

Panostaja

Vuosipäivitys

6/2016

**inde
res.**

Muutoksia edessä

Toistamme suosituksemme lisää ja tavoitehinnalla 0,95 euroa. Panostaja on selvästi aliarvostettu suhteessa osien summaan, mutta emme tällä hetkellä näe osakkeelle selkeitä positiivisia ajureita. Avainomistukset ovat jatkaneet positiivista kehitystään, mutta toisaalta sijoitusportfoliossa on mielestämme myös liikaa heikkoja lenkkejä. Odotamme seuraavan vuoden aikana merkittäviä muutoksia portfoliossa, mikä määrittää yhtiön tulevaisuuden suuntaa.

Panostajan sijoitusstrategia keskittyy pk-yrityksiin

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena enemmistöomistajana suomalaisia pk-yrityksiä. Yhtiö pyrkii löytämään laadukkaita, kasvukykyisiä ja merkittävän arvonnousupotentiaalin omaavia sijoituskohteita, jotka ovat yritysarvoltaan noin 10 MEUR:n kokoluokassa ja joilla on potentiaalia nousta alansa parhaimmiston. 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 ja KotiSuniin

Panostajan portfolioon kuuluu kahdeksan sijoituskohdetta ja neljä aktiivista osakkuusyhtiötä. Nämä luovat pohjan Panostajan arvolle, joka keskittyy voimakkaasti Granoon ja KotiSuniin. Näiden osuus koko portfolion arvosta on mielestämme noin 75 %, mikä kuvaa niiden kriittistä roolia. Muuten Panostajalla on mielestämme tasapainoinen portfolio, jossa on hyvä toimialajahajutus. Valtaosa kohdeyhtiöistä on kuitenkin voimakkaasti keskittynyt Suomeen, mikä on mielestämme yhtiön suurin riski.

Osien summa ylittää selvästi nykyisen markkina-arvon

Mielestämme Panostaja täytyy arvottaa osien summa-analyysillä, jossa elementit ovat yhtiön määräysvallassa olevat sijoituskohteet (ml. vähemmistöosuudet), emoyhtiön nettokassa sekä emoyhtiön kulujen eliminointi. Laskelmamme antaa Panostajan arvoksi on noin 57 MEUR eli 1,12 euroa/osake. Lisäksi arvioomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa sijoitusyhtiöalennus, mikä määärtyy pitkälti sijoitusstrategian tuottavuuden perusteella. Yhtiön taseessa on näkemysmme mukaan huomattava piilevä arvo, mutta kohtuullisen track-recordin perusteella olemme asettaneet sijoitusyhtiöalennuksen 15 %:n tasolle. Tavoitehintamme on 0,95 euroa. Tukea arvostukselle antavat myös perinteiset kertoimet: 2016 ennusteilla oikaistu P/E-kerroin on noin 11x, EV/EBITDA noin 7x, P/B-luku on noin 1,1x (huomaa piilovarallisuus taseessa) ja osinkotuotto peräti 7,1 %. Yritysostot voivat kuitenkin vaikuttaa oleellisesti maksettaviin osinkoihin.

Uusia sijoituksia luvassa lähiaikoina

Panostajan tavoitteena on hankkia 1-2 uutta sijoituskohdetta vielä tilikauden 2016 aikana, jossa nyt ollaan jo yli puolen välin. Sijoitusyhtiöllä on noin 15 MEUR likvidejä varoja sekä 10 MEUR:n yritysostolimitti, joten resurssit yritysostoihin ovat kunnossa. Lähiaikoina voi siis olla luvassa merkittäviä yritysostoja, mihin suhtaudumme tietyllä varovaisuudella. Huolenaiheita ovat tällä hetkellä yleisesti korkeahkot arvostustasot sekä pääomamarkkinoiden huomattava epävarmuus, mutta hyvän tuottopotentialin omaavia laadukkaita kohteita voi kuitenkin olla saatavilla. Toisaalta pidämme myös irtaantumisia mahdollisina lähiaikoina. Erityisesti odotamme edelleen irtaantumista Granosta, mikä olisi Panostajalle todella merkittävä ja toisi mukanaan todella suuria muutoksia.

Analyytikko

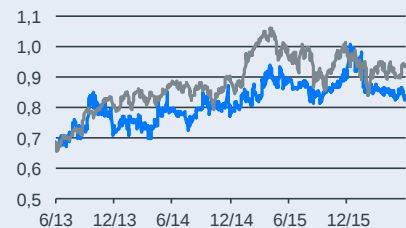
Juha Kinnunen
+ 358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus

Lisää

Tavoitehintaa: 0,95 €



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös **0,84 EUR**

12 kk vaihteluväli **0,80-1,04 EUR**

Potentiaali **+13 %**

Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	148	174	189
- Kasvu-%	-4 %	17 %	9 %
Liikevoitto	7,3	11,3	15,0
- Liikevoitto-%	4,9 %	6,5 %	7,9 %
Tulos ennen veroja	3,4	8,3	11,3
Nettotulos	7,8	4,0	5,0
EPS	0,15	0,08	0,10
Osinko/osake	0,05	0,06	0,06
- Osinkosuhde-%	33 %	77 %	61 %

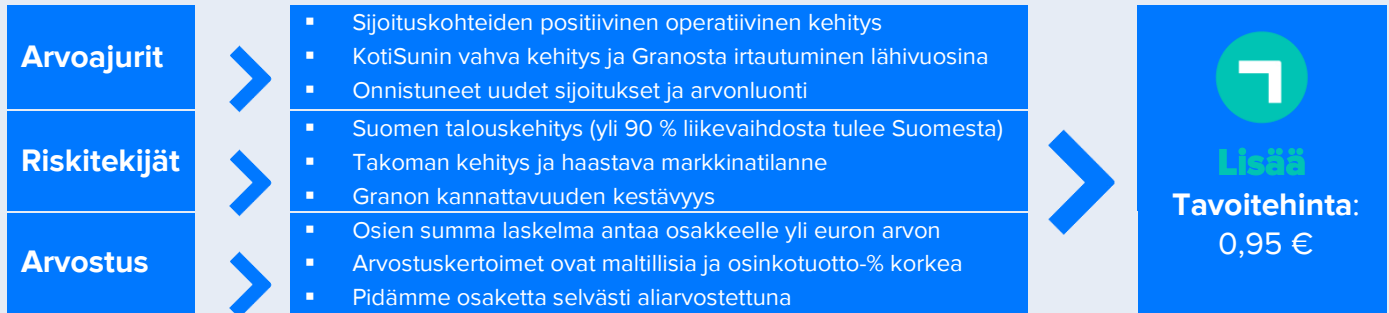
Lähde: toteutuneet Panostaja, ennusteet Inderes

	2015	2016e	2017e
Osakekurssi (EUR)	0,90	0,84	0,84
Markkina-arvo (MEUR)	46	43	43
P/E	5,9	10,7	8,6
P/B	1,2	1,1	1,0
EV/EBIT	18,3	10,8	8,2
EV/EBITDA	10,0	6,9	5,8
Osinkotuotto-%	5,6 %	7,1 %	7,1 %

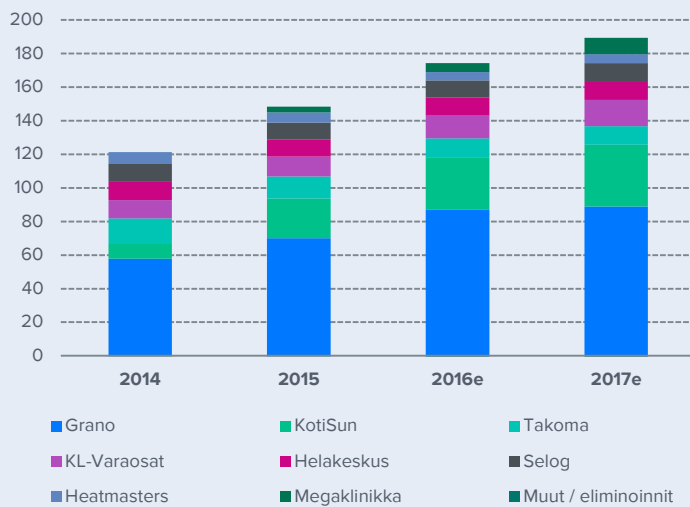
Lähde: Inderes

Panostaja yhteenveto

Sijoitusnäkemys

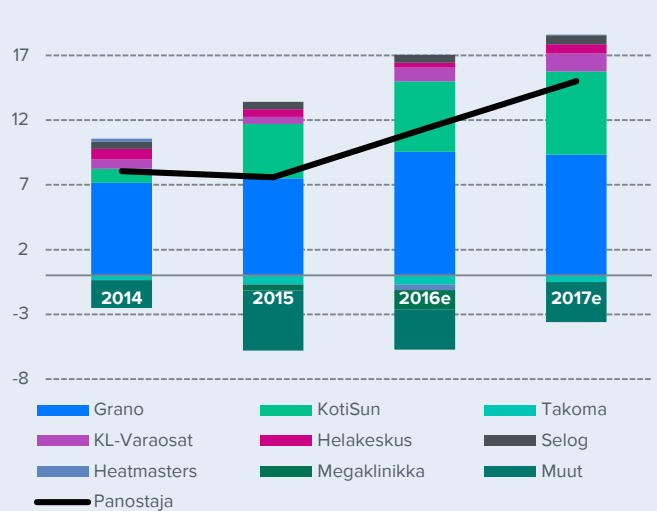


Liikevaihdon kehitys ja jakautuminen (MEUR)



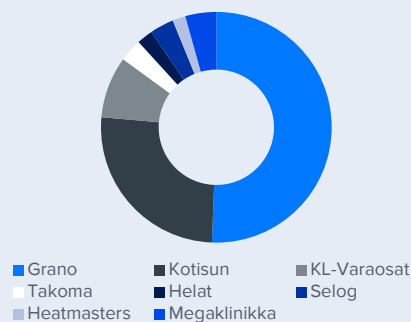
Lähde: Inderes / Panostaja

Liikevoiton kehitys ja jakautuminen (MEUR)



Lähde: Inderes

Arvon jakautuminen



Lähde: Inderesin arvio

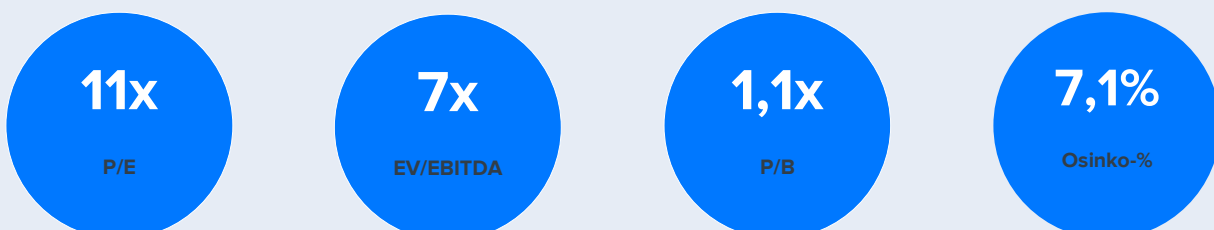
Panostajan sijoituskohteiden avaintietoja

Yhtiö	Sijoitusvuosi	Omistussuus	Liikevaihto	Liikevoitto	Marginaali	Arvo (M€)	PNA osuus
Grano	2008	52 %	69,9	7,5	10,7 %	66	34
KotiSun	2014	58 %	23,8	4,2	17,7 %	30	17,5
Takoma	2007	63 %	13,1	-0,7	-5,1 %	3,4	2,2
KL-Varaosat	2007	75 %	11,8	0,6	4,7 %	7,8	5,9
Helakeskus	2007	95 %	10,3	0,6	5,8 %	1,6	1,5
Selog	2012	60 %	9,8	0,6	5,6 %	3,8	2,3
Heatmasters	2007	80 %	6,3	0,0	-0,4 %	1,5	1,2
Megaklinikka	2015	75 %	3,4	-0,5	-13,2 %	3,9	2,9

Huomautus: tulosluvut tilikaudelta 2015. Lukuja on oikaistu.

Lähde: Inderes / Panostaja

Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Panostaja yhteenveto	3
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5
Sijoitusstrategia	10
Omistukset ja sijoitusportfolio	14
Grano	18
KotiSun	22
Muut omistukset	24
Taloudellinen tilanne	32
Lähipuosien tulosennusteet	34
Arvonmääritys	37
Tiivistelmä, tuloslaskelma ja tase	41
Vuosineljännesennusteet	42
Vastuuvapauslauseke	43

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena enemmistöomistajana suomalaisia pk-yrityksiä. Konserniin kuuluu kahdeksan tytäryhtiötä ja lisäksi yhtiöllä on viisi vähemmistöomistusta. Yhtiö pyrkii löytämään laadukkaita ja kasvukykyisiä sijoituskohteita, kehittämään niitä eteenpäin ja luomaan näin omistaja-arvoa. Strategian onnistunut toteuttaminen vaatii oikeaa analyysiä kohdeyhtiöstä, hyvää ajoitusta, yrityksen kehittämisessä onnistumista ja lisäarvon luomista kohdeyhtiössä. Yhtiön tavoitteena on 10-15 kasvavan ja kehittyvän pk-yrityksen omistus.



Video: yhtiökuvaus



Lyhyt yhtiökuvaus

Suomalaisten pk-yritysten omistaja ja kehittäjä

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena enemmistöomistajana suomalaisia pk-yrityksiä ja pyrkii luomaan menestystarinoita. Yhtiön toiminnan ytimeen kuuluu suomalaisen yrittäjyyden ja yritystoiminnan kehittäminen. Sijoittajan kannalta oleellista on omistaja-arvon luominen konsernitasolla ja sijoituskohteissa.

Panostaja-konsernissa työskentelee noin 1 240 henkilöä. Tilikaudella 2015 konsernin liikevaihto oli 148,2 MEUR ja liikevoitto 7,3 MEUR. Tuloslaskelma muodostuu käytännössä konsernin sijoituskohteiden 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 pohjan arvonnäilykselle ja sijoitusstrategian perusteella voimme hahmottaa kykyä luoda lisäarvoa tulevaisuudessa. Pienomistajilla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa pääoman allokontiin, jolloin sijoitusstrategian toimivuus täytyy huomioida sijoitusta tehdessä.

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

Konsernirakenne

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Panostajan oma sijoitustoiminta sekä operatiiviset tytäryhtiöt (sijoituskohteet)

ja emoyhtiö (sijoitusyhtiö). Emoyhtiön kulut voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin, joskin ne ovat Panostajan kohdalla suhteessa suurempia, koska yhtiö aktiivisesti kehittää sijoituskohteiden liiketoimintaa.

Panostajan kahdeksan sijoituskohteita toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Panostaja on mukana strategisessa kehitystyössä ja tukee yhtiöitä, mutta operatiivisesta toiminnasta vastaa oma toimitusjohtaja. Toimitusjohtajan valitsee käytännössä Panostaja, jolla on määräysvalta hallituksessa.

Rakenteessa on tärkeä huomioida, että Panostajan omistussuudet sijoituskohteissa vaihtelevat merkittävästi (51,9-95 %). Kaikissa tytäryhtiöissä Panostajan omistus on luonnollisesti yli 50 %, joten tuloslaskelmat ja taseet konsolidoidaan konserniin. Panostaja-konsernin liikevaihdossa näkyy siis 100 % tytäryhtiöiden liikevaihdosta ja tuloksesta, vaikka omistussuudet ovat tätä pienempiä. Tämä tarkoittaa merkittäviä vähemmistöosuksia.

Panostajan omistajarakenne

Matti ja Maija Koskenkorvan sekä heidän lastensa omistussuus Panostajassa on yhteensä yli 30 % (sisältää omistuksen Treindex Oy:n ja Oy Koskenkorva Ab:n kautta). Koskenkorvan perhe käyttää siis Panostajassa merkittävää valtaa. Lisäksi mielenkiintoista on se, että johdon ja sen lähipiirin omistus sisäpiirirekisterin mukaan on yhteensä noin 3,3 %, mikä on merkittävä pörssiyhtiössä. Pidämme tätä positiivisena asiana osakkeenomistajien kannalta.

Liiketoimintamalli

Panostajan toimintamalli yksinkertaistettuna

Panostajan toimintamalli on pohjimmiltaan yksinkertainen. Yhtiö pyrkii löytämään merkittävän arvonnousupotentiaalin omaavia sijoituskohteita, jotka ovat yhtiön strategian mukaisesti suomalaisia pk-yrityksiä, joilla on terve talous ja potentiaalia nousta alansa parhaimmista. Yhtiö ei etsi ns. käänneyhtiöitä eikä start up-vaiheessa olevia yhtiöitä, vaan yhtiön talouden pitää olla vakaalla pohjalla.

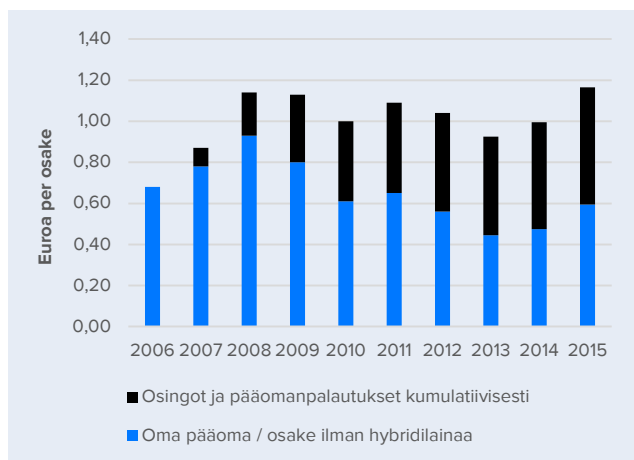
Oston jälkeen Panostaja pyrkii kehittämään kohdeyhtiötä ja tekemään siitä entistä houkuttelevamman sijoituskohteen. Panostaja tuo yritykseen sitoutuneen johdon sekä liiketaloudellista ja strategista osaamista, merkittäviä resursseja esimerkiksi yritysostoihin sekä erilaisia raportointityökaluja. Panostajan päämääränä on nostaa sijoituskohte alansa vahvaksi tekijäksi 5-10 vuodessa, minkä jälkeen se voidaan myydä eteenpäin tai vaikkapa listata pörssiin.

Jotta malli voisi toimia, yrittäjien täytyy olla halukkaita myymään "elämäntyönsä" Panostajalle. Yrittäjät suhteutuvat yrityksiinsä usein tunnepohjaisesti, jolloin raha ei ole ainoa ratkaiseva asia. Panostajalla on tässä suhteessa hyvä maine, mikä auttaa arviomme mukaan monesti hintaneuvotteluissa. Yleisesti onnistuminen ja arvonaluonti vaativat muun muassa oikeaa analyysiä kohdeyhtiöstä, järkevää ostohintaa, hyvää ajoitusta sekä yrityksen kehittämisessä onnistumista.

Track-record omistaja-arvon luonnissa

Panostajan omistajien kannalta keskeisessä asemassa yhtiötä analysoitaessa on sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto. Omistajilleen Panostajan lisäarvon luontia voidaan tarkastella oman pääoman tuoton, osinkojen ja oman pääoman kasvun kautta.

Panostajan kumulatiivinen tuotto



Lähde: Inderes

Vuosien 2006-2015 välillä Panostajan oman pääoman kasvun ja osinkojen yhteenlaskettu kumulatiivinen tuotto on ollut noin 8,3 %. Tuotto on tullut valtaosin osingoista, sillä yhtiön osakekohtainen pääoma on noussut vuosien aikana rajallisesti. Oma pääoma per osake on noussut vuoden 2006 tasolta 0,68 euroa vuoden 2015 0,74 euroon. Panostaja on viime vuosiin asti jatkuvasti jakanut kaiken liiketoimintansa synnyttämän ylimääräisen pääoman pois omistajilleen ja samalla lisännyt myös velkarahan käyttöä. Kun eliminoimme omasta pääomasta vuonna 2013 otetun hybridilainan, joka ei kuulu osakkeenomistajille, tuottolukemat heikkenevät noin 7,0 %:n tasolle. Tämä kertoo

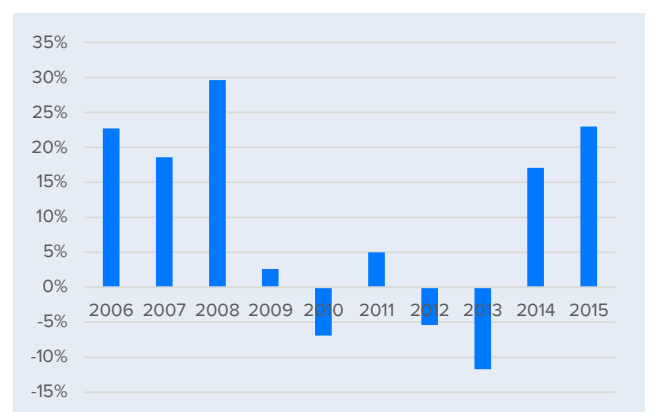
viimeisen kymmenen vuoden varsin haastavasta ajanjaksosta.

Panostajan oma pääoma ei kuitenkaan heijastele sijoituskohteiden piilevää arvoa, koska omistuksia ei arvoteta taseessa käypään arvoon. Taseessa omistukset on kirjattu käytännössä ostohintaan ja merkittäviä myyntivoittoja voidaan odottaa ainakin Granosta (arviomme mukaan erittäin suuri piilevä arvo) ja KotiSunista. Osien summa laskelmamme perusteella (sivu 37) saadaan osakkeenomistajille kuuluvaksi arvoksi 1,12 euroa per osake. Tämä summa ylittää selvästi yhtiön oman pääoman arvon (2015 tilinpäätös: 0,74 euroa/osake hybridin kanssa ja noin 0,60 ilman hybridiä). Erotus (0,38 euroa/osake) kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiön osissa piilevää arvoa.

Osien summa laskelmaamme käyttämällä Panostajan vuosien 2006-2015 väliseksi annualisoiduksi vuosituotoksi saadaan noin 11,2 %. Mielestämme tämä luku antaa paremman kuvan omistaja-arvon luonnista, koska se heijastelee liiketoimintoihin patoutunutta piilovarallisuutta. Teoriassa tämä vaatisi omistuksien realisointia meidän niille antamillamme arvoilla ja lopulta irtautumisissa saamat hinnat tulevat poikkeamaan antamistamme arvoista riippuen neuvottelutilanteesta, ostajasta ja myynnin ajoituksesta. Esimerkiksi Fleximin kohdalla onnistuimme kuitenkin hyvin.

Oman pääoman tuottoa (ROE-%) tarkasteltaessa vuosien 2006-2015 välillä Panostajan ROE-% on ollut keskimäärin vain noin 8,0 % (keskiarvo). Vuosituhannen alku oli todella muhkeiden tuottojen aikaa ja vastaava keskiarvo 2000-luvulla on ollut 16,6 %. ROE-% ei kuitenkaan huomio taseeseen kumuloidun piilovarallisuutta. Viime vuosina kertynyt piilovarallisuus taseessa tulee purkautumaan vasta, kun yhtiö irtautuu omistuksistaan.

Oman pääoman tuotto 2006-2015

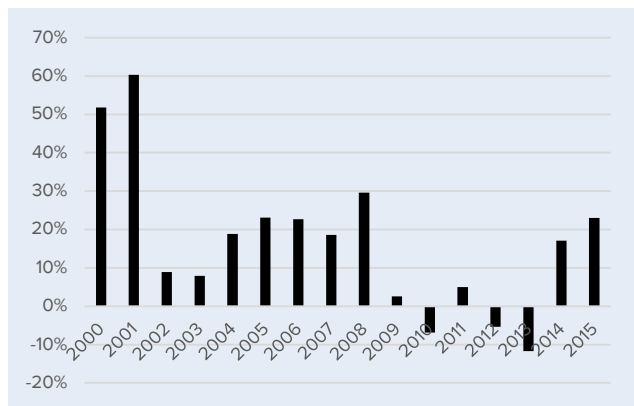


Lähde: Panostaja / Inderes

Oman pääoman tuotto oli poikkeuksellisen hyvä 2000-luvun alussa ja muutaman heikomman vuoden jälkeen parani jälleen erittäin hyvälle tasolle vuosina 2004-2008. Sen jälkeen tuottolukemat ovat olleet vaisuja aina viime vuosiin asti, jolloin nähtiin jälleen muutama irtautuminen. Sijoittajien kannattaa katsoa pitkän aikavälin kehitystä, sillä yksittäiset

irtautumiset voivat heilutella vuosituloksia ja siten pääoman tuottoa.

Oman pääoman tuotto 2000-luvulla



Lähde: Panostaja / Inderes

Seuraavat rakennejärjestelyt todennäköisesti ostopuolella

Uskomme, että Panostaja on nykytilanteessa edelleen mieluummin osto- kuin myyntilaidalla. Yhtiö on kertonut, että yhtiön strategiaa on tarkoitus toteuttaa sijoittamalla tilikauden aikana 1-2 uuteen segmenttiin sekä myös täydentävillä yritysostoilla valittuihin nykyisiin segmentteihin. Toki yhtiö pitää oven auki myös mahdollisille irtaantumisille, emmekä sulje niitä pois. Yhtiön rahoitus- ja muut resurssit riittäisivät näkemysme mukaan hyvin muutaman tytäryhtiön lisäykseen. Sijoitusyhtiöllä oli Q2:n lopussa noin 15 MEUR likvidejä varoja ja lisäksi 10 MEUR:n yritysostolimiitti, joten "tulivoimaa" riittäisi hyvin suurempiinkin kohteisiin.

Pörssien korkeat arvostustasot eivät ole vielä heijastuneet suomalaisten listaamattomien arvostuksiin pk-sektorilla, minkä takia Panostajan ydinalueella voi mielestämme edelleen tehdä hyvän tuottopotentialin omaavia ostoja. Tämä on näkynyt myös huomattavana listautumisen kasvuna – pörssissä arvostukset ovat houkuttelevia verrattuna siihen, mitä teolliset ostajat pääasiassa tarjoavat. Panostajan ostot ovat kokoluokassa (EV noin 10 MEUR), jossa pörssilistautuminen ei kuitenkaan ole erityisen vahva vaihtoehto, vaikka First North-listalle listautuminen on tässäkin kokoluokassa toki mahdollista.

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 sijoituskohteelle 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 kova tuottolukema, mutta toisaalta Panostajan sijoitusten riskiprofiili on lähtökohtaisesti korkea (esimerkiksi oleellinen yrittäjä- ja likviditeettiriski). Yhtiö käyttää merkittävästi omia resurssejaan yhtiöiden kehittämiseen, minkä lisäksi täytyy huomioida velkavipu. Näin ollen sijoitusten tuotto-odotuksen täytyy olla korkea. Tuotto on saavutettavissa, jos pääoman allokoinnissa onnistutaan hyvin.

Yhtiön 0,80 euron kumulatiivisen osakekohtaisen tuloksen tavoite on mielenkiintoinen ja poikkeuksellinen. Uskomme Panostajan pyrkivän indikoimaan tällä taseessa olevaa piilovarallisuutta ja sitä, että omistuksista irtautumisen odotetaan tuovan merkittäviä myyntivoittoja. Vuoden 2014 EPS oli 9,4 senttiä ja vuonna 2015 14,1 senttiä, joten seuraavana kolmena vuonna yhtiön pitäisi kerryttää yhteensä 56,5 senttiä, jotta tavoitteeseen päästään. Suurimpina ajureina tähän ovat mielestämme irtautumiset (erityisesti Grano) sekä luonnollisesti hyvä operatiivinen tuloskehitys sijoituskohteissa. Omat ennusteemme eivät sisällä irtautumisista tulevia myyntivoittoja, sillä näiden ajoittaminen on erittäin vaikeaa ja niiden sisällyttäminen ennusteisiin voisi olla harhaanjohtavaa. Pidämme kuitenkin tavoitetta mahdollisena, jos Granosta onnistutaan tekemään rahakas irtaantuminen kolmen vuoden sisällä.

Omavaraisuusasteen suhteen Panostajan 40 %:n tavoite (sisältäen pääomalainat) mahdollistaa kohtuullisen velkavivun käytön. Se antaa hyvin liikkumavaraa, mutta varmistaa taseen pitämisen vahvana ja sijoitustoiminnan jatkuvuuden. Velkavivun määrä vaihtelee sijoituskohteiden houkuttelevuuden mukana kuten normaalissa osakeportfoliossakin.

Panostaja muutti voitonjakopolitiikkansa 2014 tilinpäätöksen yhteydessä muotoon, joka antaa yhtiölle laajemman mahdollisuuden soveltaa omaa harkintaa voitonjaossa. Yhtiö voi pienentää voitonjakoa silloin, kun sillä on houkuttelevia sijoitusmahdollisuuksia. Käytännössä kysymys on johdon laajemmasta mahdollisuudesta allokoida pääomia ja uskomme Panostajan pysyvän osinkoystävällisenä yhtiönä myös tulevaisuudessa.

Panostaja sijoituskohteena

Perusajatus

Panostajan osake tarjoaa sijoittajille likvidin mahdollisuuden sijoittaa hajautetusti suomalaiseen pk-sektoriin, mihin piensijoittajalla ei olisi muuten mahdollisuutta. Pelkkä sektorilla mukana olo ei toki ole riittävä syy omistaa Panostajaa. Näkemyksemme mukaan sijoituspäätöstä tehdessä pitäisi arvioida erityisesti seuraavaa kahta asiaa:

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

Näihin voi lisätä myös osakkeen vallitsevan alennuksen tai preemion suhteessa omistuksien osien summaan ja näkemyksen siitä, mikä tämän pitäisi olla. Osakkeen arvostustason muutokset vaikuttavat tuotto-odotukseen ilman, että Panostajan fundamenteissa tapahtuu muutoksia.

Sijoittaja ostaa Panostajan kautta osuuden portfolioista, mutta samalla sijoittaja panostaa myös yhtiön sijoitusstrategian toimivuuteen sekä johdon kyvykkyyteen luoda lisäarvoa. Panostajaan sijoittaessa sijoittajan täytyy luottaa konsernin johdon kykyyn sijoittaa pääomia tuottavasti, sillä pitkällä aikavälillä osake tulee seuraamaan omistuksien arvon kehitystä (osien summa tai NAV).

Tärkeitä huomioitavia asioita

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. Konserniluvut tarjoavat helpon, mutta mahdollisesti vaarallisen oikotien kehitykseen, sillä ne eivät anna oikeaa kuvaa todellisesta arvonkehityksestä. Konsernin liikevaihto ja tulos tippuisi rajusti, jos se myisi nyt Granon. Todellista merkitystä arvoon olisi kuitenkin kauppahinnalla ja kassaan tulevien rahojen käytöllä.

Lisäksi on erittäin tärkeää huomioida, että Panostaja ei omista tytäryhtiöidensä osakekantaa 100 %:sti. Enemmistöomistukset konsolidoidaan Panostaja-konsernin lukuihin, mutta omistusosuudet vaihtelevat portfolioissa 51,9 %:sta 95 %:iin. Näin ollen vähemmistöomistajien merkitys on suuri eivätkä konserniluvut (pois lukien nettotulos, josta on vähennetty vähemmistöosuudet, sekä osinko) heijasta suoraan todellisia omistuksia.

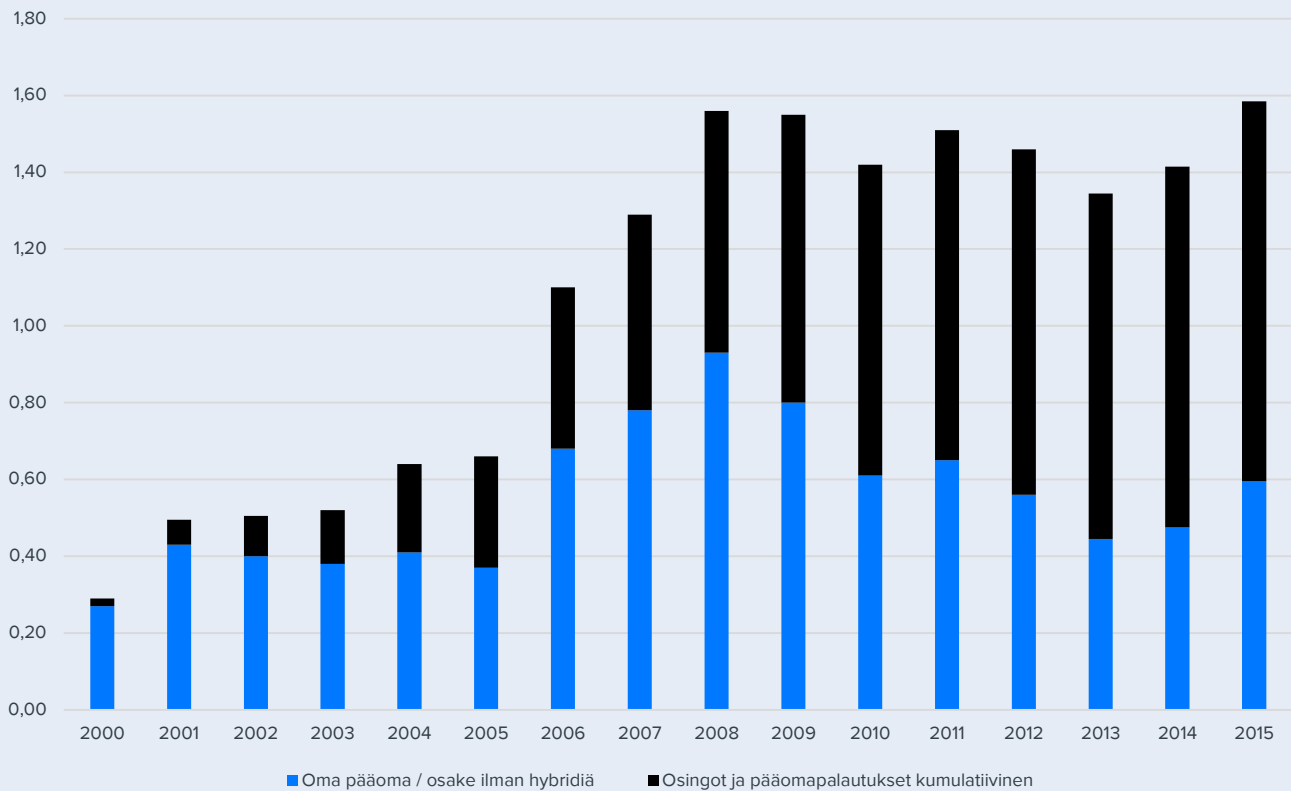
Monet sijoittajat seuraavat erityisesti Panostajan osinkoja ja osinkotuottoa, mikä voi myös johtaa virheellisiin analyyseihin. Kun Panostajalla on johdon näkemyksen mukaan mahdollisuus tehdä houkuttelevia sijoituksia, on toiminnan luonteen mukaisesti luonnollista, että osinkoihin normaalisti käytettäviä 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 pitkäjännitteisyys. Kvartaalituloksilla on todellisuudessa erittäin vähän merkitystä, kun sijoitushorisontti on 5-10 vuotta. Sijoittajien pitäisi keskittyä arvonkehitykseen pitkällä aikavälillä, mikä vaatii kärsivällisyyttä.

Panostajan arvonluonti ja markkina-arvo

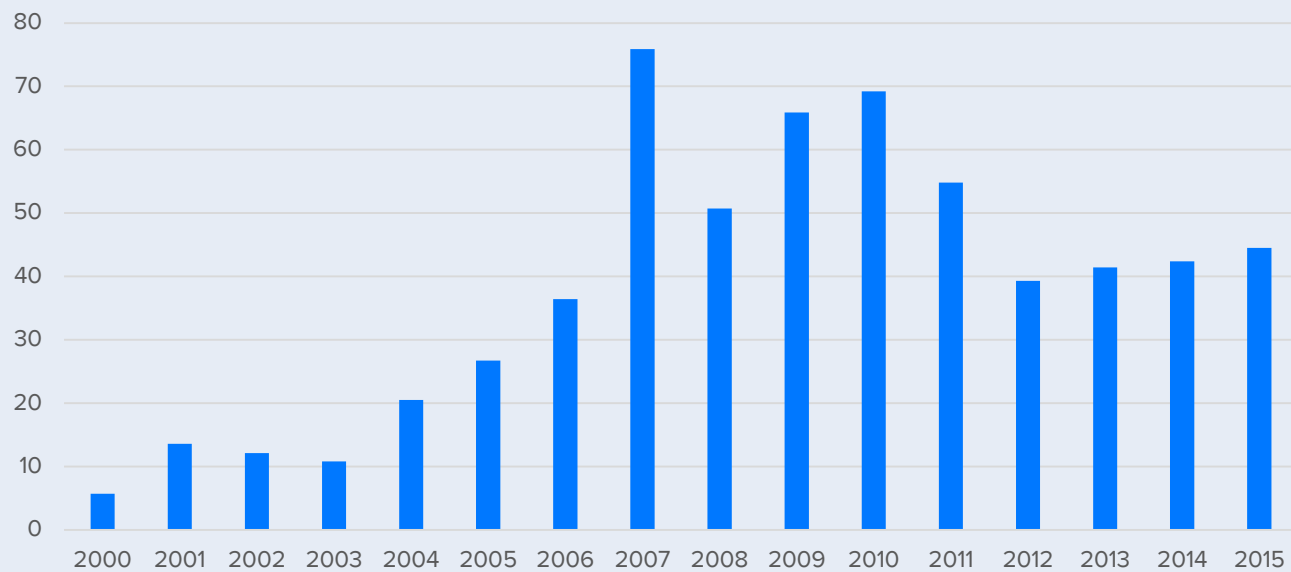
Panostajan oman pääoman ja osinkojen kehitys 2000-luvulla



Lähde: Inderes

Huomautus: luvut eivät ole vertailukelpoisia (FAS/IFRS)

Panostajan markkina-arvo (MEUR)



Lähde: Panostaja / Inderes

Sijoitusstrategia

Panostajan onnistuminen sijoitustoiminnassa määrää paljon omistaja-arvon kehitymisestä. Toisaalta sijoituskohteita kehitetään pitkällä aikavälillä (5-10 vuotta), joten omistaja-arvo syntyy hitaasti ja samalla omistajan täytyy luottaa yhtiön kykyyn tehdä tuottavia sijoituksia. Tämän takia on mielestämme kriittistä tarkastella Panostajan sijoitusprosessia ja sen edellytyksiä päästä kilpailukykyisiin tuottoihin.

 Video: sijoitusstrategia



Sijoitusprosessi

Panostajan sijoitusprosessi on samantyylinen kuin pääomasijoitusyhtiöissä yleensä. Yhtiö etsii potentiaalisia kohteita, analysoi mielenkiintoisia 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 kohde sopii yhtiön muuhun portfolioon, 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). Toisaalta sijoituskaset voivat muuttua ajan kuluessa sekä ulkoisista että sisäisistä syistä.

Panostajan normaali sijoitusprosessi voidaan yksinkertaistettuna jakaa kolmeen vaiheeseen:

- **Hankinta:** Panostaja ostaa enemmistöosuuden (>50 %) liikevaihdoltaan noin 10-30 MEUR:n kokoluokassa olevista pk-yrityksistä, joilla on terve talous, kasvukyky ja potentiaalia nousta alansa parhaimmiston.
- **Kehittäminen:** Sijoitusstrategian toimeenpano, jossa avainasioita ovat kasvu, yritysostot ja operatiivinen tehokkuus. Panostaja kehittää kohdeyhtiön liiketaloudellista ja strategista osaamista omalla osaamisellaan. Yhtiölle tehdään rahoitusjärjestely ja samalla syntyy mahdollisuus kasvaa harkituin yritysostoin. Panostajan päämääränä on nostaa omistamansa yritys alansa vahvaksi tekijäksi 5-10 vuodessa.
- **Irtaantuminen:** Panostaja pyrkii luopumaan omistuksesta oikea-aikaisesti seuraten jatkuvasti yritysostomarkkinaa sekä arvostustasoa. Myynnin yhteydessä realisoidaan yhtiön arvonnousu ja tavoitteena on mahdollisimman hyvä tuotto sijoitetulle pääomalle.

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

1/3 Hankinta

Panostaja on kiinnostunut pk-yrityksistä, jotka ovat liikevaihdoltaan noin 10-30 MEUR:n kokoluokassa. Panostaja ei ole kiinnostunut kriisiyhtiöistä tai potentiaalisista käänneyhtiöistä, vaan kohteella on oltava terve taloustilanne. Panostaja ei ole 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. Kohteella pitää Panostajan sijoituskriteerien mukaan olla merkittäviä kasvumahdollisuuksia ja potentiaalia nousta alansa parhaimmiston. Lisäksi yhtiö korostaa operatiivista tehokkuutta, joka heijastuu kannattavuuteen.

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. Yhtiön kasvaessa tähän kokoluokkaan on liiketoiminnan johtaminen haastavaa 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 erittäin hankalaa ilman tukea tai merkittäviä investointeja.

Toinen merkittävä argumentti noin 10 MEUR:n kokoluokalle kilpailun suhteellinen rajallisuus. Kun siirrytään 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. Nämä kilpailijat ovat tosin siirtäneet kiinnostustaan myös pienempiin kohteisiin, mikä on näkynyt myös Panostajalle kiinnostavissa kohteissa. Noin 10 MEUR:n kokoluokassa Panostaja on kuitenkin pystynyt toimimaan ilman suurempaa kilpailupainetta ja yhtiö on harvoin mukana huutokaupoissa. Samalla täytyy huomioda, 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 enemmistöomistuksen, mikä antaa yhtiölle määräysvallan kohdeyhtiössä ja mahdollistaa kohdeyhtiön kehittämisen ”omilla ehdoilla”. Tämä tarkoittaa vähintään 51

%:n omistusosuutta, mutta yleensä omistusosuus on ollut suurempi (tällä hetkellä keskiarvo 70 %). Panostaja kuitenkin haluaa yrittäjien olevan merkittävä omistaja kohdeyhtiössä, mihin tärkein syy on yrittäjien motivointi. Panostaja voi myös ostaa koko yhtiön esimerkiksi sukupolven vaihdoksessa yrittäjän ollessa haluton jatkamaan yhtiössä, mutta tämä on ollut harvinaista. Lähtökohtaisesti yrittäjät jäävät mukaan yrityksen johtoon noin 30 %:n omistusosuudella.

Panostaja ei ole rajoittanut toimialoja, joille yhtiö voi sijoittaa. Mielenkiintoisempia yhtiölle kuitenkin ovat kasvu- tai uudelleenjärjestelyvaiheessa olevat toimialat, joilla yhtiö pystyy tarjoamaan eniten lisäarvoa. Uskoisimme Panostajan olevan tällä hetkellä eniten kiinnostunut kuluttajavetoisista palveluliiketoiminnoista tai teknologiasta. Perinteinen teknologiateollisuus ei todennäköisesti Panostaja juuri houkuttele, erityisesti kun Takoman tilanne jatkuu edelleen ongelmallisena. Lisäksi uskomme Panostajan olevan kiinnostunut lähinnä paikallisista sekä kansallisista liiketoiminnoista, joissa yhtiö voi välttää globaalin kilpailukentän mahdollisimman hyvin. Panostajan kohdeyhtiöt ovat globaalia kilpailua ajatellen auttamatta pieniä eivätkä niiden resurssit ole riittäviä, jos alue ei ole erittäin hyvin rajattu niche.

Toimialavalinnoissa on huomioitava yhtiön nykyinen portfolio, jonka hajautuksen Panostaja pyrkii pitämään sekä toimialojen että syklisyyden osalta mahdollisimman hyvänä. Investoitava pääoma tulee yhtiön omasta taseesta, mikä luonnollisesti asettaa omat rajoitteensa yhtiömäärälle sekä yksittäisen investoinnin koolle (riittävän hajautuksen täytyy säilyä). Toisaalta tämä antaa yhtiölle joustavuutta.

2/3 Kehittäminen

Seuraava vaihe sijoitusprosessissa on kehittäminen, joka alkaa kohdeyhtiön integroiminen Panostajan järjestelmiin. Integrointiin liittyy aina myös riskejä, joita pidämme kuitenkin varsin pieninä Panostajan mittavan kokemuksen takia. Koska Panostaja tekee enemmistö-sijoituksia, tulee sijoituksesta konsernin tytäryhtiö ja se konsolidoidaan Panostajan lukuihin. Tämä tarkoittaa pörssiyhtiön tapaista raportointia, mikä on yleensä erittäin suuri parannus pk-sektorilla käytettyihin järjestelmiin. Vaikka aluksi järjestelmä voi olla raskas, se tarjoaa pohjan kohdeyhtiön kasvattamiseen uuteen kokoluokkaan. Laadukkaat järjestelmät ovat tärkeitä esimerkiksi kasvun hallinnassa.

Yrityksen aktiivinen kehittäminen kuuluu Panostajan oleellisimpiin tehtäviin. Koska sijoitusajat ovat pitkiä (5-10 vuotta), kehittämisellä on erittäin tärkeä rooli arvon kehityksessä. Kehitystoimet voidaan selkeyttämiseksi jakaa kahteen osaan, joita ovat sisäinen kehitys sekä yritysostot. Panostaja on aktiivinen sekä yhtiön sisäisten prosessien, strategian kehittämisessä että alan suuremmissa muutoksissa, kuten konsolidaatiossa ja yritysjärjestelyissä.

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 mukana kohdeyhtiöiden operatiivisessa toiminnassa, vaan tästä vastaa toimitusjohtaja. Panostajan mahdollisesti tärkein tehtävä onkin oikean henkilön löytäminen yrityksen johtoon, jotta strategia ja kehitysohjelmat saadaan toteutettua. Johdon merkitys on aina erittäin suuri ja pk-sektorilla se korostuu edelleen.

Yksi selkeä Panostajan tuoma lisäarvo on mielestämme rahoitusmahdollisuudet, jotka normaaliille pk-yritykselle olisivat monesti mahdottomia saavuttaa. Pk-sektorin vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen mahdollisuudet ovat heikentyneet huomattavasti pankkien kasvaneen sääntelyn vähennettyä perinteistä pankkilainautta. Panostaja pystyy tuomaan kohdeyhtiöille saman kokoluokan kilpailijoita suotuisammat ehdot ja korot, mikä on merkittävä etu nykyisessä taloustilanteessa. Pörssiyhtiönä Panostajalla on täysin erilaiset mahdollisuudet hoitaa oma rahoituksensa.

Panostajan sijoitusstrategiaan kuuluu usein oleellisenä osana yritysostot ja toimialan konsolidaatio. Mahdollisuus toimia murroksessa olevalla ja sirpaloituneella toimialalla konsolidoijana tarjoaa mielestämme erittäin mielenkiintoisen mahdollisuuden omistaja-arvon kasvattamiseen. Panostajalla pitäisi olla yritysostoissa onnistumiseen erittäin hyvät edellytykset sekä osaamisen että resurssien puolesta.

Panostaja on ollut aktiivinen add-on -yritysostostrategian toteuttaja, mutta myös suuremmat yritysjärjestelyt ovat hyvin 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 potentiaali on merkittävä. Yritysostoilla on ollut suuri merkitys esimerkiksi Granon menestystarinan luomisessa.

3/3 Luopuminen

Sijoitusprosessin viimeinen vaihe on luopuminen eli myynti, jossa tärkeimmät asiat ovat monesti ajoitus ja oikean ostajan löytäminen. Tässä vaiheessa luotu omistaja-arvo on saatava kaivettua esiin suhteellisen korkeana myyntihintana ja arvostustason selkeänä nousuna.

Panostajan onnistuessa yrityksen kehittämisessä, sen pitäisi tässä vaiheessa olla vähintään kokoluokkaa suurempi, hyvässä tulokunnossa, raportointi- ja muiden järjestelmien suhteen lähes pörssiyhtiön tasolla ja yleisesti hyvässä kunnossa. Nyt Panostajan tavoitteena on maksimoida oma pääoman tuotto sekä saattaa yritys toimimaan itsenäisesti.

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 riskiprofiilin merkittävää laskua tai toisaalta huomattavasti korkeampaa hyväksyttävää arvostustasoa.

Omistaja-arvon luonti

Keinot omistaja-arvon kasvattamiseen

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

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

Arvonkehityksen kannalta uskomme ensimmäisen elementin olevan monesti erittäin tärkeä, mutta samalla se on vaikeasti ”hallittava”. Arvostuskertoimien nousuun (”multiple expansion”) liittyy oleellisesti ajoituksen onnistuminen, mutta taustalla on myös systemaattista työtä, kuten yrityksen riskiprofiilin laskemista.

Panostaja pyrkii tekemään ostot suunnilleen arvostustasolla EV/EBITDA 4x (yritysarvo/käyttökate), mikä on alhainen ja kuvastaa alun korkeaa riskitasoa. Tähän vaikuttaa voimakkaasti yleisesti vallitsevat arvostustasot ja tällä hetkellä taso on arviomme mukaan vaikea saavuttaa. Listaamattomien yritysten riskiprofiili on lähtökohtaisesti aina korkea jo heikon likviditeetin takia. Monesti yhtiöt sisältävät merkittävän henkilöriskin (yrittäjä ja avainhenkilöt), ovat pieniä ja niillä on harvemmin merkittäviä skaalautuvia tuotteita tai teknologioita. Näin ollen keskimääräisestä yhtiöstä ei kannata maksaa korkeita kertoimia. Pidämme tärkeänä, että Panostaja on kriittinen kohdeyhtiöiden 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, jos suhteellinen arvostustaso olisi noussut esimerkiksi 50 %. Tämä riippuu tietysti liiketoiminnan kehityksestä, näkymistä ja toimialan yleisestä kehityksestä sekä yleisestä arvostustasosta. Nykyisestä portfolioista joissain arvostuskertoimien nousu on korkeampi, mutta toisaalta joissain sijoituksissa on selvästi epäonnistuttu.

Yrityksen toiminnan kehittäminen tarkoittaa omistaja-arvon luonnissa pääasiassa tulokunnan parantamista ja toisaalta riskiprofiilin pienentämisestä. Tähän liittyy yleinen kehitystoiminta, mutta tärkein elementti sijoituksen arvon kannalta on tuloksen kasvattaminen. Tuloskasvun merkitys on erittäin suuri pitkällä sijoitushorisontilla; tuloksen on kasvettava kohtuullista vauhtia, vaikka yritysten välillä on toki erittäin suuria eroja (kasvuyritys vs. kassavirtacase). Esimerkiksi 10 %:n vuosittainen tuloskasvu kumuloituisi merkittäväksi tuotoksi 5-10 vuoden aikana. Luonnollisesti tuloskasvu tuo mukanaan myös osinkoja sijoitusperidiolla,

mikä tuo mukanaan tasaisempaa kassavirtaa ja hajauttaa riskejä. Lisäksi tuloskasvuun tarjoaisi vipua edellä mainittu arvostuskertoimien nousu.

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

Riskit ovat kohtuullisia

Mielestämme Panostajan sijoituksien hajautus on yleisesti hyvällä tasolla, kun puhutaan toimialoista ja liiketoimintamalleista. Panostajan sijoituskohteista valtaosa on kuitenkin riippuvaisia Suomen talouskehityksestä. Panostajan Suomiriski onkin mielestämme merkittävä ja suurin heikkous ajatellen sijoitusten yleistä hajautusta. Tämä on kuitenkin yhtiön strateginen valinta.

Panostajan sijoitustoiminta on riippuvainen yleisestä pääomamarkkinatilanteesta ja taloustilanteesta. Markkinatilanne vaikuttaa etenkin nykyisten sijoitusten arvostustasoon sekä hankinta- ja irtautumismahdollisuuksiin. Arvostustasoon vaikuttavat toimialojen operatiivinen kehitys sekä arvostuskertoimet, jotka ovat molemmat riippuvat yleisistä markkinatekijöistä. Lisäksi kilpailutilanne yritysostotilanteissa sijoituskohteista on tyypillisesti kovin silloin, 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.

Yritysostoihin liittyvää liikearvoa oli tilikauden 2015 lopussa kirjattu konsernin taseeseen 78,0 MEUR, mikä on suuri osa (noin 41 %) koko taseesta. Tämä on kuitenkin tässä liiketoiminnassa normaalia ja liikearvo jakautuu moniin eri yhtiöihin. Tätäkin riskiä yhtiö pystyy siis rajoittamaan oikealla hajautuksella. Konserni testaa vuosittain liikearvon sekä relevanttien aineettomien hyödykkeiden arvon mahdollista arvonalentumista.

Panostaja rahoittaa toimintansa oman pääoman lisäksi vieraan pääoman ehtoisella rahoituksella. Osassa 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. Panostajan vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on pääosin vaihtuvakorkoista, joten korkokulut lyhyiden markkinakorkojen muutoksia.

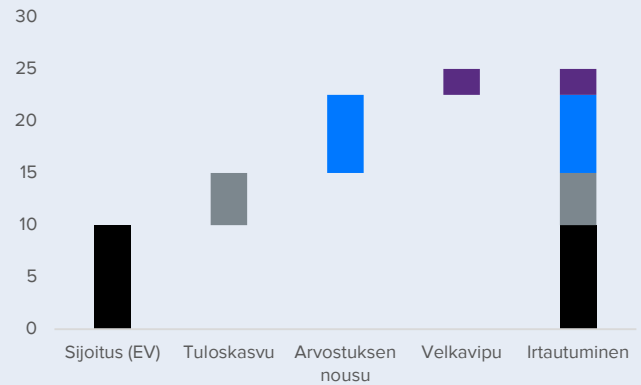
Panostajan toimintatapa ja arvonluontielementit

Panostajan toimintatapa



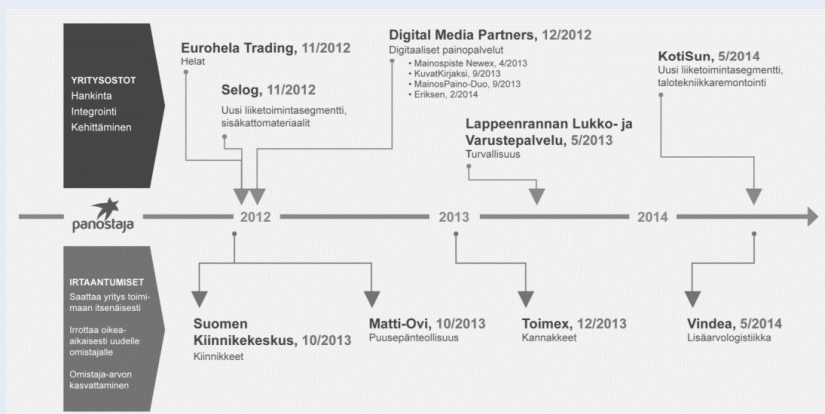
Lähde: Panostaja

Panostajan arvonluontielementit



Lähde: Inderes

Panostajan yrityskaupat ja irtautumiset 2012-2014



Lähde: Panostaja

Panostajan arvonluonti



”

Omistuksemme muodostavat tasapainoisen ja hajautetun kokonaisuuden. Tällä tilikaudella tavoitteenamme on hankkia 1-2 uutta sijoituskohdetta, joiden omistaja-arvo kasvattamisessa näemme mahdollisuuksia.

Toimitusjohtaja Juha Sarsama

Omistukset ja sijoitusportfolio

Panostajan portfolioon kuuluu kahdeksan sijoituskohdetta sekä neljä osakkuusyhtiötä. Lisäksi yhtiöllä on 10 %:n osuus Rollock Oy:ssä. Näiden sijoituksien arvo luo pohjan Panostajan osakkeen arvolle. Käsitlemme tässä kappaleessa portfolioon kokonaisuutena ja analysoimme myöhemmin kaikki sijoituskohteet erikseen. Mielestämme Panostajalla on tasapainoinen portfolio, jossa on hyvä toimialahajautus. Valtaosa liiketoiminnasta on kuitenkin riippuvainen Suomen kehityksestä, mikä on mielestämme portfolioon suurin riski.



Video: sijoituskohteita



Sijoitusportfolio

Suhteellisen tasapainoinen kokonaisuus

Panostajan portfolioon kuuluu kahdeksan sijoituskohdetta (enemmistöomistus, > 50 %) ja neljä osakkuusyhtiötä (merkittävä vähemmistöomistus, vähintään 20 %). Lisäksi yhtiöllä on 10 %:n osuus lukkoalan yrityksessä Rollock Oy:ssä. Portfolio on hyvin hajautettu eri toimialoille ja sisältää suhteellisen monipuolisesti yhtiöitä Suomen pk-sektorilta. Panostajan sijoituskohteet ja niiden toimialat ovat:

- **Grano** - Digitaaliset painopalvelut
- **Kotisun** - Talotekniikkaremontointi
- **Takoma** - Konepaja
- **Selog** - Sisäkattomateriaalit
- **KL-Varaosat** - Autovaraosat
- **Helakeskus** - Kalustehelat
- **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 (51,9 %:n omistusosuus) markkina-arvon olevan noin 34 MEUR, mikä on karkeasti puolet Panostajan portfolioon kokonaisarvosta (68 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 yrityssaneerauksessa. Takoma on listattu Helsingin pörssissä ja yhtiön markkina-arvo on noin 3,6 MEUR (osakekurssilla 0,23 EUR). Takoman tarina on vielä kesken, mutta on mielestämme jo selvää, että sijoitus on tuhonnut huomattavan määrän omistaja-arvoa. Sijoitus oli väärin ajoitettu eikä taustalla todennäköisesti ollut konsolidaatioajatus onnistunut. Markkinatilanteen romahdettua Takoma ajautui nopeasti vaikeuksiin.

Monia yhtiöitä kehityskaaren loppupäässä

Panostajan portfolioista viisi sijoituskohdetta on ollut yhtiön omistuksessa jo kahdeksan vuotta. Panostajan sijoitushorisontin ollessa normaalisti noin 5-10 vuotta, monien yhtiöiden pitäisi olla lähestymässä exit-vaihetta.

Ylivoimaisesti suurin mielenkiintomme irtautumisia ajatellen kohdistuu Granoon. Multiprint-fuusion jälkeen Granolla on ollut pitkä integraatiojakso, mutta uskomme Granon olevan jo ensi vuonna täydessä exit-valmiudessa ja uskomme irtautumisen tapahtuvan lähivuosina. Arvioimme mukaan yhtiö on jo varsin kypsässä vaiheessa myös ajatellen kasvumahdollisuuksia yritystoin ja toimipisteverkostoa laajentamalla. Odotamme Panostajan keskittyvän seuraavan 12 kuukauden aikana kannattavuuden ja tehokkuuden optimointiin, jotta yhtiöstä saadaan paras mahdollinen hinta.

KL-Varaosissa Panostaja päätti viime vuonna laajentaa yhtiön toimipisteverkostoa sekä tuotevalikoimaa (Volvo), joten se selvästi kokee pystävänsä viedä yhtiön vielä uudelle tasolle. Exit-mahdollisuus on kuitenkin mielestämme olemassa, kun yhtiö on jälleen tilikaudella 2015 tehtyjen laajentumistoimenpiteiden jälkeen saatu tulokuntoon. Silloin Panostajan irtautuminen KL-Varaosista tapahtuisi arvioimme mukaan todennäköisemmin vuonna 2017. Toisaalta Panostaja voi mielestämme edelleen laajentaa ja kasvattaa arvoa edelleen tätä kautta. Kokonaisuudessaan yhtiö on kehittynyt sijoitusaikana hyvin ja tehnyt vakaata tulosta. Panostajan kassavirtapohjainen sijoitusajatus on toiminut hyvin, joten mitään kiirettä irtautumiselle ei ole.

Takomasta Panostaja todennäköisesti haluaisi irtautua, mutta se lienee tällä hetkellä mahdotonta järkevään hintaan yhtiön ollessa yrityssaneerauksessa. Sisäisten ongelmien lisäksi vallitseva markkinatilanne on surkea, joten tilanne ei vaikuta hyvältä. Jos taloudellinen tilanne saadaan tasapainotettua, voi Panostaja aloittaa irtautumisen suunnittelun. Arvioimme mukaan kuluu edelleen vuosia ennen kuin asia on relevantti, ja suuremman todennäköisyyden asettaisimme lähivuosina konkurssille.

Hieman samanlainen tilanne on myös Heatmastersin suhteen, vaikka yhtiön taloudellinen tilanne on toki paljon Takomaa parempi. Yhtiö on ollut alkuvuodella raskaasti tappiollinen, se on kaukana tulospotentiaalistaan ja Panostaja tuskin pystyy saamaan yhtiöstä järkevää hintaa ennen kuin markkinatilanne paranee ja yhtiö saadaan

kasvatettua uuteen kokoluokkaan. Ensimmäiseksi Panostajan täytyy saada käännettyä tulos positiiviseksi, minkä jälkeen muita suunnitelmia voi miettiä.

Helakeskus lienee koko ajan myynnissä, jos hinnasta sovitaan. Liiketoiminta on viime vuosina käynyt läpi merkittävän rakennemuutoksen ja se on saatu kohtuulliseen tulokuntoon. Alalla on kuitenkin edelleen konsolidaatiomahdollisuuksia ja yhtiön tulokuntoa voi vielä parantaa. Arviomme mukaan liiketoiminnan nykyinen arvo ja myös potentiaali on rajallinen Panostajan kokonaisuudessa.

Panostajan sijoitussalkussa on vain kolme tuoreempaa sijoitusta, joissa yhtiö on vasta sijoitusajan alkupuolella. Nämä ovat Megaklinikka (2015), Kotisun (2014) ja Selog (2012). Ainakin kahden ensimmäisen kohdalla Panostajalla on vielä paljon kehitystyötä ja arvonaluontipotentiaalia eikä irtautuminen ole ajankohtaista vuosiin. Erityisesti Kotisunissa näemme paljon potentiaalia, kun liiketoimintamallia pyritään laajentamaan palvelemaan laajemmin omakotitalojen omistajien tarpeita. Megaklinikan tarina ja potentiaali alkaa hahmottua vasta sen jälkeen, kun konsepti on saatu testattua kunnolla myös Tukholmassa. Selogin tarina on Panostajan suhteen vasta alkuvaiheessa, joskin yhtiön profiili on hyvin erilainen ja enemmän keskittynyt kassavirtaan. Selogista olisi todennäköisesti mahdollista irtautua kohtuullisen nopeastikin.

Sijoituksien profiilit

Kaikilla sijoituksilla on tietty idea jo suunnitteluvaiheessa. Oleellisia asioita ovat esimerkiksi arvon oikea hahmottaminen, tapa piilevän arvon realisointiin sekä sijoituksen riskiprofiili. Jokainen case 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. Konsolidaatiolla voidaan kasvun lisäksi saada synergiaetuja, suuruuden ekonomiaa ja helpotusta kilpailutilanteeseen, mikä kasvattaa potentiaalia.
- **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 tulokasvun että arvostuskertoimien kautta.
- **Kassavirta** - perinteisesti kohdeyhtiö on alallaan jo vahvassa asemassa ja tekee hyvää tulosta sekä vahvoja kassavirtoja. Yhtiöllä tai toimialalla ei ole merkittäviä kasvuaureita, mutta yhtiöllä on mahdollisuudet generoida huomattavia kassavirtoja. Profiilissa korostuu suhteellisen edullinen hinta ja vuolaat kassavirrat, 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 keskisuuria 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 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 toimialalla.

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 luonnollista muuttua kassavirtayhtiöksi vuosien kuluessa. Joskus voi toisaalta käydä niin, että kasvupotentiaali arvioidaan aluksi 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

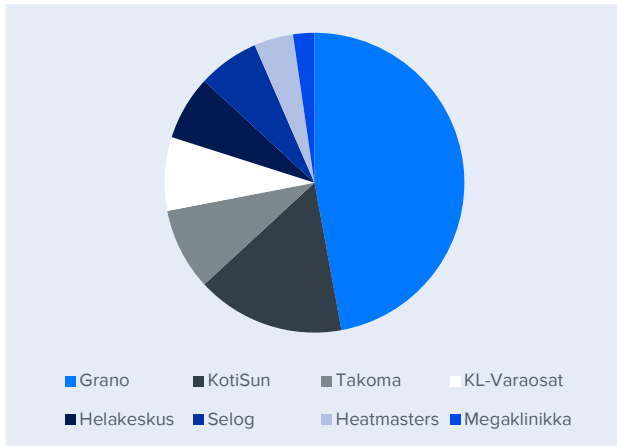
Toimialahajautus on varsin laaja

Panostajan sijoitukset ovat jakautuneet kohtuullisen hyvin eri toimialoille. Kahdeksan 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 rakennusmarkkinoiden ollessa yleisesti heikolla tasolla. Toki rakennusaktiiviteetin pirstyminen, mistä on viime aikoina nähty selkeitä merkkejä, 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 2015

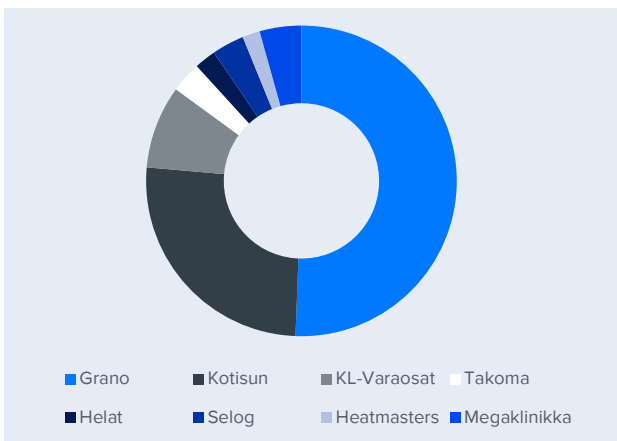


Lähde: Panostaja, muokannut Inderes

Arvo on keskittynyt Granoon ja KotiSuniin

Näkemyksemme mukaan Panostajan portfolion arvo on keskittynyt voimakkaasti Granoon. Arvioimme Granon arvon olevan reilut 34 MEUR (EV noin 100 MEUR), mikä on noin 51 % koko portfoliosta. Tämä on mielestämme merkittävä riski, vaikka Granon liiketoiminta on varsin defensiivistä ja pidämme yhtiön riskiprofiilia kohtuullisen matalana.

Panostajan omistuksien arvon jakautuminen



Lähde: Inderesin arvio

Jos otamme huomioon Granon lisäksi KotiSunin, arvioimme mukaan toiseksi arvokkaimman omistuksen, keskittyy portfolion arvo yhä voimakkaammin. Arviomme mukaan Panostajan omistuksen arvo KotiSunissa on noin 18 MEUR (EV noin 37 MEUR), joten yhdessä Granon kanssa nämä kaksi sijoitusta vastaavat noin 76 %:sta koko portfoliosta.

Koska arvo on keskittynyt niin voimakkaasti Granoon ja KotiSuniin, käsittelemme yhtiöitä raportissa muita tarkemmin. Muut omistukset ovat näkemyksemme mukaan arvoltaan huomattavasti pienempiä: sijalla kolme omassa arvoasteikossamme on KL-Varaosat, jossa Panostajan sijoituksen arvo on mielestämme noin 6 MEUR. 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 salkun Suomi-riski on luonnollisesti merkittävä. Huomautamme kuitenkin, että riippuvuus Suomen talouskehityksestä on vielä huomattavasti suurempi kuin esimerkiksi sijoittajalle, joka omistaa yhtiötä pelkästään Helsingin pörssistä. Vaikka monilla Panostajan tytäryhtiöillä on vientiä, on Suomi ylivoimaisesti suurin markkina yhtiöille – konsernin liikevaihdosta yli 90 % tulee Suomesta. Suomen talousnäköymät eivät ole lähivuosille ruusuiset, joten sijoittajien on erittäin tärkeää huomioida tämä riski.

Syklisyys

Panostajan portfoliossa voimakkaasti syklisiä ovat mielestämme ainakin konepajat Takoma ja Heatmasters, joiden lisäksi myös rakennusalaan liitännäisiä yhtiöitä voidaan pitää syklisinä. Syklisyys vaikuttaa portfolion riskiprofiiliin. Erityisesti se vaikuttaa osto- ja myyntiherkillä, kun sijoittajan täytyy pystyä arvioimaan oikein syklin vaihe ja "normaali" tulostaso. Muuten sijoittaja voi hyvin maksaa liikaa yhtiöstä ostossa ja toisaalta myydä liian halvalla.

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 portfolion 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 portfoliossa jakauma on mielestämme varsin tasainen.

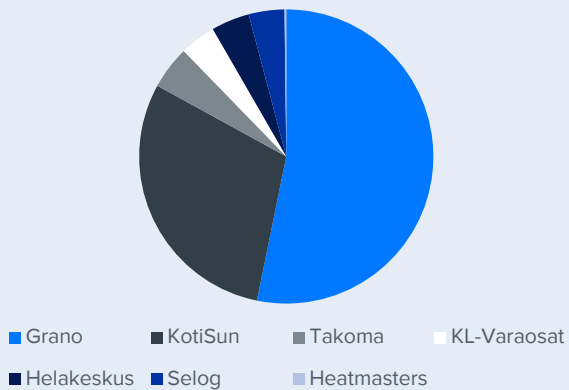
Panostajan omistukset

Panostajan sijoituskohteet

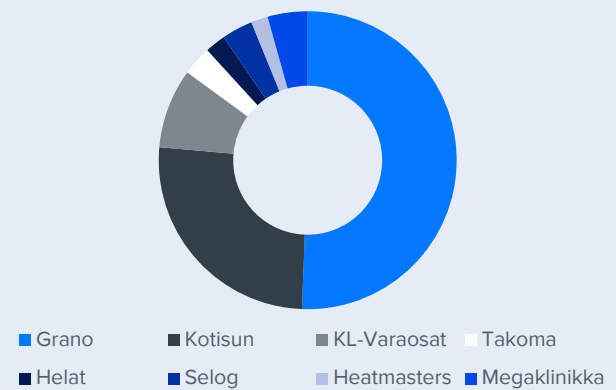
 LIKEVAIHTO 69,9 M€ OMISTUSOSUUS 51,9 % HANKINTAVUOSI 2008	 LIKEVAIHTO 23,7 M€ OMISTUSOSUUS 58,2 % HANKINTAVUOSI 2014	 LIKEVAIHTO 13,2 M€ OMISTUSOSUUS 63 % HANKINTAVUOSI 2007	 LIKEVAIHTO 3,4 M€ OMISTUSOSUUS 75 % HANKINTAVUOSI 2015
 LIKEVAIHTO 11,8 M€ OMISTUSOSUUS 75 % HANKINTAVUOSI 2007	 LIKEVAIHTO 10,4 M€ OMISTUSOSUUS 95 % HANKINTAVUOSI 2007	 LIKEVAIHTO 9,9 M€ OMISTUSOSUUS 60 % HANKINTAVUOSI 2012	 LIKEVAIHTO 6,3 M€ OMISTUSOSUUS 80 % HANKINTAVUOSI 2007

Lähde: Panostaja

Liikevoiton jakautuminen 2015



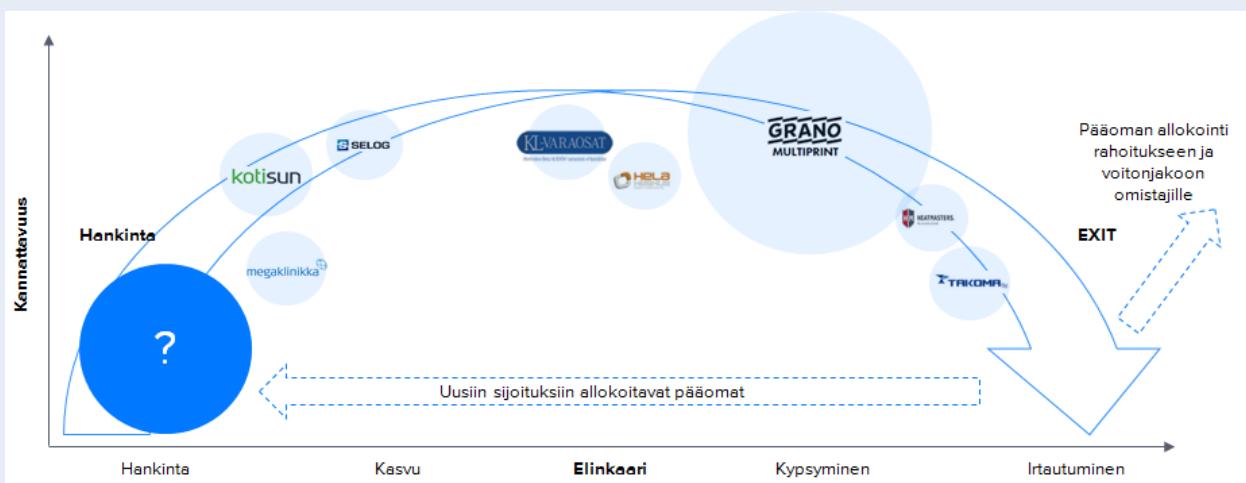
Panostajan omistuksien arvon jakautuminen



Lähde: Inderes / Panostaja. Megaklinikka ei mukana (tappiollinen).

Lähde: Inderesin arvio

Hahmotelma Panostajan sijoituskohteiden elinkaaresta



Lähde: Inderes

Grano

Grano valmistaa digi- ja printtipalveluihin liittyviä tuotteita, markkinointia ja ratkaisuja. Yhtiö on kasvanut monien yritysostojen kautta ja harppasi uuteen kokoluokkaan, kun se yhdistyi Multiprintin kanssa vuonna 2015. Grano on alallaan Suomessa selvästi johtava toimija ja yhtiöllä on toimintaa myös Virossa ja Venäjällä. Mielestämme Grano on selvästi Panostajan merkittävin omistus ja arviomme sen yritysarvon olevan noin 100 MEUR (2016e: EV/EBITDA 7-8x). Mielestämme yhtiö on Multiprint-integraation jälkeen saavuttanut leijonanosan potentiaalista ja uskomme Panostajan irtautuvan Granosta lähivuosina.

 Video: Granon sijoitustarina



Yhtiö ja toimiala

Digipainopalveluiden markkinajohtaja

Grano on graafisen alan markkinajohtaja Suomessa. Se valmistaa digi- ja printtipalveluihin liittyviä tuotteita, markkinointia ja ratkaisuja, jotka tukevat asiakkaiden liiketoimintaa. Granon palvelut ovat saatavilla valtakunnallisesti 25 paikkakunnalla Helsingistä (pääkonttori) Ouluun. Grano työllistää noin 800 ammattilaista ja yhtiön liikevaihto on noin 92 MEUR.

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 voimakkaasti kansainvälisesti lähiaikoina. Toistaiseksi Panostajalle riittänee se, että Grano pystyy rakentamaan erittäin vahvan aseman Suomen markkinoille.

Grano syntyi, kun Kopijyvä Oy ja DMP (Digital Media Partners Oy) yhdistyivät 1.6.2014. Kesällä 2015 Grano kasvoi vielä uuteen kokoluokkaan, kun se yhdistyi aikaisemman pääkilpailijansa Multiprintin kanssa. Samalla syntyi selvästi Suomen suurin ja merkittävistä toimijoista parhaimmin kannattava graafisen alan yritys. Tuorein yritysosto nähtiin alkuvuonna, kun digitoimisto Luotan seitsemän työntekijää liittyvät Granon 45:n työntekijän digitiimiin. Yrityskaupan myötä Grano vahvistaa osaamista digitaalisissa toteutuksissa ja mobiiliratkaisuissa, mikä on yhtiön tämän hetken kasvualueita. Yhtiön tavoitteena on edelleen edistää toimialan keskittymistä ja Granon strategisten osaamisalueiden vahvistamista valituilla yritysostoilla.

Onnistunut kasvutarina

Grano on kasvanut Panostajan omistusaikana voimakkaasti. Granon pohjan loi alun perin Kopijyvä, jonka Panostaja osti vuonna 2008. Kopijyvä oli 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. Vuonna 2015 Granon yhdistyessä Multiprintin kanssa liikevaihto kasvoi yli 90 MEUR:n tasolle.

Vaikka orgaaninen kasvu on ollut vahvaa, on valtaosa kasvusta syntynyt merkittävillä yritysostoilla. Multiprint-fuusio oli näistä luonnollisesti selvästi suurin, mutta iso oli myös vuonna 2012 tehty DMP-ostos, mikä nosti Granon profiilia erityisesti pääkaupunkiseudulla. Samalla yritysosto laajensi selvästi tarjontaa markkinoinnin suuntaan. DMP on markkinoinnin toteuttaja, joka on erikoistunut perinteisiin ja digitaalisiin markkinoinnin taktisiin tuotantoihin.

Yhdistyminen Multiprintin kanssa

Vuonna 2015 Grano yhdistyi Multiprintin kanssa, mikä vei yhtiön uuteen kokoluokkaan ja vahvisti edelleen markkina-asemaa Suomessa. Multiprint oli näkemyksemme mukaan Granon pääkilpailija, mikä teki järjestelystä erityisen mielenkiintoisen. Multiprint on paino-, tulostus- ja digitoimintalan palveluyritys. Multiprintin pääkonttori sijaitsi Turussa, mistä yhtiö palveli Suomessa 16 paikkakunnalla 29 toimipisteessä. Vuonna 2014 Multiprintin liikevaihto oli 33,9 MEUR ja liikevoitto 3,0 MEUR, joten yhtiö oli erittäin kannattava liikevoittoprosentin ollessa 8,9 %. Tämä on selvästi alan keskivertoa korkeampi, mutta jäi selvästi Granon 12,4 %:n tasosta vuonna 2014.

Yhdistyminen toteutettiin järjestelyllä, jossa Granon emoyhtiö ja Multiprint Group Oy:n osakekannat myytiin uudelle perustetulle Digiprint Finland Group Oy:lle. Panostajan omistusosuus syntyneessä yhtiössä on noin 51,9 % (aikaisempi omistus Granossa noin 65 %). Muut omistajat ovat partiolippukunta Turun Metsänkävijät ry noin 16 %:n omistuksella sekä pääosin yhtiön toimiva johto. Panostajalle järjestelyllä ei ollut tulosvaikutusta. Granon taloudellisen kehityksen kannalta kriittistä on se, että Multiprint-integraatio on nyt ilmeisesti saatu valmiiksi.

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, mutta 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 Grano 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 ja vahvimmassa asemassa on juuri Grano.

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

Kilpailutilanne

Grano Multiprint-fuusiassa yhdistyivät mielestämme alan selvästi Suomen suurimmat digipaino, suurkuva ja offset-talot ilman rotaatiopainamista tai pakkaamista. Tämä luonnollisesti muutti oleellisesti Granon kilpailukenttää, joka jakaantuu selvästi offset-painamiseen ja digipainamiseen. 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 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 mahdollisesti noin 5 %:n vuosivauhtia, mutta sitä on kuitenkin hankala arvioida Granon toimintakentän ollessa pirstaloitunut. Kasvu perustuu toimialan murrokseen, jossa Grano on erittäin hyvässä asemassa. Yleisesti painoalan kasvu on käytännössä olematonta.

Suomen markkinat alkavat tässä vaiheessa olla pitkälti ”jaetut” eikä toimipisteiden avaaminen uudessa kaupungissa ole yleensä erityisen 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 kuitenkin edelleen jossain määrin kesken, joten yritysostot ovat mahdollisia ja todennäköisin tapa tukea kasvua. Suurempia järjestelyitä pidämme kuitenkin Multiprintin jälkeen epätodennäköisinä.

Kannattavuus on ollut paineessa, mutta se on edelleen erittäin hyvällä tasolla

Granon kannattavuus on viime aikoina ollut paineessa, mihin suurin syy lienee Multiprint-integraatio. Myös toimilan yleiset vaikeudet ovat kuitenkin vaikuttaneet kannattavuuteen negatiivisesti. Tilikaudella 2014 Granon käyttökate-% ja liikevoitto-% olivat vielä erinomaisilla 16,7 %:n ja 12,4 %:n tasoilla toimialalla, jolla suurin osa yhtiöistä taistelee noin 8 %:n käyttökatetasolla.

Tilikaudella 2015 Granon liikevoittoprosentti painui 10,7 %:n tasolle Multiprint-fusion myllerryksessä ja Q1'16 oli myös yhtiölle vaikea (liikevoitto 6,4 %), mikä aiheutti jo huomattavia huolia kannattavuuskehityksestä. Q2:lla tilanne kuitenkin parantui huomattavasti, ja liikevoittomarginaali nousi jälleen vahvalle 12,9 %:n tasolle (Q2'14: 12,1 %). Näkyvyys kehityksen taustatekijöihin on nykytilanteessa heikko, mutta joka tapauksessa nyt vaikuttaisi, että pahin on jo ohi.

Mielestämme on selvää, ettei kaikkia operatiivisia hyötyjä fuusiosta ole vielä saatu irti. Samalla alan yleiset kannattavuushaasteet tulevat kuitenkin todennäköisesti jatkumaan, ja ne heijastuvat hintapaineina myös Granoon. Samalla kun sisäinen tehokkuus paranee, uskomme kustannuspaineen estävän kannattavuusparannukset. Ennustemme tilikauden 2016 liikevoittomarginaalin olevan lopulta noin 10,9 % ja arvioimme kannattavuuden pysyvän lähivuosina suunnilleen näillä tasoilla.

Yleisesti uskomme kannattavuusparannuksien olevan jatkossa haastavia saavuttaa ja arvioimme mukaan yhtiö on

jo kohtuullisen lähellä toimialan luonteen asettamia rajoja (mahdollisesti noin 12-14 %). 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 väkisinkin hiipumaan alan yleisen kasvun tasolle ilman yritysostoja.

Arvo ja potentiaalinen exit

Arvonmäärityksen perusta

Granolla on erittäin vahva asema murroksessa olevalla markkinalla, se on hyvin kannattava (vaikka ala yleisesti ei ole) ja lähivuosien näkymät ovat mielestämme vähintään vakaat. Kilpailuasema on vahva ja yhtiön riskiprofiili on suhteellisen alhainen Multiprint-integraation jälkeen. Nämä tekijät nostavat hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Toisaalta kasvumahdollisuudet Suomessa ovat tässä vaiheessa rajalliset ja kansainvälinen kasvu toisi mukanaan kokonaan uudet haasteet (osaaminen, resurssit ja riskit).

Suurimmat huolestamme liittyvät yhtiön erinomaisen kannattavuustason kestävytyteen rakennemuutoksen kuorissa olevalla alalla. Kannattavuus on jo hieman heikentynyt ja tason mahdollinen lasku painaisi tulosta, mikä heijastuisi myös arvostustasoon. Vaikka erittäin hyvä kannattavuustaso on luonnollisesti positiivinen asia, se voi painaa arvostuskertoimia tuloskasvupotentiaalin ollessa normaalia rajatumpi.

Grano olisi mielestämme erittäin houkutteleva ostokohde esimerkiksi eurooppalaiselle toimijalle, joka haluaisi jalansijaa Suomessa. 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. Grano olisi mahdollinen kohde Panostajaa astetta isommalle pääomasijoittajalle, joka voisi mahdollisesti laajentaa toimintaa ulkomaille.

Mielestämme Granolle voidaan hyvin perustella noin EV/EBITDA-kerroin 7-8x, mikä antaisi vuoden 2016 tulosennusteella Granon yritysarvoksi noin 102 MEUR. Tämä tarkoittaisi toisaalta EV/EBIT-kerrointa 10-11x. Sijoituksen markkina-arvoon ja sitä kautta Panostajan omistuksen arvoon vaikuttaa voimakkaasti nettovelat, joiden määrä voi vaihdella nopeastikin rahoitustoimien mukana. Tämä aiheuttaa tiettyjä haasteita arvonmäärityksessä, mutta yritysarvon (EV) pitäisi kuitenkin olla suhteellisen vakaa.

Arvo ja arvostuskertoimet

Arvonmääritys	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2016e)	7,0	-	8,0
EV/EBIT (2016e)	9,9	-	11,3
EV/S (2016e)	1,1	-	1,2
Arvohaarukka (MEUR)	95	-	108

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	101,5	MEUR
Alakonsernin nettovelat	35,3	MEUR
Markkina-arvo	66,2	MEUR
Panostajan osuus	34,4	MEUR

Lähde: Inderes

Panostaja maksoi vuonna 2008 Kopijyvistä noin 17 MEUR (koko osakekanta) ja vuonna 2012 DMP:stä 13,7 MEUR (koko osakekanta). Multiprint-järjestely oli luonteeltaan fuusio, jossa Panostajan omistusosuus laski selvästi. Lisäksi yhtiö on tehnyt muita yritysostoja lähtökohtaisesti tulorahoituksella. Grano on ollut erittäin tuottoisa sijoitus Panostajalle vuosien varrella erittäin hyvän tuloskuntonsa ja kassavirtansa takia. Irtautumisen toteutuessa luvassa on arviomme mukaan myös merkittävä myyntivoitto verrattuna nykyiseen tasearvoon. Pidämme omaa arviotamme Granosta varsin konservatiivisena, ja näemme yhtiössä enemmän potentiaalia positiivisen kehityksen jatkuessa.

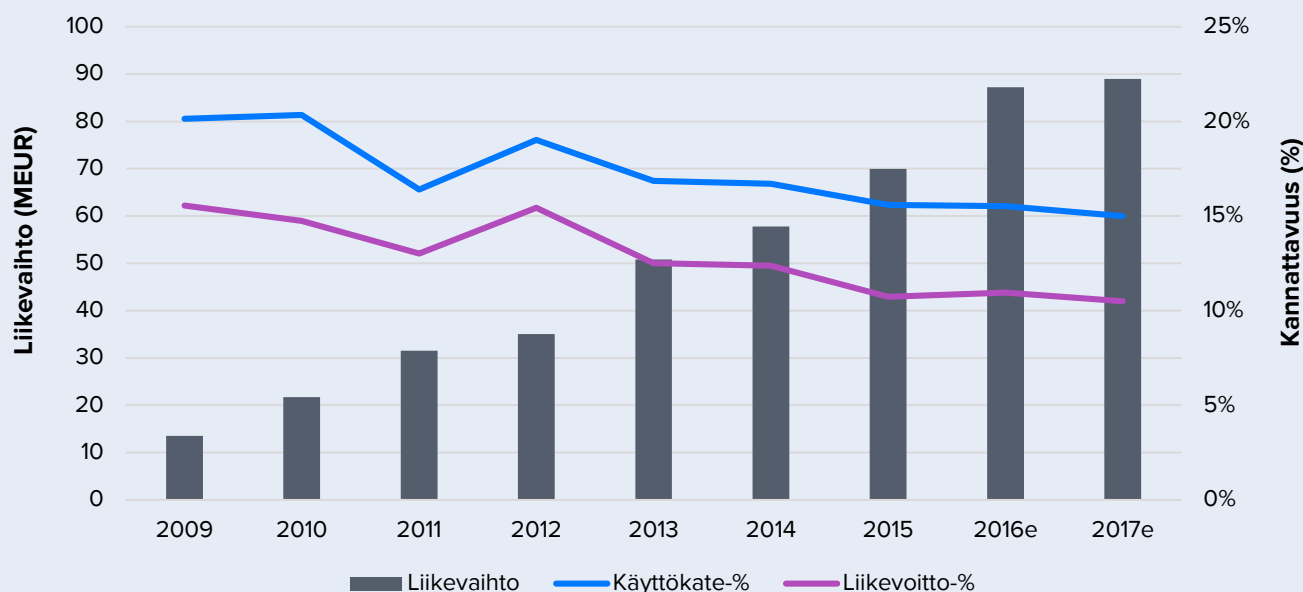
Exit toisi Panostajalle huomattavia pääomia

Arviomme mukaan Grano on ylivoimaisesti Panostajan portfolion arvokkain omaisuuserä. Jos Grano-omistuksen arvo olisi arviomme mukainen noin 34 MEUR, se vastaisi yli kolmasosaa Panostajan yritysarvosta (EV noin 92 MEUR osakekurssilla 0,84 euroa). Markkina-arvosta tämä olisi selvästi suurempi osa, mutta velkojen huomiotta jättäminen olisi sijoitusyhtiössä harhaanjohtavaa. Joka tapauksessa arvo on erittäin suuri Panostajan osakkeen kannalta ja yrityskauppa olisi merkittävä ajuri osakkeelle.

Uskomme Panostajan pyrkivän irtautumaan Granosta lähivuosien aikana. Vuosi 2016 on arviomme mukaan Multiprintin integroinnin ja organisaation optimoinnin aikaa, mutta exit voisi mielestämme hyvin tapahtua vuonna 2017. Sijoitusyhtiön omistukset ovat toki aina myynnissä, jos hinnasta sovitaan, mutta uskoisimme optimaalisen ajankohdan olevan vuonna 2017, kun uuden kokonaisuuden tuloskunto ja kilpailukyky on todistettu. Irtautuspäätökseen vaikuttanee myös se, onko tarjolla houkuttelevia ostokohteita, joihin pääomia tarvittaisiin.

Granon avainluvut ja arvostus

Digitaaliset painopalvelut - avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Arvon (EV) hahmottaminen matriisissa

Arvomatriisi (EV)		Kannattavuus (EBITDA-%)				
MEUR		13 %	14 %	15 %	16 %	17 %
EV/EBITDA-kertoin	5	57	61	65	70	74
	6	68	73	78	84	89
	7	79	85	92	98	104
	8	91	98	105	112	119
	9	102	110	118	126	133
	10	113	122	131	140	148

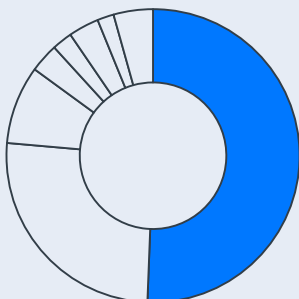
Lähde: Inderes

Näkemyksemme Granon arvosta

Arvonmäärittäminen	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2016e)	7,0	- 8,0
EV/EBIT (2016e)	9,9	- 11,3
EV/S (2016e)	1,1	- 1,2
Arvohaarukka (MEUR)	95	- 108
Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	101,5	MEUR
Alakonsernin nettovelat	35,3	MEUR
Markkina-arvo	66,2	MEUR
Panostajan osuus	34,4	MEUR

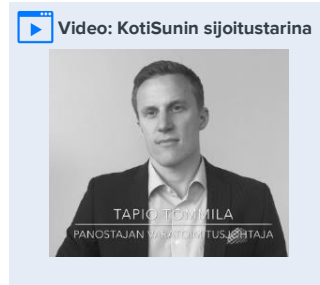
Lähde: Inderes

Granon arvon osuus koko portfolioista



KotiSun

KotiSun tarjoaa kuluttajille konseptoituja käyttövesi- ja lämpöverkkoremontteja. Vahvasti kasvava yhtiö on noussut nopeasti alan suurimmaksi toimijaksi Suomessa, ja on nyt laajentunut viemärisaneerauksiin. Pitkällä tähtäimellä brändiä voidaan strategian onnistuessa laajentaa muihin omakotitalo-omistajille suunnattuihin palveluihin, mikä on houkutteleva kohderyhmä. Panostaja osti 60 % KotiSunista keväällä 2014 ja tällä hetkellä KotiSun on mielestämme Panostajan vahvin arvoajuri vahvan kasvun, hyvin kilpailukykyisen toimintamallin ja suuren tulevaisuuden potentiaalin ansiosta.



Yhtiö ja toimiala

Tehokkaasti konseptoituja omakotitalojen LVV-saneerauksia

KotiSun on Suomen johtava omakotitalojen käyttövesi- ja lämpöverkkojen remontteihin erikoistunut yritys. Yhtiö on myös laajentunut viemärisaneeraukseen, josta se hakee uutta kasvumahdollisuutta. Toiminta perustuu vahvaan konseptiosaamiseen, tehokkaaseen toteutukseen sekä asiakaslähtöisyyteen, joiden avulla asiakkaalle tarjotaan remointipalveluita avaimet käteen-periaatteella. Yhtiön liikevaihto tilikaudella 2015 oli 23,7 MEUR ja yhtiö työllistää nykyään jo yli 200 henkilöä. Yhtiön pääkonttori sijaitsee Jyväskylässä ja sillä on Suomessa laaja valtakunnallinen toimipisteverkosto. Yhtiö on myös erittäin hyvin kannattava, tilikaudella 2015 yhtiön liikevoitto oli 4,2 MEUR ja liikevoittomarginaali 17,7 %.

Yhtiö on kertonut, että sen tavoitteena on saavuttaa 50 MEUR:n liikevaihtotaso vuonna 2018. Omat ennusteemme ovat maltillisempia, mutta kasvu on ollut todella vahvaa ja potentiaalia tavoitteen saavuttamiseen on.

Panostaja osti 60 % KotiSunin osakekannasta toukokuussa 2014 ja myöhemmin sen omistusosuus on dilutoitunut 58,2 %:n tasolle. Panostajan hankintameno oli lopulta lisäkauppahinnan täyden maksamisen jälkeen noin 8,8 MEUR. Ostos on vain noin kaksi vuotta vanha, mutta KotiSunin kehitys on ollut erinomaista ja omistuksen arvo on mielestämme jo kasvanut selvästi. KotiSunin perustaja ja toimitusjohtaja Kalle Lahtinen jatkaa yhtiön toimitusjohtajana sekä merkittävänä omistajana.

Liiketoimintamalli ja markkinat

KotiSunin liiketoimintamalli perustuu tarkasti hiottuun konseptiin, jonka tärkeitä elementtejä ovat myyntiorganisaation aktiivinen asiakaskontaktointi, nopeus (esimerkiksi hinnoittelu paikan päällä), 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 edelleen vahvat. KotiSun on kasvanut nopeassa tahdissa alan suurimmaksi ja tunnetuimmaksi toimijaksi Suomessa. Arviomme mukaan se on erittäin kilpailukykyinen erityisesti, kun valtaosa sen kilpailuista on pieniä ja paikallisia toimijoita. Kilpailuasetelma on mielestämme KotiSunille hyvin suotuisa.

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. Ensimmäinen yhtiön toimintamallin laajennus oli viemärisaneeraukset, mutta uskomme yhtiön pyrkivän tarjoamaan omakotitalojen omistajille tulevaisuudessa yhä laajemmin palveluita.

Tällä markkinalla on paljon mahdollisuuksia, mutta myös kilpailijoita. Muutkin pääomasijoittajat pyrkivät omakotitalojen omistajien lompakoille. Esimerkiksi Sentic Partners (Hämeen Laaturemontti, avaimet käteen kattoremonttikonsepti) on mukana kilpailussa. Pidämme todennäköisenä, että lähivuosina KotiSunille muodostuu uusia ja nykyisiä voimakkaampia kilpailijoita.

Tuloskehitys on ollut erinomaista

KotiSun on ollut mukana Panostaja-konsernissa nyt noin kaksi vuotta ja tänä aikana liiketoiminta on kehittynyt erinomaisesti. H2'14:lla yhtiö teki 8,8 MEUR liikevaihtoa ja 1,1 MEUR liikevoittoa noin 12,5 %:n marginaalilla. Tilikaudella 2015 liikevaihto kasvoi jo 23,7 MEUR:oon ja liikevoitto 4,2 MEUR:oon. Samalla liikevoittomarginaali nousi 17,7 %:in, vaikka tilikaudelle osui 0,5 MEUR:n lisäkauppahinta. Käyttökatemarginaali nousi samalla yli 20 %:n, mikä on mielestämme toimialalle erinomainen.

Erinomaisen tuloskehityksen takia olemme joutuneet miettimään uudelleen KotiSunin tulospotentiaalia, joka on poikkeuksellisen vahva ajatellen kuitenkin ”perinteistä” toimialaa. Arviomme yhtiön pystyvän nykyisellä

liiketoimintamallillaan noin 17-18 %:n liikevoitto-marginaaleihin, mikä tarkoittaa vain pientä parannusta viime vuoden tasosta. H1'16:llä kannattavuus olikin juuri 17,5 %:n tasolla. Arviomme mukaan yhtiö pystyisi edelleen parantamaan kannattavuutta, mutta se panostaa tällä hetkellä järkevästi kasvuun ja markkinoiden tarjoaman mahdollisuuden täysimääräiseen hyödyntämiseen. Myöhemmin kiristynyt kilpailu painaa näkemyksemme mukaan kannattavuuspotentiaalia.

KotiSun on voimakkaassa kasvuvaiheessa. Liikevaihto ei ole kasvanut pelkästään edellisen vuoden vertailujaksoista, vaan yhtiö on pystynyt koko ajan parantamaan myös edellisestä neljänneksestä. Panostajalla aloitettaessa Q3'14:lla liikevaihto oli 3,9 MEUR ja nyt Q2'16 liikevaihtoa kertyi jo 7,6 MEUR. Koska remontit tehdään sisätiloissa ja nopeasti, liiketoiminnassa ei ole ollut rakennussektorille normaalia kausivaihtelua ja siten peräkkäisten neljänneksien pitäisi indikoida kohtuullisesti kysynnän kehitystä. Nyt tilanne tulee viemärisaneerauksien (osittain ulkona) mukana kuitenkin hieman muuttumaan.

Odotamme vahvan kehityksen jatkuvan, mutta kasvuprosenttien kuitenkin hiljalleen hyötyvän vertailutasojen noustessa. Tilikaudella 2016 odotamme liikevaihdon olevan noin 30,6 MEUR, mikä tarkoittaisi 29 %:n kasvua. Kasvu tulee nyt myös viemärisaneerauksista, joten se ei ole puhtaasti orgaanista. Tilikaudella 2017 odotamme noin 20 %:n liikevaihdon kasvua, mutta pidemmällä aikavälillä näemme selkeän riskin kiristyneelle kilpailulle.

Arvostusta painaa huoli kilpailuedun kestävydestä

KotiSunin konsepti on tässä vaiheessa jo todistettu, toimintamalli on erittäin mielenkiintoinen ja näemme yhtiössä paljon potentiaalia. Lähivuosien kasvulle on hyvä pohja, mutta kannattavuuden uskomme olevan jo lähellä tavoitetasoa käyttökattteen ollessa jo yli 20 %:n tasolla. Tämän tyyppiset marginaalit tuovat pidemmällä aikavälillä mukanaan kilpailua ja uskomme muiden toimijoiden pyrkivän kopiaamaan KotiSunin toimintamallia. Pitkällä tähtäimellä brändiä voidaan strategian onnistuessa laajentaa, mikä veisi mahdollisuudet uudelle tasolle. Tästä ei kuitenkaan ole vielä kommunikoitu mitään konkreettista.

Suurin huolenaiheemme onkin konseptin mahdollinen kopiointi ja sitä kautta yhtiön kilpailuedun kestävyys. Yhtiön menestys ja erinomainen kannattavuus tuovat alalle lopulta myös isompia kilpailijoita. KotiSun tulee näkemyksemme mukaan menestymään kilpailussa erittäin hyvin (johtava konsepti, hyvä brändi ja tiettyjä skaalaetuja), mutta tämä aiheuttaisi paineita nykyiselle todella vahvalle kannattavalle kasvulle. Olemme edelleen hieman epäileväisiä sen suhteen, onko nykyinen mielestämme erittäin korkea kannattavuustaso pitkällä tähtäimellä kestävä.

Lisäksi KotiSunin osalta täytyy muistaa se, että liikevaihto muodostuu yksittäisistä projekteista, jotka täytyy

käytännössä aina myydä erikseen ja joiden tarve toistuu erittäin harvoin, jos palveluvalikoima ei oleellisesti laajene. Esimerkiksi käyttövesiputkiston arvioitu elinikä on noin 30 vuotta. Tällä hetkellä markkinoilla on tilaa ja kysyntää on paljon, mutta tämä on osittain rakenteellinen asia. Jotta liiketoiminnalle saadaan kestävämpi pohja, yhtiön täytyy pystyä tarjoamaan omakotitalojen omistajille myös muita palveluita. Näiden syiden takia emme hyväksy KotiSunille niin korkeita kertoimia, kuin lähivuosien tulostilakymien perusteella yhtiölle muuten voisimme antaa.

Mielestämme KotiSunille voidaan hyvin perustella noin 7-8x EV/EBITDA-kerroin kuluvaan vuoden tulostilakymillä. Tämä antaa yhtiölle yritysarvohaarukan 35-39 MEUR. EV/EBIT-kerroimet olisivat silloin suunnilleen tasolla 7x, mikä on mielestämme erittäin houkutteleva taso nopeasti kasvavalle ja hyvin kannattavalle yritykselle. Arvoa painaa edelleen liiketoimintamallin kestävyteen liittyvät epävarmuudet, mutta yhtiön jatkaessa nykyistä tulostilakymä se tulee luomaan arvoa koko ajan voimakkaasti.

Seuraamme mielenkiinnolla KotiSunin 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 myös arvostuskertoimien puolelta nykyisen todella vahvan tulostilakymän lisäksi. Tällä hetkellä kyseessä onkin mielestämme Panostajan vahvin arvoajuri.

Arvo ja arvostuskertoimet

Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2016e)	7,0	8,0
EV/EBIT (2016e)	6,3	7,2
EV/S (2016e)	1,1	1,3
Arvohaarukka (MEUR)	35	39

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	37,0	MEUR
Alakonsernin nettovelat	6,9	MEUR
Markkina-arvo	30,1	MEUR
Panostajan osuus	17,5	MEUR

Arvomatriisi (EV)		Kannattavuus (EBITDA-%)				
MEUR		17 %	18 %	19 %	20 %	21 %
EV/EBITDA-kerroin	6	24	26	27	29	30
	7	28	30	32	33	35
	8	32	34	36	38	40
	9	36	39	41	43	45
	10	40	43	45	48	50
	11	44	47	50	52	55

Lähde: Inderes

Muut omistukset

Panostajan pienempiin omistuksiin kuuluvat arviomme mukaan KL-Varaosat, Helakeskus, Selog, Megaklinikka, Heatmasters ja Takoma. Näiden merkitys on arviomme mukaan huomattavasti pienempi kuin Granon ja KotiSunin. Kaikkien näiden omistuksien arvo yksinään on selvästi alle 10 MEUR, joten näiden yhtiöiden suurikaan arvomuutos ei vaikuta tällä hetkellä merkittävästi Panostaja-konserniin. Mukana on kuitenkin mielenkiintoisia ja hyvin kehityskelpoisia yhtiöitä, kuten KL-Varaosat ja Megaklinikka.

KL-Varaosat

KL-Varaosat on Mercedes-Benz-, BMW- ja Volvo-henkilöautojen alkuperäisvaraosien ja tarvikkeiden maahantuontia, tukkukauppaa ja vähittäismyyntiä harjoittava varaosaliike. Yhtiö palvelee autokorjaamoita, jälleenmyyjä, muita yritysasiakkaita sekä vähittäismyyntin asiakkaita. Toimipaikat ovat Tampereella, Jyväskylässä, Turussa (Raisio), 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 halua sijoittaa laadukkaisiin varaosiin. Yhtiö on laajentanut myös Volvoon ja mielestämme liiketoimintamallia voidaan laajentaa edelleen premium-segmentissä. Lisäksi yhtiön täytyy pystyä säilyttämään autokohtainen asiantuntemus, 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, sillä alkuperäistä vastaavilla varaosilla on yleensä vähintään sama takuu kuin alkuperäisillä.

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

KL-Varaosat on selkeä markkinajohtaja omassa segmentissään ja mielestämme asema on vakaa.

Yhtiö on uudestaan kasvuvaiheessa

KL-Varaosat siirtyi viime tilikaudella uudestaan kasvuvaiheeseen, kun yhtiö laajeni pääkaupunkiseudulle (Vantaa) ja Volvoon. Laajentuminen on painanut kannattavuutta ja heikentää tuloskehitystä vielä jonkin aikaa, mutta onnistuessaan kasvattaa lopulta yhtiön tulosta ja arvoa. Aikaisemmin yhtiö laajeni Turkuun, mikä onnistui myös varsin hyvin.

Yleisesti kasvunäkymät ovat kohtuullisen hyvät. Vaikka autojen myynti Suomessa on ollut viime vuosina vaisua, korvaa tätä osittain vaihtautojen tuonti. Tuontiautoissa Mercedes ja BMW ovat erittäin vahvoja ja näiden merkkien autokanta on ollut tämän takia kasvussa. Volvon lisääminen valikoimiin lisää kasvupotentiaalia, joskin Volvon menestystä on edelleen hieman vaikea arvioida. Laajeneminen on suhteessa helpompaa, kun yhtiöllä on jo selkeä toimintamalli, jakelu ja järjestelmä.

Tuloskehitys ja potentiaali

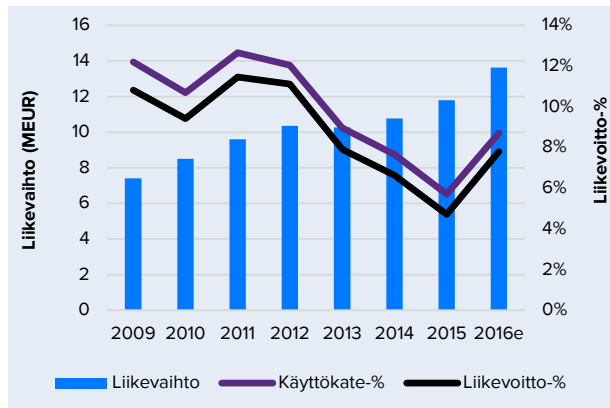
KL-Varaosat on tehnyt kohtuullisen tasaista tulosta viime vuosina ja kannattavuus on ollut varsin stabili. Käyttökate on viimeisen seitsemän vuoden aikana pysynyt pääosin 8-12 %:n välillä, mutta vuosi 2015 (käyttökate 5,7 %) oli kannattavuudeltaan yhtiöltä heikko kasvuvaiheen takia.

Odotamme markkinatilanteen jatkuvan lähivuosina suhteellisen haastavana suomalaisen kuluttajan ahdingon takia, mutta odotamme kuitenkin selkeää liikevaihdon kasvua yhtiön laajenemisesta johtuen. Tilikaudella 2015 liikevaihto kasvoi 9 % ja odotamme kasvun kiihtyvän kuluvalle tilikaudella 16 %:n tasolle Vantaan ja Volvon päästessä eteenpäin.

Kannattavuuden odotamme elpyvän selvästi heikolta 2015 tasolta, jota painoi laajentumisen etupainotteiset kulut. Uusilla toimipisteillä menee aina oma aikansa ennen break-even-pisteen saavuttamisesta. Näiden positiivisten vaikutusten pitäisi näkyä tilikaudella 2016, ja alkuvuosi onkin ollut vahva liikevaihdon kasvaessa 18 %. Samalla liikevoitto-

marginaali nousi yli 6 %:n heikolta vertailukaudelta (H1'15: 0 %), joten kannattavuuden voidaan odottaa nousevan jälleen ainakin lähelle vuoden 2013 tasoa (käyttökate 9 %). Mielestämme yhtiön voi nousta takaisin noin 10-12 %:n käyttökatetasolle laajentumisen negatiivisten vaikutuksien lievetessä. Jos yhtiö saisi samalla tukea yleisen markkinatilanteen parantumisesta, voisi potentiaalia olla korkeammallekin.

KL-Varaosien avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes / Panostaja

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

KL-Varaosilla on mielestämme varsin houkutteleva liiketoiminta. Yhtiö ja erityisesti sen kassavirratt ovat arviomme mukaan defensiivisiä, yhtiöllä on Suomessa omassa kategoriassaan johtava asema ja liiketoiminnan riskiprofiili on kokonaisuudessaan maltillinen. Yhtiössä on pitkästä aikaa luvassa myös kannattavaa kasvua, mikä nostaa hyväksyttäviä kertoimia.

Jos nykyiset laajennustoimet onnistuvat 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 myydessä. Vastaavaa kilpailevaa yritystä on vaikea ja kallista rakentaa. Laajeneminen kuitenkin vaatii aikaa ja yhtiö on johtavasta asemastaan huolimatta varsin pieni. Merkittävimpinä uhkina voidaan mainita esimerkiksi Veho, joka on samassa liiketoiminnassa ja omaa vaadittavat resurssit. Veho tulee auton ostajille tutuksi esimerkiksi takuuhuolloissa ja teoriassa voisi toimillaan aiheuttaa ongelmia KL-Varaosille. Tästä ei ole kuitenkaan tällä hetkellä mitään merkkejä.

Mielestämme nykymuotoisille KL-Varaosille voidaan perustella suunnilleen 7-9x EV/EBITDA-kertoimet. Arvostusta tukevat vahva markkina-asema sekä toimivaksi todettu liiketoimintakonsepti, joka on myös jossain määrin skaalautuva. Lisäksi kohtuullisen korkeita kertoimia voi mielestämme perustella vakaalla liiketoiminnalla ja vahvoilla kassavirroilla. Tästä huolimatta KL-Varaosien arvo jää Panostajan mittakaavassa pieneksi yhtiön kokoluokan takia. Yritysarvo on mielestämme suunnilleen haarukassa 8-11

MEUR, mistä nettovelkojen eliminoinnin jälkeen Panostajan omistusosuudelle (75 %) jää arvoa noin 6 MEUR.

Näemme yhtiössä mahdollisuuksia suuremman luokan peluriksi tulevaisuudessa, mutta arvonluonti jäänee kuitenkin rajalliseksi. Toisaalta yhtiö on tuottanut vakaata kassavirtaa Panostajalle jo vuosien ajan, minkä takia sijoitustuotto on todennäköisesti ollut korkea.

Helakeskus

Helakeskus on kalustehelojen tukkukauppa Suomessa. Yhtiö on keskittänyt toimintaansa ja Q2'16:n jälkeen yhtiö luopui rakennushelaliiketoiminnasta, kun Rakennushelasto Oy:n osakkeet myytiin toimivalle johdolle. Rakennushelaston oli käsittääksemme pieni osa liiketoimintaa, joten radikaalia vaikutusta järjestelyllä ei ole. Jäljellä oleva Helakeskus maahantuo ja tukkukauppaa kalusteteollisuuden helatarvikkeita. Yhtiön liikevaihto oli 10,4 MEUR tilikaudella 2015. Omistuksesta Panostajalla 95 % ja toimitusjohtaja Hannu Rantasella 5 %.

Tukkukauppa on tehokkuuspeli

Helakeskus tekee perinteistä tukkukauppaa, jossa yhtiö tuo maahan ja myy helatarvikkeita kalusteteollisuudelle. Yhtiö on yksi toimialansa suurimmista yrityksistä Suomessa. Helakeskus on käynyt viime vuosina monta rakennemuutosta, jotka ovat tehostaneet toimintaa.

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 vasta uusitut 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.

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 Helakeskus on mielestämme hyvässä kunnossa.

Sen sijaan yleinen markkinatilanne on ollut viime vuosina hankala. Rakennusalan heikko kysyntä ja kilpailun lisääntyminen näkyivät Helakeskuksessa liikevaihdon laskuna. Nyt vaikuttaisi, että sektorilla olisi pitkästä aikaa hieman parempaa luvassa rakentamisen piristyttyä vuoden 2016 aikana. Tämän pitäisi antaa yhtiölle viiveellä tukea.

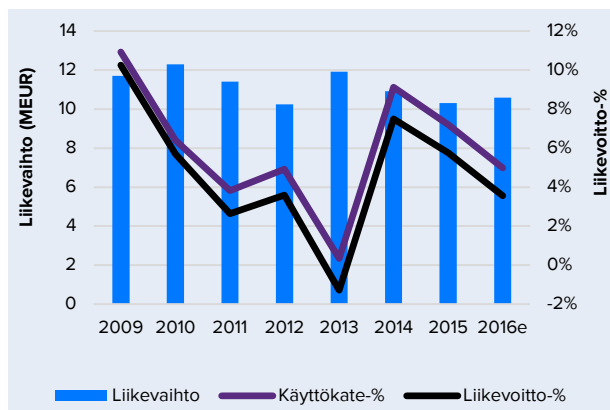
Kuitenkin huolena pysyy suomalaisen huonekalu- ja keittiöteollisuuden kehitys tulevaisuudessa. Alan

kannattavuus on ollut jo pitkään heikko ja alalta on poistunut merkittäviä toimijoita vuosien varrella. Tämä tarkoittaa alempia volyymeja myös heloille, sillä ulkomailta tuotettavat kalusteet hankkivat myös tarvikkeensa muualta. Suurin rakennemuutos on todennäköisesti alalla jo nähty, mutta kuluttajavetoinen rakennusteollisuus on edelleen ongelma kysynnän kannalta. Olemme huolestuneita lopputuotteen kysynnän kehityksessä Suomessa.

Tuloskehitys ja potentiaali

Onnistuneiden tehostamistoimenpiteiden ansiosta Helakeskuksen kannattavuus kääntyi selvästi positiiviseksi tilikaudella 2014 liikevaihdon laskusta huolimatta. Helakeskus teki myös tilikaudella 2015 kohtuullisella 10,3 MEUR:n liikevaihdon 0,7 MEUR:n liikevoiton. Liikevoitto-% oli kohtuullisella 5,8 %:n tasolla. Silti vertailukauden tasosta kannattavuus heikkeni (2014: 7,5 %) ja mielestämme potentiaalia pitäisi olla selvästi parempaan ainakin, jos markkinatilanne elpyy hiljalleen.

Helat-segmentin avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes / Panostaja

Tilikaudella 2016 odotamme Helakeskuksen liikevaihdon kasvavan hieman (ennuste +3 %), mutta vaisun alkuvuoden jälkeen yhtiön liiketulos jäänee noin 0,4 MEUR:n tasolle. Pitkän tähtäimen potentiaali on mielestämme rajallinen alan fundamenttien ollessa kohtuullisen heikot. Jos Helakeskus pystyy 10 %:n käyttökatteeseen (2014: 9,1 %) pitkällä tähtäimellä, olisimme tasoon erittäin tyytyväisiä.

Myös 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 kasvu vaatisi näkemyksemme mukaan yritysjärjestelyitä eli konsolidaatiota. Suurempi kokoluokka tukisi todennäköisesti myös kannattavuutta.

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

Tukkuliiketoiminnan markkina-asetelmat ovat yleensä varsin stabiileja ja liiketoiminnan kannattavuus korreloi monesti volyymien kanssa. Helakeskus on alallaan Suomessa kolmanneksi suurin toimija. Suurin on Carlo Casagrande Oy ja toiseksi suurin Hahle Oy. Hahlella on kolmikosta selvästi paras kannattavuus, kun sektorin muiden merkittävien toimijoiden liikevoittoprosentit pyörivät kohtuullisilla 5-7 %:n tasoilla. Alan kilpailutilanne vaikuttaa mielestämme terveeltä vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta.

Helakeskuksen markkina-asema on mielestämme varsin hyvin turvattu. Liiketoiminta on saatu käännettyä kannattavaksi ja uskomme katteiden olevan kohtuullisen turvattu myös jatkossa, kunhan yhtiö hoitaa operatiivisesti asiansa hyvin ja pystyy reagoimaan kysynnän vaihteluihin. Stabiili liiketoimintanäkymä ei anna tilaa suurille kertoimille, mutta vakaus korvaa osan kasvupotentiaalin puutteesta. Arvostuskertoimia painaa myös lopputuotteiden kysynnän syklisyys. Oikealla ajoituksella Panostaja voi saada Helakeskuksesta kohtuullisen hinnan ja tilanne voi olla suhteellisen otollinen irtautumiselle lähivuosina.

Mielestämme Helakeskuksen yriysarvo (EV) on noin 7-8 MEUR, mistä Panostajan omistukselle jää nykyisten korkeiden nettovelkojen jälkeen alle 2 MEUR. Jos liiketoiminnan näkymät parantuvat, on sekä yhtiön tuloksessa että arvostuskertoimissa nousuvaa. Kokoluokka huomioiden sen merkitys Panostajalle on kuitenkin pieni.

Selog

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

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

Liiketoimintamalli

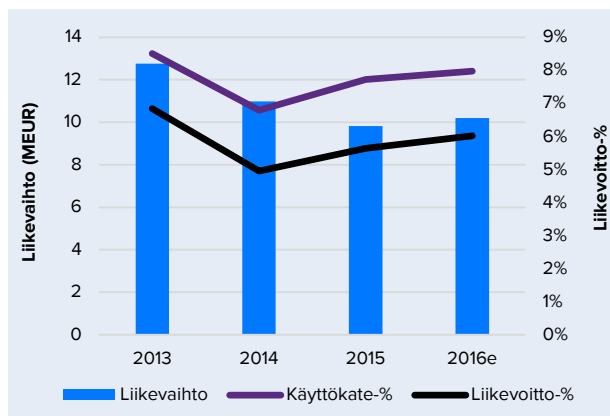
Selog toimii läheisessä yhteistyössä urakoitsijoiden kanssa. Liiketoimintamalliin kuuluu oleellisesti asiantuntemus, jolla myyjät tukevat urakoitsijoita oikeiden materiaalien ja määrien kanssa. Laskelmat ovat kriittinen osa projektien kannattavuudessa ja oleellinen osa yhteistyösuhteiden kannalta. Selogin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

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

Tuloskehitys ja potentiaali

Selogin liikevaihto oli tilikaudella 2015 noin 10 MEUR, mikä tarkoittaa selvää noin 11 %:n laskua vertailukaudesta. Taustalla on pääasiassa rakennussektorin heikko kehitys. Kulurakenne on ohut ja volyymien lasku näkyy väkisinkin kannattavuudessa, mutta yhtiö pystyi kuitenkin tehostamaan toimintaansa. Tilikaudella 2015 käyttökatte oli 7,7 % ja liikevoittoprosentti 5,6 %, mitkä ovat molemmat parempia kuin 2014 (6,8 % ja 5,0 %). H1'16:lla yhtiö jatkoi pitkälti vertailukauden tasolla, ja odotamme yhtiöltä pientä tulosparannusta tilikaudella 2016. Merkittävä kannattavuusparannus vaatisi mielestämme kuitenkin selkeää volyymikasvua.

Selogin avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes / Panostaja

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

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

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.

Mielestämme EV/EBITDA-kerroin 5-6x tilikauden 2016 tuloksella on lähellä yhtiön arvoa, joka toki voi kasvaa lähivuosina tuloksentekokyvyn mukana. Tämä tarkoittaa vain noin 4,5 MEUR:n yritysarvoa (EV) ja toisaalta nettovelkojen jälkeen Panostajan omistuksen arvoksi jää vain noin 2,3 MEUR, joten Selogin rooli Panostajan portfolioissa jää pieneksi. Mielestämme yhtiön potentiaali perustuu kuitenkin pitkälti kassavirrantuottokykyyn eikä merkittävään arvonnousuun.

Megaklinikka

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

Kriittisessä roolissa on Megaklinikan tehokas ajanvarausjärjestelmän sisältävä IT-järjestelmä, jonka kehittämiseen se on panostanut perustamisestaan alkaen. Strategisesti IT-järjestelmä onkin erittäin tärkeä koko toimintamallin kannalta, eikä mielestämme olisi mahdollista, että yhtiö päättäisi lopulta keskittyä ainoastaan järjestelmän leverointiin. Yhtiön pääkonttori ja toistaiseksi ainoa hammaslääkäriklinikka on Helsingissä, mutta yhtiö on laajentumassa Tukholmaan.

Liiketoimintamallin ytimessä on tehokas toiminnanohjausjärjestelmä

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

Yhtiöllä on tällä hetkellä vain yksi toimipiste Helsingin Kampissa, mutta yhtiö on laajentumassa Tukholmaan syksyllä. 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. Toimiakseen oikeasti tehokkaasti järjestelmä vaatii myös riittävät määrän resursseja. Kampin toimipisteessä on 18 hoitotuolia, kun minimimäärä järjestelmän tehokkaaseen hyödyntämiseen lieene suunnilleen 10. Suomessa riittävät volyymit tarjoaa ainoastaan Helsinki, minkä takia emme usko Megaklinikan laajenevan laajaksi hammaslääkäriketjuksi.

IT-järjestelmän vahvuutena ovat kuitenkin myös mahdollisuudet ulkoistuksiin julkiselta puolelta, jossa resurssien käytön tehostaminen voisi tuoda merkittäviä säästöjä niitä kovasti kaipaaville valtiolle ja kunnille. Yhtiö lisensioikin Clinic Information System -järjestelmää julkisen puolen toimijoille Suomessa. Potentiaalia on myös julkisen sektorin puolella, ja yhtiö on tehnyt onnistuneita pilotteja muun muassa Jyväskylässä. Sopimuksista yhtiö saa lisenssituloja, jotka ovat käytännössä suoraan liikevoittoa.

Tukholman laajentuminen kasvattaa potentiaalia, mutta ei ilman riskejä

Megaklinikan vuoden 2014 liikevaihto oli 5,5 MEUR ja liikevoitto 334 000 euroa eli noin 6 % liikevaihdesta. Käyttökate oli arviolta noin 12 % liikevaihdesta, sillä yhtiöllä on merkittäviä poistoja aikaisemmin mainitusta IT-järjestelmästä. Tilikaudella 2015 yhtiö ehti kontribuoida Panostajan liikevaihtoon 3,4 MEUR ja liiketulokseen -0,5 MEUR. Yhtiö työllistää tällä hetkellä 86 henkilöä.

Kannattavuutta on viime aikoina painanut yhtiön siirtyminen (osittain) jatkuvaan kuukausilaskutusmalliin, jossa asiakas maksaa kiinteää kuukausittaista hintaa ja (tietyt) palvelut ovat ilmaisia. Tämä tuo merkittäviä etupainotteisia kuluja, kun taas tulot kertyvät pidemmällä aikavälillä. Lisäksi tiettyä painetta on aiheuttanut syksyinen laajentuminen Tukholmaan. Avaamisen jälkeen Tukholman liiketoiminnan odotamme olevan selvästi tappiollista puoli vuotta, lähestyvän break-even-pistettä kolmannella toimintaneljänneksellä ja olevan voitollinen neljännessä neljänneksellä avaamisesta. Kampissa asiakasmäärä normalisoitui noin vuoden jälkeen avaamisesta. Tämä tietysti vaatii, että konsepti otetaan yleisesti hyvin vastaan Tukholmassa ja se toimii.

Liikevaihto voi hyvin 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 lopulta kannattavaa, se kasvattaa yhtiön arvoa 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. Kasvuun liittyy kuitenkin 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 todennäköisesti vuoden 2017 loppuun mennessä.

Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

Perinteisillä arvostuskertoimilla Megaklinikkaa on erittäin vaikea arvioida, sillä yhtiö tulee Tukholman laajentumisen takia olemaan todennäköisesti selvästi tappiollinen tilikaudella 2016 (liikevoittoennuste -1,5 MEUR) ja kannattavuus on alhainen myös 2017. Yrityssostossa koko (100 %) osakekannan arvo oli noin 2,9 MEUR, josta Panostajan osuus on 75 %. Mielestämme arvo ei ole toistaiseksi muuttunut oleellisesti.

Jos konsepti osoittautuu toimivaksi Tukholmassa, vastaavia mahdollisuuksia löytyy varmasti myös muista riittävän mittakaavan omaavista kaupungeista. Tämä on mielestämme kriittistä arvomuodostuksen kannalta. Toinen tekijä on IT-järjestelmän menestys, mistä voi vielä hyvin tulla yhtiölle tuloksen kannalta merkittävä liiketoiminta.

Pörssilistattu Takoma

Takoma on konepaja, joka tarjoaa mekaanisen voimansiirron tuotteita ja palveluita meri- ja offshore-teollisuudelle sekä kaivosteollisuudelle. Yhtiö on noteerattu Helsingin pörssissä. Panostaja omistaa Takomasta 63 % ja loput omistajista löytyvät pörssissä noteeratun yhtiön omistajaluettelosta.

Valtaosa liikevaihdosta tulee voimansiirron valmistuksesta laivanrakennus- ja offshore-teollisuuteen. Mielestämme Takoma on arvoketjussa hankalassa asemassa, sillä yhtiö toimii alihankkijana erittäin suurille yhtiöille vahvasti kilpailulla toimialalla. Suuriin asiakkaisiin kuuluu ainakin Rolls-Royce, joka on yksi meri- ja offshore-teollisuuden suurimmista yhtiöistä. 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. Saneerausohjelma päättyi onnistuessaan 30.6.2022.

Q2-raportissa Takoma kertoi, että liiketoiminnan volyymin kasvattaminen ja uusien asiakkaiden saaminen on kriittistä yhtiön heikon kannattavuuskehityksen korjaamiseksi ja maksuvalmiuden säilyttämiseksi. Heikentyneestä tilanteesta johtuen Takoma on aloittanut keskustelut päärahoittajien

kanssa saneerausohjelman lievien muutosten osalta. Takoman rahoitustilanne on edelleen tukala ja toiminta edelleen selvästi tappiollista, joten mielestämme Panostajan kannalta täytyy Takomaa käsitellä myös riskinä Panostajalle. Panostajalla on saamia Takomalta yhteensä 2,9 MEUR, mihin taloudelliset riskit käsittääksemme rajoittuvat. Negatiivisessa skenaariossa omistuksen arvo olisi luonnollisesti myös nolla.

Markkina-arvo mitataan pörssissä

Emme ole tehneet Takomalle laajempaa arvonmäärittystä, vaan hyväksymme sille Helsingin pörssissä määräytyvän arvon. Osake noteerattiin kirjoitushetkellä 0,24 eurossa, mikä tarkoittaa Takoman osakemäärällä noin 3,8 MEUR:n markkina-arvoa. Tästä Panostajan osuus on 2,4 MEUR. Yhtiön yritysarvo (EV) on huomattavasti korkeampi raskaan velkalastin takia.

Mielestämme Takoman arvo selviää lähivuosien aikana, kun saneerausohjelma etenee. Lyhyellä tähtäimellä emme näe yhtiössä arvonnousupotentiaalia ja pidämme arvon lopullista tuhoutumista mahdollisena, jos markkinatilanne pysyy todella heikkona. Olemme skeptisiä Takoman tulevaisuuden suhteen, mutta ainakin toistaiseksi arvotamme sen pörssilistauksen antaman arvon kautta.

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 esimerkiksi Olkiluoto 3:ssa Heatmasters oli mukana merkittävässä mittakaavassa. Yhtiöllä on 40 vuoden historia, jonka aikana yhtiölle on kertynyt merkittävää osaamista. Yhtiö pyrkii kasvamaan uuteen kokoluokkaan kansainvälistymisellä, mutta menestys on viime aikoina ollut heikkoa ja tulos tappiollinen.

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

Lämpökäsittely ja liiketoimintamalli

Lämpökäsittely on prosessi, jossa metallikappaleen lämpötilaa nostamalla saadaan aikaan haluttuja muutoksia metallin mikrorakenteessa ja mekaanisissa ominaisuuksissa. Koska oikea käsittely on kriittistä sekä turvallisuuden että

arvokkaiden prosessien toimivuuden kannalta, laatu on alalla merkittävin kilpailuetu.

Heatmasters tekee pääasiassa valmisstandardien edellyttämiä hitsattavien kappaleiden esi- ja jälkilämmitystä. Esimerkki voi olla prosessilaitoksen putkistot, paineastiat tai muut yksittäistuotantona tehtävät suuret hitsatut tai valetut kappaleet. Liiketoiminta vaatii osaamisen lisäksi asianmukaiset sertifikaatit, mikä rajoittaa myös kilpailua. Yhtiö palvelee pääasiassa energia-, kemia- ja konepajateollisuutta ja tärkeitä asiakkaita ovat esimerkiksi Andritz, Valmet ja Rautaruukki.

Yhtiö myös myy lämpökäsittelykoneita, sekä asiakaskohtaisesti räätälöityjä uuneja että kevyempiä lämpökäsittelyautomaatteja. Laitteiden markkina-alue on käytännössä koko maailma ja yhtiöllä on 25 jakelijaa ympäri maailmaa. Suurin osa liikevaihdosta tulee Euroopasta.

Yhtiö hakee kansainvälistä kasvua

Heatmasters on kehitysvaiheessa ja hakee 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. Merkittäviä kehitysaskeleita ei ole kuitenkaan saatu aikaan.

Lämpökäsittelymarkkinat ovat erittäin fragmentoituneet ja alalla toimii paljon pieniä yrityksiä. Heatmasters on alalla suuri yhtiö keskimäärin noin 5-7 MEUR:n vuotuisella liikevaihdolla. Alan suurin yhtiö on Yhdysvaltalainen Furmanite, joka on listattu New Yorkin pörssissä (NYSE: FRM). Euroopassa vastaavan kokoisia yhtiöitä ei ole ja erikoistuneita toimijoita on yleensäkin vähän. Näin suurin ”kilpailija” alalla on monesti asiakkaan oma tekeminen.

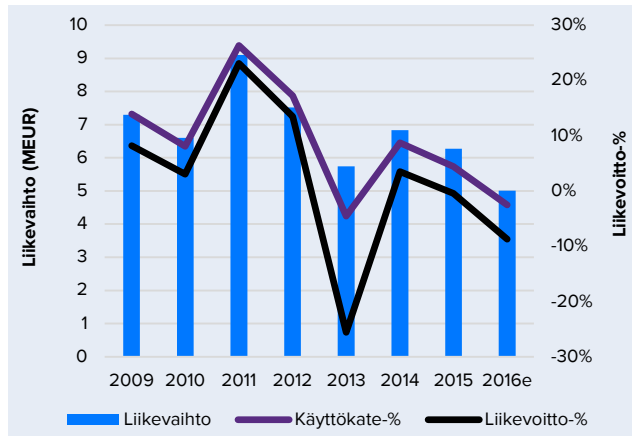
Mielestämme Heatmasters on tällä hetkellä aivan liian pieni yhtiö toimimaan tehokkaasti kansainvälisillä markkinoilla. Tämä näkyy erityisesti laitekaupassa, joka skaalautuisi kohtuullisesti, jos yhtiö pystyisi sitä kasvattamaan. Myös palveluliiketoiminnan kasvu tukisi tätä. Näkemyksemme mukaan Heatmastersissa on osaamista, teknologiaa ja potentiaalia, mutta tämä jää suurelta osin hyödyntämättä yhtiön nykyisessä kokoluokassa.

Tuloskehitys ja potentiaali

Heatmastersin ensimmäinen puolikas tilikaudella 2016 on ollut surkea. H1'16 liikevaihto oli vain 2 MEUR ja samalla liiketulos painui 0,5 MEUR tappiolle. Markkinat ovat olleet

hiljaiset eikä volyymin ollessa näin alhaisia tulos painee lähes väkisin selvästi tappiolle. Laitemyyntiin keskittyvällä Teknologiaalla ei ollut talvikaudella yhtään suurta projektia, mikä tarkoittaa rajusti tappiollista tulosta.

Heatmastersin avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes / Panostaja

Markkinanäkymät ovat edelleen epävarmat, mutta kuitenkin parantuneet. Yhtiön mukaan lämpökäsittelypalvelut Suomessa ovat aktivoituneet Q2:n lopussa hitaan talvikauden jälkeen ja markkina on Euroopassa vahva erittäin hitaan alkutilikauden jälkeen, mutta Puolan toimintojen volyymit eivät vielä ole kehittyneet odotusten mukaisesti. Yleisesti prosessilaitosten modernisointi jatkuu käsittääksemme Euroopassa kohtuullisena. Odotamme yhtiön pystyvän parantamaan selvästi kuluvan tilikauden loppupuolella todella heikosta alusta, mutta koko tilikauden tulos jäänee kuitenkin selvästi tappiolliseksi.

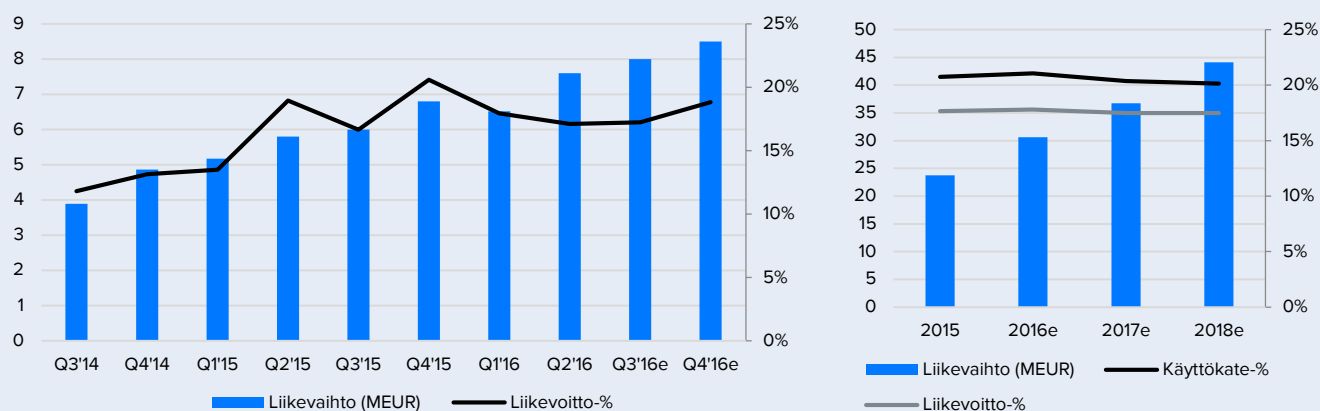
Arvo ja siihen vaikuttavat elementit

Heatmastersin arvottamisen tekee haastavaksi viime vuosien heikko ja volatiili tuloskehitys, joka heijastelee myös yhtiön korkeaa riskiä. Kysyntä kulkee sykleissä ja heilahtelee myös suurien projektien mukaan. Erityisesti Heatmastersin laiteliiketoiminnassa on merkittävä tulosvipu molempiin suuntiin. Vaikka näemme liiketoiminnassa myös potentiaalia kansainvälisillä markkinoilla, ei tästä ole olemassa suurempia näyttöjä. Tässä vaiheessa yhtiön arvostuskertoimien täytyy mielestämme olla maltillisia. Arvostusta toisaalta tukee yhtiön vahva markkina-asema (selvä markkinajohtaja avainalueilla) sekä vahvat referenssit.

Hyväksymme Heatmastersille tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimen haarukasta 4-6x, mikä on absoluuttisesti alhainen mutta mielestämme korkea ajatellen yhtiön track-recordia. Panostajan kannalta omistuksen arvolla (1,2 MEUR) on hyvin vähäinen merkitys. Tilanne voi muuttua, jos yhtiön kansainvälinen kasvu saisi tuulta alleen. Tällä hetkellä tästä ei kuitenkaan ole merkkejä.

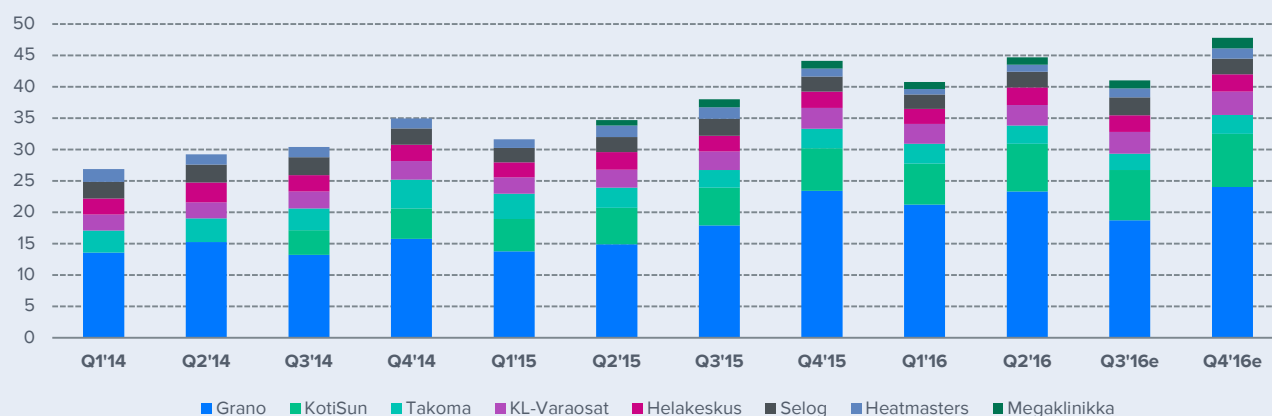
KotiSunin ja konsernin tulokset

KotiSunin avainluvut



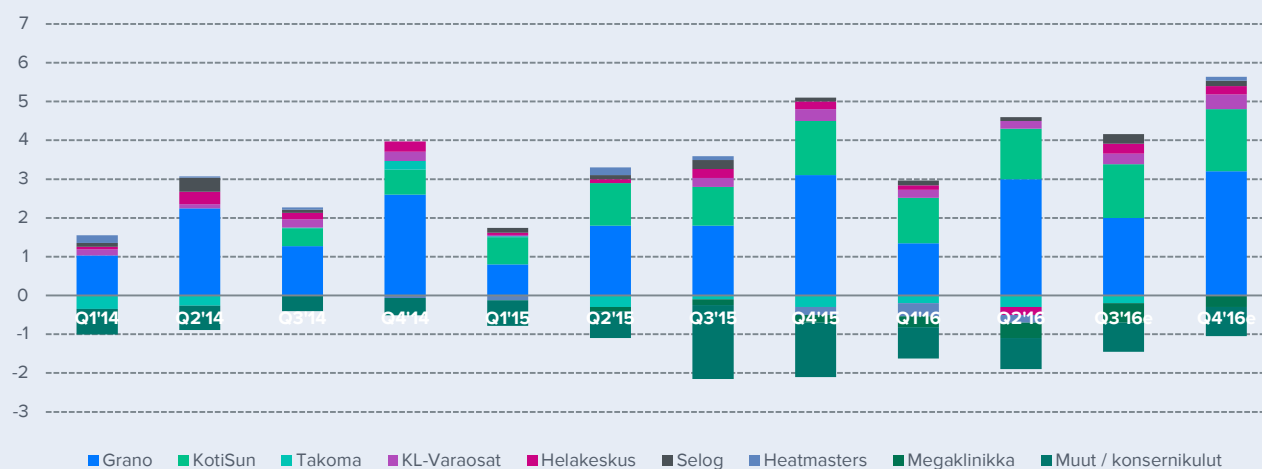
Lähde: Inderes

Konsernin liikevaihdon muodostuminen (MEUR)



Lähde: Inderes / Panostaja. Lukuja oikaistu.

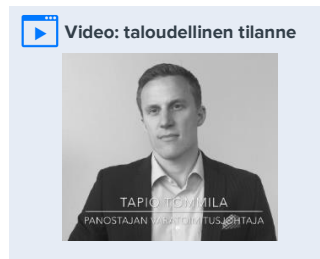
Konsernin liikevoiton muodostuminen (MEUR)



Lähde: Inderes / Panostaja. Lukuja oikaistu.

Taloudellinen tilanne

Panostajan toiminta on riippuvainen rahoituksesta, mikä tarkoittaa suhteellisen vahvaa omaa tasetta ja kykyä käyttää velkavipua harkinnan mukaan. Mielestämme yhtiön rahoitustilanne on hyvä ja tällä hetkellä sijoitusyhtiöllä on huomattavat resurssit yritysostoihin. Tase on yleensäkin hyvässä kunnossa, ja viime vuoden lopussa tehdyn rahoituspaketin jälkeen myös rahoituskustannukset ovat normalisoitumassa. Taseessa on kuitenkin edelleen kallis, joskin suhteellisen pieni hybrililaina.



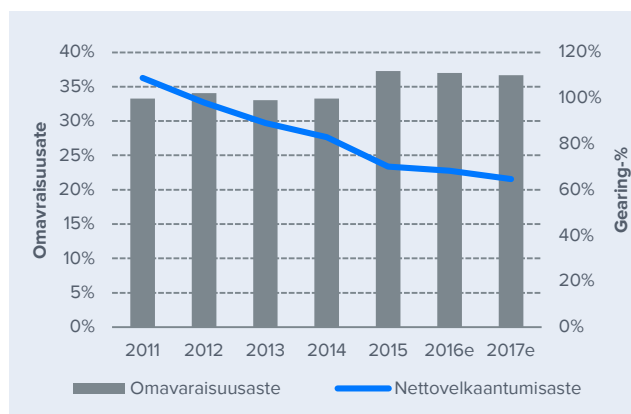
Ostoihin vahvat reservit

Tase on hyvässä kunnossa

Panostajan tase on mielestämme hyvässä kunnossa, vaikka velkaa on viime aikoina kertynyt lisää ja tase sisältää edelleen mielestämme kalliin hybridin. Tilikauden 2015 lopussa konsernin rahavarat olivat 30,6 MEUR (2014: 18,6 MEUR) ja korolliset nettovelat 45,7 MEUR (2014: 35,0 MEUR). Nettovelkaantumisaste (gearing) laski kuitenkin vuoden takaisesta ollen 65,2 % (2014: 73,7 %). Suunta on ollut sama jo vuosia, kuten alla olevasta graafista nähdään. Konsernin nettorahoituskulut olivat 2015 tilikaudella -3,8 MEUR eli 2,6 % liikevaihdosta sisältäen osakkuusyhtiö Ecosirin pääomallainan alaskirjauksen (-1,0 MEUR). Ilman alaskirjausta taso olisi ollut hyvin konservatiivinen.

Panostaja solmi 8.12.2015 sopimukset yhteensä 30,0 MEUR:n rahoituskokonaisuudesta. Kokonaisuus koostuu 20,0 MEUR:n lainoista ja 10,0 MEUR:n yritysostolimiitistä. Lainat ovat vieraan pääoman ehtoisia vakuudellisia lainoja, ja niiden korkotaso lienee hyvin maltillinen painaen yhtiön aikaisemmin koholla olleita rahoituskustannuksia alaspäin. Panostaja maksoi takaisin 15,0 MEUR:n vaihdettavan pääomallainan, joka oli yhtiölle varsin kallis (korko 6,5 %). Uusien lainojen korkoja ei ole kerrottu, mutta uskoisimme niiden olevan suunnilleen puolet pääomallainasta.

Omavaraisuusaste ja gearing-%



Lähde: Inderes (luvut eivät välttämättä vastaa raportoituja poikkeavien laskentapojen takia)

Lisäksi merkittävä tapahtuma taseen kannalta tilikaudella 2015 oli Flexim Securityn Assa Abloylle, mistä Panostaja kirjasi 8,6 MEUR:n myyntivoiton. Kahdeksan vuoden omistusaikana Flexim nelinkertaisti liikevaihtonsa ja nousi yhdeksi alansa johtavaksi asiantuntijaksi huolettoman ja turvallisen kulkemisen kehittäjänä. Flexim oli Panostajalle hyvä ja tuottoisa menestystarina. Juuri ennen raportin julkaisua Fleximin lopullinen lisäkauppahinta varmistui noin 4,7 MEUR:oon, josta Panostajan osuus ennen veroja on noin 3,3 MEUR. Tämä oli hieman aikaisempaa arviota korkeampi.

Panostajan liiketoiminnan kassavirta heikkeni tilikaudella 2015 ja oli 8,0 MEUR (2014: 11,4 MEUR). Kassavirtaa voidaan kuitenkin pitää vahvana erityisesti suhteessa tulokseen (2015 liikevoitto 7,3 MEUR). Vahva operatiivinen kassavirta tarkoittaa hyvää velanhoitokykyä ja mahdollisuutta investoida sekä liiketoimintojen kehittämiseen että yritysostoihin. Odotamme yhtiöltä selkeää tulosparannusta tilikaudelta 2016 ja liiketoiminnan kassavirran pitäisi myös olla vahva, mikä tuo mukanaan uusia mahdollisuuksia tehdä esimerkiksi täydentäviä yritysostoja tai laajentaa portfolioa.

Emoyhtiöllä noin 20 MEUR:n yritysostoreservit

Panostajan emoyhtiön rahoitusasema ja sijoitusresurssit ovat hyvät. Emoyhtiön rahat ja rahoitusarvopaperit sekä likvidit rahasto-osuudet olivat 15,3 MEUR, minkä lisäksi emoyhtiöllä on käytössään 10,0 MEUR:n yritysostolimiitti. Mielestämme Panostajalle on hyvin resursseja yhtiön tavoittelemiin 1-2 uuteen sijoituskohteeseen. Jos käyttöpääoma- ja reservitarpeiden jälkeen noin 25 MEUR:n potista olisi käytössä noin 20 MEUR, tämä riittäisi kokonaan kahteen noin 10 MEUR:n kohteeseen (Panostajan kokoluokka). Lisäksi vähemmistöosuudet jättäisivät Panostajalle lisäpuskuria. Jos vähemmistöille jäisi 30 %:n osuus, Panostajan investointi pienenis vastavasti.

Tätä suuremmat yritysostot, varsinkin riskipitoiset sellaiset, vaatisivat mielestämme jostain sijoituskohteesta luopumista. Liikkumavaraa on mielestämme tällä hetkellä hyvin, mutta uskomme Panostajan haluavan myös pitää tiettyjä reservejä tässä tilanteessa. Sekä yleisen taloustilanteen että pääomamarkkinoiden päällä leijuu synkkiä pilviä, joten epävarmuus on korkealla.

Panostajan rahoitusasema ja sen kehitys

MEUR	Tilikausi 2015	Tilikausi 2014	Tilikausi 2013
Korolliset velat	79,8	58,1	60,1
Korolliset saamiset	3,5	4,5	3,6
Rahavarat	30,6	18,6	16,4
Korolliset nettovelat	45,7	35,0	40,1
Oma pääoma (sis. vähemmistön)	70,1	47,5	49,1
Nettovelkaantumisaste-%	65,2 %	73,7 %	82,6 %
Omavaraisuusaste-%	37,5 %	33,3 %	33,2 %
Oman pääoman tuotto-%	23,0 %	17,1 %	-11,7 %
Sijoitetun pääoman tuotto-%	12,4 %	15,4 %	3,7 %

Lähde: Panostaja / Inderes

Taseessa edelleen kallis hybridi

Panostaja 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 eli keväällä 2017. Jos kaikkia reservejä ei käytetä yritysostoihin, uskomme yhtiön maksavan hybridin pois silloin.

Hybridilainan oman pääoman kaltainen luonne antaa taseeseen tiettyä joustavuutta. Tämä tulee kuitenkin korkeaan hintaan, sillä hybridin vuotuinen korko on 9,75 %, mikä on mielestämme huomattavan korkea nykyisessä korkoympäristössä. Tilinpäätöksessä laina on luokiteltu omaksi pääomaksi ja korot esitetään luonteensa mukaisesti osingonjakona (ei pakko maksaa, ellei maksa osinkoja).

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 rahoitusvaihtoehtoihin.

Panostaja tehostaa pääoman tuottoa velkarahalla

Sijoitusyhtiöt käyttävät perinteisesti toiminnassa 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, vaikka nykytilanteessa suosimme suhteellisen konservatiivista velanottoa.

Jos Panostaja pysyy omien taloudellisten tavoitteidensa asettamissa raameissa, emme näe vieraan pääoman nostavan merkittävästi riskiprofiilia. Vaikka Panostajan sijoitusten riskiprofiili on yleisesti kohtuullisen korkea, pidämme velkatasoa hyvin hallittavana ja lisäarvoa tuottavana.

Lähivuosien tulosenennusteet

Panostajan tuloskehitys on voimakkaasti Granon ja KotiSunin harteilla, jotka muodostavat valtaosan tuloksesta. Toisaalta neljän pienimmän sijoituksen tuloskontribuutio on tällä hetkellä mitätön. Mielestämme yhtiöllä on kuitenkin hyvät edellytykset merkittävään tuloskasvuun lähivuosina, minkä lisäksi erityisesti Granon mahdollinen irtautuminen on sijoittajien kannalta erittäin tärkeä. Panostaja on ollut historiassa hyvä osingonmaksaja ja odotamme tätä myös tulevaisuudessa. 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

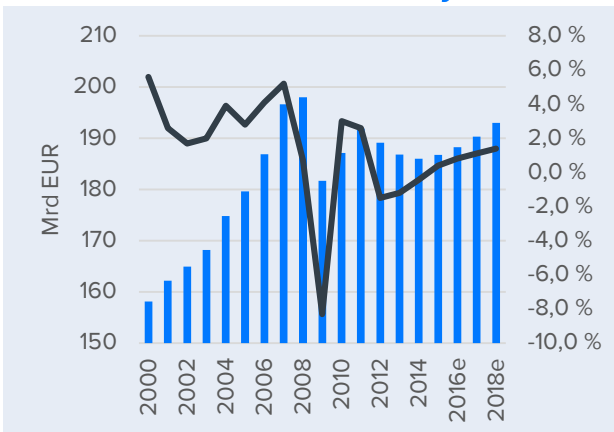
Suomen talouden näkymät ovat edelleen heikot

Koska Panostajan sijoitukset kohdistuvat Suomen pk-sektorille, ovat yhtiöiden päämarkkinat yleensä myös Suomessa. Viennin osuus Panostajan liikevaihdosta on vain muutamia prosentteja ja Suomen talouden kehityksen merkitys on erittäin suuri.

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen. Suomen bruttokansantuote kääntyi vihdoin 2015 aikana pieneen kasvuun kolmen nollakasvun jälkeen. Vuoden 2008 taso tullaan kuitenkin saavuttamaan aikaisintaan vasta vuosikymmenen lopulla.

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

Suomen bruttokansantuotteen kehitys 2000-2018e



Lähde: Tilastokeskus, Suomen Pankki & Inderes

Suomen talous kääntyi 2015 hienoiseen nousuun, mutta merkittävästä elpymisestä ei voida puhua. Suomi ei pääse tällä hetkellä hyötymään Euroopan elpymisestä johtuen teollisuutemme heikosta kilpailukyvyistä, vientimme rakenteesta ja poliittisesta epävarmuudesta. Työttömyys tulee pysyttelemään nykyisellä korkealla tasolla 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 talouden elpyminen. Euroalueella on paljon samantyyliä ongelmia kuin Suomessakin, mutta Saksan johdolla alue on kuitenkin päässyt kohtuulliseen kasvuun. Olemme varovaisen optimistisia Euroopan talouskasvun piristymisestä lähivuosina, jos alue ei kohtaa uusia ongelmia. Riskit ovat kuitenkin huomattavia. Alueen rakenteellisten ongelmien takia kasvulukemat jäävät pieniksi. EKP:n elvytystoimet eivät yksinään vie euroalueen taloutta kasvuun, mutta ne ovat heikentäneet euroa ja voivat luoda optimismia, mikä saisi vihdoin alueen investoinnit käyntiin. On kuitenkin mielestämme selvää, että koko Euroopan talouskasvu on maltillista lähivuosina.

Odotamme selkeää tulosparannusta myös kuluvana tilikautena

Suomen taloudellinen tilanne ja ilmapiiri sekä uhkakuvat liittyen maailmantalouden kehitykseen, poliittisiin riskeihin, raaka-aineiden hintakehitykseen ja rahoitusmarkkinoihin ovat pitäneet markkinan edelleen pääosin heikkoina. Markkinatilanne on kuitenkin ollut pääosin haastava jo pitkään, ja erityisesti rakennussektorilla on selkeitä piristymisen merkkejä. Emme usko Panostajan sijoitukohteiden liiketoimintaympäristöjen enää heikentyvän kuluvana vuonna, mutta toisaalta tilanne on jo erittäin synkkä erityisesti konepajasektorilla. Panostajan näkymät ovatkin mielestämme Suomen heikosta taloustilanteesta huolimatta pääosin neutraalit - emme odota merkittävää vetoapua ainakaan rakennussektorin ulkopuolelta, mutta pahin on kuitenkin todennäköisesti jo ohi.

Panostaja on ohjeistanut konsernin liikevoiton paranevan merkittävästi tilikaudella 2016 (2015: 7,3 MEUR).

Ennustamme Panostajan liikevoiton kasvavan tilikaudella 2016 noin 11,3 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi yli 50 %:n tulokasvua. Näin ollen uskomme Panostajan ylittävän ohjeistuksensa kivuttomasti, ja pidämme hyvin mahdollisena, että yhtiö tarkentaa ohjeistustaan loppuvuoden aikana (erityisesti yritysostojen toteutuessa).

Tulokasvun ajureina toimivat KotiSun ja Grano, jonka lukuja nostaa voimakkaasti Multiprint-fuusio. Odotamme Granon liikevoiton kasvavan 2,0 MEUR, mikä on mielestämme maltillinen arvio ja se huomioi laajaan integraatioon liittyvät haasteet. KotiSun kasvaa voimakkaasti orgaanisesti, mutta sekin on laajentunut yritysostolla viemärisaneerauksiin. Näin ollen puhtaasti orgaanisena ei voi käsitellä myöskään KotiSunin huomattavaa tulosparannusta. Ennustamme KotiSunin liikevaihdon kasvavan tilikaudella 2016 noin 29 % ja liikevoiton kasvavan noin 5,5 MEUR:oon (+30 %).

Muista sijoituskohteista ainoastaan KL-Varaosat pysyy arviomme mukaan selvään tulokasvuun. Ennustamme KL:n liikevoiton nousevan 1,1 MEUR:oon (2015: 0,5 MEUR) laajenemisen kasvattaessa liikevaihtoa noin 16 %. Muiden sijoituskohteiden liikelukujen odotamme joko olevan viime vuoden tasolla (Takoma ja Selog) tai heikkenevän selvästi (Heatmasters, Megaklinikka ja Helakeskus).

Tuloskehityksen kannalta suurin kysymys on edelleen Granon kannattavuus, jonka odotamme lopulta olevan suunnilleen edellisen tilikauden tasolta (liikevoittoprosentti 2016e: 10,9 % vs. 2014: 10,7 %). Granon osuus Panostajasta on niin suuri, että se voi heilauttaa tilanteen suuntaan tai toiseen. Toisaalta KotiSunin, joka on tärkein tulosajuri, hyittyminen veisi pohjaa tulosparannukselta nopeasti.

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

Lähi vuosien tulosennusteet

Panostajalle on vaikeaa tehdä pidemmän aikavälin ennusteita, sillä konsernirakenne muuttuu sijoitustoiminnan myötä jatkuvasti. Olemme tehneet pidemmän tähtäimen ennusteet kaikille Panostajan tytäryhtiölle, joiden kautta voimme hahmottaa lähivuosien mahdollista tuloskehitystä sekä nykyisen konsernirakenteen tulospotentiaalia.

Myös lähivuosien suurimpana tulosjurina näemme nopeasti ja kannattavasti kasvavan KotiSunin. Lisäksi KL-Varaosissa odotamme kannattavuuden elpyvän takaisin normaalille tasolle Vantaalle ja Volvoon laajentumisen vaikutuksien poistuessa. Tällä tilikaudella erittäin heikosti suoriutuneiden Heatmastersin ja Megaklinikan (murrosvaihe käynnissä) odotamme pinnistävän liikevoittotasolla juuri ja juuri plussalle tilikaudella 2017, millä on myös merkittävä positiivinen vaikutus kokonaisuuden kannalta. Lisäksi Helakeskuksen ja Selogin uskomme hyötyvän rakennussektorin piristymisestä erityisesti ensi vuonna,

koska yhtiöt ovat rakentamiseen nähden jälkisyklisiä. Myös näissä odotamme siis positiivista kehitystä.

Jos ennusteemme toteutuvat, tulee Panostajan tulos nousemaan voimakkaasti tilikaudella 2017. Konsernin liikevoitto nousee ennusteessamme noin 15 MEUR:oon, ja samalla nettotulos kasvaa vielä voimakkaammin vivulla vähemmistöosuuksien kasvusta huolimatta. Korostamme kuitenkin, että kaikkiin edellä mainittuihin ajureihin liittyy epävarmuutta emmekä suosittele sijoittajia nojaamaan sijoituspäätöstään ensi vuoden alhaiseen P/E-kertoimeen. Todennäköisesti yhtiön rakenne tulee muuttumaan vielä seuraavan puolivuotisen aikana, joten ensi tilikauden ennusteet ehtivät muuttua monesti ennen lopullisia lukuja.

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

Pidemmällä tähtäimellä avain menestykseen on onnistunut sijoitus- ja kehitystoiminta

Kauemmas katsottaessa toteamme, 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

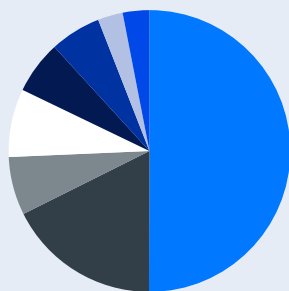
Liikevaihto (MEUR)	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2014	2015	2016e	2017e
Grano	13,6	15,2	13,2	15,8	13,7	14,9	17,9	23,4	21,2	23,3	18,7	24,0	57,8	69,9	87,2	89,0
KotiSun			3,9	4,9	5,2	5,8	6,0	6,8	6,5	7,6	8,0	8,5	8,8	23,8	30,6	36,7
Takoma	3,5	3,8	3,5	4,6	4,0	3,2	2,8	3,1	3,2	2,9	2,6	3,0	15,3	13,1	11,7	11,1
KL-Varaosat	2,6	2,6	2,7	2,9	2,6	2,9	3,0	3,3	3,2	3,3	3,5	3,7	10,8	11,8	13,6	15,7
Helakeskus	2,5	3,2	2,6	2,6	2,4	2,8	2,5	2,6	2,4	2,8	2,7	2,8	10,9	10,3	10,6	11,1
Selog	2,7	2,9	2,9	2,6	2,3	2,4	2,7	2,4	2,3	2,5	2,8	2,5	11,0	9,8	10,2	10,7
Heatmasters	2,0	1,6	1,6	1,6	1,4	1,8	1,8	1,3	0,9	1,1	1,4	1,6	6,8	6,3	5,0	5,3
Megaklinikka						0,9	1,3	1,2	1,1	1,2	1,3	1,7		3,4	5,3	9,8
Muut / eliminoinnit	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Yhteensä	26,8	29,2	30,3	34,8	31,6	34,6	37,9	44,0	40,7	44,5	40,9	47,6	121,1	148,1	173,8	188,9

Liikevoitto (MEUR)	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2014	2015	2016e	2017e
Grano	1,0	2,2	1,3	2,6	0,8	1,8	1,8	3,1	1,3	3,0	2,0	3,2	7,1	7,5	9,5	9,3
KotiSun			0,5	0,6	0,7	1,1	1,0	1,4	1,2	1,3	1,4	1,6	1,1	4,2	5,5	6,4
Takoma	-0,3	-0,3	0,0	0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-0,5
KL-Varaosat	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,7	0,6	1,1	1,4
Helakeskus	0,1	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,8	0,6	0,4	0,7
Selog	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,5	0,6	0,6	0,7
Heatmasters	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,1
Megaklinikka						-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3		-0,5	-1,5	0,0
Muut / konsernikulut	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-1,9	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-2,1	-4,7	-3,1	-3,1
Yhteensä	0,6	2,2	1,9	3,5	1,0	2,2	1,4	3,0	1,3	2,7	2,7	4,6	8,1	7,6	11,3	15,0

Panostaja-konsernin avainlukujen kehitys

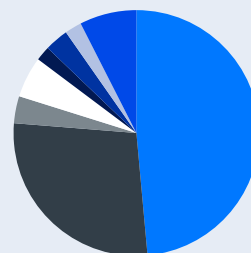


Liikevaihdon jakauma 2016e



■ Grano ■ KotiSun ■ Takoma ■ KL-Varaosat
■ Helakeskus ■ Selog ■ Heatmasters ■ Megaklinikka

Liikevoiton jakauma 2016e



■ Grano ■ KotiSun ■ Takoma
■ KL-Varaosat ■ Helakeskus ■ Selog
■ Heatmasters ■ Megaklinikka

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

Arvonmääritys

Mielestämme oikea tapa arvottaa Panostaja on osien summa-analyysi, jonka elementtejä ovat 1) Panostajan omistukset, 2) konsernin nettovelkojen ja kulujen eliminointi sekä 3) sijoitusyhtiöalennus, joka heijastelee yhtiön track-recordia sekä sijoitusstrategian kykyä tuottaa omistaja-arvoa. Tässä kappaleessa käymme läpi oleelliset laskelmat sekä tärkeimmät niiden taustalla olevat oletukset. Lisäksi tarkastelemme arvostusta suhteessa muihin menetelmiin sekä hahmotamme 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 sijoituskohteet, joiden arvot olemme määrittäneet aikaisemmin.
- Vähemmistöomistukset, joiden arvo on kokonaisuuden kannalta erittäin pieni.
- Emoyhtiön korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Tässä huomioimme myös korolliset saatavat konserniyhtiöiltä.
- Emoyhtiön operatiivisten kulujen eliminointi. Nämä kulut ovat osakkeenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja, joihin he eivät voi suoraan vaikuttaa. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.
- Lopulliseen arvioomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa mahdollinen alennus tai preemio suhteessa osien summa-arvoon, mikä määräytyy pitkälti sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (track-recordilla merkittävä paino).

Edellä mainituista elementeistä pystymme laskemaan Panostajan markkina-arvon, johon tavoitehintamme myös perustuu. Sijoituskohteiden ja 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

Vähemmistöomistukset	Panostajan omistus
Rollock Oy	10,0 %
Ecosir Group Oy	38,6 %
Juuri Partners Oy	20,0 %
Spectra Yhtiöt Oy	39,0 %

Lähde: Panostaja / Inderes

Lisäksi aikaisemmassa osakkuusyhtiössä PE Kiinteistörahastossa on tällä hetkellä käynnissä purkuprosessi, joten osakkuusyhtiö ei ole enää aktiivisessa tilassa. Raportoivia osakkuusyhtiöitä on siis kolme.

Arviomme mukaan Rollock Oy on erittäin mielenkiintoinen mahdollisuus, mutta yhtiö on vielä niin aikaisessa vaiheessa, ettemme näe syytä lähteä tekemään sille erillistä arvonmäärittystä. Samantapainen tilanne on Juuri Partnersin osalta. Muut vähemmistöomistukset ovat vanhempia, mutta niiden kehitys on jättänyt paljon toivomisen varaa. Vähemmistöomistuksien kohdalla olemme tyytyneet arvottamaan ne tämän hetken tasearvolla, joka on yhteensä 3,7 MEUR (2015 osuudet osakkuusyhtiöissä). Todellinen arvo voi poiketa tästä, mutta lopputuloksen kannalta tällä ei ole merkittävää vaikutusta. Tulemme tarkastelemaan vähemmistöomistuksia tarkemmin, jos joku liiketoiminnoista lähtee kehittymään voimakkaasti tai jos Panostaja joutuu merkittävästi alaskirjaamaan sijoitusten arvoja.

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 olivat Q2'16 noin -6,3 MEUR (sisältää myös eliminoinnit) eli emoyhtiöllä oli nettokassaa. Emoyhtiön velkaa pienentävät huomattavasti korolliset lainasaamiset konserniyhtiöiltä, joiden oletamme olevan vakaalla pohjalla. Tässä selkeä riski on kuitenkin Takoma.

Viimeisenä merkittävänä elementtinä olemme vähentäneet osien summasta emoyhtiön operatiivisten kulujen nykyarvon. Vaikka Panostajan emoyhtiön operatiiviset kulut ovat pienet pörssiyhtiölle, ne ovat kuitenkin merkittäviä osakkeenomistajien kannalta. Oheisen laskelman perusteella diskontattujen kulujen nykyarvo on noin 21 MEUR, mikä on todella huomattava suhteessa Panostajan markkina-arvoon. Tämä on kuitenkin käytännössä liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä pakollinen kulu. Olemme käyttäneet laskelmassamme 2 %:n vuosittaista korotusta sekä samaa keskimääräistä pääomankustannusta (WACC) kuin muussa analyysissä (7,2 %).

Emoyhtiön kulujen eliminointi	
Tilikauden 2015 kulut	3,3 MEUR
Kulujen kasvu (%)	2,0 %
Käytetty WACC	7,2 %
Kulujen summa (14 vuotta)	20,6 MEUR

Lähde: Inderes

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. Suhteellisesti kulu pieneni, 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 subjektiiviseen näkemykseen perustuvaa substanssiarvoa, minkä takia NAV-pohjaista arvostusta ei käytännössä voi käyttää. Osien summa laskelmamme pitäisi kuitenkin olla teoriassa verrannollinen substanssiarvoon.

Mielestämme arvostuksessa suhteessa substanssiin peruseriaatteen pitäisi olla sijoitusyhtiön järjestelmällisesti luoman omistaja-arvon määrä ja tämän jatkuvan myös tulevaisuudessa. Jos Panostaja olisi järjestelmällisesti yltänyt 20 %:n ROE-tavoitteeseensa, sijoittajien mielestämme kannattaisi maksaa preemiota suhteessa substanssiarvoon. Mielestämme yhtiön track-record ei ole piilevästä arvosta huolimatta erityisen vakuuttava. Panostajan sijoitusstrategialla on mielestämme kuitenkin varsin hyvät edellytykset tuottaa ylituottoja tulevaisuudessa, jos johto pystyy välttämään menneisyyden virheet (kuten Takoma).

Ennen kuin Panostaja pystyy realisoimaan taseessa piilevän arvon ja siten rakentamaan vahvemman track-recordin, mielestämme on perusteltua arvottaa osake toistaiseksi selkeällä alennuksella suhteessa osien summaan. Tällä hetkellä olemme antaneet yhtiölle noin 15 %:n alennuksen suhteessa arvioomme osakkeen arvosta, mutta alennus voi supistua onnistuneiden sijoituksien mukana.

Arvo ja tavoitehinta

Asetamme tavoitehintamme 0,95 euroon

Edellä mainittujen laskelmien perusteella saamme Panostaja-konsernin arvoksi noin 57 MEUR, mikä jakautuu

yhteensä noin 51 miljoonalle ulkona olevalle osakkeelle. Tämä tarkoittaa noin 1,12 euron osakekohtaista arvoa. Tästä vähennämme sijoitusyhtiöalennuksen (15 %), minkä jälkeen päädyimme tavoitehintamme 0,95 euroa.

Osien summa -laskelman antaman arvon realisoituminen vaatii edelleen aikaa, minkä takia Panostajan omistajilta vaaditaan kärsivällisyyttä. Tuore Q2-raportti kuitenkin kasvatti luottamustamme siihen, että ainakin kriittiset avainomistukset kehittyvät oikeaan suuntaan.

Panostajan markkina-arvo	
Omistukset tytäryhtiöissä	67,8 MEUR
Vähemmistöomistukset	3,7 MEUR
Emoyhtiön nettovelat	-6,3 MEUR
Emoyhtiön kulujen eliminointi	20,6 MEUR

Panostajan markkina-arvo	57,2 MEUR
Osakemäärä	51,0 Milj. kpl
Osakekohtainen arvo	1,12 EUR
Sijoitusyhtiöalennus	15 %
Tavoitehintamme Panostajalle	0,95 EUR

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet tukevat näkemystämme

Perinteiset arvostuskertoimet heijastelevat lähivuosien ennusteilla ainakin samansuuntaisia tuloksia. Panostajan P/E-kerroin on vuoden 2016 ennusteillamme noin 11x, EV/EBITDA noin 7x ja EV/EBIT noin 11x. Tilikauden 2017 ennusteilla kertoimet ovat vielä huomattavasti houkuttelevampia. Lisäksi osakkeen P/B-luku on tällä hetkellä vain noin 1,1x, minkä perusteella taseen piilovarallisuus jää tällä hetkellä huomioimatta. Myös osinkotuotto prosentti nousee lähivuosina yli 7 %:n tason, mitä voidaan pitää erittäin houkuttelevana. Maksettaviin osinkoihin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta, sillä niihin vaikuttavat muun muassa yritysostojen onnistuminen. Mielestämme kertoimet ovat kokonaisuudessaan houkuttelevia ja vahvistavat osien summa -laskelman antamaa arvoa.

Huomautamme kuitenkin perinteisten tulostulokertoimien tuijottaminen voi olla harhaanjohtavaa. Panostajan tulosta heilauttelevat myyntivoitot (tai alaskirjaukset), minkä takia tulos pohjaiset kertoimet voivat välillä näyttää erittäin korkeilta tai matalilta. Ennusteemme eivät sisällä irtautumisia, joiden ajoittaminen on käytännössä mahdotonta yhtiön ulkopuolelta.

Tärkeimmät arvoajurit lähivuosille

Panostajan merkittävin arvoajuri on näkemyksemme mukaan lähivuosina irtautuminen Granosta ja tässä piilevän merkittävän arvon realisoituminen. Vaikka markkinat

ymmärtävät Granon huomattavan arvon, exit tulee todennäköisesti herättämään merkittävää huomioita ja moni tulee tarkastelemaan Panostajaa tarkemmin. Uskomme Granon kauppahinnan nousevan lopulta erittäin suureksi suhteessa Panostajan markkina-arvoon. Huomautamme kuitenkin, että omaan näkemykseen vaikuttaisi vain merkittävä poikkeama arvioimastamme kauppahinnasta.

Irtautuminen Granosta toisi Panostajalle merkittäviä pääomia, minkä takia seuraava suuri kysymys olisi se, mitä yhtiö tekee rahalla. Granon merkittävän roolin takia edessä olisi suuria muutoksia, ja sijoitusportfolio muuttuisi väkisinikin rajusti. Suuri osa menisi varmasti uusiin sijoituskohteisiin, mutta todennäköisesti Granosta irtautuminen tarkoittaisi myös merkittävää osinkovirtaa osakkeenomistajille. Tämä olisi todennäköisesti omiaan nostamaan jälleen kiinnostusta Panostajaa kohtaan, vaikka pitkän tähtäimen arvonkehityksen kannalta se ei olekaan merkityksellistä.

Granon lisäksi merkittävä arvoajuri on KotiSun, jos se pystyy jatkamaan viime vuosien todella vahvaa kehitystään myös lähivuosina. 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 tehokkaasti osakekurssiin. Todellinen arvonluonti paljastuu 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 sijoitusyhtiöalennusta (tai preemiota). 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.

Merkittävimmät riskit

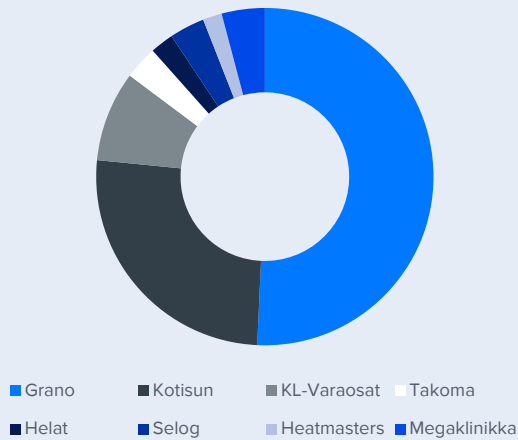
Panostajaan liittyy luonnollisesti myös riskejä. Lyhyellä tähtäimellä nämä kohdistuvat mielestämme pääasiassa sijoituskohteiden tuloskehitykseen tai toimialoilla tapahtuviin merkittäviin muutoksiin. Erityisenä riskinä on mainittava, että Takoman saneerausohjelman toteuttamisessa epäonnistuminen vähentäisi portfolion arvoa ja johtaisi todennäköisesti Panostajan saatavien alaskirjaukseen. Näitä yhtiöllä on Takomasta noin 2,9 MEUR.

Muuten riskejä liittyy yleiseen markkinakehitykseen erityisesti Suomessa, operatiivisiin riskeihin ja vahinkoriskeihin, rahoitusmarkkinoiden epävarmuuden pitkittymisen tuomaan epävarmuuteen, rahoitusmarkkinoiden mahdollisiin negatiivisiin muutoksiin, strategiaan riskeihin ja virheisiin, rahoitusriskeihin sekä erityisesti yritysostoihin liittyviin riskeihin, jotka voivat olla Panostajan kannalta erittäin oleellisia.

Yhtiö on kertonut riskeistään mielestämme kattavasti osavuositarkastuksissaan ja vuosikertomuksissaan.

Panostajan arvostus ja arvon jakautuminen

Arvon jakautuminen omistuksiin



Lähde: Inderes

Markkina-arvon muodostuminen

Panostajan markkina-arvo	
Omistukset tytäryhtiöissä	67,8 MEUR
Vähemmistöomistukset	3,7 MEUR
Emoyhtiön nettovelat	-6,3 MEUR
Emoyhtiön kulujen eliminointi	20,6 MEUR
Panostajan markkina-arvo	57,2 MEUR
Osakemäärä	51,0 Milj. kpl
Osakekohtainen arvo	1,12 EUR
Sijoitusyhtiöalennus	15 %
Tavoitehintamme Panostajalle	0,95 EUR

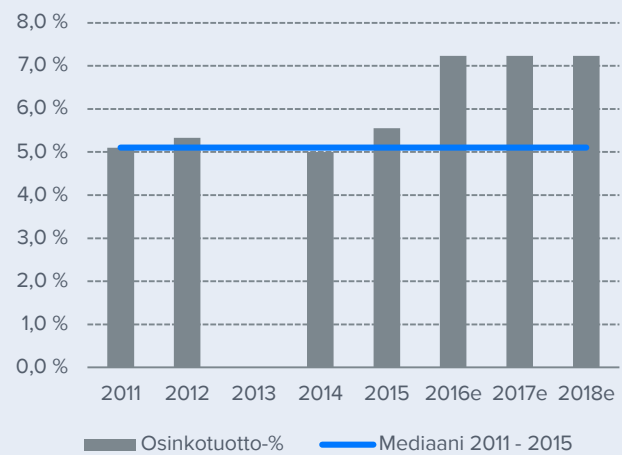
Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2014	2015	2016e	2017e
Osakekurssi	0,80	0,90	0,84	0,84
Markkina-arvo	41	46	43	43
Yritysarvo (EV)	100	134	126	123
P/E (oik.)	7,7	5,9	10,0	8,6
P/E	7,7	5,9	10,7	8,6
P/Kassavirta	2,5	-3,2	4,0	3,7
P/B	1,3	1,2	1,1	1,0
P/S	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,9	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,4	10,0	6,9	5,8
EV/EBIT	9,9	18,3	10,8	8,2
Osinko/tulos (%)	38,1 %	32,7 %	76,6 %	61,2 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,6 %	7,1 %	7,1 %

Lähde: Inderes

Osinkotuottoprosentti



Lähde: Inderes

Tiivistelmä, tuloslaskelma ja tase

Panostaja tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	179,6	154,8	148,2	173,7	188,9
EBITDA	10,0	15,6	13,4	17,9	21,2
EBITDA-marginaali (%)	5,6	10,1	9,0	10,3	11,2
EBIT	-0,4	10,2	7,3	11,3	15,0
Voitto ennen veroja	-3,7	6,8	3,4	8,3	11,3
Nettovoitto	-4,6	5,4	7,8	4,0	5,0
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	148,6	142,8	188,1	193,5	200,3
Oma pääoma	49,1	47,5	70,2	71,6	73,5
Liikearvo	41,9	49,7	78,0	78,0	78,0
Korolliset velat	45,5	43,4	64,8	80,2	81,5

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	10,0	15,6	13,4	17,9	21,2
Nettokäyttöpääoman muutos	1,8	6,7	0,9	0,0	1,4
Operatiivinen kassavirta	9,4	18,7	12,3	14,5	19,6
Vapaa kassavirta	-6,3	16,7	-14,6	10,6	11,5

Yhtiökuvaus
Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena enemmistöomistajana suomalaisia pk-yrityksiä. Yhdessä kumppaniensa kanssa se pyrkii kasvattamaan konsernin omistaja-arvoa ja luomaan menestystarinoita. Toiminnan ydin on suomalaisen yrittäjyyden ja yritystoiminnan kehittäminen. Yhtiö etsii aktiivisesti pk-yrityksiä, joilla on terve talous ja potentiaalia nousta alansa parhaimmistoon. Panostajan omistamiin yrityksiin se tuostoutuneen johdon sekä liiketaloudellista ja strategista osaamista. (Lähde: panostaja.fi)

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	-0,09	0,10	0,15	0,08	0,10
EPS oikaistu	-0,09	0,10	0,15	0,08	0,10
Operat. kassavirta per osake	0,18	0,36	0,24	0,29	0,39
Tasearvo per osake	0,58	0,62	0,74	0,78	0,82
Osinko per osake	0,00	0,04	0,05	0,06	0,06
Voitonjako, %	0	38	33	77	61
Osinkotuotto, %	0,0	5,0	5,6	7,2	7,2

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	neg.	7,6	5,9	10,6	8,5
P/B	1,2	1,3	1,2	1,1	1,0
P/Liikevaihto	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
P/CF	4,0	2,2	3,7	2,9	2,1
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,5	6,4	10,0	7,0	5,8
EV/EBIT	neg.	9,9	18,3	11,1	8,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Treindex Oy	10,8 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	8,1 %
Koskenkorva Matti Olavi	7,7 %
Keskinäinen Vakuutusyhtiö Fennia	6,6 %
Koskenkorva Maija Kristiina	6,5 %
Koskenkorva Mikko Matias	2,8 %

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	180	155	148	174	189	196
Kulut	-170	-139	-135	-156	-168	-175
EBITDA	10,0	15,6	13,4	17,9	21,2	21,5
Poistot	-10,4	-5,4	-6,0	-6,6	-6,2	-6,1
Liikevoitto	-0,4	10,2	7,3	11,3	15,0	15,3
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaerä</i>	<i>-0,4</i>	<i>10,2</i>	<i>7,3</i>	<i>11,6</i>	<i>15,0</i>	<i>15,3</i>
Rahoituserät	-10,3	-10,0	-10,5	-10,0	-10,3	-9,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	-3,7	6,8	3,4	8,3	11,3	12,0
Muut erät	0,6	5,2	9,8	3,8	0,0	0,0
Verot	-2,4	-3,8	0,3	-2,8	-2,3	-2,4
Vähemmistöosuus	0,9	-2,8	-5,7	-5,3	-4,1	-4,3
Nettotulos	-4,6	5,4	7,8	4,0	5,0	5,3
<i>Nettotulos ilman kertaerä</i>	<i>-4,6</i>	<i>5,4</i>	<i>7,8</i>	<i>4,3</i>	<i>5,0</i>	<i>5,3</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-4,6	5,4	7,8	4,0	5,0	5,3
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>-0,09</i>	<i>0,10</i>	<i>0,15</i>	<i>0,08</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	-0,09	0,10	0,15	0,08	0,10	0,10

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	82	82	116	117	119	Oma pääoma	30	32	38	39	41
Liikearvo	42	50	78	78	78	Osakepääoma	6	6	6	6	6
Aineettomat oikeudet	8	9	11	11	12	Kertyneet voittovarot	0	0	8	9	11
Käyttöomaisuus	15	9	10	11	12	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4	4	4	4	4	Uudelleenarvostusrahasto	0	5	5	5	5
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0	Muu oma pääoma	24	22	20	20	20
Muut pitkäaikaiset varat	9	8	7	7	7	Vähemmistöosuus	19	15	32	32	32
Laskennalliset verosaamiset	4	3	6	6	6	Pitkäaikaiset velat	44	50	77	66	67
Vaihtuvat vastaavat	67	61	72	76	81	Laskennalliset verovelat	2	1	2	2	2
Varastot	15	15	13	16	17	Varaukset	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	4	0	0	0	0	Lainat rahoituslaitoksilta	28	34	60	64	65
Myyntisaamiset	31	27	29	30	30	Vaihtovelkakirjalainat	15	15	15	0	0
Likvidit varat	16	19	31	31	34	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	149	143	188	194	200	Lyhytaikaiset velat	55	45	41	56	60
						Lainat rahoituslaitoksilta	17	9	5	16	16
						Lyhytaikaiset korottomat velat	37	36	36	40	43
						Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
						Taseen loppusumma	149	143	188	194	200

Vuosineljännesennusteet

Liikevaihto (MEUR)	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2014	2015	2016e	2017e
Grano	13,6	15,2	13,2	15,8	13,7	14,9	17,9	23,4	21,2	23,3	18,7	24,0	57,8	69,9	87,2	89,0
KotiSun			3,9	4,9	5,2	5,8	6,0	6,8	6,5	7,6	8,0	8,5	8,8	23,8	30,6	36,7
Takoma	3,5	3,8	3,5	4,6	4,0	3,2	2,8	3,1	3,2	2,9	2,6	3,0	15,3	13,1	11,7	11,1
KL-Varaosat	2,6	2,6	2,7	2,9	2,6	2,9	3,0	3,3	3,2	3,3	3,5	3,7	10,8	11,8	13,6	15,7
Helakeskus	2,5	3,2	2,6	2,6	2,4	2,8	2,5	2,6	2,4	2,8	2,7	2,8	10,9	10,3	10,6	11,1
Selog	2,7	2,9	2,9	2,6	2,3	2,4	2,7	2,4	2,3	2,5	2,8	2,5	11,0	9,8	10,2	10,7
Heatmasters	2,0	1,6	1,6	1,6	1,4	1,8	1,8	1,3	0,9	1,1	1,4	1,6	6,8	6,3	5,0	5,3
Megaklinikka						0,9	1,3	1,2	1,1	1,2	1,3	1,7		3,4	5,3	9,8
Muut / eliminoinnit	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Yhteensä	26,8	29,2	30,3	34,8	31,6	34,6	37,9	44,0	40,7	44,5	40,9	47,6	121,1	148,1	173,8	188,9

Liikevoitto (MEUR)	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2014	2015	2016e	2017e
Grano	1,0	2,2	1,3	2,6	0,8	1,8	1,8	3,1	1,3	3,0	2,0	3,2	7,1	7,5	9,5	9,3
KotiSun			0,5	0,6	0,7	1,1	1,0	1,4	1,2	1,3	1,4	1,6	1,1	4,2	5,5	6,4
Takoma	-0,3	-0,3	0,0	0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-0,5
KL-Varaosat	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,7	0,6	1,1	1,4
Helakeskus	0,1	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,8	0,6	0,4	0,7
Selog	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,5	0,6	0,6	0,7
Heatmasters	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,1
Megaklinikka						-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3		-0,5	-1,5	0,0
Muut / konsernikulut	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-1,9	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-2,1	-4,7	-3,1	-3,1
Yhteensä	0,6	2,2	1,9	3,5	1,0	2,2	1,4	3,0	1,3	2,7	2,7	4,6	8,1	7,6	11,3	15,0

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

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26.3.2015	Osta	1,00 €	0,84 €
4.6.2015	Osta	1,00 €	0,86 €
12.6.2015	Osta	1,05 €	0,88 €
3.9.2015	Osta	0,95 €	0,82 €
14.12.2015	Lisää	1,00 €	0,89 €
4.3.2016	Lisää	0,95 €	0,86 €
3.6.2016	Lisää	0,95 €	0,86 €
20.6.2016	Lisää	0,95 €	0,84 €

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden

osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatieneen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderes Oy

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

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2016, 2015, 2014

#1 ennusteet ja
suositukset



2016, 2014

#1 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**