain 1 %:n määrittämestämme NAV:sta.

## Osuma Henkilöstöpalvelut liikevaihto ja käyttökate-%\*



Lähde: KPY, Inderes, Osuma

\*Poikkeavat tilikaudet. Vuoden 2023 luvut on arvioitu KPY:n tilinpäätöstiedotteen 2024 ilmoittaman 20,4 MEUR:n Osuman liikevaihdon perusteella. Liikevaihto kohdistui 14 kuukaudelle, jonka takia Inderes-arvio on tehty kertomalla liikevaihto kertomella 12/14.

# Osuma Henkilöstöpalvelut – Markkina (1/2)

Osuma toimii Suomen henkilöstöpalvelumarkkinalla eritoten henkilöstön vuokraustoiminnassa. Kohdemarkkinan koko Suomessa on eri arvioiden\* mukaan noin 3 mrd. euroa, josta valtaosaa edustaa perinteinen henkilöstövuokraus. Muut palvelut, kuten rekrytointi ja valmentaminen, ovat vielä pieni osa kokonaisuudesta.

Henkilöstövuokraus on luonteeltaan syklistä, sillä asiakasyritykset irtisanovat tyypillisesti ensimmäisenä vuokraamansa työntekijät resurssitarpeen laskiessa. Toimialan kehitys noudattelee BKT:tä, mutta syklit ovat tätä voimakkaammat. Syklisyydestä huolimatta toimiala on kasvanut pitkällä aikavälillä, ja uskomme kasvupotentiaalia olevan jatkossakin: Tilastokeskuksen mukaan liikevaihto on kasvanut vuodesta 2000 lähtien 10 %/v ja viimeisen kymmenen vuoden aikana noin 7 %/v eli selvästi BKT:tä nopeammin. Kasvuajureina toimivat joustavuus, ulkoistaminen, työvoiman saatavuus ja digitalisaatio.

Markkina on melko pirstaloitunut, sillä 20 suurimman toimijan liikevaihto vastaa noin puolta kokonaismarkkinasta (Osuma #18). Uskomme konsolidaation jatkuvan, mutta historiaa hitaammin, sillä ilmeisimmät järjestelyt on jo tehty.

## Kilpailukenttä ja -tilanne

Kilpailu toimialalla on näkemyksemme mukaan tiukkaa mutta kohtuullisen tervettä. Matalan alalle tulon kynnyksen takia uusia toimijoita ilmaantuu markkinalle aika ajoin toisten poistuessa tai sulautuessa suurempiin. Hyvä esimerkki tästä on Wulff Worksin kasvu nolhasta yli 30 MEUR:oon muutamassa vuodessa vuosina 2024-2025. Erottautuminen on vaikeaa, jolloin pääkilpailutekijäksi jää usein hinnoittelu, mikä kiristää hintakilpailua. Muita kilpailutekijöitä ovat mm. brändi, asiakassuhteet, (digitaalinen) alusta sekä

toimitusvarmuus ja -nopeus. Mielestämme toimialalla on erittäin vaikeaa saavuttaa kestäviä kilpailuetuja. Organinen kannattava kasvu on kuitenkin hyvin arvoa luovaa pääomakevyyden takia.

Alan kilpailu on näkemyksemme mukaan usein paikallista, joskin suuret valtakunnalliset asiakkaat suosivat laajan maantieteellisen peiton omaavia henkilöstövuokraajia. Pienen kokonsa takia Osuman kilpailukenttä painottuu näkemyksemme mukaan paikallisiin toimijoihin, ja näemme yhtiön kilpailukyvyyn hyväksi etenkin Kuopion seudulla, jossa se hyötyy myös KPY:n omistus- ja suhdeverkostosta.

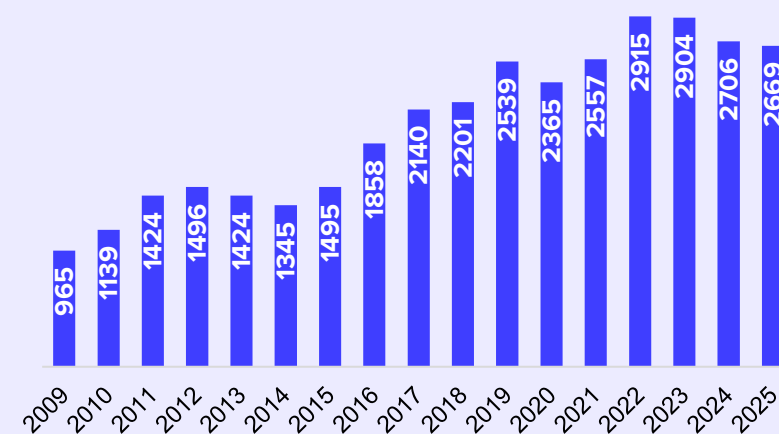
## Toimialan kannattavuudet ovat olleet paineessa heikon taloussuhdanteen takia

Verrokkien tilinpäätöstietojen perusteella toimialalla on mahdollisuus päästä kohtuullisiin kannattavuuslukuihin, mutta vaikeassa toimintaympäristössä haastajien kannattavuudet ovat olleet selvässä paineessa. Tämä on näkynyt myös Osumalla, jonka kannattavuus on ollut viime vuosina hyvin heikko. Käytännössä ainoa hyvää kannattavuutta tehnyt toimija on ollut Academic Work tytäryhtiöineen (keskimäärin 7 %:n liikevoittomarginaali viimeisen viiden vuoden aikana). Lisäksi StaffPoint on yltänyt siedettävään tasoon ja suhteessa toimialaan myös Eezy, kun muilla tulokset ovat painuneet pakkaselle. Markkinan suurimman toimijan Baronan lukuihin ei pääse käsiksi, mutta arviomme mukaan yhtiön kannattavuus on alan parhaimmistoa. Liiketoimintamallit ovatkin volyyymiin riippuvaisia, vaikka henkilöstökulut ovat pitkälti muuttuvia. Pitemmällä aikasarjalla verrokkien keskimääräiset kannattavuudet ovat olleet noin prosentin tasolla.

## Toimialan kasvuajurit

- Joustavuus** - Työvoiman tasapainottelu tekijöiden määrässä ja tunneissa (sekä työnantaja että työntekijä)
- Ulkoistaminen** - Henkilöstöhallinnon, rekrytoinnin tai koulutuksen/perehdyttämisen ulkoistamisella tehokkuushyötyjä
- Työvoiman saatavuus** - Tehokkuutta työvoiman saatavuuteen ulkoistetun rekrytoinnin tai suorahaun muodossa
- Digitalisaatio** - Mahdollistaa toiminnan mittaamisen ja henkilöstön tehokkaan kouluttamisen

## Henkilöstöpalveluiden kehitys Suomessa\* MEUR



\* Eezy: 2,5-3 mrd., Tilastokeskus 3,3 mrd. euroa

# Osuma Henkilöstöpalvelut – Markkina (2/2)

## Osuma asemoituu haastajan asemaan

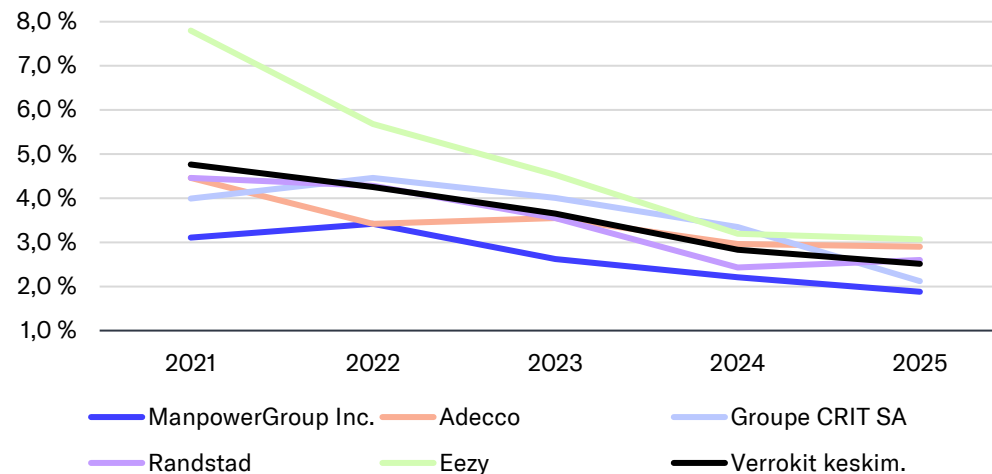
Toimialan voi kokoluokan perusteella jakaa karkeasti kolmeen osaan: suuriin pelureihin, haastajiin ja pieniin toimijoihin. Osuman pienen koon ja voimakkaan kasvun takia luokittelemme yhtiön haastajaksi. Haastajien joukossa on mm. Adecco (~60-70 M€), Manpower (~40 M€), Academic Work (~100 M€), Wulff Works (~30 M€), Bondata, Lisäpalvelu ja SOL Henkilöstöpalvelut. Haastajia yhdistää rajallinen peitto, sillä ne toimivat usein vain tietyillä paikkakunnilla tai toimialoilla. Esimerkiksi kokoluokaltaan suuri Academic Work keskittyy lähes yksinomaan korkeakouluopiskelijoihin. Toimijoille yhteistä on kuitenkin toimiala- ja maantieteellisen peiton kasvatus tavoite. Suurimmat toimijat ovat Barona, Eezy, StaffPoint ja Bolt. Lukumäärältään suurimman joukon muodostavat pienet alle 20 MEUR:n toimijat, joita on eri arvioiden mukaan satoja.

Henkilöstöpalvelualan markkinasta voi lukea lisää tuoreesta [Eezyn laajasta raportistamme](#).

## Henkilöstöalan Top 20 yritykset

- |                   |                                     |
|-------------------|-------------------------------------|
| 1. Barona         | 11. SOL Henkilöstöpalvelut          |
| 2. Eezy           | 12. Wulff Works -konserni           |
| 3. StaffPoint     | 13. Amiko                           |
| 4. Mehiläinen     | 14. Joblink                         |
| 5. Bolt.Works     | 15. RTK-Henkilöstöpalvelu           |
| 6. Adecco Finland | 16. Kaiku HR                        |
| 7. Academic Work  | 17. Väräämö                         |
| 8. Bondata        | <b>18. Osuma Henkilöstöpalvelut</b> |
| 9. ManpowerGroup  | 19. Biisoni                         |
| 10. Lisäpalvelu   | 20. PolarPro Henkilöstöratkaisut    |

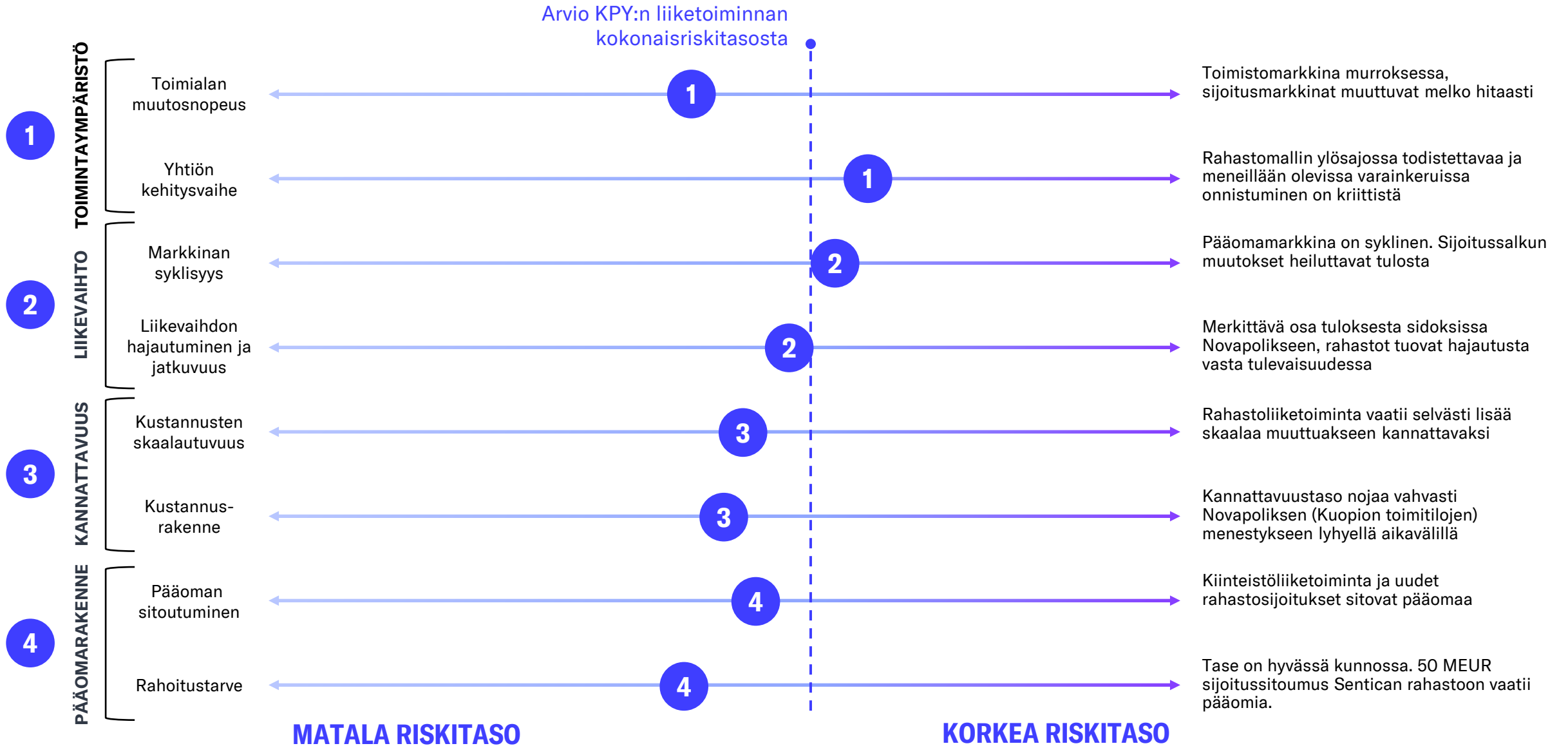
## Globaalien suurten toimijoiden kannattavuuksia (EBITA-%)



## Suomalaisten toimijoiden kannattavuudet olivat aiemmin globaaleja jättejä selvästi korkeampia

Globaalien suurten toimijoiden EBITA-marginaalit olivat pitkään suomalaisia verrokkeja matalammalla tasolla. Vielä 2021 esim. suomalainen Eezy ylsi lähes 8 %:n marginaaliin, kun globaalien jättien keskimääräinen kannattavuus jäi alle 5 %:n. Sitten erot ovat kuitenkin kaventuneet selvästi, sillä suomalaisten samoin kuin jättien marginaalit ovat valuneet noin 2,5 %:iin heikon suhdanteen painaessa volyymejä. Näkemyksemme mukaan tämä kuvastaa toimialan rakenteellista haastetta kovan kilpailun keskellä. Suomi sai nauttia pitkään vahvasti kasvavasta markkinakysynnästä.

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

- 1 Pitkäjänteinen sijoitusyhtiö, joka toimii omalla taseella ja suomalaisten pk-yritysten fokuksella
- 2 Kuopion toimistokiinteistöt muodostavat noin puolet nettovarallisuudesta
- 3 Tulevaisuudessa tasesijoittajan ja rahastoyhtiön hybridi
- 4 Laaja sijoitusstrategia
- 5 Varainkeruussa onnistuminen kriittistä lähivuosina

## Potentiaali

- Rahastoliiketoiminnan ylösajossa ja varainkeruussa onnistuminen
- Voitolliset irtaantumiset tasesijoituksista
- Uudet arvoa luovat sijoitukset
- Novapoliksen ja Kuopion toimistomarkkinan odotuksia parempi kehitys

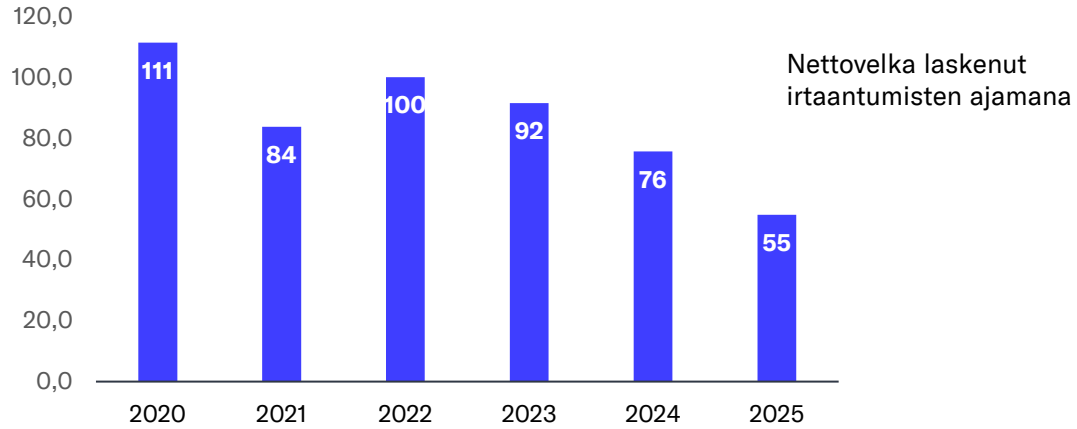
---

## Riskit

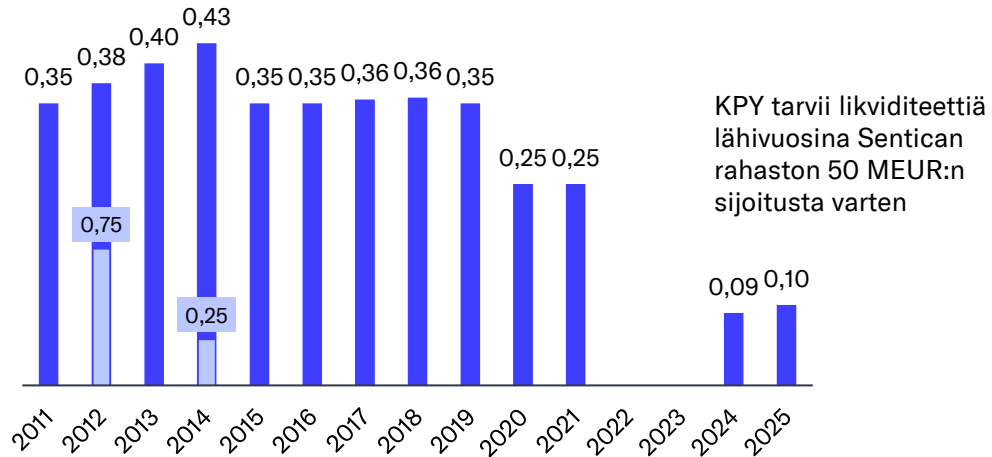
- Suomen yleiseen taloustilanteeseen liittyvät riskit
- Epäonnistuminen uuden rahastostrategian ylösajossa
- Kuopion aluekehitykseen liittyvät riskit
- Toimistomarkkinan heikko tilanne

# Taloudellinen tilanne

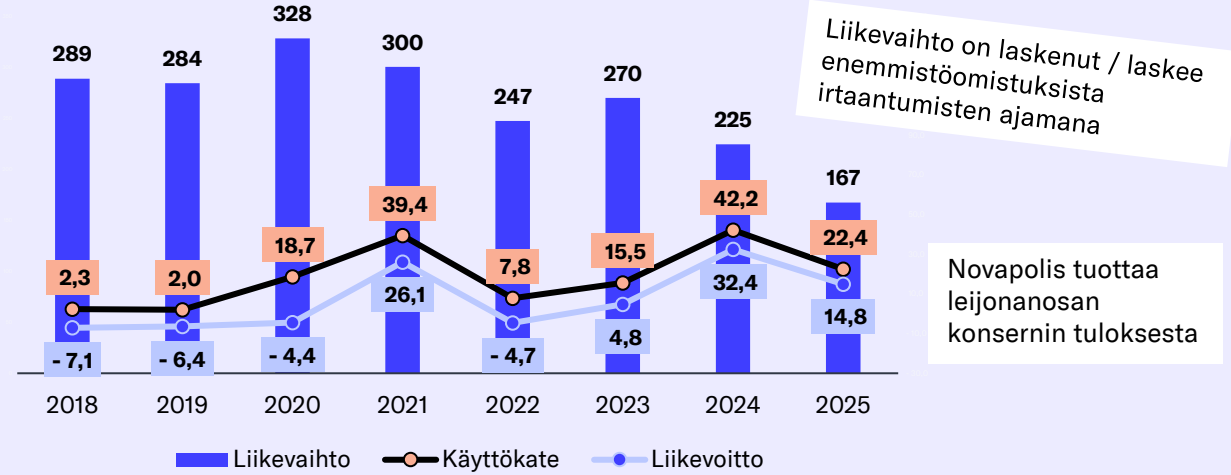
## KPY-konsernin nettovelan kehitys (M€)



## Split-oikaistu osuuskorko per osuus, €

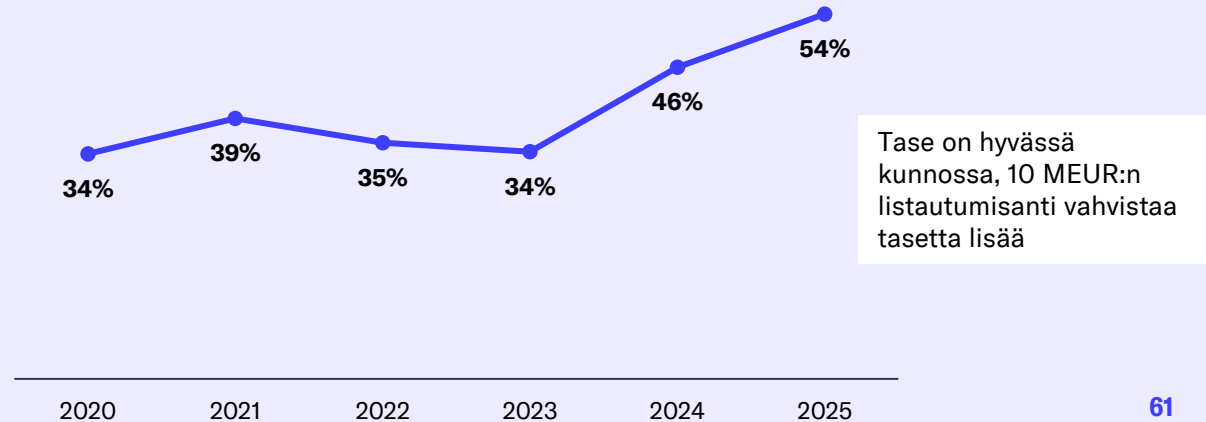


## Konsernin liikevaihto ja kannattavuuskehitys



On hyvä huomioida, että osakkuusyhtiöt tulevat arviomme mukaan näkymään negatiivisina erinä tuloslaskelmassa Epicalin ja Aurilon liikearvon poistojen takia, vaikka todellisuudessa yhtiöiden operatiivinen liiketoiminta on kannattavaa

## KPY-konsernin omavaraisuusaste (%)



# Arvonmääritys – Verrokkivertailu (1/2)

KPY:lle on vain muutamia selkeitä sijoitusyhtiöverrokkeja Suomessa, näistä keskeisimmät ovat mielestämme Arvo Sijoitusosuuskunta ja Panostaja. Näistä kumpikaan ei raportoi käypään arvoon perustuvaa NAV:ia, joka heikentää vertailukelpoisuutta KPY:n kanssa. Ruotsissa sen sijaan on erittäin laaja joukko sijoitusyhtiöverrokkeja. Verrokkit edustavat erikokoisia ja strategioiltaan erilaisia yhtiöitä, mutta niillä on yhteinen liiketoimintamalli: ne hallinnoivat sijoitussalkkua (listattuja ja/tai listaamattomia omistuksia) ja toimivat sijoitusholdingyhtiöinä.

Varainhoitoyhtiöistä CapMan ja Taaleri ovat KPY:lle potentiaalisesti rakenteellisesti relevantteja verrokkeja, sillä niillä yhdistyvät palkkiopohjainen varainhoito ja merkittävä oma tase. Niiden arvosta valtaosa nojaa kuitenkin jo skaalautuneeseen varainhoitoon, kun taas KPY:n arvo määräytyy toistaiseksi pääosin suoran sijoitussalkun NAV:sta. Näin ollen ne kuvaavat paremmin KPY:n tavoiteprofiilia kuin nykytilaa.

Lisäksi kiinteistö-sijoitusyhtiöt ovat mielestämme kohtuullisia verrokkeja KPY:lle Novapoliksen suuren painon takia. Suomalaisista yhtiöistä parhaimmat verrokkit ovat mielestämme profiililtaan buy & hold –tyyppiset yhtiöt Asuntosalkku ja Lumo Kodit sekä Investors House (toimitilapainon myötä). Ovaro Kiinteistö-sijoitus ja Toivo Group ovat taas profiililtaan vahvasti kiinteistökehittäjiä.

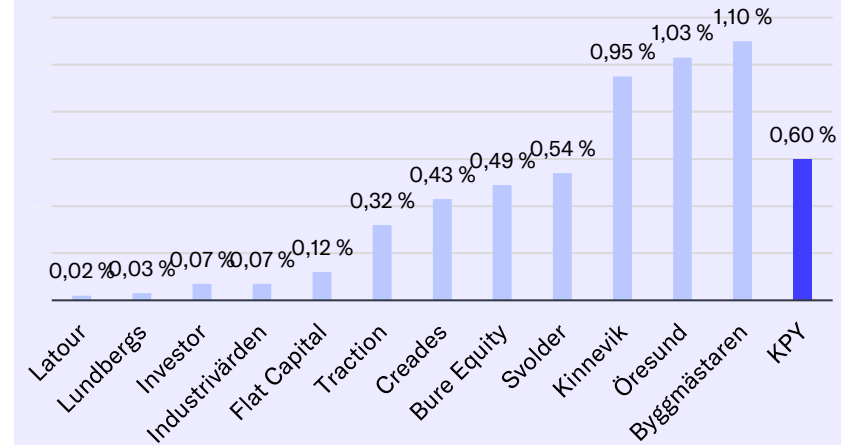
## Hallinnointikulut suhteessa substanssiarvoon (NAV)

Aivan kuten rahastosijoittamisessa, matalampi kulusuhde jättää suoraan suuremman osan salkun tuotoista osakkeenomistajille. Kulutehokkuus on siten tärkeä suorituskyvyn määrittäjä pitkällä aikavälillä, koska korkeat hallinnointikulut heikentävät tuottoja. Tämä voi olla syy myös jatkuvaan NAV-alennukseen, jos sijoittajat kokevat, että liian suuri osa tuotoista kuluu yleiskustannuksiin. Kaksi samantyyppisen salkun omaavaa sijoitusyhtiötä voivat käydä kauppaa hyvin erilaisilla arvostustasoilla, jos toisen hallinnointikustannukset/NAV-suhde on 0,2 % ja toisen 1 %, sillä jälkimmäisen salkun täytyy tuottaa selvästi enemmän, jotta sen nykyarvo olisi matalamman kulusuhteen tasolla.

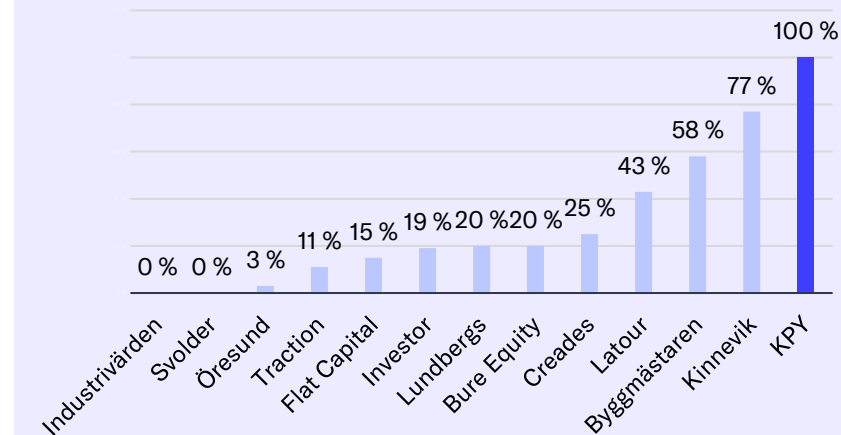
Verrokkiryhmässä suurimmilla yhtiöillä on yleensä erittäin kevyet kulurakenteet (usein selvästi alle 0,5 % NAV:sta), sillä ne hyödyntävät kokoaan kulujen kurissa pitämiseksi. Tämä tekee niistä houkuttelevia aktiivisesti hoidettuihin rahastoihin verrattuna, sillä ne tarjoavat aktiivista omistajuutta ja osakevalintaa indeksirahastoon verrattavissa olevilla kustannuksilla. Pienemmillä ja aktiivisemmilla sekä paljon listaamattomia omaisuuseriä omaavilla sijoitusyhtiöillä on usein korkeammat kulukertoimet, jotka on kyettävä perustelevaan luodulla ylituotolla tai ainutlaatuisella strategialla. Muussa tapauksessa korkeat kustannukset johtavat usein heikompaan kehitykseen ja oikeuttavat suuremman alennuksen.

Suhteessa verrokkiryhmäämme KPY:n raportoidut hallinnointikulut ovat varsin kohtuulliset ja sen hallinnointikulut olivat vuonna 2025 noin 0,6 % NAV:sta ja arvioimme kulujen nousevan noin 0,7 %:iin listautumisen myötä. Suhteessa määrittämäämme NAV:iin luvut olisivat 0,8 ja 0,9 %. Myös emoyhtiön kiinteät kulut (henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut) olivat selvästi raportoituja hallintokuluja korkeammat (3,1 MEUR vs 1,5 MEUR). Suhteessa määrittämäämme NAV:iin kiinteät kulut olisivat 1,6 MEUR. Tähän ei kuitenkaan ole tarkkaa näkyvyyttä, mitkä ovat todellisesti kiinteitä kuluja. Ruotsalaisiin verrokkeihin nähden KPY:n pieni koko huomioiden hallinnointi on kohtuullisen tehokasta. Arvo Sijoitusosuuskunnan hallinnointikulut ovat noin 1,4-1,5 % ja Panostajan emoyhtiön kulut suhteessa Inderesin osien summa laskelmaan ovat taas jopa noin 6 %. On hyvä huomioida, että nämä ovat Inderesin arvioita tilinpäätöksen perusteella ja suhteessa määrittämäämme (Inderesin) osien summa -laskelmaan, joka voi aiheuttaa eroja suhteessa KPY:hyn. Tämä kuitenkin korostaa hyvin sijoitusyhtiön koon merkitystä ja hallinnointikulujen tehokasta skaalautumista. KPY:n osalta hallinnoinnin pitääkin olla tehokasta sillä merkittävä osa arvosta on tehokkaasti muutamissa kiinteistöissä. Tulevaisuudessa, kun sijoitukset tapahtuvat enemmistöomistettujen rahastoyhtiöiden kautta (tällä hetkellä Sentic), hallinnoinnin pitää myös olla tehokasta, sillä pääosan varsinaisesta sijoitusten hallinnoinnista hoitaa rahastojen hallinnointitiimi.

Hallinnointikulut-% NAV,  
Viim. 12kk / 2025



Listaamattomat-% NAV,  
Viim. 12kk / 2025



Lähde: Inderes, KPY, Bloomberg, verrokkiyhtiöiden taloudellinen raportointi

# Arvonmääritys – Verrokkivertailu (2/2)

## Listaamattomien omaisuuserien osuus

Yleisesti ottaen paljon listaamattomia eriä omistavat sijoitusyhtiöt toimivat samalla tavalla kuin pääomasijoittaja, kun taas pieni tai olematon osuus tekee yhtiöstä enemmän julkisten osakkeiden suljetun rahaston kaltaisen. Näkemyksemme mukaan listaamattomat omaisuuserät tarjoavat sijoitusyhtiölle sekä mahdollisuuksia että haasteita. Yhtäältä ne tarjoavat pääsyn sijoituksiin, joita sijoittajien ei ole helppo jäljitellä, mikä voi oikeuttaa preemion tai pienemmän alennuksen, jos markkinat uskovat näiden omaisuuserien olevan korkealaatuisia.

Toisaalta suuri listaamaton salkku aiheuttaa epävarmuutta substanssiarvoon ja heikentää läpinäkyvyyttä. Toisin kuin julkisesti noteerattujen osakkeiden, joilla on päivittäiset markkinahinnat, yksityisten omistusten arvo määritetään harvemmin ja arvioiden tai mallioletusten perusteella. Tämä läpinäkyttömyys voi lisätä varovaisuutta, ja jos sijoittajat ovat epävarmoja listaamattomien omaisuuserien todellisesta arvosta tai likviditeetistä, he voivat soveltaa riskialennusta.

## Markkina-arvo ja substanssiarvo (NAV)

Suhteessa ruotsalaisiin verrokkeihin KPY on hyvin pieni sekä markkinakoon että substanssiarvon (NAV) osalta. Suhteessa Panostajaan ja Arvoon taas KPY on selvästi suurempi. Suurempi markkina-arvo ja NAV tarjoavat luonnollisesti useita etuja, kuten suuremmat taloudelliset ja organisatoriset resurssit, paremman likviditeetin omissa osakkeissa ja alhaisemmat suhteelliset kulukertoimet mittakaavaetujen ansiosta. Suurempi NAV helpottaa hajauttamista ja riskin levittämistä, mutta ei automaattisesti johda hajautetumpaan salkkuun, vaan todellinen hajautus riippuu viime kädessä pääoman allokoinnista ja omistusten keskittymisestä. Itse asiassa verrokkiryhmässä jotkut suuremmista sijoitusyhtiöistä ovat edelleen suhteellisen keskittyneitä muutamaani hallitseviin positioihin, mikä

osoittaa, ettei pelkkä koko takaa laajempaa hajautusta.

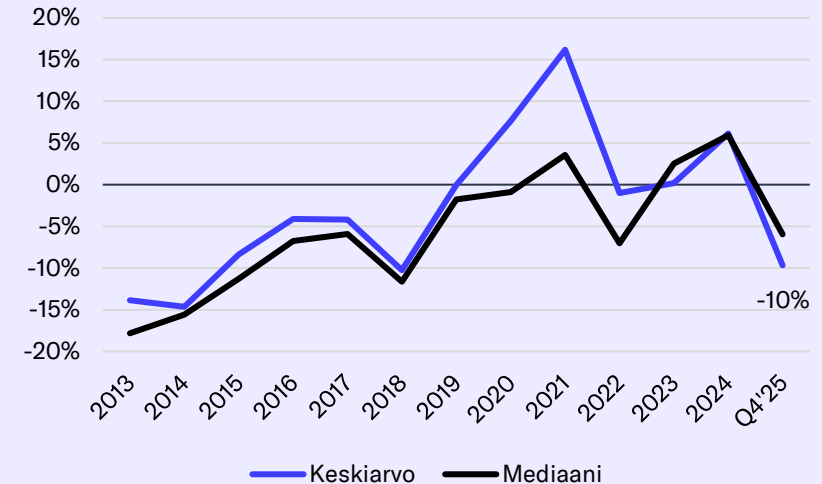
Nähdäksemme parantunut osakkeen likviditeetti ja alhaisemmat kulukertoimet ovat suurempien sijoitusyhtiöiden selkeitä etuja. Muiden tekijöiden ollessa samoja niiden pitäisi tukea alhaisempaa NAV-alennusta (tai korkeampaa preemiota) verrattuna verrokkeihin, joilla näitä ominaisuuksia ei ole.

## P/NAV

Usein alennuksen tai preemion koko riippuu viime kädessä markkinoiden luottamuksesta nykyportfolion arvoon sekä johtoon. Tämä on taas on vahvasti linkissä historiallisiin tuottoihin sekä omistusten näkyymiin. KPY:n raportoitu P/NAV oli listautumishinnalla 0,53x ja suhteessa arvonmääritysarvoomme 0,69x. Nykyisellä kurssitasolla P/NAV kertoimet ovat taas 0,46x ja 0,63x.

Pidämme selvää NAV-alennusta perusteltuna, kun otetaan huomioon KPY:n nykyiseen strategiamurrosvaiheeseen (rahastoliiketoiminta) liittyvä korkea riskitaso, historiallinen vaisu tuottotaso, Kuopion toimistokiinteistöjen merkittävä keskittyminen sijoitussalkussa, osuuden todennäköisesti matala likviditeetti, pieni koko ja osuuskuntamuoto sekä listaamattomien omaisuuserien arvonmääritykseen liittyvä epävarmuus. Lisäksi on hyvä huomioida, että kiinteistöyhtiöiden tasealennukset ovat pörssissä tällä hetkellä erittäin merkittäviä, esimerkiksi suomalaisten kiinteistöyhtiöiden alennukset suhteessa taseen nettovarallisuuteen (P/B) liikkuvat keskimäärin noin 0,6x tasolla. Ruotsalaisten suurten toimistosektorin toimijoiden keskimääräinen P/B on niin ikään noin 0,6-0,7x. Kuopion toimistomarkkinan näkyminen on varsin heikko lyhyellä aikavälillä ja ylipäätään Suomen toimistokiinteistömarkkinaan liittyy merkittävää epävarmuutta, jonka takia KPY:n kiinteistöliiketoiminnalle on vaikea perustella suhteellisesti verrokkeja korkeampia arvostustasoja.

Ruotsalaisten sijoitusyhtiöiden keskimääräinen NAV-alennus/premio



Lähde: Inderes, KPY, Bloomberg, verrokkiyhtiöiden taloudellinen raportointi

# Arvonmääritys – Osien summa (1/3)

## Arvostamme KPY:n osien summa -analyysillä

Arvostamme KPY:n osien summan (SOTP) menetelmällä, jota pidämme listatuille sijoitusyhtiöille soveltuvimpana viitekehyksenä. Laskelma muodostuu kolmesta keskeisestä pääkomponentista.

**Nykyinen sijoitussalkku** muodostuu aiemmin määrittämistämme omistusten käyvistä arvoista. Inderesin määrittelemät ydinomistukset (Novapolis, Voimatel, Sentica) olemme arvostaneet eri menetelmin (DCF, verrokkiarvostus, hyväksytyt arvostuskertoimet), ja muut omistukset (Epical, Aurilo, Gebwell, Osuma) niille soveltuvien menetelmin. Kokonaisuutena pyrimme soveltamaan arvonmäärityksessä konservatiivisia oletuksia varovaisuuden periaatteiden mukaisesti. Tämä on tärkeää pienissä listaamattomissa yhtiöissä. Arvonmääritykseen epävarmuutta aiheuttaa se, ettei KPY itse ole avannut tarkemmin laskelmien parametrejä tai tasesijoitusten yhtiökohtaisia arvonmääritysarvoja.

**Sijoitusyhtiön pääomarakenne (nettovelat tai -varat)** lisätään salkun bruttoarvoon nettovarallisuuden (NAV) muodostamiseksi. Tällä hetkellä rakenne koostuu nettokassasta, joka vastaa kohtuullisen merkittävää osaa koko NAV:sta (Inderes osuus NAV:sta 18 %).

**Hallinnointikulut ja sijoitusyhtiön alennus tai preemio:** sijoitusyhtiötason hallinnointikulut ovat omistajille koituvia kustannuksia sijoitussalkun hallinnoinnista, eivätkä ne sisälly kohdeomistusten arvonmääritykseen. Siksi nämä kulut on huomioitava erikseen käypää arvoa arvioitaessa, käsitteellisesti ne voi rinnastaa sijoitusrahastojen hallinnointipalkkioihin. Välttääksemme kaksinkertaisen laskennan sisällytämme tämän kuluerän sovellettavaan

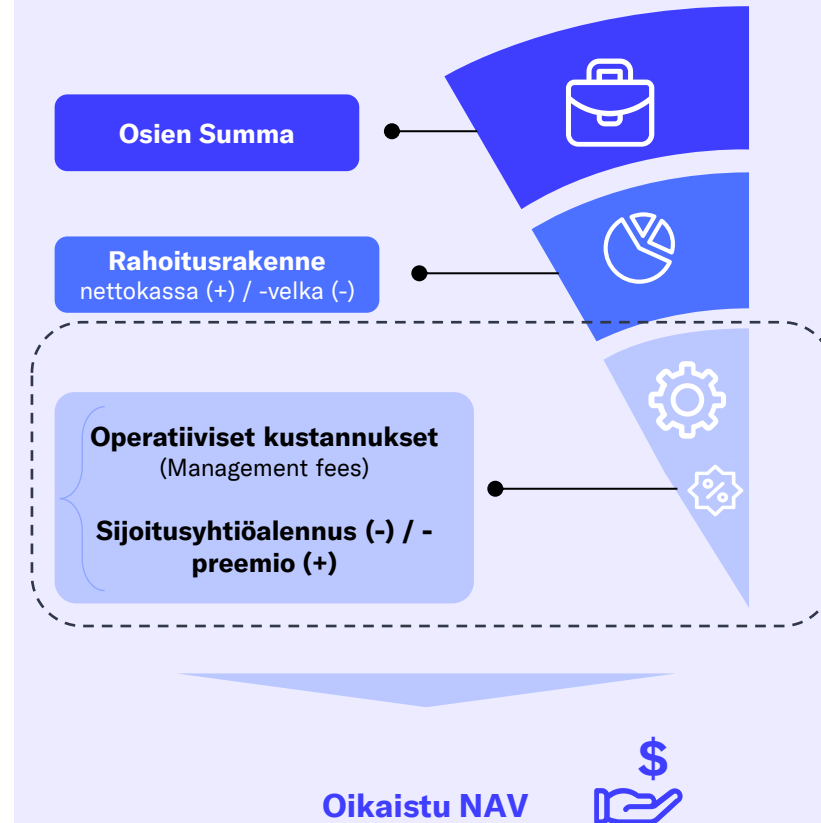
sijoitusyhtiöalennukseen sen sijaan, että oikaisisimme yksittäisten omaisuuserien arvoja. Näin lopullinen arviomme todellisesta markkina-arvosta riippuu osien summaan sovellettavasta alennuksesta tai preemiosta. Perusteltu alennus tai preemio suhteessa osien summaan määräytyy ennen kaikkea pääoman allokoinnin laadun, salkun koostumuksen, hallinnoinnin ja sijoitusstrategian johdonmukaisuuden sekä, tärkeimpänä, NAV:n historiallisen ja odotetun kehityksen perusteella. Osien summan arvoa oikaisemalla voimme ohjata arvon osakkeenomistajan näkökulmasta perustelluksi, sillä osien summa ei realisoidu ilman yritysjärjestelyjä.

Osien summa -analyysimme perusteella päädyimme NAV:n käypään arvoon 189,4 MEUR tai 7,42 euroa osakkeelta ennen sijoitusyhtiöalennuksen huomioimista.

## Sovellettu sijoitusyhtiöalennus

Sovellamme KPY:hyn 25 prosentin sijoitusyhtiöalennusta, joka heijastaa edellä käsiteltyjen positiivisten ja negatiivisten arvostustekijöiden yhdistelmää. KPY:n sijoitusyhtiöhistorian aikana merkittävä osa arvonluonnista syntyi, kun se irtautui sen DNA-omistuksista vuonna 2013, jotka se oli saanut myydessään vanhan puhelinliiketoiminnan yhtiölle. Tätä ei tule mielestämme laskea näytöksi sijoitustoiminnan kyvystä luoda ylituottoa vuodesta toiseen. Vuodesta 2013 KPY:n tuotot ovat jääneet melko vaisuiksi. Konsernin oman pääoman kasvu + osingot ovat tuottaneet noin 4,9 % vuodessa (Q1'26 mennessä).

## Osien summa arvonmääritysmenetelmä



# Arvonmääritys – Osien summa (2/3)

Ennen listaumisannin varoja

	<b>Inderes</b>	<b>KPY</b>
<b>Konserni</b>	<b>KPY:n NAV</b>	<b>KPY:n NAV</b>
<b>Infrastruktuurisalkku</b>	95,1	114,7
<b>Private Equity</b>	7,3	28,2
<b>Tasesijoitukset</b>	52,9	68,0
<b>Likvidit varat</b>	34,1	34,1
<b>Yhteensä</b>	189,4	245,1

**Sijoitusyhtiöalennus** 25 %

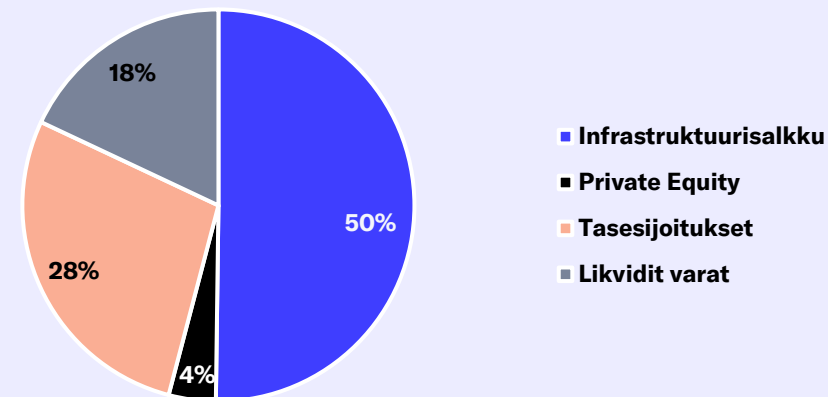
<b>P/NAV</b>	0,60x	0,47x
<b>P/NAV listautumishinnalla</b>	0,69x	0,53x

**NAV sijoitusyhtiöalennuksella** 142,0 183,8  
Per osuus 5,57 7,21

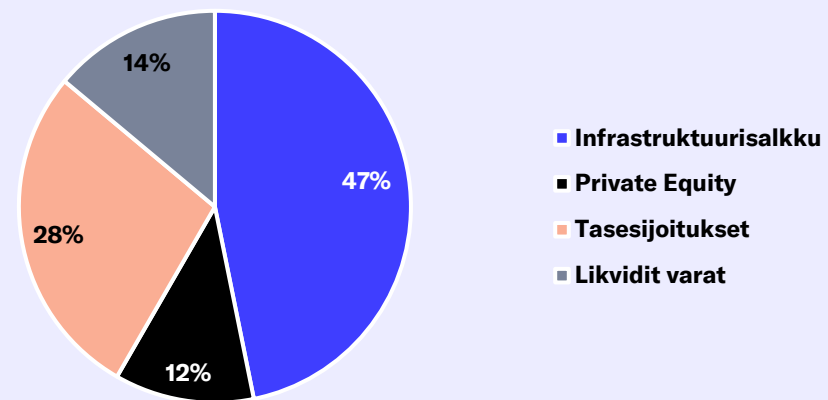
<b>P/NAV sijoitusyhtiöalennuksella</b>	0,80x	0,62x
--	-------	-------

<b>Q1'26</b>	<b>Inderes</b>		<b>Inderes</b>	<b>KPY</b>	<b>Inderes</b>
<b>Tasesijoitukset</b>	<b>NAV</b>	<b>Omistusosuus</b>	<b>KPY:n NAV</b>	<b>KPY:n NAV</b>	<b>Osuus NAV:sta</b>
Voimatel	25,1	100,0 %	25,1		13 %
Epical	27,5	49,3 %	13,6		7 %
Aurilo	48,0	13,6 %	6,5		3 %
Osuma	3,5	28,6 %	1,0		1 %
Gebwell	27,3	24,2 %	6,6		3 %
<b>Tasesijoitukset</b>	<b>131,5</b>		<b>52,9</b>	<b>68,0</b>	<b>28 %</b>

**KPY:n NAV (Inderes)**



**KPY:n NAV (Q1'26)**



# Arvonmääritys – Osien summa (3/3)

NAV-pohjainen tarkastelu ei ole mahdollista, koska KPY alkoi raportoida NAV-tunnuslukua vasta vuodesta 2024 lähtien. Jatkossa tämä on keskeinen seurantamittarimme. Q1'26 lopussa KPY:n NAV oli huomattavasti konsernin osuus kohtaista omaa pääomaa korkeampia (9,61 € vs 6,34 €), joka viittaa mielestämme siihen, että taseeseen on kertynyt piiloarvoa ja todellinen arvonluonti on ollut laskelmaamme vahvempaa. Tämä on kuitenkin spekulointia ilman tarkempia NAV-laskelmia, jotka on käytännössä mahdoton tehdä KPY:n ulkopuolelta. Lisäksi itse määrittämämme NAV (7,42 € ilman sijoitusyhtiöalennusta) on KPY:n raportoimaa tasoa selvästi matalampi. KPY:n nykyinen sijoitusstrategia eroaa myös merkittävästi aiemmista vuosista, joka nostaa riskitasoa suhteessa historiaan.

## Odotamme osuuskoron kasvavan jako-osuuden kasvaessa, pitkän aikavälin kehitys riippuu sijoitusten menestyksestä

NAV:n kehitys on näkemyksemme mukaan KPY:n sijoitustarinan ytimessä, mutta osuuskorosta tulee lähivuosina myös merkittävämpi osa sijoittajan kokonaistuottoa. KPY pyrkii jakamaan osuuskorkona vähintään 20 prosenttia omistusten tuottamasta nettotuotosta vuosittain ja kasvattamaan tämän osuuden noin 60 prosenttiin vuoteen 2030 mennessä. Lisäksi ylimääräisiä osuuskorkoja saatetaan maksaa irtaantumisten yhteydessä. Emme ole ennustaneet ylimääräisten osuuskorkojen jakamista lähivuosina.

Kuluvan tilikauden tuloksesta ennustamme KPY:n maksavan viime vuoden tasoisen osuuskoron. On kuitenkin hyvä huomata, että ennusteemme on selvästi KPY:n vähimmäistavoitteen yläpuolella koska KPY:llä on 50 MEUR:n sijoitussitoumus Sentican uuteen rahastoon

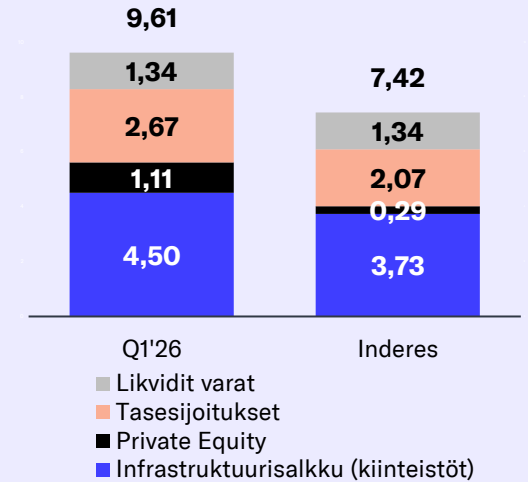
ja arvioimme osuuskunnan allokoivan nykyiset likvidit pääomansa tänne. Ennustamme osuuskorkotuoton olevan 2-3 % lähivuosina. Ennusteissamme jakosuhte nousee vajaaseen 60 %:iin suhteutettuna konserniliikearvon poistoista oikaistuun tulokseen. Näin ollen sijoittajan tuotto nojaa papereissamme enemmän matalan arvostustason korjaantumiseen ja NAV:n kasvuun.

## Suositus ja tavoitehinta

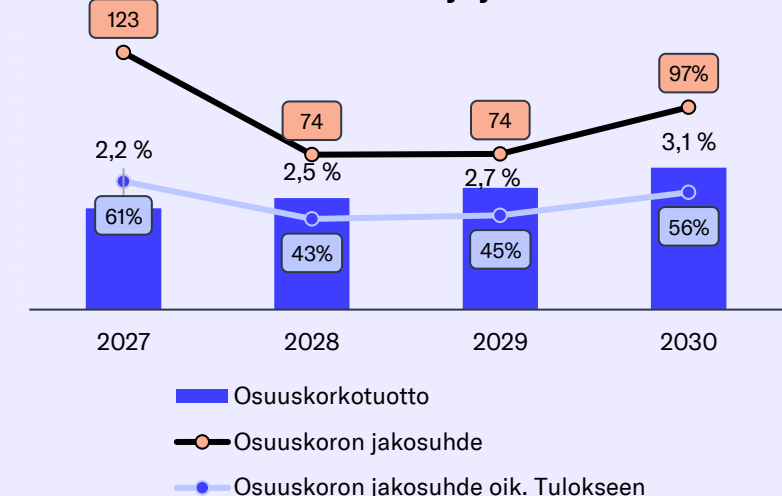
Laskelmassamme päädyimme 189,4 MEUR:n NAV:iin (KPY Q1'26 245,1 MEUR ennen listautumisantia) tai 7,42 euron osuuskohtaiseen NAV:iin (Q1'26 9,61 €). Näin ollen määrittämämme arvo on noin 23 % alle arvonmääritystason.

Käyttämällä 25 %:n sijoitusyhtiöalennuksella päädyimme noin 5,57 euron osakekohtaiseen NAV:iin (ennen listautumisantia) ja käypä arvomme asettuu haarukkaan 5,2-5,9 € NAV/osake. Käypä arvo vastaa 20-30 %:n sijoitusyhtiöalennusta. Listautumisen jälkeinen kurssilasku nostaa tuotto-odotuksen yli 10 %:n oman pääoman tuottovaateemme. Huomautamme, että osuuteen todennäköisesti kohdistuu vielä myyntipainetta jonkin aikaa, kun pitkäaikaiset omistajat pääsevät realisoimaan omistuksiaan. Tuotto-odotus muodostuu arvostustason noususta, NAV:n kasvusta sekä maltillisesta mutta kasvavasta osinkotuotosta. Näiden tekijöiden perusteella aloitamme seurannan Lisää-suosituksella ja 5,10 euron osakekohtaisella tavoitehinnalla. Keskeiset positiiviset kurssiajurit ovat Sentican varainkeruussa onnistuminen ja Novapoliksen hyvän kannattavuustason säilyttäminen.

## NAV per osuus (€)



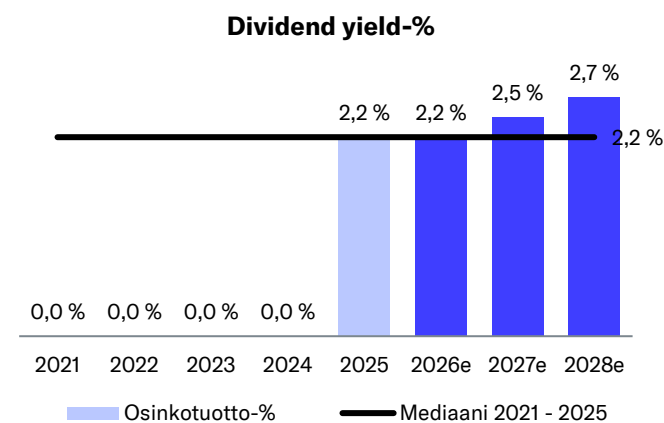
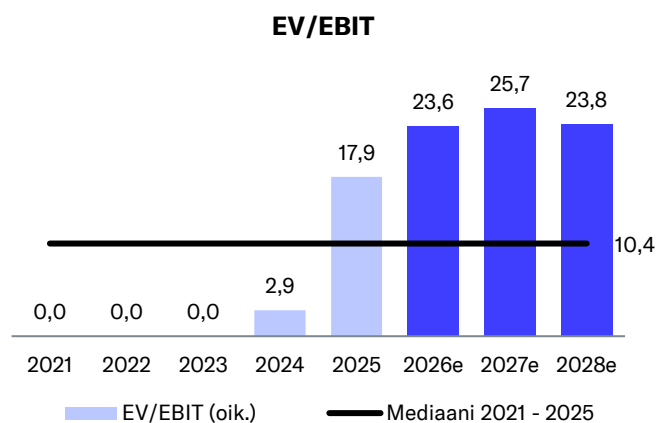
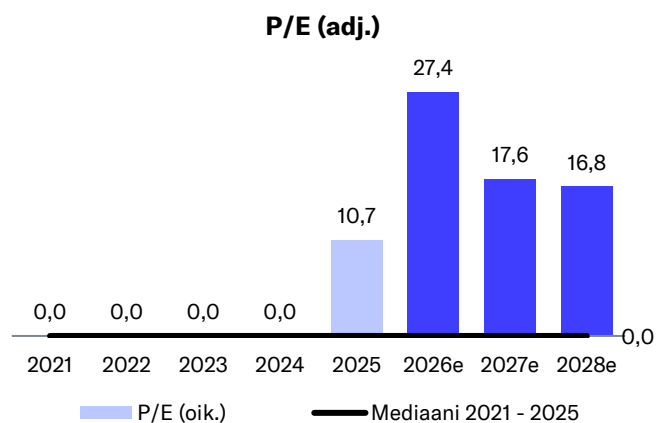
## Osuuskorkotuotto ja jakosuhte



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi					4,47	4,47	4,47	4,47	4,47
Osakemäärä, milj. kpl	22,2	22,2	22,2	22,2	25,5	27,5	27,5	27,5	27,5
Markkina-arvo					114	123	123	123	123
Yritysarvo (EV)				106	188	192	248	239	232
P/E (oik.)	0,0	0,0	0,0	0,0	10,7	27,4	17,6	16,8	17,9
P/E	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	54,9	30,1	27,7	30,9
P/Kassavirta	0,0	0,0	0,0	0,0	neg.	11,4	neg.	8,4	8,9
P/B	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,70	0,7	0,7	0,7
P/NAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,46	0,46	0,46	0,46
EV/Liikevaihto				0,5	1,1	1,4	1,8	1,7	1,6
EV/EBITDA				1,5	8,7	12,5	14,5	13,6	13,8
EV/EBIT (oik.)				2,9	17,9	23,6	25,7	23,8	24,3
Osinko/tulos (%)	12,2 %	0,0 %	0,0 %	3,5 %	18,5 %	122,9 %	74,1 %	74,4 %	96,8 %
Osinkotuotto-%					2,2 %	2,2 %	2,5 %	2,7 %	3,1 %

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihto</b>	<b>225</b>	<b>68,3</b>	<b>72,0</b>	<b>167</b>	<b>58,8</b>	<b>77,3</b>	<b>136</b>	<b>140</b>	<b>143</b>	<b>145</b>
Novapolis	29,2	13,8	13,3	27,1	12,9	13,1	26,0	28,0	28,2	28,4
Sentica	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	1,1	2,3	2,6	2,6	2,0
Voimatel	109	45,6	62,1	108	44,7	63,0	108	110	112	114
Muut omistukset	86,4	22,7	9,9	32,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>72,7</b>	<b>6,5</b>	<b>15,1</b>	<b>21,5</b>	<b>7,2</b>	<b>8,2</b>	<b>15,4</b>	<b>17,2</b>	<b>17,5</b>	<b>16,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-7,9	-3,4	-3,3	-6,7	-4,7	-4,7	-9,4	-10,4	-10,4	-10,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>36,3</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>10,5</b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>64,8</b>	<b>3,1</b>	<b>11,8</b>	<b>14,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>
Novapolis	32,4	4,2	4,0	8,2	4,4	3,3	7,7	7,9	8,0	8,0
Sentica	9,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,6
Voimatel	0,0	0,6	1,8	2,4	0,5	2,4	2,9	3,1	3,3	3,4
Muut omistukset	-0,2	-1,7	6,0	4,2	-2,1	-2,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-1,9	0,0	0,7	0,7	0,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-4,9	-0,9	0,3	-0,7	-3,0	-0,8	-3,8	-2,6	-2,6	-2,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>58,1</b>	<b>2,2</b>	<b>12,7</b>	<b>14,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>
Verot	-1,5	-0,7	-0,4	-1,1	0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Nettotulos</b>	<b>56,7</b>	<b>1,5</b>	<b>12,3</b>	<b>13,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,54</b>	<b>0,11</b>	<b>0,30</b>	<b>0,42</b>	<b>0,02</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,25</b>	<b>0,27</b>	<b>0,25</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>2,55</b>	<b>0,06</b>	<b>0,48</b>	<b>0,54</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,15</b>	<b>0,16</b>	<b>0,14</b>

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-16,8 %			-25,4 %	-13,9 %	7,2 %	-18,8 %	3,2 %	1,7 %	1,2 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	243,5 %			-71,1 %	-30,8 %	-16,3 %	-22,6 %	19,0 %	3,7 %	-5,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	32,4 %			12,9 %	12,2 %	10,7 %	11,3 %	12,2 %	12,3 %	11,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	16,2 %			6,3 %	5,3 %	6,5 %	6,0 %	6,9 %	7,0 %	6,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	25,2 %			8,2 %	-0,4 %	3,2 %	1,6 %	2,9 %	3,1 %	2,7 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>217</b>	<b>236</b>	<b>239</b>	<b>297</b>	<b>290</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	14,5	40,7	36,8	32,9	29,0
Käyttöomaisuus	175	172	180	241	238
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	13,7	13,4	13,4	13,4	13,4
Muut sijoitukset	11,0	8,9	8,9	8,9	8,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Laskennalliset verosaamiset	1,8	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>68,2</b>	<b>74,1</b>	<b>66,6</b>	<b>65,2</b>	<b>66,0</b>
Vaihto-omaisuus	13,9	11,6	9,5	9,8	9,9
Muut lyhytaikaiset varat	4,4	20,0	20,0	20,0	20,0
Myyntisaamiset	23,3	12,2	9,9	10,2	10,4
Likvidit varat	26,6	30,3	27,2	25,3	25,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>285</b>	<b>310</b>	<b>306</b>	<b>362</b>	<b>356</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Oma pääoma</b>	<b>129</b>	<b>166</b>	<b>176</b>	<b>177</b>	<b>179</b>
Osakepääoma	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	-0,3	1,0	2,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	129	166	176	176	176
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>114</b>	<b>110</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>
Laskennalliset verovelat	7,5	7,9	7,9	7,9	7,9
Varaukset	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Korolliset velat	105	100	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>41,2</b>	<b>33,5</b>	<b>120</b>	<b>175</b>	<b>167</b>
Korolliset velat	2,1	4,7	96,9	151	143
Lyhytaikaiset korottomat velat	39,1	28,8	23,4	24,2	24,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>285</b>	<b>310</b>	<b>306</b>	<b>362</b>	<b>356</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	269,8	224,5	167,4	136,0	140,4
Käyttökate	17,6	72,7	21,5	15,4	17,2
Liikevoitto	4,7	64,8	14,8	6,0	6,8
Voitto ennen veroja	-1,5	58,1	14,9	2,7	4,2
Nettovoitto	-1,7	56,7	13,8	2,2	4,1
Kertaluontoiset erät	-5,9	28,6	4,3	-2,1	-2,9

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	310,9	284,8	309,9	306,0	362,3
Oma pääoma	102,4	129,4	166,2	175,9	177,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	96,0	80,1	74,9	69,7	125,9

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	17,6	72,7	21,5	15,4	17,2
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	-10,2	-12,5	-0,9	0,1
Operatiivinen kassavirta	19,6	61,8	9,7	13,8	17,3
Investoinnit	-2,0	-11,3	-27,6	-13,0	-68,0
Vapaa kassavirta	17,5	50,0	-18,2	10,8	-50,7

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto		0,5	1,1	1,4	1,8
EV/EBITDA		1,5	8,7	12,5	14,5
EV/EBIT (oik.)		2,9	17,9	23,6	25,7
P/E (oik.)	0,0	0,0	10,7	27,4	17,6
P/B	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7
Osinkotuotto-%			2,2 %	2,2 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,08	2,55	0,54	0,08	0,15
EPS (oikaistu)	0,16	1,54	0,42	0,16	0,25
Operat. Kassavirta / osake	0,88	2,79	0,38	0,50	0,63
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,79	2,25	-0,71	0,39	-1,85
Omapääoma / osake	4,62	5,83	6,52	6,40	6,45
Osinko / osake	0,00	0,09	0,10	0,10	0,11

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	9 %	-17 %	-25 %	-19 %	3 %
Käyttökateen kasvu-%	1159 %	313 %	-70 %	-28 %	11 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	240 %	243 %	-71 %	-23 %	19 %
EPS oik. kasvu-%	127 %	861 %	-73 %	-61 %	55 %
Käyttökate-%	6,5 %	32,4 %	12,9 %	11,3 %	12,2 %
Oik. Liikevoitto-%	3,9 %	16,2 %	6,3 %	6,0 %	6,9 %
Liikevoitto-%	1,7 %	28,9 %	8,9 %	4,4 %	4,8 %
ROE-%	-1,6 %	48,9 %	9,3 %	1,3 %	2,3 %
ROI-%	1,9 %	26,8 %	6,1 %	2,4 %	2,3 %
Omavaraisuusaste	33,0 %	45,4 %	53,6 %	57,5 %	48,9 %
Nettovelkaantumisaste	93,7 %	61,9 %	45,0 %	39,6 %	71,0 %
Nettovelka/käyttökate	5,5	1,1	3,5	4,5	7,3
EBITDA/nettorahoituskulut	3,0	15,0	33,0	4,1	6,7

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arvot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

## Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16/06/2026	Lisää	5,10 €	4,47 €



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajieto. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

## **Inderes Oyj**

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## **Inderes Ab**

Vattugatan 17, 5tr  
Stockholm  
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde  
res.**