

Panostaja

Seurannan aloitus

3/2015

inde
res.

Arvostettu selvästi alle osien summan

Aloitamme sijoitusyhtiö Panostajan seurannan osta-suosituksella. Asetamme tavoitehintamme 1,00 euroon, mikä mielestämme antaa sijoittajille vielä turvamarginaalia verrattuna osien summa-laskelman antamaan arvoon. Uskomme arvostuksen korjaantuvan sijoittajien huomattaessa taseen merkittävän piilevän arvon, mikä voi tapahtua esimerkiksi yhtiön irtautuessa erinomaisesti kehittyneestä Granosta.

Panostaja ja sen sijoitusstrategia

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena enemmistöomistajana suomalaisia pk-yrityksiä. Panostaja pyrkii löytämään arvostustasoltaan houkuttelevia ja laadukkaita sijoituskohteita, jotka ovat oikeassa kokoluokassa (yritysarvo noin 10 MEUR) ja joilla on potentiaalia nousta alansa parhaimmisto. Oston jälkeen yhtiö pyrkii kehittämään nämä seuraavalle tasolle ja luomaan samalla omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä. Panostajan osake tarjoaa sijoittajille likvidin mahdollisuuden sijoittaa suomalaiseen pk-sektoriin.

Arvo on keskittynyt Granoon, Fleximiin ja KotiSuniin

Panostajan sijoitusportfolioon kuuluu yhteensä yhdeksän tytäryhtiötä, kolme osakkuusyhtiötä ja 8 %:n osuus Rollock Oy:ssä. Näiden sijoituksien arvo luo pohjan Panostajan osakkeen arvolle, joka mielestämme keskittyy erityisesti kolmeen yhtiöön: digipainamisen markkinajohtaja Granoon, oviympäristön turvallisuuteen erikoistuneeseen Fleximiin ja talotekniikkaremonttiyhtiö KotiSuniin. Arviomme mukaan Panostajan omistuksen (65 %) arvo Granossa on 39 MEUR (arvostus EV/EBITDA 7x), Fleximissä (70 %) 13 MEUR (EV/EBITDA noin 10x) ja KotiSuniissa (60 %) lähes 13 MEUR (EV/EBITDA 6,5x). Näiden yhtiöiden osuus koko sijoitusportfolioista on mielestämme noin 78 %, joten ne ovat kriittisiä Panostajan osakkeelle. Mielestämme Panostajalla on tasapainoinen portfolio, jossa on hyvä toimialahajautus. Merkittävä osa liiketoiminnasta on kuitenkin riippuvainen Suomen kehityksestä, mikä on mielestämme portfolioon suurin riski.

Osien summa ylittää selvästi nykyisen markkina-arvon

Mielestämme Panostajan osake pitää arvottaa osien summa-analyysillä, jossa elementit ovat yhtiön määräysvallassa olevat tytäryhtiöt, vähemmistöomistukset (pieni osa kokonaisuudessa), emoyhtiön korolliset nettovelat sekä emoyhtiön operatiivisten kulujen eliminointi. Arviomme mukaan Panostajan omistuksien summa on arvoltaan noin 59 MEUR eli 1,15 euroa/osake. Lisäksi arvioomme markkina-arvosta vaikuttaa alennus tai preemio suhteessa osien summa-arvoon, mikä määräytyy sijoitusstrategian tuottavuuden perusteella. Panostajan taseessa on näkemyksemme mukaan paljon piilevää arvoa, mutta yhtiön kohtuullisen track-recordin perusteella olemme arvottaneet osakkeen nyt 15 %:n alennuksella suhteessa näkemykseemme osien summasta. Tukea laskelmallemme antavat perinteiset kertoimet: 2015e P/E-kertoimen on noin 12x, EV/EBITDA noin 6x, P/B-luku on noin 1,3x (huomaa piilovarallisuus taseessa) ja osinkotuotto noin 4,8 %.

Granosta irtaantuminen tulee herättämään markkinat

Mielestämme Grano on selvästi Panostajan merkittävin omistus (47 % koko portfolioista). Grano on mielestämme saavuttanut valtaosan potentiaalista ja uskomme Panostajan irtautuvan Granosta lähivuosina. Tämä on merkittävä ajuri Panostajan osakkeelle, sillä se tuo esille taseessa ja portfolioissa piilevän arvon.

Analyytikko

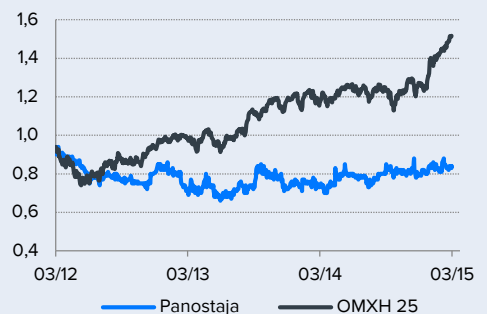
Juha Kinnunen
+ 358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus

Osta

Tavoitehintaa: 1,00 €



Eilisen päätös

0,84 EUR

12 kk vaihteluväli

0,69-0,89 EUR

Potentiaali

+19 %

Avainluvut

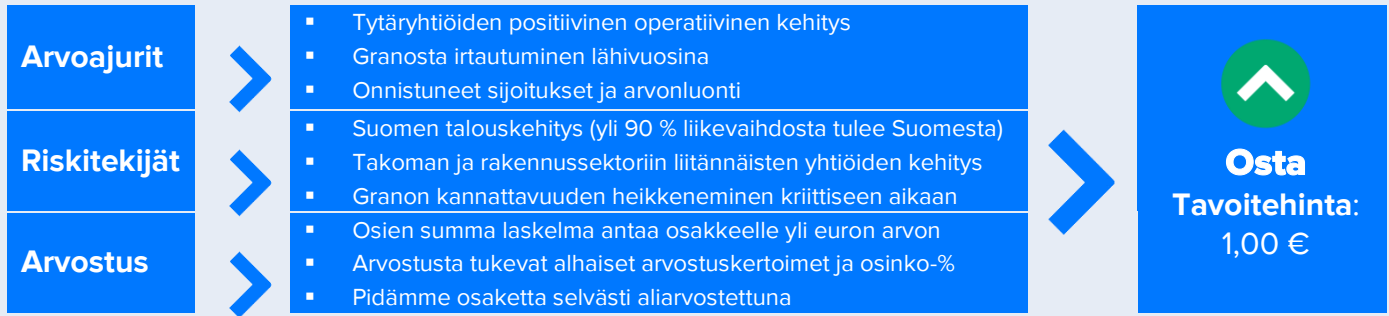
	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	154,8	175,6	191,7
- kasvu-%	-14 %	13 %	9 %
EBIT	10,2	12,0	15,8
- EBIT-%	6,6 %	6,8 %	8,2 %
Tulos ennen veroja	6,8	8,5	12,1
Nettotulos	5,4	3,6	6,6
EPS	0,10	0,07	0,13

Lähde: toteutuneet Panostaja, ennusteet Inderes

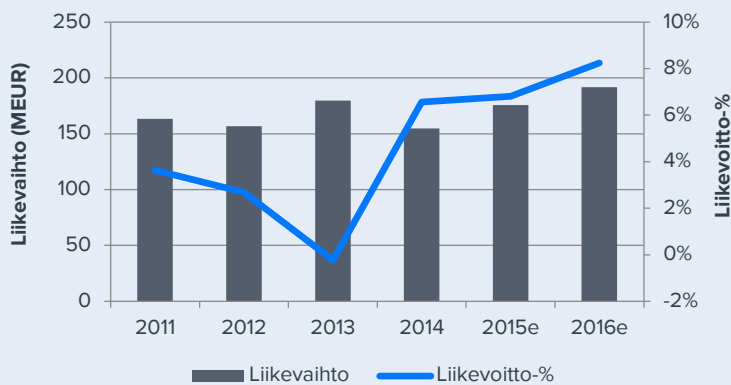
	2014	2015e	2016e
Osakekurssi, EUR	0,80	0,84	0,84
Markkina-arvo MEUR	41	43	43
EV, MEUR	96	105	103
P/E	7,6	12,1	6,6
EV/Sales	0,6	0,6	0,5
EV/EBIT	9,4	8,8	6,5
Osinkotuotto-%	5,0 %	4,8 %	7,1 %

Panostaja yhteenveto

Sijoitusnäkemys

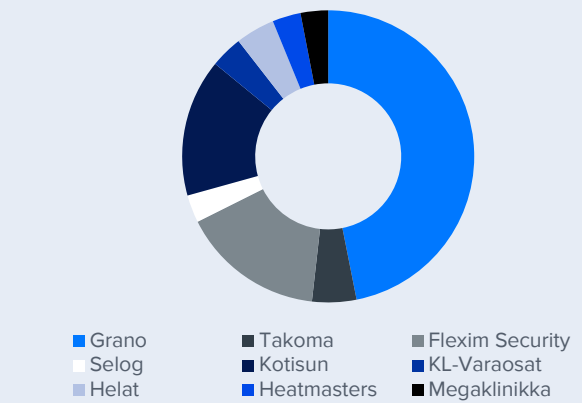


Liiketoiminnan avainlukujen kehitys



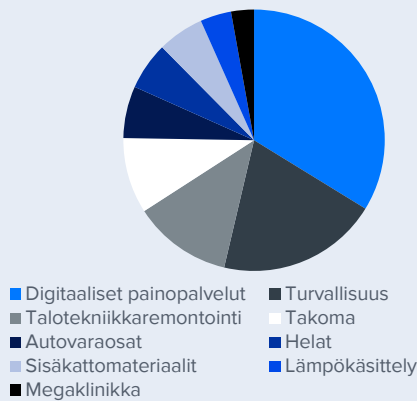
Lähde: Inderes / Panostaja. Huomautus: Luvut kerätty vuosikertomuksista eikä niitä ole muokattu vertailukelpoisiksi rakennemuutoksien jälkeen.

Näkemyksemme arvon jakautumisesta



Lähde: Inderes

Liiketoimintarakenne



Lähde: Inderes / Panostaja

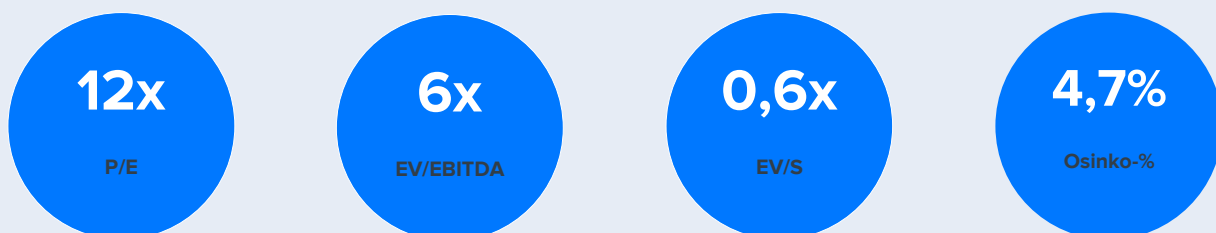
Panostajan omistukset

Yhtiö	Sijoitusvuosi	Omistussuus	Liikevaihto	Liikevoitto	EBIT-%	Arvo (MEUR)	Arvo Panostajalle
Grano	2008	65 %	57,8	7,1	12,4 %	61	39
Takoma	2007	63 %	15,3	-0,4	-2,4 %	6,5	4,1
Flexim Security	2007	70 %	33,7	2,1	6,3 %	19	13
Selog	2012	60 %	11,0	0,5	5,0 %	4,3	2,6
Kotisun	2014	60 %	8,8	1,1	12,5 %	21	13
KL-Varaosat	2007	75 %	10,8	0,7	6,6 %	4,0	3,0
Helat	2007	95 %	10,9	0,8	7,5 %	3,8	3,6
Heatmasters	2007	80 %	6,8	0,2	3,5 %	3,3	2,6
Megaklinikka	2015	75 %	5,5	0,3	6,0 %	3,4	2,5

Huomautus: tulosluvut tilikaudelta 2014 (pl. KotiSun, joka vain H2'14)

Vähemmistöomistukset	
Rollock Oy	8,0 %
Ecosir Group Oy	49,8 %
PE kiinteistörahasto I Ky	27,1 %
Spectra Yhtiöt Oy	32,0 %

Arvostus 2015e



Sisällysluettelo

Panostaja yhteenveto	3
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5
Panostajan arvonluonti ja markkina-arvo	9
Sijoitusstrategia	10
Panostajan toimintatapa ja arvonluontielementit	14
Omistukset ja sijoitusportfolio	15
Panostajan omistukset	19
Grano	20
Granon avainluvut ja arvostus	23
Flexim Security	24
Flexim Securityn avainluvut ja arvostus	28
KotiSun	29
Muut omistukset	31
Pienempien segmenttien tuloskehitys	41
Taloudellinen tilanne	42
Panostajan tase	44
Lähipuosien tulosennusteet	45
Panostajan taloudellinen kehitys	47
Arvonmääritys	48
Panostajan arvostus ja arvon jakautuminen	51
Tiivistelmä, tuloslaskelma ja tase	52
Vuosineljännesennusteet	53
Vastuuvapauslauseke	54

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena enemmistöomistajana suomalaisia pk-yrityksiä. Konserniin kuuluu yhdeksän tytäryhtiötä ja lisäksi yhtiöllä on neljä vähemmistöomistusta. Panostajan toimintamalli on yksinkertainen: yhtiö pyrkii löytämään arvostustasoltaan houkuttelevia ja laadukkaita sijoituskohteita strategiansa mukaisesti, kehittämään nämä seuraavalle tasolle ja luomaan samalla omistaja-arvoa. Lähtökohta on selkeä, mutta strategian onnistunut toteuttaminen vaatii oikeaa analyysiä kohdeyhtiöstä, hyvää ajoitusta, yrityksen kehittämisessä onnistumista ja lisäarvon luomista kohdeyhtiössä.

Lyhyt yhtiökuvaus

Suomalaisten pk-yritysten omistaja ja kehittäjä

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena enemmistöomistajana suomalaisia pk-yrityksiä. Yhdessä kumppaniensa kanssa Panostaja pyrkii kasvattamaan konsernin omistaja-arvoa ja luomaan menestystarinoita. Panostajan oman kuvauksen mukaan yhtiön toiminnan ytimeen kuuluu suomalaisen yrittäjyyden ja yritystoiminnan kehittäminen. Sijoittajan kannalta oleellista on omistaja-arvon luominen sekä tytäryhtiö että konsernitasolla.

Panostaja-konsernissa työskentelee noin 1 200 henkilöä. Tilikaudella 2014 konsernin liikevaihto oli 154,8 MEUR ja liikevoitto 10,2 MEUR. Yhtiön tuloslaskelma muodostuu käytännössä konsernin tytäryhtiöiden liikevaihdosta ja liikevoitosta (huomioiden myös emoyhtiö), joten lukujen perusteella voi lähinnä hahmottaa Panostajan kokoluokkaa. Sijoittajien kannalta oleellista on sijoitusten arvon kehittyminen. Panostaja on perustettu vuonna 1984.

Keskiössä omistaja-arvon kasvattaminen

Käsitlemme Panostajaa puhtaasti sijoitusyhtiönä, jolla on omistuksia (sijoitusportfolio) ja sijoitusstrategia. Portfolion arvo antaa mielestämme pohjan Panostajan arvonmääritykselle, kun taas sijoitusstrategian perusteella voimme hahmottaa yhtiön kykyä luoda lisäarvoa tulevaisuudessa. Panostajan normaaleilla omistajilla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa konsernin pääoman allokontiin, jolloin sijoitusstrategian toimivuus on myös tärkeä asia sijoitusta tehdessä.

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

Konsernirakenne

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Panostajan oma sijoitustoiminta sekä operatiiviset tytäryhtiöt, jotka toimivat pääasiassa varsin itsenäisesti. Panostajan emoyhtiö voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin, joskin ne ovat Panostajan kohdalla suhteessa suurempia, koska yhtiö on aktiivisesti mukana kehittämässä tytäryhtiöiden liiketoimintaa. Joka tapauksessa Panostajan osakkeenomistajien kannalta konsernikulut ovat sijoitustoimintaan liittyviä kuluja. Samalla tavalla myös emoyhtiön velat ovat rasitteita Panostajan osakkeenomistajille ja nämä täytyy vähentää itse sijoitusportfolion arvosta.

Panostajalla on Megaklinikan oston jälkeen yhdeksän tytäryhtiötä, jotka toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Panostaja on mukana strategisessa kehitystyössä ja tukee yhtiöitä, mutta operatiivisesta toiminnasta vastaa aina tytäryhtiön toimitusjohtaja. Toimitusjohtajan valitsee käytännössä Panostaja, jolla on määräysvalta hallituksessa.

Rakenteessa on tärkeä huomioida, että Panostajan omistusosuudet tytäryhtiöissä vaihtelevat merkittävästi (60-95 %). Kaikissa tytäryhtiöissä Panostajan omistus on luonnollisesti yli 50 %, mikä tarkoittaa että tuloslaskelmat ja taseet konsolidoidaan konserniin. Panostaja-konsernin liikevaihdossa näkyy siis 100 % tytäryhtiöiden liikevaihdosta, vaikka todelliset omistusosuudet ovat tätä pienempiä. Sijoittajien on hyvä ymmärtää tämä, vaikka käytännön merkitystä sillä piensijoittajalle ei ole.

Panostajan omistajarakenne

Mielestämme omistajarakenteessa on tärkeää huomioida, että Matti ja Maija Koskenkorvan sekä heidän lastensa omistusosuus on yhteensä 32,9 % (sisältää omistuksen Treindex Oy:n ja Oy Koskenkorva Ab:n kautta). Tämä tarkoittaa, että Koskenkorvan perhe käyttää Panostajassa merkittävää valtaa. Lisäksi mielenkiintoista on se, että johdon omistus sisäpiirirekisterin mukaan on yhteensä noin 1,69% (ei sisällä omistusta Johtopanostus Oy:n kautta), mikä on merkittävä pörssiyhtiössä. Pidämme tätä positiivisena asiana osakkeenomistajien kannalta.

Liiketoimintamalli

Panostajan toimintamalli yksinkertaistettuna

Panostajan toimintamalli on pohjimmiltaan erittäin yksinkertainen. Yhtiö pyrkii löytämään arvostustasoltaan houkuttelevia sijoituskohteita, jotka ovat yhtiön strategian mukaisesti suomalaisia pk-yrityksiä, joilla on terve talous ja potentiaalia nousta alansa parhaimmista.

Oston jälkeen Panostaja pyrkii kehittämään kohdeyhtiötä, luomaan lisäarvoa ja tekemään siitä entistä houkuttelevamman sijoituskohteen. Panostaja tuo yritykseen sitoutuneen johdon sekä liiketaloudellista ja strategista osaamista. Lisäksi yhtiö tuo merkittäviä resursseja esimerkiksi yritysostoihin sekä erilaisia raportointityökaluja. Panostajan päämääränä on nostaa omistamansa yritys alansa vahvaksi tekijäksi 5-10 vuodessa, minkä jälkeen yritys jatkaa toimintaansa jälleen itsenäisenä. Käytännössä tämä tarkoittaa yrityksen myyntiä eteenpäin tai erityisen positiivisessa skenaariossa esimerkiksi pörssilistausta.

Yksi tärkeä asia toimintamallissa on luonnollisesti se, että yrittäjät ovat halukkaita myymään ”elämäntyönsä” Panostajalle. Yrittäjät suhteutuvat yritysinsä usein tunnepohjaisesti, jolloin raha ei ole ainoa asia, mikä myynnissä ratkaisee. Se, että yrittäjän elämäntyö pääsee ”hyvään kotiin” on monille tärkeä asia. Panostajalla on tässä suhteessa hyvä maine Suomessa, mikä varmasti auttaa monissa tapauksissa silloin, kun myyntihinnasta neuvotellaan.

Tällä liiketoimintamallilla Panostaja pyrkii luomaan omistaja-arvoa. Lähtökohta on selkeä, mutta onnistunut toteuttaminen vaatii muun muassa oikeaa analyysiä kohdeyhtiöstä, järkevää ostohintaa, hyvää ajoitusta sekä yrityksen kehittämisessä onnistumista. Nämä asiat liittyvät oleellisesti sijoitusstrategiaan, joka on seuraavan pääkappaleen aihe.

Track-record omistaja-arvon luonnissa

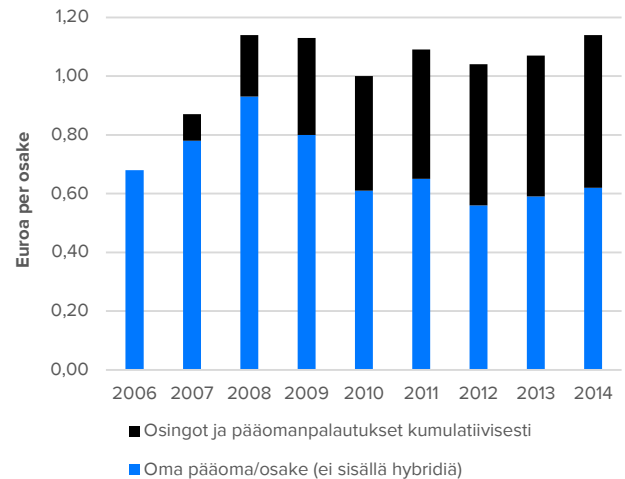
Panostajan omistajien kannalta keskeisessä asemassa yhtiötä analysoitaessa on koko sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto pitkällä aikavälillä.

Omistajilleen Panostajan lisäarvon luontia on paras tarkastella oman pääoman tuoton, osinkojen ja oman pääoman kasvun kautta. Panostajan tarkoituksena on vaurastuttaa omistajiaan ja nämä komponentit ovat siinä keskeisessä asemassa.

Vuosien 2006-2014 välillä Panostajan oman pääoman kasvun ja osinkojen yhteenlaskettu kumulatiivinen tuotto on ollut noin 7,7 %. Tuotto on tullut kokonaan osingoista, sillä yhtiön osakekohtainen pääoma on laskenut vuosien aikana. Oma pääoma on laskenut vuoden 2006 tasolta 0,68 euroa vuoden 2014 0,62 euroon. Panostaja on viime vuosien asti jatkuvasti jakanut kaiken liiketoimintansa synnyttämän

ylimääräisen pääoman pois omistajilleen ja samalla lisännyt myös velkarahan käyttöä. Huomautamme, että oma pääoma ei sisällä hybridilainaa, joka ei kuulu osakkeenomistajille.

Panostajan kumulatiivinen tuotto



Lähde: Inderes

Panostajan oma pääoma ei kuitenkaan heijastele tytäryhtiön piilevää arvoa, koska omistuksia ei arvosteta taseessa niiden käypään arvoon. Panostajan taseessa sen omistukset on kirjattu käytännössä ostohintaan ja merkittävät myyntivoittoa voidaan odottaa ainakin Granosta (arviomme mukaan erittäin suuri piilevä arvo) ja Flexim Securitystä (merkittävä piilevä arvo).

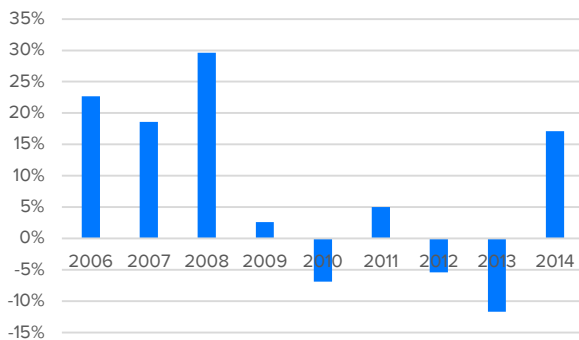
Osien summa laskelmamme perusteella (sivu 48) Panostajan osien markkina-arvo on yhteensä 87,6 MEUR. Kun tästä vähennetään emoyhtiön nettovelat (7,4 MEUR tilikauden 2014 lopussa) ja konsernin diskontatut kulut (21,2 MEUR) saadaan osakkeenomistajille kuuluvaksi arvoksi 59,0 MEUR tai 1,15 euroa per osake. Tämä summa ylittää selvästi yhtiön oman pääoman (tilikauden 2014 päätös: 0,62 EUR/osake) arvon. Erotus (0,53 EUR/osake) kuvastaa näkemysmme mukaan yhtiön osissa piilevää arvoa.

Osien summa laskelmaamme käyttämällä Panostajan vuosien 2006-2014 väliseksi annualisoiduksi vuosituotoksi saadaan noin 11,5 %. Mielestämme tämä luku on huomattavasti käyttökelpoisempi, sillä se heijastelee yhtiön liiketoimintoihin patoutunutta piilovarallisuutta. Täytyy kuitenkin huomauttaa, että se teoriassa vaatisi omistuksien realisointia meidän niille antamillamme arvoilla. Todellisuudessa irtautumisissa saamat hinnat tulevat poikkeamaan antamistamme arvoista riippuen neuvottelutilanteesta, ostajasta ja myynnin ajoituksesta.

Oman pääoman tuottoa tarkasteltaessa vuosien 2006-2014 välillä Panostajan oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin vain noin 6,1 % (keskiarvo). Huomion arvoista on mielestämme se, että vastaava keskiarvo 2000-luvulla on ollut peräti 16,2 %. Vuosituhannen alku oli siis todella

muhkeiden tuottojen aikaa. Oman pääoman tuotto on kuitenkin osittain harhaanjohtava mittari, sillä se ei huomio edellä mainittua yhtiön taseeseen kumuloitunutta piilovarallisuutta. Viime vuosina kertynyt piilovarallisuus taseessa tulee purkautumaan vasta, kun yhtiö irtautuu omistuksistaan. Näin ollen tarkastelemme mieluummin yhtiön kehitystä ja arvonluontia osien summa laskelman kautta.

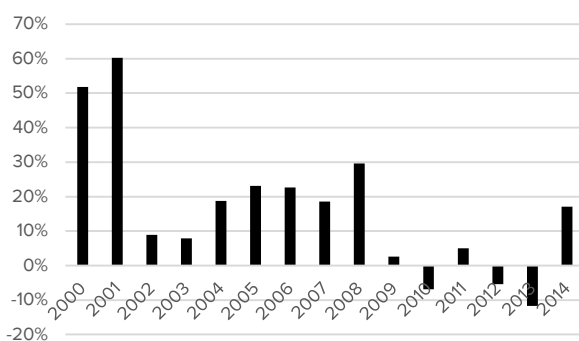
Oman pääoman tuotto 2006-2014



Lähde: Panostaja / Inderes

Oman pääoman tuotto oli täysin poikkeuksellinen 2000-luvun alussa ja muutaman heikomman vuoden jälkeen parani jälleen erittäin hyvälle tasolle vuosina 2004-2008, Sen jälkeen tuottolukemat ovat olleet vaisuja aina viime vuoteen asti, jolloin nähtiin jälleen muutama irtautuminen. Luvuissa kannattaa todellisuudessa katsoa pitkän aikavälin kehitystä, sillä yksittäiset irtautumiset voivat helposti heilutella vuosituloksia ja siten pääoman tuottoa.

Oman pääoman tuotto 2000-luvulla



Lähde: Panostaja / Inderes

Seuraavat rakennejärjestelyt todennäköisesti ostopuolella

Uskomme että Panostaja on vielä tuoreen Megaklinikka ostonkin jälkeen mieluummin osto- kuin myyntilaidalla. Yhtiön rahoitus- ja muut resurssit riittäisivät näkemyksemme mukaan muutaman tytäryhtiön lisäykseen ja arvostustasot ovat varsin houkuttelevia taloudellisen epävarmuuden

ollessa korkealla. Kohtuullisen korkeat pörssin arvostustasot eivät ole heijastuneet suomalaisten listaamattomien arvostuksiin pk-sektorilla, minkä takia Panostajan ydinalueella voi mielestämme tällä hetkellä tehdä hyvän tuottopotentialin omaavia ostoja. Tämä ilmiö näkyy myös huomattavana listautumisen kasvuna – pörssissä arvostukset ovat houkuttelevia verrattuna siihen, mitä teolliset ostajat tällä hetkellä pääasiassa tarjoavat. Panostajan ostot ovat kokoluokassa (EV noin 10 MEUR), jossa pörssilistautuminen ei ole vaihtoehto.

Taloudelliset tavoitteet

Panostaja-konsernin tavoitteena on jatkuva omistaja- ja markkina-arvon kasvattaminen siten, että osakkeen kokonaistuotto ylittää NASDAQ OMX Helsingin Small Cap Indeksien keskimääräisen pitkän aikajänteen tuoton. Yhtiö haluaa siis olla keskimääräistä parempi sijoituskohde. Tarkemmin yhtiö on eritellyt tavoitteet seuraavasti:

- Oman pääoman tuotto on vähintään 20 % siten, että sisäinen IRR (internal rate of return) tavoite on jokaiselle liiketoiminta-segmentille yli 22 %.
- Viisivuotiskaudella 2014-2018 tavoitteena on 0,80 euron kumulatiivinen osakekohtainen tulos (EPS).
- Omavaraisuusaste on vähintään 40 %, kun omaan pääomaan sisällytetään pääomalainat.
- Voitonjako heijastaa konsernin tuloksen kehitystä pitkällä aikavälillä ja ensisijaisena tavoitteena on varmistaa konsernin sijoitustoiminnan jatkuvuus, jonka jälkeen voidaan jakaa vähintään puolet emoyhtiön osakkeenomistajille kohdistuvasta konsernin vuosittaisesta tuloksesta joko osinkoina, pääomanpalautuksina tai osakkeiden takaisinostoina.

Pidämme Panostajan tavoitteita haastavina, mutta ne ovat saavutettavia. Yli 20 %:n IRR on erittäin kova tuottolukema, mutta toisaalta täytyy muistaa, että Panostajan sijoituksien riskiprofiili on lähtökohtaisesti korkea (esimerkiksi oleellinen yrittäjä- ja likviditeettiriski). Yhtiö käyttää merkittävästi omia resurssejaan yhtiöiden kehittämiseen, minkä lisäksi täytyy huomioida yhtiön käyttämä velkavipu. Yhdessä nämä elementit tarkoittavat sitä, että myös sijoitusten tuotto-odotuksen täytyy olla korkea. Tähän suhteutettuna yli 20 %:n tuoton pitäisi olla hyvin saavutettavissa, jos pääoman allokoinnissa onnistutaan hyvin.

Yhtiön 0,80 euron kumulatiivisen osakekohtaisen tuloksen tavoite on mielenkiintoinen ja poikkeuksellinen verrattuna pörssi-yhtiöiden normaaleihin tavoitteisiin. Uskomme että Panostajan pyrkii indikoimaan taseessa olevaa piilovarallisuutta ja sitä, että omistuksista irtautumisen odotetaan tuovan merkittäviä myyntivoittoja. Vuoden 2014 osakekohtainen tulos (EPS) oli 9,4 senttiä, joten seuraavana neljänä vuotena yhtiön pitäisi kerryttää yhteensä yli 70 senttiä, jotta tavoitteeseen päästään. Suurimpina ajureina tähän ovat mielestämme irtautumiset (erityisesti Grano) sekä luonnollisesti hyvä operatiivinen tuloskehitys tytäryhtiöissä. Omat ennusteemme eivät sisällä irtautumisista tulevia myyntivoittoja, sillä näiden ajoittaminen on erittäin vaikeaa ja

niiden sisällyttäminen ennusteisiin voisi olla harhaanjohtavaa. Pidämme kuitenkin tavoitetta realistisena.

Omavaraisuusasteen suhteen Panostajan 40 %:n tavoite (sisältäen pääomalinat) mahdollistaa kohtuullisen velkavivun käytön. Se antaa yhtiölle hyvin liikkumarajaa, mutta varmistaa kuitenkin taseen pitämisen vahvana ja siten sijoitustoiminnan jatkuvuuden. On luonnollista, että velkavivun määrä vaihtelee sijoituskohteiden houkuttelevuuden mukana kuten normaalissa osakeportfoliossakin.

Panostaja uusi voitonjakopolitiikkansa vuoden 2014 tilinpäätöksen yhteydessä. Sitä muutettiin muotoon, joka antaa yhtiölle laajemman mahdollisuuden soveltaa omaa harkintaa voitonjaossa. Yhtiö voi pienentää voitonjakoa silloin, kun sillä on houkuttelevia sijoitusmahdollisuuksia. Käytännössä kysymys on vain laajemmasta johdon mahdollisuudesta allokoida pääomia, joka on nyt otettu huomioon myös tavoiteasetannassa. Uskomme kuitenkin Panostajan pysyvän osinkoystävällisenä yhtiönä myös tulevaisuudessa.

Panostaja sijoituskohteena

Perusajatus

Panostajan osake tarjoaa sijoittajille likvidin mahdollisuuden sijoittaa hajautetusti suomalaiseen pk-sektoriin. Tähän piensijoittajalla ei olisi muuten mahdollisuutta. Pelkkä sektorilla mukana olo ei luonnollisesti ole riittävä syy omistaa Panostajaa. Näkemyksemme mukaan sijoittajan pitäisi päätöstä tehdessään arvioida erityisesti seuraavaa kahta asiaa:

- Nykyisien omistuksien osien summa-arvo
- Sijoitusstrategian tuottopotentiali ja johdon kyvykkyys luoda lisäarvoa pitkällä aikavälillä

Näihin voisi lisätä myös osakkeen tämän hetken alennuksen tai preemion suhteessa omistuksien osien summaan ja näkemyksen siitä, mikä tämän pitäisi olla. Panostajan osakkeen arvostustason muutokset voivat luonnollisesti lisätä tai pienentää tuottoja ilman, että yhtiön fundamenteissa tapahtuu muutoksia.

Sijoittaja ostaa Panostajan kautta osuuden portfoliosta, jonka käymme yksityiskohtaisesti läpi myöhemmin. Samalla täytyy huomioida, että samalla sijoittaja panostaa myös yhtiön sijoitusstrategian toimivuuteen sekä johdon kyvykkyteen luoda lisäarvoa. Yksittäisellä sijoittajalla ole mahdollisuutta valita Panostajan sijoituskohteita eikä sijoituksista luonnollisesti kerrota etukäteen. Sijoittajien saamat osingot riippuvat Panostajan omasta pääomantarpeesta eli käytännössä sijoitusmahdollisuuksista. Koska sijoittaja ei ole mukana tekemässä pääoman allokaatio-päätöksiä Panostajassa, hän käytännössä sijoittaa nykyisen

portfolion lisäksi myös tulevaisuuden sijoituksiin ja sijoitusstrategian toimivuuteen.

Panostajaan sijoittaessa sijoittajan täytyy luottaa konsernin johdon kykyyn sijoittaa pääomia tuottavasti, sillä pitkällä aikavälillä osake tulee seuraamaan omistuksien arvon kehitystä (osien summa tai NAV).

Virheellisiä käsityksiä Panostajasta

Mielestämme monet sijoittajat keskittyvät Panostajassa tällä hetkellä väärin asioihin. Koska Panostaja on sijoitusyhtiö, sen arvo perustuu omistuksien arvonkehitykseen. Arvoa ei voi päätellä pelkästään konsernin liikevaihdon tai tuloksen perusteella, eivätkä myöskään osingot anna luotettavaa kuvaa arvonkehityksestä. Kuitenkin suurin osa sijoittajista keskittyy konsernilukujen kehitykseen, koska ne tarjoavat helpon mutta mahdollisesti vaarallisen oikotien kehitykseen.

Monesti sijoittajat tekevät johtopäätöksiä Panostaja-konsernin tuloksen perusteella. Vaikka konsernitason liikevaihdon ja liiketuloksen kehitys indikoi tytäryhtiöiden kehitystä (myös emo), ei se anna oikeaa kuvaa todellisesta arvonkehityksestä. Konsernin liikevaihto ja tulos tippuisi rajusti, jos se myisi nykyisen portfolion suurimman ja arvokkaimman tytäryhtiön Granon. Todellisuudessa konsernilukujen tippumisella ei tietenkään pitäisi olla vaikutusta Panostajan arvoon, vaan oikeasti merkitystä on kauppahinnalla ja myöhemmin sillä, miten yhtiö käyttää kassaan tulleet rahat.

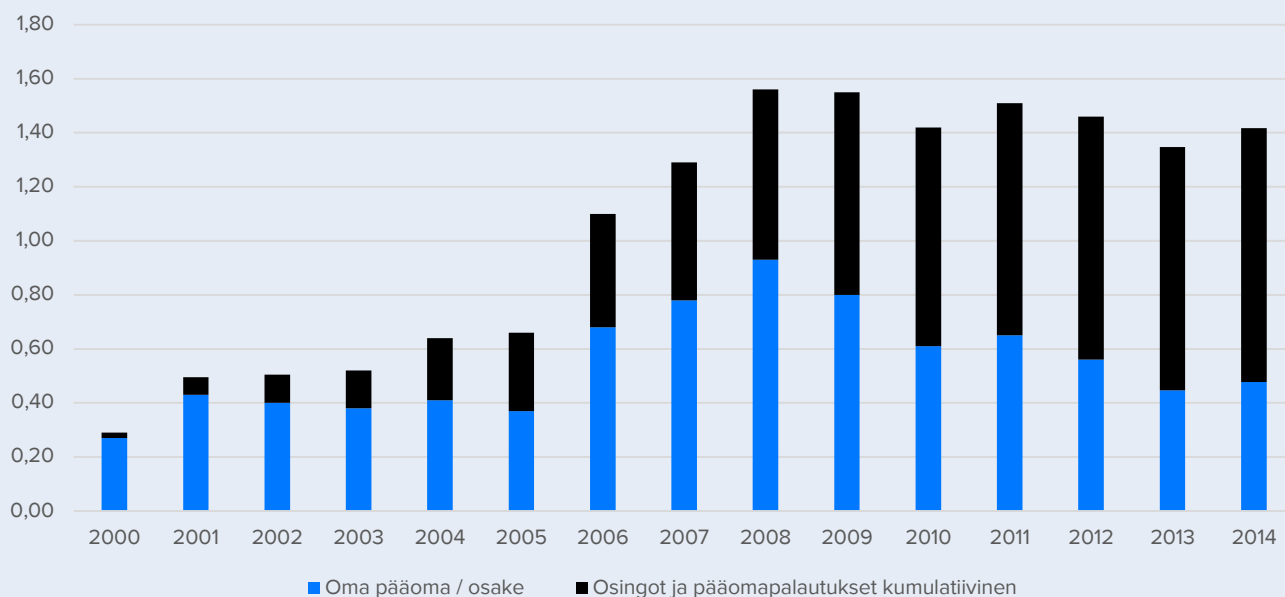
Lisäksi on tärkeää huomioida, että Panostaja ei omista 100 %:a tytäryhtiöidensä osakekannasta. Enemmistöomistukset konsolidoidaan Panostaja-konsernin lukuihin, mutta omistusosuudet vaihtelevat nykyisessä portfoliossa 60 %:sta 95 %:iin. Näin ollen vähemmistöomistajien merkitys on suuri eivätkä konserniluvut (pois lukien nettotulos, josta on vähennetty vähemmistöosuudet, sekä osinko) heijasta suoraan konsernin todellisia omistuksia.

Sijoittajat seuraavat erityisesti Panostajan osinkoja ja osinkotuottoa, mikä voi myös johtaa virheellisiin analyyseihin. Kun Panostajalla on johdon näkemyksen mukaan mahdollisuus tehdä houkuttelevia sijoituksia, on toiminnan luonteen mukaisesti luonnollista, että osinkoihin normaalisti käytettäviä rahoja pidetään yhtiössä yritysostoihin korvamerkittynä. Jos sijoittajat luottavat johdon kykyyn allokoida pääomia, tämän pitäisi olla positiivinen asia - Panostajan arvo ja osingon maksukyky kasvaisi pitkällä tähtäimellä. Kuitenkin sijoittajat reagoivat perinteisesti negatiivisesti ”osinkopettymyksiin”, vaikka niiden pitäisi indikoida yhtiölle suotuisaa sijoitusympäristöä.

Lisäksi Panostajan omistajien on tärkeää ymmärtää pääomasijoitustoiminnan pitkäjänteisyys. Kvartaalituloksilla on todellisuudessa erittäin vähän merkitystä, koska sijoitushorisontti on 5-10 vuotta. Sijoittajien pitäisi keskittyä arvonkehitykseen pitkällä aikavälillä.

Panostajan arvonluonti ja markkina-arvo

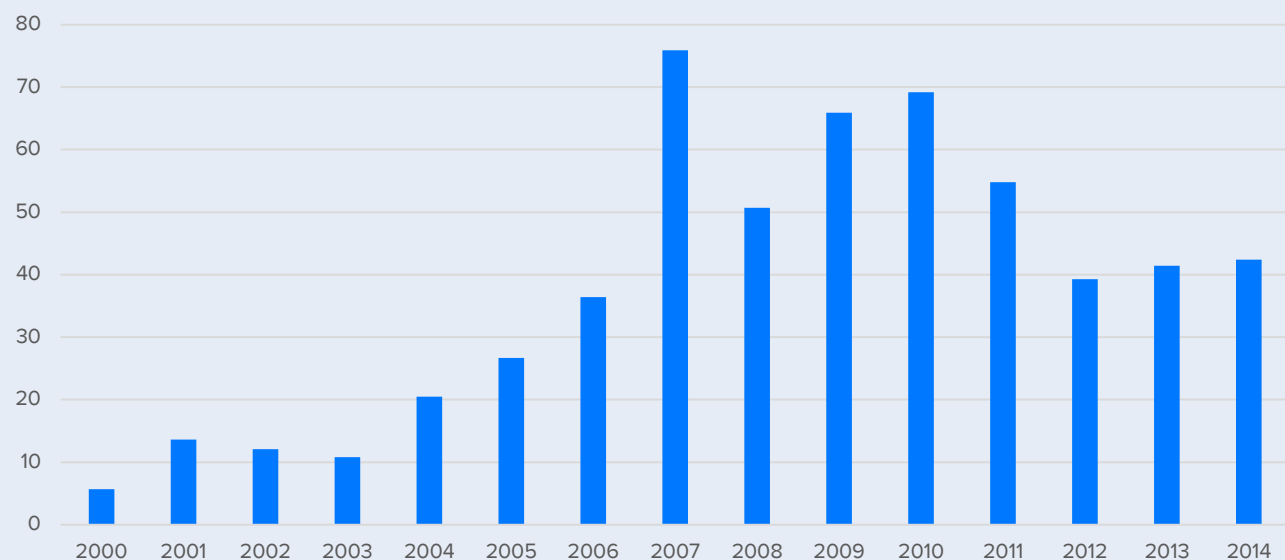
Panostajan oman pääoman ja osinkojen kehitys 2000-luvulla



Lähde: Inderes

Huomautus: luvut eivät ole vertailukelpoisia (FAS/IFRS)

Panostajan markkina-arvo (MEUR)



Lähde: Panostaja / Inderes

Sijoitusstrategia

Panostajan onnistuminen sijoitustoiminnassa määrää pitkälti konsernin omistaja-arvon luomisen. Panostaja tarjoaa sijoittajille likvidin mahdollisuuden sijoittaa suomalaiseen pk-sektoriin, mutta samalla täytyy huomioida sijoituksien pitkä pitoaika (5-10 vuotta). Tämä tarkoittaa sitä, että omistaja-arvo syntyy pitkällä aikavälillä ja samalla Panostajan omistajan täytyy luottaa yhtiön kykyyn tehdä lisäarvoa tuottavia sijoituksia. Tämän takia on mielestämme kriittistä tarkastella Panostajan sijoitusprosessia ja sen edellytyksiä päästä kilpailukykyisiin tuottoihin.

Sijoitusprosessi

Panostajan sijoitusprosessi on pitkälti samantyylinen kuin pääomasijoitusyhtiöissä yleensäkin. Yhtiö etsii potentiaalisia kohteita, analysoi mielenkiintoiseksi kokemiaan yhtiöitä ja luo niiden ympärille sijoitusidean, jonka pohjalta se pystyy määrittämään sijoituksen tuottopotentialin, riskitason, vaadittavat resurssit (pääomat) ja alustavan aikajänteen. Jos reunaehdot täyttyvät eli sijoituksen tuotto-odotus on houkutteleva suhteutettuna riskeihin ja se sopii yhtiön muuhun portfolioon (huomioiden esimerkiksi hajautus), yhtiö voi edetä sijoituksessaan.

Sijoituksien taustalla on siis lähtökohtaisesti aina selkeä suunnitelma siitä, miten omistaja-arvoa voidaan kasvattaa. Suunnitelmat ovat aina yhtiö- ja toimialakohtaisia, ja ne voivat olla hyvin yksinkertaisia (kassavirtacase) tai monimutkaisia (buy & build, konsolidaatio). On hyvä ymmärtää, että sijoituskaset voivat hyvin muuttua ajan kuluessa sekä ulkoisista että sisäisistä syistä.

Panostajan normaali sijoitusprosessi voidaan yksinkertaistettuna jakaa seuraavaan neljään vaiheeseen:

- Panostaja ostaa enemmistöosuuden (>50 %) liikevaihdoltaan noin 10-30 MEUR:n kokoluokassa olevista pk-yrityksistä, joilla on terve talous ja potentiaalia nousta alansa parhaimmistoon.
- Panostaja integroi ostetun yrityksen osaksi konsernia vakioitujen prosessien avulla sekä tarjoaa toimitusjohtajalle tarvittavat työkalut yrityksen kehittämistä ja johtamista varten.
- Panostaja kehittää kohdeyhtiön liiketaloudellista ja strategista osaamista omalla osaamisellaan. Yhtiölle tehdään kokonaisvaltainen rahoitusjärjestely ja samalla syntyy mahdollisuus kasvaa harkituin yritysostoin. Panostajan päämääränä on nostaa omistamansa yritys alansa vahvaksi tekijäksi 5-10 vuodessa.
- Panostaja saattaa yrityksen toimimaan itsenäisesti ja pyrkii irrottautumaan siitä oikea-aikaisesti omistaja-arvon luomisen kannalta.

Tällä toimintamallilla Panostaja pyrkii luomaan omistaja-arvoa. Tarkastelemme seuraavasti kaikki edellä mainittuja osa-alueita tarkemmin.

1/4 Hankinta

Panostaja on kiinnostunut pk-yrityksistä, jotka ovat liikevaihdoltaan noin 10-30 MEUR:n kokoluokassa. Yhtiö ei ole kiinnostunut kriisiyhtiöistä tai potentiaalisista käänneyhtiöistä, vaan kohteella on oltava terve taloustilanne. Panostaja ei ole siis mukana caseissa, joissa yhtiö pilkotaan osiin, arvokkaat osat myydään ja loput ajetaan alas. Panostajan tytäryhtiöt eivät myöskään ole ns. start up -vaiheessa, vaan kukin yhtiö on toiminut toimialallaan jo vuosia. Lisäksi yhtiölle pitää Panostajan sijoituskriteerien mukaan olla "potentiaalia nousta alansa parhaimmistoon." Panostajan liiketoimintasegmenteillä on kullakin tavoitteena kannattavuuden lisäksi kasvuhakuisuus.

Sijoituksen kokoa ajatellen Panostajalle ideaali kokoluokka on noin 10 MEUR tai haarukassa 5-20 MEUR (yritysarvo, EV). Tässä kokoluokassa on useita etuja Panostajan kaltaiselle toimijalle. Perinteisesti yhtiön kasvaessa tähän kokoluokkaan, liiketoiminta on laajentunut sellaiseksi, ettei sen johtaminen onnistu enää pelkästään "yrittäjävetoisesti". Yrityksen kasvaessa sen kehittäminen vaatii yhä enemmän asiantuntemusta sekä järjestelmiä, joita Panostaja voi tarjota. Panostaja pystyy tarjoamaan yrittäjälle apua kasvun hallinnassa sekä yhtiön viemisessä uudelle tasolle, mikä olisi perinteisesti erittäin hankalaa ilman tukea tai merkittäviä investointeja.

Toinen merkittävä argumentti noin 10 MEUR:n kokoluokan puolesta on se, että kilpailu näistä kohteista on rajallista. Kun siirrytään askel ylöspäin, noin 50 MEUR:n arvoon johon Panostaja pyrkii nostamaan kohdeyhtiöitä, kilpailukenttä muuttuu oleellisesti. Mukaan tulevat suuremmat pääomarahastot kuten CapMan, Vaaka, Intera, Sentica, Sponsor Capital ja MB Funds, mikä tarkoittaa huomattavasti tiukempaa kilpailua kohteista. Heikommassa taloustilanteessa nämä kilpailijat ovat tosin siirtäneet kiinnostustaan myös pienempiin kohteisiin. Joka tapauksessa noin 10 MEUR:n kokoluokassa Panostaja on pystynyt toimimaan ilman suurempaa kilpailupainetta, mistä esimerkkinä on se, että yhtiö on harvoin mukana huutokaupoissa. Samalla täytyy huomioida, että Panostajan onnistuessa tehtävässään kasvattaa yhtiö uudelle tasolle (esimerkiksi 30-50 MEUR) se toimii myyjänä kokoluokassa, jossa kilpailu kohteista on kovempaa. Tämä on luonnollisesti etu myyjälle.

Panostaja haluaa aina enemmistöomistuksen, mikä antaa yhtiölle määräysvallan kohdeyhtiössä ja mahdollistaa siten kohdeyhtiön kehittämisen ”omilla ehdoilla”. Tämä tarkoittaa käytännössä vähintään 51 %:n omistusosuutta, mutta yleensä omistusosuus on ollut suurempi (tällä hetkellä keskiarvo 71 %). On kuitenkin korostettava, että Panostaja lähtökohtaisesti haluaa yrittäjän olevan merkittävä omistaja kohdeyhtiössä. Pääsyy tähän on yrittäjän motivointi. On mahdollista, että Panostaja ostaa myös koko yhtiön esimerkiksi sukupolven vaihdoksessa yrittäjän ollessa haluton jatkamaan yhtiössä, mutta ainakin toistaiseksi tämä on ollut harvinaista. Lähtökohtaisesti yrittäjät jäävät mukaan yrityksen johtoon noin 30 %:n omistusosuudella, mikä riittää tarjoamaan merkittävän motivaation omistaja-arvon luonnille myös tulevaisuudessa.

Panostaja ei ole rajoittanut toimialoja, joille yhtiö voisi periaatteessa tilanteen ollessa suotuisa sijoittaa. Mielenkiintoisempia yhtiölle kuitenkin ovat kasvu- tai uudelleenjärjestelyvaiheessa olevat toimialat, joilla yhtiö pystyy lähtökohtaisesti tarjoamaan eniten lisäarvoa. Uskoisimme Panostajan olevan tällä hetkellä eniten kiinnostunut kuluttajavetoisista palveluliiketoiminnoista, rakentamisesta ja logistiikasta. Teknologiateollisuus on todennäköisesti sektori, josta Panostaja ei ole lähtökohtaisesti kiinnostunut juuri nyt erityisesti Takoman tilanteen ollessa edelleen ongelmallinen.

Toimialavalinnoissa on huomioitava yhtiön nykyinen portfolio, jonka hajautuksen Panostaja pyrkii pitämään sekä toimialojen että syklisyyden osalta mahdollisimman hyvänä. Lisäksi uskomme Panostajan olevan kiinnostunut paikallisista sekä kansallisista liiketoiminnoista, joissa yhtiö voi välttää globaalin kilpailukentän mahdollisimman hyvin. Panostajan kohdeyhtiöt ovat kuitenkin globaalia kilpailua ajatellen auttamatta pieniä eivätkä niiden resurssit ole riittäviä, jos alue ei ole erittäin hyvin rajattu niche.

Investoitava pääoma tulee Panostajan omasta taseesta, mikä luonnollisesti asettaa omat rajoitteensa yhtiömäärälle sekä yksittäisen investoinnin koolle (riittävän hajautuksen täytyy säilyä). Käsittelemme taserakennetta myöhemmin.

2/4 Integrointi

Seuraava vaihe sijoitusprosessissa on kohdeyhtiön integroiminen Panostajan olemassa oleviin järjestelmiin. Ostettu yritys tulee osaksi konsernia vakioitujen prosessien avulla ja yhtiön toimitusjohtajalle annetaan tarvittavat työkalut ja järjestelmät yrityksen kehittämistä ja johtamista varten. Tämän yritysinfrastruktuurin täyttää merkitystä ymmärretään harvoin, mutta sillä voi olla hyvinkin suuri merkitys arvonekehityksen kannalta. Integrointiin liittyy aina myös riskejä, joita pidämme kuitenkin varsin pieninä Panostajan mittavan kokemuksen takia.

Koska Panostaja tekee enemmistösijoituksia (omistus yli 50 %), tulee sijoituksesta konsernin tytäryhtiö ja se

konsolidoidaan Panostajan raportoitaviin lukuihin. Tämä tarkoittaa pörssiyhtiön tapaista raportointia, mikä on yleensä erittäin suuri parannus pk-sektorilla käytettyihin järjestelmiin. Vaikka aluksi järjestelmä voi olla raskas, se tarjoaa näkemyksemme mukaan pohjan kohdeyhtiön kasvattamiseen uuteen kokoluokkaan (esimerkiksi kasvun hallinta).

Panostaja antaa yrityksen myyneelle yrittäjälle mahdollisuuden luopumiseen sen jälkeen, kun tietty yllimenokausi on ohi ja integrointi suoritettu.

3/4 Kehittäminen

Yrityksen aktiivinen kehittäminen kuuluu Panostajan oleellisimpiin tehtäviin. Koska sijoitusajat ovat pitkiä (5-10 vuotta), kehittämisellä on erittäin tärkeä rooli myös arvonekehityksessä. Erilaiset kehitystoimet voidaan selkeyttämiseksi jakaa kahteen osaan, joita ovat sisäinen kehitys sekä yritysostot. Jako ei missään tapauksessa ole täydellinen, mutta on oleellista että Panostaja on aktiivinen molemmissa: sekä yhtiön sisäisten prosessien ja strategian kehittämisessä että alan suuremmissa muutoksissa, kuten konsolidaatioissa ja yritysjärjestelyissä.

Sisäinen kehitys

Sisäisessä kehityksessä oleellisia asioita ovat aktiivinen hallitustyöskentely, strategioiden luominen sekä toimialatuntemus. Lisäksi tähän liittyy muun osaamisen tarjoaminen yhtiöön, mitä on esimerkiksi talouden, markkinoinnin ja johtamisjärjestelmien kehittäminen.

Panostaja ei ole aktiivisesti mukana kohdeyhtiöiden operatiivisessa toiminnassa, vaan tästä vastaa yhtiön toimitusjohtaja. Panostajan mahdollisesti tärkein tehtävä onkin oikean henkilön löytäminen yrityksen johtoon, sillä hallitustyöskentelyssä syntyvät strategiat ja kehitysohjelmat jäävät puolitiehen, jos toimitusjohtajan kyvyt eivät riitä niiden toteuttamiseksi. Panostajan tytäryhtiöissä on nähty viime vuosina monia toimitusjohtajavaihdoksia ja esimerkiksi Takoman ovi on käynyt tässä suhteessa tiuhaan. Vaikka tämä ei sinänsä ole hyvä asia, sillä parasta olisi tuki jos ensimmäinen valinta onnistuisi, on se mielestämme kuitenkin osoitus aktiivisesta toiminnasta. Johdon merkitys on aina erittäin suuri ja pk-sektorilla se korostuu edelleen. Näin ollen on hyvä, että Panostaja on ryhtynyt toimenpiteisiin, jos kehitys ei ole ollut odotuksien mukaista.

Yksi selkeä Panostajan tuoma lisäarvo on mielestämme rahoitusmahdollisuudet, jotka normaalille pk-yritykselle olisivat monesti mahdottomia saavuttaa. Pk-sektorin vieraan pääoman ehtoisen rahoitusmahdollisuudet ovat heikentyneet huomattavasti pankkien kasvaneen sääntelyn (Basel 3) vähennettyä perinteistä pankkilainaa. Monesti riskipreemiot ja lainaehdot ovat kohtuuttomia pienille yhtiöille. Samaan aikaan pörssiyhtiöille, erityisesti matalan riskin sellaisille, on tarjolla lähes ilmaista lainarahaa niin

paljon kuin ne markkinoilta hakevat. Ohjauskorkojen ollessa historiallisen alhaalla sekä saatavuus että korot ovat erittäin hyviä, kunhan riskiprofiili on matala. Panostaja pystyy tuomaan kohdeyhtiöille saman kokoluokan kilpailijoita suotuisammat ehdot ja korot, mikä on merkittävä etu nykyisessä taloustilanteessa. Panostajalla pörssiyhtiönä on luonnollisesti täysin erilaiset mahdollisuudet hoitaa oma rahoituksensa, mihin palaamme myöhemmin taseen tarkastelun yhteydessä.

Yrityssostot ovat tärkeä osa yrityksen kehittämistä ja toimialan konsolidaatiota

Panostajan sijoitusstrategiaan, joka toki vaihtelee kohdeyhtiöiden mukaan, kuuluu usein oleellisena osana yritysostot ja toimialan konsolidaatio. Esimerkiksi mahdollisuus toimia murroksessa olevalla ja sirpaloituneella toimialalla konsolidoijana tarjoaa mielestämme erittäin mielenkiintoisen mahdollisuuden omistaja-arvon kasvattamiseen. Omistaja-arvon kasvattamisen kannalta tämän elementin merkitys voi olla erittäin suuri, jos yritysostoissa onnistutaan. Panostajalla luonnollisesti pitäisi olla onnistumiseen erittäin hyvät edellytykset sekä osaamisen että resurssien puolesta.

Buy & build-strategiassa Panostaja ostaa toimialalta vahvan toimijan, jonka ympärille yhtiö voi rakentaa alan johtavan toimijan harkituilla yritysostoilla. Strategia on usein käytetty pääomasijoittajien keskuudessa, sillä konsolidaatiolla voidaan kasvun lisäksi saada synergiaetuja, suuruuden ekonomiaa ja helpotusta kilpailutilanteeseen. Strategia vaatii luonnollisesti osaamista ja merkittäviä resursseja, minkä takia pk-yrityksen rahkeet eivät tähän monesti itsenäisesti riitä. Myös riskit ovat monesti korkeita, sillä konsolidaatio vaatii luonnollisesti ainakin jonkin asteen halukkuutta myös muilta osapuolilta.

Panostaja on perinteisesti ollut aktiivinen add-on yritysostostrategian toteuttaja, mutta myös suuremmat yritysjärjestelyt (ostot / fuusiot) ovat luonnollisesti mahdollisia. Pienempien yhtiöiden lisääminen suurempaan (add-on) on perinteisesti kohtuullisen alhaisen riskin kasvustrategia ja hyvä tapa luoda omistaja-arvoa. Suuremmat järjestelyt sisältävät enemmän riskejä, mutta myös potentiaalinen lisäarvo on merkittävä. Yritysostoilla on ollut suuri merkitys esimerkiksi Granon menestystarinan luomisessa.

4/4 Luopuminen

Sijoitusprosessin viimeinen vaihe on luonnollisesti luopuminen eli myynti. Kuten ostossa, myynnin ajoituksella on erittäin suuri merkitys lopullisessa lopputuloksessa. Monesti luopumisessa suurin kysymys onkin ajoitus ja oikean ostajan löytäminen. Tässä vaiheessa luotu omistaja-arvo on saatava kaivettua esiin korkeana myyntihintana ja arvostustason selkeänä nousuna.

Panostajan onnistuessa yrityksen kehittämisessä, sen pitäisi tässä vaiheessa olla vähintään kokoluokkaa suurempi, hyvässä tulokunnossa (tietty tulosoptimointi kuuluu viimeiseen osaan), raportointi- ja muiden järjestelmien suhteen lähes pörssiyhtiön tasolla ja yleensäkin hyvässä kunnossa. Panostajan tarkoituksena on tässä vaiheessa saattaa yritys mahdollisimman nopeasti toimimaan itsenäisenä yhtiönä.

Pk-sektorilla arvonluonnissa yrityksen riskiprofiilin laskemisella on erittäin suuri merkitys; yritys on voinut kehittyä yrittäjävetoisesta ammattimaisesti johdetuksi yritykseksi ja alussa monesti merkittävä henkilöriski on samalla pienentynyt murto-osaan. Tämä tarkoittaa käytännössä huomattavasti korkeampaa arvostustasoa.

Omistaja-arvon luonti

Omistaja-arvon kasvattamiseen liittyvät elementit

Sijoittajien kannalta koko Panostajan sijoitustoiminnan menestys voidaan lopulta tiivistää tuottoihin. Näihin kuitenkin vaikuttavat monet elementit, minkä takia pyrimme avaamaan sijoitusstrategiaa eri alueisiin. Mielestämme oleellisimpia ovat seuraavat:

- Hyväksyttävien arvostuskertoimien nousu sijoitusaikana
- Yrityksen toiminnan kehittäminen (tuloksen kasvattaminen)
- Velkavivun käyttö

Elementit eivät ole missään erityisessä järjestyksessä ja niiden merkitys arvonluonnissa vaihtelee kohteittain. Kaikilla on kuitenkin lähtökohtaisesti oleellinen merkitys.

Arvonkehityksen kannalla uskomme ensimmäisen elementin olevan monesti erittäin tärkeä, mutta samalla se on vaikeasti ”hallittava”. Arvostuskertoimien nousuun (multiple expansion) liittyy oleellisesti ajoituksen onnistuminen; ostaminen halvalla ja myyminen kalliilla. Toki tähän kuuluu myös systemaattista työtä kuten yrityksen riskiprofiilin laskeminen, mutta ajoituksen onnistumisella on kuitenkin erittäin suuri merkitys.

Panostaja pyrkii tekemään ostot suunnilleen arvostustasolla EV/EBITDA 4x (yritysarvo/käyttökate), mikä on alhainen ja kuvastaa lähtökohtaisesti korkeaa riskitasoa. Listaamattomien yritysten riskiprofiili on lähtökohtaisesti aina korkea jo heikon likviditeetin takia. Monesti ne sisältävät merkittävän henkilöriskin (yrittäjä ja avainhenkilöt), ovat kohtuullisen pieniä ja niillä on harvemmin merkittäviä skaalautuvia tuotteita tai teknologioita. Näin ollen on selvää, ettei keskimääräisestä yhtiöstä kannata maksaa korkeita kertoimia. Vanhan sijoitusalan viisauden mukaan voitot tehdään ostettaessa, joten pidämme tärkeänä että Panostaja on kriittinen ja konservatiivinen ostettavien yhtiöiden hyväksyttävien arvostuskertoimien suhteen.

Myytäessä asetelma kääntyy ja Panostaja pyrkii saamaan maksimaalisen arvostustason. Jos kehitysohjelma on onnistunut suunnitelmien mukaan, korkeamman arvostustason saavuttamisen pitäisi olla helppoa riskiprofiilin pienennettyä ja yhtiön toiminnan vakaannuttua. Myös myynnissä ajoituksella on kuitenkin kriittinen merkitys. Uskoisimme Panostajan olevan keskimäärin tyytyväinen EV/EBITDA 6x kertoimeen, jolloin suhteellinen arvostustaso olisi noussut 50 %. Tämä on toki täysin teoreettinen ja riippuu tietysti täysin yrityksen liiketoiminnan, yrityksen näkymistä ja toimialan yleisestä kehityksestä. Nykyisestä portfolioista joissain arvostuskertoimien nousu on todennäköisesti korkeampi, kun taas toisissa on epäonnistuttu.

Yrityksen toiminnan kehittäminen tarkoittaa omistaja-arvon luonnissa pääasiassa yhtiön tulokunnan parantamista ja toisaalta riskiprofiilin pienentämisestä. Tähän toki liittyy yleinen kehitystoiminta, mitä käsittelemme jo sijoitusprosessissa, mutta tärkein elementti sijoituksen arvon kannalta on tuloksen kasvattaminen. Tulokasvun merkitys on luonnollisesti erittäin suuri erityisesti pitkällä sijoitushorisontilla; yrityksen tuloksen on kasvettava kohtuullista vauhtia, vaikka yrityksiä välillä on toki erittäin suuria eroja (kasvuyritys vs. kassavirtacase). Esimerkiksi 10 %:n vuosittainen tulokasvu kumuloituisi merkittäväksi tuotoksi 5-10 vuoden sijoitushorisontilla. Lisäksi tähän tarjoaisi vipua edellä mainittu arvostuskertoimien nousu.

Panostaja, kuten käytännössä kaikki pääomasijoitusyhtiöt, käyttää sijoitustoiminnassaan velkavipua nostaakseen tuottoja. Tämä nostaa merkittävästi tuottopotentiaalia, mutta nostaa tietysti samalla riskejä. Panostaja käyttää velkavipua kohtuullisesti ja pidämme tasoa järkevänä ajatellen konsernin yleistä riskiprofiilia. Hallitusti käytetty velkavipu luo sijoituksille uuden vivun ja mahdollistaa suuremman määrän sijoituksia samalla määrällä omaa pääomaa.

Riskit ovat kohtuullisen korkeita, mutta hallittavissa

Sijoitustoimintaan kuuluu luonnollisesti aina riskejä. Yrityksen harvoin kehittyvät oikeassa elämässä kuten suunnitelmissa. Ongelmat voivat olla sisäisiä, jolloin Panostajalla on mahdollisuuksia vaikuttaa niihin. Nämä riskit yhtiön toki pitäisi pystyä pääosin havaitsemaan Due Diligence-vaiheessa, joiden syvyys kuitenkin vaihtelee sijoituksien koon mukana. Lisäksi riskejä liittyy luonnollisesti ulkoisiin tekijöihin, kuten markkinakehitykseen. Esimerkiksi markkinakehitykseen Panostaja ei voi lähtökohtaisesti vaikuttaa, mutta se voi toki reagoida muutoksiin oikealla tavalla.

Mielestämme Panostajan sijoituksien hajautus on yleisesti hyvällä tasolla, kun puhutaan toimialoista ja liiketoiminta-

malleista. Huomautamme kuitenkin, että Panostajan tytäryhtiöistä valtaosa on riippuvaisia Suomen talouskehityksestä. Panostajan Suomi-riski onkin mielestämme merkittävä ja suurin heikkous ajatellen sijoitusten yleistä hajautusta.

Panostajan sijoitustoiminta on luonnollisesti riippuvainen yleisestä pääomamarkkinatilanteesta ja taloustilanteesta. Markkinatilanne vaikuttaa etenkin nykyisten sijoitusten arvostustasoon sekä hankinta- ja irtautumismahdollisuuksiin ja sitä kautta kassavirtaan ja omistuksien arvoon. Arvostustasoon vaikuttavat toimialojen operatiivinen kehitys sekä arvostuskertoimet, jotka molemmat riippuvat yleisistä markkinatekijöistä. Lisäksi kilpailutilanne yritysostotilanteissa sijoituskohteista on tyypillisesti kovin, kun markkinoilta on saatavissa reilusti rahoitusta.

Panostajan liiketoiminnan kehittämiseen liittyvät olennaisena osana yritysjärjestelyt, joihin liittyy aina riskejä. Tämä on Panostajan ydinliiketoimintaa, mutta kuitenkin yritysostojen ja yritysjärjestelyjen toteutus, ajoitus, hinnoittelu ja ostettujen yritysten integrointi vaikuttavat huomattavasti sekä lyhyen että pitkän aikavälin tuloksiin. Myös oletukset yritysjärjestelyiden tai investointien taloudellisesta kannattavuudesta ja saavutettavista eduista voivat osoittautua virheellisiksi. Tämän vuoksi yritysostojen ja investointien taloudellinen kannattavuus voi poiketa huomattavasti odotuksista. Erityisesti tämä voi heijastua yritysostossa syntyneeseen liikearvoon.

Konserni testaa vuosittain liikearvon sekä niiden aineettomien hyödykkeiden arvon, joilla on rajoittamaton taloudellinen vaikutusaika, mahdollista arvonalentumista. Yritysostoihin liittyvää liikearvoa on kirjattu konsernin taseeseen 49,7 MEUR, mikä on todella merkittävä osa (noin 35 %) Panostajan taseesta. Korostamme kuitenkin, että tämä on liiketoiminnassa normaalia ja jakautuu moniin eri yhtiöihin. Tätäkin riskiä yhtiö pystyy rajoittamaan oikealla hajautuksella.

Panostaja rahoittaa toimintansa oman pääoman lisäksi vieraan pääoman ehtoista rahoituksella. Osassa Panostajan vieraan pääoman ehtoista rahoitusta on kovenantti- tai muita ehtoja, jotka on sidottu konsernin omavaraisuuteen, kannattavuuteen tai omistususuuteen toisissa konserniyrityksissä. Nämä rajoitukset voivat vaikuttaa muuhun rahoitukseen jatkossa tai vastaavasti ne voivat joiltain osin viivästyttää tytäryhtiön velkojen maksua yhtiölle tai saattavat edellyttää neuvotteluja rahoittajan kanssa. Lisäksi huomautamme, että Panostajan vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on pääosin vaihtuvakorkoista, minkä takia yhtiön korkokulut seuraavat ilman suojaustoimenpiteitä merkittävästi lyhyiden markkinakorkojen muutoksia.

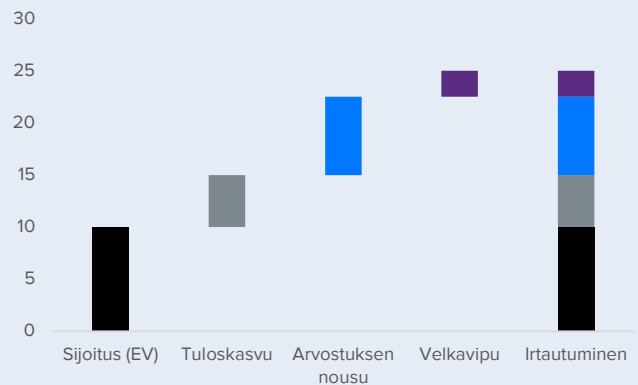
Panostajan toimintatapa ja arvonluontielementit

Panostajan toimintatapa

Hankinta	Integrointi	Kehittäminen	Luopuminen
- Enemmistöomistus suomalaisista pk-yrityksistä - Kasvu- tai uudelleenjärjestelyvaiheessa olevat toimialat - Panostettava pääoma omasta taseesta	- Yrityksen myyneelle yrittäjälle mahdollisuus luopumiseen - Ostettu yritys osaksi konsernia vakioitujen prosessien avulla - Toimitusjohtajalle tarvittavat työkalut ja järjestelmät yrityksen kehittämistä ja johtamista varten - Mahdollisuus omistuksen kautta sitoututtamiseen	- Rahoituksen kokonaisjärjestelyt - Aktiivinen hallitusyöskentely - Strategioiden luominen - Toimialatuntemus - Talouden, markkinoinnin ja johtamisjärjestelmien kehittäminen - Kasvu yritysostojen kautta	- Saattaa yritys mahdollisimman nopeasti toimimaan itsenäisenä - Irrottaa oikea-aikaisesti uudelle omistajalle - Omistaja-arvon kasvattaminen

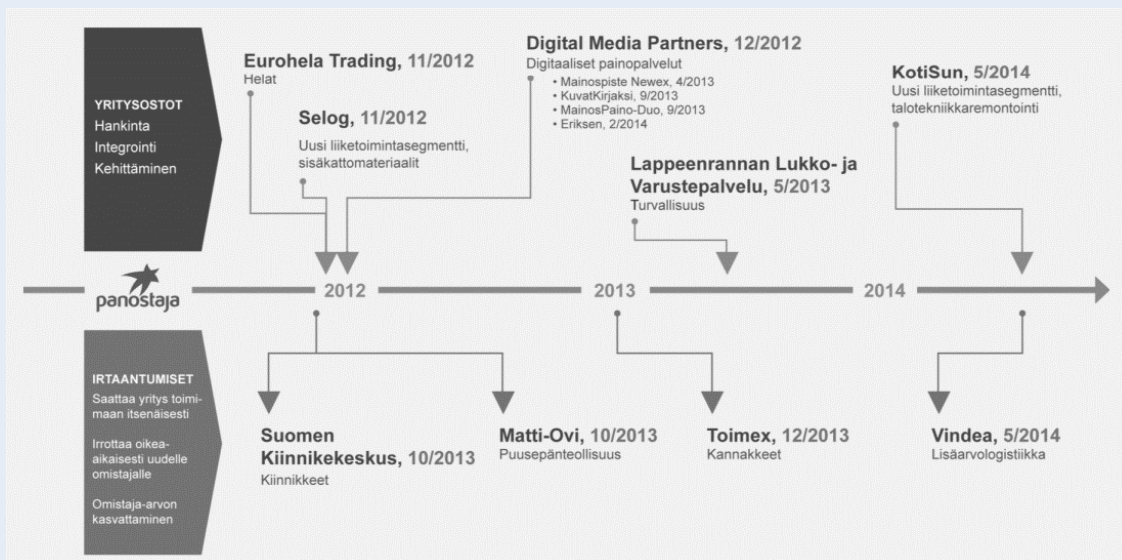
Lähde: Panostaja

Panostajan arvonluontielementit



Lähde: Inderes

Panostajan yrityskaupat ja irtautumiset 2012-2014



Lähde: Panostaja

”

Omistuksemme muodostavat tasapainoisen ja hajautetun kokonaisuuden. Meillä on myös valmius hankkia omistukseemme muutamia uusia kasvukykyisiä yrityksiä.
Toimitusjohtaja Juha Sarsama

Omistukset ja sijoitusportfolio

Panostajan portfolioon kuuluu Megaklinikan oston jälkeen yhdeksän tytäryhtiötä sekä kolme osakkuusyhtiötä. Lisäksi yhtiöllä on 8 %:n osuus Rollock Oy:ssä. Näiden sijoituksien arvo luo pohjan Panostajan osakkeen arvolle. Käsitlemme tässä kappaleessa portfolioon kokonaisuutena ja analysoimme myöhemmin kaikki tytäryhtiöt erikseen. Mielestämme Panostajalla on tasapainoinen portfolio, jossa on hyvä toimialahajautus. Merkittävä osa liiketoiminnasta on kuitenkin riippuvainen Suomen kehityksestä, mikä on mielestämme portfolioon suurin riski.

Sijoitusportfolio

Varsin tasapainoinen kokonaisuus

Panostajan nykyiseen portfolioon kuuluu yhteensä yhdeksän tytäryhtiötä (enemmistöomistus) ja kolme osakkuusyhtiötä (merkittävä vähemmistöomistus). Lisäksi yhtiöllä on 8 %:n osuus lukkoalan yrityksessä Rollock Oy:ssä. Portfolio on hyvin hajautettu eri toimialoille ja sisältää suhteellisen monipuolisesti yhtiöitä Suomen pk-sektorilta. Käsitlemme kaikki Panostajan omistukset erikseen tarkemmin seuraavissa kappaleissa, mutta pyrimme tässä luomaan lyhyen kokonaiskuvan ja määrittämään salkun profiilia pintapuolisesti.

Panostajan tytäryhtiöt ja niiden toimialat ovat:

- **Grano** - Digitaaliset painopalvelut
- **Flexim Security** - Turvallisuus
- **Kotisun** - Talotekniikkaremontointi
- **Takoma** - Konepaja
- **Selog** - Sisäkattomateriaalit
- **KL-Varaosat** - Autovaraosat
- **Helakeskus** - Helat
- **Heatmasters** – Lämpökäsittely
- **Megaklinikka** – Suun terveydenhoito

Sijoitussalkku sisältää mielestämme sekä menestystarinoita että epäonnistumisia. Selvästi salkun arvokkain omistus on näkemysmme mukaan Grano, jonka kehittämisessä Panostaja on onnistunut erinomaisesti. Arvioimme Panostajan Grano-omistuksen (65 %:n omistusosuus) markkina-arvon olevan tällä hetkellä noin 39 MEUR, mikä on karkeasti puolet Panostajan portfolioon kokonaisarvosta (83,6 MEUR). Arvon suhteen salkun hajautuksessa on siis puutteita, vaikka kohdemäärä ja toimialahajautus ovat mielestämme varsin hyviä.

Suurin epäonnistuminen on mielestämme pörssinoteerattu Takoma, johon Panostaja on vuosien varrella investoinut huomattavia summia, mutta yhtiö on kuitenkin tällä hetkellä yrityssaneerauksessa. Takoma on listattu Helsingin pörssissä ja yhtiön markkina-arvo on tällä hetkellä noin 6,5 MEUR (osakekurssilla 0,41 EUR). Vaikka Takoman tarina on toki vielä kesken, on selvää että sijoitus on tuhonnut huomattavan määrän omistaja-arvoa. Sijoitus oli

mielestämme väärin ajoitettu eikä taustalla todennäköisesti ollut konsolidaatioajatus onnistunut. Markkinatilanteen romahdettua Takoma ajautui nopeasti vaikeuksiin.

Portfolioon on monia yhtiöitä kehityskaaren loppupäässä

Panostajan nykyiseen portfolioon kuuluu yhteensä yhdeksän tytäryhtiötä, joista kuusi on ollut Panostajan omistuksessa yli 7 vuotta. Panostajan sijoitushorisontin ollessa noin 5-10 vuotta, monien yhtiöiden pitäisi olla lähestymässä exit-vaihetta.

Jos ajatellaan portfolioyhtiöitä sijoituksen kehityskaaren kautta, ylivoimaisesti suurin mielenkiintomme irtautumisista ajatellen kohdistuu Granoon. Uskomme Granon olevan täydessä exit-valmiudessa ja kysymys on vain ajoituksen optimoinnista. Oikean tarjouksen tullessa kaupat voitaisiin tehdä välittömästi, mutta uskomme irtautumisen tapahtuvan lähivuosina. Yhtiön kannattavuus on erittäin hyvällä tasolla, mutta DMP:n integrointi on vielä osittain kesken eikä kaikkia synergiahyötyjä ole vielä puristettu irti. Uskomme yhtiön olevan varsin kypsässä vaiheessa myös ajatellen kasvumahdollisuuksia yritysostoin ja toimipisteverkostoa laajentamalla. Odotamme Panostajan keskittyvän kuluvana vuonna lähinnä kannattavuuden ja toiminnan tehokkuuden optimointiin, jotta yhtiöstä saadaan paras mahdollinen hinta.

Flexim Security on myös kehittynyt hyvin ja on erittäin mielenkiintoinen yhtiö. Toimialalla on käynnissä suuri rakennemuutos, minkä takia käytännössä kaikki mahdollisuudet ovat mielestämme pöydällä ja Panostajan mahdollista irtautumista on hankala ajoittaa. Tilanne on samalla mielenkiintoinen ja haastava. Panostajan täytyy päättää Fleximin rooli toimialan murroksessa, jota ajavat sekä teknologiamuutokset että alan jättiläisen Abloyn toimet. Itsenäisenä toimijana jatkaminen on riski, sillä suuret kansainväliset yhtiöt omaavat aivan erilaiset resurssit ajatellen esimerkiksi Flexim Safea tuotetta. Jos nämä saavat luotua alalle ”standardin”, Fleximin suhteessa suuret panostukset omiin järjestelmiin voivat osoittautua kannattamattomiksi. Toisaalta jos Flexim pystyisi luomaan järjestelmän, joka olisi kilpailijoita parempi, olisi se luonnollisesti erittäin houkutteleva kohde yritysostolle kansainvälisellä potentiaalilla. Silloin kertoimet voisivat skaalautuvan liiketoiminnan takia olla aivan eri tasolla kuin perinteisessä liiketoimintakaupassa. Ostaja voisi levittää omien jakelukanaviensa kautta laajalle asiakaskunnalle.

Uskomme Panostajan seuraavan tarkasti toimialan liikkeitä, sillä näillä on merkittävä vaikutus myös Fleximin tulevaisuuden toimintaympäristöön. Periaatteessa on myös täysin mahdollista, että Abloy ostaisi Flexim Securityn pois, kuten se teki aikaisemmin Turvaykkösille.

KL-Varaosien tilanne on hieman ristiriitainen. Yhtiö olisi varmasti jo nykymuodossaan kohtuullisen kiinnostava ostokohde, mutta Panostaja on juuri laajentamassa yhtiön toimipisteverkostoa ja selvästikin kokee, että se voi viedä yhtiön vielä uudelle tasolle. Kokonaisuudessaan yhtiö on kehittynyt sijoitusaikana hyvin ja tehnyt vakaata tulosta. Panostajan kassavirtapohjainen sijoitusajatus on toiminut hyvin, joten mitään kiirettä irtautumiselle ei ole. Uskomme Panostajan haluavan nähdä nyt tehtyjen kasvuinvestointien tulokset ennen irtautumista, vaikka se todennäköisesti olisikin tällä hetkellä mahdollista kohtuulliseen hintaan. Näin ollen Panostajan irtautuminen KL-Varaosista tapahtuu arviomme mukaan aikaisintaan vuonna 2016.

Takomasta Panostaja todennäköisesti haluaisi irtautua, mutta se on tällä hetkellä mahdotonta järkevään hintaan. Yhtiön täytyy käydä läpi yrityssaneeraus, jossa Takoman elinkelpoiset liiketoiminnot erotetaan riippakivistä. Kun selviytyvät liiketoiminnot saadaan jälleen tulokuntoon ja taloudellinen tilanne alkaa tasapainotettua, voi Panostaja aloittaa irtautumisen suunnittelun. Tähän kuluu kuitenkin arviomme mukaan vuosia eikä asia ole toistaiseksi relevantti.

Hieman samanlainen tilanne on myös Heatmastersin suhteen, vaikka yhtiön taloudellinen tilanne on paljon parempi ja tulostakin saatiin käännettyä voitolliseksi. Yhtiö on kaukana tulospotentiaalistaan ja Panostaja tuskin pystyy saamaan yhtiöstä järkevää hintaa ennen kuin markkinatilanne paranee ja yhtiö saadaan kasvatettua uuteen kokoluokkaan. Tähän toki liittyy myös riskejä.

Panostajan sijoitussalkussa on vain kolme tuoreempaa sijoitusta, joissa yhtiö on vasta sijoitusajan alkupuolella. Nämä ovat Megaklinikka (2015), Kotisun (2014) ja Selog (2012). Näiden yhtiöiden kohdalla Panostajalla on vielä paljon kehitystyötä ja arvonnouppotentiaalia eikä irtautuminen ole ajankohtaista vuosiin. Erityisesti Kotisunissa näemme paljon potentiaalia. Kotisun on mielestämme lupaava sijoitus, joka on edelleen voimakkaassa kasvuvaiheessa ja liiketoimintamallia pyritään todennäköisesti laajentamaan vuosien aikana palvelemaan laajemmin omakotitalojen omistajien tarpeita. Myös Selogin tarina on Panostajan suhteen vasta alkuvaiheessa, joskin yhtiön profiili on hyvin erilainen ja enemmän keskittynyt kassavirtaan. Selogista olisi todennäköisesti mahdollista irtautua kohtuullisen nopeastikin, jos sopiva ostaja löytyisi. Megaklinikan tarina ja potentiaali alkaa hahmottua vasta sen jälkeen, kun konsepti on saatu testattua Tukholmassa.

Helat-liiketoiminta lienee koko ajan ”myynnissä”, jos sopiva ostaja löydetään. Liiketoiminta on viime vuosina käynyt läpi merkittävän rakennemuutoksen ja se on saatu nyt kohtuulliseen tulokuntoon. Alalla on kuitenkin edelleen konsolidaatiomahdollisuuksia ja tulokuntoa voidaan parantaa. Arviomme mukaan liiketoiminnan nykyinen arvo ja myös potentiaali on rajallinen Panostajan kokonaisuudessa.

Olemme esittäneet portfolioyhtiöt exit-valmiuden ja arvon mukaan kappaleen jälkeisissä graafeissa.

Sijoituksien profiilit

Sijoitusidea

Kaikilla Panostajan sijoituksilla on tietty idea sijoitusta suunniteltaessa. Oleellista ovat asiat kuten arvon oikea hahmottaminen, tapa jolla piilevä arvo saadaan realisoitua sekä sijoituksen riskiprofiili. Erilaisia caseja on luonnollisesti lukemattomia ja jokainen on erilainen, mutta yksinkertaistettaessa sijoitusideat voidaan jakaa kolmeen pääryhmään:

- **Buy & Build** - murroksessa olevalta toimialalta ostetaan vahva yhtiö, jonka ympärille tukevilla yritysostoilla pyritään rakentamaan markkinajohtaja. Oleellista on toimialan konsolidaatio, joka vaatii huomattavia pääomia ja sisältää riskejä. Arvonnousupotentiaali on kuitenkin erittäin suuri ajatuksen onnistuessa.
- **Kasvu** - ostetaan kasvuvaiheessa oleva yhtiö, joka pyritään hallituilla toimenpiteillä kasvattamaan seuraavaan kokoluokkaan. Tärkeää on erityisesti voimakkaan kasvun hallinta ja merkittävä potentiaali. Sijoituksen arvonnousupotentiaali on huomattava sekä tuloskasvun että arvostuskertoimien kautta.
- **Kassavirta** - perinteisesti kohdeyhtiö on alallaan jo vahvassa asemassa ja tekee hyvää tulosta sekä kassavirtoja. Yhtiöllä tai toimialalla ei ole merkittäviä kasvuajureita, mutta yhtiöllä on mahdollisuudet generoida huomattavia kassavirtoja. Profiilissa korostuu suhteellisen edullinen hinta ja kassavirtojen rooli, kun taas arvonnousupotentiaali on rajallisempi. Kassavirtasijoituksien riskiprofiili on yleensä kohtuullisen alhainen.

Näistä ensimmäinen on hyvin perinteinen strategia pääomasijoittajien keskuudessa. Buy & Build-strategia toimii erityisen hyvin sirpaloituneella toimialalla, jossa on paljon keskusuuria tai pieniä toimijoita, mutta toimialalla on kuitenkin tietty suuruuden ekonomia. Panostaja pystyy omilla resursseillaan osallistumaan toimialan konsolidoimiseen. Hyvä esimerkki strategian toteutumisesta on Grano, joka lähti Kopiajyvä yritysostosta ja jota on täydennetty sen jälkeen useilla muilla yritysostoilla.

Kasvuprofiili on myös erittäin selkeä Panostajan kokoluokassa. Yrittäjävetoisissa yrityksissä kasvuun liittyy yhä korkeampia riskejä, kun yhtiö ylittää tietyn kokoluokan. Yhtiöstä tulee yksinkertaisesti liian monimutkainen kokonaisuus yrittäjän hallittavaksi ilman oikeanlaisia työkaluja ja järjestelmiä. Monesti tämä tapahtuu juuri Panostajan sijoitusluokassa, jolloin yrityksen liikevaihto ylittää 10 MEUR. Panostaja pystyy tarjoamaan osaamisen lisäksi hyvät työkalut kasvun hallintaan, mikä on monesti erittäin arvokasta. Oleellista tässä sijoitusprofiilissa on luonnollisesti merkittävät kasvumahdollisuudet.

Kassavirtaprofiili on kaikessa yksinkertaisuudessaan kohde, jolla on vahvat kassavirrat mutta rajalliset mahdollisuudet kasvuun ja arvon huomattavaan nousuun. Koska arvonnousupotentiaali on lähtökohtaisesti pienempi, kassavirtacaseissa ostohinnan merkitys on kriittinen.

On myös tärkeää huomioida, että sijoitusajatus voi muuttua ajan kuluessa. Kasvuyhtiön, joka ei kuitenkaan hae kansainvälistymistä, on hyvin luonnollista muuttua kassavirtayhtiöksi vuosien kuluessa. Joskus voi toisaalta käydä niin, että kasvupotentiaali arvioidaan alun perin väärin ja strategiaa muutetaan kassavirtapohjaiseksi. Luonnollisesti onnistunut Buy & Build-strategia vaatii, että alalta löytyy myös halukkaita myyjiä eivätkä hinnat nouse liian korkeiksi. Näin ollen on hyvä ymmärtää, että tilanne voi elää alkuperäisestä ajatuksesta ja Panostajan on pystyttävä reagoimaan ulkoisiin tekijöihin.

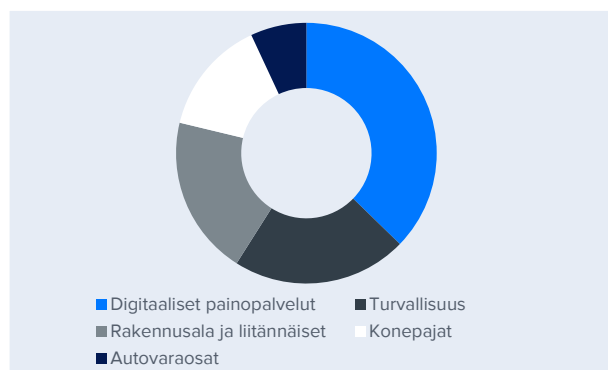
Hajautus ja riskiprofiili

Toimialahajautus on varsin laaja

Panostajan sijoitukset ovat jakautuneet kohtuullisen hyvin eri toimialoille. Yhdeksän yhtiötä toimivat kaikki eri toimialoilla, joskin Kotisun, Selog ja Helakeskus ovat kaikki liitännäisiä rakentamiseen. Kotisun ei kuitenkaan ole riippuvainen rakentamisen tasosta, sillä kyse on vanhojen omakotitalojen remontoinnista. Myöskin muut yhtiöt toimivat pienillä nicheillä, joissa voi pärjätä hyvin rakennusmarkkinoiden ollessa yleisesti heikolla tasolla kuten tällä hetkellä. Toki rakennusaktiviteetin piristyminen auttaisi selvästi yhtiöitä.

Teknologiaateollisuudessa (konepajat) Panostajalla on myös kaksi yhtiötä, joista kumpikaan ei ole kuitenkaan tällä hetkellä hyvässä tulokunnossa tai erityisen arvokas. Muuten yhtiöiden toimialat poikkeavat selvästi toisistaan. Suurin toimiala on digitaaliset painopalvelut puhtaasti Granon selvästi muita suuremman kokoluokan takia.

Liikevaihdon jakautuminen sektoreille 2014



Lähde: Inderes / Panostaja, ei sisällä Megaklinikkaa

Arvo on keskittynyt Granoon

Näkemyksemme mukaan Panostajan portfolion arvo on keskittynyt voimakkaasti Granoon. Arvioimme Granon arvon olevan noin 39 MEUR, mikä on noin 47 % koko portfoliosta. Tämä on mielestämme merkittävä riski, vaikka Granon liiketoiminta on varsin defensiivistä ja pidämme yhtiön riskiprofiilia kohtuullisen pienenä.

Jos Granon lisäksi katsomme myös Flexim Securityä, arvioimme mukaan toiseksi arvokkainta omistusta, keskittyy portfolion arvo yhä voimakkaammin. Arvioimme mukaan Panostajan omistuksen arvo Fleximissä on noin 13 MEUR (Fleximin EV noin 29 MEUR), joten yhdessä Granon kanssa nämä kaksi sijoitusta vastaavat noin 63 %:sta koko portfoliosta. Kolmanneksi suurimman arvon (myös lähes 13 MEUR) annamme tällä hetkellä omistukselle KotiSunissa, jonka mukaantulo nostaa kolmen yhtiön osuuden jo 78 %:iin portfoliosta.

Mielestämme Panostajan arvo on voimakkaasti keskittynyt näihin kolmeen, minkä takia käsittelemme yhtiöitä muita tarkemmin myös tässä raportissa. Hajautuksen kannalta arvon hyvin epätasainen jakautuminen on mielestämme heikkous. Emme näe tätä kuitenkaan ongelmana, kunhan sijoittaja tiedostaa tilanteen.

Suomi on suurin riski

Panostajan sijoittajat keskittyvät strategian mukaisesti suomalaisiin pk-yrityksiin, joten on selvää että salkun Suomi-riski on merkittävä. Huomautamme kuitenkin, että riippuvuus Suomen talouskehityksestä on vielä huomattavasti suurempi kuin esimerkiksi sijoittajalle, joka omistaa yhtiöitä pelkästään Helsingin pörssistä. Vaikka monilla Panostajan tytäryhtiöillä on vientiä, on Suomi ylivoimaisesti suurin markkina yhtiöille – konsernin liikevaihdosta noin 94 % tulee Suomesta. Suomen talousnäkymät eivät ole lähivuosille ruusuiset, joten sijoittajien on erittäin tärkeää huomioida tämä riski. Kansainvälistä hajautusta sijoittaminen Panostajaan ei auta.

Syklisyys

Sykliseksi kutsutaan yhtiöitä, joiden liikevaihto ja tulos nousevat ja laskevat merkittävästi talouden suhdanteiden mukana. Panostajan portfoliossa voimakkaasti syklisiä ovat mielestämme ainakin konepaja Takoma ja Heatmasters, joiden lisäksi myös rakennusalaan liitännäisiä yhtiöitä voidaan pitää kohtuullisen syklisinä. Yhtiöiden syklisyys vaikuttaa portfolion riskiprofiiliin. Erityisesti se vaikuttaa ostojen ja myyntihetkillä, kun sijoittajan täytyy pystyä arvioimaan oikein syklin vaihe ja "normaali" tulostaso. Muuten sijoittaja voi hyvin maksaa liikaa yhtiöstä ostossa ja toisaalta myydä liian halvalla. Erilaisia profiileja voidaan sanoa olevan seuraavat:

Etusykliset eli yhtiöt, joiden tuotteiden kysyntä nousee ja putoaa suhdannetaantumien ja -huipun jälkeen ensimmäisenä, esimerkiksi kaivos- ja perusmetalliyhtiöt. Panostajan portfoliossa ei ole kategoriaan sopivia yhtiöitä.

Sykliset yhtiöt, joiden tulokset nousevat vasta alkusyklisten jälkeen, esimerkiksi rakennusyritykset ja useimmat konepajat. Esimerkiksi Heatmasters, Helat ja jossain määrin myös Selog kuuluvat mielestämme tähän ryhmään.

Jälkisykliset yhtiöt, jotka saavuttavat huippunsa suhdannekierron loppupuolella, esimerkiksi suuria investointituotteita valmistavat alat, kuten laivanrakennusteollisuus. Takoma on lähtökohtaisesti jälkisyklinen yhtiö, sillä sen kysyntä perustuu suuriin investointihyödykkeisiin.

Defensiiviset yhtiöt, joiden toimintaan suhdanteet eivät merkittävästi vaikuta, esimerkiksi sähköntuotanto, elintarvike- ja lääketeollisuus. Vaikka yhtäkään Panostajan sijoituksista ei voi väittää täysin defensiiviseksi, ovat Grano ja KL-Varaosat osoittaneet kysynnän olevan pitkälti riippumaton taloussykleistä.

Erityisesti syklisyys vaikuttaa portfolioon, jos suuri osa yhtiöistä liikkuu samassa syklissä eli tulokset laskevat ja nousevat samassa tahdissa. Riskien hallinnan pettäessä tämä voi pakottaa myynteihin heikoimmassa syklissä, koska portfolioon kyky tuottaa kassavirtaa on syklin pohjalla kokonaisuudessaan heikko. Toisaalta hyvin tasapainotettu portfolio tuottaa kassavirtaa tasaisesti talouden syklien läpi, koska sen sisältämät yhtiöt kulkevat koko ajan eri vaiheissa tai ovat defensiivisiä. Panostajan tämän hetken portfolioissa jakauma on mielestämme varsin tasainen.

Portfolio sisältää paljon sijoituksia vuodelta 2007

Panostajan portfolio sisältää viisi yhtiötä, jotka on hankittu vuonna 2007. Tämä ei ollut hyvä aika olla ostolaidalla, sillä yleisesti sekä tulostasot että arvostustasot olivat korkealla ennen finanssikriisin puhkeamista vuonna 2008. Erityisen huono sijoitustilanne oli teollisuudessa, mikä selittää Panostajan epäonnistumisen Takoman kanssa.

Mielestämme on selvää, että Panostajan sijoitus Takomaan on tuhonnut arvoa. Takomassa Panostaja on jo tehnyt alaskirjauksia, mutta viimeistään mahdolliset myyntitappiot realisoituvat yhtiön irtaantuessa tästä. Käytännössä tällä ei ole kuitenkaan suurta merkitystä, sillä oma arvonnäilyksemme perustuu osien summa-arvolle, ei Panostajan taseessa sijoituksille oleviin arvoihin. Tasearvojen heikentymisellä olisi merkitystä, jos nämä aiheuttaisivat yhtiölle rahoitusvaikeuksia, mitä emme pidä realistisena. Yhtiöllä on kuitenkin myös taseessa aliarvostettuja omaisuuseriä, kuten Grano, mitkä kompensoivat mahdolliset arvonalennukset.

Samalla täytyy sanoa, että kaikki vuonna 2007 tehdyt sijoitukset eivät ole kehittyneet heikosti. Erityisesti Flexim Security on kehittynyt erittäin positiivisesti ja myös KL-Varaosat, joka on ollut Panostajalle erityisesti kassavirtasijoitus, on vastannut odotuksia.

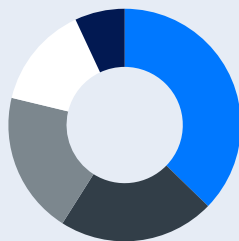
Panostajan omistukset

Panostajan omistukset vuoden 2014 lopussa

GRANO > Digitaaliset painopalvelut > Sijoitusvuosi 2008, 2012 (Kopijyvä, DMP). > Markkinointiviestintä-, paino- ja tulostuspalvelujen markkinajohtaja Suomessa. > 2014 liikevaihto 58 milj. euroa, henkilöstö 497.	Flexim Security > Turvallisuus > Sijoitusvuosi 2007. > Suomen johtava asiantuntija huolehtoman ja turvallisen kulutuksen kehittäjänä. Tuote- ja palveluvalikoima kattaa lukitusratkaisut, ovenavaustekniikat, oviautomaattien ja turvatekniikan. > 2014 liikevaihto 34 milj. euroa, henkilöstö 249.	kotisun > Talotekniikkaremontointi > Sijoitusvuosi 2014. > Konseptoituja käyttövesi- ja lämpöverkko-remontteja kuluttajille avaimet käteen -palveluna. > Noussut alan suurimmaksi ja tunnetuimmaksi toimijaksi Suomessa. > 2014 liikevaihto 9 milj. euroa (ajalta 5-10/2014), henkilöstö 113 (vuoden 2013 liikevaihto 12,5 milj. euroa)	HELA HESHUS > Helat > Sijoitusvuosi 2007. > Suomen Helakeskus maahantuo ja myy kalusteteollisuuden helatarvikkeita, Rakennushelasto markkinoi ovi- ja ikkunateollisuuden tarvikkeita ja rakennuslevyjä. > 2014 liikevaihto 11 milj. euroa, henkilöstö 33.
TAKOMA Oyj > Konepaja > Sijoitusvuosi 2007. > Mekaanisen voimansiirron tuotteita ja palveluita meri- ja offshore-teollisuudelle sekä kaivos-teollisuudelle. > 2014 liikevaihto 15 milj. euroa, henkilöstö 92.	SELOG > Sisäkattomateriaalit > Sijoitusvuosi 2012. > Sisäkattomateriaalien tukkuliike, palvelee alan urakoitsijoita ja asentajia. > Laskenta-, suunnittelu- ja logistiikkapalvelut. > 2014 liikevaihto 11 milj. euroa, henkilöstö 13.	KL-Varaosat > Autovaraosat > Sijoitusvuosi 2007. > Mercedes-Benz ja BMW-henkilö-autojen alkuperäisvaraosten ja tarvikkeiden maahantuontia, tukkukauppaa ja jälleenmyyntiä. > Palvelee autokorjamoita, jälleen- ja vähittäismyyjiä, yksityisiä kuluttajia ja yritysasiakkaita. > 2014 liikevaihto 11 milj. euroa, henkilöstö 47.	HEATMASTERS > Lämpökäsittely > Sijoitusvuosi 2007. > Valmistaa lämpökäsittelypalveluita ja lämpökäsittelylaitteita energia-, kemia- ja konepajateollisuudelle. > 2014 liikevaihto 7 milj. euroa, henkilöstö 59.

Lähde: Panostaja (lista ei sisällä Megaklinikkaa)

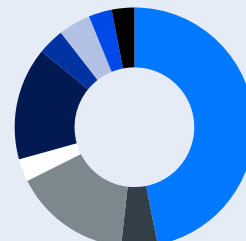
Liikevaihdon jakautuminen toimialoittain (2014)



■ Digitaaliset painopalvelut
■ Turvallisuus
■ Rakennusala ja liitännäiset
■ Konepajat
■ Autovaraosat

Lähde: Inderes

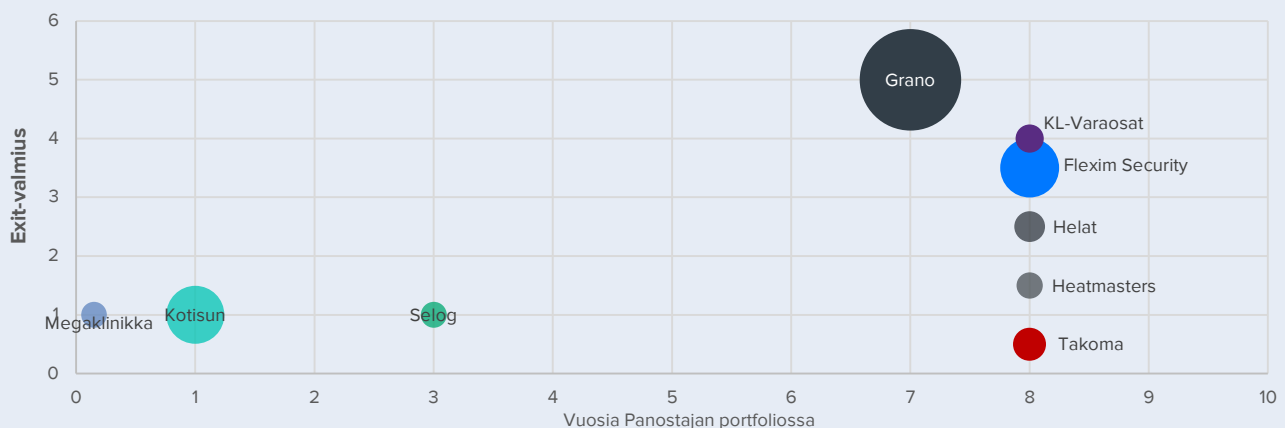
Arvon jakautuminen liiketoimintoihin



■ Grano
■ Selog
■ Helat
■ Takoma
■ Flexim Security
■ KL-Varaosat
■ Heatmasters
■ Megaklinikka

Lähde: Inderes

Hahmotelma Panostajan tytäryhtiöiden elinkaaresta



Hahmotelmassa pyritti kuvaamaan ympyröiden koolla suhteellista arvoa. Vaakatasolla on Panostajan sijoitusajankohdat ja pystyasolla olemme arvioineet yhtiöiden exit-valmiutta asteikolla 1-5. Lähde: Inderes

Grano

Grano syntyi keväällä 2014, kun Kopijyvä ja DMP yhdistyivät. Yhtiö valmistaa digi- ja printtipalveluihin liittyviä tuotteita, markkinointia ja ratkaisuja. Grano on alallaan Suomessa johtava toimija ja yhtiöllä on toimintaa myös Virossa ja Venäjällä. Mielestämme Grano on selvästi Panostajan merkittävin omistus ja arviomme sen yritysarvon olevan noin 68 MEUR (2015e EV/EBITDA 7x) Panostajan omistuksen (65 %) markkina-arvon olevan noin 39 MEUR. Yhtiö on saavuttanut valtaosan potentiaalista ja uskomme Panostajan irtautuvan Granosta lähivuosina.

Yhtiö ja toimiala

Grano on digipainopalveluiden markkinajohtaja

Grano valmistaa digi- ja printtipalveluihin liittyviä tuotteita, markkinointia ja ratkaisuja. Grano on alallaan Suomessa johtava toimija ja yhtiöllä on toimintaa myös Virossa ja Venäjällä. Mahdollinen kansainvälistyminen on kuitenkin vielä hyvin alkuvaiheessa emmekä usko, että Panostaja lähtee kehittämään yhtiötä kansainvälisesti. Toistaiseksi Panostajalle riittänee se, että Grano pystyy rakentamaan vahvan aseman Suomen markkinoille.

Grano syntyi kun Kopijyvä Oy ja DMP-Digital Media Partners Oy yhdistyivät 1.6.2014. Samalla syntyi Suomen suurin ja merkittävistä toimijoista parhaimmin kannattava graafisen alan yritys. Granon liikevaihto oli vuonna 2014 57,8 MEUR ja liikevoitto oli 7,1 MEUR. Yhtiö työllistää 497 henkilöä ja toimii Suomessa 12 paikkakunnalla, minkä lisäksi yhtiöllä on toimintaa Virossa ja Venäjällä.

Onnistunut kasvutarina

Grano on kasvanut Panostajan omistusaikana voimakkaasti. Granon pohjan loi alun perin Kopijyvä, jonka Panostaja osti vuonna 2008. Kopijyvä on Suomen johtava paino- ja tulostuspalveluja tarjoava yritys, joka on keskittynyt digitaaliseen painamiseen. Ensimmäisenä toimintavuotenaan osana Panostaja-konsernia eli vuonna 2009 yhtiön liikevaihto oli 13,5 MEUR, minkä jälkeen kasvu on ollut hurjaa. Vuonna 2014 Granon liikevaihto oli 57,8 MEUR eli liikevaihto on kasvanut noin 3,8-kertaiseksi viiden vuoden aikana.

Vaikka orgaaninen kasvu on ollut myös vahvaa, kasvua on tuettu myös merkittävillä yritysostoilla. Suurin näistä oli vuonna 2012 tehty DMP-ostos, mikä nosti Granon profiilia erityisesti pääkaupunkiseudulla. Kopijyvällä ei ollut yhtään toimipistettä pääkaupunkiseudulla, mutta se oli DMP:n kotipaikka. Samalla yritysosto laajensi selvästi yhtiön tarjontaa markkinoinnin suuntaan. DMP on markkinoinnin toteuttaja, joka on erikoistunut perinteisiin ja digitaalisiin markkinoinnin taktisiin tuotantoihin.

Toimiala on murroksessa

Painomarkkinat ovat olleet murroksessa jo pitkään ja kehityksen odotetaan myös jatkuvan samansuuntaisena. Perinteisillä painomarkkinoilla on ylikapasiteettia ja painojen käyttöasteet ovat yleisesti alhaisia, mikä luonnollisesti painaa alalla toimivien yhtiöiden kannattavuutta. Painojen kokonaisvolyymit ovat laskussa, koska perinteinen offset-painaminen vähenee koko ajan.

Samaan aikaan kun perinteinen painaminen on laskussa, digitaalinen painaminen kasvaa ja valloittaa alaa. Digitaalinen painaminen ei tule kokonaan syrjäyttämään perinteistä painamista, vaan se lähentyy laadullisesti ja kustannustehokkuudessa perinteistä offsetpainamista. Tällä hetkellä suurin kasvu tulee markkinoinnin digitaalisista tuotannoista. Tuoteryhmistä voimakkaimmin kasvavat suurkuvatulostaminen ja 4-väriset digipainopalvelut.

Suomessa ala on käynyt viime vuosina läpi konsolidaatiota, jossa Panostaja on ollut merkittävä tekijä. Konsolidaation arvioidaan edelleen jatkuvan ja pienten toimijoiden määrän laskevan. Johtavassa asemassa olevan Granon kannalta positiivista on se, että digitaalisessa painamisessa markkinoille tulokynnys on korkea. Tämä johtuu pääasiassa siitä, että asialliset tuotantovälineet vaativat merkittäviä investointeja. Vaikuttaa siltä, että lopulta alalle jää muutama suuri yhtiö. Digitaalisen painamisen puolella näihin kuuluvat todennäköisesti ainakin Grano ja sen pääkilpailija Multiprint.

Painopalveluiden asiakkaita ovat ensisijaisesti teollisuus, kauppa, julkishallinto, oppilaitokset ja yritykset sekä teknisissä piirustuksissa rakennusliikkeet. Näiden ulkoistus sopimukset ovat mm. Granolle erittäin mielenkiintoisia, sillä erikoistunut tekijä pystyy tehostamaan prosessia, mistä hyötyvät molemmat osapuolet.

Kilpailutilanne

Granon selvästi tärkein kilpailija on Multiprint, jonka liikevaihto vuonna 2013 oli noin 21,8 MEUR ja käyttökatemarginaali noin 7,3 %. Grano ja Multiprint ovat digipaino, suurkuva ja offset-taloja ja ne ovat selvästi alan suurimmat yhtiöt Suomessa ilman rotaatiopainamista tai pakkaamista. Kilpailukenttä jakaantuu selvästi offset-painamiseen ja digipainamiseen. Lisäksi merkittäviä kilpailijoita ainakin alueittain ovat Punamusta-konserni, Morning Digital Design Oy sekä Kopio Niini Oy.

Alan yleinen kannattavuustaso on selvästi heikompi kuin Granolla. Offsetpainamisessa kannattavuus on yleisesti erittäin heikko edellä mainitun ylikapasiteettitilanteen takia. Lisäksi alalla on ”hintahäiriköitä”, jotka painavat yleisesti hintatasoa ainakin pienessä mittakaavassa. Nämä voivat olla esimerkiksi pieniä paikallisia toimijoita, jotka pyrkivät lähinnä selviämään hengissä haastavassa markkinatilanteessa.

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

Kasvu- ja tulospotentiaali

Kasvumahdollisuudet Suomessa supistuvat

Granolle relevantti markkina kasvaa tällä hetkellä noin 5-6 %:n vuosivauhtia, joten kasvunopeus on edelleen hyvä. Kasvu perustuu toimialan murrokseen, jossa Grano on hyvässä asemassa. Huomautamme, että yleisesti painoalan kasvu on huomattavasti vaisumpaa.

Suomen markkinat alkavat tässä vaiheessa olla pitkälti ”jaetut”, mikä tarkoittaa että toimipisteiden avaaminen uudessa kaupungissa on ainakin vähemmän kannattavaa. Kaikissa merkittävässä kaupungeissa on omat yhtiönsä, joiden asema on perinteisesti varsin vahva. Tämä heikentää Granon mahdollisuuksia suurempiin kasvuharppauksiin lähivuosina ilman yritysostoja. Alan konsolidaatio on edelleen kesken, joten yritysostot lienevät mahdollisia ja todennäköisin tapa tehdä merkittäviä kasvuharppauksia.

Kannattavuudessa Grano on jo lähellä alan täyttä potentiaalia

Granon käyttökate-% ja liikevoitto-% olivat tilikaudella 2014 16,7 % ja 12,4 %. Nämä ovat erinomaisia lukemia toimialalla, jolla suurin osa taistelee noin 8 %:n käyttökate- ja DMP (2013 käyttökate 18,3 %) ja DMP (2013 käyttökate 14,6 %) kuuluivat alan parhaiten kannattaviin yrityksiin, joten Granon erinomainen kannattavuus ei ole yllätys.

Uskomme kuitenkin, ettei kaikkia kustannushyötyjä ole vielä saatu fuusiosta irti, minkä takia uskomme kannattavuuden olevan lähivuosina suunnilleen 12,5 %:n tasolla (suhde käyttökatteeseen pysynee samana). Samalla kun sisäinen tehokkuus paranee, uskomme alan yleisen kustannuspaineen estävän suuremman kannattavuusparannuksen. Vuoden 2015 ensimmäisen neljänneksen Granolle vaisu tulos (liikevoitto 5,8 % liikevaihdosta) herätti hieman huolia kannattavuuden

suhteen, mutta yhtiöllä on tehostamissuunnitelma ja uskomme loppuvuoden olevan parempi.

Yleisesti uskomme kannattavuusparannuksien olevan jatkossa haastavia saavuttaa ja arviomme mukaan yhtiö on jo lähellä toimialan luonteen asettamia rajoja. Mielestämme tämä on myös hyvä huomioida irtautumisen ajoitusta ajatellen. Kun integraatiohyödyt on saatu kokonaisuudessaan irti, uskomme ajan olevan kypsä Panostajan exitille. Ennen pitkää Granon tuloskasvuvauhti tulee kuitenkin väkisin hiipumaan alan yleisen kasvun tasolle ilman yritysostoja. Suhteellisen kannattavuustason lasku olisi negatiivista mahdolliselle irtautumishinnalle, joten kuluvan vuoden tuloskehitystä tullaan seuraamaan tarkasti.

Arvo ja potentiaalinen exit

Arvonmäärityksen perusta

Granolla on erittäin vahva asema kasvavalla markkinalla, se on erittäin hyvin kannattava (vaikka ala yleisesti ei ole) ja näkymät ovat mielestämme positiiviset. Yhtiö on vakiinnuttanut asemansa ja sen riskiprofiili on suhteellisen alhainen. Nämä ovat vahvoja argumentteja korkeille arvostuskertoimille.

Samalla täytyy kuitenkin huomioida, että Suomessa kasvumahdollisuudet ovat tässä vaiheessa rajalliset ja kansainvälinen kasvu toisi mukanaan kokonaan uudet haasteet (osaaminen, resurssit, riskit). Grano olisi mielestämme erittäin houkutteleva ostokohde esimerkiksi eurooppalaiselle toimijalle, joka haluaisi ostaa jalansijaa Suomesta. Teollinen ostaja olisi todennäköisesti positiivinen skenaario myös arvostustasoa ajatellen. Suomessa toimialalta ei todennäköisesti löydy yhtiötä, joka voisi ostaa Granon ilman ongelmia resurssien (raha) tai viranomaisten (määräävä markkina-asema) kanssa. Granon kokoluokka tekee siitä myös mahdollisen kohteen Panostajaa astetta isommalle pääomasijoittajalle, joka voisi mahdollisesti laajentaa toimintaa ulkomaille.

Lisäksi lieviä huolia liittyy yhtiön erinomaisen kannattavuustason kestävytyteen rakennemuutoksen kuorissa olevalla alalla. Kannattavuustason mahdollinen lasku painaisi tulosta, mikä taas heijastuisi arvostustasoon. Vaikka erittäin hyvä kannattavuustaso on luonnollisesti positiivinen asia, se voi painaa arvostuskertoimia tuloskasvupotentiaalin ollessa normaalia rajatumpi.

Mielestämme Granolle voidaan hyvin perustella noin EV/EBITDA-kerroin 6-8x, mikä antaisi vuoden 2015 tulosenusteella Granon yritysarvoksi noin 58-77 MEUR. Tämä haarukka tarkoittaisi toisaalta EV/EBIT-kerrointa 8-11x.

Arvo ja arvostuskertoimet

Arvonmääritys	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2015e)	6,0	-	8,0
EV/EBIT (2015e)	8,2	-	10,9
EV/S (2015e)	1,0	-	1,3
Arvohaarukka (MEUR)	58	-	77

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	67,6	MEUR
Alakonsernin nettovelat	6,9	MEUR
Markkina-arvo	60,7	MEUR
Panostajan osuus	39,4	MEUR

Lähde: Inderes

Panostaja maksoi vuonna 2008 Kopijyvästä noin 17 MEUR (koko osakekanta) ja vuonna 2012 DMP:stä 13,7 MEUR (koko osakekanta). Näitä lukemia täytyy suhteuttaa koko osakekannan markkina-arvoon (arvio noin 61 MEUR) samalla kuitenkin muistaen, että yhtiö on tehnyt muitakin yritysostoja (todennäköisesti voitu tehdä tulorahoituksella). Joka tapauksessa on selvää, että Grano on ollut erittäin tuottoisa sijoitus Panostajalle vuosien varrella erittäin hyvän tulokuntensa ja kassavirtansa takia. Irtautumisen toteutuessa luvassa on myös muhkea myyntivoitto verrattuna nykyiseen tasearvoon.

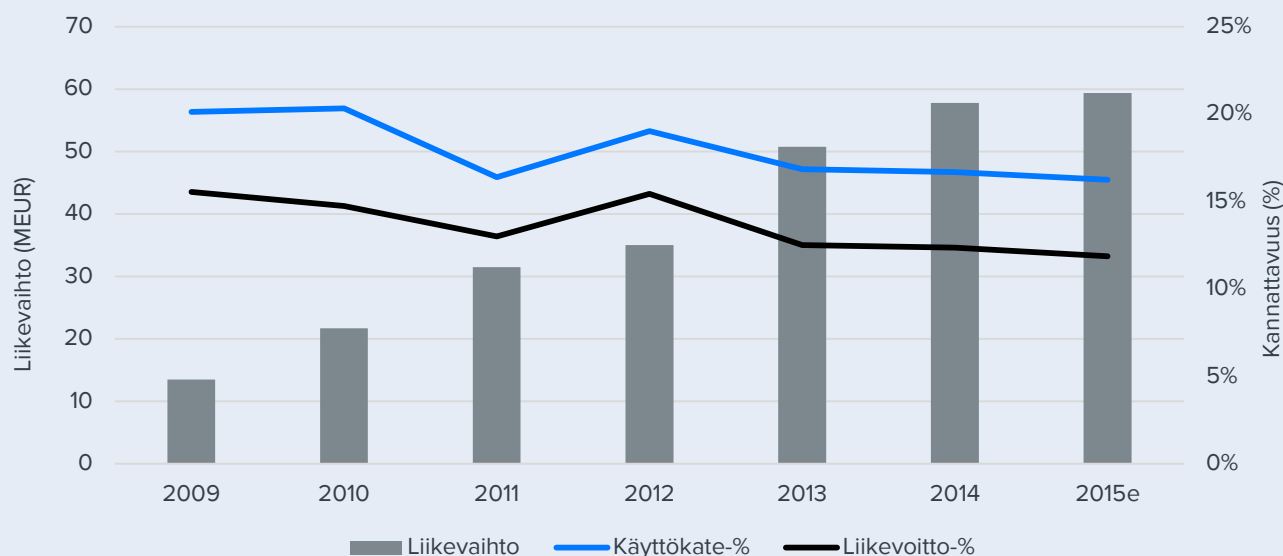
Exit toisi Panostajalle huomattavia pääomia

Arviomme mukaan Grano on ylivoimaisesti Panostajan portfolion arvokkain omaisuuserä. Jos Granon arvo olisi arviomme mukainen noin 39 MEUR, se vastaisi lähes 46 % Panostajan yritysarvosta (EV noin 85 MEUR). Markkina-arvosta tämä olisi luonnollisesti vielä suurempi osa, mutta velkojen huomiotta jättäminen olisi sijoitusyhtiössä harhaanjohtavaa. Joka tapauksessa arvo on erittäin oleellinen Panostajan osakkeen kannalta ja toteutuessaan yrityskauppa tulee olemaan merkittävä ajuri osakkeelle.

Uskomme Panostajan pyrkivän irtautumaan Granosta lähivuosien aikana. Vuosi 2015 on mahdollisesti vielä integroinnin ja optimoinnin aikaa, mutta exit voisi hyvinkin tapahtua vuonna 2016. Toki sijoitusyhtiön peruslogiikkaan kuuluu se, että kaikki on myynnissä, jos hinnasta sovitaan. Näin ollen exit voi periaatteessa tapahtua nopeastikin, jos Panostaja kokee hinnan oikeaksi. Lisäksi irtautumispäätökseen varmasti vaikuttaa myös se, onko tarjolla houkuttelevia ostokohteita, joihin pääomia tarvittaisiin. Uskomme Panostajan näkevän nykyisen markkinatilanteen otolliseksi yritysostoille, mutta yhtiön yritysostot ovat perinteisesti sen verran pieniä, ettei yhtiö ainakaan toistaiseksi tarvitse lisäpääomia.

Granon avainluvut ja arvostus

Digitaaliset painopalvelut - avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Arvon (EV) hahmottaminen matriisissa

Arvomatriisi (EV)		Kannattavuus (EBITDA-%)				
MEUR		15 %	16 %	17 %	18 %	19 %
EV/EBITDA-kerroin	5	45	48	50	53	56
	6	53	57	61	64	68
	7	62	67	71	75	79
	8	71	76	81	86	90
	9	80	86	91	96	102
	10	89	95	101	107	113

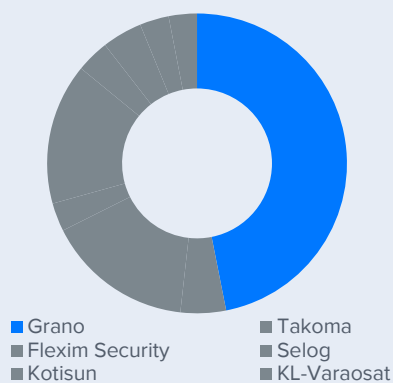
Lähde: Inderes

Näkemyksemme Granon arvosta

Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2015e)	6,0	- 8,0
EV/EBIT (2015e)	8,2	- 10,9
EV/S (2015e)	1,0	- 1,3
Arvohaarukka (MEUR)	58	- 77
Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	67,6	MEUR
Alakonsernin nettovelat	6,9	MEUR
Markkina-arvo	60,7	MEUR
Panostajan osuus	39,4	MEUR

Lähde: Inderes

Granon arvon osuus koko portfolioista



Lähde: Inderes

Flexim Security

Flexim Security Oy on turvallisuusalan yhtiö, joka tarjoaa ratkaisuja sekä työajanhallinnassa että turvallisuus-, oviympäristö- ja lukitusratkaisuihin. Yhtiö tarjoaa kokonaisratkaisuja, jotka palvelevat tilojen käyttäjiä ja toiminnan tarpeita. Yhtiöllä on mielenkiintoinen tarina ja näemme paljon potentiaalia erityisesti skaalautuvassa Flexim Safea-tuotteessa, mutta toimialan murrokseen liittyy myös merkittäviä riskejä. Annamme tässä vaiheessa Fleximille yritysarvon (EV) 29 MEUR, joten se on mielestämme Panostajan toiseksi arvokkain omistus. Potentiaalia on paljon enemmänkin, mutta haluamme ensin nähdä konkreettisia merkkejä Safean menestyksestä.

Yhtiö ja toimiala

Oviympäristön turvallisuusratkaisujen erityisosaaja

Flexim Security Oy tarjoaa ratkaisuja sekä työajanhallinnassa että turvallisuus-, oviympäristö- ja lukitusratkaisuihin. Yhtiö tarjoaa kokonaisratkaisuja, jotka palvelevat tilojen käyttäjiä ja toiminnan tarpeita. Yhtiön oviympäristön käyttöliittymät ja käytettävyydet ovat toimialan kärkeä Suomessa. Flexim Securityn historia ulottuu yli kolmen vuosikymmenen taakse.

Yhtiön palvelut kattavat turvatekniikan, oviautomaatiikan, lukituksen, kulunhallinnan ja työajanhallinnan ratkaisut monipuolisesti ja kattavasti. Valtakunnallinen huolto- ja ylläpitoverkosto palvelee asiakkaita vuoden jokaisena päivänä 24 h. Flexim Security huoltaa myös kaikki Suomessa käytettävät turvajärjestelmät. Yhtiön asiakkaina on useita tuhansia kohteita Suomessa ja järjestelmiä käyttäen yli 2000 asiakasta. Fleximillä on vahva osaaminen erittäin korkean turvallisuustason kohteista, mutta yhtiön ratkaisut soveltuvat monenlaisiin käyttökohteisiin.

Flexim Security on historiallisesti ollut lukkoliikeketju, joka jakeli Abloyn tuotteita. Vuonna 2007 yhtiö teki itsestään Abloysta riippumattoman ja rupesi edustamaan kaikkia muitakin tuotemerkkejä. Vuonna 2010 Flexim osti ohjelmistoliiketoiminnan Siemensiltä, jossa oli muun muassa kulunvalvontajärjestelmiä. Tämä liiketoiminta loi pohjan Flexim Safea-konseptille, joka on käytännössä alusta kaikkeen ovelle tapahtuvaan turvallisuuteen. Tulevaisuuden menestys mielestämme rakentuu nimenomaan Safea-konseptin ympärille.

Flexim on viime vuosina investoinut merkittävästi oman turvatekniikkatuotteen kehittämiseen, mikä tekee yhtiöstä mielestämme erityisen mielenkiintoisen. Viime vuonna lanseerattiin uuden sukupolven Flexim Safea ja sen ympärille konseptoidut ratkaisut, joiden vastaanotto on yhtiön mukaan ollut myönteinen asiakaskunnassa. Järjestelmää myydään ohjelmistoille perinteisellä tyyliä, jossa vuosimaksut ovat merkittävä osa kompensatiota (aikaisemmin myytiin vain järjestelmä). Elektroniikka ja IT

ovat nykyään yhä suurempi osa turvatekniikkaa ja ala kehittyy erittäin nopeasti. Turvallisuusteknologia lähentyy ICT-ratkaisuja niin teknologian ja palveluiden osalta. Nyt uudessa toimintamallissa myös ansaintamallit alkavat muistuttaa toisiaan.

Toimialasta yleisesti

Fleximille relevantin markkinan Suomessa arvioidaan olevan noin 700 MEUR vuosittain. Kokonaisuudessaan turvallisuusalan tuotteiden ja palveluiden arvo Suomessa on huomattavasti suurempi, mutta yhtiön kannalta oleellista on lähinnä rakenteellinen turvallisuus.

Rakenteellisen turvallisuuden osa-alueita ovat esimerkiksi lukitus, oviautomaatiikka, murtohälytysjärjestelmät, videovalvontajärjestelmät, kulunohjausratkaisut, palohälytysjärjestelmät, tuotesuojaus ja biometrinen tunnistus. Alalla on yleisesti vahvat kasvuajurit, joiden pohjalta kasvun voidaan odottaa olevan noin 5-6 % vuosittain.

Toimialan trendejä ja muutosten ajureita

Perinteisen lukitusalan markkinat ovat laskeneet jo vuosia eikä kehityksen odoteta muuttuvan tulevaisuudessa. Tämä kertoo rakennemuutoksesta, mikä näkyy myös Fleximissä - perinteinen lukkoliiketoiminta supistuu ja sen kannattavuus on vähenenyt, mutta kasvua haetaan erityisesti ohjelmistoista. Perinteisistä lukkoliikkeistä siirrytään kohti ketjuuntumista ja kokonaispalvelua, kuten myös Flexim on tehnyt. Tuotteissa siirrytään mekaanisista lukoista ja ovista elektromeekaanisiin ja elektronisiin kulunvalvontaratkaisuihin. Yleisesti nähtävissä on myös se, että talotekniikka (älytalot) tulee toimialalle ja muokkaa sitä.

Kulunvalvonnassa koodilaitteiden ennustetaan vähenevän ja elektronisten tunnistuslaitteiden kasvavan merkittävästi. Biometrisessä tunnistuksessa on kasvupotentiaalia pitkällä tähtäimellä, mutta toistaiseksi se on niche. Työajanhallintajärjestelmien markkinoilla ei ole odotettavissa kasvua, kun taas erilaiset ASP-palvelut jatkavat kasvukehitystään.

Alan taustalla olevia ajureita ovat esimerkiksi riskien hallinnan merkityksen kasvu, petosten vähentäminen,

(tieto)tekninen kehitys, eri järjestelmien integraatio, väestön ikääntyminen ja vaurastuminen sekä asiakastarpeiden muutos. Käytännössä mutkikkuus lisääntyy, vaatavuus kasvaa ja muutokset nopeutuvat. Tämä tarkoittaa samalla myös sitä, että ulkoistamiskehityksen odotetaan jatkuvan. Yksityinen turvallisuusala jatkaa kasvuaan, kun julkinen sekä yksityinen sektori siirtävät toimintojaan turvallisuuspalveluiden toimittajille. Ulkoistaminen ja toimintojen keskittäminen tulevat todennäköisesti jatkumaan voimakkaana.

Taloudellisesti ajatellen turvallisuusalan kehitys on ollut varsin tasaista ja alan kysyntä on pääosin riippumatonta suhdannevaihteluista, sillä kysyntä ei ole suoraan riippuvaista asiakasyritysten omasta menestyksestä. Sen sijaan rakennusalan pitkittynyt laskusuhdanne on kiristänyt turvallisuusalan yritysten kilpailua, vaikka korjaus- ja kunnossapitorakentaminen luovat tasaista kysyntää. Asuntotuotannon hyytyminen leikkaa lukkojen ja turvallisuustekniikan menekkiä kuluttajasegmentissä.

Suhdannevaihteluja tasaavat myös asennettujen turvallisuusjärjestelmien ja -laitteiden modernisointi-, ylläpito- ja huoltotyöt sekä yritysten, valtio- ja kuntaorganisaatioiden turvallisuuspalvelujen ulkoistaminen. Turvallisuusteknologia lähentyy ICT-ratkaisuja niin teknologian kuin palveluiden osalta.

Flexim Safea mielenkiinnon kohteena

Yhtiön vuonna 2014 lanseeraama uuden sukupolven Flexim Safea ja sen ympärille konseptoidut ratkaisut ovat mielestämme tällä hetkellä selvästi mielenkiintoisin osa yhtiötä. Flexim Safea on koko oviympäristön kattava ratkaisu, joka tarjoaa alustan kaikille oviin liittyville toiminnoille kuten kulunhallinta. Järjestelmä ei ole missään nimessä rajoittunut esimerkiksi kulunhallintaan, vaan sillä voisi ohjata esimerkiksi valaistusta tai ilmastointia talotekniikan tämän salliessa. Päätelaite ("avain") voi olla esimerkiksi kännykkä ja koko järjestelmä toimii sähköisesti.

Perinteisessä mallissa ovelle on ollut kolme toimijaa: lukkoliike, turvapalveluita tarjoava yritys sekä itse oven toimittaja. Flexim pyrkii uudessa toimintamallissaan vastaamaan tästä kokonaisuudesta yksin ja ottamaan haltuun koko oviympäristön. Mielestämme on selvää, että perinteinen mekaaninen lukitus tulee katoamaan hiljalleen ja oviympäristö tulee sähköistymään (vertaa auton ovet).

Flexim Safea on toteutettu modulaarisesti, mikä tekee siitä erittäin joustavan ja muunneltavan ratkaisun erikokoisiin kohteisiin. Tämä on mielestämme selkeä vahvuus. Lisäksi konsepti on saanut paljon kiitosta tietoturvallisuudesta. Kaikki tiedot voidaan hoitaa pilven kautta, mitä kautta myös ohjelmistojen päivittäminen tai muokkaaminen on helposti toteutettavissa. Tämä tyyliin järjestelmän luotettavan toiminnan kannalta tietoturva on kriittistä, mikä onkin yksi Safean vahvuuksista. Järjestelmän tietoturvaa on kehuun ulkopuoliset asiantuntijat, joten olemme tämän suhteen luottavaisia.

Mielestämme oleellista on myös se, että Safean mukana Fleximin kasvu ei ole enää rajoitettu alan yleiseen kasvuun. Tällä hetkellä noin 4-5 % kaikista ovista sisältää jonkinlaisen kulunvalvontaratkaisun, mutta jos yhtiö pystyy löytämään kustannustehokkaan ratkaisun, voi Safea konsepti modulaarisuutensa ansiosta levitä kuluttajamarkkinoille. Silloin potentiaali olisi todennäköisesti noin 10-kertainen nykytilannetta ajatellen. Korostamme kuitenkin, että tällä hetkellä Flexim Safeaa käytetään ja myydään käytännössä vain suurprojekteihin ja kuluttajamarkkinoille on vielä parhaimmillaankin pitkä matka. Teknologian potentiaalia ei mielestämme kuitenkaan voi väheksyä, mikä tekee Fleximistä erittäin mielenkiintoisen kohteen.

Fleximin suurin kilpailija on Timecon-tuoteperhe, joka jota edustaa Suomessa Stanley Security Oy. Tämä taas on osa globaalia Stanley Black & Decker-konsernia. Stanley Security on osa konsernin turvallisuusdivisioonaa. Black & Decker osti yhtiön Tukholman pörssistä vuonna 2011.

Flexim Safean suhteen huolestamme liittyvät pääasiassa yhtiön rajallisiin resursseihin alan jättiläisiä vastaan. Halutessaan esimerkiksi Assa Abloy tai Kaba voisivat investoida vastaavien järjestelmien kehittämiseen moninkertaisia summia. Kansainvälisillä markkinoilla on samantyyllisiä järjestelmiä kehitteillä, mutta nämä ovat ilmeisesti vielä konseptitasolla ja siten selvästi Safeaa jäljessä. Alan jättiläiset ovat käytännössä valmistavan teollisuuden yrityksiä, mistä on pitkä matka kokonaan uuden teknologian kehitykseen. Hidasteena voi olla myös se, että näiden yhtiöiden voitot tulevat pääasiassa "vanhasta teknologiasta", joten ne eivät välttämättä ole halukkaita tuomaan markkinoille kokonaan uusia ratkaisuja.

Jos Flexim Safea tekisi merkittävän läpimurron, uskomme sen olevan erittäin kiinnostava yritysostokohde suuremmalle toimijalle alalla. Suurempi toimija voisi tarjota tarvittavat resurssit, minkä jälkeen teknologian todellinen potentiaali tulisi esille. Tämän tyyliisessä teknologiavetoisessa kaupassa perinteiset arvostuskertoimet olisivat todennäköisesti äärimmäisen korkeita, sillä potentiaalinen lisäarvo olisi ostajalle erittäin suuri.

Abloy sekoittaa Suomen markkinoita

Kun puhutaan lukoista ja murtoturvallisuuteen liittyvistä markkinoista Suomessa, ensimmäisenä on hyvä ymmärtää Abloyn rooli markkinoilla. Abloylla on ollut ja on edelleen erittäin vahva markkina-asema Suomessa ja yhtiötä on myös syytetty määräävän markkina-aseman väärinkäytöstä. Tarkkoja ja luotettavia lukuja Abloyn markkinaosuudesta ei ole saatavilla, mutta on selvää että osuus on edelleen erittäin suuri, mahdollisesti noin 80-90 %. Abloy on nykyään osa ruotsalaista Assa Abloy-konsernia, joka on maailman suurin lukkoalan yritys myyntivolyymilla mitattuna.

Abloy ei ole perinteisesti ollut mukana suoraan asiakasrajapinnassa ja lukkojen vähittäismyynnissä, vaan tästä ovat vastanneet lukkoliikkeet. Tämä muuttui lokakuussa 2014, kun Assa Abloy osti suomalaisen

lukkoliikeketjun Turvaykköset ja tuli näin uudelle alueelle arvoketjussa. Turvaykköset on Assa Abloyn mukaan Suomen toiseksi suurin lukkoliikeketju ja yhtiöllä on 12 toimipistettä ja yhteensä noin 21 MEUR:n liikevaihto (kannattavuus heikolla tasolla). Suurin on ilmeisesti Flexim, jonka liikevaihto ylitti 30 MEUR, joskin alalla voi olla monia määritelmiä eri markkina-alueista.

Nyt suuri kysymys onkin se, mitä Assa Abloy aikoo tehdä seuraavaksi. Jos yhtiö pyrkii ottamaan haltuun myös vähittäismyynnin Suomessa, sillä on luonnollisesti tähän erittäin hyvät resurssit. Jos Abloy ei enää esimerkiksi alkaisi suosia voimakkaasti omaa verkostoaan, muuttuisi toimintakenttä voimakkaasti. Tämä olisi kuitenkin korkean riskin liike myös Abloylle.

Joka tapauksessa Abloy on alalla niin merkittävä tekijä, että sen liikkeet voivat muokata koko toimialaa Suomessa. Tämä on merkittävä riski myös Flexim Securitylle. Yhtiöllä voi olla edessä päätös siitä, lähteekö se kehittämään edelleen liiketoimintaansa voimakkaasti ja haastamaan Abloyn, vai myykö se mahdollisesti liiketoiminnan yhtiölle.

Tukholmassa listatun Assa Abloyn lisäksi alan jättiläisiin kuuluu muun muassa Kaba, joka on listattu Sveitsissä.

Toimialalla on edelleen paljon konsolidaatiota, jossa Panostaja voi olla mukana Suomessa. Erityisesti Flexim Safea-tuotteella on merkittävä kansainvälistymispotentiaali, mutta kansainvälisille markkinoille laajentuminen vaatii näkemyksemme mukaan suuria panostuksia ja erilaisia resursseja, mitä yhtiöllä nyt on. Mielestämme jonkin asteinen kansainvälistyminen on kuitenkin pakollista, jotta Flexim Safean potentiaali saadaan realisoitua. Fleximin ei välttämättä tarvitse tehdä tätä itse, mutta jonkinlainen strategia sillä täytyy olla myös kansainvälisille markkinoille. Tämä on mielestämme yksi avainasioista, joka vaikuttaa Fleximin potentiaaliin sekä arvoon.

Kasvu- ja tulospotentiaali

Perusliiketoiminta on kunnossa, mutta potentiaali on Safeassa

Panostajan Turvallisuus-segmentin eli käytännössä Flexim Securityn liikevaihto tilikaudella 2014 oli 33,7 MEUR. Tämä tarkoittaa 6 %:n kasvua vertailukaudesta. Liikevaihdon kasvu muodostui lievästä orgaanisesta kasvusta sekä Lappeenrannan Lukko- ja Varustepalvelun hankinnasta toukokuussa 2013.

Samalla liikevoitto parani 1,6 MEUR:sta 2,1 MEUR:oon, mikä tarkoittaa 6,3 %:n liikevoittomarginaalia tilikaudella 2014. Käyttökate (EBITDA) oli 3,0 MEUR eli 8,9 % liikevaihdesta. Liikevoitto kehittyi suotuisasti, vaikka T&K-kustannusten poistot rasittavat nyt liikevoittoa. Liikevoittoon sisältyy 0,3 MEUR:n tulo Lappeenrannan lisäkauppahinnan oikaisusta. Kannattavuustaso ei ole erityisen korkea, mutta hyvä

suhteessa yhtiön merkittäviin investointeihin (Flexim Safea) ja suunta on oikea. Lisäksi täytyy huomioida, että toimialan markkinatilanne oli viime vuonna vaikea ja asiakkaat olivat varovaisia investointipäätöksissään. Tämä huomioiden liiketoiminnan kehitys on ollut hyvää ja mielestämme liiketoiminnan perusta on hyvässä kunnossa.

Markkinanäkymät pitkällä aikavälillä ovat vahvat, sillä kasvua edistävät asiakkaiden muuttuneet turvallisuustarpeet, riskienhallinnan roolin korostuminen ja turvallisuustoimintojen ulkoistaminen. Kasvua rajoittavat kuitenkin pula ammattitaitoisesta työvoimasta, työvoiman pysyvyys sekä kiristynyt hintakilpailu ja asiakkaiden hajanaiset turvallisuushankinnat.

Fleximin omat näkymät ovat myös positiiviset ja odotamme yhtiöltä merkittävää tuloskasvua lähivuosina. Samalla korostamme kuitenkin, että liikevaihdon kasvu sekä kannattavuus voivat hyvinkin jäädä kohtuullisen vaisuiksi lyhyellä tähtäimellä, sillä liiketoimintamalli on murroksessa. Flexim ei hae perinteisiä lukkoprojekteja, vaan keskittyy voimakkaasti laajempien ratkaisujen (Safea) toimittamiseen. Koska Safean kohdalla liikevaihto kertyy projektin sijasta jatkuvista palvelusopimuksista, muutos liikevaihtoprofiilissa näkyisi ensin vaisuna liikevaihtokehityksenä, mikä heijastuisi väkisin myös kannattavuuteen lyhyellä aikavälillä. Sen sijaan pitkällä tähtäimellä liikevaihdon tullessa lähes automaattisesti ohjelmistotyyllisistä palvelusopimuksista, kannattavuus skaalautuisi ylös liikevaihdon mukana.

Mielestämme Fleximillä on erittäin merkittävä kasvu- ja kannattavuuspotentiaali, jos Flexim Safea-konsepti lyö kunnolla läpi. Tämä liiketoiminta on suhteellisen skaalautuvaa, mikä tekee siitä myös erittäin mielenkiintoisen teknologian teollisten yritysostajien näkökulmasta, jos he kokevat tämän olevan edellä heidän omaa teknologiaansa.

Tulevaisuuden ennusteet ja potentiaali

Kuluvana tilikautena odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan noin 4 % ja kannattavuuden heikkenevän hieman edellisen tilikauden tasolta (2015e: liikevoittoprosentti 5,9 % vs. 2014 6,3 %). Vaisuhko tulosodotus ei kuitenkaan tarkoita sitä, että uskoisimme liiketoiminnan kehittyvän heikosti, vaan taustalla on nimenomaan liiketoimintamallin orastava muutos. Näemme kannattavuudessa merkittävää nousuvaraa, jos ohjelmistovetoisen liiketoiminnan osuus kasvaa liikevaihdesta. Tämän liiketoiminnan marginaalit ovat erittäin korkeita, sillä suurimmat investoinnit on jo tehty ja liiketoiminta skaalautuu liikevaihdon mukana. Näin ollen suosittelemme sijoittajia seuraamaan kehitystä pidemmällä aikavälillä kuin kvartaali tai edes yksittäinen vuosi.

Lähivuosien kasvuennusteissamme oletamme liikevaihdon kasvavan noin 5 % vuosittain, mutta oletamme liikevaihdon profiilin siirtyvän hiljalleen Safea-konseptia kohti. Odotamme siis perinteisen lukkosepän liiketoiminnan laskevan, mikä heikentää absoluuttista kehitystä. Tämän muutoksen nopeutta on mahdotonta arvioida ulkoapäin, sillä yhtiö ei ole paljastanut nykyistä liikevaihdon suhdetta tai tulevaisuuden

tavoitteita. Ennusteisiin liittyvä epävarmuus on siis erittäin suuri. Yleisesti alan kysynnän pitäisi kasvaa noin 5-6 % vuodessa, minkä lisäksi tulevat mahdolliset murroksesta aiheutuvat muutokset. Näiden vaikutuksia on erittäin vaikea ennakoida, joten olemme pitäneet ennusteamme suunnilleen neutraaleina suhteessa pitkän tähtäimen trendeihin. Muistutamme kuitenkin jälleen Flexim Safean merkittävästä potentiaalista, mikä voi viedä yhtiön liikevaihdon huomattavasti nopeampaan kasvuun.

Uskomme yhtiön kannattavuuspotentiaalin olevan tällä hetkellä suunnilleen 10 %:n liikevoittomarginaali. Toki tähän liittyy oleellisesti liiketoiminnan tulevaisuuden mix eli käytännössä se, miten paljon liikevaihdesta tulee skaalautuvasta ohjelmistoliiketoiminnasta ja miten paljon perinteisemmistä palveluista (jotka eivät skaalaudu). Vaikka yhtiö toimittaa kokonaisratkaisuja ja ohjelmistojen mukana tulee aina palveluita, on näiden alueiden painotuksella kuitenkin suuri merkitys kannattavuuden kannalta. Perinteiset loppupalvelut on erittäin kilpailtu ala ja uskomme tämän liiketoiminnan kannattavuuden olevan alhainen.

Panostaja on vuosia sitten antanut Flexim Securityn taloudelliseksi tavoitteiksi yli 10 %:n liikevaihdon kasvun vuodessa ja 10 %:n kannattavuuden, jonka yhtiö määrittää tuloksella ennen veroja.

Arvo ja mahdollinen exit

Arvoa hankala arvioida alan murroksen takia

Fleximin arvoa on erittäin vaikea arvioida, koska toimiala on merkittävässä muutoksessa ja Flexim Safea-teknologiassa on mielestämme erittäin merkittävää potentiaalia, jota on kuitenkin tässä vaiheessa erittäin hankala määrittää luotettavalla tavalla. Jos Safea tekisi merkittävän läpimurron markkinoilla, olisi yhtiö näkemyksemme mukaan erittäin kiinnostava yritysostokohde alan suurimmille yhtiöille. Silloin arvostuskertoimet olisivat todennäköisesti eri tasolla, mitä nyt käytämme arvonmäärittämissämme.

Mielestämme Fleximille voidaan nykyisessä tilanteessa perustella noin EV/EBITDA-kerroin 8-11x, mikä antaisi vuoden 2015 tulosennusteella Fleximin yritysarvoksi (EV) noin 29 MEUR. EV/EBIT-kerroin olisi silloin suunnilleen haarukassa 12-16x. Korostamme kuitenkin, että arvo voi nousta merkittävästi, jos Safea saa lisää tuulta taakseen ja pystyy realisoimaan osan näkemästämme suuresta potentiaalista. Arvo nousisi silloin sekä tulosennusteiden että arvostuskertoimien kautta. Toisaalta hyväksymäämme arvostustasoa laskee myös toimialan yleinen murros, jossa on vaikea ennakoida tulevaisuuden voittajia. Toistaiseksi Panostaja on ollut vaitonainen sen tulevaisuuden suunnitelmista Fleximin suhteen, mikä osaltaan kasvattaa epävarmuutta.

Arvo ja arvostuskertoimet

Arvonmäärittäminen	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2015e)	8,0	11,0
EV/EBIT (2015e)	11,9	16,3
EV/S (2015e)	0,7	1,0
Arvohaarukka (MEUR)	25	34

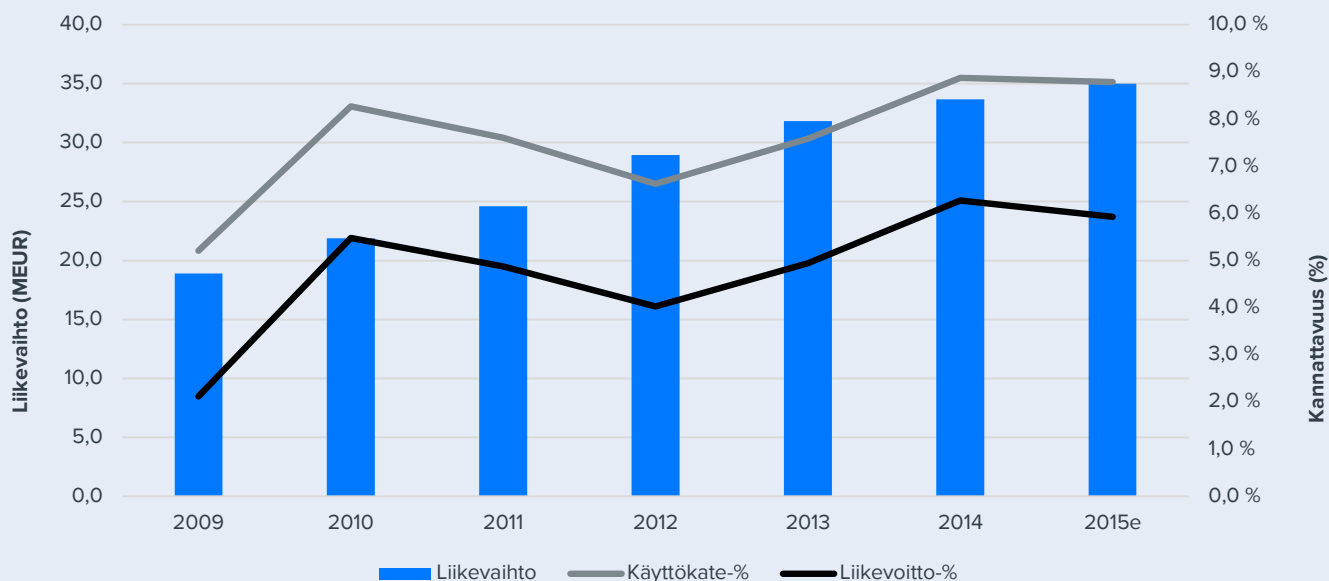
Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	29,2	MEUR
Alakonsernin nettovelat	10,3	MEUR
Markkina-arvo	18,9	MEUR
Panostajan osuus	13,2	MEUR

Lähde: Inderes

Mahdollista yritysostoa ajatellen toteamme, että Yhdysvaltalainen Stanley Black & Decker osti ruotsalaisen Niscayahin Tukholman pörssistä vuonna 2011. Kauppa varmistui syyskuussa ja vain kuukautta aikaisemmin ruotsalainen Securitas oli myös tehnyt yhtiöstä ostotarjouksen. Tilanne oli mielenkiintoinen, sillä Niscayah oli yksi kolmesta liiketoiminnasta, jotka Securitas oli irrottanut konsernista vuonna vuosina 2006-2008 (silloin nimi Securitas Systems). Yritysosto tehtiin lopulta 47 %:n preemiolla silloiseen osakekurssiin ja sen arvo oli noin 1,2 miljardia dollaria (7,6 miljardia Ruotsin kruunua), mutta arvostuskertoimet eivät olleet kuitenkaan kohtuuttomia. Yrityskaupan EV/EBITDA oli noin 14x, EV/liikevaihto noin 1,2x ja EV/EBIT noin 21x (lähde: Bloomberg). Täytyy huomioida, että markkinatilanne oli vuonna 2011 aivan erilainen ja yleiset arvostuskertoimet kaukana nykytasosta.

Flexim Securityn avainluvut ja arvostus

Turvallisuus - avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Arvon (EV) hahmottaminen matriisissa

Arvomatriisi (EV)		Kannattavuus (EBITDA-%)				
MEUR		9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
EV/EBITDA-kerroin	5	16	18	19	21	23
	6	19	21	23	25	27
	7	22	25	27	29	32
	8	25	28	31	34	36
	9	28	32	35	38	41
	10	32	35	39	42	46

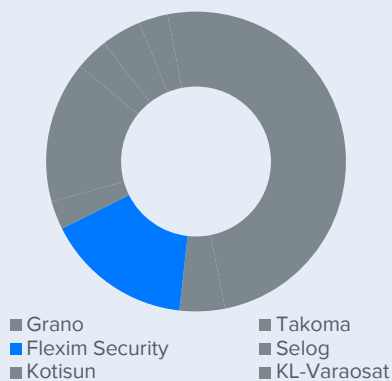
Lähde: Inderes

Näkemyksemme Fleximin arvosta

Arvonmäärittäminen	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2015e)	8,0	11,0
EV/EBIT (2015e)	11,9	16,3
EV/S (2015e)	0,7	1,0
Arvohaarukka (MEUR)	25	34
Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	29,2	MEUR
Alakonsernin nettovelat	10,3	MEUR
Markkina-arvo	18,9	MEUR
Panostajan osuus	13,2	MEUR

Lähde: Inderes

Fleximin arvon osuus koko portfolioista



Lähde: Inderes

KotiSun

KotiSun tarjoaa kuluttajille konseptoituja käyttövesi- ja lämpöverkkoremontteja ja on noussut nopeasti alan suurimmaksi toimijaksi Suomessa. KotiSunin toimintamalli on erittäin mielenkiintoinen ja näemme yhtiössä paljon potentiaalia. Pitkällä tähtäimellä brändiä voidaan strategian onnistuessa laajentaa muihin omakotitalo-omistajille suunnattuihin palveluihin, mikä on houkutteleva kohderyhmä. Panostaja osti 60 % KotiSunista keväällä 2014. Kauppahinta koko osakekannasta oli 11,7 MEUR ja päälle tullut 3 MEUR:n lisäkauppahinta on maksettu kokonaisuudessaan. Uskomme sijoituksen olleen järkevä kohtuullisen korkeasta arvostustasosta huolimatta.

Yhtiö ja toimiala

KotiSun on erikoistunut omakotitalojen talotekniikkaremontteihin

KotiSun on Suomen johtava omakotitalojen käyttövesi- ja lämpöverkkojen talotekniikkaremontteihin erikoistunut yritys. Yhtiön toiminta perustuu vahvaan konsepti-osaamiseen, tehokkaaseen toteutukseen sekä asiakaslähtöisyyteen, joiden avulla asiakkaalle tarjotaan remontointipalveluita avaimet käteen-periaatteella. Yhtiön liikevaihto tilikaudella 2013 oli 12,5 MEUR ja yhtiön palveluksessa on noin 120 työntekijää. Yhtiön pääkonttori sijaitsee Jyväskylässä ja sillä on toimipisteet Helsingissä, Tampereella, Oulussa, Turussa, Kuopiossa, Lahdessa, Rovaniemellä, Lappeenrannassa sekä Seinäjoella.

Panostaja osti 60 % KotiSunin osakekannasta toukokuussa 2014. Panostajan hankintameno oli lopulta lisäkauppahinnan täyden maksamisen jälkeen noin 8,8 MEUR. Vaikka ostos on tässä vaiheessa alle vuoden vanha, mielestämme sen arvo on jo kasvanut liiketoiminnan erinomaisen kehityksen takia. Osana järjestelyä KotiSunin omistajat jatkavat uuden segmentin vähemmistöomistajina 40 %:n omistuksella. KotiSun Oy:n perustaja ja toimitusjohtaja Kalle Lahtinen jatkaa yhtiön toimitusjohtajana sekä merkittävänä omistajana.

Liiketoimintamalli ja markkinat

KotiSunin liiketoimintamalli perustuu tarkasti hiottuun konseptiin, jonka tärkeitä elementtejä ovat suoramarkkinointi kohderyhmille, nopeus (esimerkiksi hinnoittelu paikanpäällä), laadukkaat ratkaisut ja erinomainen kokonaispalvelu. Tällä hetkellä markkinaa tehdään myös omilla markkinointi toimenpiteillä.

Tarve käyttövesi- ja lämpöverkkosaneeraukseen on nousemassa entistä ajankohtaisemmaksi suurelle osalle Suomen pientaloista. Toimialalla on hyvät kasvunäkymät ja KotiSunin liiketoimintakonseptin on jo osoittanut toimivuutensa, joten näkymät ovat vahvat. KotiSun on kasvanut nopeassa tahdissa alan suurimmaksi ja

tunnetuimmaksi toimijaksi Suomessa ja se on erittäin hyvin kannattava yhtiö.

Omakoti- ja rivitalojen määrä Suomessa kasvoi voimakkaasti 70- ja 80-luvuilla. Suomen talokanta antaa yhtiölle erittäin hyvät markkinat lähivuosille, mutta pidemmän päälle yhtiön on kehitettävä muita liiketoimintamahdollisuuksia omakotitalojen omistajien kohderyhmälle. Tällä markkinalla on paljon mahdollisuuksia, mutta myös kilpailijoita. Muutkin pääomasijoittajat pyrkivät omakotitalojen omistajien lompakoille. Esimerkiksi CapMan (Lämpölux, joka markkinajohtaja omakotitalojen ikkuna- ja oviremonteissa Suomessa) ja Sentica Partners (Hämeen Laaturemontti, avaimet käteen kattoremonttikonsepti) ovat mukana kilpailussa omilla yhtiöillään. Nämä eivät ole KotiSunin kilpailijoita, mutta voivat vaikuttaa kokonaisuuteen, sillä yhtiön tarjontaa pyritään todennäköisesti laajentamaan tulevaisuudessa.

Tuloskehitys on ollut erinomaista

KotiSun on ollut mukana Panostaja-konsernissa nyt kolme neljänestä ja tänä aikana liiketoiminta on kehittynyt erinomaisesti. H2'14:lla yhtiö teki 8,8 MEUR liikevaihtoa ja 1,1 MEUR:n liikevoiton. Kannattavuus oli jo viime vuoden jälkimmäisellä puoliskolla erittäin hyvällä tasolla (liikevoittoprosentti 12,5 % ja käyttökateprosentti 19,2 %), mutta alkaneen tilikauden Q1:llä se oli suorastaan erinomainen. Q1'15:n liikevoittoprosentti oli operatiivisesti noin 23 %, kun 0,7 MEUR:n raportoituun liikevoittoon lisätään maksettu 0,5 MEUR:n lisäkauppahinta.

Yli 20 %:n operatiivinen liikevoittomarginaali pakotti miettimään uudelleen KotiSunin tulospotentiaalia. Odotimme yhtiön pystyvän parhaimmillaan noin 15 %:n liikevoittoprosenttiin, mutta olemme nostaneet liikevoittoennusteita noin 17-18 %:n tasolle liikevaihdesta.

KotiSun on edelleen voimakkaassa kasvuvaiheessa, mikä näkyy liikevaihtokehityksessä. Tilikauden 2014 Q3:lla liikevaihto oli 3,9 MEUR, Q4:llä 4,9 MEUR ja Q1'15 5,2 MEUR. Koska remontit tehdään sisätiloissa ja nopeasti, liiketoiminnassa ei pitäisi olla rakennussektorille normaalia kausivaihtelua ja siten peräkkäisten neljänneksien pitäisi indikoida kohtuullisesti kysynnän kehitystä. Viime

neljänneksillä kehitys on ollut vakuuttavaa, mutta odotamme kasvun rauhoittuvan. Koko tilikauden 2015 liikevaihdon odotamme olevan noin 23,5 MEUR, mikä tarkoittaa reilun 20 %:n orgaanista kasvua. Tilikaudella 2016 odotamme 10 %:n liikevaihdon kasvua ja uutta kilpailua markkinoille.

Ennusteissa on tärkeä huomioida, että KotiSun ei kuulunut Panostajaan tilikauden 2014 ensimmäisellä puoliskolla. Näin ollen yhtiö tulee parantamaan Panostajan lukuja epäorgaanisesti tilikaudella 2015.

Arvostusta painavat huolet kilpailuedun kestävydestä

KotiSunin toimintamalli on erittäin mielenkiintoinen ja näemme yhtiössä paljon potentiaalia. Lähivuosien kasvulle on hyvä pohja, mutta kannattavuuden uskomme olevan jo tällä hetkellä lähellä tavoitetasoa käyttökäteen ollessa lähellä 20 %:n tasolla. Tämän tyyppiset marginaalit tuovat pidemmällä aikavälillä väkisin kilpailua mukanaan ja uskomme muiden toimijoiden pyrkivän kopiaamaan KotiSunin toimintamallia. Pitkällä tähtäimellä brändiä voidaan strategian onnistuessa laajentaa, mikä veisi mahdollisuudet uudelle tasolle. Tähän on kuitenkin pitkä aika eikä realistista suunnitelmaa ole, joten arvostustasossa sitä on vaikea huomioida.

Suurin huolenaiheemme onkin konseptin mahdollinen kopiointi ja sitä kautta yhtiön kilpailuedun kestävyys. Yhtiön menestys ja hyvä kannattavuus tuovat alalle varmasti kilpailijoita. Tämä ei tarkoita sitä, että KotiSunin liiketoiminnalta lähtisi pohja – yhtiö voisi edelleen tehdä asiat paremmin kuin kilpailijat ja menestyä. Yhtiöllä on mielestämme tässä vaiheessa johtava konsepti, hyvä brändi ja tiettyjä skaalaetuja, joten kilpailussa se todennäköisesti pärjää hyvin. Hinnottelupaineita kilpailu kuitenkin varmasti toisi mukanaan, mikä taas todennäköisesti heijastuisi kannattavuuteen. Näin ollen olemme hieman epäileväisiä sen suhteen, onko nykyinen mielestämme erittäin korkea kannattavuustaso pitkällä tähtäimellä kestävä.

Lisäksi KotiSunin liiketoiminnassa täytyy muistaa se, että liikevaihto muodostuu yksittäisistä projekteista, jotka täytyy käytännössä aina myydä erikseen ja joiden tarve toistuu erittäin harvoin. Jos ja kun työ tehdään oikein, seuraavan kerran tarve ilmaantuu noin 30 vuoden päästä (käyttövesiputkiston arvioitu elinikä). Tällä hetkellä markkinoilla on tilaa ja kysyntää on paljon, mutta tämä on osittain rakenteellinen asia, joka johtuu Suomen omakotitalokannan keskimääräisestä iästä. Jotta liiketoiminnalle saadaan kestävämpi pohja, yhtiön täytyy pystyä tarjoamaan omakotitalojen omistajille myös muita palveluita. Tämä toisi kokonaan uusia mahdollisuuksia, mutta altistaa myös uusille riskeille. Näiden syiden takia emme hyväksy KotiSunille niin korkeita kertoimia, kun lähivuosien tulostilanteiden perusteella yhtiölle muuten voisimme antaa.

Mielestämme KotiSunille voidaan tällä hetkellä perustella noin 6-7x EV/EBITDA-kerroin kuluvaan vuoden

tulosennusteella. Tämä antaisi yhtiölle yritysarvohaarukan 24-28 MEUR. EV/EBIT-kertoimet olisivat silloin suunnilleen tasolla 6,5-8x, mitkä ovat mielestämme varsin houkuttelevia tasoja nopeasti kasvavalle ja hyvin kannattavalle yritykselle. Arvoa painaa kuitenkin liiketoimintamallin kestävyys liittyvät epävarmuudet.

Arvo ja arvostuskertoimet

Arvonmäärittäminen	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2015e)	6,0	7,0
EV/EBIT (2015e)	6,5	7,6
EV/S (2015e)	1,1	1,3
Arvohaarukka (MEUR)	24	28

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	26,1	MEUR
Alakonsernin nettovelat	4,9	MEUR
Markkina-arvo	21,2	MEUR
Panostajan osuus	12,7	MEUR

Lähde: Inderes

Tulemme seuraamaan mielenkiinnolla KotiSunin tulevaisuuden kehitystä niin strategisesti kuin tuloksellisesti. Jos yhtiö pystyy laajentamaan tarjontaansa muihin omakotitalo-omistajien kohtaamiin haasteisiin, yhtiö voi onnistua leveroimaan koko ajan vahvistuvaa brändiään ja liiketoimintaansa. Silloin yhtiössä on huomattavaa arvonnousupotentiaalia.

Huomautamme lisäksi, että arvostuskertoimien merkitys pienenee, jos yhtiö pystyy jatkamaan kannattavaa kasvuaan ja nostamaan tuloksensa uudelle tasolle. Silloin KotiSun voi olla Panostajalle erinomainen sijoitus, vaikka arvostuskertoimien kautta merkittävää nousua ei tapahtuisikaan. Tarkemmat tulosennusteet löytävät raportin sivulta 46.

Arvon (EV) hahmottaminen matriisissa

Arvomatriisi (EV)		Kannattavuus (EBITDA-%)				
MEUR		14 %	15 %	16 %	17 %	18 %
EV/EBITDA-kerroin	6	18	19	21	22	23
	7	21	23	24	26	27
	8	24	26	27	29	31
	9	27	29	31	33	35
	10	30	32	34	36	39
	11	33	35	38	40	43

Lähde: Inderes

Muut omistukset

Tässä kappaleessa tarkastelemme muita Panostajan omistuksia, joiden merkitys on arviomme mukaan huomattavasti pienempi kuin aikaisemmin laajemmin tarkasteltujen Granon, Fleximin ja KotiSunin. Kaikkien näiden omistuksien arvo yksinään on tällä hetkellä alle 10 MEUR, mikä tarkoittaa, ettei niiden suhteellisen arvon merkittävääkin muutos vaikuta tällä hetkellä merkittävästi Panostaja-konserniin. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteikö mukana olisi mielenkiintoisia ja merkittävän potentiaalin omaavia yhtiöitä.

Helat-liiketoiminta

Suomen Helakeskus ja Rakennushelasto

Suomen Helasto jakaantuu kahteen tukkukauppaan, joista Suomen Helakeskus maahantuo ja myy kalusteteollisuuden helatarvikkeita ja Rakennushelasto markkinoi ovi- ja ikkunateollisuuden tarvikkeita sekä rakennuslevyjä. Suomen Helakeskuksen tarjonta kattaa kaikki säilytysjärjestelmiin tarvittavat komponentit saranoista peilioviin kalusteiden runkoja lukuun ottamatta. Panostaja omistaa Hela-segmentistä 95 % ja toimitusjohtaja Hannu Rantanen 5 %.

Tukkukauppa on tehokkuuspeili

Helat-liiketoiminta on perinteistä tukkukauppaa, jossa Suomen Helakeskus tuo maahan ja myy helatarvikkeita kalusteteollisuudelle. Helakeskus on toimialansa yksi suurimmista yrityksistä, kun taas Rakennushelasto keskittyy tiettyjen tuotteiden toimittajaksi ja on huomattavasti pienempi osa Helat-liiketoimintaa. Keskitymmekin tässä pääasiassa Suomen Helakeskukseen.

Tukkukaupassa oleellista on aina toimitusketjun tehokkuus, vahva asema jakeluverkostossa ja riittävät volyymit. Helojen tukkukauppa edellyttää markkina- ja tuotetuntemuksen lisäksi tehokkaita toimintatapoja ja järjestelmiä. Yrityksissä on käytössä modernit järjestelmät hankintaan, myyntiin ja tilaus-toimitusketjun hallintaan. Asiakkaille tärkeää on toimitusvarmuus ja yhtiön mukaan viime vuosina toteutettujen toimenpiteiden ansiosta yritykset pystyvät palvelemaan monipuolista asiakaskuntaansa pienistä puusepäneliikkeistä suuriin keittiövalmistajiin ja ovitehtaisiin nyt entistä jouhevammin.

Vuoden 2013 aikana toteutettu kaluste- ja rakennushelojen liiketoimintojen eriyttäminen kehitti toimintaa selkeästi oikeaan suuntaan ja edisti kannattavuuden seurantaa ja nopeaa reagoimista markkinamuutoksiin. Tämä on näkynyt positiivisesti myös kannattavuuskehityksessä.

Huolena kokonaiskysynnän kehitys

Tukkukauppa on perinteisesti hyvää ja kohtalaisen vakaata liiketoimintaa, kunhan yrityksellä on perusteet kunnossa eli toimitusketju on tehokas, yhtiöllä riittävä asema markkinoilla ja hyvät tuotteet. Tässä suhteessa Suomen Helakeskus on mielestämme hyvässä kunnossa.

Sen sijaan yleinen markkinatilanne on ollut viime vuosina varsin hankala. Rakennusalan alavireinen kysyntä ja kilpailun lisääntyminen näkyivät Helat-segmentin liikevaihdon laskuna. Rakennusala kulkee sykleissä emmekä ole huolissamme sen elpymisestä pitkällä tähtäimellä, vaikka vuoden 2015 näkymät ovatkin edelleen synkät. Sen sijaan huolena on suomalaisen huonekalu- ja keittiöteollisuuden kehitys tulevaisuudessa. Alan kannattavuus on ollut jo pitkään heikko ja alalta on poistunut merkittäviä toimijoita vuosien varrella. Tämä tarkoittaa alempia volyymeja myös heloille, sillä ulkomailta tuotettavat kalusteet hankkivat myös tarvikkeensa muualta. Suurin rakennemuutos on todennäköisesti alalla jo nähty, mutta kuluttajavetoinen rakennusteollisuus on edelleen ongelma kysynnän kannalta. Olemme siis jossain määrin huolestuneita nimenomaan lopputuotteen kysynnän kehityksessä Suomessa.

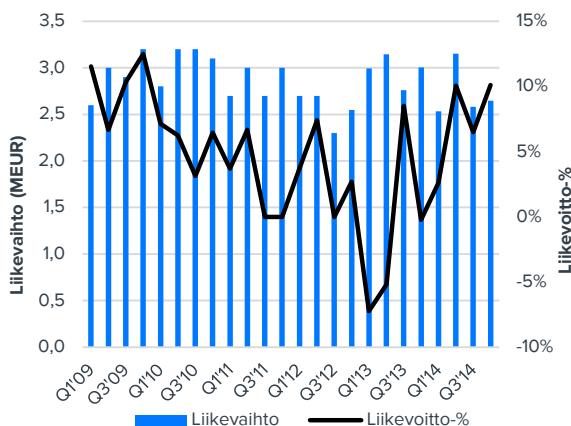
Tuloskehitys ja potentiaali

Onnistuneiden tehostamistoimenpiteiden ansiosta Helat-liiketoiminnan kannattavuus kääntyi selvästi positiiviseksi viime vuonna liikevaihdon 8 %:n laskusta huolimatta. Helat-liiketoiminta teki 10,9 MEUR:n liikevaihdon mukavan 0,8 MEUR:n liikevoiton tilikaudella 2014. Liikevoitto-% oli hyvällä 7,5 %:n tasolla, kun edellisellä tilikaudella liiketulos oli vielä hieman tappiollinen. Tilikauden 2015 ensimmäisellä neljänneksellä liiketoiminta teki hieman positiivisen liikevoiton liikevaihdon (2,4 MEUR) laskun jatkumisesta huolimatta. Tehostamistoimilla ja rakennemuutoksella on selvästi ollut erittäin myönteinen vaikutus liiketoimintaan, sillä markkinoilta vetoapua ei ole löytynyt.

Odotamme Helat-liiketoiminnan liikevaihdon jatkavan lievässä laskussa (ennuste -5 %) myös kuluvalle tilikaudella. Taustalla on lähinnä rakennussektorin heikkona jatkunut kehitys, johon emme näe pikaista parannusta. Myös

kannattavuuden odotamme olevan lievässä paineessa verrattuna viime vuoden hyvään tasoon.

Helat-segmentin avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Pitkän tähtäimen potentiaali on mielestämme rajallinen alan fundamenttien ollessa kohtuullisen heikot. Jos Helat-liiketoiminta pystyy 10 %:n käyttökatteeseen (2014: 9,1 %) pitkällä tähtäimellä, olisimme tasoon erittäin tyytyväisiä.

Kasvupotentiaali on mielestämme rajallinen, vaikka rakennusteollisuuden piristyessä ja kuluttajien ostovoiman parantuessa syklikäänteen mukana voimmekin nähdä merkittäviä kasvulukuja. Uskomme kuitenkin, että nämä jäävät väliaikaisiksi ja kasvu jää pitkällä tähtäimellä hyvin maltilliseksi. Merkittävämpi liikevaihdon kasvu vaatisi näkemyksemme mukaan yritysjärjestelyitä eli toimialan konsolidaatiota, joka on edelleen kesken. Suurempi kokoluokka tukisi todennäköisesti myös kannattavuutta.

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

Tukkuliiketoiminta markkina-asetelmat ovat yleensä varsin stabiileja ja perinteisesti liiketoiminnan kannattavuus korreloi liiketoiminnan volyymin kanssa. Helakeskus on alallaan Suomessa kolmanneksi suurin toimija. Suurin on Carlo Casagrande Oy, jonka liikevaihto oli edellisellä tilikaudella noin 14,6 MEUR, ja toiseksi suurin Hahle Oy (liikevaihto noin 12,9 MEUR). Markkinajohtajalla oli myös paras kannattavuus, sillä sen liikevoittoprosentti oli noin 11,8 %. Muuten sektorin merkittävien toimijoiden liikevoittoprosentit pyörivät kohtuullisilla 5-7 %:n tasoilla, joten alan kilpailutilanne vaikuttaa mielestämme terveeltä vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta.

Vaikka se ei olekaan markkinajohtaja, Suomen Helakeskuksen markkina-asema on mielestämme varsin hyvin turvattu. Yhtiö ei menettänyt asiakkuuksia rakennemuutoksen yhteydessä ja tilanne vaikuttaa kohtuullisen vakaalta. Liiketoiminta on saatu käännettyä kannattavaksi ja uskomme katteiden olevan kohtuullisen turvattuja myös jatkossa, kunhan yhtiö hoitaa operatiivisesti asiansa hyvin ja pystyy reagoimaan oikein kysynnän

vaihteluihin. Kohtuullisen stabiili liiketoimintanäkymä ei anna tilaa suurille kertoimille, mutta vakaus korvaa osan kasvupotentiaalin puutteesta.

Liiketoiminnan heikkous ja samalla arvostuskertoimia painava asia on lopputuotteiden kysynnän syklisyys. Liiketoiminta on riippuvainen rakentamisesta, jonka näkymät ovat tällä hetkellä Suomessa synkät. Tähän voimme lisätä myös huolet huonekaluteollisuuden tulevaisuudesta Suomessa. Nämä heikentävät Helat-liiketoiminnan kasvunäkymiä. Syklit luonnollisesti kääntyvät aikanaan ja oikealla ajoituksella Panostaja voi saada Helat-liiketoiminnasta vielä kohtuullisen hinnan. Tällä hetkellä tilanne ei kuitenkaan ole otollinen irtautumiselle.

Oheisessa arvomatriisissa olemme hahmotelleet mielestämme sopivia arvostuskertoimia (EV/EBITDA) liiketoiminnalle.

Arvomatriisi (EV, MEUR)

Arvomatriisi (EV)		Kannattavuus (EBITDA-%)				
MEUR		7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
EV/EBITDA-kertoim	4	2,9	3,3	3,7	4,1	4,6
	5	3,6	4,1	4,7	5,2	5,7
	6	4,4	5,0	5,6	6,2	6,8
	7	5,1	5,8	6,5	7,3	8,0
	8	5,8	6,6	7,5	8,3	9,1
	9	6,5	7,5	8,4	9,3	10,3

Lähde: Inderes

Nykyisessä tilanteessa olemme hyvin maltillisia käyttämissämme arvostuskertoimissa, jotka näkyvät alla. Jos liiketoiminnan näkymät parantuvat, sekä yhtiön tuloksessa että arvostuskertoimissa on nousuvaraa. Helat-liiketoiminnan kokoluokka huomioiden sen merkitys Panostajalle on kuitenkin pieni, jos yhtiö ei osallistu merkittäviin yritysjärjestelyihin tulevaisuudessa.

Arvo ja arvostuskertoimet

Arvonmäärittäjä	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2015e)	4,5	5,5
EV/EBIT (2015e)	5,7	7,0
EV/S (2015e)	0,4	0,5
Arvohaarukka (MEUR)	4,2	5,2

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	4,7	MEUR
Alakonsernin nettovelat	0,9	MEUR
Markkina-arvo	3,8	MEUR
Panostajan osuus	3,6	MEUR

Lähde: Inderes

Selog

Sisäkattotukkuri urakoitsijoille

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

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

Liiketoimintamalli

Selog toimii läheisessä yhteistyössä urakoitsijoiden kanssa. Selogin liiketoimintamalliin kuuluu oleellisesti asiantuntemus, jolla myyjät tukevat urakoitsijoita oikeiden materiaalien ja määrien kanssa. Laskelmat ovat kriittinen osa projektien kannattavuudessa ja oleellinen osa yhteistyösuhteiden kannalta. Selogin suurimmilla kilpailijoilla on myös asennusliiketoimintaa, minkä takia ne ovat osittain urakoitsijoiden kilpailijoita. Selogilla vastaavaa ristiriitaa ei ole, mikä on vahvuus urakoitsijamallissa.

Selogin liiketoiminta pyörii erittäin pienellä henkilömäärällä ja yhtiön johtava markkina-asema on näkemyksemme mukaan vakaalla pohjalla. Näin ollen liiketoiminnan riskiprofiili on mielestämme kokonaisuudessaan maltillinen. Selogilla on pienet varastot toimipisteissään, mutta näihin liittyvät riskit ovat maltillisia. Suurempia riskejä ovat mielestämme myyntisaamiset, jotka liittyvät rakennussektorin yleisiin maksutapoihin ja -ehtoihin. Rakennusyhtiöt venyttävät maksuja urakoitsijoille, jotka taas siirtävät maksuaikojat eteenpäin Selogin suuntaan.

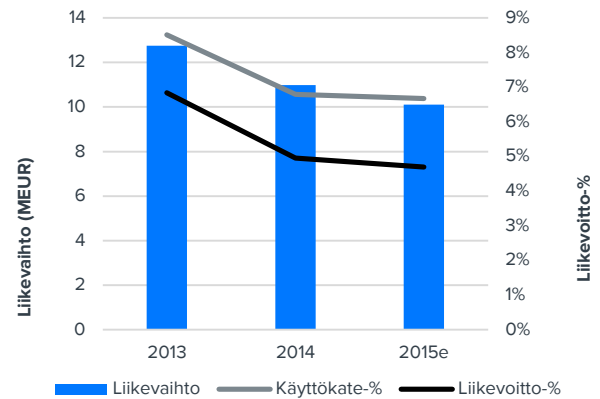
Tuloskehitys ja potentiaali

Selogin liikevaihto oli tilikaudella 2014 noin 11 MEUR, mikä tarkoittaa selvää noin 14 %:n laskua vertailukauteen nähden. Taustalla on pääasiassa rakennussektorin heikko kehitys, mikä aiheuttaa paineita myös Selogille. Liikevaihdon selvä lasku oli pettymys erityisesti sen takia, että yhtiö laajeni tilikauden aikana uudelle toimipisteelle Lappeenrantaan.

Yhtiön kulurakenne on ohut ja volyymien lasku näkyy väkisinkin kannattavuudessa, vaikka yhtiö onkin pystynyt tehostamaan toimintaansa. Tilikaudella 2014 käyttökate oli 6,8 % ja liikevoittoprosentti 5 %, molemmat selvästi matalampia kuin 2013 vertailukaudella (8,5 % ja 6,8 %). Kuluja kasvatti myös yhtiön laajentuminen, mutta nyt yhtiö pystyy tehostamaan toimintaansa enemmän. Q1:llä tästä nähtiin selkeä merkki, sillä liikevaihdon 13 %:n laskusta huolimatta yhtiön liikevoitto (0,1 MEUR) parani hieman vertailukaudesta. Täytyy kuitenkin korostaa, ettei

kannattavuutta voi näkemyksemme mukaan parantaa merkittävästi ilman volyymikasvua.

Selogin avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

Selogilla on johtava asema omalla niche-markkinallaan, mutta kysyntä on kuitenkin projektiluontoista ja sen taso vaihtelee rakentamisen mukana. Yritys on myös pieni eikä liiketoimintamallia pysty suojaamaan, mikä tuo mukanaan omat riskinsä. Pidämme yhtiön kasvunäkymiä kohtuullisen rajallisina, vaikka onnistuessaan maantieteellinen laajentuminen toki antaa siihen mahdollisuuksia. Tämä ei kuitenkaan tapahdu ilman panostuksia ja vaatii mielestämme taakseen markkinatilanteen piristymistä, mitä voidaan joutua odottamaan ainakin vuoteen 2016.

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

Arvomatriisi (EV, MEUR)

Arvomatriisi (EV)		Kannattavuus (EBITDA-%)				
MEUR		6 %	7 %	8 %	9 %	10 %
EV/EBITDA-kertoimen	3	1,8	2,1	2,4	2,7	3,0
	4	2,4	2,8	3,2	3,6	4,0
	5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,1
	6	3,6	4,2	4,8	5,5	6,1
	7	4,2	5,0	5,7	6,4	7,1
	8	4,8	5,7	6,5	7,3	8,1

Lähde: Inderes

Mielestämme EV/EBITDA-kertoimen 4-5x vuoden 2015 tuloksella on lähellä yhtiön arvoa, joka toki voi kasvaa lähivuosina yhtiön tuloksentekevyyden mukana. Mielestämme yhtiön potentiaali perustuu kuitenkin pitkälti

kassavirrantuottokykyyn eikä merkittävään arvonnousuun, mikä vaatisi mielestämme taakseen yritysjärjestelyitä.

Selogin arvo ja arvostuskertoimet

Arvonmääritys	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2015e)	4,0	-	5,0
EV/EBIT (2015e)	5,7	-	7,1
EV/S (2015e)	0,3	-	0,3
Arvohaarukka (MEUR)	2,7	-	3,4

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	3,0	MEUR
Alakonsernin nettovelat	-1,2	MEUR
Markkina-arvo	4,3	MEUR
Panostajan osuus	2,6	MEUR

Lähde: Inderes

KL-Varaosat

Varaosia premium-automerkeille

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

Liiketoimintamalli

KL-Varaosat on aiemmin erikoistunut Mercedesin ja BMW:n varaosiin, jotka ovat premium-henkilöautoja. Näiden autojen omistajien maksukyky on yleensä kunnossa ja heillä on myös halua sijoittaa laadukkaisiin varaosiin. Nyt yhtiö on laajentamassa myös Volvon ja mielestämme liiketoimintamallia voidaan laajentaa edelleen, kunhan yhtiö ei vaaranna brändiään laajentamalla liian alas premium-segmentistä ja pystyy säilyttämään asiantuntemuksen, joka takaa asiakaspalvelun sujuvuuden.

KL-Varaosat tarjoaa sekä alkuperäisvaraosia sekä laadukkaiden alihankkijoiden käytännössä vastaavia tuotteita. Käytännössä nämä tuotteet voivat olla samoja, sillä automerkit harvemmin vastaavat itse varaosien tuotannosta, vaan virallinen alihankkija valmistaa ne. Toimintamalli voi herättää huolen siitä, voivatko automerkit rajoittaa ”epävirallisten” varaosien myymistä tai hinnoittelua samassa liikkeessä. EU-lainsäädännön mukaan alkuperäisten varaosien myyntiä vapaaseen varaosakauppaan autonvalmistaja voi osavalmistajaa sitovalla sopimuksella

rajoittaa ainoastaan, jos ko. osan valmistamiseen käytettävä tuotantolaitteisto on heillä yhteistä. Näin ollen emme näe tässä ongelmaa. Myöskään esimerkiksi takuuehdot eivät ole ongelma ”epävirallisissa” varaosissa. Alkuperäisillä ja myös monilla alkuperäistä vastaavilla varaosilla on yleensä vähintään sama takuu kuin autonvalmistajien jakeluverkkojen myymillä alkuperäisosilla.

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

Yhtiö on siirtymässä kasvuvaiheeseen

Käsityksemme mukaan KL-Varaosat on siirtymässä kasvuvaiheeseen, mistä kertoo tuore laajeneminen pääkaupunkiseudulle (Vantaa) ja Volvoon. Laajentuminen tulee heikentämään tuloskehitystä lyhyellä tähtäimellä, mutta pitkällä tähtäimellä se tulee onnistuessaan kasvattamaan yhtiön tulosta ja arvoa. Edellisellä tilikaudella yhtiö laajeni Turkuun, mikä on ilmeisesti onnistunut varsin hyvin, vaikka liikevaihdon kasvu jäi koko vuonna kohtuullisen vaisuksi (+5 %). Osa Turun vaikutuksesta näkyy toki vasta kuluvana vuonna.

Yleisesti kasvunäkymät ovat kohtuullisen hyvät. Vaikka autojen myynti Suomessa on ollut viimeaikoina todella vaisua, korvaa tätä osittain vaihtoautojen tuonti. Tuontiautoissa Mercedes ja BMW ovat erittäin vahvoja ja näiden merkkien autokanta tämän takia edelleen kasvussa. Volvon lisääminen valikoimiin lisää kasvupotentiaalia, joskin toistaiseksi on liian aikaista sanoa, miten Volvon kysyntä lähtee kehittymään. Yhtiö lähtee Volvon kanssa maltillisesti liikkeelle ottaen valikoimaan ensin yleisimmät varaosat ja laajentaen valikoimaa hiljalleen kokemuksen kertyessä. Luonnollisesti laajeneminen on suhteessa helpompaa, kun yhtiöllä on jo selkeä toimintamalli, jakelu ja järjestelmät.

Tuloskehitys ja potentiaali

KL-Varaosat on tehnyt varsin tasaista tulosta viime vuosina ja yhtiön kannattavuus on ollut hyvin stabiili. Yhtiön käyttökate on viimeisen kuuden vuoden aikana pysynyt pääosin 8-12 %:n välillä, mitä voidaan pitää hyvänä saavutuksena huomioiden yleisesti erittäin volatiili liiketoimintaympäristö.

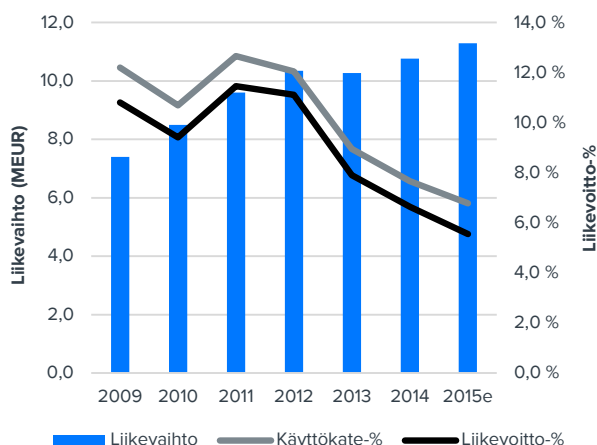
Odotamme yleisen markkinatilanteen olevan lähivuosina suhteellisen heikko suomalaisen kuluttajan ahdingon takia, mutta odotamme kuitenkin kohtuullista liikevaihdon kasvua yhtiön laajenemisesta johtuen. Kuluvana vuonna odotamme kohtuullista 5 %:n liikevaihdon kasvua, minkä odotamme kiihtyvän yli 10 %:n ensi vuonna Vantaan ja Volvon päästessä eteenpäin.

Suhteellisen kannattavuuden odotamme jatkavan laskuaan kuluvana vuonna johtuen edellä mainitusta laajentumisesta,

mikä aiheuttaa väkisinkin jonkin verran etupainotteisia kuluja. Uusilla toimipisteillä menee aina oma aikansa ennen break-even-pisteen saavuttamisesta, vaikka kaikki menisi suunnitelmien mukaan. Positiivisten vaikutusten uskomme näkyvän vasta 2016.

Mielestämme yhtiön pitäisi nousta takaisin noin 12 %:n käyttökatetasolle laajentumisen negatiivisten vaikutuksien lievetessä. Jos yhtiö saisi samalla tukea yleisen markkinatilanteen parantumisesta, voisi potentiaalia olla korkeammallekin.

KL-Varaosien avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

KL-Varaosat on mielestämme varsin houkutteleva liiketoiminta monille sijoittajille. Yhtiö ja erityisesti sen kassavirrat ovat arviomme mukaan defensiivisiä, yhtiöllä on Suomessa omassa kategoriassaan johtava asema ja liiketoiminnan riskiprofiili on kokonaisuudessaan maltillinen. Nyt kun yhtiöllä on pitkästä ajasta luvassa myös kasvua, arviomme mukaan kannattavaa sellaista, hyväksymme yhtiölle hieman korkeammat arvostuskertoimet.

Jos nykyiset laajennustoimet onnistuvat yhtiön suunnitelmien mukaan, uskomme yhtiön pyrkivän luomaan Suomen suuret kaupungit pääosin kattavan jakeluverkoston. Maanlaajuinen jakelu ja todistettu konsepti olisi houkuttelevampi ostajalle, mikä voi nostaa yhtiön arvoa myytäessä. Vastaavaa kilpailevaa yritystä on vaikea ja kallista rakentaa. Laajeneminen kuitenkin vaatii aikaa ja tällä hetkellä yhtiö on johtavasta asemastaan huolimatta varsin pieni.

Merkittävimpiä uhkina voidaan mainita esimerkiksi Veho, joka on samassa liiketoiminnassa ja omaa vaadittavat resurssit. Veho tulee auton ostajille tutuksi ainakin takuuhuolloissa ja teoriassa voisi omilla toimillaan aiheuttaa ongelmia KL-Varaosille. Tästä ei ole kuitenkaan tällä hetkellä mitään merkkejä.

Mielestämme nykymuotoisille KL-Varaosille voidaan perustella suunnilleen 7-8x EV/EBITDA-kertoimet. Arvostusta tukevat vahva markkina-asema sekä toimivaksi todettu liiketoimintakonsepti, joka on jossain määrin skaalautuva. Lisäksi kohtuullisen korkeita kertoimia voi mielestämme perustella vakaalla liiketoiminnalla ja vahvoilla kassavirroilla.

Arvomatriisi (EV, MEUR)

Arvomatriisi (EV)		Kannattavuus (EBITDA-%)					
MEUR		8 %	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
EV/EBITDA-kerron	5	4,5	5,1	5,6	6,2	6,8	7,3
	6	5,4	6,1	6,8	7,5	8,1	8,8
	7	6,3	7,1	7,9	8,7	9,5	10
	8	7,2	8,1	9,0	10	11	12
	9	8,1	9,1	10	11	12	13
	10	9,0	10	11	12	14	15

Lähde: Inderes

Kohtuullisen korkeista arvostuskertoimista huolimatta KL-Varaosien arvo jää Panostajan mittakaavassa pieneksi yhtiön kokoluokan takia. Näemme yhtiössä mahdollisuuksia suuremman luokan peluriksi kaukana tulevaisuudessa, mutta arvionluonti jää kuitenkin rajalliseksi. Toisaalta yhtiö on tuottanut vakaata kassavirtaa Panostajalle jo vuosien ajan, minkä takia sijoitustuotto on todennäköisesti kokonaisuudessaan varsin houkutteleva.

KL-Varaosien arvo ja arvostuskertoimet

Arvonmäärittäminen	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2015e)	7,0	- 8,0
EV/EBIT (2015e)	8,6	- 9,8
EV/S (2015e)	0,5	- 0,5
Arvohaarukka (MEUR)	5,4	- 6,1

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	5,7	MEUR
Alakonsernin nettovelat	1,8	MEUR
Markkina-arvo	4,0	MEUR
Panostajan osuus	3,0	MEUR

Lähde: Inderes

Megaklinikka

Hammaslääkärikliniikka uudella toimintamallilla

Megaklinikka Oy on vuonna 2010 perustettu suun terveydenhuoltopalveluita tarjoava yritys, jonka toiminta perustuu uudella palvelukonseptillä. Konsepti perustuu asiakaslähtöiseen toimintatapaan, jossa asiakkaille tarjotaan kaikki hammashuollon palvelut yhdellä käynnillä, laadukkaasti ilman jonoja. Asiakaslähtöisyyttä tukee myös Megaklinikan tehokas ajanvarausjärjestelmän sisältävä IT-järjestelmä, jonka kehittämiseen se on panostanut perustamisestaan alkaen. Yhtiön pääkonttori ja toistaiseksi ainoa hammaslääkärikliniikka on Helsingissä.

Liiketoimintamallin ytimessä on asiakaslähtöinen toiminnan ohjausjärjestelmä

Megaklinikka erottuu muista hammaslääkäriklinikoista erityisesti asiakaslähtöisellä toimintamallilla, jonka ytimessä on yhtiön IT-järjestelmä. Tämä järjestelmä on käytännössä tehokas toiminnanohjausjärjestelmä, jolla hoitoresurssit pystytään allokoimaan tehokkaasti. Asiakkaalla ei ole tiettyä hammaslääkäriä, vaan järjestelmä ohjaa hänet ensimmäiseen vapaaseen huoneeseen. Asiakkaille järjestelmä näkyy ajanvarausjärjestelmänä, joka normaalista poiketen ei anna tarkkaa alkamisaikaa vaan arvion todennäköisestä ajasta ja varoittaa asiakasta etukäteen ajan lähestyessä. Näin asiakkaan ei tarvitse jonottaa paikanpäällä kuin muutaman minuutin. Lääkärin tehtyä tarvetarkistuksen, hän syöttää sen järjestelmään, joka jälleen yhdistää tarpeet ja resurssit. Lääkärien lisäksi järjestelmässä ovat myös suuhygienistit ja hoitajat. Liiketoiminnan kannalta tehokas toiminnanohjausjärjestelmä tarkoittaa henkilöresurssien parempaa käyttöastetta, joka perinteisesti tarkoittaa parempaa kannattavuutta henkilöstökulujen ollessa yhtiön suurin kuluerä.

Yhtiöllä on tällä hetkellä vain yksi toimipiste Helsingin Kampissa, mutta yhtiö on laajentumassa Tukholmaan tänä vuonna. Liiketoimintamallin tehokas hyödyntäminen vaatii klinikalta tiettyä kokoluokkaa sekä merkittäviä volyymeja, mikä käytännössä voi toteutua vain asumis- ja työskentelytiheyden ollessa kohtuullisen korkea. Koska järjestelmä antaa asiakkaalle varoituksen 30 minuuttia ennen aikaa, tämä rajoittaa asiakasryhmää tietyille säteelle toimipisteestä. Toisaalta toimiakseen oikeasti tehokkaasti järjestelmä vaatii myös riittävät määrän resursseja. Kampin toimipisteessä on 19 hoitotuolia, kun minimimäärä lienee suunnilleen 10, jotta järjestelmän hyödyt saadaan irti. Suomessa riittävät volyymit tarjoaa ainoastaan Helsinki, minkä takia emme usko Megaklinikan laajenevan ainakaan lyhyellä tähtämellä laajaksi hammaslääkäriketjeksi.

IT-järjestelmän vahvuutena ovat kuitenkin myös mahdollisuudet ulkoistuksiin julkiselta puolelta, jossa resurssien käytön tehostaminen voisi tuoda merkittäviä säästöjä niitä kovasti kaipaaville valtiolle ja kunnille.

Näemme potentiaalia siis myös julkisen sektorin puolella, mutta emme ole toistaiseksi huomioineet tätä ennusteissamme. Sen sijaan olemme pyrkineet hahmottamaan Tukholman laajentumisen vaikutuksia, joihin liittyy kuitenkin tässä vaiheessa suurta epävarmuutta.

Tukholman laajentuminen kasvattaa potentiaalia, mutta ei ilman riskejä

Megaklinikan vuoden 2014 liikevaihto oli 5,5 MEUR ja liikevoitto 334 000 euroa eli noin 6 % liikevaihdosta. Käyttökate oli arviolta noin 12 % liikevaihdosta, sillä yhtiöllä on merkittäviä poistoja aikaisemmin mainitusta IT-järjestelmästä. Yhtiö työllistää noin 90 henkilöä.

Vuoden 2015 kannattavuutta tulee oleellisesti painamaan yhtiön laajentuminen Tukholmaan. Oletamme tällä hetkellä ennusteissamme, että Tukholman toimipiste avataan tilikauden kolmannen neljänneksen alussa. Avaamisen jälkeen Tukholman liiketoiminnan odotamme olevan selvästi tappiollista puoli vuotta, lähestyvän break-even-pistettä kolmannella neljänneksellä ja olevan voitollinen neljännellä neljänneksellä avaamisesta. Esimerkiksi Kampissa asiakasmäärä normalisoitui noin vuoden jälkeen avaamisesta. Tämä tietysti vaatii, että konsepti otetaan yleisesti hyvin vastaan Tukholmassa ja se toimii.

Tällä hetkellä Megaklinikalla on vain yksi toimipiste Helsingin Kampissa, joten liikevaihto voi hyvinkin kaksinkertaistua reilun vuoden päästä Tukholman laajentumisen onnistuessa suunnitelmien mukaisesti. Samalla aikajänteellä myös kannattavuuden pitäisi alkaa normalisoitua.

Uskomme liiketoiminnan normaalissa tilanteessa olevan potentiaalia noin 10 %:n liikevoittoprosenttiin, mitä Megaklinikka ei kuitenkaan arviomme mukaan tule saavuttamaan lähivuosina. Tukholman laajentumisen onnistuessa uskomme yhtiön jatkavan laajentumistaan muissa kaupungeissa ja tämä kasvu tulee todennäköisesti pitämään kannattavuuden paineessa vielä pitkään. Jos kasvu on kuitenkin kannattavaa, yhtiön arvo kasvaa pitkällä tähtäimellä huomattavasti.

Panostajan sijoituksen aikajänne on normaalisti 5-10 vuotta ja tällä aikavälillä Megaklinikka voi positiivisessa skenaariossa kasvaa täysin uuteen kokoluokkaan niin liiketoiminnan kuin arvon suhteen. Täytyy kuitenkin muistaa, että kasvuun liittyy merkittäviä riskejä ja ensimmäisen laajennuksen Tukholmaan täytyy onnistua tai Megaklinikka on vaarassa jäädä pelkästään Kampin klinikan varaan. Menestys Tukholmassa on mielestämme seuraava suuri testi liiketoimintamallille ja lopputuloksen tiedämme arviomme mukaan vuoden 2016 loppuun mennessä.

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

Yhtiön koko (100 %) osakekannan arvo on noin 2,9 MEUR, josta Panostajan osuus on 75 %. Lisäksi myyjillä on mahdollisuus enintään 1,0 MEUR:n lisäkauppahintaan, joka määräytyy kalenterivuosiin 2015 ja 2016 käyttökatteen

perusteella. Lisäkauppahinnan muodostumisessa oleellista on käsityksemme mukaan erityisesti Tukholman laajentumisessa onnistuminen, mikä on myös koko Megaklinikan arvonmuodostuksen kannalta mielestämme kriittistä. Jos konsepti osoittautuu toimivaksi Tukholmassa, vastaavia mahdollisuuksia löytyy varmasti myös muista riittävän mittakaavan omaavista kaupungeista.

Mielestämme Panostajan Megaklinikasta maksama hinta vaikuttaa kohtuulliselta. Se on erittäin alhainen, jos konsepti osoittautuu toimivaksi myös muualla, mutta toisaalta pelkästä Kampin klinikasta hinta on mielestämme korkea. Omassa arvonmäärittämisessämme olemme toistaiseksi käyttäneet Panostajan maksamaa hintaa Megaklinikan markkina-arvona. Tulemme tarkistamaan arvoa sen jälkeen, kun Tukholman suunnitelmat alkavat konkretisoitua ja olemme saaneet ensimmäiset indikaatiot liiketoiminnan menestyksestä. Positiivisessa skenaariossa näemme huomattavan arvonmuodostuspotentiaalin, mutta toistaiseksi olemme varovaisia ja korostamme myös laajentumiseen liittyviä riskejä.

Alla olevassa laskelmassa olemme odottaneet puolen lisämyyntihinnasta toteutuvan (0,5 MEUR), jolloin Panostajan kokonaishankintahinta olisi noin 2,5 MEUR. Samalla voimme demonstroida sitä, miltä arvostustaso näyttäisi tilikauden 2016 ennusteilla, joissa on jo mukana Tukholman laajentuminen. Sijoittajien on syytä huomata, että pelkän Kampin suhteen kertoimet olisivat huomattavasti korkeampia, vaikka Tukholma ei ole vielä täydessä tulospotentiaalissaan 2016 ennusteissamme.

Megaklinikan arvo ja arvostuskertoimet

Arvonmäärittäminen	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2016e)	5,0	-	6,0
EV/EBIT (2016e)	9,0	-	10,0
EV/S (2016e)	0,4	-	0,5
Arvohaarukka (MEUR)	4,2	-	5,1

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	4,6	MEUR
Alakonsernin nettovelat*	1,2	MEUR
Markkina-arvo	3,4	MEUR
Panostajan osuus	2,5	MEUR

* Inderesin oletus, tarkkoja tietoja ei saatavilla

Lähde: Inderes

Perinteisillä arvostuskertoimilla Megaklinikkaa on erittäin vaikea arvioida, sillä yhtiö tulee Tukholman laajentumisen takia olemaan todennäköisesti selvästi tappiollinen tilikaudella 2015 (liikevoittoennuste -0,9 MEUR) ja kannattavuus on alhainen myös 2016. Seuraavassa matriisissa olemme käyttäneet pohjalla normalisoitua kannattavuustasoa ja vuoden 2016 ennakoitua liikevaihtoa (10,6 MEUR sis. Tukholman), mutta korostamme, että

omassa arvonmäärittämisessämme emme ole käyttäneet samoja oletuksia. Näin ollen arvomatriisia pitäisi tässä tapauksessa käyttää enemmänkin tulevaisuuden potentiaalin hahmottamiseen Tukholman laajentumisen onnistuessa.

Megaklinikan arvomatriisi (EV, MEUR)

Arvomatriisi (EV)		Kannattavuus (EBITDA-%)					
MEUR		8 %	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
EV/EBITDA-kerron	5	4,2	4,8	5,3	5,8	6,3	6,9
	6	5,1	5,7	6,3	7,0	7,6	8,3
	7	5,9	6,7	7,4	8,1	8,9	9,6
	8	6,8	7,6	8,5	9,3	10,2	11,0
	9	7,6	8,6	9,5	10,5	11,4	12,4
	10	8,5	9,5	10,6	11,6	12,7	13,8

Lähde: Inderes

Pörssilistattu Takoma

Takoma on hankalassa asemassa arvoketjussa

Takoma on konepaja, joka tarjoaa mekaanisen voimansiirron tuotteita ja palveluita meri- ja offshore-teollisuudelle sekä kaivosteollisuudelle. Yhtiön liikevaihdosta tuli Q1:llä voimansiirron valmistuksesta laivanrakennus- ja offshore-teollisuuteen 90 %, energia- ja prosessiteollisuuden laitevalmistajille 5 % sekä muun teollisuuden tarpeisiin 5 %.

Tuotteet valmistetaan pääosin asiakkaiden suunnitelmien pohjalta, mutta Takoma tarjoaa myös suunnittelupalveluja asiakkaiden haasteiden ratkaisemiseen. Mielestämme Takoma on kuitenkin arvoketjussa hankalassa asemassa, sillä yhtiö toimii alihankkijana erittäin suurille yhtiöille vahvasti kilpailulla toimialalla. Yhtiön suuriin asiakkaisiin kuuluu ainakin Rolls-Royce, joka on yksi meri- ja offshore-teollisuuden suurimmista yhtiöistä.

Yritys toimii periaatteessa kansainvälisesti, mutta sen vahvinta markkina-aluetta on Itämeren alue. Takoma on noteerattu Nasdaq Helsingissä. Panostaja omistaa Takomasta 63 % ja loput omistajista löytyvät pörssissä noteeratun yhtiön omistajaluettelosta. Takoman jatkuvien toimintojen henkilöstömäärä tilikauden 2014 lopussa oli 92.

Takoman ja Takoma Gears Oy:n uutena toimitusjohtajana aloitti maaliskuun alussa Lasse Mannola. Aikaisempi toimitusjohtaja Ilkka Miettinen pyysi vapautusta tehtävästään 16.1.2015 alkaen jatkaakseen uusissa haasteissa yhtiön ulkopuolella. Taustalla ei ollut dramatiikkaa, vaan toimitusjohtajan profiilia vaihdettiin yhtiön tilanteen muututtua. Nyt Mannolan tehtävänä on saada Takoman liikevaihto uudelle tasolle, kun Miettinen hoiti aikaisemmin yhtiön läpi yrityssaneerausprosessin alun.

Liiketoimintamalli

Takoma valmistaa mekaanisia voimansiirtokomponentteja ja tarjoaa näihin palveluita. Tuotteet ja palvelut on suunnattu toimialoille, joissa on otettava huomioon vaikeat olosuhteet kuten värinä, tomu, kylmyys, kosteus, korrosio tai muu ympäristörasitus. Asiakaskunta löytyy pääasiassa offshore- ja meriteollisuudesta sekä perinteisestä prosessiteollisuudesta. Yhtiö on valmistanut erilaisia komponentteja myös kaivosteollisuuden tarpeisiin.

Takoma on konepaja, joka toimittaa perinteisesti vain tietyn osan tuotekokonaisuuteen. Näin ollen yhtiö on alihankkija sektorilla, jolla on kireä kilpailutilanne. Finanssikriisistä alkaneen laskusuhdanteen jälkeen yhtiö ei ole pystynyt vastaamaan heikentyneeseen markkinatilanteeseen riittävän nopeasti, minkä seurauksena liiketoiminta on ollut raskaasti tappiollista ja yhtiö hakeutui lopulta syksyllä 2014 yrityssaneeraukseen.

Yrityssaneeraus ja taloudellinen tilanne

Pirkanmaan käräjäoikeus on hyväksynyt Takoman saneerausohjelman 30.9.2014. Tähän liittyen Takoman tytäryhtiöt Tampereen Laatu-koneistus Oy ja Hervannan Koneistus Oy asetettiin konkurssiin 17.1.2014 ja Takoma Systems Oy 2.1.2014. Mahdolliset jako-osuudet Takoma Oyj:lle konkurssipesistä tarkentuvat alkaneen tilikauden ensimmäisen kvartaalin aikana. Ulkomaiset tytäryhtiöt AS Takoma Eesti sekä Takoma Norge AS eivät olleet toiminnassa tilinpäätöshetkellä.

Panostaja Oyj:n on antanut lainan (1,31 MEUR) Takoma Oyj:lle, joka on konvertoitu pääomalainaksi. Laina on vakuudeton eikä sille makseta korkoa 9.12.2013 lähtien. Velkaa ei saa lyhentää ennen kuin saneerausohjelma on päättynyt ja kaikki saneerausohjelman mukaiset velvoitteet on maksettu saneerausohjelman mukaisesti kaikille velkojaryhmille. Takoma Oyj:n saneerausohjelma päättyy 30.6.2022.

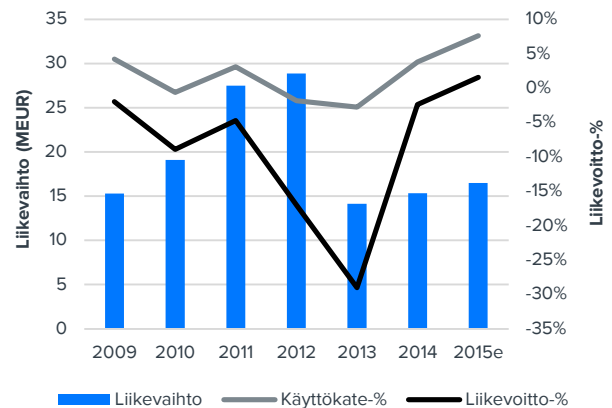
Takoman rahoitustilanne on tukala, mutta saneerauksen takia tilanne on ainakin väliaikaisesti rauhoittunut. Likvidejä varoja oli tilikauden 2014 lopussa 0,55 MEUR, josta emoyhtiön käytettävissä 0,04 MEUR. Pitkäaikaisia saneerausvelkoja konsernilla oli yhteensä 5,00 MEUR, joista korollisia 2,34 MEUR. Lyhytaikaisia saneerausvelkoja konsernilla oli 0,74 MEUR (korollisia 0,30 MEUR). Tilinpäätöshetkellä factoring-luoton limiitti oli 3,0 MEUR, josta oli käytössä 2,11 MEUR. Konsernin oma pääoma oli tilikauden lopussa 0,56 MEUR, omavaraisuusaste oli 4,1 % ja nettovelan suhde omaan pääomaan (gearing) oli 952,4 %. Nettovelkaa laskettaessa pääomalainaa ei ole otettu velkoihin, koska se on saneerausohjelman mukaisesti korotonta. Luvut ovat synkkiä ja kertovat yhtiön äärimmäisen korkeasta riskiprofiilista.

Tuloskehitys ja näkymät

Takoman viime vuosien synkkä tuloskehitys näkyy selvästi alla olevasta graafista. Historia ei kuitenkaan kerro paljoa

tulevasta, sillä yhtiön rakenne muuttui yrityssaneerauksessa voimakkaasti. Myöskään näkymät eivät kuitenkaan ole ruusuiset.

Takoman avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Yhtiön näkymät ovat edelleen erittäin epävarmat ja niitä synkistää öljyn hinnan lasku, joka pitkittyessään heijastuu väkisinkin offshore-sektorin kysyntään. Takoma ei antanut liikevaihto- tai tulosoheja ensimmäisen neljänneksen osavuotisessa selvityksessään. Tilaukset kauden lopussa (31.1.2015) oli 5,3 MEUR eli 12 % vuoden takaista korkeampi. Edelliseen kvartaaliin nähden tilaukset on kuitenkin pienentynyt 18 %, joten tilaukset on ollut vaisulla tasolla. Yhtiön mukaan tilauksien pienemiseen vaikutti markkinoiden epävarmuus, jonka seurauksena investointiprojekteja on siirretty, johtuen öljyn hinnasta ja yleisestä markkinatilanteesta.

Markkinanäkymissään Takoma kertoi, että offshore-markkinoiden kehitys on toistaiseksi ollut vakaata. Öljyn hinnan jyrkkä lasku saattaa kuitenkin muuttaa offshore-teollisuuden investointihaluja ja luoda sekä offshore- että meriteollisuusmarkkinoille epävarmuutta: projekteja siirretään ja osittain jäädytetään. Takoman Meriteollisuuden asiakaskunnan tilaukskannassa on yhtiön mukaan tapahtunut myönteistä kehitystä vaativampien laitteiden ja järjestelmien osalta. Kilpailu laivojen kansilaitteissa on kuitenkin vastaavasti selkeästi kiristynyt, mikä osaltaan heikentää myös Takoman näkymiä. Mielestämme Takoman näkymät ovat erittäin epävarmat siitä huolimatta, että yhtiöllä on kohtuullinen tilaukset. Jos offshore-sektorin kehitys ei korjaannu pian, tulee vuodesta todella haastava yhtiölle.

Markkina-arvo mitataan pörssissä

Emme ole tehneet Takomalle laajempaa arvonmäärittystä, vaan hyväksymme sille Helsingin pörssissä määräytyvän arvon. Osake noteerattiin kirjoitushetkellä 0,41 eurossa, mikä tarkoittaa Takoman osakemäärällä noin 6,5 MEUR:n markkina-arvoa. Tästä Panostajan osuus on 4,1 MEUR eli noin 63 %. Huomautamme, että yritysarvo on huomattavasti

korkeampi raskaan velkalastin takia. Mielestämme Takoman todellinen arvo selviää lähivuosien aikana, kun saneerausohjelma etenee. Lyhyellä tähtäimellä emme näe yhtiössä arvonnousupotentiaalia ja pidämme arvon lopullista tuhoutumista mahdollisena erityisesti, jos yleinen markkinatilanne heikkenee oleellisesti öljyn hinnan laskun seurauksena. Ainakin toistaiseksi olemme skeptisiä Takoman tulevaisuuden suhteen, mutta arvotamme sen pörssilistauksen antaman arvon kautta.

Takoman arvostuskertoimet pörssi-arvolla

Pörssi-arvo 6,5 MEUR, EV noin 12,4 MEUR

EV/EBITDA (2016e)	8,3 x
EV/EBIT (2016e)	24,8 x
EV/S (2016e)	0,7 x

Lähde: Inderes

Heatmasters

Lämpökäsittely-liiketoiminta eli Heatmasters

Heatmasters tarjoaa lämpökäsittelyä palveluna ja valmistaa lämpökäsittelylaitteita. Lämpökäsittelyä tarvitaan muun muassa poistamaan metallista hitsauksen aikaansaamia jännityksiä ja palauttamaan metallien alkuperäiset ominaisuudet. Projekteista merkittävimpiä ovat ydinvoimalat ja Olkiluoto 3:ssa Heatmasters oli mukana merkittävässä mittakaavassa. Yhtiöllä on 40 vuoden historia, jonka aikana yhtiölle on kertynyt merkittävää osaamista. Yhtiö on uudistanut vasta strategiaansa ja pyrkii nyt kasvamaan uuteen kokoluokkaan kansainvälistymisellä.

Heatmastersin loppuasiakkaat edustavat energia-, kemia- ja konepajateollisuutta. Sen markkina-alue kattaa laite-toimituksissa koko maailman ja palveluissa Euroopan. Sen toimipisteet ovat Suomessa Lahdessa ja Varkaudessa, Ruotsissa Göteborgissa ja Puolassa Bedzinissä. Jonkin verran liiketoimintaa on myös näiden maiden naapurimaissa. Panostaja omistaa 80 % Heatmastersin osakekannasta ja loput 20 % omistaa toimitusjohtaja Ilkka Mujunen. Mujunen on toiminut Heatmastersin toimitusjohtajana vuodesta 2013.

Lämpökäsittely ja liiketoimintamalli

Lämpökäsittely on prosessi, jossa metallikappaleen lämpötilaa nostamalla saadaan aikaan haluttuja muutoksia metallin mikrorakenteessa ja mekaanisissa ominaisuuksissa. Sitä tarvitaan esimerkiksi poistamaan metallista hitsauksen aikaansaamia jännityksiä ja palauttamaan metallien alkuperäiset ominaisuudet.

Heatmasters tekee pääasiassa valmisstandardien edellyttämiä hitsattavien kappaleiden esi- ja jälkilämmitystä. Liiketoiminta vaatii osaamisen lisäksi asianmukaiset sertifikaatit, mikä rajoittaa omalta osaltaan kilpailua. Esimerkki voi olla prosessilaitoksen putkistot, paineastiat tai

muut yksittäistuotantona tehtävät suuret hitsatut tai valetut kappaleet. Yhtiön tärkeimmät asiakkaat löytyvät energia-, kemia- ja konepajateollisuudesta. Tärkeitä asiakkaita ovat esimerkiksi Andritz, Valmet ja Rautaruukki.

Heatmastersilla on omia tuotteita eli yhtiö myy erilaisia lämpökäsittelylaitteita, mutta näkemyksemme mukaan pääliiketoiminta rakentuu kuitenkin lämpökäsittely-palveluiden varaan. Nämä voidaan käytännössä jakaa kolmeen ryhmään: lämmityksiä vyöhykekäsittely-automaateilla asiakkaan työmailla, 2) lämmityksiä kiinteillä uuneilla omissa toimitiloissa ja 3) lämmityksiä suurille kappaleille (joita ei voi siirtää) tilapäisuuneilla asiakkaiden tiloissa. Palveluissa on hyvä huomata, että välimatka ei ole ratkaiseva kilpailuetu. Koska oikea käsittely on kriittistä sekä turvallisuuden että arvokkaiden prosessien toimivuuden kannalta, laatu on merkittävin kilpailuetu.

Yhtiö myös myy lämpökäsittelykoneita, sekä asiakaskohtaisesti räätälöityjä uuneja että kevyempiä lämpökäsittelyautomaatteja. Laitteiden markkina-alue on käytännössä koko maailma ja yhtiöllä on yhteensä 25 jakelijaa ympäri maailmaa. Suurin osa liikevaihdosta tulee kuitenkin Euroopasta. Liiketoiminnan yksi mielenkiintoinen osa on se, että periaatteessa asiakas voi ostaa laitteen ja korvata sillä Heatmastersin palvelutarjonnan. Monesti asiakkaat eivät kuitenkaan koe lämpökäsittelyn kuuluvan omaan ydinosaan ja voivat näin ostaa palvelun ulkoistettuna.

Yhtiö hakee kansainvälistä kasvua

Heatmasters on tällä hetkellä kehitysvaiheessa. Yhtiö on saanut käännettyä liiketoiminnan voitolliseksi ja hakee uudessa strategiassaan kansainvälistä kasvua. Tämä voidaan saavuttaa allianssien (mm. asennusyhtiöt ja laitevalmistajat) ja suurien asiakkaiden kansainvälisten projektien kautta, mutta yhtiö on kertonut myös olevansa kiinnostunut yritysostoista. Erityisesti yhtiö on kiinnostunut vahvistamaan palveluliiketoimintaa Euroopassa. Todennäköisesti yhtiötä kiinnostaa erityisesti nykyisten toimialueiden laajentaminen ja vahvistaminen, mikä yhtiön kannalta tarkoittaa erityisesti Itämeren aluetta ja Puolaa. Mahdollisissa yritysostoissa yhtiö tavoittelee erityisesti asiakkuuksia ja markkina-alueita eikä esimerkiksi teknologiaa. Lisäksi yhtiö pyrkii luonnollisesti edelleen parantamaan kannattavuuttaan ja lisäksi kääntämään Ruotsin liiketoiminnan takaisin kasvu-uralle.

Lämpökäsittelymarkkinat ovat yleisesti erittäin fragmentoituneet ja alalla toimii paljon pieniä yrityksiä. Tästä kertoo jo sekin, että Heatmasters on alalla suuri yhtiö keskimäärin noin 7 MEUR:n vuotuisella liikevaihdolla. Alan suurin yhtiö on Yhdysvaltalainen Furmanite, joka on listattu New Yorkin pörssissä (NYSE: FRM). Vuonna 2014 Furmaniten liikevaihto oli 529 MUSD ja operatiivinen liikevoitto oli noin 23 MUSD. Yhtiön liiketoiminta sisältää muitakin liiketoimintoja, joten lukuja ei kannata suoraan vertailla. Euroopassa vastaavan kokoisia yhtiöitä ei ole ja erikoistuneita toimijoita on yleensäkin vähän. On oleellista

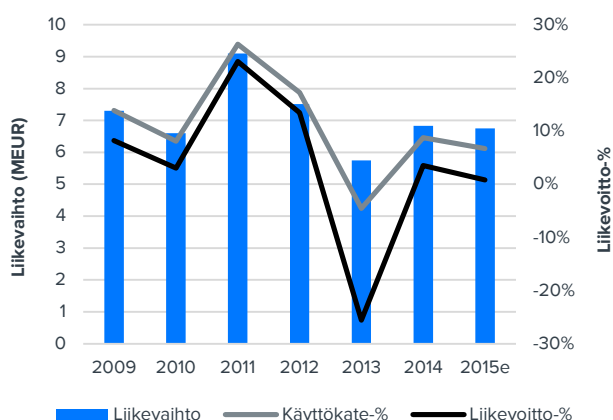
huomata, että suurin ”kilpailija” alalla on monesti asiakkaan oma tekeminen. Näin ollen ulkoistamisessa on merkittävää potentiaalia. Korostamme kuitenkin, että tämä potentiaali rajoittuu pitkälti yksittäisenä tehtäviin tuotteisiin, sarjaj valmistuksessa prosessi hoidetaan lähtökohtaisesti talon sisällä.

Suhtaudumme positiivisesti kasvusuunnitelmiin, sillä mielestämme Heatmasters on tällä hetkellä aivan liian pieni yhtiö toimimaan tehokkaasti kansainvälisillä markkinoilla. Tämä näkyy erityisesti laitekaupassa, joka skaalautuisi kohtuullisesti, jos yhtiö pystyisi sitä kasvattamaan. Myös palveluliiketoiminnan kasvu tukisi tätä.

Tuloskehitys ja potentiaali

Heatmastersin näkymät ovat varsin hyvät tilikaudelle 2015, mutta odotamme kuitenkin yhtiön jäävän hieman tilikauden 2014 tuloksesta. Tämä johtuu käytännössä siitä, että Q1'14 sisälsi yhden yhtiön historian suurimmista uunitoimituksista ja tilikauden 2015 alku oli tämän takia huomattavasti heikompi. Q1'14 liikevaihto oli 2,0 MEUR ja liikevoitto 0,2 MEUR, kun nyt vastaavat luvut olivat 1,4 MEUR ja -0,1 MEUR.

Heatmastersin avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Markkinanäkymät ovat kokonaisuudessaan varovaisen positiiviset, sillä Suomessa kysyntä on yleisesti piristynyt konepajasektorin mukana, kun taas Puolassa ja erityisesti Ruotsissa markkina on yhtiön mukaan hiljainen. Yleisesti prosessilaitosten modernisointi jatkuu Euroopassa kohtuullisella tasolla. Odotamme yhtiön pystyvän kuluvana tilikaudella kirimään loppuvuoden aikana Q1:llä syntyneen eron lähes kokonaan kiinni, mutta koko tilikauden tuloksen jäävän hieman edellisestä.

Näkemyksemme mukaan Heatmastersissa on osaamista, teknologiaa ja potentiaalia, mutta tämä jää suurelta osin hyödyntämättä yhtiön nykyisessä kokoluokassa. Lämpökäsittelytuotteet ovat globaali markkina, missä näin pienen yhtiön on vaikea toimia. Yhtiön mahdollisesti siirtyessä uuteen kokoluokkaan yritysostojen ja organisa-

kasvun kautta lähivuosina, voidaan myös kannattavuus saada uudelle tasolle. Mielestämme yhtiöllä on mahdollisuudet päästä yli 10 %:n liikevoittomarginaaliin, mutta silloin liiketoimintarakenteen pitäisi muuttua. Panostaja-konsernin mittakaavassa merkittävä tuloskontribuutio vaatisi mielestämme yritysjärjestelyitä. Liikevaihtokehitystä katsottaessa on toki huomioitava myös se, että yksittäisillä projekteilla voi olla erittäin suuri vaikutus siihen. Esimerkiksi Olkiluoto 3-projekti toi yhtiölle noin 1,5 MEUR:n liikevaihdon aktiviteetin huippuvuonna.

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

Heatmastersin hyväksyttävää arvostustasoa painaa mielestämme viime vuosien heikko tuloskehitys, joka heijastelee myös yhtiön kohtuullisen korkeaa riskiä. Kysyntä kulkee sykleissä ja heilahtelee myös suurien projektien mukaan. Erityisesti Heatmastersin laiteliiketoiminnassa on merkittävä tulosvipu molempiin suuntiin. Vaikka näemme liiketoiminnassa myös paljon potentiaalia, erityisesti kansainvälisillä markkinoilla, ei tästä ole olemassa suurempia näyttöjä ja epäorganiseen kasvuun liittyy aina myös riskejä. Tässä vaiheessa yhtiön arvostuskertoimien täytyy mielestämme olla maltillisia.

Arvostusta sen sijaan tukee yhtiön vahva markkina-asema (selvä markkinajohtaja avainalueilla) sekä vahvat referenssit. Silloin kun suuri asiakas haluaa olla varma, että työt tehdään laadukkaasti, Heatmasters on yleensä vahva kandidaatti.

Hyväksymme Heatmastersille tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimen haarukasta 5-7x, mikä on alhainen suhteessa yleisiin arvostustasoihin, mutta mielestämme samalla korkea ajatellen yhtiön track-recordia. Panostaja-konsernin kannalta omistuksen arvolla (2,6 MEUR) on hyvin pieni merkitys. Tilanne voi kuitenkin muuttua, jos yhtiön kansainvälinen kasvu saa tuulta alleen.

Heatmastersin arvo ja arvostuskertoimet

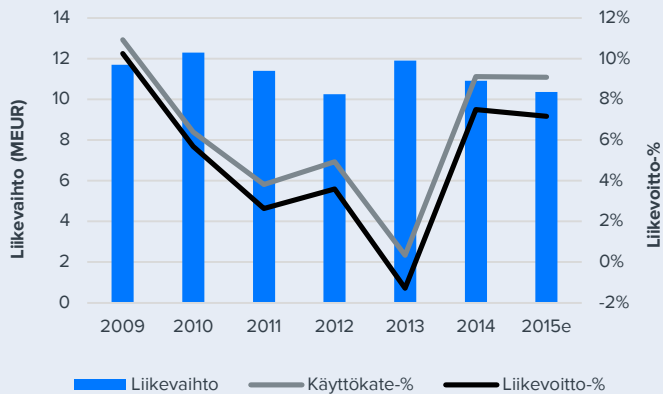
Arvonmäärittäjä	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2015e)	5,0	-	7,0
EV/EBIT (2015e)	42,7	-	59,8
EV/S (2015e)	0,3	-	0,5
Arvohaarukka (MEUR)	2,3	-	3,2

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	2,7	MEUR
Alakonsernin nettovelat	-0,6	MEUR
Markkina-arvo	3,3	MEUR
Panostajan osuus	2,6	MEUR

Lähde: Inderes

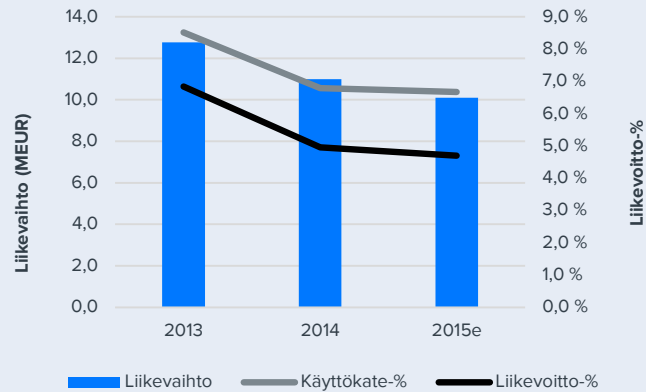
Pienempien segmenttien tulokset

Helat



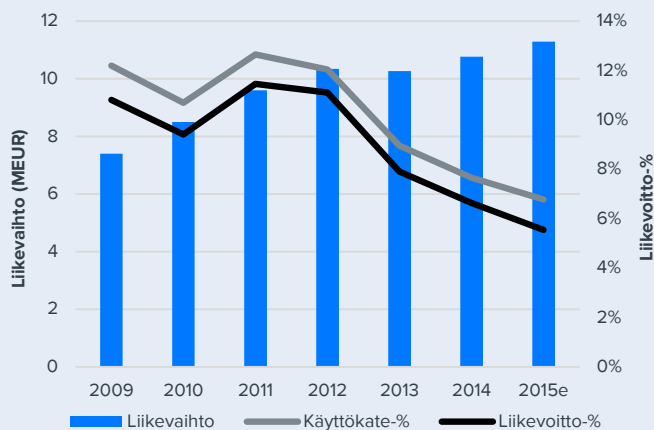
Lähde: Inderes

Selog



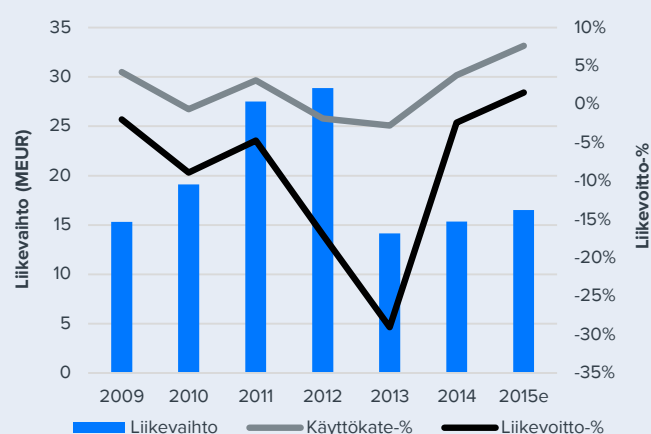
Lähde: Inderes

KL-varaosat



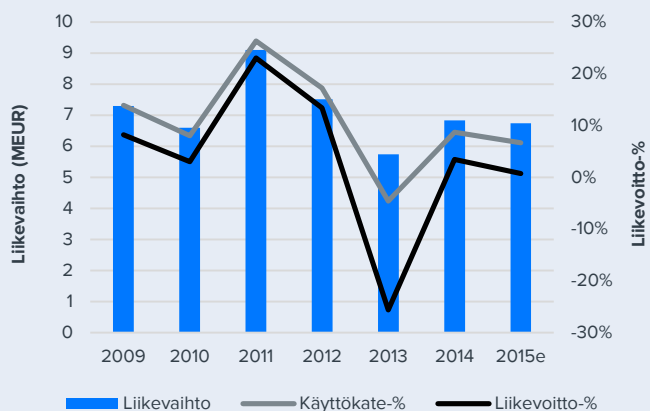
Lähde: Inderes

Takoma



Lähde: Inderes

Heatmasters



Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne

Panostajan kyky tehdä sijoituksia vaatii luonnollisesti riittävää rahoitusta. Käytännössä tämä tarkoittaa suhteellisen vahvaa omaa tasetta ja kykyä käyttää velkavipua harkinnan mukaan. Tässä kappaleessa käsittelemme lyhyesti yhtiön tämän hetken taloudellisen tilanteen, nykyisen rahoitustilanteen, taserakenteen, pääomakustannukset sekä velkavipumahdollisuuden. Mielestämme yhtiön rahoitustilanne on hyvä ja tase hyvässä kunnossa, joskin rahoituskustannukset ovat mielestämme nykyiseen korkoympäristöön suhteutettuna varsin korkeita.

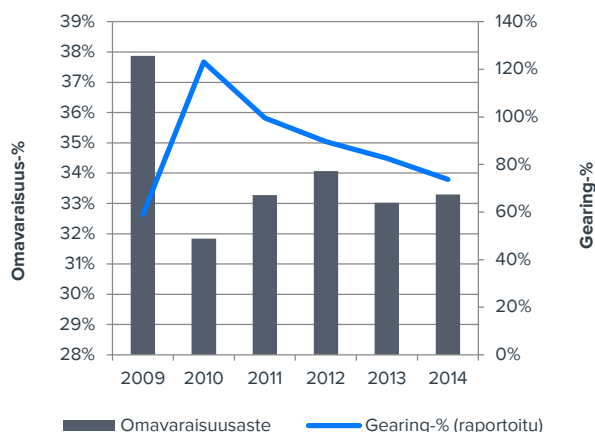
Taloudellinen tilanne on vakaa

Panostajan tase on hyvässä kunnossa

Panostajan tase on mielestämme hyvässä kunnossa. Tilikauden 2014 lopussa konsernin rahavarat olivat 18,6 MEUR ja korolliset nettovelat 35,0 MEUR. Molemmat parantuivat selvästi vertailukaudesta. Tämän ansiosta nettovelkaantumisaste (gearing) laski ja oli 73,7 % (2013: 82,6 %). Suunta on ollut sama jo vuosia, kuten alla olevasta graafista nähdään. Konsernin nettorahoituskulut 2014 katsauskaudella olivat -3,3 MEUR eli 2,1 % liikevaihdosta. Taso on konservatiivinen. Q1:llä yhtiön kassavarat hupenivat selvästi pääasiassa osinkojen maksun ja KotiSun-oston lisäkauppahinnan takia, mikä kuuluu normaaliin kiertokulkuun. Lisäksi tasetta tulee Q2:lla heikentämään Megaklinikan osto, mutta tase on edelleen kunnossa.

Mielestämme nykyinen tase antaa Panostajalle mahdollisuuden muutamaa pienenpään yritysostoon, jos yhtiö löytää houkuttelevia kohteita. Suuremmat yritysostot, varsinkin riskipitoiset sellaiset, vaatisivat kuitenkin mielestämme jostain liiketoiminnasta luopumista. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on kohtuullisesti liikkumavaraa myös Megaklinikan oston jälkeen.

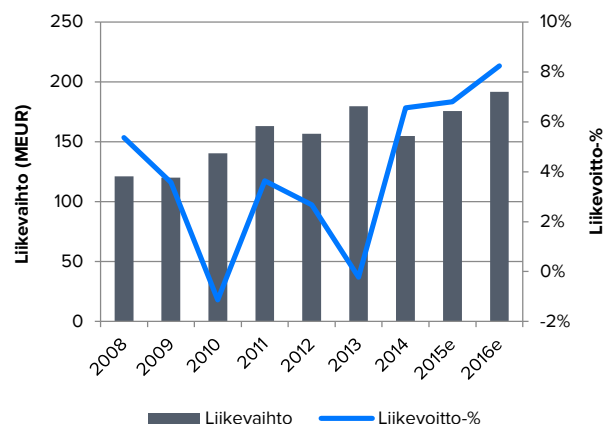
Omavaraisuusaste ja gearing-%



Lähde: Inderes

Lisäksi oleellista on se, että yhtiön liiketoiminnan kassavirta parani tilikaudella 2014 ja oli 11,4 MEUR (2013: 7,8 MEUR). Käytännössä vahva operatiivinen kassavirta tarkoittaa hyvää velanhoitokykyä ja mahdollisuutta investoida sekä liiketoimintojen kehittämiseen että yritysostoihin. Odotamme yhtiöltä tulosparannusta tilikaudelta 2015 emmekä näe syytä, miksi liiketoiminnan kassavirta poikkeaisi oleellisesti tuloksesta. Näin ollen kassavirrat tuovat mukanaan uusia mahdollisuuksia laajentaa portfolioa. Mahdollinen irtautuminen Granosta pistäisi Panostajan kokonaan uuteen tilanteeseen ajatellen tasetta ja sijoitusmahdollisuuksia.

Panostajan tuloskehitys



Lähde: Inderes / Panostaja. Huomautus: Luvut kerätty vuosikertomuksista, eikä niitä ole muokattu vertailukelpoisiksi rakennemuutoksien jälkeen.

Taserakenne tarkastelun alla

Panostajan taseesta löytyy tällä hetkellä kaksi erää, joihin kiinnitämme enemmän huomiota. Nämä ovat hybridilaina sekä vaihdettava pääomalaina.

Konserni laski 27.5.2013 liikkeeseen 7,5 MEUR:n hybridilainan, joka on virallisesti oman pääoman ehtoinen joukkovelkakirjalaina. Oman pääoman ehtoisella lainalla ei ole eräpäivää, mutta konsernilla on oikeus (ei velvollisuutta) lunastaa laina takaisin neljän vuoden kuluttua. Hybridilainan vahvuus on juuri sen oman pääoman kaltainen luonne, mikä antaa taseeseen tiettyä joustavuutta. Tämä tulee kuitenkin varsin korkeaan hintaan, sillä hybridin vuotuinen korko on 9,75 %, mikä on mielestämme huomattavan korkea nykyisessä korkoympäristössä. Korko maksetaan vain, jos

yhtiö päättää jakaa osinkoa. Mikäli osinkoa ei jaeta, konserni päättää koron maksusta erikseen. Konsernitilinpäätöksessä laina on luokiteltu omaksi pääomaksi ja korot esitetään luonteensa mukaisesti osingonjakona. Tilikaudelta 2013 (ei maksettu osinkoa) Panostaja päätti maksaa hybridilainan koron 0,7 MEUR, joka maksettiin 27.5.2014. Mielestämme osakkeenomistajien kannalta hybridilaina kannattaisi maksaa pois silloin, kun se on mahdollista. Vaikka summa ei ole suuri ja tarjoaa joustoa, on korko kohtuuttoman korkea suhteessa muihin rahoitusvaihtoehtoihin.

Vaihdettavaa pääomalainaa 2011 oli katsauskauden lopussa jäljellä 15 MEUR. Lainan korko on 6,5 % ja laina-aika 7.2.2011-1.4.2016. Osakkeen alkuperäinen vaihtokurssi on 2,20 euroa ja lainaosuudet voidaan vaihtaa enintään 6818181 yhtiön osakkeeseen. Koska vaihtokurssi on niin korkea, emme oleta lainan aiheuttavan diluutiota osakekantaan. Lainan korkoa pidämme kuitenkin korkeana, mutta sen suhteen täytyy muistaa, että Panostaja otti lainan erilaisessa taloustilanteessa ja korkoympäristössä vuonna 2011. Lainaosuuksia on yhteensä 300 kappaletta ja ne ovat kaupankäynnin kohteena Nasdaq OMX Helsinki Oy:n pörssilistalla. Osakkeiden vaihtokurssi merkitään yhtiön sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon.

asettamissa raameissa, emme näe vieraan pääoman nostavan merkittävästi yhtiön riskiprofiilia. Vaikka Panostajan sijoitusten riskiprofiili on yleensä kohtuullisen korkea, pidämme nykyistä velkatasoa hyvin hallittavana ja lisäarvoa tuottavana.

Rahoitusasema

	Tilikausi 2014	Tilikausi 2013
Korolliset velat	58.1	60.1
Korolliset saamiset	4.5	3.6
Rahavarat	18.6	16.4
Korolliset nettovelat	35.0	40.1

Lähde: Inderes

Panostaja tehostaa pääoman tuottoa velkarahalla

Sijoitusyhtiöt käyttävät perinteisesti toiminnsassa velkaa, jonka pääomakustannus on huomattavasti omaa pääomaa alhaisempi. Tämä on erityisesti perusteltua nykyisessä korkoympäristössä, jossa ohjauskorot ovat käytännössä nollassa. Jos yhtiöt onnistuvat sijoitustoiminnassaan, velkavipu nostaa selvästi oman pääoman tuottoa eli käytännössä osakkeenomistajien tuottolukemia. Luonnollisesti velkavipu toimii molempiin suuntiin, joten velan käyttö nostaa myös sijoitusyhtiöiden riskiprofiilia.

Mielestämme Panostajan velankantokyky on vahva hyvin hajautetun ja kassavirtaa kohtuullisen tasaisesti tuottavan sijoitusportfolion takia. Näin ollen pidämme perusteltuna, että Panostaja käyttää kohtuullista velkavipua lisätäkseen sijoituksien tuottopotentialia. Velkaa voisi mielestämme olla enemmän, joskin toivottavasti alhaisemmalla korolla. Jos Panostaja pysyy omien taloudellisten tavoitteidensa

Panostajan tase

Panostajan taserakenne

Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	76,3	81,6	81,8	86,8	90,8	91,9
Liikearvo	34,3	41,9	49,7	49,7	49,7	49,7
Aineettomat oikeudet	6,1	8,1	8,7	10,5	11,5	12,0
Käyttöomaisuus	19,0	15,2	9,1	12,3	15,3	15,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	8,5	8,7	10,6	10,6	10,6	10,6
Laskennalliset verosaamiset	4,6	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	56,3	67,0	61,0	68,5	74,7	77,7
Varastot	18,6	15,4	14,9	17,6	19,2	19,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	25,3	30,8	23,0	28,1	30,7	31,9
Likvidit varat	12,3	16,4	23,1	22,8	24,9	25,9
Taseen loppusumma	132,6	148,6	142,8	155,3	165,5	169,6

Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Oma pääoma	28,7	30,1	32,2	33,7	38,2	42,1
Osakepääoma	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kertyneet voittovarot	2,0	0,0	0,1	1,6	6,1	10,0
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	4,6	0,0	4,6	4,6	4,6	4,6
Muu oma pääoma	16,5	24,5	21,9	21,9	21,9	21,9
Vähemmistöosuus	16,5	19,0	15,4	15,4	15,4	15,4
Pitkäaikaiset velat	43,7	44,3	50,1	53,3	54,8	53,6
Laskennalliset verovelat	1,5	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	27,8	28,0	34,4	37,6	39,1	37,9
Vaihtovelkakirjalainat	14,4	14,6	14,7	14,7	14,7	14,7
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	43,8	55,3	45,2	52,9	57,1	58,5
Lainat rahoituslaitoksilta	14,5	17,5	9,0	12,5	13,0	12,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	29,3	37,5	36,2	40,4	44,1	45,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	132,6	148,6	142,9	155,3	165,5	169,6

Lähde: Panostaja

Lähivuosien tulosenennusteet

Tässä kappaleessa keskitymme konsernitason tulosenennusteisiin, tuloksen muodostumiseen sekä konsernin tulospotentiaaliin. Otamme myös kantaa tuloskasvuun, yhtiön antamaan ohjeistukseen, odotettavissa oleviin irtautumiseen sekä osingonmaksukykyyn. Korostamme kuitenkin, että Panostajan arvon olemme määrittäneet osien summa-laskelmalla ja tämän suhteen oleellista on sijoitusten arvonkehitys. Olemme käsitelleet eri liiketoimintojen tulosenennusteita sekä potentiaalia myös aikaisemmissa kappaleissa.

Lähivuosien ennusteet

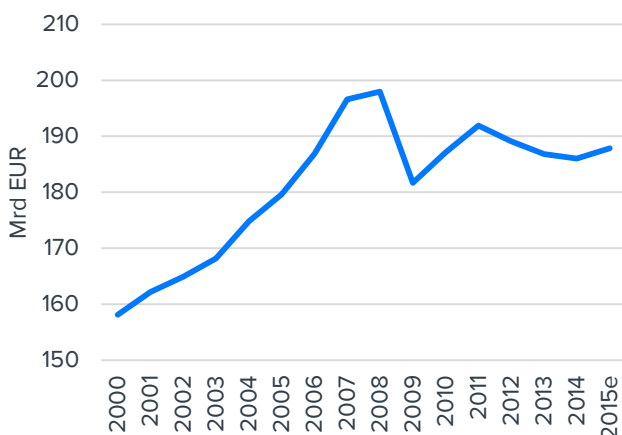
Suomen taloudessa heikot näkymät

Koska Panostajan sijoitukset kohdistuvat Suomen pk-sektorille, ovat yhtiöiden päämarkkinat yleensä myös Suomessa. Viennin osuus Panostajan liikevaihdosta on arviolta noin 94 %. Suomen merkitys on joka tapauksessa erittäin suuri, joten käsittelemme lyhyesti Suomen yleisiä talousnäköymiä.

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen. Suomen bruttokansantuotteen ennustetaan kuluvana vuonna pysyvän vuoden 2013 tasolla ja vuoden 2008 taso tullaan saavuttamaan eri tutkimuslaitosten arvioiden mukaan vasta kuluvan vuosikymmenen loppupuolella.

Suomen talouden keskeisiä ongelmia ovat näkemyksemme mukaan korkea ja jäykkä kustannusrakenne, valtion ylisuuri rooli, teollisuuden rakennemuutos ja investointien puute. Lisäksi Suomen tärkeiden vientimarkkinoiden Euroopan ja Venäjän talousongelmat heikentävät Suomen talousnäköymiä entisestään. Kokonaisuutena ongelmat ovat pitkälti rakenteellisia ja näkemyksemme mukaan Suomen taloudella ei ole edellytyksiä ripeään kasvuun ilman rakenteita korjaavia toimenpiteitä.

Suomen bruttokansantuotteen kehitys 2000-2015e



Lähde: Tilastokeskus, Suomen Pankki & Inderes

Vuoden 2015 osalta ennustelaitokset odottavat Suomen talouden kasvavan viennin vetämänä noin 1 %:n. Työttömyys tulee pysyttelemään nykyisellä korkealla tasolla (yli 8 %) johtuen talouden heikosta kasvusta, valtion toimintojen supistamisesta ja teollisuuden jatkuvasta rakennemuutoksesta. Rakenteellisten ongelmien takia Suomen talouskasvunäkymät ovat vaisut myös lähivuosina.

Suomen kehitykseen vaikuttaa lopulta merkittävästi Euroopan yleisen talouden elpyminen, sillä euroalueella on paljon samantyyllisiä ongelmia kuin Suomessakin. Olemme varovaisen optimistisia myös Euroopan yleisen talouskasvun piristymisestä lähivuosina, jos alue ei kohtaa uusia ongelmia (kuten Ukrainan konfliktin laajentuminen tai Kreikan tilanteen kärjistymisen). Alueen rakenteellisten ongelmien takia kasvulukemat jäävät hyvässäkin skenaariossa pieniksi, mutta euron heikentyminen tukee alueen vientiteollisuutta. EKP:n elvytystoimet eivät yksinään vie euroalueen taloutta kasvuun, mutta ne voivat luoda optimismia, mikä saisi vihdoin alueen investoinnit käyntiin. On kuitenkin mielestämme selvää, että koko Euroopan talouskasvu on hyvin maltillista lähivuosina.

Odotamme Panostajalta tulosparannusta kuluvana tilikautena

Panostajan näkymät ovat Suomen heikosta taloustilanteesta huolimatta pääosin varovaisen positiiviset. Vaikka Suomen talousnäköymät ovat edelleen epävarmat, emme usko Panostajan tytäryhtiöiden liiketoimintaympäristöjen heikentyvän kuluvana vuonna. Todennäköisesti rakennussektoriin liitännäiset liiketoiminnot kärsivät hieman heikentyvästä markkinatilanteesta, mutta muuten näkymät ovat ainakin varovaisen positiiviset.

Panostaja on ohjeistanut konsernin liikevaihdon kasvavan ja liikevoiton olevan tilikaudella 2015 samalla tasolla kuin tilikaudella 2014, jolloin liikevaihto oli 154,8 MEUR ja liikevoitto 10,2 MEUR. Liikevaihto-ohjeistusta muutettiin (aikaisemmin myös liikevaihdon odotettiin olevan samalla tasolla) Megaklinikan oston yhteydessä. Pidämme ohjeistusta kuitenkin varovaisena, sillä vuoden 2014 tuloksessa Talotekniikka-segmentti (KotiSun) oli vain puolittain mukana. H2'14:lla tämän liiketoiminnan liikevaihto oli 8,8 MEUR ja pelkästään Q1:llä yhtiön liikevaihto oli 5,2 MEUR, joten tämän vaikutus tulee tukemaan merkittävästi vuoden ensimmäistä puoliskoa. Talotekniikan kannattavuus on myös erittäin hyvä, joten myös tulos kontribuution pitäisi

olla merkittävä. Segmentin liikevoitto oli H2'14:lla 1,1 MEUR ja Q1:llä 0,7 MEUR (ilman lisäkauppahintaa peräti 1,2 MEUR). Näin ollen muiden segmenttien tuloksien pitäisi laskea selvästi, jotta Panostaja ei parantaisi liikevoittoa tilikaudella 2015.

Megaklinikan tulosvaikutuksen sen sijaan odotamme olevan kuluvana vuonna selvästi negatiivinen yhtiön laajentuessa Tukholmaan. Ennustamme segmentin liiketuloksen olevan 0,9 MEUR tappiolla tilikaudella 2015, mikä pienentää Talotekniikan positiivista kontribuutiota (H1'15 liiketulosennuste +1,7 MEUR) mutta ei kumoa sitä. Odotamme muutenkin KotiSunin olevan vuoden 2015 tulosajuri, jonka avulla Panostajan pitäisi pystyä saavuttamaan vähintään tilikauden 2014 tulostaso. Muiden segmenttien tulostasoissa emme odota suurempia muutoksia, joskin Takoman liiketuloksen odotamme olevan positiivinen tilikaudella 2015.

Kokonaisuudessaan ennustamme Panostajan liikevoiton kasvavan tilikaudella 2015 noin 12 MEUR:oon, kun se oli tilikaudella 2014 10,2 MEUR. Tämä tarkoittaa noin 18 %:n tuloskasvua, mutta se tulee pääasiassa epäorgaanisesti. Suurin avoin kysymys tänä vuonna on Granon kannattavuuden kehitys, jonka odotamme laskevan hieman edellisen tilikauden tasolta (liikevoittoprosentti 2015e: 11,9 % vs. 2014: 12,4 %). Granon osuus Panostajasta on niin suuri, että se voi heilauttaa tilanteen suuntaan tai toiseen.

Tarkemmat ennusteet löytyvät kappaletta seuraavalta graafisivulta. Ennusteiden suhteen huomautamme, että ne eivät sisällä jossain vaiheessa todennäköisiä irtautumisia. Irtautumisia on mahdotonta ennakoita tarkasti, joten ennusteemme perustuvat nykyiseen konsernirakenteeseen.

Lähi vuosien tulosennusteet

Panostajalle on hankala ja sinänsä jopa hieman turha tehdä pidemmän aikavälin ennusteita, sillä konsernirakenne muuttuu sijoitustoiminnan myötä koko ajan. Olemme kuitenkin tehneet pidemmän tähtäimen ennusteet kaikille Panostajan tytäryhtiöille, joiden kautta voimme hahmottaa lähivuosien mahdollista tuloskehitystä sekä nykyisen konsernirakenteen tulospotentiaalia.

Useat Panostajan tytäryhtiöistä ovat tällä hetkellä kehitys- tai kasvuvaiheessa, mikä tarkoittaa käytännössä merkittäviä tulosparannuksia lähivuosina. Odotamme kannattavuuden parantuvan tilikaudella 2016 selvästi Turvallisuus-segmentin Fleximissä (jossa on käynnissä liiketoimintamallin muutos), Talotekniikkaremonteinnissa (KotiSunin kasvun odotetaan jatkuvan) sekä Autovaraosissa eli KL-Varaosissa (käynnissä laajentuminen Vantaalle ja Volvoon). Lisäksi odotamme Megaklinikalta merkittävää tulosparannusta, mikä toisaalta vaatii, että Tukholman laajentuminen onnistuu suunnitelmien mukaisesti. Muiden segmenttien osalta odotamme pääasiassa pieniä parannuksia tilikaudella 2016.

Jos ennusteemme toteutuvat, tulee Panostajan tulos nousemaan voimakkaasti tilikaudella 2016. Konsernin liikevoitto nousee ennusteessamme 15,8 MEUR:oon ja

koska yhtiön rahoituskulujen voidaan odottaa olevan suunnilleen samalla tasolla, kasvaa nettotulos vielä voimakkaammin vähemmistöosuuksien kasvusta huolimatta. Korostamme kuitenkin, että kaikkiin edellä mainittuihin ajureihin liittyy epävarmuutta emmekä suosittele sijoittajia katsomaan Panostajan P/E-kertoimia.

Seuraavissa taulukoissa olemme esittäneet liikevaihto- ja liikevoittoennusteemme segmenttitasolla. Korostamme, että ennusteiden toteutuminen vaatisi taakseen liiketoimintaympäristön (suurella kuvassa Suomen ja Euroopan talouden) piristymistä sekä Panostajan kehityssuunnitelmien vähintäänkin kohtuullista onnistumista.

Panostajan liikevaihtoennusteet

Liikevaihto (MEUR)	2014	2015e	2016e
Digitaaliset painopalvelut	57,8	59,4	62,9
Turvallisuus	33,7	35,0	36,8
Talotekniikkaremontointi	8,8	21,5	23,5
Takoma	15,3	16,5	17,8
Autovaraosat	10,8	11,3	12,5
Helat	10,9	10,4	10,9
Sisäkattomateriaalit	11,0	10,1	10,6
Lämpökäsittely	6,8	6,7	6,5
Megaklinikka		5,0	10,6
Muut / eliminoinnit	-0,3	-0,3	-0,4
Yhteensä	154,8	175,6	191,7

Lähde: Inderes

Panostajan liikevoittoennusteet

Liikevoitto (MEUR)	2014	2015e	2016e
Digitaaliset painopalvelut	7,1	7,1	7,6
Turvallisuus	2,1	2,1	2,8
Talotekniikkaremontointi	1,1	3,7	4,1
Takoma	-0,4	0,3	0,5
Autovaraosat	0,7	0,6	1,0
Helat	0,8	0,7	0,8
Sisäkattomateriaalit	0,5	0,5	0,7
Lämpökäsittely	0,2	0,1	0,3
Megaklinikka		-0,9	0,5
Muut	-2,1	-2,2	-2,4
Yhteensä	10,2	12,0	15,8

Lähde: Inderes

Pidemmällä tähtäimellä avain menestykseen on onnistunut sijoitus- ja kehitystoiminta

Kauemmas katsottaessa toteamme vain, että Panostaja keskittyy liiketoimintastrategiansa mukaisesti omistaja-arvon kasvattamiseen konsernin segmenteissä ja päätöksiä segmenttien kehittämisestä tai luopumisista tehdään omistaja-arvon maksimoimiseksi. Tämä tarkoittaa, että todennäköisesti muutaman vuoden päästä Panostaja-konserni näyttää hyvin erilaiselta.

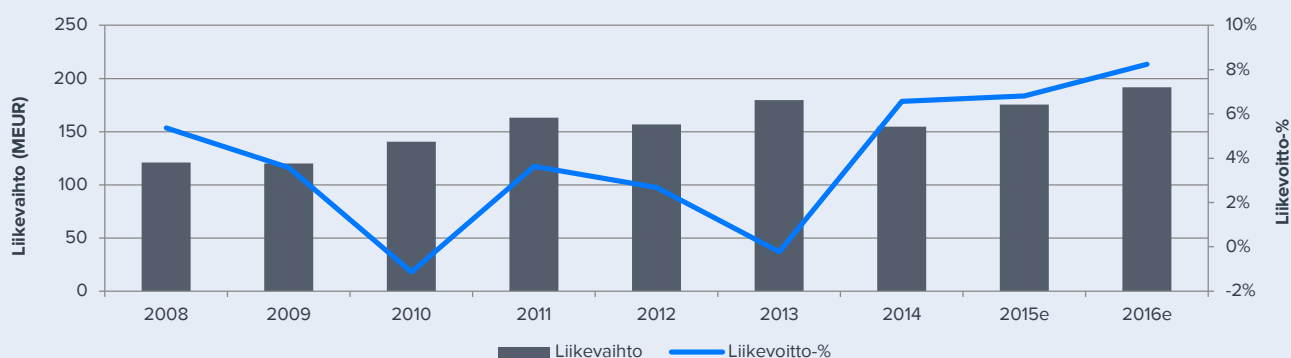
Panostajan taloudellinen kehitys

Panostajan tuloskehitys segmenttitasolla

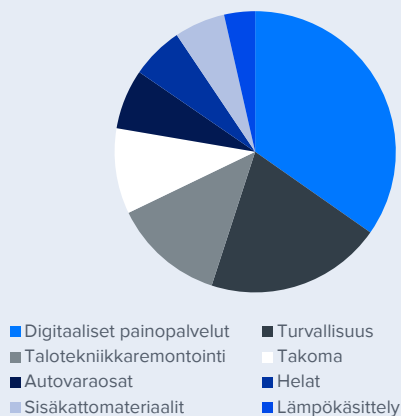
Liikevaihto (MEUR)	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2014	2015e	2016e
Digitaaliset painopalvelut	13,6	15,2	13,2	15,8	13,7	15,2	13,9	16,5	57,8	59,4	62,9
Turvallisuus	8,3	8,4	7,7	9,3	8,0	8,9	8,2	9,9	33,7	35,0	36,8
Talotekniikkaremontointi			3,9	4,9	5,2	5,3	5,4	5,6	8,8	21,5	23,5
Takoma	3,5	3,8	3,5	4,6	4,0	4,1	3,6	4,8	15,3	16,5	17,8
Autovaraosat	2,6	2,6	2,7	2,9	2,6	2,7	2,9	3,1	10,8	11,3	12,5
Helat	2,5	3,2	2,6	2,6	2,4	3,0	2,5	2,5	10,9	10,4	10,9
Sisäkattomateriaalit	2,7	2,9	2,9	2,6	2,3	2,6	2,7	2,5	11,0	10,1	10,6
Lämpökäsittely	2,0	1,6	1,6	1,6	1,4	1,8	1,8	1,8	6,8	6,7	6,5
Megaklinikka						1,4	1,7	1,9		5,0	10,6
Muut / eliminoinnit	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4
Yhteensä	35,1	37,5	38,1	44,1	39,6	44,9	42,5	48,6	154,8	175,6	191,7

Liikevoitto (MEUR)	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2014	2015e	2016e
Digitaaliset painopalvelut	1,0	2,2	1,3	2,6	0,80	2,1	1,5	2,7	7,1	7,1	7,6
Turvallisuus	0,1	0,1	0,9	1,0	-0,27	0,4	0,9	1,1	2,1	2,1	2,8
Talotekniikkaremontointi			0,5	0,6	0,70	1,0	1,0	1,0	1,1	3,7	4,1
Takoma	-0,3	-0,3	0,0	0,2	0,03	0,0	-0,1	0,3	-0,4	0,3	0,5
Autovaraosat	0,2	0,1	0,2	0,2	0,03	0,1	0,2	0,3	0,7	0,6	1,0
Helat	0,1	0,3	0,2	0,3	0,06	0,3	0,2	0,2	0,8	0,7	0,8
Sisäkattomateriaalit	0,1	0,4	0,1	0,0	0,12	0,2	0,1	0,1	0,5	0,5	0,7
Lämpökäsittely	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,13	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3
Megaklinikka						-0,2	-0,4	-0,3		-0,9	0,5
Muut	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,66	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-2,2	-2,4
Yhteensä	0,7	2,3	2,8	4,4	0,7	3,4	2,9	5,0	10,2	12,0	15,8

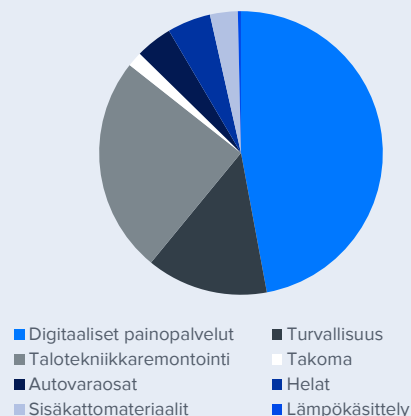
Panostaja-konsernin avainlukujen kehitys



Liikevaihdon jakauma 2015e



Liikevoiton jakauma 2015e



Lähteet: Inderes (ennusteet) / Panostaja (historiatiedot, jotka on kerätty vuosikertomuksista eikä muutettu jälkeenpäin vertailukelpoisiksi)

Arvonmääritys

Mielestämme oikea tapa arvottaa Panostaja on osien summa-analyysi, jonka elementtejä tarkastelemme tässä kappaleessa. Huomautamme että olemme aikaisemmin käyneet jo läpi tärkeimpien osien eli Panostajan tytäryhtiöiden arvostukset. Tässä kappaleessa käymme läpi oleelliset laskelmat sekä tärkeimmät niiden taustalla olevat oletukset. Lisäksi pyrimme hahmottamaan Panostajan tärkeimpiä arvoajureita lähivuosille.

Osien summa-laskelma

Osien summa analyysin elementit

Mielestämme oikea tapa arvottaa Panostaja on osien summa-analyysi. Tässä oleelliset elementit ovat mielestämme:

- Panostajan määräysvallassa olevat tytäryhtiöt, joiden arvot olemme määrittäneet aikaisemmin.
- Vähemmistöomistukset, joiden arvo on hyvin pieni kokonaisuuden kannalta.
- Emoyhtiön korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Tässä huomioimme myös korolliset saatavat konserniyhtiöiltä.
- Emoyhtiön normaalien operatiivisten kulujen eliminointi. Nämä kulut ovat osakkeenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja, joihin he eivät voi vaikuttaa. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.
- Lisäksi lopulliseen arvioomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa mahdollinen alennus tai premiao suhteessa osien summa-arvoon, mikä määräytyy pitkälti sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (track-recordilla merkittävä paino).

Edellä mainituista elementeistä pystymme laskemaan Panostajan markkina-arvon ja niihin perustuu myös tavoitehintamme osakkeelle. Tytäryhtiöiden arvot ja sitä kautta Panostajien omistuksien arvon olemme laskeneet jo aikaisemmissa kappaleissa. Vähemmistöomistuksien rooli on lopulta pieni eivätkä ne näkemyksemme mukaan tällä hetkellä tuota Panostajalle lisäarvoa. Panostajan vähemmistöomistukset (omistusosuus <50 %) olemme esittäneet seuraavassa taulukossa.

Panostajan vähemmistöomistukset

Yhtiö	Panostajan omistus
Rollock Oy	8,0 %
Ecosir Group Oy	49,8 %
PE kiinteistörahasto I Ky	27,1 %
Spectra Yhtiöt Oy	32,0 %

Lähde: Inderes

Arviomme mukaan Rollock Oy on erittäin mielenkiintoinen mahdollisuus, mutta yhtiö on vielä niin aikaisessa vaiheessa, ettemme näe syytä lähteä tekemään sille erillistä arvonmääritystä. Muut vähemmistöomistukset ovat

vanhempia, mutta niiden kehitys on mielestämme jättänyt paljon toivomisen varaa. Vähemmistöomistuksien kohdalla olemme tyytyneet arvottamaan ne hankintamenolla, joka on yhteensä 4,0 MEUR (osuudet omistusyhteisyrityksissä, hankintameno tilikauden 2014 lopussa). Todellinen arvo voi olla suurempi tai pienempi, mutta lopputuloksen kannalta näillä on kuitenkin hyvin pieni vaikutus. Tulemme tarkistelemaan vähemmistöomistuksia tarkemmin, jos joku liiketoiminnoista lähtee kehittymään huomattavasti paremmin tai jos Panostaja joutuu alaskirjaamaan sijoitusten arvoja.

Lisäksi Panostajan omistajat ovat vastuussa emoyhtiön nettoveloista. Koska olemme määrittäneet tytäryhtiöiden arvot markkina-arvopohjaisesti, vähennämme osien summa laskelmassa ainoastaan emoyhtiön korolliset nettovelat, sillä tytäryhtiöiden korolliset nettovelat ovat sisällä markkina-arvoissa. Korollisia nettovelkoja laskettaessa olemme huomioineet myös korolliset saatavat konsernin muilta yhtiöiltä samasta syystä. Emoyhtiön nettovelat ovat seuraavan laskelman mukaan noin 7,4 MEUR tilikauden 2014 lopussa, mitä pidämme edelleen relevanttina tasona. Emoyhtiön velkaa pienentävät huomattavasti korolliset lainasaamiset konserniyhtiöiltä, joiden oletamme olevan vakaalla pohjalla.

Emoyhtiön korolliset nettovelat

Kassa	0,3 MEUR
Rahoitusarvopaperit	9,4 MEUR
Korolliset lainasaamiset	8,8 MEUR
Korolliset pitkäaikaiset lainat	23,3 MEUR
Korolliset lyhytaikaiset lainat	2,6 MEUR
Korolliset nettovelat	7,4 MEUR

Lähde: Inderes

Viimeisenä merkittävänä elementtinä olemme vähentäneet osion summasta emoyhtiön operatiivisten kulujen nykyarvon. Nämä kulut ovat periaatteessa verrannollisia sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin, sillä emoyhtiön työntekijöiden tehtävä on luoda omistaja-arvoa sijoituspäätöksillä. Toki Panostajan tapauksessa merkittävä osa lisäarvosta tulee strategisista linjauksista ja hallitustyöskentelystä, mutta sijoittajan kannalta vaikutus on sama: nämä kulut on maksettava ennen kuin omistajille jää jaettavaa. Vaikka Panostajan emoyhtiön operatiiviset kulut ovat pienet pörssiyritykselle, ne ovat kuitenkin merkittäviä osakkeenomistajien kannalta. Oheisen laskelman perusteella diskontattujen kulujen nykyarvo on noin 21

MEUR, mikä on merkittävä huomioiden Panostajan markkina-arvo. Tämä on kuitenkin käytännössä liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä pakollinen kulu. Olemme käyttäneet laskelmassamme 2 %:n vuosittaista korotusta sekä samaa pääomankustannusta (WACC) kuin muussa analyysissä (6,8 %).

Emoyhtiön kulujen eliminointi	
Tilikauden 2014 kulut	2,1 MEUR
Kulujen kasvu (%)	2,0 %
Käytetty WACC	6,8 %
Kulujen summa (14 vuotta)	21,2 MEUR

Lähde: Inderes

Huomautamme, että konsernikulut ovat myös suunnilleen linjassa kymmenen vuoden kokonaissumman kanssa. Mielestämme konserninkulut ovat tällä hetkellä merkittäviä suhteessa konsernin tulostasoon ja markkina-arvoon, mikä johtuu yhtiön aktiivisesta roolista suhteellisen pienissä sijoituskohteissa. Huomautamme, että suhteellisesti kulu pienenesi, jos Panostajan keskimääräisen omistuksen kokoluokka (ja tuloksen tekokyky) olisivat suurempia. Tähän yhtiö varmasti pyrkii tulevaisuudessa, sillä tällä hetkellä liian suuri osa konsernin tuloksesta menee hallintoon.

Sijoitusyhtiön alennus / preemio

Sijoitusyhtiöt arvotetaan markkinoilla niiden tyypin ja menestyksen perusteella joko alennuksella tai preemiolla suhteessa niiden substanssiin arvoon (Net Asset Value, NAV). Panostaja ei ole lähtenyt määrittämään omistuksilleen aina subjektiiviseen näkemykseen perustuvaa substanssiarvoa, minkä takia yhtiölle on myös haastavaa käyttää NAV-pohjaista arvostusta. Käytännössä osien summa laskelmamme pitäisi kuitenkin olla verrannollinen substanssiarvoon, joten tästä lähtökohdasta joudumme pohtimaan myös sitä, pitäisikö Panostaja arvottaa alennuksella vai preemiolla suhteessa osien summa-laskelman antamaan arvoon.

Mielestämme arvostuksessa suhteessa substanssiin peruseriaatteen pitäisi olla yksinkertainen: onko sijoitusyhtiö pystynyt sijoituksillaan luomaan järjestelmällisesti lisäarvoa omistajilleen ja uskotaanko tämän jatkuvan myös tulevaisuudessa. Jos esimerkiksi Panostaja olisi järjestelmällisesti yltänyt 20 %:n ROE-tavoitteeseensa, olisi mielestämme selvää että sijoittajien kannattaisi maksaa preemiota suhteessa substanssiarvoon. Näin ei ole käynyt eikä track-record ole piilevästä arvosta huolimatta mielestämme erityisen vakuuttava. Panostajan sijoitusstrategialla on mielestämme kuitenkin varsin hyvät edellytykset tuottaa ylituottoja tulevaisuudessa, jos yhtiön johto pystyy välttämään menneisyyden virheet (kuten Takoma). Ennen kuin Panostaja pystyy realisoimaan taseessa piilevän arvon ja siten rakentamaan vahvemman track-recordin, mielestämme on perusteltua arvottaa Panostaja toistaiseksi alennuksella suhteessa arvioomme osien summaan. Tällä hetkellä olemme antaneet yhtiölle

noin 15 %:n alennuksen suhteessa arvioomme osakkeen todellisesta arvosta, mutta tämä alennus voi hyvin supistua onnistuneiden sijoitusten mukana.

Suhteellinen arvostus riippuu yleisesti myös sijoitusyhtiön tyylistä ja sen tarjoamasta lisäarvosta, mitä pyrimme avaamaan seuraavaksi. Olemme jakaneet erilaiset toimijat nelikenttään, jossa yhdellä akselilla on yhtiön aktiivisuus itse liiketoiminnan kehittämisessä ja toisella akselilla pääomien lähde (oma tase / muiden varat). Tähän ajatukseen sitoutuu myös sovellettava arvostustapa. Olemme demonstroineet tätä kuvassa seuraavalla sivulla ja lisänneet eri sektoreille muutamia yhtiöitä, jotka voivat selvittää tilannetta. Huomautamme kuitenkin, että yhtiöitä ei ole sijoiteltu akseleille nelikenttäjakoja tarkemmin.

Aktiivisella toimintatavalla pyritään luonnollisesti luomaan lisäarvoa kohdeyhtiössä ja samalla luomaan omistaja-arvoa. Panostaja on aktiivinen yhtiöiden kehittäjä, joten se kuuluu tässä jaossa ylös. Panostaja myös sijoittaa varat omasta taseesta, minkä takia se on nelikentässä oikeassa yläalaidassa.

Tällä jaolla on merkittävä vaikutus ansaintalogiikkaan ja arvostusmenetelmiin. Esimerkiksi CapManin liiketoimintamalli vaatii jatkuvaa rahankeruuta sijoittajilta uusiin rahastoihin ja sitä kautta sijoituksiin. Toisaalta rahastoilla on tietyt ohjeelliset sijoitusajat, mikä pienentää niiden joustavuutta suhteessa esimerkiksi Panostajaan. CapManin ansaintamalli on toki pitkällä tähtäimellä sidottu rahastojen menestykseen, mutta CapMan kerää myös hallinnointipalkkioita, joita esimerkiksi Panostaja ei kerää. Panostajan tulos tulee käytännössä suoraan tytäryhtiöistä ja aikanaan irtautumisista.

Sijoitustoiminnaltaan passiivisissa monialayhtiöissä (jaossa vasemmalla) arvostus on yleensä vahvasti sidottu konsernin tulospohjaiseen ja perinteisesti tämän tyylliset yhtiöt hinnoitellaan tulospohjaisilla kertoimilla kuten P/E tai EV/EBIT. Yhtiöistä toki voidaan tehdä myös osien summa-analyysi, mutta sen merkitys pienenee, jos yhtiö ei ole kuitenkaan luopumassa omistuksistaan. Panostajaa on mielestämme arvostettu merkittävältä osin tulospohjaisesti, koska markkinoilla on ollut vaikeuksia hahmottaa tytäryhtiöiden todellisia arvoja. Mielestämme oikeampi tapa on kuitenkin arvottaa Panostajan kaltaiset yhtiöt osien summa-laskelmalla tai suhteessa NAV:iin.

Private equity-tyyliseen sijoitustoimintaan erikoistuneet yritykset, joita Helsingin pörssissä edustaa CapMan, ovat myös perinteisesti hinnoiteltu perinteisillä tulospohjaisilla kertoimilla. Kyse on myös omistussuhteesta, sillä vaikka esimerkiksi CapMan tekee sijoituksia omiin rahastoihinsa, se omistaa niistä vain pienen osan.

Panostajan todennäköisesti lähin verrokkia on ruotsalainen sijoitusyhtiö Ratos. Ratoksen toimintamalli muistuttaa vahvasti Panostajaa, joskin yhtiön kokoluokka on selvästi Panostajaa suurempi. Ratoksen markkina-arvo on noin 22 miljardia Ruotsin kruunua eli noin 2,3 miljardia euroa, kun Panostajan markkina-arvo on vain noin 42 MEUR (kurssit

24.2.2015). Ratios toimii Pohjoismaisesti, kun taas Panostaja on voimakkaasti keskittynyt Suomeen. Muuten toimintamallit ja sijoitusstrategiat ovat varsin lähellä toisiaan.

Markkina-arvo ja tavoitehinta

Asetamme tavoitehintamme 1,00 euroon

Edellä läpikäytyjen elementtien arvojen perusteella Panostajalle on yksinkertaista laskea mielestämme perusteltu markkina-arvo seuraavan laskelman mukaisesti:

Panostajan markkina-arvo	
Omistukset tytäryhtiöissä	83,6 MEUR
Vähemmistöomistukset	4,0 MEUR
Emoyhtiön nettovelat	7,4 MEUR
Emoyhtiön kulujen eliminointi	21,2 MEUR

Panostajan markkina-arvo	59,0 MEUR
Osakemäärä	51,3 Milj. kpl
Osakekohtainen arvo	1,15 EUR
Sijoitusyhtiö alennus	15 %
Tavoitehintamme Panostajalle	1,00 EUR

Lähde: Inderes

Laskelmassa on tärkeää huomioida, että tytäryhtiöiden arvot ovat markkina-arvoja ja siten sisältävät nettovelat. Olemme vähentäneet omistuksista emoyhtiön korolliset nettovelat sekä emoyhtiön operatiiviset kulut, jotka on diskontattu nykyarvoon. Näin saamme Panostaja-konsernin arvoksi noin 59 MEUR, mikä jakautuu yhteensä noin 51,3 miljoonalle ulkona olevalle osakkeelle. Tämä tarkoittaa noin 1,15 euron osakekohtaista arvoa. Tästä vähennämme sijoitusyhtiö alennuksen (15 %), minkä jälkeen päädyimme tavoitehintamme 1,00 euroa.

Arvostuskertoimet tukevat näkemystämme

Vaikka osien summa on mielestämme oikea tapa määrittää Panostaja-konsernin arvo, pitäisi myös perinteisien kertoimien heijastella ainakin suunnilleen samanlaisia tuloksia. Panostajan P/E-kerroin on vuoden 2015 ennusteillamme noin 12x, EV/EBITDA noin 6x ja EV/EBIT noin 8,8x (osakekurssilla 0,84 EUR). Tilikauden 2016 ennusteilla kertoimet ovat vielä huomattavasti houkuttelevampia. Lisäksi osakkeen P/B-luku on tällä hetkellä noin 1,3x (huomaa piilovarallisuus taseessa) ja osinkotuotto prosentti noin 4,8 % (2015e). Mielestämme kertoimet ovat kokonaisuudessaan varsin alhaisella tasolla ja vahvistavat osien summa-laskelman antamaa arvoa.

Huomautamme kuitenkin perinteisiin tuloskertoimiin liittyen, että niiden tuijottaminen voi olla harhaanjohtavaa. Panostajan tulosta heilauttelevat myyntivoitot (tai huonossa

tapauksessa alaskirjaukset), minkä takia tulospohjaiset kertoimet voivat välillä näyttää erittäin korkeilta tai matalilta. Ennusteemme eivät sisällä irtautumisia, joiden ajoittaminen on käytännössä mahdotonta yhtiön ulkopuolelta.

Tärkeimmät arvoajurit lähivuosille

Sijoittajien on oikean arvonnäilytyksen lisäksi oleellista ymmärtää niitä ajureita, joita näkemyksen toteutuminen vaatisi. Panostajan kohdalla merkittävin arvoajuri on näkemyksemme mukaan lähivuosina irtautuminen Granosta ja tässä piilevän merkittävän arvon realisoituminen. Vaikka markkinat ymmärtävät Granon arvon olevan huomattavasti alkuperäisiä sijoituksia suurempi, exit tulee todennäköisesti herättämään merkittävää huomioita ja moni tulee tarkastelemaan Panostajaa tarkemmin. Tähän uskomme siitä syystä, että Granon kauppahinta nousee arviomme mukaan erittäin suureksi suhteessa Panostajan markkina-arvoon. Huomautamme kuitenkin, että omaan näkemykseen vaikuttaisi vain merkittävä poikkeama arvioimastamme kauppahinnasta.

Exit Granosta toisi Panostajalle merkittäviä pääomia, minkä takia seuraava suuri kysymys olisi se, mitä yhtiö tekee rahalla. Uskomme Panostajan olevan kiinnostunut tekemään uusia merkittäviä sijoituksia arvostustasojen ollessa vielä pääasiassa matalia Panostajan sijoitusstrategian mukaisilla ydinalueilla, mutta todennäköisesti Granosta irtautuminen tarkoittaisi myös merkittävää osinkovirtaa osakkeenomistajille. Tämä olisi todennäköisesti omiaan nostamaan jälleen kiinnostusta Panostajan osaketta kohtaan, vaikka pitkän tähtäimen arvonekehityksen kannalta se ei olisikaan merkityksellistä.

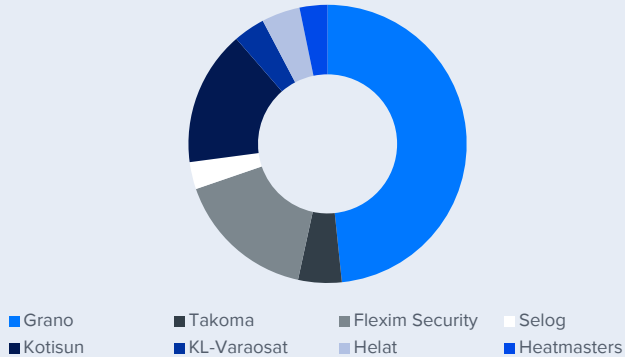
Luonnollisesti myös muut irtautumiset voivat toimia arvoajureina. Vaikka näitä voivat olla myös merkittävät yritysostot, Panostajan salkun kiertonopeus on niin hidas, ettei oston hyvyys (tai huonous) heijastu yhtä tehokkaasti osakekurssiin. Todellinen arvonnäilytyksen paljastuu yleensä vasta vuosien päästä sijoitusajatuksen alkaessa realisoitua.

Pitkällä tähtäimellä oleellista on track-recordin parantaminen ja omistaja-arvon luonti. Tämä vaikuttaa yhtiön suhteelliseen arvostukseen ajatellen aikaisemmin läpikäymämme NAV-alennus tai preemio elementtiä. Tällä on merkittävä vaikutus pitkällä aikavälillä, sillä preemiolla hinnoiteltaville yhtiöille aukeaa kokonaan uusia mahdollisuuksia rahoituksessa. Esimerkiksi omien osakkeiden käyttäminen on epämieluisaa, jos niiden kokee olevan aliarvostettuja. Yleensäkin Panostajan asema pääomamarkkinoilla voi parantua, jos yhtiö pystyy positioimaan itsensä paremmin.

Panostajaan liittyy luonnollisesti myös riskejä. Lyhyellä tähtäimellä nämä kohdistuvat mielestämme pääasiassa tytäryhtiöiden tuloskehitykseen tai toimialoilla tapahtuviin merkittäviin muutoksiin (esimerkiksi Flexim). Riskinä on mainittava, että Takoman saneerausohjelman toteuttamisessa epäonnistuminen vähentäisi merkittävästi portfolion arvoa, vaikka se ei aiheuttaisi muutoksia Panostaja-konsernin toimintaedellytyksiin.

Panostajan arvostus ja arvon jakautuminen

Arvon jakautuminen omistuksiin



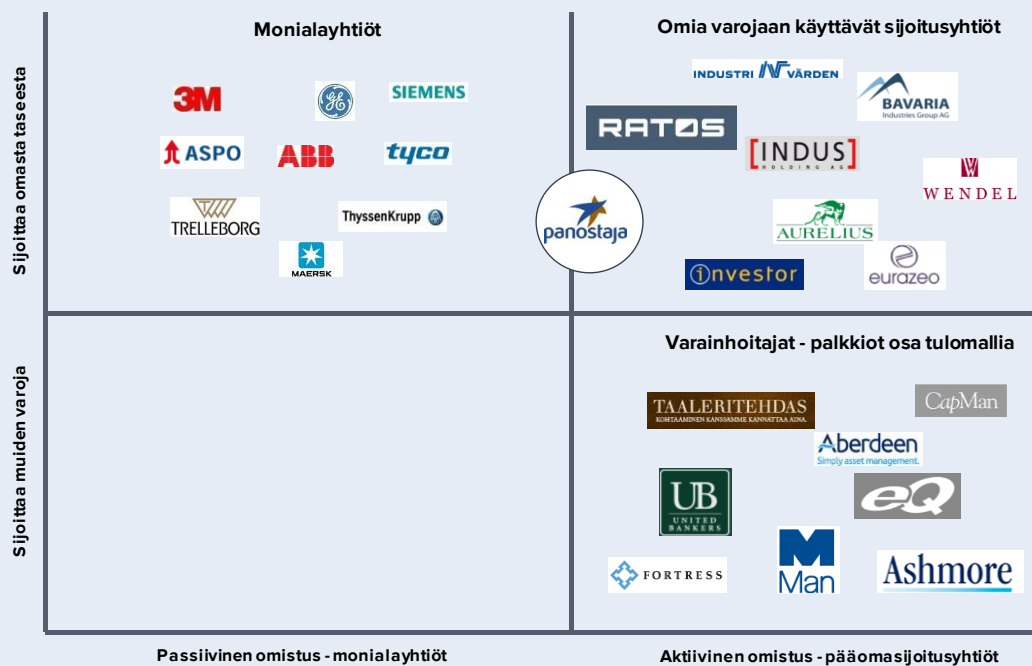
Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Avainluvut	2014	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	0,80	0,84	0,84	0,84
Markkina-arvo	41,0	43,1	43,1	43,1
Yritysarvo (EV)	95,8	104,9	102,5	98,3
P/E	7,6	12,1	6,6	6,2
P/FCF	1,9	205,1	5,3	3,6
P/B	1,3	1,3	1,1	1,0
P/S	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBIT	9,4	8,8	6,5	5,9
EV/EBITDA	6,1	6,0	4,7	3,9
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	0,5
Osinkosuhte-%	38 %	58 %	47 %	45 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	4,8 %	7,1 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Hahmotelma toimintamallista ja arvostuksesta



Lähde: Inderes

Tiivistelmä, tuloslaskelma ja tase

Panostaja tiivistelmä

Tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015e	2016e	Per Osake	2012	2013	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	156,8	179,6	154,8	175,6	191,7	EPS	-0,04	-0,09	0,10	0,07	0,13
EBITDA	11,8	10,0	15,6	17,6	21,9	EPS oikaistu	-0,04	-0,09	0,10	0,07	0,13
EBITDA-marginaali (%)	7,5 %	5,6 %	10,1 %	10,0 %	11,4 %	Operat. kassavirta per osake	0,33	0,18	0,50	0,21	0,36
EBIT	4,2	-0,4	10,2	12,0	15,8	Tasearvo per osake	0,55	0,58	0,62	0,65	0,74
Voitto ennen veroja	1,0	-3,7	6,8	8,5	12,1	Osinko per osake	0,04	0,00	0,04	0,04	0,06
Nettovoitto	-1,9	-4,6	5,4	3,6	6,6	Voitonjako, %	-109 %	0 %	38 %	58 %	47 %
Satunnaiserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinkotuotto, %	5,3 %	0,0 %	5,0 %	4,8 %	7,1 %

Tase	2012	2013	2014	2015e	2016e	Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
Taseen loppusumma	132,6	142,8	155,3	165,5	169,6	P/E	neg.	neg.	7,6	12,1	6,6
Oma pääoma	45,2	49,1	47,5	49,1	53,6	P/B	1,4	1,2	1,3	1,3	1,1
Liikearvo	34,3	41,9	49,7	49,7	49,7	P/Sales	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
Korolliset nettovelat	29,9	29,2	20,3	27,3	27,3	EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
						EV/EBITDA	8,9	10,5	6,1	6,0	4,7
						EV/EBIT	25,0	neg.	9,4	8,8	6,5

Kassavirta	2012	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	11,8	10,0	15,6	17,6	21,9
Nettokäyttöpääoman muutos	8,4	1,8	11,1	-3,6	-0,5
Operatiivinen kassavirta	17,3	9,4	25,7	10,9	18,3
Vapaa kassavirta	10,7	-6,3	21,2	0,2	8,2

Yhtiökuvaus	Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena enemmistöomistajana suomalaisia pk-yrityksiä. Kumppaniensa kanssa konserni pyrkii luomaan omistaja-arvoa ja luomaan menestystarinoita. Toiminnan ydin on suomalaisen yrittäjyyden ja yritystoiminnan kehittäminen. Panostaja etsii aktiivisesti pk-yrityksiä, joilla on terve talous ja potentiaalia nousta alansa parhaimmistoon. Panostaja yrityksiin tuositoutuneen johdon sekä liiketaloudellista ja strategista osaamista.	Treindex Oy	11,0 %
	Koskenkorva Matti Olavi	8,3 %
	Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	8,2 %
	Koskenkorva Maija Kristiina	7,2 %
	Keskinäinen Vakuutusyhtiö Fennia	6,7 %

Omistajatiedot päivätty:	31.12.2014
--------------------------	------------

Tuloslaskelma

MEUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	121,1	120,1	140,5	163,2	156,8	179,6	154,8	175,6	191,7	199,3
Käyttökate (EBITDA)	10,1	8,4	6,1	11,1	11,8	10,0	15,6	17,6	21,9	25,0
EBITDA-%	8,3 %	7,0 %	4,3 %	6,8 %	7,5 %	5,6 %	10,1 %	10,0 %	11,4 %	12,5 %
Liikevoitto (EBIT)	6,5	4,3	-1,6	5,9	4,2	-0,4	10,2	12,0	15,8	16,5
Liikevoitto-%	5,4 %	3,6 %	-1,1 %	3,6 %	2,7 %	-0,2 %	6,6 %	6,8 %	8,2 %	8,3 %
Voitto ennen veroja	4,4	2,1	-4,0	3,1	1,0	-3,7	6,8	8,5	12,1	12,8
Nettotulos	12,7	0,7	-2,8	0,9	-1,9	-4,6	5,4	3,6	6,6	7,0
Vapaa kassavirta	0,0	-6,2	2,3	0,7	10,7	-6,3	21,2	0,2	8,2	11,9

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	76,3	81,6	81,8	86,8	90,8	91,9	Oma pääoma	28,7	30,1	32,2	33,7	38,2	42,1
Liikearvo	34,3	41,9	49,7	49,7	49,7	49,7	Osakepääoma	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Aineettomat oikeudet	6,1	8,1	8,7	10,5	11,5	12,0	Kertyneet voittovarat	2,0	0,0	0,1	1,6	6,1	10,0
Käyttöomaisuus	19,0	15,2	9,1	12,3	15,3	15,9	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	Uudelleenarvostusrahasto	4,6	0,0	4,6	4,6	4,6	4,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	16,5	24,5	21,9	21,9	21,9	21,9
Muut pitkäaikaiset varat	8,5	8,7	10,6	10,6	10,6	10,6	Vähemmistöosuus	16,5	19,0	15,4	15,4	15,4	15,4
Laskennalliset verosaamiset	4,6	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	Pitkäaikaiset velat	43,7	44,3	50,1	53,3	54,8	53,6
Vaihtuvat vastaavat	56,3	67,0	61,0	68,5	74,7	77,7	Laskennalliset verovelat	1,5	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Varastot	18,6	15,4	14,9	17,6	19,2	19,9	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	27,8	28,0	34,4	37,6	39,1	37,9
Myntisaamiset	25,3	30,8	23,0	28,1	30,7	31,9	Vaihtovelkakirjalainat	14,4	14,6	14,7	14,7	14,7	14,7
Likvidit varat	12,3	16,4	23,1	22,8	24,9	25,9	Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	132,6	148,6	142,8	155,3	165,5	169,6	Lyhytaikaiset velat	43,8	55,3	45,2	52,9	57,1	58,5
							Lainat rahoituslaitoksilta	14,5	17,5	9,0	12,5	13,0	12,6
							Lyhytaikaiset korottomat velat	29,3	37,5	36,2	40,4	44,1	45,8
							Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
							Taseen loppusumma	132,6	148,6	142,9	155,3	165,5	169,6

Vuosineljännesennusteet

Liikevaihto (MEUR)	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2014	2015e	2016e
Digitaaliset painopalvelut	10,9	13,4	12,3	14,2	13,6	15,2	13,2	15,8	13,7	15,2	13,9	16,5	57,8	59,4	62,9
Turvallisuus	7,6	7,8	7,0	9,5	8,3	8,4	7,7	9,3	8,0	8,9	8,2	9,9	33,7	35,0	36,8
Talotekniikkaremontointi							3,9	4,9	5,2	5,3	5,4	5,6	8,8	21,5	23,5
Takoma	3,1	3,5	3,6	4,0	3,5	3,8	3,5	4,6	4,0	4,1	3,6	4,8	15,3	16,5	17,8
Autovaraosat	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7	2,9	2,6	2,7	2,9	3,1	10,8	11,3	12,5
Helat	3,0	3,1	2,8	3,0	2,5	3,2	2,6	2,6	2,4	3,0	2,5	2,5	10,9	10,4	10,9
Sisäkattomateriaalit	3,0	3,0	3,5	3,2	2,7	2,9	2,9	2,6	2,3	2,6	2,7	2,5	11,0	10,1	10,6
Lämpökäsittely	1,1	1,2	1,3	2,1	2,0	1,6	1,6	1,6	1,4	1,8	1,8	1,8	6,8	6,7	6,5
Megaklinikka										1,4	1,7	1,9		5,0	10,6
Muut / eliminoinnit	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4
Yhteensä	30,9	34,4	33,0	38,7	35,1	37,5	38,1	44,1	39,6	44,9	42,5	48,6	154,8	175,6	191,7

Liikevoitto (MEUR)	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2014	2015e	2016e
Digitaaliset painopalvelut	1,0	1,7	1,7	1,9	1,0	2,2	1,3	2,6	0,80	2,1	1,5	2,7	7,1	7,1	7,6
Turvallisuus	-0,2	0,4	0,4	1,0	0,1	0,1	0,9	1,0	-0,27	0,4	0,9	1,1	2,1	2,1	2,8
Talotekniikkaremontointi							0,5	0,6	0,70	1,0	1,0	1,0	1,1	3,7	4,1
Takoma	-0,5	-0,5	-2,9	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,2	0,03	0,0	-0,1	0,3	-0,4	0,3	0,5
Autovaraosat	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,03	0,1	0,2	0,3	0,7	0,6	1,0
Helat	-0,2	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,3	0,06	0,3	0,2	0,2	0,8	0,7	0,8
Sisäkattomateriaalit	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,12	0,2	0,1	0,1	0,5	0,5	0,7
Lämpökäsittely	-0,3	-0,3	-0,1	-0,7	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,13	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3
Megaklinikka										-0,2	-0,4	-0,3		-0,9	0,5
Muut	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,66	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-2,2	-2,4
Yhteensä	-0,3	0,7	-0,6	1,8	0,7	2,3	2,8	4,4	0,7	3,4	2,9	5,0	10,2	12,0	15,8

Liikevoitto-%	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2014	2015e	2016e
Digitaaliset painopalvelut	9,4 %	12,5 %	13,8 %	13,7 %	7,6 %	14,7 %	9,6 %	16,5 %	5,8 %	13,8 %	10,4 %	16,3 %	12,4 %	11,9 %	12,0 %
Turvallisuus	-2,1 %	4,6 %	5,9 %	10,2 %	1,7 %	1,5 %	11,5 %	10,2 %	-3,4 %	3,9 %	11,0 %	11,1 %	6,3 %	5,9 %	7,5 %
Talotekniikkaremontointi							11,8 %	13,1 %	13,5 %	18,9 %	18,5 %	17,9 %	12,5 %	17,2 %	17,5 %
Takoma	-15,5 %	-13,3 %	-80,2 %	-7,1 %	-9,8 %	-7,0 %	0,6 %	4,9 %	0,8 %	1,1 %	-2,8 %	5,9 %	-2,4 %	1,6 %	2,8 %
Autovaraosat	6,3 %	5,1 %	11,9 %	8,0 %	6,1 %	4,3 %	7,8 %	8,1 %	1,0 %	3,7 %	7,9 %	8,7 %	6,6 %	5,5 %	8,0 %
Helat	-7,2 %	-5,2 %	8,5 %	-0,2 %	2,6 %	10,1 %	6,5 %	10,1 %	2,6 %	9,3 %	6,5 %	9,5 %	7,5 %	7,2 %	7,3 %
Sisäkattomateriaalit	8,3 %	3,1 %	9,1 %	6,5 %	3,8 %	12,6 %	2,9 %	-0,3 %	5,3 %	5,8 %	3,7 %	4,0 %	5,0 %	4,7 %	6,6 %
Lämpökäsittely	-27,4 %	-26,4 %	-10,3 %	-33,6 %	10,0 %	2,3 %	3,5 %	-3,5 %	-9,2 %	2,3 %	2,2 %	5,5 %	3,5 %	0,8 %	4,7 %
Megaklinikka										2,3 %	2,2 %	5,5 %		-17,5 %	4,4 %
Yhteensä	-1,0 %	2,0 %	-1,8 %	4,7 %	2,0 %	6,1 %	7,2 %	10,0 %	1,7 %	7,6 %	6,8 %	10,2 %	6,6 %	6,8 %	8,2 %

Lähteet: Inderes (ennusteet) / Panostaja (toteutuneet). Huomautus: Luvut kerätty vuosikertomuksista, eikä niitä ole muokattu vertailukelpoisiksi rakennemuutoksien jälkeen.

Vastuuvapauslauseke

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen

suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2014

#1 suositustarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**