

PANOSTAJA

9.9.2025 8.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Arvonluontia Granon ulkopuolella

Toistamme Panostajalle osta-suosituksen tavoitehinnalle 0,46 euroa. Konsernin suurin yhtiö eli Grano käy edelleen puolustustaistelua, mutta taustalla on kasvanut hiljalleen uusia arvoajureita. Erityisesti CoreHW on mielenkiintoisessa vaiheessa tuoteliiketoiminnan huomattava potentiaali huomioiden, mutta myös Oscar Software on mielestämme kelpo liiketoiminta. Uusi sijoituskohde Lenio on vielä katsomaton kortti, mutta Hyggan näemme jo enemmän riskinä. Erityisesti Panostajassa kiinnostaa kuitenkin erittäin alas painettu arvostustaso, mikä ei vaadi yhtiöltä ihmeitä.

Perinteinen sijoitusyhtiö uusiutumismatkalla

Panostaja on suomalaisiin palvelu- ja ohjelmistoalojen yrityksiin keskittynyt sijoitusyhtiö, jolla on 40 vuotta historiaa. Viimeiset 15 vuotta ovat jättäneet paljon toivomisen varaa, ja vuosien 2006-2024 välillä oman pääoman kasvun ja osinkojen yhdistetty kumulatiivinen tuotto on ollut vain noin 4 % vuodessa. Tämä jää luonnollisesti kauas yhtiön tavoitteista eikä ole mitenkään tyydyttävä, mitä kautta yhtiössä on ollut pitkään käynnissä uusiutumisprosessi. Suomen pääomasijoituskentällä kilpailu on kiristynyt, merkittävät pääomat etsivät aktiivisesti sijoituskohteita ja Suomen talouskehitys on ollut aneemista. Uudessa strategiassaan Panostaja on keskittynyt palvelu- ja ohjelmistotalouteen, mikä heijastuu hyvin myös nykyiseen sijoitussalkkuun. Uuden aallon sijoituskohteita on vielä vähän eikä niiden perusteella voi arvioida uuden strategian toimivuutta, mutta kilpailu segmenteillä tiedetään kireäksi. Emoyhtiöllä on edelleen yli 12 MEUR:n nettokassa (sisältäen korolliset saamiset), mikä mahdollistaisi useatkin uudet sijoitukset.

Granon rinnalle nousemassa Oscar ja CoreHW

Panostajan sijoitussalkussa on viisi enemmistöomistusta sekä yksi oleellinen vähemmistöomistus. Historiassa Grano on dominoinut salkkua, mutta nyt arvioimme Granon osuuden sijoituskohteiden arvosta olevan noin 37 %. Kantaan on noussut

Oscar Software (arviolta 33 % salkusta) sekä CoreHW (22 %), jonka osuutta painaa vielä merkittävä velkaosuus. Nämä kolme yhtiötä määräävätkin mielestämme Panostajan suunnan, ja näistä näemme jälkimmäiset selkeinä arvoajureina yhtiölle. Grano on onnistunut puolustamaan kannattavuuttaan hyvin, mutta merkittävän osan markkinasta laskiessa kroonisesti arvoa on hankala luoda. Grano onkin mielestämme kassavirtasijoitus, kun Oscarilta voidaan odottaa kannattavaa kasvua ja CoreHW:n tuoteliiketoiminnassa on yhtiön kokoluokkaan nähden valtava potentiaali. Pienen Lenion kasvutarinassa onnistuminen selviää vasta tulevina vuosina. Hyggan arvo jää suurien nettovelkojen alle ja on nykyään mielestämme enemmän riski Panostajalle korollisien saamisien kautta. Vähemmistösijoitus Gugguu on jäänyt myös puolustustaisteluun surkeassa markkinatilanteessa, eikä sijoitustarina ole lähtenyt edistymään.

Arvostus on mielestämme erittäin alhainen

Arvotamme sijoitusyhtiö Panostajaa pääosin osien summa - analyysillä, jonka indikoima arvo on noin 0,57 €/osake. Sovellamme Panostajalle korkeaa 19 %:n sijoitusyhtiöalennusta vaisun tuottohistorian takia, mitä kautta pääsemme tavoitehintamme. Arvonmäärityksessä korostamme, että mielestämme olemme olleet konservatiivisia myös itse sijoituskohteita arvioidessamme ja yritysmyynneissä voisi olla saatavilla myös korkeampia arvoja. Jakauma sijoitussalkun sisällä on jo suhteellisen tasainen, kun Granon rinnalle on noussut CoreHW ja Oscar. Jälkimmäisillä näemme myös hyvät mahdollisuudet kasvattaa arvoaan lähivuosina, joten Granon valtakausi on hiljalleen päättymässä. Osakkeen P/B-luku on matala 0,7x (2025e), mikä kuvastaa mielestämme hyvin myös yhtiöön kohdistuvia matalia odotuksia. Kokonaisuutena pidämme Panostajan arvostustasoa alhaisena ja riski/tuotto-suhdetta pidemmällä aikavälillä erittäin hyvänä, mutta ”pikavoittoja” on tuskin tarjolla ja kärsivällisyyttä tarvitaan.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

0,46 EUR

(aik. 0,46 EUR)

Osakekurssi:

0,38 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	134,0	131,8	137,5	141,9
kasvu-%	-2 %	-2 %	4 %	3 %
EBIT oik.	2,5	3,0	4,0	4,5
EBIT-% oik.	1,9 %	2,3 %	2,9 %	3,2 %
Nettotulos	-4,0	-0,3	0,8	1,2
EPS (oik.)	-0,07	-0,01	0,02	0,02

P/E (oik.)	neg.	neg.	24,1	17,5
P/B	0,9	0,7	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,6 %	5,2 %
EV/EBIT (oik.)	28,8	21,7	16,2	14,1
EV/EBITDA	4,9	4,3	4,9	4,6
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5	0,4

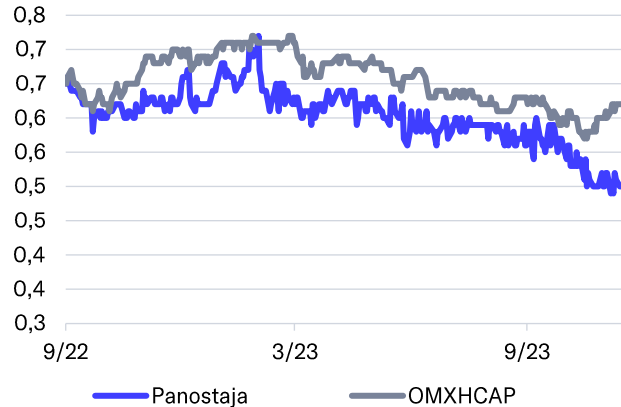
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

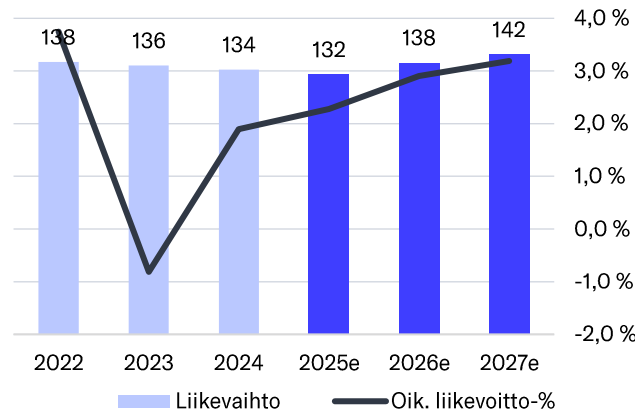
Panostaja arvioi eri sijoituskohteiden kysyntätilanteen kehittyvän lyhyellä aikavälillä seuraavasti: Granon, Oscar Softwaren, CoreHW:n, Hyggan ja Lenion kysyntätilanne säilyy tyydyttävänä.

Osakekurssi



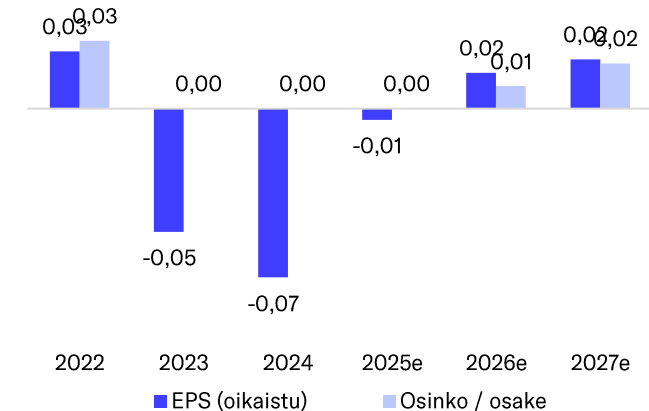
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Granon kannattavuuden kestävä kääntäminen ja myöhemmin irtaantuminen
- Sijoituskohteiden kannattava kasvu on pitkällä aikavälillä kriittinen ajuri
- Onnistuneet yritysjärjestelyt
- CoreHW:n oman tuotteen kaupallinen menestys on mahdollinen positiivinen ajuri
- Merkittävän nettokassan onnistunut allokointi

Riskitekijät

- Epäonnistuminen Granon kannattavuuskäänteessä säästötoimista huolimatta
- Suomen talouden heikkous
- Sijoituskohteiden heikko kehitys ja yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Osakemarkkinoiden negatiivinen kehitys rahoitusmarkkinoiden kiristyttyä
- Hyggaan heikko kehitys ja mahdolliset mutta epätodennäköiset luottotappiot

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,38	0,38	0,38
Osakemäärä, milj. kpl	53,0	53,0	53,0
Markkina-arvo	20	20	20
Yritysarvo (EV)	65	64	64
P/E (oik.)	neg.	24,1	17,5
P/E	neg.	24,1	17,5
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,3	4,9	4,6
EV/EBIT (oik.)	21,7	16,2	14,1
Osinko/tulos (%)	0 %	63 %	92 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,6 %	5,2 %

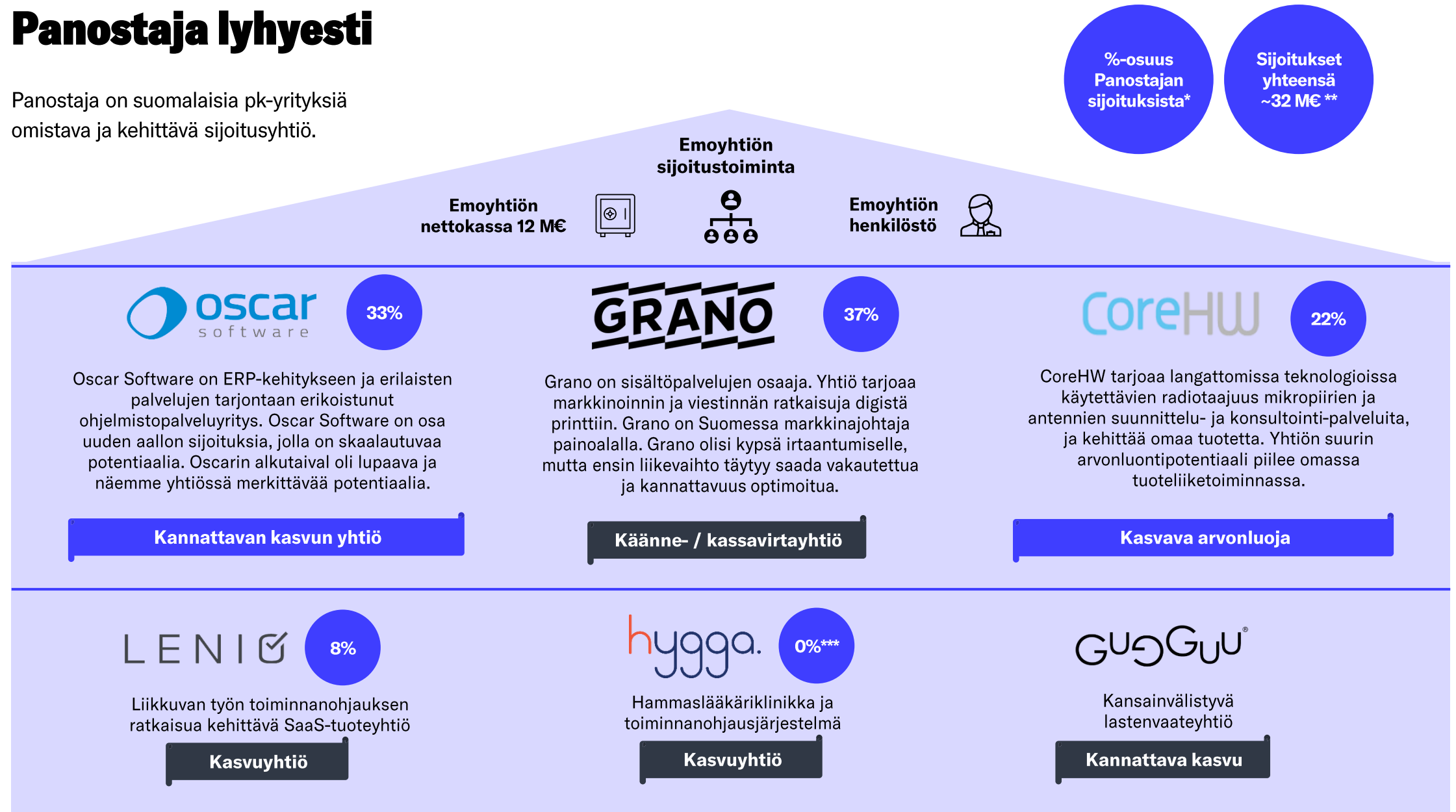
Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-7
Sijoitusstrategian arviointi	8-11
Portfolion esittely	12-15
Grano	16-18
CoreHW	19-21
Oscar Software	22-23
Lenio	24-25
Hygga	26-27
Gugguu	28
Taloudellinen tilanne ja konserniennusteet	29-32
Arvonmäärittäminen	33-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Panostaja lyhyesti

Panostaja on suomalaisia pk-yrityksiä omistava ja kehittävä sijoitusyhtiö.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Sijoitusyhtiö omalla taseella

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka kehittää aktiivisena omistajana palvelu- ja ohjelmistoalojen yrityksiä. Yhtiö pyrkii löytämään laadukkaita ja kasvukykyisiä sijoituskohteita, kehittämään niitä eteenpäin ja luomaan näin omistaja-arvoa. Strategian onnistunut toteuttaminen vaatii oikeaa analyysiä kohdeyhtiöstä, järkevää hankintahintaa, yrityksen kehittämisessä onnistumista ja lisäarvon luomista kohdeyhtiössä. Yhtiön tavoitteena on 5-10 kasvavan ja kehittyvän pk-yrityksen omistus. Sijoittajan kannalta oleellista mielestämme on omistaja-arvon luominen.

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

Panostajan tavoitteena on olla halutuin kumppani liiketoimintansa myyville yrittäjille, parhaille johtajille sekä sijoittajille. Panostaja pyrkii kasvattamaan yhdessä kumppaniensa kanssa omistaja-arvoa ja luomaan suomalaisia menestystarinoita. Lisäksi yhtiö haluaa luoda pääomasijoitustoimialan parhaan osaamisen keskittyen valituille palvelu- ja ohjelmistotoimialoille Suomessa.

Konsernirakenne

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Panostajan oma sijoitustoiminta sekä operatiiviset tytäryhtiöt (sijoituskohteet) ja emoyhtiö (sijoitusyhtiö). Emoyhtiön kulut voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin,

mutta ne ovat Panostajan kohdalla suhteessa suurempia yhtiön kehittäessä aktiivisesti sijoituskohteiden liiketoimintaa. Tämä vaatii resursseja ja vastapuolelle selkeää lisäarvoa.

Panostajan sijoituskohteet toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Panostaja on mukana strategisessa kehitystyössä ja tukee yhtiötä, mutta operatiivisesta toiminnasta vastaa aina oma toimitusjohtaja. Toimitusjohtajan valitsemisessa Panostajalla on kriittinen rooli, minkä lisäksi yhtiö voi tarjota sijoituskohteille mm. pörssiyhtiötasoiset raportointi- ja seurantajärjestelmät sekä toimialan asiantuntemusta omasta verkostostaan.

Panostajan omistusosuudet sijoituskohteissa vaihtelevat merkittävästi (43-80 %). Tytäryhtiöissä omistus on tietysti yli 50 %, jolloin tuloslaskelmat ja taseet konsolidoidaan konserniin. Panostaja-konsernin liikevaihdossa näkyy siis 100 % tytäryhtiöiden liikevaihdosta ja tuloksesta, vaikka omistusosuudet ovat tätä pienempiä. Tämä tarkoittaa yleensä tuloslaskelmaan merkittäviä vähemmistöosuuksia, jotka on tärkeää huomioida. Gugguu oli Panostajalle ensimmäinen sijoitus, jossa yhtiö oli lähtökohtaisesti suuri vähemmistösijoittaja 43 %:n osuudella.

Sijoitusstrategian kyky luoda arvoa

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

panostaja

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

GRANO

oscar
software

CoreHW

LEN I ✓

hygga.

GUGGUU®

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Panostajan sijoitusperiaatteet

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

1/3 Hankinta

Sijoituskohteiden hankinnassa kriittistä on järkevien kohteiden löytäminen, arvonluonti-potentiaalin tunnistaminen ja sijoitusstrategian luominen. Panostaja on ollut enemmistö-sijoittaja (vaatinut määräysvaltaa kohdeyhtiössä), mutta yhtiö on avoin myös vähemmistöön jäämiselle (kuitenkin pääomistajan roolissa). Yhtiö on aina ottanut mielellään erityisesti yrittäjät mukaan vähemmistöomistajiksi.

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

Panostajan fokus palvelu- ja ohjelmistoalan yrityksiin fokusoi merkittävästi kohderyhmää ja tarjoaa osaaamissynergioita yhtiölle. Fokuksen ja yhtiön asiantuntijaverkoston kautta yhtiöllä on mahdollisuus löytää oikea strategia ja luoda omistaja-arvoa. Panostajalla on hyvä maine pitkäjänteisenä yrittäjien kumppanina.

2/3 Kehittäminen

Sijoituskohteiden kehittäminen on kriittistä, jotta Panostaja pystyy luomaan omistaja-arvoa. Kehittämiseen kuuluu

sijoitusstrategian toimeenpano, mihin kuuluvat esimerkiksi kasvu ja operatiivinen tehokkuus. Perinteisen kannattavan kasvun lisäksi mielestämme on tärkeää pyrkiä laskemaan yleensä suhteellisen pienien sijoituskohteiden riskiprofiilia ja esimerkiksi henkilöriskien pienentämistä. Riskiprofiilin laskeminen ja näkyvyyden parantuminen heijastuvat hyväksyttävään arvostustasoon.

Kehittämiseen kuuluu systemaattisen arvonluonnin toimintamallin luominen. Tähän liittyy johdon osaamisen kehittäminen sekä aktiivinen tuki, työkalut ja järjestelmät toiminnan kehittämiseen sekä tietysti hallitus ja strategiatyö. Kehittäminen vaatii Panostajalta merkittäviä resursseja, joten sen täytyy tuottaa myös tuloksia. Tehtävän onnistuessa sijoituskohteen tuloksen pitäisi kasvaa, riskiprofiilin pienentyä ja kilpailuetujen vahvistua.

3/3 Irtautuminen

Viimeinen osa prosessia on luopuminen, missä tavoitellaan mahdollisimman hyvää tuottoa sijoitetulle pääomalle. Panostaja pyrkii siis optimoimaan sijoituskohteen arvonnousun ja toisaalta löytämään yritykselle mahdollisimman hyvän ”kodin”. Optimaalista irtautumista tukee jatkuva yrityskauppamarkkinan ja arvostustasojen seuranta, mutta oikea aikainen irtautuminen on aina hankalaa ja tehdään yhdessä omistaja-kumppanien kanssa. Panostaja on onnistunut useassa merkittävässä irtautumisessaan (Flexim, KotiSun, KL-Varaosat ja SokoPro) hyvin, mutta toisaalta mielestämme viivytellyt liikaa joidenkin heikompien sijoituskohteiden kanssa. Heikosti kehittyneisiin kohteisiin kohdistuu luonnollisesti myös vähemmän kysyntää.

Panostajan ajatuksia sijoitusprosessista



Hankinta

Yrityksen arvonluontipotentiaalin tunnistaminen ja sijoitusstrategian luominen

Osuuden ostaminen ja muiden omistajien sitouttaminen
Sijoitus omasta taseesta mahdollistaa omaehtoisien ja joustavan omistushorisontin



Kehittäminen

Sijoitusstrategian toimeenpanon tukeminen ja mahdollistaminen

Systemaattinen arvonluonnin toimintamalli – kehitysohjelmat, työkalut ja järjestelmät
Johtamisen ja osaamisen kehittäminen sekä pysyvän arvonluonnin varmistaminen



Irtautuminen

Oikean irtautumishetken valitseminen yhdessä omistajakumppanien kanssa
Arvonnousun realisoiminen omistuksen myynnin yhteydessä

Sijoitusstrategian arviointi 1/3

Track-record omistaja-arvon luonnissa

Sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto ovat keskeisiä asioita sijoitusstrategian analysoinnissa. Panostajan lisäarvonluontia voidaan tarkastella osinkojen ja oman pääoman kasvun kautta. Vuosien 2006-2024 välillä oman pääoman kasvun ja osinkojen yhdistetty kumulatiivinen tuotto on ollut vain noin 4 % vuodessa. Oma pääoma / osake oli tilikauden 2006 lopussa 0,68 euroa ja tilikauden 2024 oli vain 0,54 euroa, eli pitkällä jaksolla taso oli laskenut. Osinkoa tai pääoman palautuksia Panostaja on maksanut melkein noin 70 % vuosista, ja kumulatiivisesti 19 vuoden aikana on maksettu 1,05 €/osake (ml. tilikaudelta 2006 maksettu osinko).

Emme tällä hetkellä näe taseessa piilevää arvoa

Panostajan oma pääoma ei heijasta sijoitus-kohteissa piilevää arvoa, koska omistuksia ei arvoteta taseessa käypään arvoon. Taseessa omistukset on kirjattu lähtökohtaisesti hankintahintaan, joka kuitenkin muuttuu muun muassa yritysjärjestelyiden yhteydessä. Tätä kautta osien summa - laskelmamme indikoima arvo on ajoittain ollut selvästi suurempi kuin sijoitusten tasearvo. Tällä hetkellä osien summan perusteella saamme osakkeenomistajille kuuluvaksi arvoksi noin 0,46 €/osake, kun Q3'25:n lopussa yhtiön oma pääoma / osake oli 0,53 €. Näin ollen taseessa ei näkemyksemme mukaan ole ”piiloarvoa”, mikä johtuu osin osakemarkkinoiden ja makrotalouden epävarmasta tilanteesta.

Viimeisen viiden vuoden aikana tehty salkun siivousoperaatio ei ole heijastunut merkittävästi omaan pääomaan suurimman osan irtautumisista tultua heikosti menestyneistä sijoituksista. Tämän hetken suurimmassa sijoituksessa, Granossa, yhtiön tavoitteena on arviomme mukaan vakauttaa liikevaihto ja

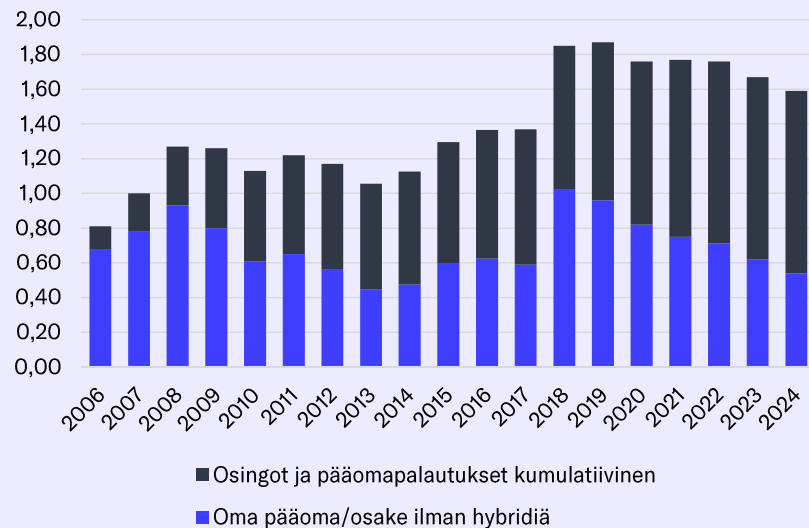
kannattavuus hyvälle tasolle, mikä mahdollistaisi sijoituksen arvon maksimoinnin myynnissä. Tällä hetkellä Granon arvo voikin olla alhaisempi, mitä se on Panostajan taseessa. Portfolion potentiaalisimmissa arvonluojissa (Oscar Software ja CoreHW) kehitys on ollut viime aikoina hyvin rohkaisevaa, ja näissä molemmissa voi hyvin pian olla myös merkittävää piiloarvoa. Jos CoreHW onnistuu tuoteliiketoiminnassaan, sijoituksen arvonkehitysnäkymä on erittäin hyvä. Tuorein sijoitus Lenio on toistaiseksi katsomaton kortti.

Tavoitteista on jääty selvästi

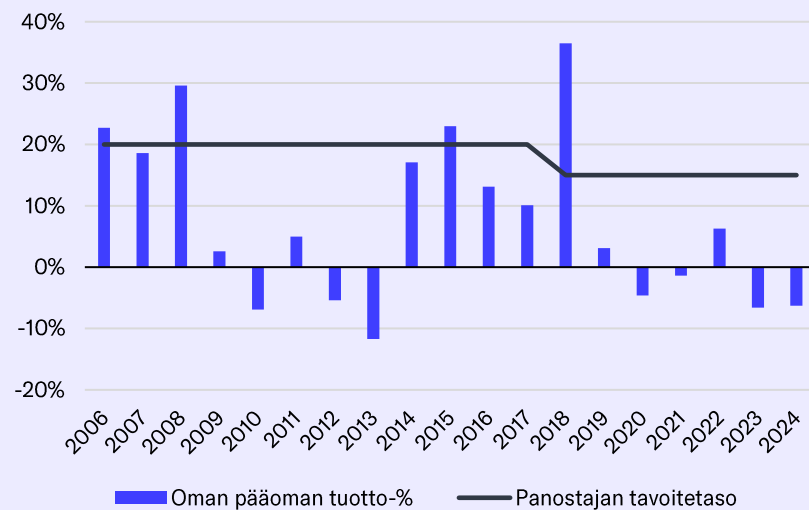
Panostajan tavoitteena on vähintään 15 %:n oman pääoman tuotto niin, että sisäinen IRR (Internal Rate of Return) tavoite on jokaiselle sijoituskohteelle yli 22 %. Yhtiö on käsityksemme mukaan yltänyt historiassa sijoituskohteiden 22 %:n IRR-tavoitteeseen suuressa osassa sijoituskohteita ja mukana on myös hurjia onnistumisia. Sen sijaan Panostaja-konsernin oman pääoman tuotto on jäänyt alhaiseksi ja kauas tavoitteista (kts. graafi).

Ongelmana mielestämme on sijoitusvarallisuuden pieni koko suhteessa konsernikuluihin, sekä muutamat merkittävästi arvoa tuhonneet epäonnistumiset kuten Takoma, Helakeskus ja Heatmasters. Lisäksi yhtiön tavoitteena on pitkään jatkuva omistaja- ja markkina-arvon kasvattaminen siten, että osakkeen kokonaistuotto ylittää NASDAQ OMX Helsingin Small Cap Indeksien keskimääräisen pitkän aikajänteen tuoton. Tästä tavoitteesta Panostaja on jäänyt merkittävästi.

Panostajan tuottohistorian avainlukuja (EUR/osake)



Pääoman tuotto ja yhtiön tavoitetaso (%)



Sijoitusstrategian arviointi 2/3

Perinteiset arvonluontimenetelmät

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

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

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

Ostaessa valuaation on oltava konservatiivinen

Panostaja pyrkii hankkimaan yrityksiä matalalla arvostuksella, mikä usein heijastelee alun korkeaa riskitasoa. Listaamattomien riskiprofiili on lähtökohtaisesti korkea jo heikon likviditeetin takia. Monesti yhtiöt sisältävät merkittävän henkilöriskin (yrittäjä ja avainhenkilöt), ovat pieniä ja liiketoiminta on suhteellisen vähien tuotteiden tai palveluiden varassa. Lisäksi esimerkiksi yksittäisiin asiakkaisiin tai yhteistyökumppaneihin liittyvät riskit voivat olla suuria. Tämä kaikki lähtökohtaisesti painaa hyväksyttävää arvostusta.

Arvostukseen vaikuttaa mm. yhtiön nykyinen tulokunto ja potentiaali, yleisesti vallitsevat arvostustasot ja kilpailu kohteesta. Arvostustasot nousivat merkittävästi nollakorkoaikana, mutta tämän jälkeen rahapolitiikan merkittävä kiristyminen aiheutti merkittävää painetta arvostustasoihin. Esimerkiksi Helsingin pörssissä arvostustasot laskivat nopeasti, eivätkä ne ole vielä palautuneet epävarman makronäkymän takia. Sen sijaan

listaamattomiin yhtiöihin arvostustasojen muutos heijastui viiveellä, eikä ole välttämättä tapahtunut ollenkaan. Tämä on näkynyt ostajien ja myyjien erilaisissa näkemyksissä kohteiden arvostusten suhteen, jolloin kauppvoja ei toteudu. Tämä oli yleinen tilanne vielä vuonna 2024, kun yrityskaupparakennan aktiviteetti jäi Suomessa alhaiseksi.

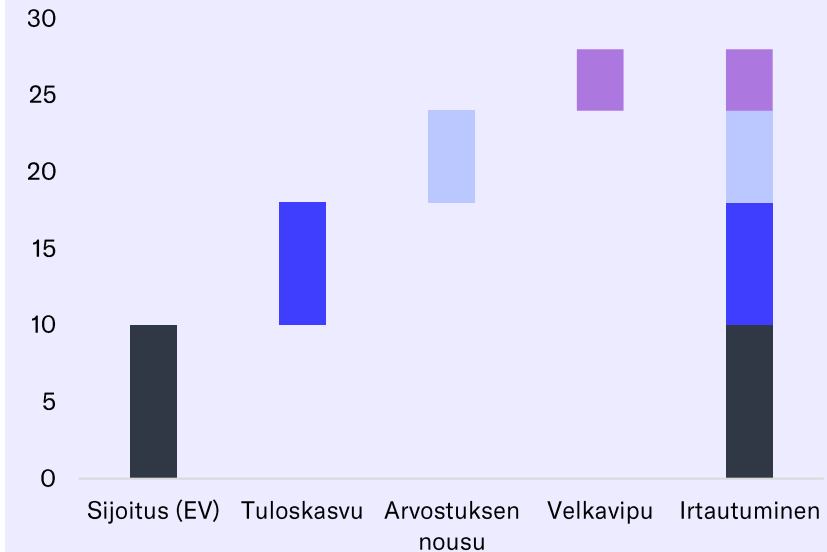
Myytäessä asetelma kääntyy ja Panostaja pyrkii saamaan maksimaalisen arvostuksen. Jos kehitysohjelma on onnistunut suunnitellusti, korkeamman arvostustason saavuttamisen pitäisi toteutua riskiprofiilin pienennyttyä ja toiminnan vakaannuttua. Myös myynissä ajoituksella on suuri merkitys. Arvostustason nousu riippuu muun muassa liiketoiminnan kehityksestä, näkymistä ja toimialan kehityksestä sekä yleisestä arvostustasosta, johon vaikuttaa myös korkotaso.

Tuloskasvu on kriittinen ajuri

Yrityksen toiminnan kehittäminen tarkoittaa pääasiassa strategian toteuttamista, tulokunnon parantamista ja riskiprofiilin pienentämistä. Tärkein elementti sijoituksen arvonn kannalta on tuloksen ja rahavirtojen kasvattaminen. Tuloskasvun merkitys on erittäin suuri pitkällä sijoitushorisontilla; tuloksen on kasvettava kohtuullista vauhtia, vaikka yritysten välillä on erittäin suuria eroja (kasvuyritys vs. kassavirtacase). Esimerkiksi 10 %:n vuosittainen tuloskasvu kumuloituisi merkittäväksi tuotoksi 5-10 vuoden aikana. Tuloskasvu tuo mukanaan myös osinkoja sijoitusperiodeilla, mikä tarkoittaa tasaisempaa kassavirtaa ja pienempiä riskejä. Lisäksi vipua tarjoaa edellä mainittu arvostuskertoimien nousu.

Panostaja käyttää velkavipua nostaakseen tuottoja. Tämä nostaa tuottopotentiaalia, mutta kohottaa riskejä. Panostaja on käyttänyt historiassa velkavipua merkittävästi, mutta KotiSun-myyntin jälkeen velkavipua on pienennetty selvästi.

Arvonluonnin tärkeimmät elementit (Havainnollistus)



Kyseessä on teoreettinen hahmotelma arvonluontimenetelmien mahdollisesta vaikutuksesta – todellisuudessa tulokset ja eri menetelmien vaikutukset vaihtelevat voimakkaasti

Sijoitusstrategian arviointi 3/3

Fokuksessa palvelu- ja ohjelmistoalan yritykset

Panostajan helmikuussa 2022 julkaiseman strategian mukaan yhtiö keskittyy erityisesti palvelu- ja ohjelmistotoimialojen suomalaisiin kasvuyrityksiin. Yhtiön mukaan toimialojen kehitystä tukee selkeät trendit ja niiden laajuus tarjoaa ison määrän potentiaalisia sijoituskohteita sekä riittävän mahdollisuuden hajauttaa sijoitusportfoliota. Panostaja aiemminkin osin keskittynyt näille toimialoille ja saanut niiltä kokemusta. Onnistumisia aloilta ovat tarjonneet ainakin SokoPro, Kotisun, Flexim Security ja Vindea.

Mielestämme pienen sijoitusyhtiön on erikoistuttava, jolloin se kykenee tarjoamaan kohdeyhtiöilleen aidosti lisäarvoa tuottavaa osaamista. Tämä mahdollistaa sijoituskohteiden välille syntyviä osaamissynergioita ja mahdollisten sijoituskohteiden kiinnostus myydä liiketoimintansa Panostajalle voi kasvaa. Toistaiseksi tästä ei ole konkreettisia näyttöjä, missä taustalla lieenee kuitenkin poikkeuksellinen markkinatilanne. Panostaja on pyrkinyt kasvattamaan sijoitusportfoliotaan useilla uusilla sijoituksilla, mutta Lenio on ainoa toteutunut sijoitus viimeiseen seitsemään vuoteen. Yhtiön johdon mukaan ehdotuksia yhteistyöstä (ns. deal flow) on kuitenkin tullut hyvin, ja hiljaisuus yrityskaupparintamalla johtuu pääosin arvostuksista.

Panostajan mukaan potentiaalisia ostokohteita ovat 5-50 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevat yritykset, joilla on merkittävä kasvupotentiaali, ennustettava positiivinen kassavirta, osaava johto sekä vastuullinen liiketoimintamalli. Panostajan pienen koon takia yhtiön resurssit rahoittaa voimakkaasti tappiollisia kasvuyhtiöitä on rajallinen, joten ostokohteiden kyky rahoittaa kasvuaan tulorahoituksella on olennaista. Strategia ei kuitenkaan täysin poissulje kohdeyhtiöiden kasvun rahoittamista omasta taseesta, mistä

esimerkkinä toimii muun muassa yhtiön tarjoama pääomallaina CoreHW:lle tukeakseen yhtiön oman tuoteperheen kaupallistamista. Venture Capital -tyyliseen sijoittamiseen emme näe Panostajan ryhtyvän. Samalla vastuullisuus on entistä vahvemmin osa Panostajan arvонуontia ja sijoitustoimintaa kestävä kasvun mahdollistamiseksi.

Neuvonantajaverkosto tukemassa sijoitustoimintaa

Panostaja siirtyi uuden strategian myötä verkostomaisempaan toimintamalliin ja rakentanut neuvonantajaverkoston, johon yhtiö on pyrkinyt saamaan pääomasijoitustoimialan parhaan osaamisen valituilta palvelu- ja ohjelmistotoimialoilta Suomessa. Verkoston on tarkoitus toimia Panostajan johdon apuna sijoitusnäkemysten laatimisessa. Lisäksi Panostaja hyötyy neuvonantajien omista verkostoista ja luo siten uusia mahdollisuuksia uusien sijoituskohteiden tunnistamisessa. Täten potentiaalisten kohteiden määrän pitäisi kasvaa luoden Panostajalle enemmän mahdollisuuksia tehdä hyviä sijoituksia. Käsityksemme mukaan neuvonantajaverkosto on lisännyt uusien mahdollisten sijoituskohteiden määrää, mutta ei toistaiseksi ole realisoitunut kauppoina.

Neuvonantajien on mahdollista olla myös itse sijoittajina uusissa kohteissa, ja näin he voisivat sijoittaa kohdeyrityksiin samoilla ehdoilla kuin Panostaja. Neuvonantajilla on Panostajan kanssa yhtenevät kannustimet tehdä tuottavia sijoituksia erityisesti silloin, kun omatkin pääomat ovat samoissa kohteissa. Lisäksi neuvonantajat saavat käsityksemme mukaan pientä hallituspalkkion tyyppistä korvausta roolistaan, mutta tällä ei ole oleellista vaikutusta Panostajan kulurakenteeseen. Tällä hetkellä verkostossa on yhteensä viisi neuvonantajaa ja ymmärtääksemme verkoston koko on pitkälti yhtiön tavoitteiden mukainen.

Panostajan neuvonantajaverkostoa



Joni
Aaltonen



Mika
Alapiessa



Ossi
Pohjola



Vesa
Sironen



Sami
Somero

Panostajan strategia ja taloudelliset tavoitteet

Aktiivinen omistaja

Perustehtävä

Arvonluonti vastuullisena omistajakumppanina muutoksen läpivientiä ja kasvua kiihdyttäen

Arvot

Yrittäjämäisyys, tuloksellisuus, uudistuminen, osaaminen
luottamus ja avoimuus

Neuvonantajaverkosto

- Aktiivinen ja kiinteä osa Panostajan ydintiimiä
- Neuvonantajien toimiala- ja markkina- näkemyksen yhdistäminen ja jalostaminen
- Neuvonantajat vahvistavat yhtiön osaamista uusien sijoitusten teon eri vaiheissa sekä sijoituskohteiden kehittämisessä
- Neuvonantajat tarkoitus ottaa valikoidusti sijoituskohteiden hallitukseen ja sijoittajiksi
- Verkostoon osaamista eri alueilta:
 - Ohjelmistot
 - SaaS ja ekosysteemit
 - IT-palveluliiketoiminta
 - Kansainväliset verkostot
 - Kansainvälinen kasvu
 - Palveluiden digitalisaatio
 - Palvelumuotoilu
 - Liiketoiminnan transformaatiot
 - Palvelutoimialan integraatiot ja buy-and-build



Toimialafokus

- Fokusoituminen palvelu- ja ohjelmisto- alojen yrityksiin
- Vahva lisäarvo sijoituskohteiden kehittämiseen sekä sijoitustoiminnan kilpailukyvyyn ja tehokkuuden kasvattaminen
- Trendien tukemaa kasvua ja uusia liiketoimintamahdollisuuksia



Kasvutrendien tukema portfolio

- Toimialafokuksen mukaisen kasvu- trendien tukema tasapainoinen portfolio
- Portfolion uudistamisen ensimmäinen vaihe saatu päätökseen 2021, jatkossa uudet sijoitukset keskeisenä tavoitteena
- 5-50 MEUR liikevaihtoluokan palvelu- ja ohjelmistoalan yritykset, joissa on merkittävää kasvupotentiaalia



Vastuullisuus

- Panostaja sisällyttää vastuullisuuden osaksi arvonluontiaan
- Sijoitustoiminta tukee kestävästä kasvua
- Uusien liiketoimintamahdollisuuksien tunnistaminen

Taloudelliset tavoitteet

Oman pääoman tuotto vähintään 15 %

Sijoitusten sisäinen korkokanta (IRR)
yli 22 %

Panostajan osakkeen kokonaistuotto
ylittää Nasdaq Helsinki Small Cap -
indeksin keskimääräisen pitkän
aikavälin tuoton

Omavaraisuusaste vähintään 40 %

Normaalitilanteessa emoyhtiöllä
velaton rahoitusrakenne

Portfolion esittely 1/2

Nykyinen portfolio on keskittynyt

Panostajan portfolioon kuuluu nykyään viisi sijoituskohdetta (enemmistöomistus, >50 %) ja yksi relevantti osakkuusyhtiö (yli 20 %:n vähemmistöomistus). Kokoluokaltaan selvästi suurin omistus on Grano, jonka yritysostovetoisessa kasvutarinassa Panostaja onnistui pitkään hyvin. Arvioimme Panostajan Grano-omistuksen (55,2 %:n omistusosuus) arvon olevan noin 37 % portfolion kokonaisarvosta. Grano dominoi liikevaihto- ja liikevoittolukuja, mutta arvoajureina ovat viime vuosina toimineet CoreHW sekä Oscar. Leniossa on potentiaalia nousta tähän joukkoon, mutta tarina on vasta alussa ja toistaiseksi sekä yhtiö että sijoitus ovat pieniä. Silti Grano on mielestämme salkun selvästi suurin riskikeskittymä.

Kaikki Panostajan sijoituskohteet toimivat ainakin osin eri toimialoilla ja toimialahajautusta voidaan pitää kohtuullisena, mutta sijoituskohteiden vähäinen määrä tekee salkusta hyvin keskittyneen. Historiallisesti Panostaja on sijoittanut vain suomalaisiin pk-yrityksiin, ja salkun Suomi-riski on huomattava. Suomi on suurin markkina kaikille sijoituskohteille paitsi käytännössä kokonaan kansainvälisillä markkinoilla toimivalle CoreHW:lle. Riippuvuus Suomen talouskehityksestä onkin huomattavasti suurempi kuin esimerkiksi sijoittajalle, joka omistaa yhtiötä pelkästään Helsingin pörssistä. Nykyään yhtiö on avoimempi kansainvälistymiselle ja jatkossa yhtiö etsii myös kansainvälistä kasvua tavoittelevia yhtiöitä etenkin ohjelmistosektorilla, jossa skaalautuminen on luonnollista.

Arvo ei nojaa enää pelkästään Granoon

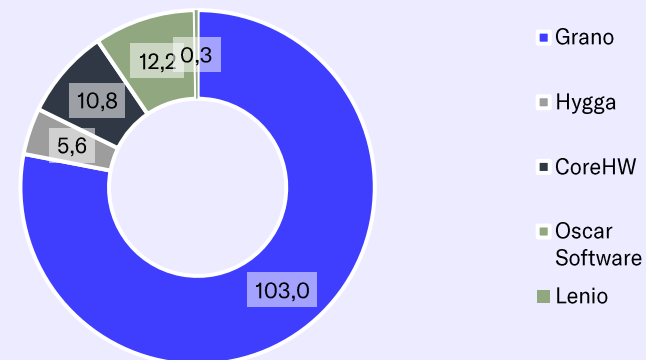
Panostajan portfolion arvo on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskittynyt voimakkaasti Granoon, kun muut sijoituskohteet ovat olleet auttamatta pieniä ja arvonluonti on ollut suhteellisen vähäistä. Riippuvuus Granosta on kuitenkin

pienentynyt merkittävästi viime vuosina, mikä on kokonaisuuden kannalta hyvin positiivista. Muutoksen taustalla on kaksi syytä, jotka ovat Grano-omistuksen arvon lasku (negatiivista) sekä CoreHW:n ja Oscarin arvojen nousu (positiivista). Kaikissa edellä mainituissa yhtiöissä on merkittävä vähemmistöosuus (42-45 %), mikä sijoittajien on erittäin tärkeää huomioida.

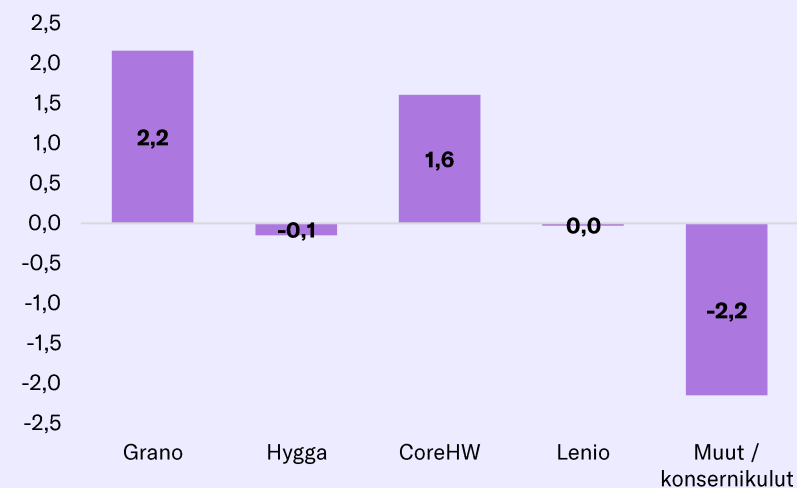
Granon lisäksi Panostajan portfolioissa on kaksi arvoltaan merkittävää sijoituskohdetta: Oscar Software sekä CoreHW. Oscar Softwaren osuus portfolioista on arvioimme mukaan tällä hetkellä noin 33 % ja CoreHW:n puolestaan noin 22 %, mitä kautta nämä yhdessä vastaavat mielestämme yli puolesta portfolion arvosta. Tätä kautta arvo ei ole enää niin keskittynyt Granoon, mutta aidosti tärkeiden sijoituskohteiden määrä on edelleen vähäinen. Tätä kautta portfolion hajautus on rajallinen, ja kaipaisi uusia sijoituskohteita Lenion jälkeenkin.

Pitkään Panostajan haasteena on mielestämme ollut se, että yhtiöltä on puuttunut selkeät arvoajurit. Granon kasvunäkymä on heikko, eikä Oscarista tai CoreHW:sta ole aiemmin ollut ”vastuunkantajaksi” pienien kokoluokkien takia (nyt Lenio on tässä sarjassa). Tällä hetkellä etenkin CoreHW:ssa on oman tuoteliiketoiminnan kasvun myötä merkittävää potentiaalia, ja myös Oscar on päässyt vähintään kohtuullisesti kiinni kannattavaan kasvuun. Molemmissa on mielestämme jo Panostajan kokoluokkaan suhteutettuna merkittävää arvonluontipotentiaalia tulevana vuosina. KotiSunin myynnin jälkeen Grano on dominoi pitkään Panostajan arvokehitystä, eikä tämä kehitys ole ollut positiivista. Nyt tilanne on mielestämme muuttunut ja todennäköisesti Granon suhteellinen osuus tulee edelleen pienentymään. Tämä voi tapahtua nopeastikin, jos Panostaja löytää uuden sijoituskohteen ja saa emoyhtiön nettokassaa töihin.

Liikevaihdon jakauma (2025e)



Liikevoiton muodostuminen (MEUR, 2025e)



Portfolion esittely 2/2

Grano on ollut salkussa jo liian pitkään

Panostajan sijoitushorisontin on normaalisti noin 5-10 vuotta, mutta Grano on ollut salkussa vuodesta 2008 ja yhtiön kasvutarina Suomessa on tyssännyt jo pitkä aika sitten. Vuodet 2020-2022 olivat koronapandemian, tämän jälkeen nousseen kustannusinflaation ja Suomen talouden taantuman takia Granolle haastavia ja heikko kehitys on hidastanut mahdollista irtautumista yhtiöstä. Tämän jälkeen aneeminen talouskehitys Suomessa on jatkunut, ja Grano on painettu koko ajan puolustusasemiin. Arviomme mukaan Grano on jo jatkoajalla, ja omalla tavalla aikaa ostettiin lisää SokoPro -liiketoiminnan myynnillä joulukuussa 2021. SokoPron myynti konkretisoi Granon arvoa, ja sen myötä yhtiön nettovelka ja riskiprofiili laskivat merkittävästi. Tämä mahdollisti Panostajalle myös merkittävän pääoman kotiuttamisen yhtiöstä, mikä tasapainotti kokonaisuutta.

Arviomme mukaan Panostaja pyrkii edelleen vakauttamaan Granon liikevaihdon ja parantamaan liiketoiminnan kannattavuutta, minkä jälkeen yhtiö olisi ”myyntikunnossa”. Korkean arvostuksen saavuttaminen on arviomme mukaan silti hankalaa. Emme näe Granolle selkeää teollista ostajaa, mikä heikentää osin exit-näkymää. Todennäköisin väylä lienee toinen pääomasijoittaja, joka näkisi Granossa mahdollisesti kansainvälistymispotentiaalia tai haluaisi Suomen markkinan hallintaansa. Grano olisi mielestämme myös potentiaalinen pörssi-yhtiö, mutta Helsingin pörssin arvostustasot eivät todennäköisesti näyttäyty erityisen houkuttelevina. Mahdollisuuden todennäköisyyttä kuitenkin nostaa se, että näin irtaantuminen Granosta voitaisiin tehdä asteittain. Yleisesti irtaantumista helpottaa mielestämme se, että salkkuun on nyt kasvanut muitakin vastuunkantajia. Panostajan uudistumisen kannalta näemme Granosta irtaantumisen kriittisenä, mutta ajoitusta on hankala arvioida.

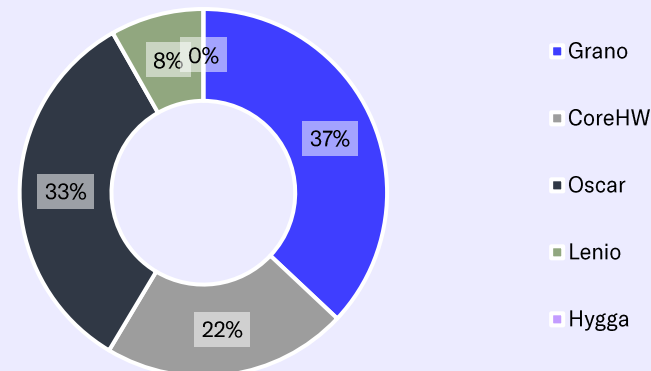
Salkun uusiutuminen on kestänyt pitkään

Panostaja on viimeisen viiden vuoden aikana siivonnut salkkuaan merkittävästi. Yhtiö on tehnyt lähinnä irtautumisia (Heatmasters, Suomen Helakeskus, Spectra, KotiSun, KL-Varaosat, Ecosir, Tilatukku sekä osittain Carrot) ja keskittänyt salkkuaan ydinomistuksiin. Uutena sijoituksena mukaan on tullut vain Lenio kesällä 2025. Emoyhtiöllä on edelleen merkittävä nettokassa ja uusia sijoituksia olisi voinut tulla paljon enemmänkin, mutta maaliin ei ole päästy. Arviomme mukaan yleisin syy tähän on kilpailussa liian korkeaksi nousevat arvostustasot. Odotamme sijoituskohteiden määrän kuitenkin kasvavan hiljalleen lähivuosina.

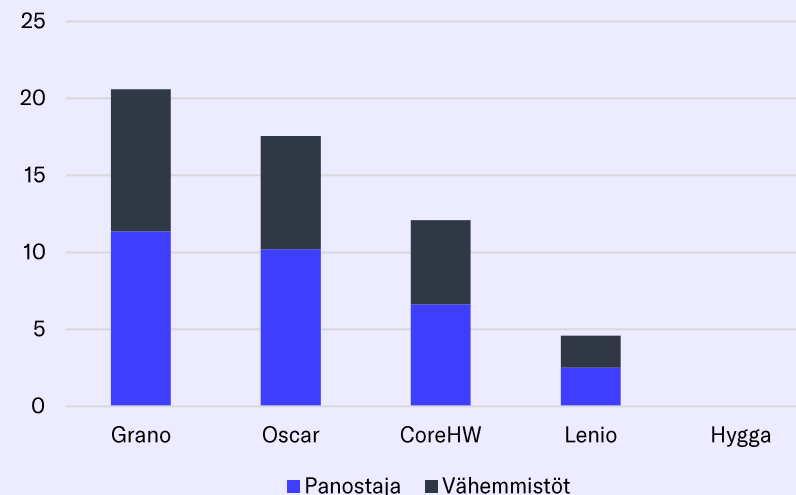
KotiSun oli Panostajalle erinomainen, nopeasti edennyt menestystarina. KL-Varaosat oli sen sijaan pitkä tarina, sillä Panostajan irtaantumiseen kului lähes 12 vuotta. Tuotto oli kokonaisuudessaan varsin hyvä, vaikka irtaantumishinta ei ollut mairitteleva. Pienemmissä sijoituksissa (Ecosir ja Tilatukku) oli monta käännettä, mutta kokonaisuutena sijoitukset tuottivat heikosti. Heatmasters ja Helakeskus olivat Panostajalla pitkäikäisiä, mutta heikosti tuottaneita sijoituksia. Carrot oli selvä epäonnistuminen ja tuhosi merkittävästi arvoa.

Lenion (2025) jälkeen tuoreimmat sijoitukset ovat Oscar Software (2018), CoreHW (2017) ja Hygga (2015). Näistä viimeisen laskemme kymmenen vuoden jälkeen jo selväksi epäonnistumiseksi, mutta Oscar ja CoreHW ovat rohkaisevia ja omaavat selkeää arvonluontipotentiaalia. Yhteistä kaikille näille kolmelle yhtiölle on keskittyminen teknologiaan: Oscar on SaaS-malliin pyrkivä ERP-yhtiö, CoreHW on korkean teknologian asiantuntija- ja tuoteyritys, ja Hyggan sijoitustarina pohjautuu toiminnanohjausjärjestelmään. Panostajan suunta on siis ollut selkeä jo pitkän aikaa ennen virallista strategiamuutosta vuonna 2022.

Portfolion arvon jakautuminen
(Inderes näkemys)

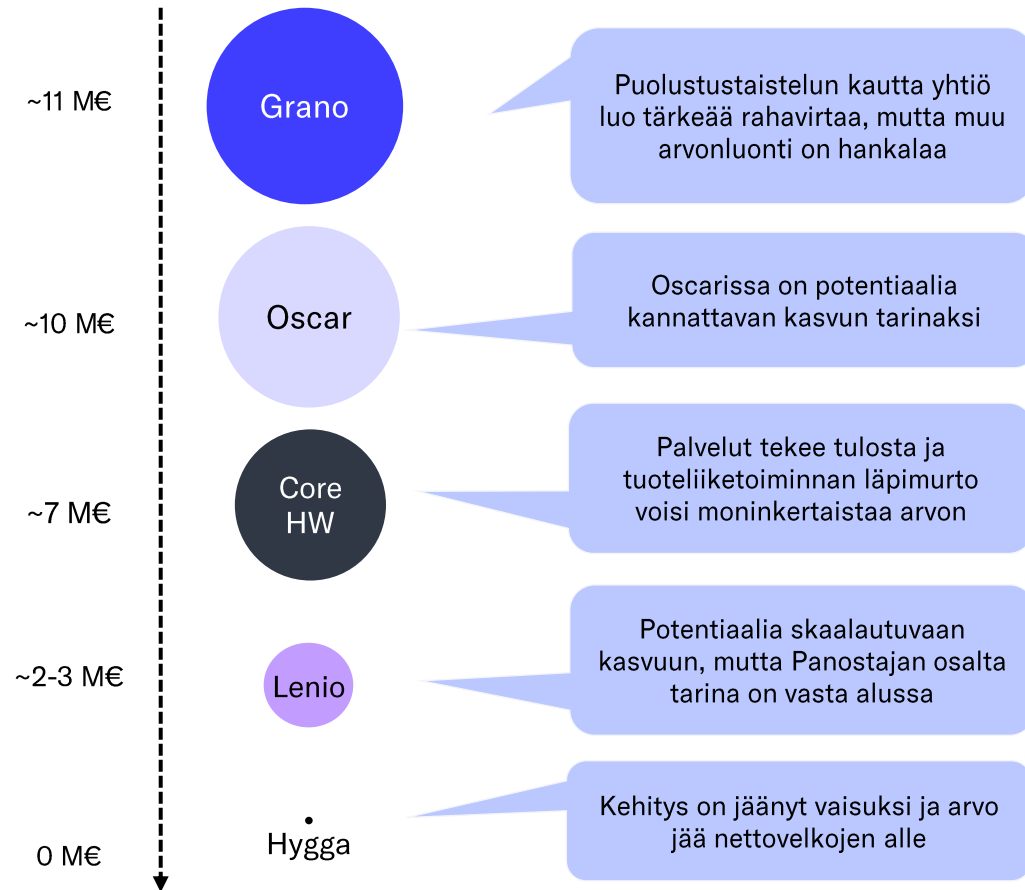


Arvon tarkastelu toisesta näkökulmasta
(Inderesin näkemys, MEUR)

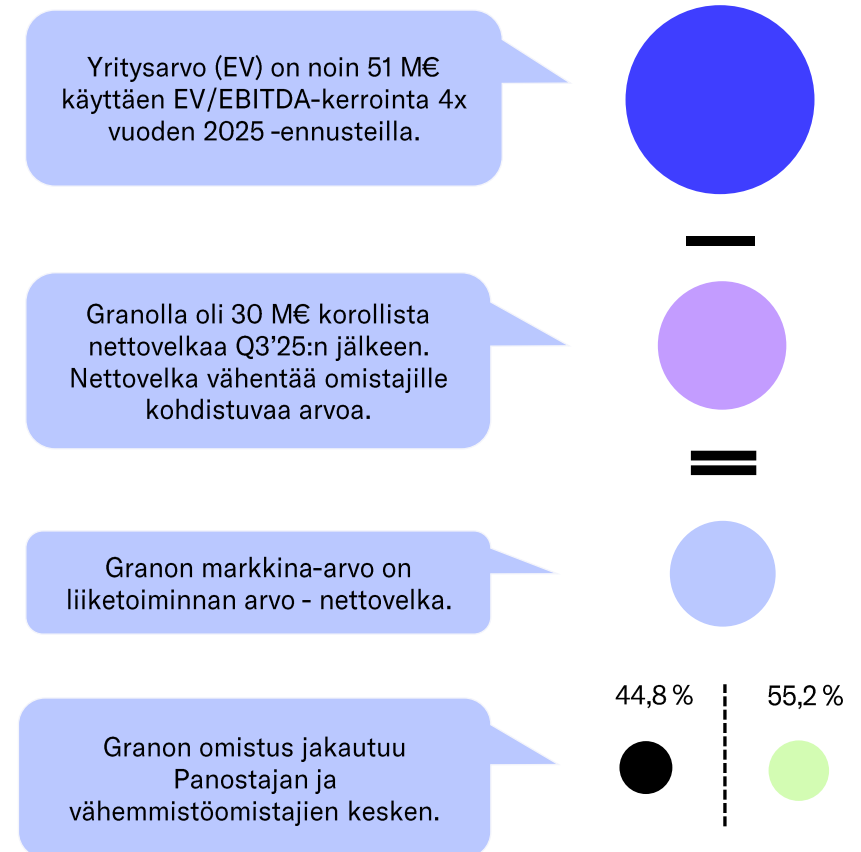


Panostajan nykyinen portfolio

Panostajan omistuksien arvot (MEUR, Inderesin näkemyksiä)



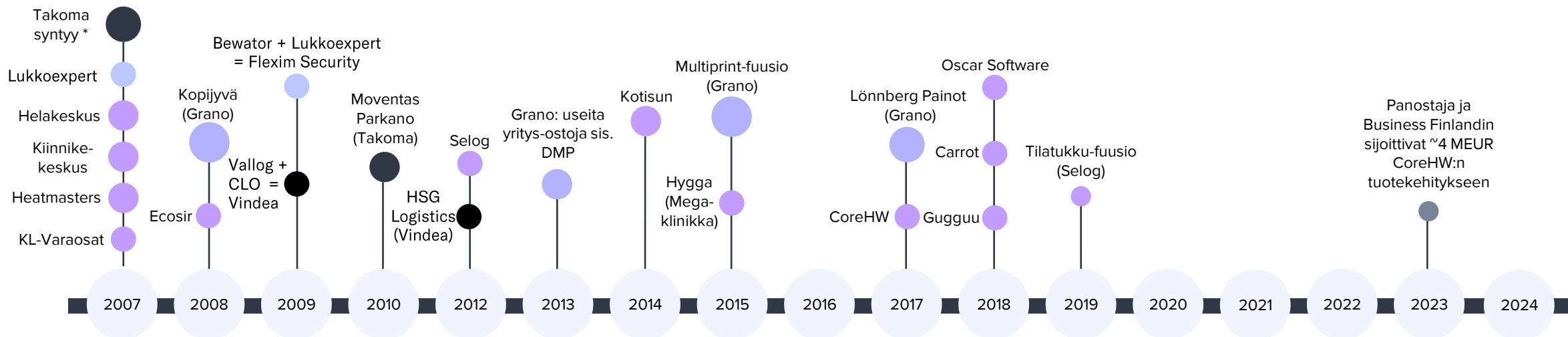
Granon arvonmuodostus (MEUR, Inderesin näkemyksiä)



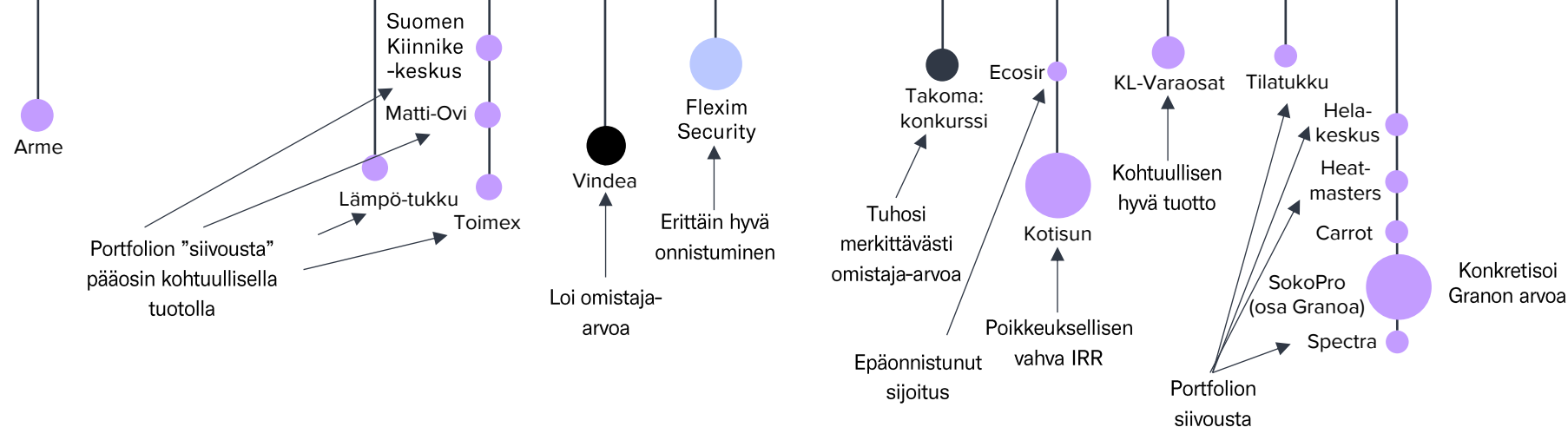
Panostajan merkittävät yritysostot ja -myynnit 2007-2024

Yritysostot

2025: Lenio



Yritysmyyntit



* Suomen Helasto Oy pörssikuoret muuttuivat Takomaksi, joka hankki Tampereen Laatu-koneistus Oy:n ja Hervannan koneistus Oy:n. Ko. yhtiöt kuitenkin jatkoivat itsenäisinä Takoman tytäryrityksinä.

Grano 1/3

Yritystovetoinen kasvutarina

Grano oli pitkään vahva kasvun buy-and-build -tarina, joka alkoi Kopijyvän ostosta vuonna 2008. Kopijyvä oli paino- ja tulostuspalveluja tarjoava yritys, joka oli keskittynyt digitaaliseen painamiseen. Vuonna 2009 yhtiön liikevaihto oli 13,5 MEUR ja tilikaudella 2024 Granon liikevaihto oli 104,6 MEUR, joten liikevaihto on kasvanut omistusasajalla vuosittain noin 14,6 % (CAGR). Kasvulukema on edelleen hyvä siitä huolimatta, että Granon liikevaihto on laskenut merkittävästi vuoden 2018 huipuistaan (136,6 MEUR).

Valtaosa kasvusta on syntynyt yritysostoilla. Näistä suurimpia ovat olleet Multiprint-fuusio sekä Lönnberg-yritysosto, mutta vuosien varrella Grano on tehnyt kymmeniä yritysostoja. Viimeisimmän konsolidaatiokierron jälkeen yhtiöllä on ollut pahoja kasvukipuja ja kannattavuus on ollut paineessa. Tilikauden 2022 alussa yhtiö myi SaaS-pohjaisen rakennusalan digitaalisen projektinhallintapalveluun keskittyvän SokoPro -liiketoiminnan, joka oli hieman irrallinen muusta liiketoiminnasta. Tuloksellisesti SokoPro oli silti Granon tukipilareita, ja myyntivoitosta oikaistuna vuoden 2022 tulos oli liikevoittotasolla tappiolla (-0,7 MEUR). Tähän suhteutettuna viime vuosien tuloskehitys on ollut positiivista.

Granon profiili on muuttunut merkittävästi

Grano on Suomen johtava sisältö- ja markkinointipalveluyhtiö, joka tarjoaa markkinoinnin ja viestinnän ratkaisuja digistä printtiin. Toiminnot on keskitetty Grano-brändin alle ja yhtiö pystyy tarjoamaan hyvin kattavat markkinointi- ja sisältöpalvelut yhden luukun -periaatteella. Näin yhtiö pystyy kilpailemaan suuremmista markkinointikokonaisuuksista. Käsityksemme mukaan laajempien kokonaisuuksien tarjoaminen on Granolle edelleen suhteellisen harvinaista, joten tässä on edelleen merkittäviä mahdollisuuksia parantaa.

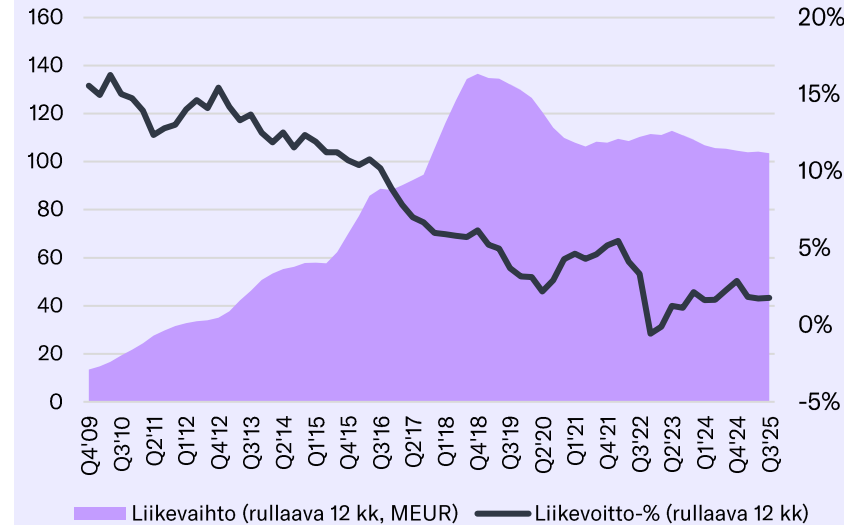
Olemme arvioineet karusti, että suurimmat 20 % asiakkaista tuovat noin 80 % Granon liikevaihdosta. Loput 20 % on erilaisia yksittäisiä tilauksia, missä hintakilpailu on kireää. Toki suurilla asiakkailla on omat hankintaosastot, jotka osaavat myös kilpailuttaa kumppanit. Tätä kautta hintatasot ovat tiukassa erityisesti, kun markkinalla on ylikapasiteettia.

Granon eri liiketoimintojen kehityksestä on saatavilla rajallisesti tietoa, minkä takia esimerkiksi eri segmenttien kokoluokkia on erittäin vaikea arvioida. Laskevalla trendillä oleva offset-painaminen on kuitenkin edelleen yksi merkittävistä liiketoiminnoista. Arviomme mukaan Granon liikevaihto jakautuu tällä hetkellä suunnilleen 50/50 kutistuvien ja kasvavien markkinoiden mukaan. Laskevia liiketoimintoja ovat erityisesti offset-painaminen, ja nousevia ovat esimerkiksi suurkuva- ja pakkauspainaminen sekä osa digipainamisen sovelluksista.

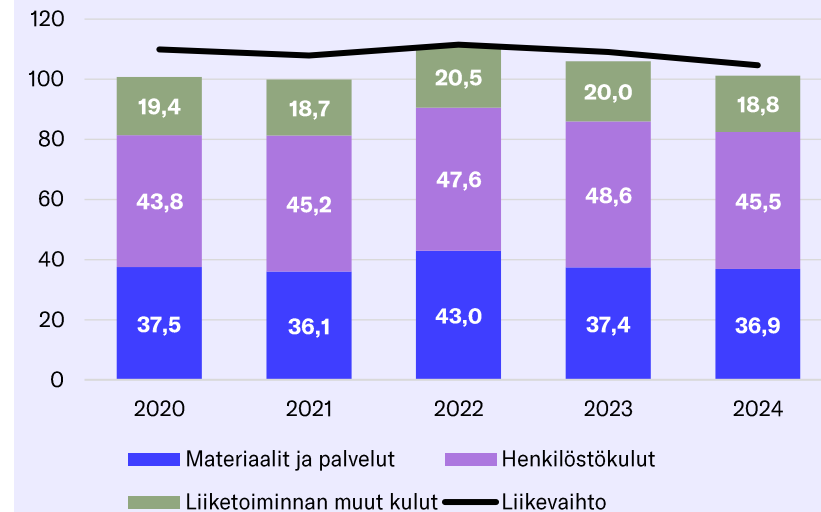
Kannattavuuden pitkä trendi on ollut laskeva

Grano on ollut historiallisesti hyvin kannattava ja tätä kautta historiassa tuloskasvu oli pitkään voimakasta. Kannattavuustrendi on kuitenkin ollut pitkään alaspäin. Vielä tilikaudella 2014 Granon käyttökate-% oli erinomaisella 16,7 %:n tasolla toimialalla, jolla suurin osa yhtiöistä taisteli silloin 8 %:n käyttökatetasolla. Tämän jälkeen Granon kannattavuus laski kuitenkin tasaisesti vuoteen 2019 asti, jolloin yhtiön käyttökatemarginaali oli enää 10,6 %. Tämän jälkeen lukujen vertailukelpoisuus häviää IFRS 16-muutoksen takia, mutta yleisesti kannattavuuskehitys on ollut vaisua. Grano on ollut vaikeuksissa laskevan kysynnän ja liikevaihdon takia: tilikaudella 2020 (pandemia) liikevaihto laski noin 15 % ja viime vuosina suunta on ollut pääosin lievästi laskeva. Voimakkailla säästötoimilla yhtiö pystyi parantamaan kannattavuutta vuosina 2020-2021 käyttökatteen ollessa tuolloin 16,7 %.

Granon pitkän aikavälin kehitystrendit



Grano Group Oy:n kulurakenteen kehitys (MEUR)



Grano 2/3

Vuonna 2022 liikevaihto kävi välillä kasvussa (+3 %) SokoPron myynnistä huolimatta tapahtumaliiketoiminnan elpymisen ja hinnankorotusten turvin. SokoPro-myyntivoitosta oikaistuna kannattavuus heikkeni voimakkaan kustannusinflaation takia, ja käyttökate oli noin 11 % (liikevoitto tappiolla). Vuoden 2023 puolella yhtiö on kuitenkin onnistunut siirtämään kohonneita tuotantokustannuksia myyntihintoihin, minkä kautta yhtiön jatkuvat toiminnot ovat onnistuneet parantamaan kannattavuutta yleisesti haastavassa markkinaympäristössä. Viime vuosina Granon liikevoittomarginaali on ollut 2-3 %, vaikka yhtiö on jatkuvasti puolustustanut kannattavuuttaan useilla merkittäväillä tehostamisohjelmalla vaikeassa markkinatilanteessa. Arviomme mukaan 5 %:n liikevoittomarginaali olisi nykytilanteessa jo erinomainen, eikä nyky-Granon kannattavuuspotentiaali ole juurikaan tätä korkeampi.

Rahavirrat kertovat tulosta enemmän

Granon arvon kannalta rahavirrat on merkittävämpiä kuin raportoidut tulokset. Rahavirtoihin pääsemme kiinni Grano Group Oy:n tilinpäätöksien kautta, jotka ovat kuitenkin FAS-kirjanpidossa kun Panostaja raportoi IFRS-standardin mukaisesti. Tämä hankaloittaa hieman vertailua. Rahavirtojen kautta pystymme kuitenkin toteamaan, että Granon tuottama rahavirta on suunnilleen samassa kokoluokassa kuin Granon raportoitu liike-tulos (IFRS).

Tarkastelimme rahavirtaa viimeisen viiden vuoden ajalta. Vuodet heittelevät voimakkaasti mm. käyttöpääoman mukana, mutta koko jakson keskiarvot oikaistuna SokoPron myyntivoitosta antavat todennäköisesti kohtuullisen kuvan normaaleista rahavirroista keskimäärin heikossa talousympäristössä. Granon tuottama vapaa rahavirta oli 4,2 MEUR ja raportoitu liike-tulos 4,8 MEUR, missä molemmat ovat tilikausien 2020-2024 keskiarvoja. Ero on suhteellisen pieni ja

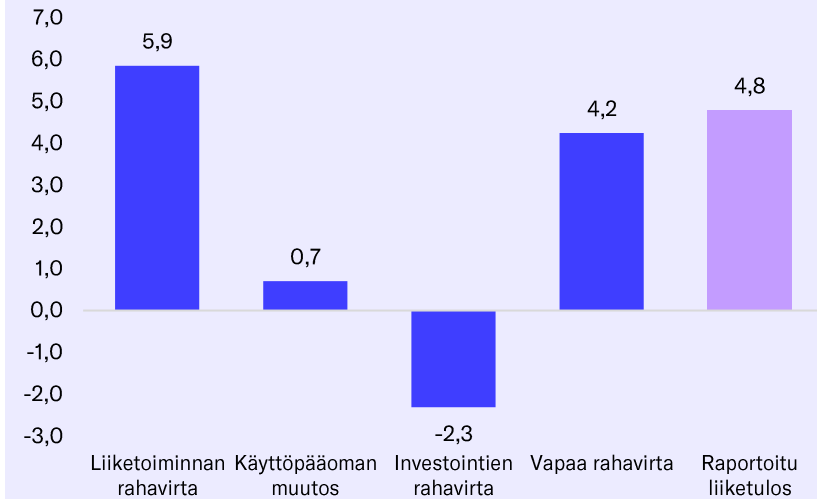
oletamme, että liike-tulosennusteet antavat kohtuullisen hyvän kuvan myös vapaasta rahavirrasta.

Tuloslaskelmaa katsottaessa on hyvä muistaa, että suuret yritysostot ovat nostaneet voimakkaasti mm. yhtiön aineettomia PPA-poistoja, minkä lisäksi IFRS 16-muutos on tuonut merkittävät vuokra- ja laitteiden leasingkulut poistoihin. Tämä vääristää käyttökateen vertailua historiallisiin tasoihin, minkä lisäksi IFRS 16 -velat lasketaan Granon korollisiin velkoihin Panostajan IFRS-kirjanpidossa. Granon varsinaiset korolliset lainat ovat pienentyneet voimakkaasti SokoPro-kaupan jälkeen, ja vaikka korolliset nettovelat ovat myös pienentyneet, muissa veloissa muutos on merkittävästi suurempi. IFRS 16 -velakuormaa nosti Granon Vantaan tehtaan pitkä vuokrasopimus vuonna 2022 samalla, kun SokoPro-kaupan jälkeen velkoja lyhennettiin voimakkaasti.

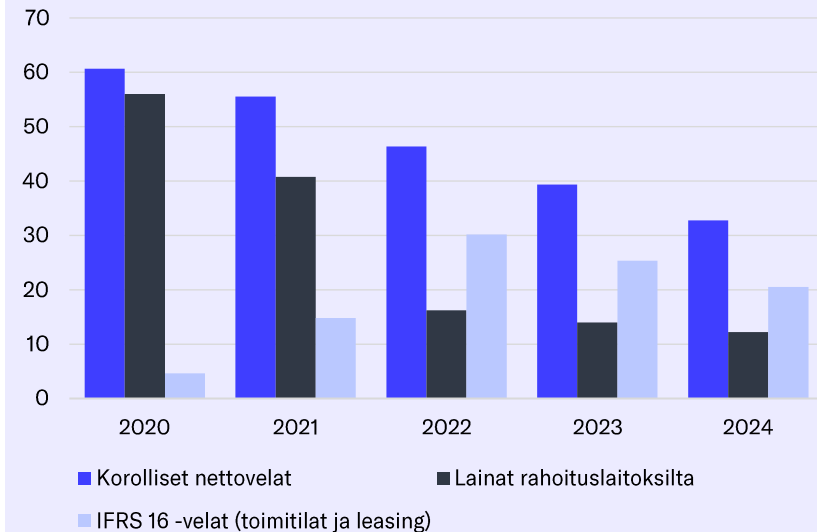
Lähivuosien kasvunäkymä on heikko

Grano on ollut viime vuodet puolustusasemissa, kun markkinatilanne on ollut heikko ja liikevaihto on ollut laskussa. Arviomme mukaan Granon tulevaisuuden kasvu on pitkälti linjassa Suomen talouskasvun kanssa, koska nousevat ja laskevat alat pitkälti kumoavat toisensa. Tämäkin vaatii yhtiöltä markkinaosuuksien voittamista, mitä pidämme kuitenkin realistisena huomioiden Granon suuruuden ekonomin tuomat kilpailuedut. Haasteena on, että nämä kilpailuedut ovat selkeimmät perinteisessä painotoiminnassa, jossa kysyntä on kroonisesti lasku-uralla. Samalla Granolla on merkittäviä liiketoimintoja nousevilla toimialoilla, joiden tulospotentiaali on vielä osittain arvoitus. Yhteenvetona kasvunäkymä on heikko, ja odotamme liikevaihdon jatkuvan lievässä laskussa tällä tilikaudella. Vuosina 2026-2028 arvioimme Granon liikevaihdon kasvun olevan keskimäärin 1 % vuodessa, mikä lienee realistinen oletus Suomen taloudelle.

Tärkeimmät rahavirrat
(MEUR, 2020-2024 oikaistu keskiarvo)



Korolliset nettovelat (MEUR, IFRS)



Grano 3/3

Tuloskasvu tehtävä tuottavuuden kasvun kautta

Yhtiö on puolustanut kannattavuuttaan useilla merkittävillä muutosneuvottelukierroksilla sekä keskittämällä tuotantoa pääasiassa Vantaalle. Viimeisimmät muutosneuvottelut päättyivät tammikuussa, ja 50 työtehtävää päättyi. Grano hakee rakenne- ja organisaatiomuutoksilla sekä muilla säästötoimilla 3 MEUR:n vuosittaisia kustannussäästöjä, jotka yhtiö arvioi toteutuvan täysimääräisesti tilikaudella 2026. Samankaltaisia säästöohjelmia Grano on tehnyt myös viime vuosina, mutta säästöt ovat valuneet suurelta osin liikevaihdon laskuun. Lähivuosina näemme edellytykset maltilliseen tuloskasvuun ja odotamme liikevoiton nousevan hieman, mutta pysyvän kuitenkin 2-4 MEUR:n tasolla.

Suomen talouden ja sitä kautta kysynnän lopulta kääntyessä nousuun tilanne voi muuttua parempaan. Markkinatilanteen normalisoitumisen jälkeen saamme paremman kuvan siitä, minkälainen ”uuden Granon” tulospotentiaali on ja minkälaiseen kannattavuuteen yhtiö pystyy. Toistaiseksi on mielestämme perusteltua olettaa, että liiketulos pysyy maltillisella 2-4 %:n tasolla (2024: 2,9 %) ja käyttökate on reilut 12 % (2024: 12,3 %). Liiketulos on myös kohtuullinen arvio Granon generoimasta vapaasta rahavirrasta.

Hyväksyttävä arvostus

Granolla on vahva asema murroksessa olevalla markkinalla, jossa on kokoon liittyviä skaalaetuja. Kasvumahdollisuudet Suomessa ovat rajalliset ja kansainvälinen kasvu toisi mukanaan uudet haasteet (osaaminen, resurssit ja riskit). Suurimmat huolestamme liittyvät jatkuvien liiketoimintojen kannattavuuteen sekä pidemmän aikavälin arvonluontiin toimialan murroksessa. Onnistuminen kasvualueilla sekä liikevaihdon kääntäminen kestävästi kasvuun ovat kriittisiä.

Mielestämme Granoa täytyy käsitellä käännetyhtiönä murroksen ja haastavana pysyneen markkinatilanteen takia. Markkinajohtajana yhtiö tulee kyllä selviämään, mutta kyky luoda omistaja-arvoa pidemmällä aikavälillä uudella strategialla on vielä testaamatta.

Nykyisellä vaisulla näkemällä Granolle voidaan perustella noin 4-5x EV/EBITDA-kertoimet, mikä antaisi vuoden 2025 tulosestimaatilla Granon yritysarvoksi noin 51 MEUR. Käyttökatekertoimet ovat alhaisia, mutta toisaalta EV/EBIT-kertoimet olisivat näillä tasoilla hyvinkin korkeita osin tulorakenteen takia. EV/S-kertoimet (0,5x) ovat toisaalta erittäin matalat, mutta kannattavuuspotentiaali on rajallinen. Lopulta Granon arvo mitataan rahavirtoina, ja arviomme mukaan rahavirrat ovat suunnilleen liikevoittotasolla. Jos Granon markkina-arvo on vajaat 21 MEUR ja vapaa rahavirta olisi noin 2,5 MEUR (2025-2026 ennusteiden keskiarvo), kassavirtatuotto olisi varsin hyvä yli 12 %. Panostajan omistuksen arvoon vaikuttavat voimakkaasti nettovelat, joiden määrä vaihtelee rahoitustoimien mukana. Q3’25:n lopussa Granolla on taseessa 30 MEUR:n nettovelat, mistä valtaosa on kuitenkin arviomme mukaan IFRS16-velkaa - varsinaista korollista velkaa lopulta varsin vähän. Lopulta Granon markkina-arvoksi jäi noin 21 MEUR, Panostajan omistusosuus on 55,2 % ja tämän omistuksen arvo on siis noin 11,4 MEUR.

Mielestämme Granon seuraava kehitysvaihe on skaalautuvien toimintojen keskittäminen, tehostaminen ja kannattavuuden parantaminen. Näimme SokoPron myynnin tietynlaisena ”väli-irtautumisena” Panostajalle, mikä purki yhtiöön keskittynyttä arvoa ja toi yhtiölle lisää aikaa irtautumisen valmisteluun. Mielestämme lopullinen irtautuminen voi tapahtua, kun Grano on todistanut kannattavuuskäänteen kestävyuden. Tämä on mielestämme realistista lähivuosina.

Arvostuskertoimet	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2025e)	4,0	-	4,5
EV/EBIT (2025e)	22,1	-	24,9
EV/S (2025e)	0,5	-	0,5
Arvohaarukka (MEUR)	48	-	54
Panostajan osuuden arvo			
Yritysarvo (EV)	50,6		MEUR
Nettovelat	30,0		MEUR
Markkina-arvo	20,6		MEUR
Panostajan osuus	11,4		MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	11,4		MEUR

CoreHW 1/3

Langattomien teknologioiden osaaja

CoreHW tarjoaa korkean lisäarvon RF IC -suunnittelu- ja konsultointipalveluita sekä sisätilapaikannuksen tuoteratkaisuja. Liiketoiminta jakaantuu suunnittelupalveluihin, konsultointiin sekä omien mikropiirien ja lisensoitavien teknologioiden (IP) kehitykseen. Yhtiö toimii voimakkaasti kasvavilla IoT-markkinoilla (Internet of Things). IoT-markkinoilla on paljon erilaisia sovellusalueita, joihin kuhunkin tietty langaton teknologia (Bluetooth, Wifi, 5G, LTE jne.) tarjoaa toimivimman ratkaisun. CoreHW:lla on laaja osaaminen useasta eri radioteknologiasta. Yhtiön asiakkaita ovat mm. verkkoyhtiöt, piirisarjavalmistajat, moduulivalmistajat sekä langattomien teknologioiden laiteyhtiöt, jotka tarjoavat IoT-ratkaisuja.

Yhtiön ensimmäinen oma tuote on kaupallistamisvaiheessa, mikä tekee yhtiöstä erittäin mielenkiintoisen. Yhtiö keskittyy tällä hetkellä sisätilapaikannusteknologian osalta ensimmäisten referenssiasiakkuuksien saamiseen terveydenhuollon markkinoilta Yhdysvalloista, jossa yhtiöllä on pitkälle edennyt pilottiasiakas. Lisäksi merkittäviä pilotteja on tehty myös Japanissa. Yhtiö saa sisätilapaikannustuotteiden tuotekehitysvaiheen päätökseen, kun tuotteet ovat saaneet myös riittävät sertifioinnit. Tilikaudella 2025 yhtiö arvioi tuoteliikevaihdon olevan noin miljoona euroa, mutta laajempia teollisia asennuksia odotetaan vasta vuonna 2026.

Palveluliiketoiminta luo liiketoiminnan pohjan

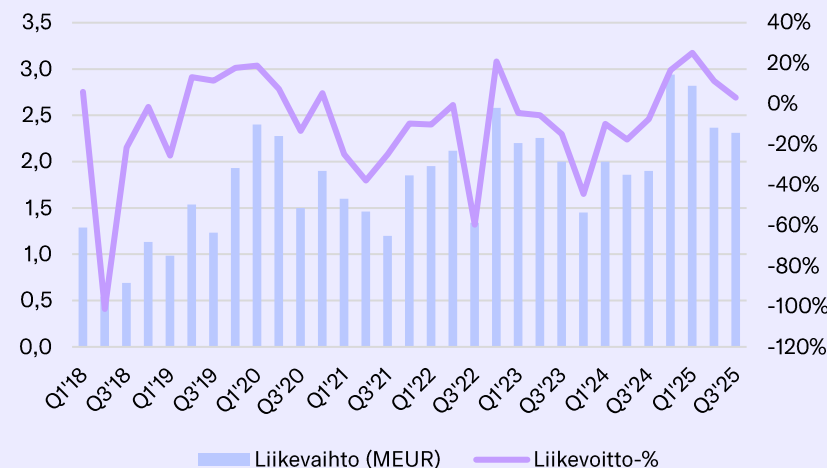
CoreHW:n ydinliiketoiminta on korkean lisäarvon suunnittelupalvelut, joka rakentuu erinomaiselle teknologiselle osaamiselle suhteellisen kapeassa niche-segmentissä. Käsityksemme mukaan CoreHW on ydinosaamisessaan globaalissa mittakaavassa merkittävä toimija nimenomaan osaamisensa takia. Vastaavaa osaamista on arviomme

mukaan vain muutamilla yhtiöillä Euroopassa ja muutamilla Yhdysvalloissa. Aasiassa potentiaalisia kilpailijoita on enemmän, mutta tämä markkina on osin poikkeava eikä kaikkia projekteja haluta viedä Intiaan tai Kiinaan.

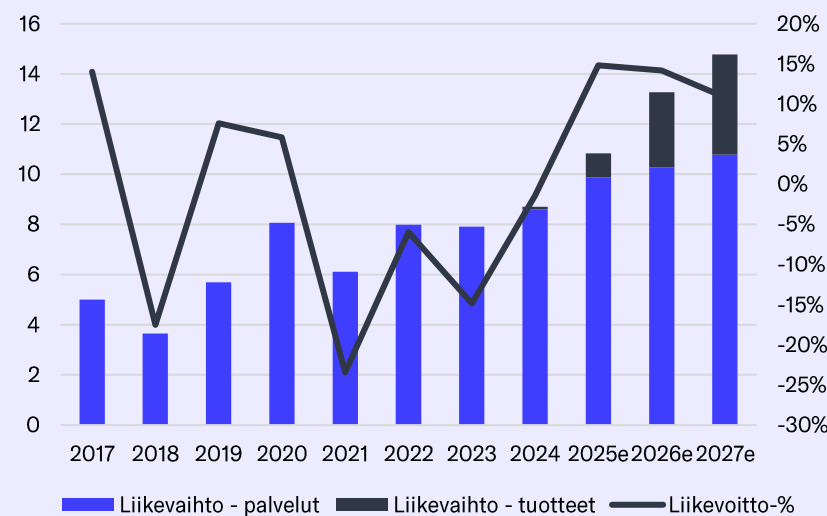
Palveluliiketoiminta rakentuu perinteisesti asiakkaiden tuotekehitysprojektien pohjalle. Projekteja ja asiakkaita on rajallinen määrä, ja vaikka markkina on periaatteessa terve ja kasvava, suuren projektin päättyessä korvaavien projektien löytäminen on erittäin haastavaa. Käsityksemme mukaan suurimmissa projekteissa on ollut kiinni jopa 70 % CoreHW:n henkilöstöstä, mitä kautta hankkeen päätyminen aiheuttaa merkittävän epäjatkuvuuskohdan. CoreHW:n liikevaihdossa onkin nähty voimakasta heiluntaa, esimerkiksi tilikaudella 2021 liikevaihto laski 24 %. Edellinen merkittävä epäjatkuvuuskohta nähtiin Q4'23:lla (liikevaihto -44 %) ja tämän kuopan täyttäminen kesti suunnilleen 12 kuukautta.

Tällä hetkellä palveluliiketoiminta on toisaalta erinomaisessa iskussa. H1'25:n aikana liikevaihdon kasvu oli todella voimakasta ja CoreHW:n liikevoittomarginaali oli yli 20 %. Aktiviteetti on luonnollisesti ollut erittäin hyvällä tasolla, mutta yhtiön mukaan kannattavuus ei ole edelleenkään ollut optimaalinen. Tämä kertoo hinnoittelun ja ”bruttomarginaalien” olevan asiantuntijaliiketoiminnalle korkea, mitä kautta henkilöstön käyttöasteen ollessa kunnossa kannattavuus on erinomainen. Palveluliiketoiminta luo siis hyvinä aikoina merkittävästi rahavirtaa ja lisäarvoa sijoittajille, mutta haasteena on tasaisen kuorman ylläpitäminen. Henkilöstöressurssien ”sopeuttaminen” on erittäin hankalaa, koska osaamisesta halutaan luonnollisesti pitää kiinni. Tätä kautta myynnissä pitäisi onnistua myös projektien ajoituksessa, jotka eivät kuitenkaan yleensä ole CoreHW:n (vaan asiakkaan) hallinnassa.

Historiallinen kehitys on ollut volatiilista



Ennustettu liikevaihdon jakauma (MEUR) ja kannattavuus



CoreHW 2/3

Suuri potentiaali piilee omassa tuoteperheessä

Historiassa konsultointi- ja projektipuolella toiminut CoreHW aloitti keväällä 2017 projektin, jossa kehitetään IoT-systeemeihin RF-etupääteknologiaa Tekes-rahoituksen turvin. Tämän jälkeen yhtiö on tehnyt merkittäviä T&K-investointeja (lähinnä oman henkilöstön sitoutuminen) omaan tuoteperheeseen. Ensimmäinen oma tuote oli sisäpaikannukseen tarkoitettu [CoreHW RABBIT](#) -antennikytkin. Sovelluksia löytyy teoriassa sairaaloista, kauppakeskuksista ja teollisuudesta, mutta ensimmäisenä fokusalueena on ollut terveydenhuolto ja erityisesti henkilöstön seuranta. Oleellista on, että sovelluskohteessa vaaditaan tarkkaa sisäpaikannusta. CoreHW:n lupaa tuotteelle 10 senttimetrin paikannustarkkuuden.

Nykyään CoreHW:llä on jo laajempi tuoteperhe, mutta yhtiö on edelleen kaupallistamisvaiheessa. Yhtiö on tehnyt useita pilotteja erilaisien asiakkaiden kanssa ja yhtiöllä on jo ainakin muutamia ”design win” asiakastuotteissa. Jos asiakkaiden lopputuotteet siis etenevät valmistukseen,

volyymien pitäisi kasvaa merkittävästi ensi vuonna. Käsityksemme mukaan piloteissa on myös erittäin suurikokoisia potentiaalisia asiakkaita.

CoreHW kertoi Q1’23:n yhteydessä saaneensa lähes 4 MEUR:n lisärahoituksen, jota on tarkoitus käyttää tuotteen kaupallistamisen kiihdyttämiseen. Tästä 2,2 MEUR oli pääomalainaa Panostajalta ja loput oli tuotekehityslainaa Business Finlandilta. Panostaja uskoo vahvasti CoreHW:n potentiaaliin, mistä suuri osa on omassa tuoteperheessä.

Tuoteliikevaihdon pitäisi kasvaa lähiaikoina

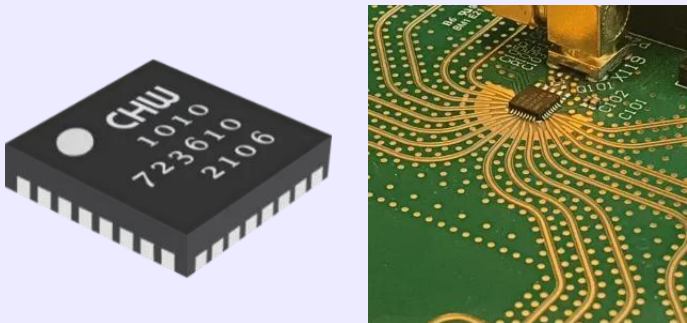
Panostaja odotti aiemmin tuoteliiketoiminnan näkyvän merkittävänä liikevaihdon kasvuna tilikaudella 2024, sitten tilikaudella 2025 ja nyt varsinaista läpimurtoa odotetaan 2026. Vaikka aikataulu on siirtynyt, noin miljoonan euron liikevaihto piloteista tilikaudella 2025 on jo hyvä alku. Tuotteen mahdollisen menestyksen ratkaisee pitkälti mahdollinen pääsy merkittävien elektroniikkavalmistajien tuotteisiin. Kun tuote pääsee laitevalmistajien

referenssiipiireihin tuote/komponenttivalintana, myynti olisi suhteellinen lopputuotteiden menestykseen.

Käsityksemme mukaan asiakasmäärä on edelleen pieni, mutta ilmeisesti mukana on mahdollisesti merkittäviä volyymeja tuovia tuotteita. Nykyisten voitettujen asiakkaiden liikevaihtopotentiaalia on kuitenkin hankala arvioida, sillä tässä vaiheessa meillä ei ole näkyvyyttä mihin tuotteisiin CoreHW:n teknologia on tulossa. Yhtiön mukaan CoreHW:n teknologia on asiakaspalautteen perusteella suorituskyvyltään erinomainen.

Näkymät ovat sinänsä herkulliset. Mielestämme CoreHW:n merkittävä arvonnousupotentiaali perustuu tuoteliiketoiminnan onnistumiseen, koska silloin puhutaan skaalautuvasta liiketoiminnasta ja yhtiön nykyiseen kokoluokkaan nähden erittäin suurista mahdollisuuksista. Jotta liiketoiminta olisi pidemmällä aikavälillä kestävä, yhtiön pitää lähivuosina onnistua voittamaan myös uusia design winejä ja siten jatkuvuutta liiketoiminnalle.

CHW1010: AoA ja AoD kytkin



Yhden paikantimen sovellukset



Tarkka resurssien tai henkilöstön seuranta



CoreHW 3/3

Taloudellinen kehitys

CoreHW:n historiallinen kehitys on ollut vaihtelevaa. Tilikausi 2021 oli yhtiölle erittäin vaikea liikevaihdon laskiessa 24 % ja käyttökatemarginaalin ollessa -16 %, mutta tämän jälkeen kehitys on ollut isossa kuvassa positiivista. Liikevaihto elpyi vuonna 2022 (8,0 MEUR) suunnilleen vuoden 2020 tasolle, kun suunnittelupalveluissa nähtiin käänne parempaan. Kannattavuus ei kuitenkaan elpynyt samalla tavalla, vaan käyttökate oli 2022 nollassa (2020: 15 %). Vaikka vuosi 2023 oli vuositason suhteellisen vakaa, Q4'23:llä liikevaihto ja tulos romahtivat jälleen asiakasprojektien päätyttyä. Palveluliiketoiminta onkin kaivannut erityisesti jatkuvuutta suurien projektien ympärillä. Suurien projektien päätyminen on aiheuttanut CoreHW:lle merkittäviä epäjatkuvuuskohtia varsinkin, kun osaajista halutaan pitää kiinni ja tätä kautta esimerkiksi lomautuksia ei ole haluttu hyödyntää.

Tilikauden 2024 lopussa palveluliiketoiminnassa nähtiin voimakas käänne parempaan, minkä jälkeen CoreHW:n kannattavuuskin on ollut erittäin hyvä (Q1'25 käyttökate oli erinomainen noin 27 %). Tämä kuvastaa liiketoiminnan korkeaa potentiaalia, mitä löytyy myös palveluliiketoiminnasta. Kuopat pitäisi vaan pystyä pitämään historiallista pienempinä, niin arvo olisi huomattava. Ennustettavuus suurien projektien etenemisen osalta on yhtiön ulkopuolelta heikko, minkä takia tulevaisuuden kehitystä on vaikea arvioida.

CoreHW:n suurin potentiaali piilee edelleen yhtiön oman tuoteperheen kaupallistamisessa. Mahdollinen menestys ohjaa myös T&K-panostuksia ja rahavirta mahdollistaisi myös uusien tuotteiden suunnittelemisen. Jos oman tuoteperheen kaupallistamisessa onnistutaan, muuttuu yhtiön profiili voimakkaammin tuotepohjaiseksi skaalautuvan kasvun yhtiöksi. Samalla yhtiön arvo nousisi huomattavasti erityisesti,

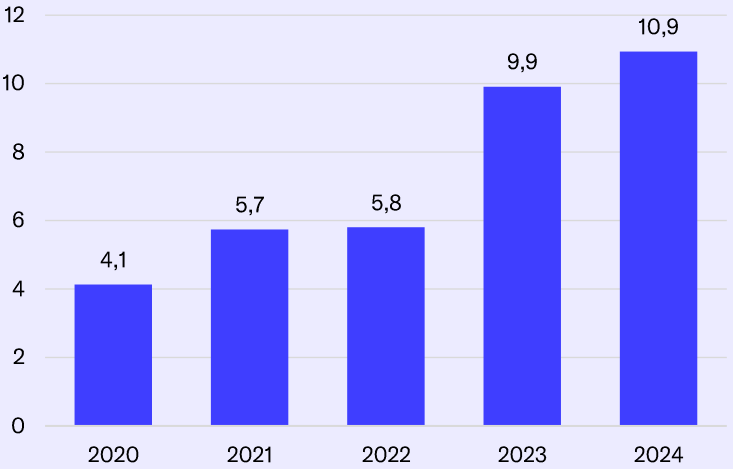
jos tuoteliiketoiminnalle saataisiin rakennettua useita tukijalkoja ja jatkuvuutta. Jos tuoteperheen kaupallistaminen ei onnistuisi, arvonmuodostus jäisi palveluliiketoiminnan harteille. Tälläkin on potentiaalia kasvaa merkittävästi ja luoda arvoa, varsinkin jos liiketoiminnasta saadaan jatkuvampaa.

Arvostus

CoreHW:n arvo jakautuu IoT-osaamiseen pohjautuvaan palveluliiketoimintaan ja omaan tuoteperheeseen, jonka kaupallista menestystä on edelleen mahdotonta arvioida luotettavasti. Nyt antamamme arvo (EV ~23 MEUR) pohjautuu pääosin olemassa olevan liiketoiminnan kyvyllä tuottaa kassavirtoja, mutta sisältää myös varsin maltillisen arvon nousevalle tuoteliiketoiminnalle. Nykyisillä ennusteillamme tämä tarkoittaisi noin 9-10x EV/EBITDA-kertoimia vuoden 2025 ennusteella, jonka odotamme olevan erittäin vahva suhteessa yhtiön historiallisiin esityksiin. Lisäksi tilikauden 2025 ennuste sisältää myös ”ohjeistetun” noin miljoonan tuoteliikevaihtoa. Sekä arvo että tulevaisuuden ennusteet tulevat kuitenkin tulevana vuosina elämään merkittävästi sen mukana, kun saamme konkretiaa tuoteliiketoiminnan tulospotentiaaliin.

Palveluliiketoiminnan arvoa painaa jatkuvuuden ja tätä kautta ennustettavuuden puute, mikä nostaa merkittävästi liiketoiminnan riskiprofiilia sijoittajien näkökulmasta. Väliaikaisesti korkea kannattavuus ei ole erityisen houkuttelevaa, jos seuraavana vuonna liiketoiminta voi olla syvästi tappiollista. Lisäksi CoreHW:llä on tuoreiden investointien ja tappioiden jälkeen merkittävästi nettovelkaa. Nyt hyväksymämme kertoimet ovat kuitenkin erittäin alhaisia menestyksekkäälle IoT-tuoteliiketoiminnalle, mitä kautta näemme CoreHW:n Panostajan potentiaalisimpana merkittävänä arvoajurina lähivuosina.

Korolliset nettovelat (MEUR, IFRS)



Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2025e)	9,0	10,0
EV/EBIT (2025e)	13,5	15,0
EV/S (2025e)	2,0	2,2
Arvohaarukka (MEUR)	22	24

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	22,8	MEUR
Alakonsernin nettovelat	10,8	MEUR
Markkina-arvo	12,1	MEUR
Panostajan osuus	6,6	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	6,6	MEUR

Oscar Software 1/2

ERP-ratkaisuja pk-sektorille

Oscar Softwaren päätuote on Oscar ERP, josta löytyy laaja valikoima moduuleja erityisesti konkreettisten tuotteiden kanssa toimiville yrityksille. Käytännössä yhtiön tuote soveltuu erityisesti teollisuuden ja tukkukaupan alueille. Yhtiöllä on ydinalueillaan Suomessa jo hyvä markkina-asema ja yhtiön markkina on pitkällä aikavälillä selvästi kasvava. Lisäksi yhtiö on erikoistunut verkkokauppoihin ja tarjoaa talous- ja yritysten tukipalveluita asiakkailleen. Palvelut eivät ole kuitenkaan alue, josta yhtiö varsinaisesti hakisi kasvua. Selkeänä tavoitteena on kasvattaa jatkuvaa liikevaihtoa eli ARR-tasoa (Annual Recurring Revenue). Tämä on selvästi arvokkain tulomuoto, mihin verrattuna palveluliikevaihto on selvästi tukitoiminta. Asiakkaita yhtiöllä on käsityksemme mukaan 700-800.

Oscarin liikevaihto (2024: 12,1 MEUR) jakautuu SaaS -tuloihin, taloushallinnon palveluihin ja käyttöönottoprojekteihin. Panostaja raportoi Q3'25:lla ensimmäistä kertaa Oscarin ohjelmistoliiketoiminnan ARR:n, joka oli jakson lopussa 7,6 MEUR. Tätä kautta ARR on noin 62 % tilikauden 2025 liikevaihdosta. Olimme aiemmin arvioineet, että selvästi yli puolet liikevaihdosta on jatkuvaa (SaaS ja ylläpitotuotot) ohjelmistoliiketoimintaa ja loput muodostuu taloushallinnon jatkuvista palveluista sekä käyttöönottoprojekteista. Q1-Q3'25:n aikana ARR on kasvanut noin 9 % edellisen tilikauden lopusta, ja tilikaudella 2024 ARR kasvoi noin 16 %. Tämä tarkoittaa, että liikevaihdon laatu on kasvanut viime vuosina merkittävästi, vaikka kasvu on muuten ollut tiukassa.

Liiketoimintamallia ajetaan kohti SaaS-mallia

Oscar on ollut pitkään ohjelmistojen pilvimurroksessa, jossa ohjelmistoa on kehitetty kokonaisuudessaan pilveen. Tämä murros on nyt jo varsin pitkällä, mutta täydellinen siirtymä vaatii edelleen aikaa. Oscarin uusi, moderni ERP-liiketoiminta-

alusta Oscar P1, julkaistiin tuotannonohjauksen toiminnallisuuden osalta kesäkuussa 2025. Tuotannonsuunnittelun ja myynnin toiminnallisuudet tulevat kuitenkin myöhemmin vuoden 2025 aikana, jolloin ratkaisulta voidaan odottaa liikevaihtoa. Lisäksi kokonaisuus on pitkälti jaettu moduuleihin, joita yhtiöt voivat aktivoida tarpeidensa mukaan. Edelleen Oscarin tuotteet ovat ”kompromissi”, mutta taustalla pilvisiirtymä kuitenkin edistyy hiljalleen.

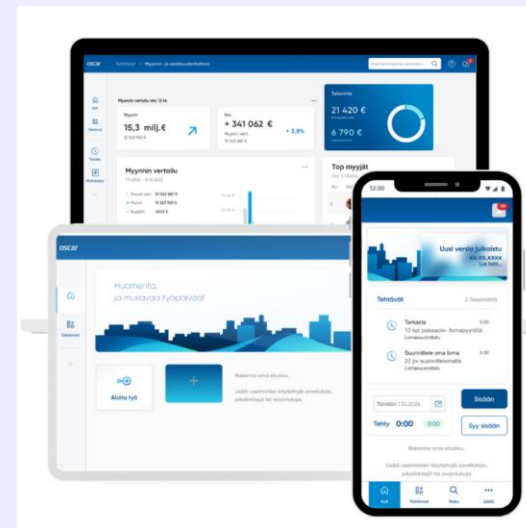
Selkeä painopiste on ARR:n kehittämisessä, mutta lisäksi yhtiö laskuttaa ERP:n asentamisesta ja räätälöinnistä asiakastarpeisiin projekteina. Tämä on kasvuvaiheessa merkittävä osa liikevaihtoa, koska projektit ovat suhteellisen pitkiä ja kalliita riippuen asiakkaan koosta ja hankittavasta kokonaisuudesta. Alkuvaiheen jälkeen Oscar on vahvassa asemassa, koska kyseessä on asiakkaan liiketoiminnan kannalta kriittinen järjestelmä. Näin ollen liikevaihto on suhteellisen pysyvää (”sticky”).

Vaikuttaisi siltä, että Oscar pystyy hiljalleen muuntautumaan aitoon SaaS-pilvipalvelumalliin ja kasvattamaan sekä asiakasmääräänsä että tarjoamaan olemassa oleville asiakkaille laajempia kokonaisuuksia. Tätä kautta yhtiön näkymä on vähintään rohkaiseva, vaikka kehitys on vienyt pitkään ja kasvu on ollut hidasta. Edelleen edessä on merkittäviä T&K-panostuksia, jotta yhtiön tuote saadaan aidosti pilveen ja kunnolla skaalautuvaksi.

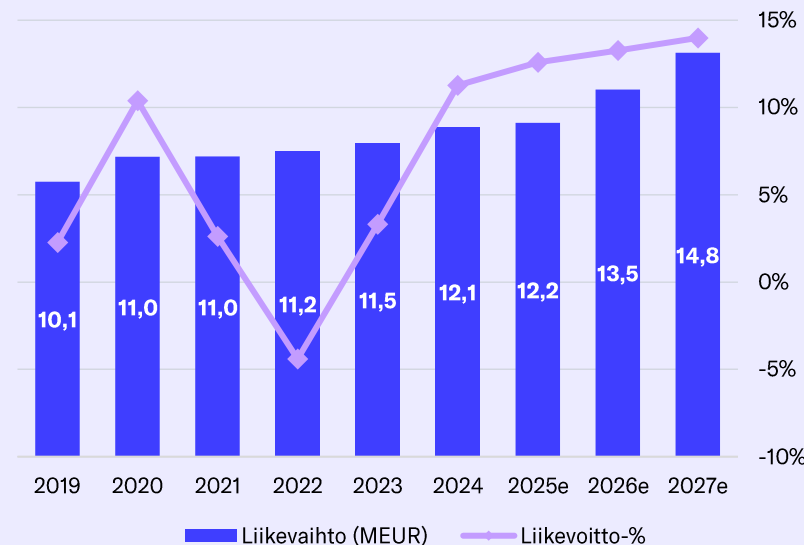
Markkinapotentiaalia riittää

Oscar Softwaren kohdemarkkinat muodostuvat pääasiallisesti pk-yritysten ERP-ohjelmistoista erityisesti ydinalueilla. Kokonaisuudessaan potentiaalisen markkinan koko on yli 300 MEUR, mutta Oscarin tuotteen kilpailukyky on parhaimmillaan merkittävästi pienemmällä alueella. ERP-penetraatioasteen mukana markkina kasvaa tulevaisuudessa hyvää vauhtia.

Toiminnanohjausjärjestelmä (ERP)



Oscar Softwaren avainluvut



Oscar Software 2/2

Markkinapotentiaalia pienelle Oscarille riittää Suomessa ja tätä kautta kasvuajurit ovat hyvät. Myös globaalin SaaS-markkinan kasvunäkymä on vahva. Tällä hetkellä kasvu on maltillista taloustilanteen heikentymisen takia, mutta keskipitkällä aikavälillä odotamme kasvun kiihtyvän.

Kasvu on vihdoin käynnistynyt

Oscarin liikevaihto polki pitkälti paikoillaan 2020-2024, mutta erityisesti ARR on kehittynyt varsin hyvin haastavasta markkinaympäristöstä huolimatta. ARR:n 9 %:n kasvutahti on mielestämme realistinen kasvu myös seuraavan 12 kuukauden aikana, minkä lisäksi Oscar P1 voi kiihdyttää kasvua (lähivuosien kasvuennuste 10 %). Samalla odotamme kasvun tärkeimmän eli jatkuvan ohjelmistoliikevaihdon kasvavan muuta liikevaihtoa nopeammin, mitä kautta yhtiön profiili parantuu. Ennustamme vuoden 2025e liikevaihdon kasvun olevan vain 1 %, jonka jälkeen odotamme kasvun kiihtyvän 10 %:n tasolle tulevina vuosina myös markkinatilanteen parantuessa Suomen talouskasvun mukana. Oleellista on erityisesti SaaS-liikevaihdon kasvu, ja toisaalta skaalautuvan kasvun pullonkaulana ovat raskaat käyttöönottoprojektit. Käsityksemme mukaan käyttöönottoa on saatu helpotettua ja tätä kautta suurin pullonkaula on selvästikin myynnissä.

Uhkana erityisesti kilpailun kiristyminen

ERP-markkinoilla on yleisesti kilpailua ja toimiala on pirstaloitunut. Pienemmät toimijat ovat pääasiassa keskittyneet tiettyyn pienten ja keskisuurien yritysten sektoriin eivätkä suuremmat toimijat kilpaile asiakkuuksista suoraan. Pitkän aikavälin sijoitustarinan kannalta uhkana näemme suurien globaalien ERP-yhtiöiden tarjonnan leviämisen yhä voimakkaammin myös pk-sektorin kevyempiin ratkaisuihin, mahdollisesti myös tekoälyn tehostamana. Oscarin ratkaisussa on automatisointia, mutta oleellinen osa pitää

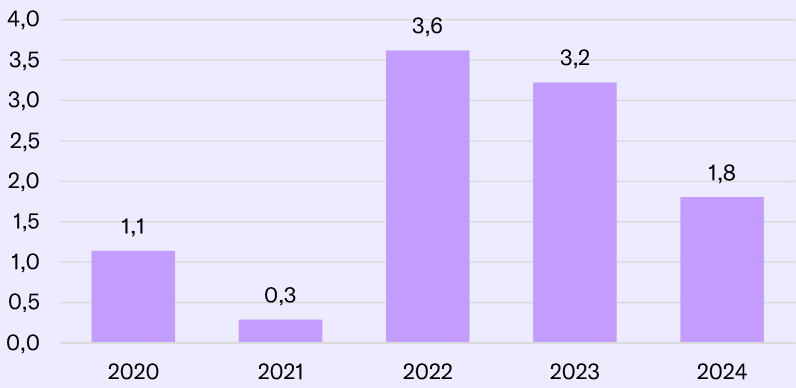
räätälöidä asiakkaan tarpeiden ja järjestelmien pohjalta. Tämä ei tee markkinaa, ainakaan toistaiseksi, houkuttelevaksi skaalautuvaa kasvua hakevalle kansainväliselle jätille. Toki räätälöintiä tekevät paikalliset integraattorit, mutta näiden motivaatio kehittää ohjelmistoa eteenpäin on rajallinen.

Yhtiön merkittävimpiä kilpailijoita ovat arviomme mukaan Helsingin pörssiin listattu Lemonsoft ja Microsoft 365 Business Central -ohjelmistonsa kautta, joiden lisäksi yhtiöllä on runsaasti pienempiä kilpailijoita. Lemonsoft päihitti Oscarin avainlukuilla selvällä marginaalilla, mutta viime vuonna Oscarin orgaaninen kasvu oli Lemonsoftin negatiivista lukua korkeampi. Lemonsoft on merkittävästi suurempi ja kannattavampi, mutta Oscarille antamamme arvo on varsin marginaalinen verrattuna Lemonsoftin arvostukseen (markkina-arvo yli 130 MEUR) pörssissä, mitä kautta suuremman skaalan tuoma kilpailuetu on mielestämme vähintäänkin riittävästi huomioitu.

Selkeä tulevaisuuden arvoajuri

Arvotamme Oscarin toistaiseksi alhaisilla arvostuskertoimilla (2025e EV/EBITDA yli 7x), mutta suhteellisesti erittäin vahvan taseen ansiosta Oscar-omistuksen markkina-arvo (18 MEUR) nousee silti erittäin merkittäväksi. Jos Oscarin kasvu piristyy odotuksiemme mukaisesti ja Oscar P1 osoittautuu kilpailukykyiseksi lähivuosina, yhtiön arvostuksessa olisi mielestämme merkittävästi nousuvaraa. Oscar on jo nyt merkittävä arvoajuri Panostajalle, ja potentiaalia on paljon käyttämättä. Toimiala tarjoaa yhtiölle keskipitkällä aikavälillä vahvat kasvunäkymät, ja erityisesti jatkuvan liikevaihdon kasvun kautta myös kannattavuudessa on merkittävästi parantamisen varaa tulevina vuosina. Kannattavan kasvun kautta arvostuskertoimet nousisivat merkittävästi, mutta tämä vaatii vielä lisätodisteita yhtiön ja sen tuotteen kilpailukyvystä.

Korolliset nettovelat (MEUR, IFRS)



Arvonmääritys	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2025e)	6,5	- 8,0
EV/EBIT (2025e)	10,8	- 13,3
EV/S (2025e)	1,4	- 1,7
Arvohaarukka (MEUR)	17	- 20
Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	18,5	MEUR
Alakonsernin nettovelat	1,0	MEUR
Markkina-arvo	17,6	MEUR
Panostajan osuus	10,2	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	10,1	MEUR

Lenio 1/2

Uudella yritysostolla liikkuvan työn markkinaa

Panostaja sijoitti kesäkuussa liikkuvan työn SaaS-ratkaisua toimittavaan Lenioon. Panostajan kokonaissijoitus on noin 2,5 MEUR. Lenion toteutunut velaton arvo järjestelyssä oli 3,8 MEUR ja Panostajan omistusosuus transaktion jälkeen Lenio Oy:ssä on noin 55 %. Maksetun arvostuksen valossa (2025e EV/S yli 4x) Lenion viime vuosien vahvaa kasvua täytyy pystyä ylläpitämään tulevina vuosina omistaja-arvon luomiseksi.

Vuonna 2013 perustetulla Leniolla on yli sadan pk-yrityksen asiakaskunta eri toimialoilta muun muassa asennus-, asiantuntija-, kunnossapito- ja rakennusosalta sekä energia- ja turvallisuusosalta. Asiakaskunnassa on käsityksemme mukaan myös suurempia yhtiöitä, joiden sisällä yhtiöllä on kasvupotentiaalia. Yhtiön mukaan liikkuvan työn määrä on jatkuvassa kasvussa ja jossain määrin nämä toimialat ovat vielä alipalveltuja, mikä luo kasvavan markkinan tämän vertikaalin ERP-ohjelmistoratkaisuille. Lenio työllistää noin 10 työntekijää. Lenion perustajat ja johto jatkavat avainhenkilöinä yhtiössä sekä merkittävinä vähemmistöomistajina. Käsityksemme mukaan yrityksen tuotetta kehitettiin alkuvaiheessa sivuprojektina perustajien muiden töiden ohessa ja vasta viimeiset noin 6-7 vuotta yhtiötä on kehitetty enemmän täysipäiväisellä otteella.

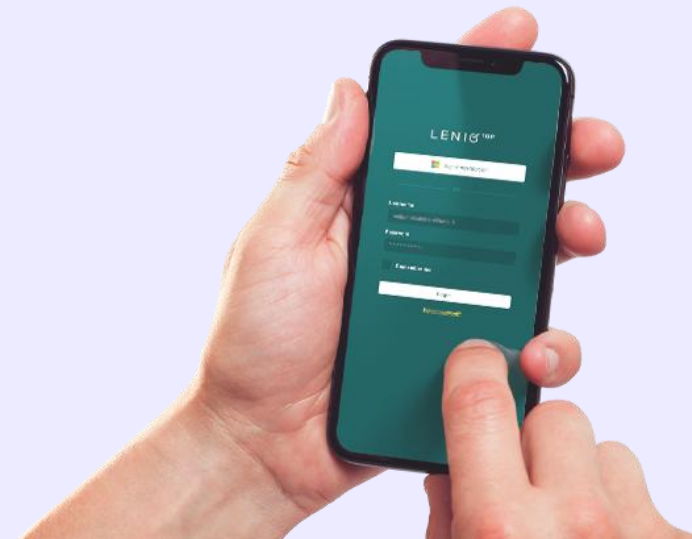
Liikkuvan työn markkina kasvaa, mutta kilpailua riittää

Liikkuvan työn markkina on voimakkaassa kasvussa. Karkea arvio on, että toimialalta voidaan odottaa noin 10 %:n vuosittaista kasvua tulevina vuosina. Digitalisaation vaateet kasvavat jatkuvasti, ja käynnissä on siirtymä vanhemmista ratkaisuista, osin geneerisistä taloushallintopalveluista -ja ohjelmistoista sekä osin myös perinteisestä Excel-taulukoista (erityisesti pienemmissä yhtiöissä). Relevantin toimialan kokoa on vaikea arvioida, koska samaa tarvetta voivat täyttää sekä

laajat kokonaisratkaisut että Lenion tyyppiset pistemäiset ratkaisut. Periaatteessa laajat kokonaisratkaisut sisältävä markkina voi olla Suomessa yli 200 MEUR:n kokoluokassa, mutta Lenion markkina ratkaisun nykyalaajuudessa lienee yli 50 MEUR. Se, miten suuri osa tästä markkinasta on lopulta tavoitettavissa kilpailevien ratkaisujen paineessa, on toistaiseksi arvoitus. Markkinan voimakas kasvu antaa kuitenkin reilusti mahdollisuuksia edelleen pienelle Leniolle.

Kilpailua toimialalla on paljon ja eri toimijoilla on selkeästi eri vahvuuksia. Arviomme mukaan Suomen markkinoilla on useita kymmeniä erilaisia ratkaisuja, joilla voi ainakin teoriassa ratkaista samoja ongelmia mitä Lenio ratkaisee. Kilpailukentällä tulevat vastaan seurannassamme olevat Admicom ja Lemonsoft, joiden kokonaisratkaisut sisältävät myös Lenion kanssa kilpailevat ratkaisut, sekä tietyt pienemmät erikoistuneet toimijat. Admicomin kohdalla kyseessä on Flex, joka on perua Hillava -yritysostosta, ja Lemonsoftin palettiin kuuluu yritysostolla hankittu Kellokortti. Näkemyksemme mukaan alalletulokynnys ei ole valtava ohjelmistokehittämisen helpotettua historiasta, mutta laajasti soveltuvan ja yhteensopivan SaaS-palvelun rakentamisessa on omat haasteensa. Suurimman kynnyksen näemme liiketoiminnan skaalaamisessa merkittävään kokoluokkaan kireässä kilpailussa, mitä kautta tarjolla olisi skaalaetuja.

Pienempiä kilpailijoita on näkemyksemme mukaan paljon. Suhteellisen suoria kilpailijoita ovat mielestämme esimerkiksi Maxtech ja Evelia ainakin talotekniikan alueella. Visman omistama Movenium on käsityksemme mukaan johtava urakoinnin segmentillä, jossa vahva on myös Fondion. Myös Easoft, joka oli edellinen suurempi yritysjärjestely sektorilla, voidaan mainita. Markkinoilla on sekä geneerisempiä että toimialakohtaisia ratkaisuja (erityisesti rakennussektorille).



Lenio 2/2

Näkemyksemme mukaan Lenio on geneerinen ja erikoistunut ratkaisu, ja yhtiö pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan helpolla ja nopealla käyttöönotolla sekä ohjelmiston helppokäyttöisyydellä. Lisäksi ratkaisun hintapiste on laajoja ERP-ratkaisuja alhaisempi, mitä kautta se soveltuu myös pienemmille yhtiöille eikä kilpaile niin suoraan laajempien ERP-pakettien kanssa (Admicom ja Lemonsoft).

Taloudellinen kehitys ja ennusteet

Viime vuosina Lenion liikevaihdon kasvu on ollut hyvää ja keskimääräinen vuosikasvu vuosien 2020-2024 välillä on ollut noin 20 %. Vuonna 2024 liikevaihto kasvoi 25 % 0,74 MEUR:oon haastavasta markkinatilanteesta huolimatta. Yhtiön jatkuvalaskutteinen ARR-kanta tilikauden 2024 lopussa oli noin 0,7 MEUR, joten valtaosa on arvokasta jatkuvaa tulovirtaa. Vuoden 2025 alusta yhtiön ohjelmistoliiketoiminnan jatkuva vuosilaskutus on kasvanut noin 9% tilikaudesta 2024.

Pienestä kokoluokasta johtuen kannattavuus on vielä matalalla tasolla ja viime vuonna liikevoitto oli nollan tuntumassa. Rahavirta on oletettavasti selvästi tulosta heikompaa, koska tuotekehityskustannuksia on aktivoitu tulokseen yli 100 TEUR vuosittain 2022-2024. Vuoden 2024 lopussa taseessa oli noin 520 TEUR aktivoituja T&K-menoja.

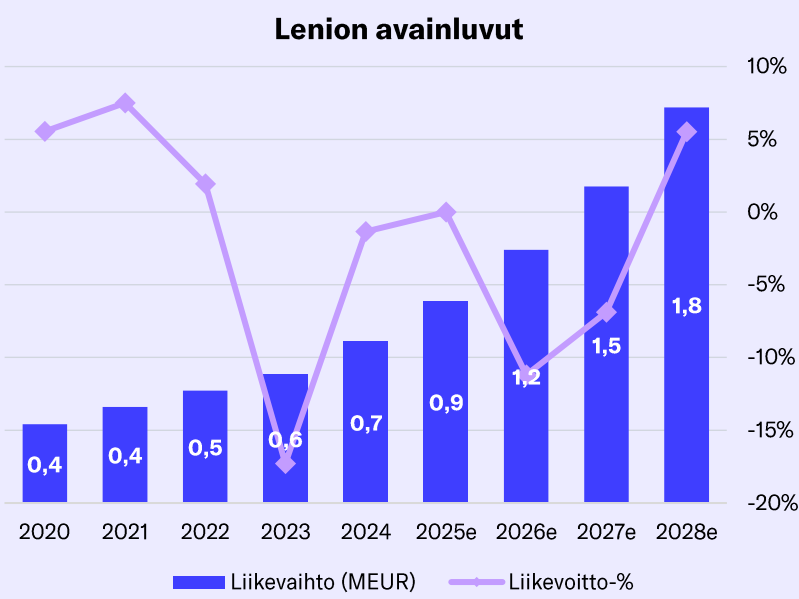
Panostajan sijoituksen myötä orgaanista kasvua on tarkoitus kiihdyttää. Kasvurahoituksen turvin Lenio pystyy tuomaan tuotteeseensa uusia ominaisuuksia ja tarjontaa sekä vahvistamaan kaupallista organisaatiotaan. Lähivuosina kasvustrategian fokus on Suomessa, mutta pidemmällä aikavälillä tuotteella on tarkoitus pyrkiä laajentumaan myös kansainvälisille markkinoille. Strategiset yritysostot ovat myös työkalupakissa vaihtoehtona kasvun ja yhtiön kokonaistarjonnan vauhdittamiseksi.

Ennusteskenaariossamme olemme olettaneet, että vuonna 2025 kasvu on noin 25 % ja liikevaihto nousee 0,9 MEUR:n tasolle. Liiketuloksen odotamme olevan hieman miinuksella. Oletamme 25 %:n kasvun jatkuvan vuosina 2026-2029, mutta liiketuloksen käyvän hieman tappiolla jakson alkuvaiheessa ja kääntyvän selvästi positiiviseksi jakson loppua kohti. Mahdollinen kansainvälinen laajentuminen voisi kuitenkin muuttaa tulostasoa nopeasti. Vahvasta kasvusta huolimatta Lenion liikevaihto on ennusteskenaariossa 2,8 MEUR vuonna 2030, mikä on edelleen saavutettavissa Suomen markkinalla senkin kasvaessa. Näkemyksemme mukaan kasvusta tulee tämän jälkeen Suomessa merkittävästi hankalampaa ainakin ilman tarjonnan laajentamista. Kannattavuuden merkittävä ja kasvava skaalaaminen vaatisi mielestämme suurempaa kokoluokkaa, mutta potentiaalia on sinänsä paljon.

Sijoitustarinan arviointi ja hyväksyttävä arvostus

Järjestelyssä maksettu arvostus vastaa reilua 4x EV/S-kerrointa vuoden 2025 ennusteella, joten arvostukseen on leivottu merkittäviä kasvuodotuksia. Voittajia sektorilta on hankala arvioida, mutta Panostajan tukemana näemme Lenion kasvun noin 3 MEUR:n kokoluokkaan hyvin mahdollisena ja tässä kokoluokassa tällä hetkellä kuumalla sektorilla yhtiön valuaatio olisi kasvanut merkittävästi (kateprofiilin säilyessä).

Lenion arvonluonti nojaakin tulevat vuodet ensisijaisesti kasvuun, mutta pitkällä aikavälillä skaalautuva SaaS-liiketoimintamalli mahdollistaa myös hyvän kannattavuuden kovimman kasvuvaiheen jälkeen. Haastavaa merkittävän kokoluokan saavuttaminen kilpailulla markkinalla tulee olemaan, mutta toistaiseksi näemme kuitenkin Lenion tuotto-odotuksen varsin hyvänä. Arvotamme Panostajan omistuksen toistaiseksi sijoituksen arvolla.



Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	3,8	MEUR
Alakonsernin nettovelat	-0,8	MEUR
Markkina-arvo	4,6	MEUR
Panostajan osuus	2,5	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	2,5	MEUR

Hygga 1/2

Toiminnanohjausta terveydenhuoltojärjestelmän tehostamiseen

Hygga tarjoaa Hygga Flow -toiminnanohjausjärjestelmää lisensoituna palveluna julkisen ja yksityisen puolen hammas- ja perusterveydenhoitoon. Yhtiöllä on Helsingin Kampissa omaan palvelukonseptiin ja toiminnanohjausjärjestelmään perustuva hammaslääkäriasema. Aseman toiminta perustuu asiakaslähtöiseen toimintatapaan, jossa asiakkaille tarjotaan kaikki hammashuollon palvelut yhdellä käynnillä ilman jonoja. Hammaslääkäriasemalla Hygga pyrkii todistamaan käytännössä Hygga Flow -järjestelmän edut, mutta toistaiseksi asema tuo myös leijonan osan yhtiön liikevaihdosta ja määrää pitkälti myös yhtiön tuloskehityksen. Viime vuosina lähes puolet Hyggan liikevaihdosta on toisaalta tullut Helsingin kaupungin ostopalvelusopimuksesta, mikä on tärkeää huomioida taloudellista kehitystä katsottaessa.

Hygga kehitti alun perin hammashuoltoon tarkoitetun toiminnanohjausjärjestelmän, jolla hoitoresursseja pystytään allokoimaan tehokkaasti. Asiakkaalla ei ole tiettyä hammaslääkärää, vaan järjestelmä ohjaa ensimmäiseen vapaaseen huoneeseen. Asiakkaille järjestelmä näkyy ajanvarausjärjestelmänä, joka normaalista poiketen ei anna tarkkaa alkamisaikaa vaan arvion todennäköisestä ajasta ja varoittaa asiakasta ajan lähestyessä. Näin asiakkaan ei tarvitse juurikaan jonottaa paikan päällä, joskin hänen täytyy olla ”valmiudessa” toimipisteen läheisyydessä. Tämä mahdollistaa myös sen, että asiakkaan ennalta tunnistamattomat tarpeet voidaan hoitaa yhdellä käynnillä, kun hoitoresurssit ohjataan asiakastarpeen mukaan.

Klinikan kannalta järjestelmä yhdistää tarpeet ja resurssit. Lääkärien lisäksi järjestelmässä ovat suuhygienistit ja hoitajat suunterveydenhoidon puolella. Liiketoiminnan kannalta

järjestelmä tarkoittaa henkilöresurssien parempaa käyttöastetta ja sitä kautta parempaa kannattavuutta henkilöstökulujen ollessa suurin kuluerä. Lisäksi terveydenhuoltosektorilla pullonkaulana on ollut henkilöstöpula. Lähtökohtaisesti kysyntää siis pitäisi olla.

Yleisterveysdenhuolto ja kansainvälistyminen

Merkittävää läpimurtoa hammashuollon puolella ei ole tullut, ja jo vuosia sitten Hygga päätti laajentaa kohderyhmäänsä myös perusterveydenhuoltoon. Logiikka täällä oli sama, sillä järjestelmän hyödyt voivat olla merkittäviä resurssipulan takia. Kotimaassa yhtiön mielenkiinto on ollut varsinkin yleisterveysdenhuollon palveluratkaisujen kehittämisessä. Hyggan referensseihin kuuluvat ainakin Itä-Uudenmaan, Satakunnan, Keski-Suomen, Etelä-Karjalan, Kanta-Hämeen, Pirkanmaan ja Pohjanmaan hyvinvointialueet. Taloudellinen menestys on kuitenkin jäänyt heikoksi. Q3'25-katsauksessa yhtiö kertoi Suomen hyvinvointialueiden taloudellisen haasteiden johtaneen Hygga Flow -sopimusten irtisanomisiin, ja yhtiön mukaan kilpailutilanne kotimaassa on säilynyt erittäin kovana, mikä painaa hinnoittelua. Kokonaisuudessaan liiketoimintamahdollisuudet vaikuttavatkin rajallisilta ainakin sote-sektorin sotkujen keskellä, vaikka tarvetta ratkaisulle olisi.

Lisäksi yhtiö on pyrkinyt pidempään myös kansainvälisille markkinoille. Ruotsin lisäksi kiinnostusta Hyggan ratkaisuihin löytyy periaatteessa ympäri Euroopan, ja yhtiö sai aiesopimuksen muun muassa belgialaiselta sairaalalta Hygga Flow -ratkaisun kehittämisestä radiologian sovelluksiin sairaalaympäristössä. Kansainvälistyminen on silti edennyt hitaasti, eikä läpimurtoa ole edelleenkään näköpiirissä. Pienien purojen metsästäminen ei välttämättä ole kaupallisesti kannattavaa kansainvälisesti, ellei parempaa mallia löydy.

Hygga Flow – Kerralla kuntoon

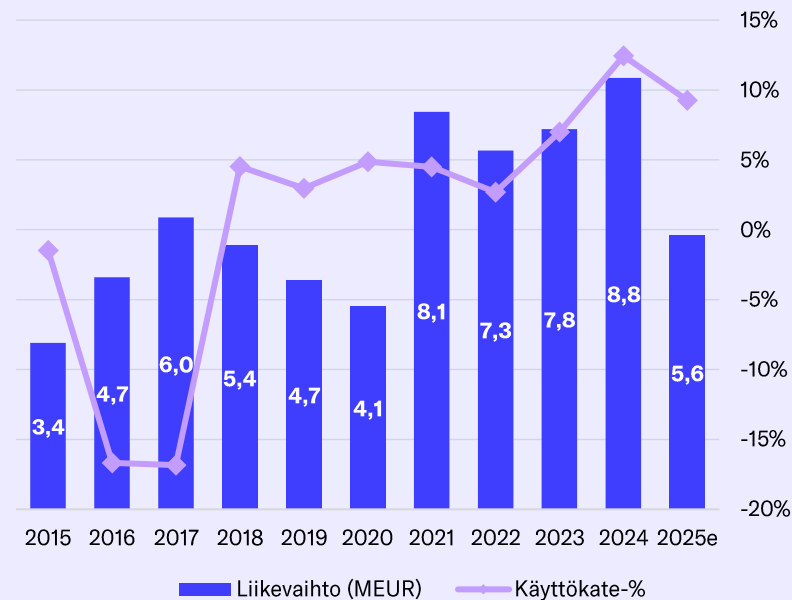
Perinteisessä hoitoprosessissa: 3 käyntiä



Hyggan Kerralla kuntoon -mallissa: 1 käynti



Hyggan avainlukujen kehitys



Hygga 2/2

Taloudellinen kehitys

Hygga otti tilikaudella 2021 hurjan kasvuloikan (liikevaihto 8,1 MEUR, +96 %) klinikka-liiketoiminnassa, missä taustalla on tilikauden alussa käynnistynyt Helsingin kaupungin ostopalveluliiketoiminta. Liikevaihtoa sopimus toi paljon, mutta katteet siinä olivat arviomme mukaan lähes nollassa. Kolmen vuoden sopimuskausi päättyi tilikauden 2024 lopussa, mitä kautta tilikaudella 2025 liikevaihdosta Hyggan poistuu arviomme mukaan lähes puolet. Kannattavuuden kannalta suurempi isku lieenee kuitenkin ohjelmistoliikevaihdon lasku sopimusten irtisanomisien kautta. Ohjelmistoliiketoiminnassa kannattavuudet ovat korkeita, mutta ostopalveluliiketoiminnassa tilanne on vastakohtainen.

Hyggan kannattavuus on ollut käytännössä vuodesta 2018 suunnilleen samalla tasolla. Käyttökatemarginaali pysytteli pitkään noin 5 %:n tasolla, mutta tilikaudella 2024 taso nousi yli 12 %:n tasolle. Silloin myös liiketulos nousi ensimmäistä kertaa positiiviseksi (2024: 0,4 MEUR), mikä loi uskoa siihen, että Hygga omistuksellakin voisi olla arvoa. Tilikauden 2025 alku oli kuitenkin surullinen, kun liikevaihto romahti Helsingin kaupungin ostosopimuksen mukana ja yhtiö kertoi ohjelmistosopimusten irtisanomisista hyvinvointialueilla. Nyt näkymä on jälleen vähintäänkin kyseenalainen, ja arvioimme käyttökatemarginaalin painuvan ainakin asteen alaspäin ja liiketuloksen palaavan jälleen nollassa. Yleisesti kireä kilpailutilanne tuskin muuttuu oleellisesti, mitä kautta Kampin toimipisteen kannattavuus tuskin paranee voimakkaasti. Korkeakatteisen ohjelmistoliiketoiminnan merkittävän kasvun mukana kannattavuus voisi tietysti parantua merkittävästi, mutta täälläkin tilanne vaikuttaa haastavalta.

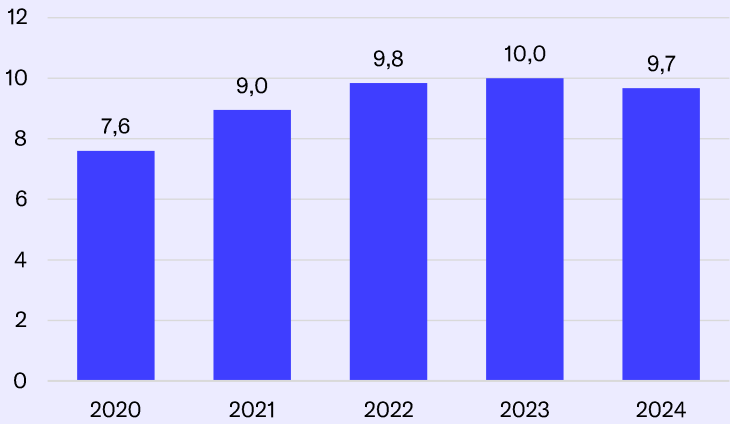
Mielestämme tulospotentiaali keskittyy joka tapauksessa

periaatteessa skaalautuviin lisenssituloihin, jotka ovat arviomme mukaan noin 0,2-0,4 MEUR/neljännes. Mikäli yhtiö onnistuisi kasvattamaan ohjelmistoliikevaihtonsa osuutta merkittävästi, voisi tulos ja sitä kautta sijoitustarina näyttää huomattavasti paremmalta. Myyntisyklit ovat kuitenkin pitkiä, kehitys on ollut hidasta eikä nopeaa parannusta ole näkyvissä.

Hyväksyttävä arvostus

Hyggan liiketoiminnalla ja tuotteella on arvoa, mutta lisenssituloja pitäisi pystyä nostamaan merkittävästi ennen kuin yritysarvo (EV) nousee yli 9,7 MEUR:n nettovelkojen. Panostajan Hygga-omistuksen (79,8 %) arvo jääkin historiassa kertyneen nettovelan alle, ja annamme sille osien summassamme 0 MEUR:n markkina-arvon. Tilanne voi muuttua tulevaisuudessa, jos lisenssikauppoja alkaa syntyä (Suomessa ongelmana sote) tai kansainvälisillä markkinoilla. Negatiivisella puolella Hyggan mahdollinen konkurssi voisi tarkoittaa Panostajan emoyhtiölle luottotappioita. Käsityksemme mukaan emoyhtiöllä on Hyggalta korollisia saamisia, mutta summa on isossa kuvassa väkisinkin rajallinen. Näiden kautta Hyggan arvo voi lopulta olla jopa negatiivinen Panostajalle, mutta toistaiseksi nolla on mielestämme paras arvio.

Korolliset nettovelat (MEUR, IFRS)



Arvonmääritys	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2025e)	7,0	-	10,0
EV/EBIT (2025e)	-24,4	-	-34,8
EV/S (2025e)	0,6	-	0,9
Arvohaarukka (MEUR)	3,6	-	5,2

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

Gugguu -osakkuusyhtiö

Yhtiökuvaus ja liiketoiminta

Vuonna 2012 perustettu Gugguu suunnittelee ja valmistaa korkealaatuisia lastenvaatteita ekologisista sekä laadukkaista materiaaleista. Tuotteita ovat lasten sisä- ja ulkovaatteet sekä lasten asusteet. Lisäksi kierrätykseen kannustavaa Gugguu Preloved -kauppaa on kehitetty muun liiketoiminnan ohella. Gugguu on tunnettu erityisesti laadustaan ja yhtiön periaatteena on ollut, että asiat tehdään laadukkaasti tai niitä ei tehdä ollenkaan.

Yhtiö myy tuotteita pääosin oman verkkokauppansa kautta, mutta yhtiöllä on myös jälleenmyyjäverkosto Suomessa ja ulkomailla. Viennin osuus Gugguun liikevaihdosta on kuitenkin toistaiseksi pieni, mutta viime vuonna yhtiön ensimmäinen tytäryhtiö aloitti toimintansa Norjassa. Verkkokauppa ja pop-up -myymälä lanseerattiin Oslossa viime syyskuussa, mikä on ensimmäisiä konkreettisia askeleita pitkään suunnitellussa kansainvälistymistarinassa.

Sijoitustarinan perusteet

Panostaja sijoitti yhtiöön vuonna 2018 ja omistaa yhtiöstä 43 %. Tätä kautta Gugguu on Panostajan osakkuusyhtiö, eikä yhtiön lukuja yhdistellä muiden sijoituskohteiden tapaan Panostaja-konserniin. Gugguu on historiassa menestynyt Suomessa ja pystyi luomaan lyhyessä ajassa mielenkiintoisen brändin, mitä kautta olemme nähneet Gugguussa mielenkiintoisen pitkän aikavälin kasvutarinan. Panostajan tavoitteena oli vauhdittaa erityisesti Gugguun kasvua ja auttaa Gugguuta erityisesti panostuksissa, jotka liittyvät verkkokaupan kehittämiseen, kansainvälistymiseen ja brändäykseen. Tässä ei ole kuitenkaan onnistuttu.

Kansainvälistyminen tyssäsi nopeasti koronapandemian aiheuttamiin hankaluuksiin. Vuonna 2021 nähtiin elpymistä,

mutta tämän jälkeen kuluttajien heikkous ja kulutuskäyttäytymisen muutos heikensi kysyntää erityisesti Gugguun premium-kategoriassa. Tämä on pienentänyt samalla myös kansainvälistymiseen liittyviä resursseja, kun fokus on täytynyt kääntää kannattavuuden suojelemiseen. Viime vuosina Gugguun taloudellinen kehitys ja toisaalta Panostajan sijoituksen arvonkehitys ovatkin olleet heikkoja.

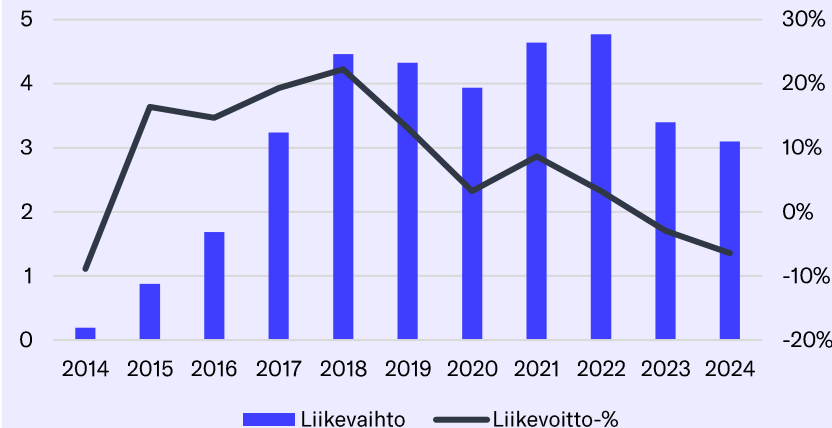
Taloudellinen kehitys ja sijoituksen arvo

Gugguun liike-tulos (2018: 1,0 MEUR) on laskenut voimakkaasti Panostajan sijoituksen jälkeen. Viime vuosina myös liikevaihto on laskenut voimakkaasti, ja tilikaudella 2024 liike-tulos oli jo selvästi tappiollinen. Gugguun tulosvaikutus esitetään omalla rivillään konsernin tuloslaskelmassa. Osuus osakkuusyrityksen tuloksesta oli lievästi tappiollinen -0,1 MEUR vuonna 2024.

Vuoteen 2025 Gugguu lähti optimisella ajatuksella, kun kuluttajien ostovoiman odotetaan hiljalleen vahvistuvan. Edessä on uuden tuoteryhmän lanseeraus, ja työ Norjan markkinan vahvistamisessa ja kansainvälisen kasvun tukemisessa jatkuvat. Q1-Q3'25:llä liikevaihto on kuitenkin ollut edelleen laskussa (1,9 MEUR vs. Q1-Q3'24: 2,3 MEUR) ja liike-tulos oli -0,2 MEUR tappiolla (Q1-Q3'24: -0,2 MEUR). Vaikeudet ovat jatkuneet erittäin hankalassa markkinassa.

Emme ole tehneet Gugguulle erillistä arvonmääritystä, vaan hyväksyneet toistaiseksi Panostajan taseessa olevan arvon osakkuusyhtiöille. Tämä oli Q2'25:lla 1,55 MEUR, mikä on mielestämme nykytilanteessa suhteellisen korkea arvo 43 %:n omistusosuudelle Gugguusta tulokunto huomioden. Emme kuitenkaan ole luovuttaneet yhtiön tulevaisuuden näkymän osalta, mitä kautta hyväksymme ainakin toistaiseksi tasearvon sijoitukselle. Käsityksemme mukaan Gugguulla ei ole merkittävää nettovelkaa.

Gugguun liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne ja konserniennusteet 1/2

Emoyhtiöllä on merkittävä nettokassa

Panostajan tase oli voimakkaasti velkaantunut vielä tilikaudella 2017, mutta tilanne korjaantui KotiSun-myyntin jälkeen Q1'18 (Panostajan osuus myyntihinnasta ~38 MEUR). Tämän jälkeen taserakenne heikkeni 2020-2021 koronapandemian vaikuttaessa negatiivisesti Panostajan kohdeyrityksiin, minkä lisäksi Panostaja siivosi tilikaudella 2021 heikommin kehittyneitä sijoituksiaan myydessään Helakeskuksen, Heatmastersin ja Spectran. Vuonna 2022 yhtiön myi enemmistön Carrotista. Tasetilanne parani entisestään, kun Grano myi SokoPron ja palautti Panostajalle pääomia. Tämän jälkeen kehitys on ollut suhteellisen vakaata.

Q3'25:n lopussa emoyhtiön nettokassa oli 12,2 MEUR, missä näkyvät myös emoyhtiön korolliset saamiset (viereisessä graafissa ja taulukossa konserniluvut). Tilikauden 2024 lopussa emoyhtiön korolliset saamiset olivat maltilliset 1,4 MEUR ja nämä lasketaan emoyhtiön nettovelkaan, mutta ne eivät ole saatavilla olevaa käteistä. Silti Panostajalla on merkittävästi ”kuivaa ruutia”, mikä on mielestämme nykyisessä markkinatilanteessa suotavaa.

Rahoitusjärjestelyt antavat joustoa

Yhtiö pyrkii nykyisten taloudellisten tavoitteiden mukaan 40 %:n omavaraisuusasteeseen sekä siihen, että normaalitilanteessa emoyhtiö on velaton. Panostajan omavaraisuusaste on ollut tilikausina 2020-2024 alle tavoitellun 40 %:n, missä taustalla oli heikot taloudelliset tulokset ja IFRS 16 -standardin käyttöönotto. Yleisesti taloudellinen tilanne on kuitenkin hyvä varsinkin, jos eliminoidimme IFRS 16 -standardin vaikutukset (2024 vaikutus nettovelkoihin 26,6 MEUR). Panostajalla on käytössään myös 11 MEUR:n yritysostolimiitti, joka antaa yhtiölle joustavuutta ja

kykyä reagoida tarvittaessa nopeasti.

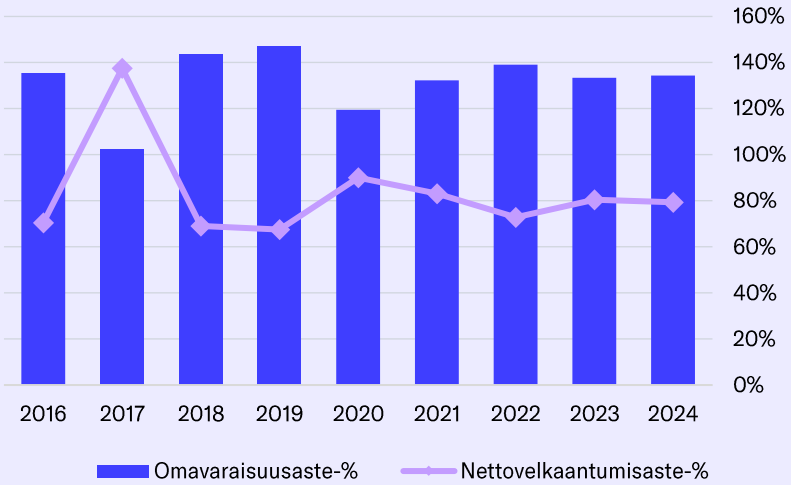
Pääoman allokointi kriittistä lähivuosina

Panostajalla on edelleen edessä merkittäviä pääoman allokointipäätöksiä (osingot, kasvuinvestoinnit, yritysostot tai sekoitus näistä), joilla on merkittävä vaikutus yhtiön tulevaisuuteen. Emoyhtiön merkittävä nettokassa avaa yhtiölle mahdollisuuksia aikaan, jolloin arvostustasot Suomessa ovat yleisesti maltillisia. Lenio oli ensimmäinen oleellinen uusi avaus Panostajalta sitten vuoden 2018, ja suurempia lisäsijoituksia on tehty viime vuosina ainoastaan CoreHW:hen. Sijoitusrintamalla on siis ollut varsin hiljaista jo yli viisi vuotta.

Aktiviteettia on käsityksemme mukaan ollut ja osa neuvotteluista on edennyt myös pitkälle, mutta lopullisesta arvostuksesta tai kauppaehdoista ei ole päästy yhteisymmärrykseen. Ilmeisesti usealle ostokohteelle on lopulta löytynyt ostaja, joka on maksanut enemmän. Markkinoilla on edelleen suuria määriä pääomia etsimässä kohteita, joten laadukkaista kasvuyhtiöistä käydään kovaa kilpailua. Sinänsä pidämme Panostajan kurinalaisuutta positiivisena, mutta mielestämme yhtiöllä on Lenion jälkeenkin tietty paine tehdä ostoksia, jotta yhtiön rakennemuutos saisi edelleen lisävauhtia.

Näkemyksemme mukaan Panostajan pitäisi pyrkiä keskipitkällä aikavälillä kasvamaan merkittävästi suurempaan kokoluokkaan, koska yhtiön sinänsä maltilliset konsernikulut ovat korkeat suhteessa yhtiön sijoitettavaan pääomaan. Silloin yhtiö voisi saada suuremman osan sijoitustuotoista osakkeenomistajille ja sitä kautta pienentää nykyistä sijoitusyhtiöalennusta.

Taserakenteen kehitys



Rahoitusasema (MEUR)	2020	2021	2022	2023	2024
Korolliset velat	103,4	75,3	61,0	57,1	49,8
Korolliset saamiset	5,1	4,8	4,4	4,3	1,4
Rahavarat	34,3	14,2	14,3	10,4	9,1
Korolliset nettovelat	64,0	56,3	42,3	42,4	39,3
Oma pääoma	71,0	67,7	58,1	52,6	49,6
Nettovelkaantumisaste-%	90,1 %	83,1 %	72,8 %	80,5 %	79,3 %
Omavaraisuusaste-%	33,6 %	37,2 %	39,1 %	37,5 %	37,8 %

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	104	95,8	93,5	93,5	94,0
Liikearvo	47,3	47,6	47,6	47,6	47,6
Aineettomat hyödykkeet	7,6	8,3	9,2	9,2	9,2
Käyttöomaisuus	33,4	27,4	24,3	24,3	24,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Laskennalliset verosaamiset	9,2	9,5	9,5	9,5	9,5
Vaihtuvat vastaavat	37,5	36,1	35,4	37,1	37,6
Vaihto-omaisuus	5,3	5,3	5,5	5,5	5,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	21,8	21,7	21,3	22,7	22,7
Likvidit varat	10,4	9,1	8,6	8,9	9,2
Taseen loppusumma	141	132	129	131	132

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	52,6	49,6	49,1	49,9	50,5
Osakepääoma	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kertyneet voittovarot	8,9	5,0	4,8	5,6	6,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	18,1	18,2	18,2	18,2	18,2
Vähemmistöosuus	20,1	20,9	20,6	20,6	20,6
Pitkäaikaiset velat	48,8	42,9	40,7	40,4	40,0
Laskennalliset verovelat	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	42,8	36,8	34,6	34,3	33,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	39,9	39,3	39,2	40,3	41,1
Korolliset velat	10,0	13,0	11,5	11,4	11,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	29,9	26,3	27,7	28,9	29,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	141	132	129	131	132

Taloudellinen tilanne ja konserniennusteet 2/2

Ennusteisiin pieniä muutoksia Q3-tuloksen jälkeen

Panostajan Q3’25-tulos oli pitkälti odotuksiemme mukainen, kun liikevoitto oli 0,9 MEUR ja ennusteamme 0,8 MEUR. Suuria poikkeuksia suhteessa odotuksiimme ei löytynyt yhdestäkään sijoituskohteesta, vaikka arvoajureista sekä CoreHW että Oscar jäivät hieman ennusteistamme liikevaihdon kasvun hydyttyä. Näkymissä odotimme Lenion kysyntänäkymän olevan hyvä, mutta tämäkin jäi muiden sijoituskohteiden tavoin tyydyttävä - tasolla. Tämä lienee kuitenkin enemmän yhtiön tulkintatapa verrata vallitsevaa markkinatilannetta oletettuun normaalitilanteeseen, eikä ”pettymys” tätä kautta heijastunut suoraan kasvuennusteisiimme.

Tilikauden 2025 tulosennusteamme nousivat muutama satatuhatta päivityksen yhteydessä, mutta iso kuva on mielestämme käytännössä ennallaan. Pienten lukujen matematiikan takia muutokset ovat kuitenkin prosentuaalisesti suuria.

Odotamme lähivuosina tuloskasvua, mutta riskejä on

Odotamme Panostajalta lähivuosilta tuloskasvua, missä on taustalla pääasiassa 1) Granon liikevaihdon vakautuminen ja tehostamistoimien kautta lievästi laskeva kulurakenne sekä 2) Oscarin ja CoreHW:n kannattava kasvu. Muihin liiketoimintoihin ei sisälly oleellisia odotuksia vielä lähivuosina, kun Lenio panostaa voimakkaasti kasvuun ja Hygga jatkaa ennusteissamme selviytymistaistelua. Käytännössä odotamme konsernituloksen nousevan ensi vuonna lievästi positiiviseksi, mitä kautta kääntyisi myös oman pääoman kehitys. Pidemmällä tulevaisuudessa tulosennusteita tukee erityisesti oletukset CoreHW:n ja Oscarin kasvun jatkumisesta, jolloin niiden rooli kokonaisuudessa kasvaisi edelleen.

Suurin riski mahdollisille tulospettymyksille tulee mielestämme Suomen talouskehityksen kautta. Suomen talouden elpyminen antaa edelleen odottaa itseään, mutta lähivuosien ennusteamme nojaavat kuitenkin selvästi

positiiviselle talouskasvulle. Suurin vaikutus tällä on Granoon, joka ei merkittävän markkina-asemansa takia pääse karkuun kokonaismarkkinan kehitystä.

Odotamme paluuta osingonmaksajaksi tulevaisuudessa

Odotamme tällä hetkellä Panostajan palaavan osingonmaksajaksi tilikaudesta 2026 alkaen. Tähän liittyy kuitenkin merkittäviä pääomanallokointipäätöksiä. Jos uusia sijoituskohteita olisi saatavilla järkevään hintaan, yhtiön kannattaisi mielestämme mieluummin pyrkiä kasvamaan kuin jakaa osinkoja. Määräänsä enempää käteistä ei kuitenkaan kannata myöskään makuuttaa emoyhtiön taseessa, jos pääomia ei saada tuottamaan.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	132	132	0 %	138	138	0 %	142	142	0 %
Käyttökate	14,9	15,2	2 %	13,2	13,2	0 %	13,8	13,7	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,7	3,0	10 %	4,0	4,0	-1 %	4,6	4,5	-2 %
Liikevoitto	2,7	3,0	10 %	4,0	4,0	-1 %	4,6	4,5	-2 %
Tulos ennen veroja	0,9	1,2	33 %	2,1	2,1	-2 %	2,9	2,9	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,01	-0,01	49 %	0,02	0,02	-2 %	0,02	0,02	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00	0 %	0,01	0,01	0 %	0,02	0,02	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	136	33,3	33,7	31,6	35,5	134	32,7	33,5	30,8	34,9	132	138	142	146
Grano	109	26,3	26,5	24,7	27,1	105	25,6	26,7	24,1	26,6	103	104	105	106
Hygga	7,8	2,0	2,4	2,2	2,2	8,8	1,4	1,3	1,4	1,4	5,6	5,7	5,9	6,1
CoreHW	7,9	2,0	1,9	1,9	2,8	8,6	2,8	2,4	2,3	3,3	10,8	13,3	14,8	16,3
Oscar Software	11,5	2,9	3,1	2,9	3,2	12,1	2,9	3,1	2,9	3,4	12,2	13,5	14,8	16,3
Lenio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	1,2	1,5	1,8
Käyttökate	11,6	2,7	3,4	3,9	4,8	14,8	2,2	3,8	3,9	5,2	15,2	13,2	13,7	15,0
Poistot ja arvonalennukset	-12,7	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1	-12,2	-3,0	-3,1	-3,0	-3,1	-12,2	-9,2	-9,2	-9,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,1	-0,4	0,4	0,8	1,7	2,5	-0,8	0,7	0,9	2,1	3,0	4,0	4,5	5,6
Liikevoitto	-1,1	-0,4	0,4	0,8	1,7	2,5	-0,8	0,7	0,9	2,1	3,0	4,0	4,5	5,6
Grano	1,9	0,2	0,8	0,8	1,2	3,0	-0,9	0,7	0,9	1,5	2,2	2,9	3,2	3,5
Hygga	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,1
CoreHW	-1,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	-0,1	0,7	0,3	0,1	0,6	1,6	1,9	1,6	1,8
Oscar Software	0,4	0,1	0,2	0,6	0,4	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	1,5	1,8	2,1	2,3
Lenio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1
Nettorahoituskulut	-2,2	-0,7	-3,7	-0,6	-0,4	-5,5	-0,2	-0,5	-0,4	-0,5	-1,6	-1,9	-1,6	-1,6
Tulos ennen veroja	-4,3	-1,1	-3,4	0,2	1,3	-3,1	-1,0	0,1	0,5	1,6	1,2	2,1	2,9	3,9
Verot	0,6	0,0	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8
Vähemmistöosuudet	0,8	0,2	-0,1	-0,2	-0,7	-0,7	0,3	-0,3	-0,4	-0,7	-1,0	-0,8	-1,2	-1,6
Nettotulos	-2,9	-0,9	-3,6	-0,2	0,7	-4,0	-0,7	-0,2	0,1	0,6	-0,3	0,8	1,2	1,6
EPS (oikaistu)	-0,05	-0,02	-0,07	0,00	0,01	-0,07	-0,01	0,00	0,00	0,01	-0,01	0,02	0,02	0,03
EPS (raportoitu)	-0,05	-0,02	-0,07	0,00	0,01	-0,07	-0,01	0,00	0,00	0,01	-0,01	0,02	0,02	0,03

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,3 %	-6,2 %	-3,7 %	0,0 %	4,0 %	-1,6 %	-1,8 %	-0,7 %	-2,5 %	-1,8 %	-1,7 %	4,3 %	3,2 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%												33 %	13,4 %	23,2 %
Käyttökate-%	8,5 %	8,0 %	10,1 %	12,3 %	13,5 %	11,0 %	6,9 %	11,3 %	12,8 %	14,9 %	11,5 %	9,6 %	9,7 %	10,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,8 %	-1,1 %	1,1 %	2,5 %	4,9 %	1,9 %	-2,3 %	2,1 %	3,0 %	6,1 %	2,3 %	2,9 %	3,2 %	3,8 %
Nettotulos-%	-2,1 %	-2,6 %	-10,6 %	-0,8 %	2,0 %	-2,9 %	-2,3 %	-0,7 %	0,2 %	1,8 %	-0,2 %	0,6 %	0,8 %	1,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Osien summa

Osien summa analyysin elementit

Panostajan kaltaista sijoitusyhtiötä täytyy arvottaa pääasiassa osien summa-analyysillä, jonka oleelliset elementit ovat:

- 1) Määräysvallassa olevat sijoituskohteet, joiden arvot olemme määrittäneet aiemmin. Omistuksien arvoihin vaikuttaa merkittävästi yhtiöiden nettovelat, joissa on suuria eroja. Mielestämme olemme arvottaneet sijoituskohteita konservatiivisin oletuksin hyväksyttävästä arvostuksesta.
 - 2) Vähemmistöomistukset eli Gugguu, jonka osalta hyväksymme yhtiön vallitsevan tasearvon 1,55 MEUR.
 - 3) Emoyhtiön korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Tässä huomioimme myös korolliset saatavat konserniyhtiöiltä. Tällä hetkellä emoyhtiöllä on merkittävä nettokassa, joka lisätään omistuksiin ja vastaa nyt varsin suuresta osasta kokonaisuutta.
 - 4) Emoyhtiön operatiivisten kulut, jotka ovat osakkeenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja. Nämä kulut eivät ole mukana sijoituskohteiden arvonmäärityksessä, mitä kautta ne on eliminointava osien summasta. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.
 - 5) Lopulliseen arvioomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa alennus tai preemio suhteessa osien summa -arvoon, mikä määräytyy pääasiassa sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (tuottohistorialla merkittävä paino). Alennusta säätämällä voimme ohjata arvon perustelluksi osakkeenomistajien kannalta, koska osien summa ei lähtökohtaisesti realisoitu ilman yrityskauppoja.
- Edellä mainituista elementeistä pystymme laskemaan

Panostajan markkina-arvon, johon tavoitehintamme valtaosin perustuu.

Emoyhtiön nettovelkojen käsittely

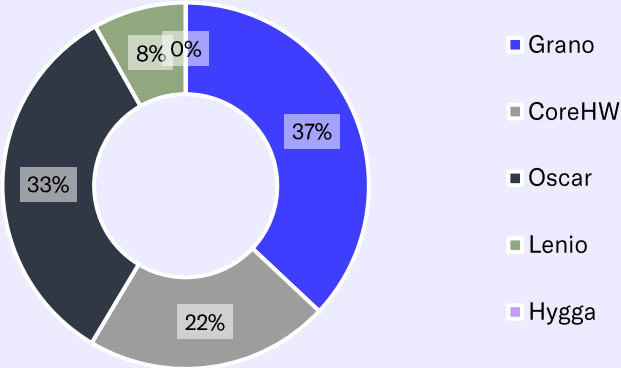
Koska olemme määrittäneet tytäryhtiöiden arvot markkina-arvopohjaisesti, vähennämme osien summa laskelmassa ainoastaan emoyhtiön korolliset nettovelat tai tässä tapauksessa lisäämme nettokassan, sillä tytäryhtiöiden korolliset nettovelat ovat sisällä markkina-arvoissa. Korollisia nettovelkoja laskettaessa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

Emoyhtiöllä oli Q3'25:n lopussa 12,2 MEUR:n nettokassa. Emoyhtiön nettokassaa kasvattavat korolliset saamiset (2024: 1,4 MEUR), joiden oletamme olevan vakaalla pohjalla. Tämä oletus olisi ongelmallinen, jos sijoituskohteiden (lähinnä Hygga) ongelmat syvenisivät ja sisäisiin lainasaamisiin liittyvä epävarmuus kasvaisi edelleen. Korolliset lainasaamiset pienentävät myös yhtiön potentiaalia uusiin yritysostoihin, koska raha ei ole suoraan saatavilla. Tätä korjaa toisaalta yhtiön yritysostolimiitti, joka on nyt 11 MEUR.

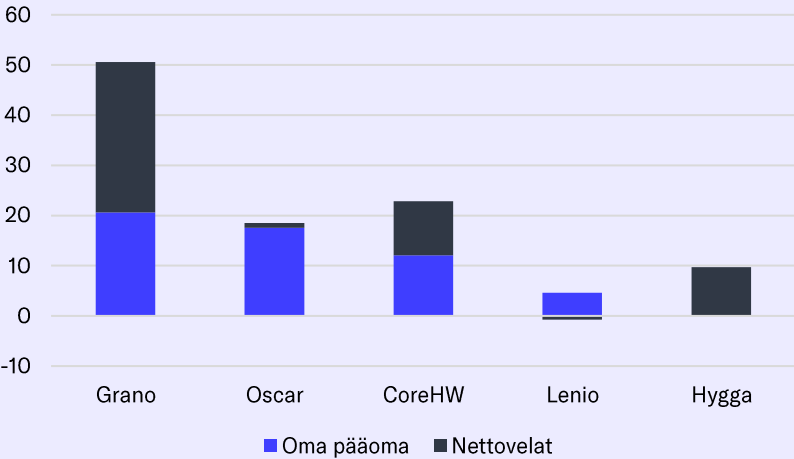
Konsernikulujen eliminointi

Olemme vähentäneet osien summasta emoyhtiön operatiivisten kulujen nykyarvon. Vaikka Panostajan emoyhtiön operatiiviset kulut ovat pienet pörssiyhtiölle, ne ovat merkittäviä osakkeenomistajien kannalta yhtiön pienen kokoluokan takia. Olemme laskeneet konsernikuluille nykyarvon diskonttaamalla seuraavan yhdeksän vuoden oletettujen kulut nykypäivään käyttäen keskimääräistä pääomakustannusta (WACC), mikä antaa kulujen arvoksi 14,3 MEUR. Toisaalta tämä on 6,5x kiinteät konsernikulut (oletus noin 2,2 MEUR), eli kohtuullisesti linjassa sijoituskohteiden yleisen arvostuksen kanssa.

Portfolion arvon jakautuminen (Inderes näkemys)



Arvon tarkastelu toisesta näkökulmasta (Inderesin näkemys, MEUR)



Arvonmääritys 2/3

Summa on huomattava suhteessa Panostajan markkina-arvoon, mutta kyseessä on liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä osakkeenomistajien kannalta pakollinen kulu.

Sijoitusyhtiön alennus / preemio

Sijoitusyhtiöt arvotetaan markkinoilla niiden tyypin ja menestyksen perusteella joko alennuksella tai preemiolla suhteessa niiden substanssiarvoon (Net Asset Value, NAV). Panostaja ei ole lähtenyt määrittämään omistuksilleen subjektiiviseen näkemykseen perustuvaa substanssiarvoa, minkä takia NAV-pohjaista arvostusta ei voi käyttää. Pääsääntöisesti sijoitusyhtiöt arvotetaan pörssissä selkeällä NAV-alennuksella, mutta esimerkiksi Warren Buffettin sijoitusyhtiö Berkshire Hathaway arvotetaan preemiolla erinomaisen track-recordin ansiosta (arvostus ei ole kylläkään suoraan NAV-pohjainen). Osien summa -laskelmamme pitäisi olla teoriassa verrannollinen substanssiarvoon, mutta luonnollisesti myös tämä arvo on subjektiivinen.

Mielestämme arvostuksessa suhteessa substanssiin perusperiaatteen pitäisi olla sijoitusyhtiön järjestelmällisesti luoman omistaja-arvon määrä ja odotukset tämän jatkumisesta myös tulevaisuudessa. Jos Panostaja olisi järjestelmällisesti ylittänyt 22 %:n IRR-tavoitteeseensa (sijoituskohteille), sijoittajien kannattaisi mielestämme maksaa preemiota suhteessa substanssiarvoon. Mielestämme yhtiön track-record ei kuitenkaan ole vakuuttava ainakaan viimeiseltä vuosikymmeneltä (käsitelty aiemmin tarkemmin).

Panostajan sijoitusstrategialla on mielestämme edellytykset tuottaa ylituottoja, jos johto onnistuu pääoman allokoinnissa erinomaisesti. Sijoitusvarallisuuteen nähden korkeat konsernikulut vaikeuttavat tehtävää kuitenkin erittäin paljon. Ennen kuin Panostaja pystyy rakentamaan vahvemman

tuottohistorian, on mielestämme perusteltua arvottaa osake selkeällä alennuksella suhteessa osien summaan. Olemme käyttäneet yhtiölle noin 19 %:n alennusta (ennallaan).

Onnistuneet exitit voivat kutistaa sijoitusyhtiöalennusta

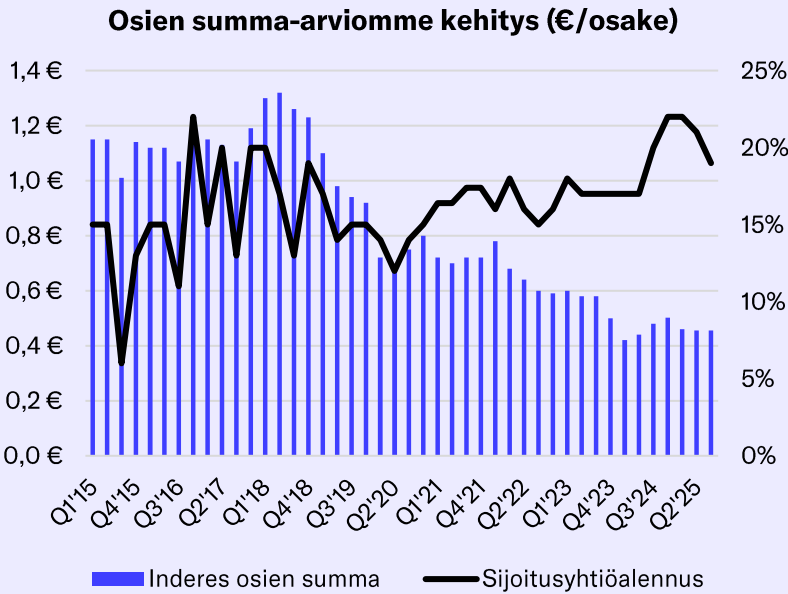
KotiSun oli Panostajalle todellinen menestystarina. Panostaja osti 60 % KotiSunista keväällä 2014. Panostajan hankintameno oli lopulta lisäkauppahinnan täyden maksamisen jälkeen noin 8,8 MEUR, mistä mahdollisesti puolet oli velkarahaa. Omistusaikana yhtiön liikevaihto ja liikevoitto kolminkertaistuivat ja omistaja-arvon kehitys oli hurjaa. Reilussa kolmessa ja puolessa vuodessa omistuksen arvo nousi 40,7 MEUR:oon, mikä tarkoittaa laskelmiemme mukaan noin 90 %:n IRR-tasoa (sisäinen korko omalle pääomalle). Kyseessä oli poikkeuksellisen hyvin tuottanut sijoitus.

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

Tällä hetkellä katseet ovat erityisesti Granon kehityksessä, joka on ollut salkussa pitkään ja jonka merkitys on edelleen huomattava. Suuren menestystarinan mahdollisuudet ovat Granossa jo arviomme mukaan jo menneet, mutta CoreHW:n sekä Oscarin tarinat ovat vielä auki ja Lenio on vasta lähtökuopissa.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,38	0,38	0,38
Osakemäärä, milj. kpl	53,0	53,0	53,0
Markkina-arvo	20	20	20
Yritysarvo (EV)	65	64	64
P/E (oik.)	neg.	24,1	17,5
P/E	neg.	24,1	17,5
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,3	4,9	4,6
EV/EBIT (oik.)	21,7	16,2	14,1
Osinko/tulos (%)	0 %	63 %	92 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,6 %	5,2 %

Lähde: Inderes



Osien summa -laskelma

Arvon jakautuminen Yhtiö	Arvo MEUR	Omistus- osuus (%)	Osuuden arvo (M€)	%-osuus portfoliosta
Grano	20,6	55 %	11,4	37 %
CoreHW	12,1	55 %	6,6	22 %
Oscar	17,6	58 %	10,2	33 %
Lenio	4,6	55 %	2,5	8 %
Hygga	0,0	80 %	0,0	0 %
Yhteensä	54,8		30,7	100 %

Osien summa -laskelman ydin

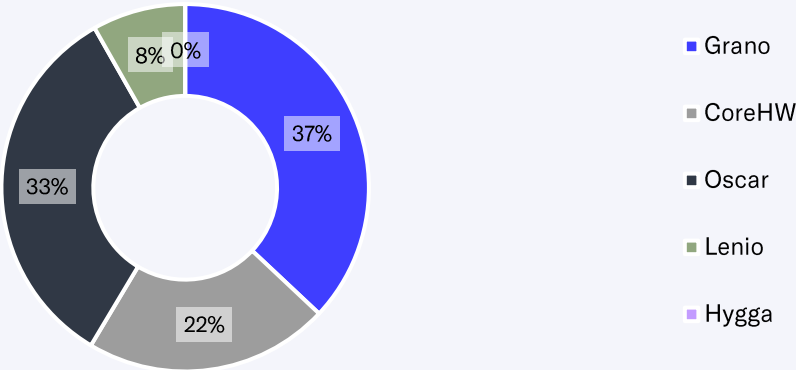
Omistukset tytäryhtiöissä	30,7	MEUR
Vähemmistöomistukset	1,5	MEUR
Emoyhtiön nettokassa	12,2	MEUR
Emoyhtiön kulujen eliminointi	-14,3	MEUR

Panostajalle indikoitu arvo	30,2	MEUR
Osakemäärä	53,0	Milj. kpl
Osakekohtainen arvo	0,57	EUR
Sijoitusyhtiöalennus	19 %	
Tavoitehinta Panostajalle	0,46	EUR

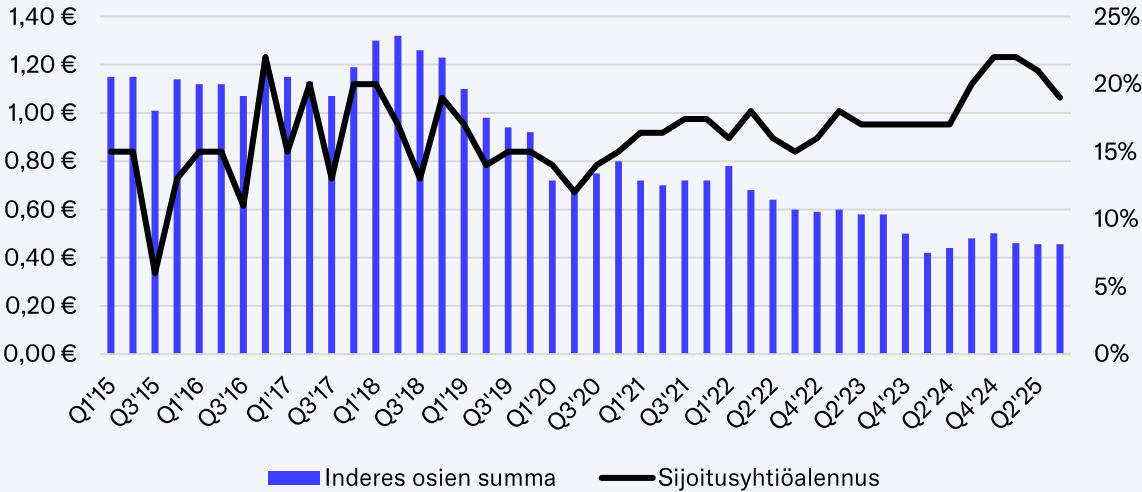
Emoyhtiön kulujen eliminointi

Tilikauden 2024e kiinteät kulut	2,2	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,0 %	
Käytetty WACC	7,7 %	
Kulujen laskennallinen arvo	14,3	MEUR

Portfolion arvon jakautuminen
(Inderes näkemys)



Osien summa-arviomme kehitys (€/osake)



Arvonmääritys 3/3

Tukevat menetelmät

Tasesubstanssi toimii indikaattorina

P/B-kerroin on Panostajan kohdalla hyödyllinen indikaattori, mutta siinä sijoitukset pysyvät hankintahinnassa ilman erillisiä toimenpiteitä. Tällä hetkellä osien summa -laskelmamme indikoi alhaisempaa arvoa kuin tasesubstanssi, mitä kautta emme näe taseessa ns. piiloarvoa. Historiassa lukua on sekoittanut usein taseen piiloarvo, jota syntyy omistuksien arvon noustessa oleellisesti hankintahintaa korkeammaksi ilman tasekorjauksia. Nyt epäilemme, että oma arviomme Granosta on tasearvoa alhaisempi.

Tällä hetkellä Panostajan 2025e P/B on 0,7x, mikä on mielestämme normaalisti hyvinkin houkutteleva mutta täytyy sitoa oman pääoman tuottoon. Silti se kertoo mielestämme maltillisista odotuksista yhtiötä kohtaan. Kehityksen parantuessa nousisi sekä osien summa -laskelma että tasesubstanssi.

Osinkotuottoa ei ole viime vuosina ollut

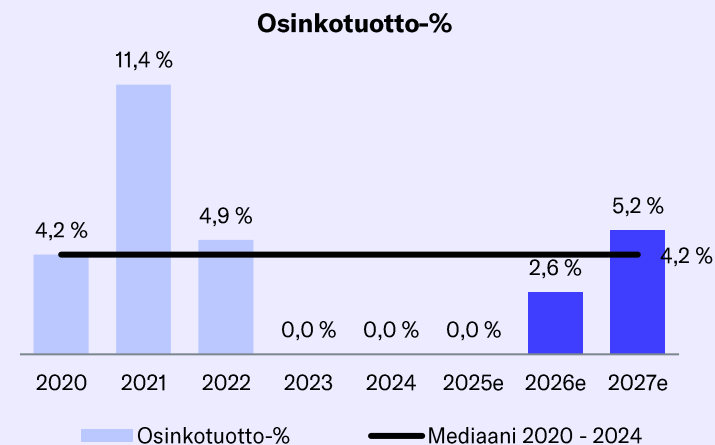
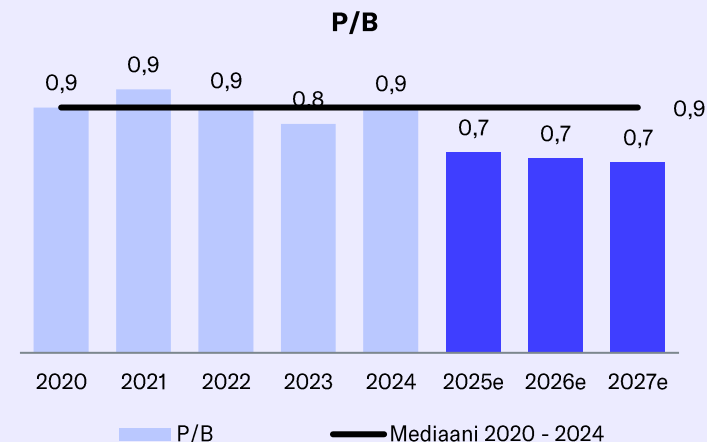
Panostaja ei ole maksanut osinkoa vuosina 2023 ja 2024, mitä kautta osingon rooli on pienentynyt merkittävästi historiasta. 2020-2022 vuosittainen osakekohtainen osinko oli 0,03 euroa, minkä lisäksi yhtiö maksoi vuonna 2022 ylimääräisen 0,05 euron osingon. Tätä ennen yhtiö maksoi 0,04-0,08 euron osinkoja tilikausilta 2015-2019. Historiassa osinkovirta on siis ollut varsin runsas usein tappiollisista tuloksista, mutta tase on mahdollistanut osingonmaksun. Liikkumavaraa olisi mielestämme edelleen, mutta silloin pääomia olisi vähemmän uusia sijoituskohteita varten. Näkemyksemme mukaan yhtiön kannattaa pyrkiä kasvattamaan yhtiön kokoluokkaa, mikä mahdollistaisi omistaja-arvon luonnin tulevaisuudessa. Tätä kautta olemme

pitäneet viime vuosien nollaosinkolinjaa perusteltuna, mutta tuotto-odotuksen kannalta se on nykyään puuttuva osa.

Suositus ja tuotto-odotus

Toistamme Panostajalle osta-suosituksen tavoitehinnalla 0,46 euroa. Mielestämme olemme tehneet osien summa -laskelman yleisesti hyvin konservatiivisilla oletuksilla, mutta lopputulos indikoi kuitenkin merkittävää yli 20 %:n nousupotentiaalia. Tätä pidämme myös perusteltuna tuotto-odotuksena seuraavalle 12 kuukaudelle. Vaikka Panostajan sijoituskohteiden liiketoimintaan liittyy merkittäviä riskejä, niihin kohdistetut odotukset on painettu alas ja tätä kautta riskit eivät ole pelkästään negatiivisia. Samalla riskejä kompensoi mielestämme osakkeen alhainen arvostus. Kokonaisuutena pidämme Panostajan riski/tuotto-suhdetta erityisesti pidemmällä aikavälillä erittäin hyvänä, mutta kärsivällisyyttä sijoittajilta vaaditaan todennäköisesti edelleen. Osake on mielestämme Helsingin pörssin ”unohdetut” -korissa, mutta sieltä nousuun vaaditaan selkeitä arvoajureita.

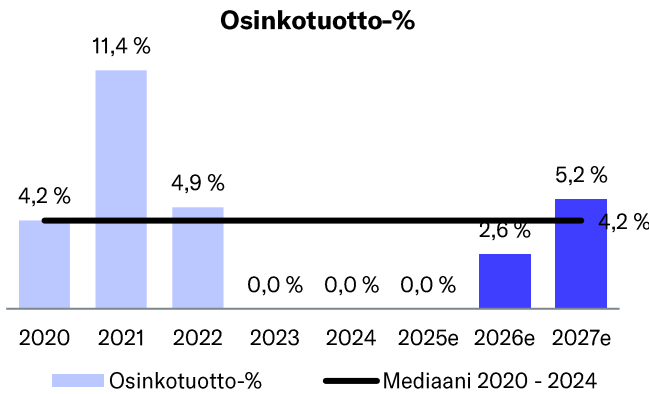
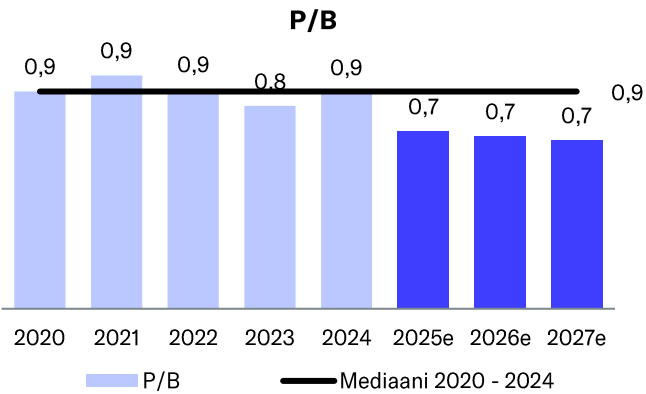
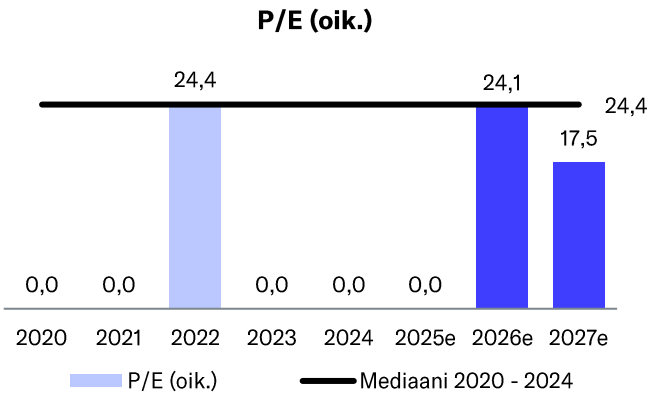
Arvoajureita on mielestämme edelleen rajallisesti ilman Suomen talouden piristymistä, mutta erityisesti CoreHW ja sen tuoteliiketoiminta omaa merkittävää potentiaalia ja odotamme myös Oscarin toimivan oleellisenä arvonnluojana lähivuosina. Vaikeuksistaan huolimatta arvioimme Granon pystyvän samalla tuottamaan merkittävää rahavirtaa konsernin käyttöön. Positiivisessa skenaariossa Panostaja onnistuu myös allokoimaan emoyhtiön merkittävää nettokassaa tuottaviin sijoituskohteisiin, mikä tukisi kokonaiskuvaa edelleen. Riskinä on luonnollisesti epäonnistumiset uusissa sijoituksissa. Suurimpana haasteena näemme edelleen sen, että Panostajan sijoitettava pääoma on pieni suhteessa konsernikuluihin. Tämä asettaa merkittävää painetta konsernin tulokseen ja pääoman tuottoon.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	0,71	0,70	0,62	0,50	0,47	0,38	0,38	0,38	0,38
Osakemäärä, milj. kpl	52,3	52,6	52,6	52,7	52,8	53,0	53,0	53,0	53,0
Markkina-arvo	37	37	33	26	25	20	20	20	20
Yritysarvo (EV)	132	122	81	76	73	65	64	64	64
P/E (oik.)	neg.	neg.	24,4	neg.	neg.	neg.	24,1	17,5	12,8
P/E	neg.	neg.	24,4	neg.	neg.	neg.	24,1	17,5	12,8
P/B	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,4	7,4	4,1	6,6	4,9	4,3	4,9	4,6	4,3
EV/EBIT (oik.)	32,3	60,5	15,8	neg.	28,8	21,7	16,2	14,1	11,5
Osinko/tulos (%)	neg.	neg.	118,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	63,2 %	91,8 %	67,2 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	11,4 %	4,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,6 %	5,2 %	5,2 %

Lähde: Inderes



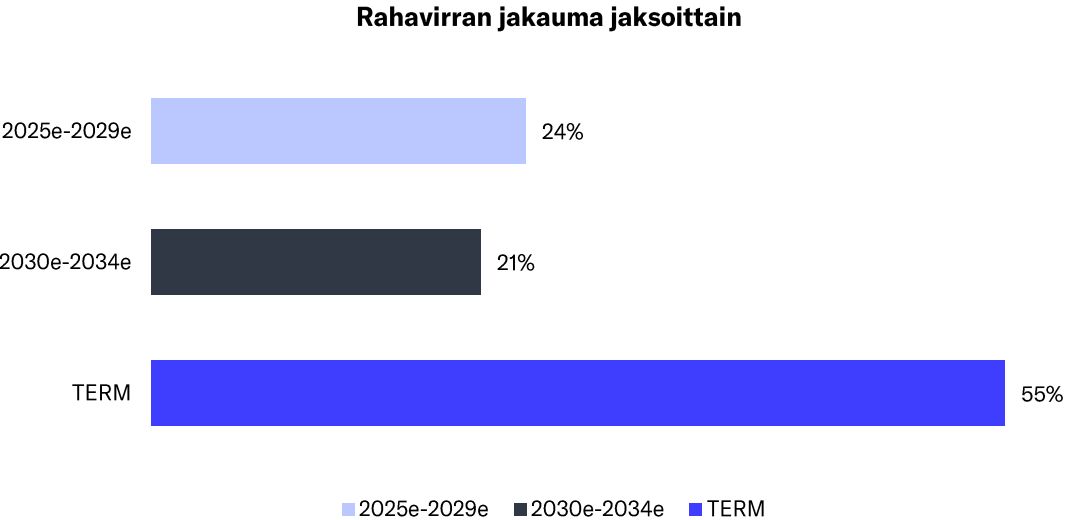
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-1,6 %	-1,7 %	4,3 %	3,2 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,9 %	2,3 %	2,9 %	3,2 %	3,8 %	4,2 %	4,5 %	4,2 %	4,0 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %
Liikevoitto	2,5	3,0	4,0	4,5	5,6	6,3	7,0	6,7	6,6	6,5	6,6	
+ Kokonaispoistot	12,2	12,2	9,2	9,2	9,4	9,7	9,9	10,0	9,7	9,4	9,4	
- Maksetut verot	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
- verot rahoituskuluista	0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-3,5	1,5	-0,1	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	11,1	15,9	12,3	13,6	13,9	14,8	15,6	15,4	15,0	14,6	14,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,0	-10,0	-9,2	-9,7	-10,2	-10,3	-10,2	-9,4	-9,1	-9,6	-10,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,1	5,9	3,1	3,8	3,7	4,5	5,4	6,0	5,9	5,0	4,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,1	5,9	3,1	3,8	3,7	4,5	5,4	6,0	5,9	5,0	4,6	81,7
Diskontattu vapaa kassavirta		5,8	2,8	3,2	2,9	3,2	3,6	3,7	3,4	2,7	2,3	40,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		74,4	68,7	65,9	62,6	59,8	56,5	52,9	49,2	45,8	43,1	40,8
Velaton arvo DCF		74,4										
- Korolliset velat		-49,8										
+ Rahavarat		9,1										
-Vähemmistöosuus		-9,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		26,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,50										

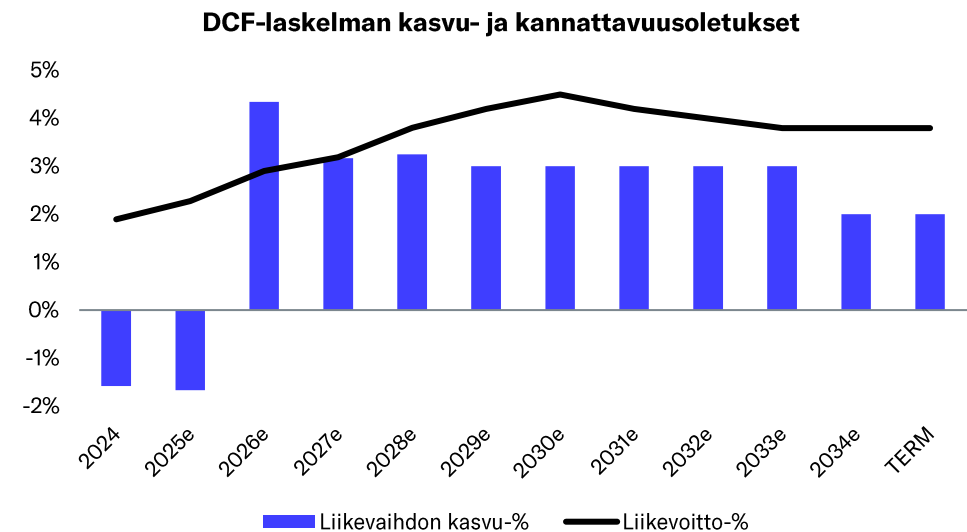
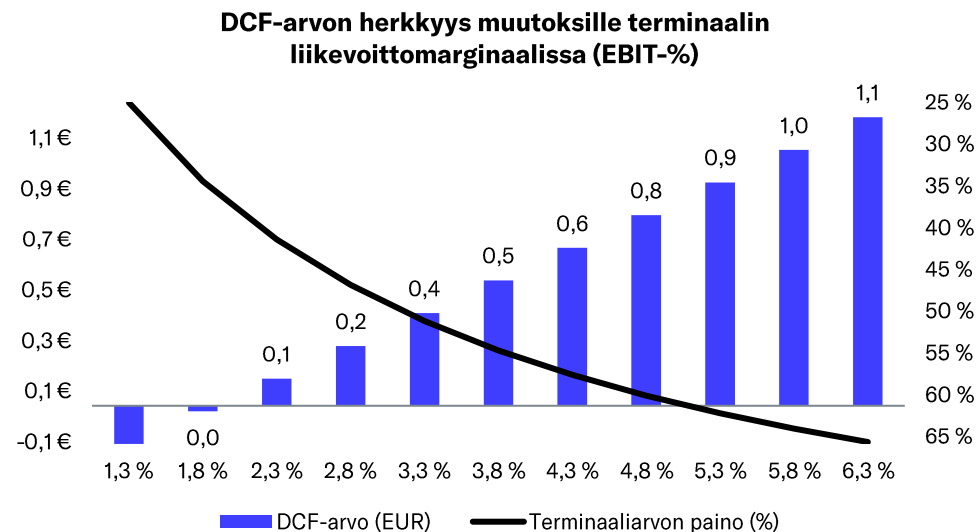
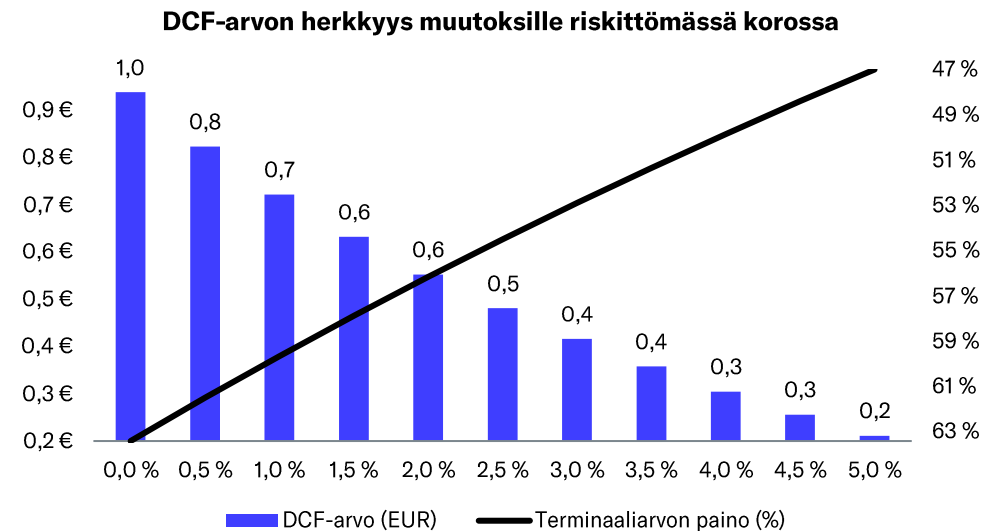
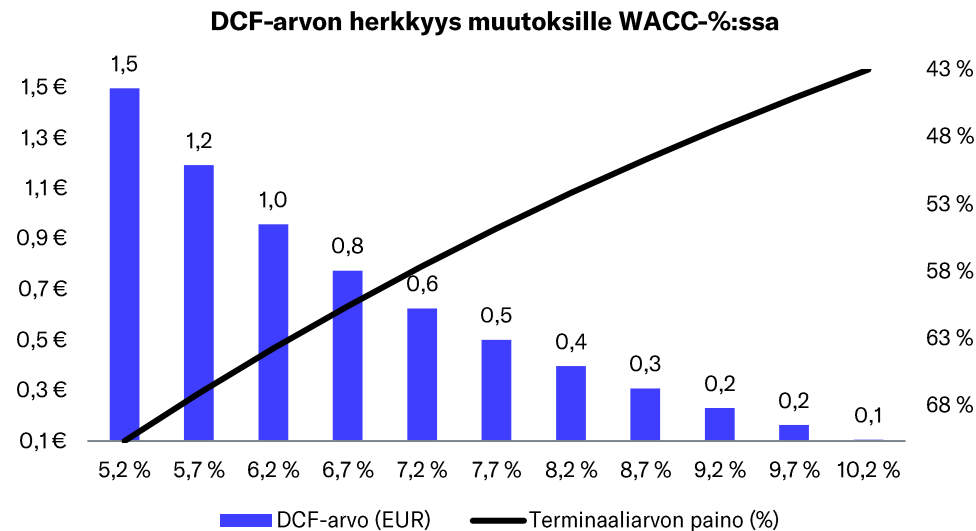
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,60 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,7 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	137,9	136,2	134,0	131,8	137,5	EPS (raportoitu)	0,03	-0,05	-0,07	-0,01	0,02
Käyttökate	19,8	11,6	14,8	15,2	13,2	EPS (oikaistu)	0,03	-0,05	-0,07	-0,01	0,02
Liikevoitto	5,2	-1,1	2,5	3,0	4,0	Operat. Kassavirta / osake	0,46	0,25	0,21	0,30	0,23
Voitto ennen veroja	3,2	-4,3	-3,1	1,2	2,1	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,66	0,07	0,13	0,11	0,06
Nettovoitto	1,3	-2,9	-4,0	-0,3	0,8	Omapääoma / osake	0,71	0,62	0,54	0,54	0,55
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,03	0,00	0,00	0,00	0,01
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	150,5	141,4	131,9	129,0	130,7	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	-1 %	-2 %	-2 %	4 %
Oma pääoma	58,1	52,6	49,6	49,1	49,9	Käyttökatteen kasvu-%	20 %	-41 %	27 %	3 %	-13 %
Liikearvo	47,5	47,3	47,6	47,6	47,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	156 %	-121 %	-329 %	18 %	33 %
Nettovelat	42,3	42,4	40,8	37,6	36,9	EPS oik. kasvu-%	-171 %	-316 %	37 %	-93 %	-416 %
						Käyttökate-%	14,4 %	8,5 %	11,0 %	11,5 %	9,6 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	3,7 %	-0,8 %	1,9 %	2,3 %	2,9 %
Käyttökate	19,8	11,6	14,8	15,2	13,2	Liikevoitto-%	3,7 %	-0,8 %	1,9 %	2,3 %	2,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,4	1,9	-3,5	1,5	-0,1	ROE-%	3,5 %	-8,3 %	-12,9 %	-0,9 %	2,9 %
Operatiivinen kassavirta	24,2	13,0	11,1	15,9	12,3	ROI-%	4,0 %	-1,6 %	2,5 %	3,1 %	4,4 %
Investoinnit	10,0	-9,3	-4,0	-10,0	-9,2	Omavaraisuusaste	38,6 %	37,2 %	37,6 %	38,0 %	38,2 %
Vapaa kassavirta	34,6	3,7	7,1	5,9	3,1	Nettovelkaantumisaste	72,9 %	80,5 %	82,1 %	76,6 %	73,9 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5						
EV/EBITDA	4,1	6,6	4,9	4,3	4,9						
EV/EBIT (oik.)	15,8	neg.	28,8	21,7	16,2						
P/E (oik.)	24,4	neg.	neg.	neg.	24,1						
P/B	0,9	0,8	0,9	0,7	0,7						
Osinkotuotto-%	4,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, 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.

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.9.2018	Lisää	1,10 €	1,05 €
24.10.2018	Vähennä	1,00 €	1,01 €
14.12.2018	Vähennä	1,00 €	1,00 €
8.3.2019	Vähennä	0,92 €	0,95 €
7.6.2019	Vähennä	0,85 €	0,85 €
6.9.2019	Vähennä	0,80 €	0,80 €
27.9.2019	Vähennä	0,78 €	0,79 €
16.12.2019	Vähennä	0,78 €	0,82 €
27.1.2020	Myy	0,80 €	0,99 €
12.3.2020	Vähennä	0,72 €	0,74 €
30.3.2020	Vähennä	0,56 €	0,59 €
5.6.2020	Vähennä	0,68 €	0,70 €
4.9.2020	Lisää	0,75 €	0,70 €
14.12.2020	Vähennä	0,80 €	0,78 €
1.2.2021	Vähennä	0,80 €	0,82 €
17.3.2021	Vähennä	0,72 €	0,74 €
4.6.2021	Vähennä	0,70 €	0,72 €
3.9.2021	Vähennä	0,72 €	0,75 €
15.12.2021	Vähennä	0,72 €	0,70 €
27.12.2021	Vähennä	0,78 €	0,79 €
16.3.2022	Vähennä	0,68 €	0,66 €
20.5.2022	Lisää	0,68 €	0,61 €
3.6.2022	Vähennä	0,64 €	0,62 €
2.9.2022	Vähennä	0,60 €	0,67 €
16.12.2022	Vähennä	0,58 €	0,63 €
16.3.2023	Vähennä	0,60 €	0,61 €
5.6.2023	Vähennä	0,58 €	0,57 €
4.9.2023	Vähennä	0,58 €	0,57 €
23.11.2023	Lisää	0,57 €	0,50 €
18.12.2023	Vähennä	0,50 €	0,47 €
15.3.2024	Lisää	0,42 €	0,37 €
31.5.2024	Lisää	0,44 €	0,39 €
5.9.2024	Lisää	0,48 €	0,40 €
16.12.2024	Osta	0,50 €	0,40 €
14.3.2025	Osta	0,46 €	0,37 €
6.6.2025	Osta	0,46 €	0,38 €
3.9.2025	Osta	0,46 €	0,37 €
9.9.2025	Osta	0,46 €	0,38 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**