

Panostaja

Yhtiöraportti

9/2019

Uudistumisprosessi on käynnistetty

Tarkistamme Panostajan tavoitehinnan 0,78 euroon (aik. 0,80 €) ja toistamme vähennä-suosituksemme. Pääsyy tavoitehinnan laskuun on 0,03 euron ylimääräisen osingon vaikutus nettokassaan. Näemme yhtiössä terveitä uudistumisen merkkejä ja portfolioissa on jo mielenkiintoisia teknologiayhtiöitä kuten Oscar Software ja CoreHW. Näiden potentiaalista huolimatta emme kuitenkaan näe Panostajalla merkittäviä arvoajureita ja portfolion heikompia lenkkejä voi pian kurittaa Suomen talouskasvun selkeä heikentyminen. Arvostus on mielestämme painettu jo varsin houkuttelevalle tasolle, mutta jäämme vielä odottamaan yhtiöltä näyttöjä ja positiivista uutisvirtaa.

Sijoitusportfolio uudistuu hiljalleen

Panostaja on ollut viime vuosina suhteellisen aktiivinen ja samalla yhtiön sijoituskohteet ovat uudistuneet selvästi. Viimeisen kahden vuoden aikana yhtiö on myynyt KotiSunin (erinomainen menestystarina), KL-Varaosat (pitkäaikainen ja kohtuullisen hyvin kehittynyt omistus) ja Ecosirin (pieni sijoitus) ja hankkinut uusia sijoituskohteita kuten Oscar, Carrot, CoreHW ja Gugguu. Carrotin taival on ollut alusta asti vaikea ja epäilemme vahvasti sijoituksen järkevyyttä nykytiedoilla, mutta Oscar ja CoreHW ovat mielestämme mielenkiintoisia teknologiayhtiöitä ja uudistavat Panostajan aiemmin erityisesti tukkukauppaan fokuoitunutta portfolioa selvästi. Lisäksi Gugguu oli ensimmäinen vähemmistö-sijoitus yhtiöltä ja myös avaus suoraan kuluttajasektoriin, mikä on mielestämme tervetullut lisä sijoitussalkkuun. Kokonaisuudessa Panostaja on mielestämme uudistunut selkeästi ja ottanut askeleita oikeaan suuntaan, mutta kaikki muut sijoituskohteet jäävät edelleen Granon erittäin suuren varjon alle.

Granon kannattavuuskäännö on yhtiölle kriittinen

Panostajan ylivoimaisesti suurin sijoituskohde on edelleen Grano, jonka osuus portfolion kokonaisarvosta (41 MEUR) on arviomme mukaan noin 69 %. Grano vastaa myös leijonanosasta Panostajan liikevaihdosta ja tuloksesta, joten lyhyellä aikavälillä yhtiö määrittää pitkälti myös Panostajan suunnan. Granon haasteena on ollut jo pitkään heikko kannattavuuskehitys ja koko toimialaan kohdistuvat paineet. Osittain Granossa on mielestämme epäonnistuttu tehokkuuden parantamisessa erityisesti viimeisimmän konsolidaatiokierroksen jälkeen, minkä takia haetut skaalaedut ovat jääneet saamatta. Granolla on tällä hetkellä käynnissä organisaatiomuutos ja suuret yt-neuvottelut, joilla arviomme yhtiön hakevan noin 4 MEUR:n kulusäästöjä vuositasolla. Tässä onnistuminen on mielestämme kriittistä, koska irtaantuminen Granosta olisi arviomme mukaan erittäin vaikeaa ilman selkeän kannattavuusparannuksen toteutumista.

Ei oleellisia muutoksia osien summa-laskelmassa

Arvotamme sijoitusyhtiö Panostajaa pääosin osien summa -analyysillä, jonka indikoima arvo on nyt 0,91 €/osake (aik. 0,94 €). Ainoa oleellinen muutos aiempaan on yhtiön maksama ylimääräinen 0,03 €:n osinko, joka vähentää emoyhtiön nettokassaa. Käytämme edelleen yhtiölle 15 %:n sijoitusyhtiöalennusta, mikä on nykyisellä track-recordilla mielestämme perusteltua. Osakkeen P/B-luku on noin 0,8x ja osinkotuotto 6,3 %, jos yhtiö ei tee muutoksia normaaliin osinkoonsa. Molemmat ovat Panostajalle varsin houkuttelevia, mutta emme näe osakkeelle selkeitä arvoajureita. Granon tulostuksen parantuminen ja tämän jälkeen mahdollinen irtaantuminen vaativat aikaa, ja samalla Suomen talouskasvun hidastuminen, monien sijoituskohteiden haasteet, korkeat tulos pohjaiset kertoimet ja yleisesti osakemarkkinoiden korkea epävarmuus painavat hyväksyttävää arvostusta. Mielestämme osakkeen arvostuksessa on jo monia houkuttelevia elementtejä ja pohja voi olla käsillä, mutta jäämme vielä odottamaan konkreettisia näyttöjä.

Analyytikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Vähennä)



0,78 EUR

(aik. 0,80 EUR)

Osakekurssi: 0,79 EUR

Potentiaali: -1,0 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Panostaja ei antanut konsernille konsernille tulosohjeistusta.

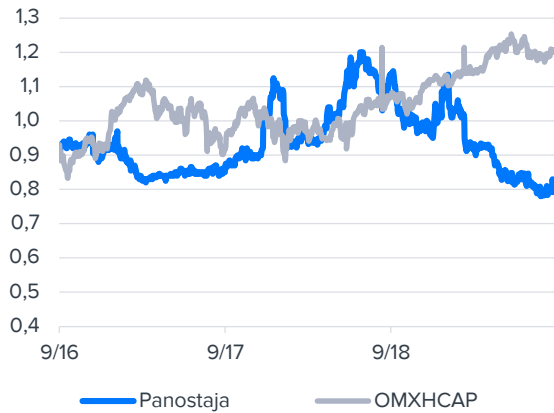
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	199,7	191,6	195,6	201,5
kasvu-%	3 %	-4 %	2 %	3 %
EBIT oik.	5,3	4,8	7,7	9,1
EBIT-% oik.	2,7 %	2,5 %	3,9 %	4,5 %
Nettotos	-2,4	0,2	1,5	2,8
EPS (oik.)	0,46	0,05	0,03	0,05

P/E (oik.)	2,2	17,4	27,1	14,7
P/B	1,0	0,8	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	8,1 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	29,2	24,5	16,4	14,0
EV/EBITDA	8,6	7,7	7,7	7,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,6	0,6

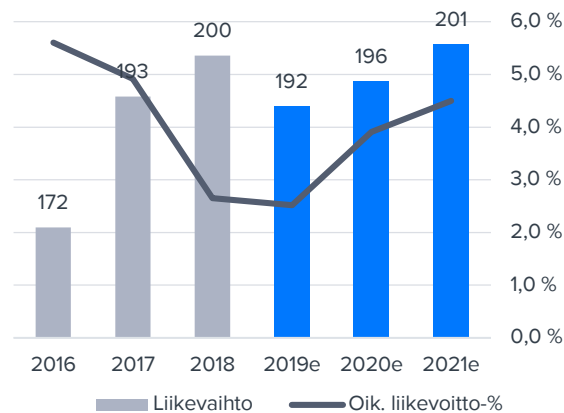
Lähde: Inderes

Osakekurssi



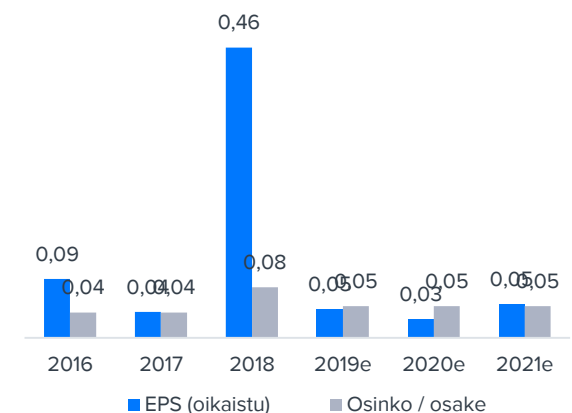
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Granon kannattavuuden kääntäminen ja myöhemmin mahdollinen irtaantuminen
- Sijoituskohteiden kannattava kasvu on pitkällä aikavälillä kriittinen ajuri
- Onnistuneet yritysjärjestelyt
- CoreHW:n oman tuotteen mahdollinen läpimurto



Riskitekijät

- Epäonnistuminen Granon käänteessä
- Sijoituskohteiden heikko kehitys
- Suomen talouden merkittävä heikentyminen
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen



Arvostus

- Sijoitusyhtiöluonteen takia arvotamme yhtiötä pääasiassa osien summa-analyysin kautta
- Tasepohjainen arvostus voi antaa osakkeelle tukea, mutta tuloskertoimet ovat helposti harhaanjohtavia
- Normaali osinko on arviomme mukaan vakaa lähivuosina, joskin epävarmuus on kasvanut vasta maksetun ylimääräisen osingon myötä

MCAP

42

MEUR

Osien summa

41

MEUR*

P/B

0,8

2019e

P/E (oik.)

27

2020e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-7
Sijoitusstrategian arviointi	8-9
Portfolion esittely	10-13
Sijoituskohteet	
Grano	14-17
Oscar Software	18-19
CoreHW	20-21
Muut sijoituskohteet	22-27
Tase ja taloudellinen tilanne	28
Osien summa -analyysi ja arvonmääritys	29-32
Taulukot	33-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

Hankinta

- Liikevaihto 5-50 MEUR
- Yritysarvo (EV) tyypillisesti kokoluokassa 5-10 MEUR, josta puolet yleensä velkaa
- Yhtiöllä täytyy olla mahdollisuus toimialansa johtavaksi yhtiöksi
- Yhtiöllä on jo todistettu liiketoiminta (ei start-up tai ns. saneerauskohte)
- Ei rajoituksia toimialalle

Toimintamalli

Kasvupotentiaalin tunnistaminen ja **hankinta**



Kasvustrategian toteutus eli **kehittäminen**



Irttaantuminen arvonnousun realisoiduttua



Suomalaisia pk-yrityksiä omistava ja kehittävä sijoitusyhtiö

panostaja

Strategia

Jatkuva sijoitusvalmius ja hankevirran luonti

Pitkäaikainen ja aktiivinen omistaja-arvon kehittäminen (pääosin enemmistöomistajana)

Salkussa on tarkoitus olla toimialojensa kärkiyrityksiä, joissa johdolla on merkittävä omistajaintressi

Jatkuva johtamisen ja liiketoiminnan kehittäminen

Resurssit

- Panostaja sijoittaa omasta taseesta, mikä antaa yhtiölle joustavuutta
- Emoyhtiöllä oli Q3'19-lopussa yli 24 MEUR:n nettokassa, minkä lisäksi yhtiöllä on 15 MEUR:n yritysostolimiitti
- Yhtiö käyttää velkavipua (omavaraisuustavoite >40 %)
- Taloudellista liikkumavaraa olisi mielestämme hyvin 15-20 MEUR:n investoinneille



Oscar Software on ERP-kehitykseen ja erilaisten palvelujen tarjontaan erikoistunut ohjelmisto-palveluyritys. Monipuolisten toiminnanohjausjärjestelmien lisäksi Oscar tarjoaa muun muassa taloushallinto- ja HR-palveluita.

Yhtiöllä on mahdollisuus skaalautuvaan kasvuun ja näemme yhtiössä merkittävää potentiaalia.

Omistuksen arvo 4,5 M€*



CoreHW on vuonna 2013 perustettu yritys, joka tarjoaa radiotaajuus (RF)-mikropiirien ja antennien suunnittelu- ja konsultointi-palveluita, sekä kehittää nyt omaa tuotetta sektorille.

Palveluliiketoiminnan tuottama kassavirta on tarkoitus investoida omaan tuotekehitykseen, missä arvonnoustopotentiaali piilee.

Omistuksen arvo 3,7 M€*



Grano on monipuolinen sisältöpalvelujen osaaja. Yhtiö tarjoaa markkinoinnin ja viestinnän ratkaisuja digistä printtiin. Grano on Suomessa selkeä markkinajohtaja painoalalla ja palvelee Suomessa 25 paikkakunnalla.

Grano on Panostajalle kriittinen sijoituskohte kokonsa ja arvonsa johdosta. Grano olisi teoriassa kypsä irtaantumiselle, mutta tätä ennen yhtiön on todistettava kannattavuuskäänne.

Omistuksen arvo 28,5 M€*



Hammaslääkäriklinikka Helsingissä ja Clinic Information System-järjestelmä, jota yhtiö lisensoi.

Potentiaali perustuu yhtiön tehokkaan toiminnanohjaus-järjestelmän onnistuneeseen lisensointiin julkiselle sektorille ja ulkomaille.

Omistuksen arvo 1,8 M€*

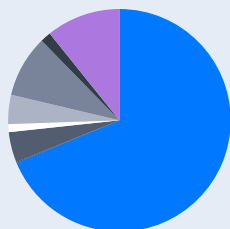
Pienempiä sijoituskohteita



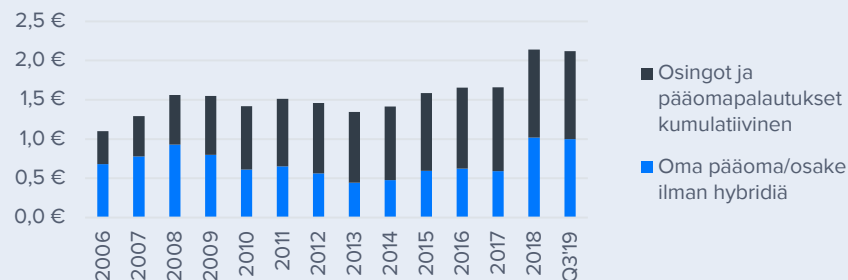
Omistuksien arvo 5,4 M€*

Sijoitusten arvon jakautuminen

- Grano
- Selog
- Hygga
- Carrott
- Helakeskus
- Heatmasters
- CoreHW
- Oscar



Omistaja-arvon luonti



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Sijoitusyhtiö omalla taseella

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka omistaa ja kehittää suomalaisia pk-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, hyvää ajoitusta, yrityksen kehittämisessä onnistumista ja lisäarvon luomista kohdeyhtiössä. Yhtiön tavoitteena on 10-15 kasvavan ja kehittyvän pk-yrityksen omistus. Sijoittajan kannalta oleellista on omistaja-arvon luominen konsernitasolla ja sijoituskohteissa.

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

Konsernirakenne

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

liiketoimintaa, mikä vaatii resursseja.

Panostajan sijoituskohteet toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Panostaja on mukana strategisessa kehitystyössä ja tukee yhtiöitä, mutta operatiivisesta toiminnasta vastaa oma toimitusjohtaja. Toimitusjohtajan valitsemisessa Panostajalla on kriittinen rooli, minkä lisäksi yhtiö voi tarjota sijoituskohteille mm. pörssiyhtiötasoiset raportointi- ja seurantarjestelmät.

Panostajan omistusosuudet sijoituskohteissa vaihtelevat merkittävästi (43-100 %). Kaikissa 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 monesti tätä pienempiä. Tämä tarkoittaa tuloslaskelmaan merkittäviä vähemmistöosuuksia, jotka on tärkeää huomioida. Gugguu oli Panostajalle ensimmäinen sijoitus, jossa yhtiö oli jo 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 allokointiin, jolloin sijoitusstrategian toimivuus täytyy huomioida sijoitusta tehdessä. Jos luottamusta johdon kykyyn allokoida pääomia ei ole, ei Panostajaan kannata sijoittaa.

panostaja

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



Lisäksi yhtiö omistaa vähemmistöjä seuraavissa yhtiöissä:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Panostajan sijoitusperiaatteet

Panostaja etsii aktiivisesti terveeseen talouspohjan yrityksiä, joilla se uskoo olevan potentiaali nousta alansa kärkijoukkoon. Yritysarvoltaan (EV) kohteet ovat perinteisesti olleet noin 10 MEUR:n kokoluokassa, mutta tässäkin kokoluokassa kasvanut kilpailupaine voi laskea keskimääristä sijoitusta jatkossa. 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 nykyään se on avoin myös vähemmistöön jäämiselle. Yhtiö on aina ottanut mielellään erityisesti yrittäjät mukaan vähemmistöomistajiksi.

Panostaja on kertonut, että ostettavien yritysten liikevaihto on tyypillisesti 5-50 MEUR. Moninaisista liiketoimintamalleista johtuen rajaaminen on hankalaa. Viime vuosina yhtiö on kuitenkin kohdannut yhä kasvavaa painetta siirtyä kohti pienempiä sijoituskohteita, sillä kilpailu on

kiristynyt suuremmissa kohteissa.

Panostaja sijoittaa omasta taseesta, mikä mahdollistaa omaehtoisien ja pitkäjänteisten omistushorisontin. Tässä vertailukohtana on monesti erilaiset Private Equity-pääomarahastot, joilla on tietty sijoitushorisontti (esimerkiksi 8 vuotta). Panostajalla on enemmän liikkumavaraa. Kokonaisuudessaan Panostajan hankintaprosessi on varsin joustava ja antaa yhtiölle laajat mahdollisuudet erilaisiin sijoituksiin. Tärkeintä on mielestämme, että Panostaja pystyy tarjoamaan rahan lisäksi osaamista sekä uskottavan suunnitelman omistaja-arvon kehittämiseksi. Yhtiöllä on myös käsityksemme mukaan hyvä maine pitkäjänteisenä yrittäjien kumppanina.

2/3 Kehittäminen

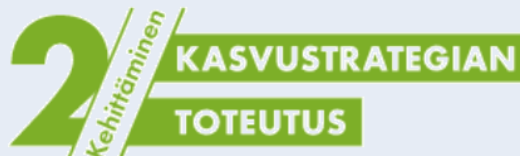
Sijoituskohteiden kehittäminen on kriittistä, jotta Panostaja pystyy luomaan omistaja-arvoa. Kehittämiseen kuuluu sijoitusstrategian toimeenpano, mihin kuuluvat kasvu, yritysostot ja operatiivinen tehokkuus. Perinteisen kannattavan kasvun lisäksi mielestämme on tärkeää pyrkiä laskemaan yleensä suhteellisen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

laskeminen ja näkyvyyden parantuminen heijastuvat hyväksyttävään arvostustasoon.

Kehittämiseen kuuluu myös liiketoiminnan ja johtamisen kokonaisvaltainen kehittäminen: johdon osaamisen kehittäminen sekä aktiivinen tuki, työkalut ja järjestelmät sekä tietysti hallitus ja strategiatyö. Kehittäminen vaatii Panostajalta merkittäviä resursseja, joten sen täytyy tuottaa myös tuloksia. Tehtävän onnistuessa sijoituskohteen tuloksen pitäisi kasvaa, riskiprofiiliin 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. Mielestämme Panostaja on onnistunut kolmessa edellisessä merkittävässä irtautumisessa (Flexim, KotiSun ja KL-Varaosat) hyvin, mutta toisaalta viivytellyt liikaa joidenkin heikompien sijoituskohteiden kanssa.



Sijoitusstrategian arviointi 1/2

Track-record omistaja-arvon luonnissa

Sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto ovat keskeisiä asioita sijoitusstrategian analysoinnissa. Panostajan lisäarvonluontia voidaan tarkastella osinkojen ja oman pääoman kasvun kautta. Vuosien 2006-2018 välillä oman pääoman kasvun ja osinkojen yhdistetty kumulatiivinen tuotto on ollut noin 8,5 %.

Oma pääoma / osake on noussut tilikauden 2006 tasolta 0,68 eurosta tilikauden 2018 1,02 euroon. Tähän vaikutti voimakkaasti vuonna 2018 toteutunut KotiSun-irtaantumisen, joka oli Panostajalle erinomainen. Muuten jakso on ollut yhtiölle korkeintaan keskinkertainen, sillä tilikauden 2017 lopussa oma pääoma / osake oli vain 0,59 euroa. Osingon tai pääoman palautuksen Panostaja on maksanut melkein joka vuosi, ja kumulatiivisesti tällä 12 vuoden jaksolla on maksettu omistajille 1,12 euroa/osake.

Emme näe taseessa piilevää arvoa tällä hetkellä

Panostajan oma pääoma ei heijasta sijoituskohteissa mahdollisesti piilevää arvoa, koska omistuksia ei arvoteta taseessa käypään arvoon. Taseessa omistukset on kirjattu lähtökohtaisesti hankinta-hintaan, joka voi muuttua mm. yritysjärjestelyiden yhteydessä.

Monesti osien summa -laskelmamme indikoima arvo on ollut merkittävästi suurempi kuin tasearvo, mutta nyt nämä ovat käytännössä linjassa. Osien summan perusteella saamme osakkeenomistajille kuuluvaksi arvoksi noin 0,99 euroa/osake, kun Q3'19:n lopussa yhtiön oma pääoma / osake oli 1,00 euroa. Näin ollen tasearvo antaa mielestämme tällä hetkellä oikean kuvan track-

recordista, eikä taseessa ole tällä hetkellä piilevää arvoa.

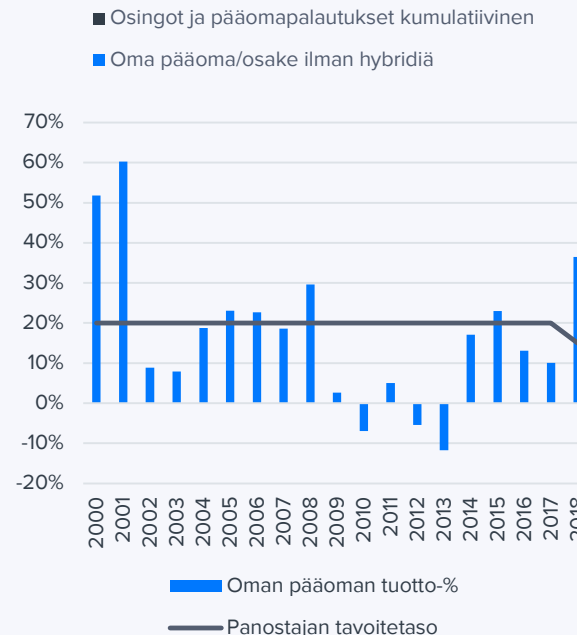
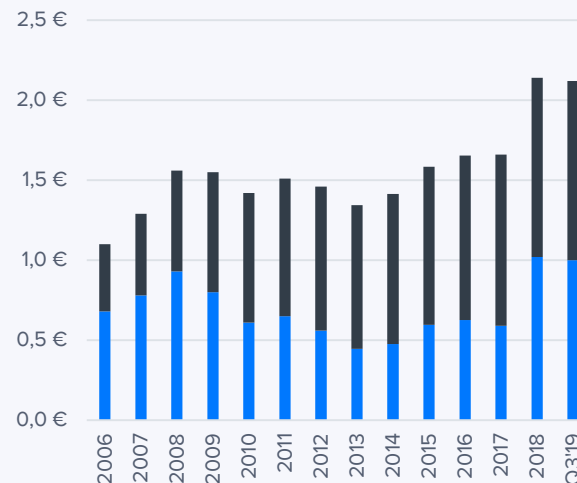
Tilanne on muuttunut merkittävästi, koska yhtiön onnistuneet irtautumiset ovat heijastuneet täysimääräisesti omaan pääomaan, mutta heikommin menestyneistä sijoituksista Panostaja ei ole pystynyt irrottautumaan. Panostajan tase sisältää edelleen 3,0 MEUR Helakeskukseen kohdistuvaa liikearvoa, ja oma arviomme omistuksen arvosta on nolla korkeiden nettovelkojen jälkeen. Tällä hetkellä myös näkemyksemme Granon arvosta on suhteellisen alhainen merkittävien kannattavuusongelmien takia. Tämä tilanne voi toki muuttua nopeastikin.

Tavoitellusta tasosta on jääty selvästi

Panostajan tavoitteena on vähintään 15 %:n (aik. 20 %) oman pääoman tuotto niin, että sisäinen IRR (internal rate of return) tavoite on jokaiselle sijoituskohteelle yli 22 %. Yhtiö on käsityksemme mukaan yltänyt 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 tavoitetasoista.

Ongelmana mielestämme 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 selvästi.

Panostajan track-record



Sijoitusstrategian arviointi 2/2

Arvonluontimenetelmät

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

- Hyväksyttävien arvostuskertoimien nousu
- 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 systemaattista työtä, kuten yrityksen riskiprofiilin laskemista.

Ostaessa valuaation on oltava konservatiivinen

Panostaja pyrkii hankkimaan yrityksiä matalalla arvostuksella, mikä kuvastaa alun korkea riskitasoa. Tähän vaikuttaa muun muassa toimiala ja potentiaali, yleisesti vallitsevat arvostustasot ja mahdollinen kilpailu kohteesta. Tällä hetkellä arvostustasot ovat yleisesti koholla, koska markkinoilla on erittäin paljon rahaa hakemassa suhteellisen vähäistä määrää kohteita. Listaamattomien riskiprofiili on lähtökohtaisesti korkea jo heikon likviditeetin takia. Monesti yhtiöt sisältävät merkittävän henkilöriskin (yrittäjä ja avainhenkilöt), ovat pieniä ja niillä on harvemmin skaalautuvia tuotteita. Näin ollen keskimääräisien kertoimien pitäisi olla maltillisia.

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

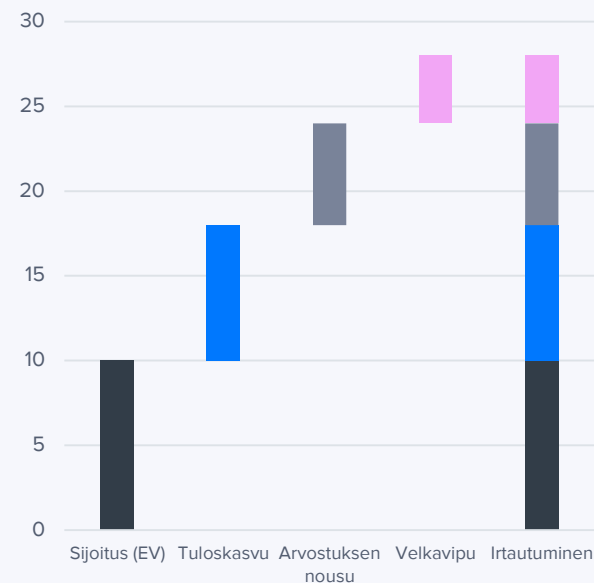
mukaan, korkeamman arvostustason saavuttamisen pitäisi olla helppoa riskiprofiilin pienennettyä ja toiminnan vakaannuttua. Myös myynnissä ajoituksella on suuri merkitys. Arvostustason nousu riippuu liiketoiminnan kehityksestä, näkymistä ja toimialan yleisestä kehityksestä sekä yleisestä arvostustasosta.

Tuloskasvu on kriittinen ajuri

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

Panostaja käyttää velkavipua nostaakseen tuottoja. Tämä nostaa tuottopotentialiaa, mutta kohottaa samalla riskejä. Panostaja on käyttänyt velkavipua viime vuosina merkittävästi, mutta mielestämme kuitenkin perustellusti. KotiSun-myyntin jälkeen velkavipua on pienennetty selvästi. Järkevästi käytetty velkavipu kasvattaa tuottopotentialiaa ja mahdollistaa suuremman määrän sijoituksia samalla määrällä omaa pääomaa.

Arvonluonnin tärkeimmät elementit



Esimerkki mahdollisesta kehityksestä

Portfolion esittely 1/2

Suhteellisen tasapainoinen sektorijakauma

Panostajan portfolioon kuuluu kahdeksan sijoituskohdetta (enemmistöomistus, >50 %) ja kaksi osakkuusyhtiötä (merkittävä vähemmistöomistus, vähintään 20 %). Portfolio sisältää suhteellisen monipuolisesti yhtiöitä Suomen pk-sektorilta.

Selvästi suurin ja samalla myös arvokkain omistus on näkemyksemme mukaan Grano, jonka yritysostovetoisessa kasvutarinassa Panostaja on onnistunut hyvin. Arvioimme Panostajan Grano-omistuksen (52,8 %:n omistusosuus) arvon olevan noin 28,5 MEUR, mikä on 69 % portfolion kokonaisarvosta (noin 41,4 MEUR). Grano dominoi myös liikevaihto- ja liikevoittolukuja. Tämä tekee Granosta myös salkun ylivoimaisesti suurimman riskikeskittymän, vaikka yhtiön riskiprofiili on mielestämme kohtuullinen.

Toimialahajautus on kohtuullinen, mutta Suomi-riski on selkeä

Panostajan sijoitukset ovat jakautuneet kohtuullisesti eri toimialoille. Kaikki kahdeksan yhtiötä toimivat eri toimialoilla, joskin Selog ja Helakeskus ovat liitännäisiä rakentamiseen. Panostaja sijoittaa strategian mukaisesti suomalaisiin pk-yrityksiin, joten salkun Suomi-riski on luonnollisesti merkittävä. Riippuvuus Suomen talouskehityksestä on huomattavasti suurempi kuin esimerkiksi sijoittajalle, joka omistaa yhtiöitä pelkästään Helsingin pörssistä. Vaikka joillakin tytäryhtiöillä on vientiä, on Suomi ylivoimaisesti suurin markkina yhtiöille - liikevaihdosta yli 95 %

tulee Suomesta.

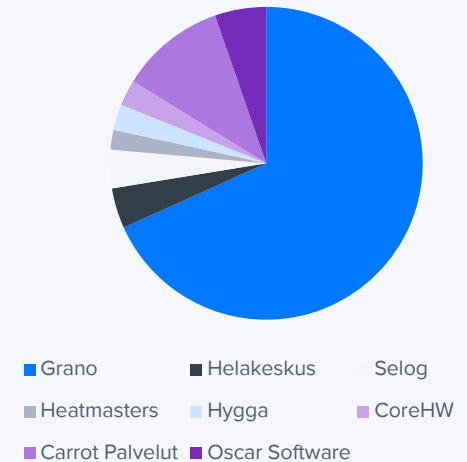
Arvo on voimakkaasti keskittynyt Granoon

Näkemyksemme mukaan Panostajan portfolion arvo on keskittynyt voimakkaasti Granoon. Tämä on mielestämme merkittävä riski, vaikka Granon liiketoiminta on vahvan markkina-aseman takia suhteellisen tasaista ja pidämme yhtiön riskiprofiilia kohtuullisena. Samalla on myös huomioitava se, että lähes puolet Granon omistuksesta on Panostajan ulkopuolella. Tämä tarkoittaa todella suuria vähemmistöosuuksia.

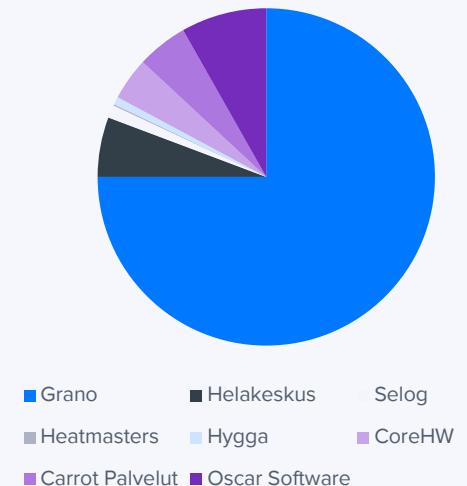
Muut omistukset ovat näkemyksemme mukaan arvoltaan huomattavasti pienempiä, varsinkin kun Panostaja irtaantui KL-Varaosista kesällä 2019. Toiseksi arvokkain Oscar Software on arviomme mukaan vain noin 11 % portfoliosta. Hajautuksen kannalta arvon raju keskittyminen on mielestämme heikkous. Emme näe tätä kuitenkaan suurena ongelmana, kunhan sijoittaja tiedostaa tilanteen.

Sen sijaan pidämme ongelmana sitä, että Panostajalta puuttuu tällä hetkellä selkeät arvoajurit. Oscar Software ja CoreHW ovat mielestämme hyvin potentiaalisia sijoituskohteita, mutta niiden koko jää Granon varjoon. KotiSunin myynnin jälkeen Grano on dominoinut arvonkehitystä, eikä yhtiö ole kehittynyt hyvin viime vuosina. Hajautuksen kannalta olisi hyvä, jos yhtiöllä oli monia pieniä ja erilaisia arvoajureita. Positiivista on se, että portfolio on uudistunut viime vuosina voimakkaasti. Uudet sijoituskohteet vaativat kuitenkin vielä paljon aikaa.

Liikevaihdon jakauma (2019e)



Liikevoiton jakauma (2019e)



Portfolion esittely 2/2

Edelleen monia yhtiöitä kehityskaaren lopussa

Panostajan sijoitushorisontin on normaalisti noin 5-10 vuotta, mutta Grano, Helakeskus ja Heatmasters ovat kaikki olleet salkussa jo 10 vuotta. Näistä merkittävin on Grano, joka on kuulunut salkkuun vuodesta 2008 ja yhtiön kasvutarina Suomessa on jo kypsässä vaiheessa. Odotamme Panostajan keskittyvän seuraavan 12 kuukauden aikana kannattavuuden ja tehokkuuden optimointiin, jotta yhtiöstä saadaan paras mahdollinen hinta.

Mielestämme Panostajan kannalta looginen irtaantumisaika olisi pian sen jälkeen, kun Grano on todistanut korkeamman kannattavuutensa ja kykynsä luoda kassavirtoja. Tämä voi kuitenkin viedä aikaa, koska markkinanäkymä näyttää tällä hetkellä vaisulta. Granolle on mielestämme tällä hetkellä vaikea nähdä selkeää teollista ostajaa, mikä heikentää osittain exit-näkymää. Vaihtoehtoja toki on, sillä Grano on potentiaalinen pörssi-yhtiö ja mahdollisesti kiinnostava myös pääomasijoittajille.

Helakeskus ja Heatmasters ovat mielestämme molemmat selkeitä epäonnistumisia, ja molemmissa on vaikea nähdä järkevää arvonluontipolkua. Uskomme että Panostaja olisi mielellään irtaantunut molemmista, mutta ostajia ei ole ollut tarjolla järkevillä hinnoilla. Ostajan etsiminen onkin todennäköisesti haastava urakka.

Salkku on uusiutunut voimakkaasti viime vuosina

Kypsistä sijoituskohteita huolimatta Panostaja on uudistanut portfoliotaan voimakkaasti viime vuosina. Viimeisen kahden vuoden aikana yhtiö on

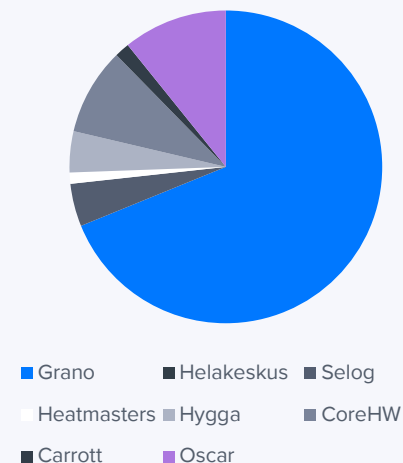
tehnyt strategiansa mukaisesti sekä onnistuneita irtautumisia sijoituskohteistaan (KotiSun, KL-Varaosat ja Ecosir) että uusia hankintoja (Oscar, Carrot, CoreHW ja Gugguu).

KotiSun oli Panostajalle erinomainen menestystarina, joka tapahtui nopeasti. KL-Varaosat oli sen sijaan pitkä tarina, sillä Panostaja sijoitti yhtiöön jo vuonna 2007 ja irtaantumiseen kului siis lähemmäs 12 vuotta. Tuotto oli kokonaisuudessaan varsin hyvä, mutta irtaantumishinta oli aiempaa arviotamme alhaisempi ja meille pettymys. Ecosirin tarinassa oli monta käännettä, mutta kokonaisuutena sijoitus oli kuitenkin epäonnistunut.

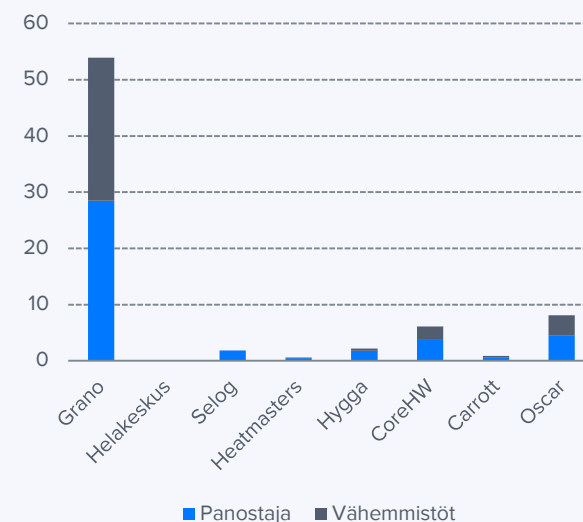
Teknologian merkitys noussut selvästi

Panostajan sijoitussalkussa on kolme tuoreempaa sijoitusta, joissa yhtiö on selvästi sijoitusajan alkupuolella. Nämä ovat Oscar Software (2018), CoreHW (2017) ja Hygga (2015). Erityisesti kahden ensin mainitun kohdalla Panostajan kehitystyö on vasta alussa ja yhtiöissä on selkeää arvonluonti-potentiaalia. Yhteistä kaikille näille on fokus teknologiaan: Oscar on osin SaaS-mallilla toimiva ERP-yhtiö, CoreHW kehittää omaan korkean teknologian paikannustuotetta ja Hyggan kilpailuetu pohjautuu tehokkaaseen toiminnanohjausjärjestelmään. Teknologiasijoitukset ovat olleet Panostajan historiassa suhteellisen harvinaisia, mutta nyt niihin on panostettu. Mielestämme tämä on tärkeä muutos ja kertoo yhtiön uudistumisesta, vaikka onnistumista strategiassa on vielä vaikea arvioida.

Portfolion arvon jakautuminen

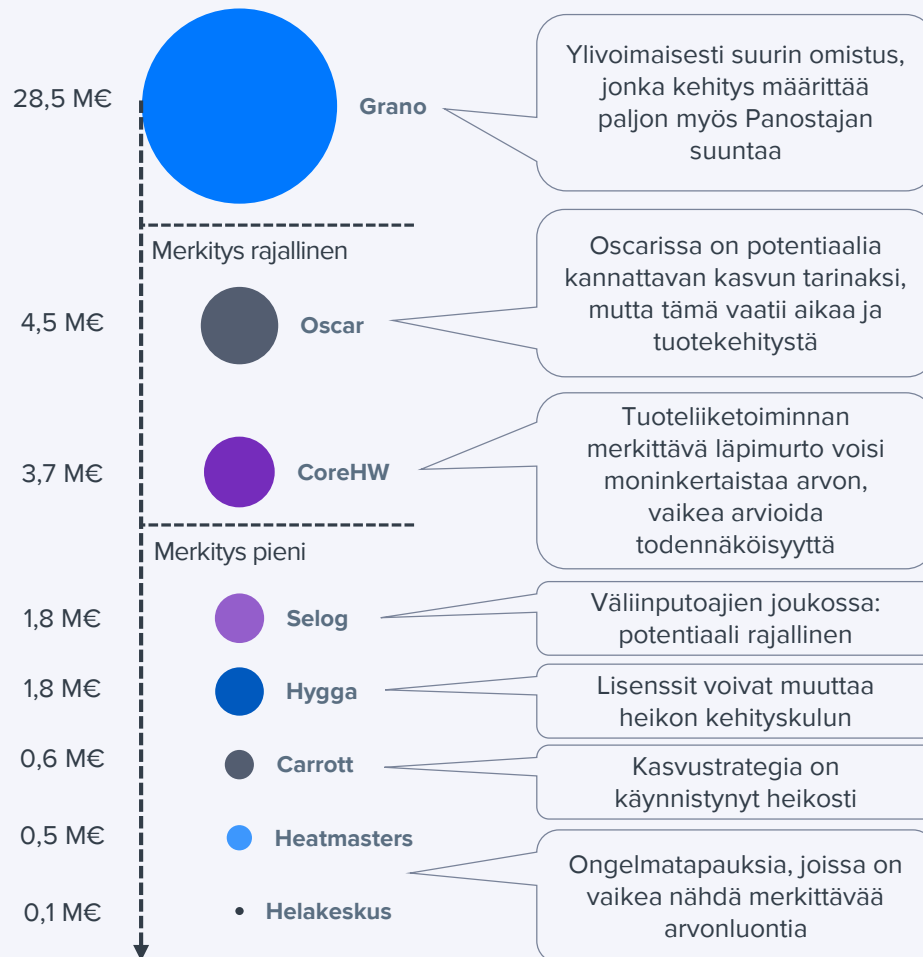


Arvon tarkastelu toisesta näkökulmasta

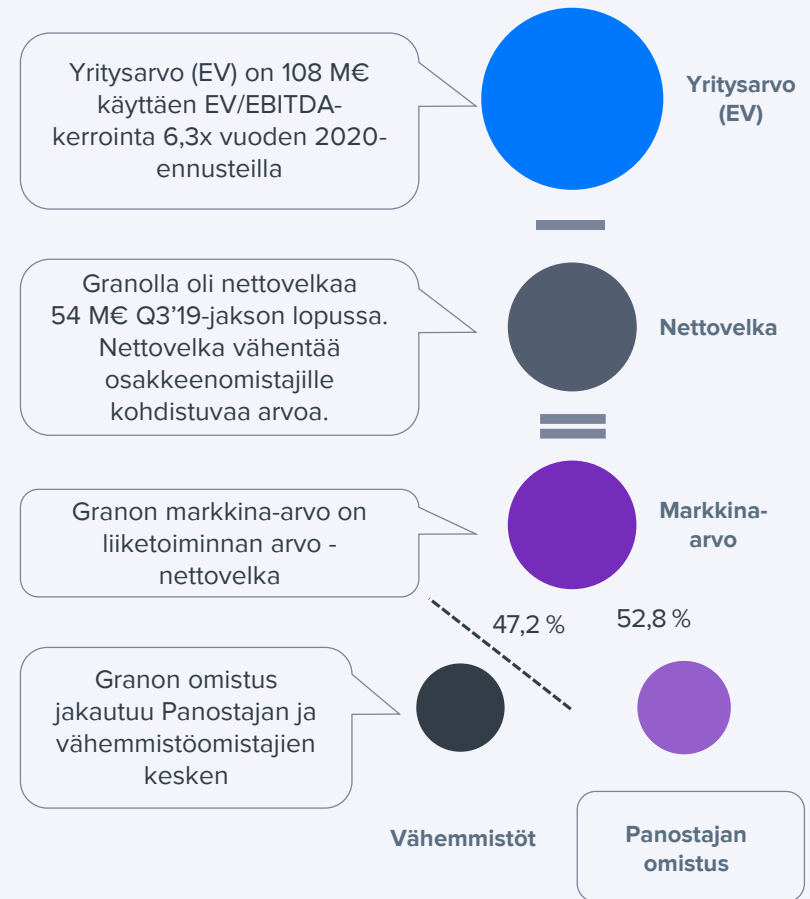


Panostajan nykyinen portfolio

Panostajan omistuksien arvot
(MEUR, Inderesin näkemyksiä)

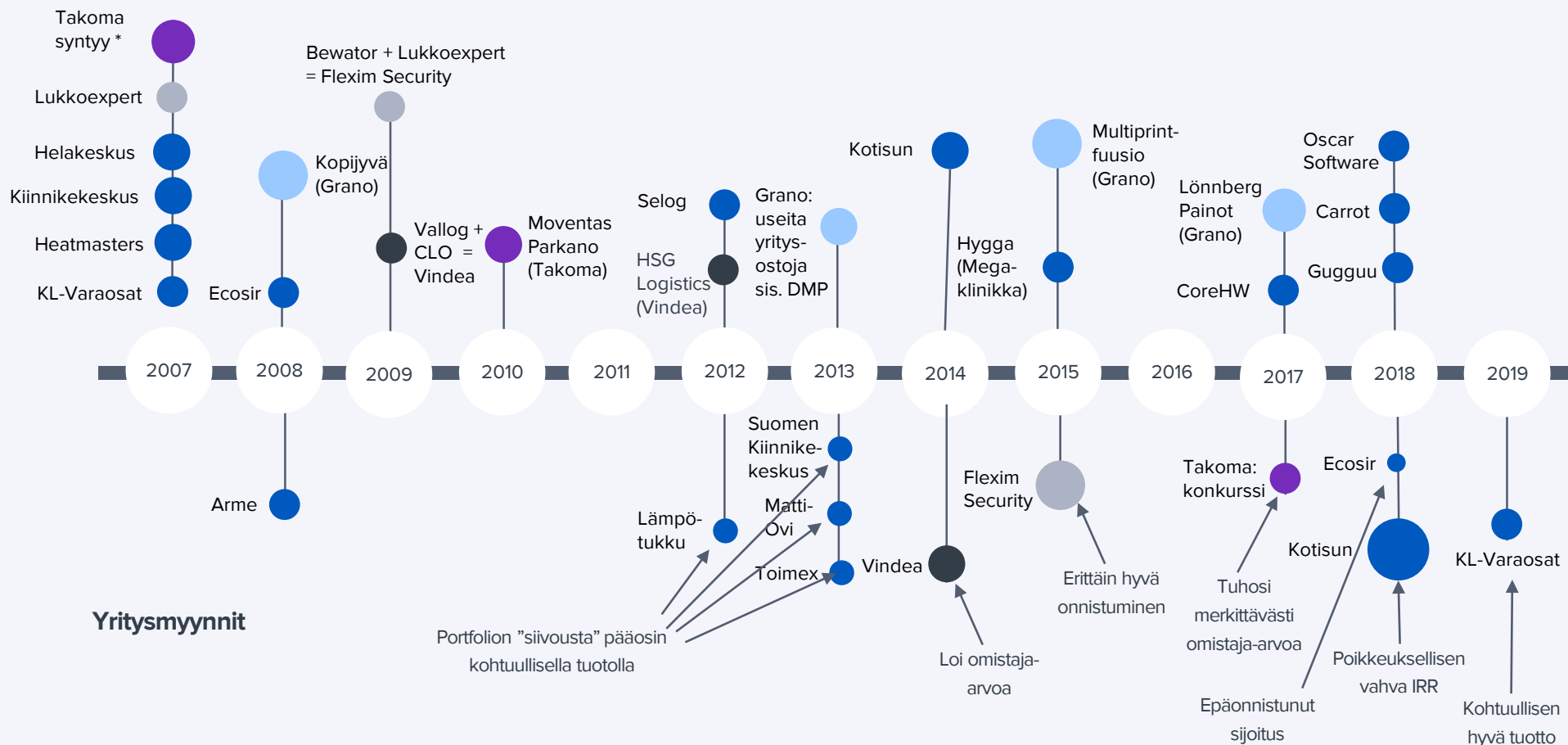


Granon arvonmuodostus
(MEUR, Inderesin näkemyksiä)



Panostajan merkittävät yritysostot ja -myynnit 2007-2019

Yritysostot



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

Lähde: Inderes

Grano on Panostajalle kriittinen sijoituskohde kokonsa ja arvonsa johdosta. Grano olisi teoriassa kypsä irtaantumiselle, mutta tätä ennen yhtiön on todistettava kannattavuuskäänne.

Yhtiökuvaus

Grano on monipuolinen sisältöpalvelujen osaaaja. Yhtiö tarjoaa markkinoinnin ja viestinnän ratkaisuja digistä printtiin. Grano on Suomessa selkeä markkinajohtaja painoalalla ja palvelee Suomessa 25 paikkakunnalla.

Sijoitustarina

Panostaja hankki Kopijyvän 2008, minkä jälkeen yhtiö on tehnyt paljon suuria ja pieniä yritysostoja (Buy & Build). Granon kasvu on ollut sijoitusaikana todella voimakasta, mutta viime vuosina laskenut kannattavuus on herättänyt huolia.

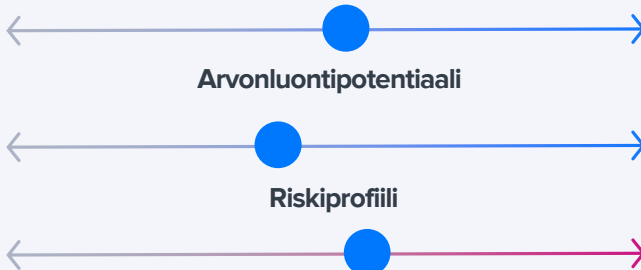
Liiketoimintamalli

Granolla on Suomessa erittäin kattava verkosto ja palvelutarjonta, ja perinteistä liiketoimintamallia pyritään vahvistamaan digitalisaation ja keskittämisen tuomilla skaalaeduilla. Granon palvelut kattavat sisältö-hankkeet alusta loppuun.

Kilpailuetu

Granolla on erittäin vahva markkina-asema monilla markkina-alueilla, ja digitaalisilla osa-alueilla yhtiöllä on merkittäviä skaalaetuja. Heikentyneestä kannattavuudesta huolimatta yhtiö on pärjännyt hyvin suhteessa kilpailijoihin.

Arvio tuloskasvunopeudesta



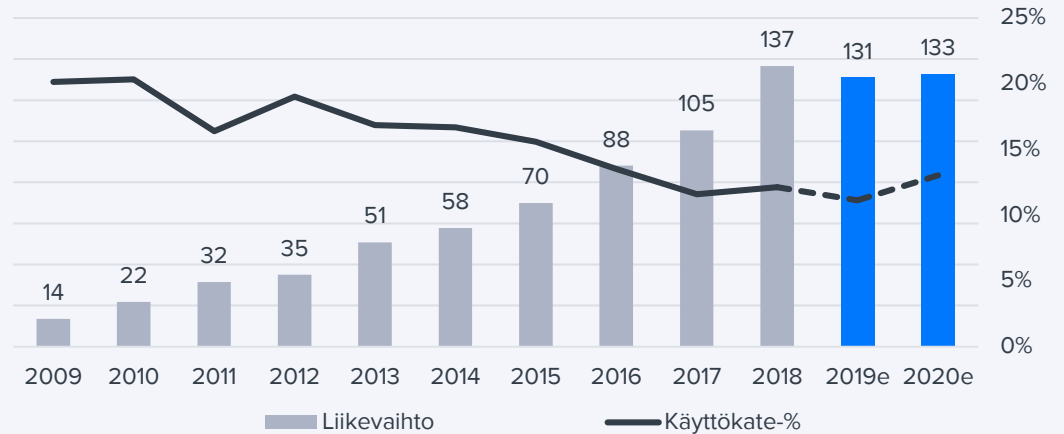
Arvioitu EV
108
MEUR

Osuus
sijoituksista
69%
(Inderes)

EV/EBITDA
6,3x
2020e

Avainluvut ja ennusteet:

Kannattava kasvu yskii tällä hetkellä



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen, missä tuore tehostamisohjelma on mielestämme kriittinen
- Tuloskasvu nojaa kannattavuuden parantamiseen
- Strategian eteneminen murroksessa olevalla toimialalla
- Ydinliiketoiminnan kassavirta on hyvä
- Mahdollinen irtaantuminen Panostajan kannalta



Riskitekijät

- Toimialan yleinen kehitys on ollut vaisua, mikä on heijastunut myös Granoon
- Kannattavuuden kääntäminen on ollut yllättävän vaikeaa, mikä voi kertoa ongelmista organisaation integraatiossa
- Kasvunäkymä on monilla sektoreilla heikko, mikä luo koko ajan hintapainetta



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5,5-7,0x 2020-ennusteilla, mikä tarkoittaa noin 0,8x EV/S-kerrointa
- Arviomme mukaan Panostajan omistuksen arvo on kokoluokassa 28,5 MEUR (aik. 30,2 MEUR)

Grano 1/3

Yritysostovetoinen kasvutarina

Grano on voimakkaan kasvun buy-and-build-tarina, joka alkoi Kopijyvän ostopaivä vuonna 2008. Kopijyvä oli paino- ja tulostuspalveluja tarjoava yritys, joka oli keskittynyt digitaaliseen painamiseen. Ensimmäisenä toimintavuotenaan osana Panostaja-konsernia eli vuonna 2009 liikevaihto oli 13,5 MEUR, minkä jälkeen kasvu on ollut hurjaa. Tilikaudella 2018 Granon liikevaihto oli 136,6 MEUR, joten liikevaihto on kasvanut lähes 30 % vuosittain (CAGR) Panostajan reilun kymmenen vuoden omistuksen aikana. Tällä hetkellä ainakin orgaaninen kasvu on kuitenkin hyytynyt pahasti.

Valtaosa kasvusta on syntynyt yritysostoilla. Näistä suurimpia ovat olleet Multiprint-fuusio sekä Lönnberg-yritysosto, mutta vuosien varrella Grano on tehnyt kymmeniä yritysostoja. Viimeisimmän konsolidaatiokierroksen jälkeen yhtiöllä on kuitenkin ollut pahoja kasvukipuja, mikä on heijastunut kannattavuuteen negatiivisesti.

Granon profiili on muuttunut merkittävästi

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

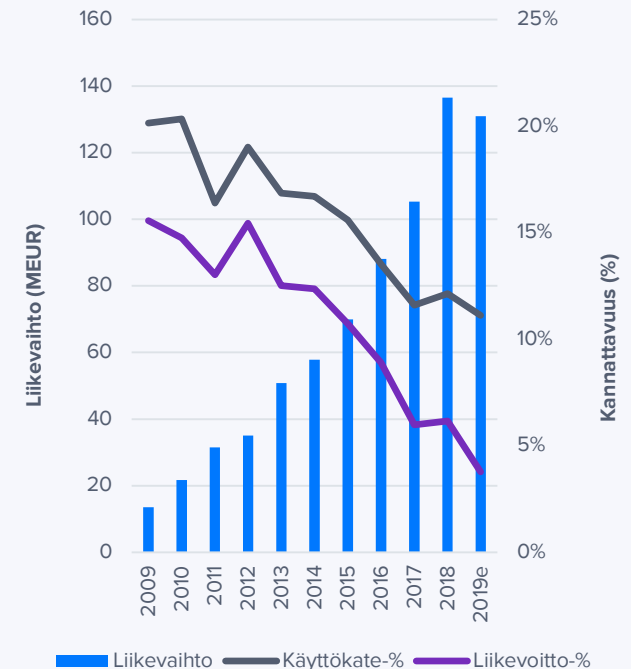
Valitettavasti Granon eri liiketoimintojen kehityksestä on saatavilla vain rajallisesti tietoa, minkä takia esimerkiksi eri segmenttien kokoluokkia on vaikea arvioida. Laskevalla trendillä oleva offset-painaminen on kuitenkin edelleen yksi merkittävistä liiketoiminnoista.

Kannattavuus on heikentynyt selvästi

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

Vuonna 2015 Granon käyttökate painui 15,6 %:n tasolle Multiprint-fusion myllerryksessä. Lasku jatkui 2016, kun käyttökate tippui selvästi 13,5 %:in liikevaihdosta ja tilikaudella 2017 taso oli enää 11,6 %. Vuonna 2018, jolloin yritysostoihin ja näiden jälkeisiin tehostamiseen liittyvät kertakulut eivät painaneet tulosta, käyttökatemarginaali oli 12,1 %. Lisäksi on huomionarvoista, että Granon liikevaihto oli vain 136,6 MEUR, kun vuoden 2017 yritysostojen jälkeen sen olisi mielestämme pitänyt nousta 140-150 MEUR:n tasolle. Näin ollen viimeisimmän konsolidaatiokierroksen järkevyyttä ei ole mielestämme ainakaan toistaiseksi todistettu. Myös alan yleinen kannattavuuskehitys on ollut heikkoa ja markkinatilanne on vaikeutunut, mikä on osaltaan vaikuttanut myös Granoon.

Granon avainlukujen kehitys



Grano 2/3

Kannattavuuskehitys saatava käännettyä

Granon on kriittistä saada käännettyä viime vuosina lähes trendinomaisesti laskenut kannattavuus. Osittain tämä johtuu yhtiön rakennemuutoksesta ja kasvusta heikommin kannattaville alueille (yrityssostot), mutta paine on ollut varsin laaja-alaista.

Samalla Granon omat toimet kannattavuuden parantamiseksi ovat mielestämme selvästi epäonnistuneet osittain organisaatiomalliin liittyvien heikkouksien takia. Yhtiö järjesti vuoden 2017 loppupuolella laajat yt-neuvottelut, joiden pohjalta yhtiöstä väheni noin 100 henkilöä ja yhtiö tavoitteli yhteensä 4 MEUR:n säästöjä. Nämä säästöt katosivat kuitenkin alueelliseen organisaatiomalliin, jossa kulut kasvoivat muilla alueilla eikä toimintoja pystytty skaalaamaan tehokkuuden saavuttamiseksi.

Tällä hetkellä Granolla on käynnissä uusi yritys ja yt-neuvottelut, joissa yhtiön työntekijöiden määrä voi vähentyä noin 100 henkilöllä tai noin 10 %:lla. Arvioimme yhtiön hakevan jälleen noin 4 MEUR:n säästöjä tehostamistoimilla, sillä toimet ovat hyvin samankaltaisia kuin vuonna 2017. Granon keskimääräinen kulu/henkilö on käsityksemme mukaan noin 44 TEUR/vuosi, jolloin 100 henkilön vähentämisen pitäisi tuoda yhtiölle noin 4,4 MEUR:n vuotuiset säästöt ja käsityksemme mukaan optimoitavaa on paljon muuallakin. Merkittävin yksittäinen toimenpide on käsityksemme mukaan tuotannon keskittäminen tiettyihin suurempiin yksiköihin, minkä pitäisi tehostaa toimintaa ja tuoda yhtiölle skaalaetuja.

Nyt myös organisaatiomallia on muutettu ja johto

organisoitu toiminnoittain (esimerkiksi yhtiön tuotantojohtaja vastaa koko maasta), jolloin säästöjen pitäisi olla myös pysyviä. Tämä jää nähtäväksi, mutta olemme suhteellisen luottavaisia siitä, että johto on oppinut aiemmista ongelmista.

Tulospotentiaaliin on matkaa

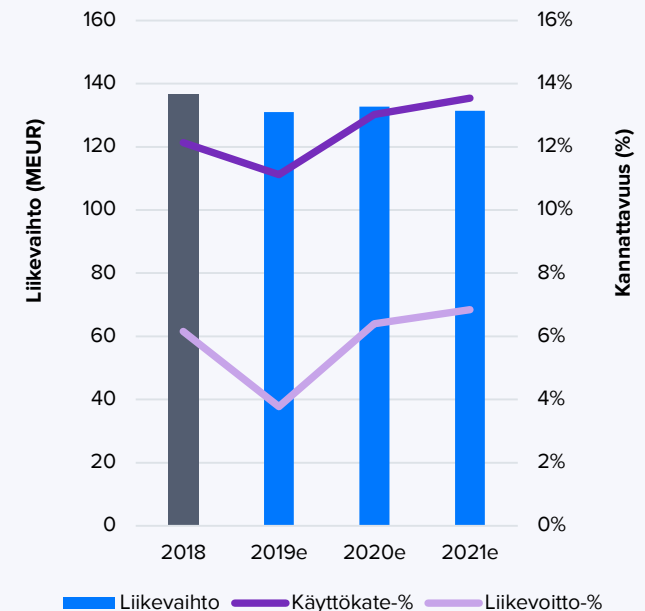
Mielestämme Granon tulosparannus nojaa lähivuosina voimakkaasti nyt yhtiön tehostamisohjelmien onnistumiseen, sillä orgaaninen kasvu ja parannus tätä kautta tulee vaikean markkinatilanteen takia olemaan todella tiukassa. Ennustamme tällä hetkellä käyttökate-marginaalin nousevan 13,0 %:n tasolle vuonna 2020 ja paranevan edelleen 13,5 %:n tasolle seuraavana vuonna. Yhteensä tämä on noin 3,2 MEUR:n parannus vaisulta 2019e-tasolta, joten odottamamme 4 MEUR:n tehostamisohjelma ei ole täysimääräisesti ennusteissamme. Liikevaihdon kasvun odotamme olevan lähes nollatasolla.

Potentiaalia yhtiöllä on enemmänkin.

Nykyrakenteella noin 13-15 %:n käyttökate- ja liikevoitto-aste on mielestämme realistinen, mikä indikoisi myös runsaita kassavirtoja. Viime vuosien kehityksen perusteella omat odotuksemme ovat haarukan alalaidassa, ja nekin nojaavat pitkälti uuden tehostamisohjelman julkistamiseen ja onnistumiseen. Tietoa saadaan lisää, kun käynnissä olevat yt-neuvottelut päättyvät.

Suuret yritysostot ovat nostaneet voimakkaasti yhtiön poistoja mm. aineettomilla PPA-poistoilla. Tämä asettaa liikevoittoon merkittävää painetta, minkä takia suosittelemme seuraamaan kehitystä erityisesti käyttökate-asteella. Käyttökate kuvaa paremmin sijoitusyhtiölle kriittistä kassavirtaa.

Avainlukujen ennustettu kehitys



Grano 3/3

Hyväksyttävä arvostus

Granolla on erittäin vahva asema murroksessa olevalla markkinalla, jossa on kokoon liittyviä skaalaetuja. Tämä tukee hyväksyttävää arvostusta. Toisaalta kasvumahdollisuudet Suomessa ovat rajalliset ja kansainvälinen kasvu toisi mukanaan uudet haasteet (osaaminen, resurssit ja riskit).

Suurimmat huolestamme liittyvät kannattavuuskehitykseen. Kannattavuus on heikentynyt selvästi, mitä nyt pyritään oikaisemaan tehostamistoimilla. Tulokunto näkyy arvossa sekä absoluuttisesti että hyväksyttävien kertoimien kautta, jos trendiä ei saada käännettyä. Lisäksi myös Suomen talouskasvun heikkeneminen voi aiheuttaa merkittävää painetta koko toimialalle, koska markkinointi on helposti leikkauskohteena asiakkaiden taloustilanteen heiketessä. Nykymuotoisen Granon syklistä ei ole testattu, mutta todennäköisesti muut yhtiöt ovat mahdollisessa laskumarkkinassa huomattavasti Granoa suuremmissa vaikeuksissa.

Mielestämme Granolle voidaan hyvin perustella noin EV/EBITDA-kerroin 5,5-7,0x, mikä antaisi vuoden 2020 tulosestimateella Granon yritysarvoksi noin 108 MEUR. Tämä tarkoittaisi toisaalta EV/S-kerrointa 0,8x. Arvostuskertoimet ovat painuneet viime vuosina yhtiön tuloskasvun käänntyä ja markkinatilanteen heikennettyä.

Sijoituksen markkina-arvoon ja sitä kautta Panostajan omistuksen arvoon vaikuttaa voimakkaasti nettovelat, joiden määrä voi vaihdella rahoitustoimien mukana. Tämä aiheuttaa tiettyjä

haasteita arvonmäärityksessä, mutta yritysarvon (EV) pitäisi olla suhteellisen vakaa. Q3'19-nettovelat olivat 54,2 MEUR, minkä jälkeen markkina-arvoksi jäi noin 54 MEUR. Panostaja omistaa Granosta 52,8 %, minkä arvo on mielestämme 28,5 MEUR.

Panostajan exit siirtynee edelleen kauemmas

Mielestämme Granon seuraava kehitysvaihe on skaalautuvien toimintojen keskittäminen, tehostaminen ja kannattavuuden merkittävä parantaminen. Alan konsolidaatio on kesken, mutta uskomme Granon kannalta oleellisimpien yritysostojen olevan jo takana ainakin Panostajan omistusjaksolla.

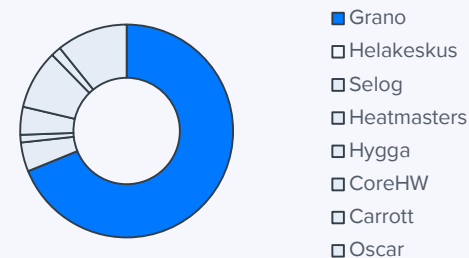
Emme näe kansainvälisen kasvun hakemista Panostajan kannalta loogisena Granon kehityssakeena, minkä takia irtaantuminen Granosta on arviomme mukaan lähellä. Mielestämme tämä voi tapahtua heti, kun yhtiö on pystynyt todistamaan kannattavuuskäänteen ja sen kestävyuden. Tämä voi tapahtua jo seuraavan 12-18 kk:n sisällä.

Granolle voi kuitenkin olla vaikea löytää ostajaa, koska Suomessa näin merkittävää toimijaa ei ole. Grano olisi mielestämme houkutteleva ostokohde esimerkiksi eurooppalaiselle toimijalle, joka haluaisi jalansijaa Suomessa. Teollinen ostaja olisi todennäköisesti positiivinen skenaario myös arvostustasoa ajatellen. Grano olisi mahdollinen kohde Panostajaa astetta isommalle pääomasijoittajalle, joka voisi mahdollisesti laajentaa toimintaa ulkomaille.

Arvostuskertoimet	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2020e)	5,5	-	7,0
EV/EBIT (2020e)	11,2	-	14,2
EV/S (2020e)	0,7	-	0,9
Arvohaarukka (MEUR)	95	-	121

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	108,1	MEUR
Nettovelat	54,2	MEUR
Markkina-arvo	53,9	MEUR
Panostajan osuus	28,5	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	28,5	MEUR

Osuus Panostajan portfolioista



Oscar Software

Oscar Software on osa Panostajan uuden aallon sijoituksia, jolla on skaalautuvaa potentiaalia. Oscarin alkutaival on ollut lupauksia herättävä ja näemme yhtiössä merkittävää potentiaalia.

Yhtiökuvaus

Oscar Software on ERP-kehitykseen ja erilaisten palvelujen tarjontaan erikoistunut ohjelmisto-palveluyritys. Monipuolisten toiminnanohjausjärjestelmien lisäksi Oscar tarjoaa muun muassa taloushallinto- ja HR-palveluita.

Liiketoimintamalli

Oscarin selkeä päätuote on pk-yrityksille suunnattu ERP, jota yhtiö on kehittämissä toimimaan kokonaan pilvessä. Lisäksi yhtiö tarjoaa yrityksille lisäarvopalveluita. Liiketoimintamalli on siis osittain SaaS-pohjainen ja osittain perinteinen palvelumalli.

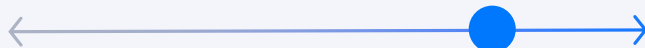
Sijoitustarina

Panostaja hankki noin 63 %:n omistuksen Oscarista 2018. Käsityksemme mukaan taustalla on ajatus kannattavasta kasvusta, jota tehostetaan investoinneilla tuotekehitykseen. Alkutaival Panostajan omistuksessa on ollut hyvä.

Kilpailuetu

Käsityksemme mukaan Oscarin ERP-ratkaisu vastaa hyvin normaalien pk-yhtiöiden tarpeisiin. Pk-sektorilla kilpailu on huomattavasti erilaista kuin suurissa yhtiöissä, jossa vaadittaisiin paljon suurempia resursseja. On kuitenkin vaikeaa nähdä, miten kestävä yhtiön kilpailuetu lopulta on.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



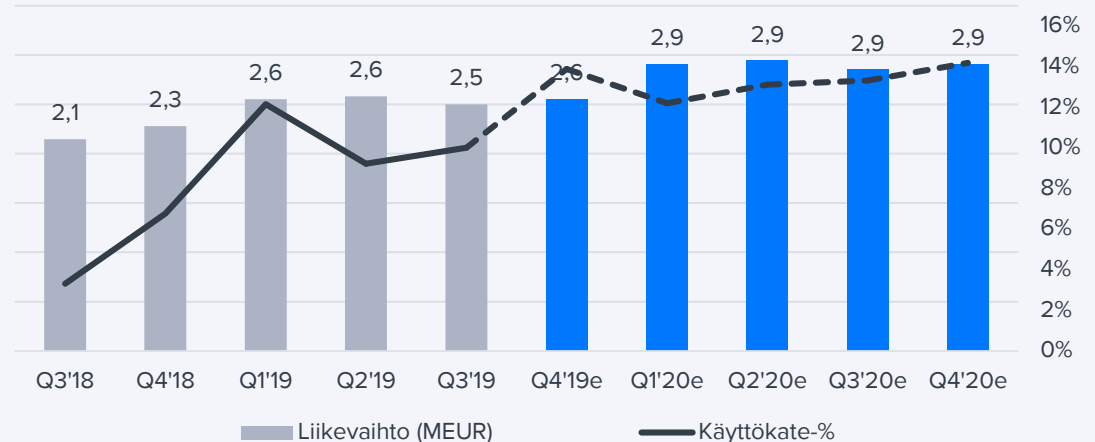
Arvioitu EV
12,8
MEUR

Osuus
sijoituksista
10,8%
(Inderes)

EV/EBITDA
9,0x
2020e

Avainluvut ja ennusteet:

Investoinnit syövät kannattavuutta lähivuosina



Arvoajurit

- Liikevaihdon ja erityisesti tuoteliiketoiminnan kasvu, jossa kannattavuus skaalautuu hyvin
- Yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet voimakkaaseen tuloskasvuun erityisesti investointivaiheen jälkeen
- Toimialan yleiset näkymät ovat erittäin hyvät



Riskitekijät

- Pk-sektorin kilpailutilanne voi kiristyä merkittävästi, jos kansainväliset yhtiöt siirtyvät sektorille
- Yhtiö ei välttämättä pysy mukana teknologian kehityksessä, eivätkä investoinnit välttämättä onnistu
- Tekee tällä hetkellä merkittäviä T&K-investointeja



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 8-10x (2020e), mikä tarkoittaa noin 1,1x EV/S-kerrointa
- Yhtiön liikevaihdosta noin 50 % on SaaS-liikevaihtoa ja ansaitsee korkeat arvostuskertoimet
- Palveluliiketoiminnan hyväksyttävä arvostus on selvästi alhaisempi, mutta potentiaalia on molemmissa

Oscar Software

ERP-ratkaisuja pk-sektorille

Oscar Softwaren päätuote on Oscar ERP, josta löytyy laaja valikoima mahdollisia moduuleja erityisesti konkreettisten tuotteiden kanssa toimiville yrityksille. Yhtiön markkina on voimakkaasti kasvava (arvio 8 % vuodessa) ja yhtiöllä on jo kohtuullinen asema Suomessa. Lisäksi yhtiö on erikoistunut verkkokauppoihin ja tarjoaa talous- ja yritysten tukipalveluita asiakkailleen. Palvelut eivät käsityksemme mukaan ole Oscarille alue, josta he varsinaisesti hakisivat kasvua. Asiakkaitaan yhtiö tukee kuitenkin myös palveluiden muodossa, mikä luo hyvän lisän ohjelmistoliiketoiminnalle.

Käsityksemme mukaan Oscarin liikevaihto (2019e: 10,2 MEUR) jakautuu kolmeen eri ryhmään. Arviomme mukaan noin 30-40 % on jatkuvaa SaaS-laskutusta ohjelmistojen käytöstä, noin 20 % taloushallinnon palveluita, määrittelemätön mutta pieni osuus on lisenssikauppaa ja loput noin 40-50 % on työpohjaista laskutusta pääasiassa käyttöönottoprojekteista.

Liiketoimintamallia ajetaan kohti SaaS-mallia

Oscar on murrosvaiheessa, kun ohjelmistoja pyritään kehittämään kokonaisuudessaan pilveen. Lisäksi kokonaisuus on tarkoitus jakaa yhä voimakkaammin erillisiin moduuleihin, joita yhtiöt voivat aktivoida tarpeiden kehittyessä. Toistaiseksi Oscarin malli on vielä ”kompromissi”, eli yhtiö myy myös jonkin verran lisenssejä. Pääpaino on kuitenkin jatkuvan kuukausittaisen laskutuksen eli SaaS-osuuden kasvattamisessa. Lisäksi yhtiö laskuttaa nyt ja (ilmeisesti) tulevaisuudessa ERP:n asentamisesta ja räätälöinnistä asiakastarpeisiin

projekteina. Tämä on varsinkin kasvuvaiheessa merkittävä osa liikevaihtoa, koska projektit ovat suhteellisen pitkiä ja kalliita riippuen asiakkaan koosta ja hankittavasta kokonaisuudesta. Alkuvaiheen jälkeen Oscar on kuitenkin vahvassa asemassa, koska kyseessä on asiakkaan liiketoiminnan kannalta kriittinen järjestelmä.

Jos yhtiö onnistuu kehittämään tarjontansa aitoon SaaS-pilvipalvelumalliin ja samalla kasvattamaan sekä asiakasmääräänsä (2018: ~800 kpl) että tarjoamaan asiakkaille koko ajan laajempaa kokonaisuutta, näyttää yhtiön tulevaisuus erittäin vahvalta. Käsityksemme mukaan yhtiö joutuu kuitenkin jatkamaan merkittäviä T&K-panostuksia vielä pitkään, jotta yhtiön tuote saadaan aidosti pilveen ja mahdollisimman skaalautuvaksi. Toiminnanohjausjärjestelmä vaatii kuitenkin aina käyttöönottopalvelun, joten täysin skaalautuva edes SaaS-malli ei tule olemaan.

Tulevaisuuden näkymät ovat hyvät

Arviomme mukaan Oscarin kasvutavoite on noin 20 %, mikä on lähellä yhtiön historiallista kasvua. Jos yhtiön tarjonta vahvistuu ja toimialan vahva kasvu jatkuu, tämä on mielestämme mahdollista. Omat ennusteemme ovat selvästi maltillisempia, kun odotamme lähivuosina noin 10-14 %:n kasvua. Tällä hetkellä skaalautuvan kasvun pullonkaulana on erityisesti raskaat käyttöönottoprojektit.

Mielestämme Oscar on todistanut, että se on hyvin kilpailukykyinen Suomen pk-sektorilla. Asiakkaat ovat ilmeisen tyytyväisiä tuotteeseen ja pysyvyys on hyvä, mikä luo pohjan kasvuille. Samalla kehitystä on jatkettava aktiivisesti, jotta yhtiö pysyy kilpailukykyisenä.

Pitkän aikavälin sijoitustarinan kannalta uhka on mielestämme lähinnä siinä, että suurien globaalien ERP-yhtiöiden tarjonta leviää hiljalleen yhä voimakkaammin myös pk-sektorin kevyempiin ratkaisuihin. Oscarin ratkaisussa on automatisoituja ratkaisuja, mutta lopulta oleellinen osa pitää aina räätälöidä asiakkaan tarpeiden ja järjestelmien pohjalta. Tämä ei tee markkinaa, ainakaan toistaiseksi, houkuttelevaksi skaalautuvaa kasvua hakevalle kansainväliselle jättille. Toki räätälöintiä tekevät paikalliset integraattorit, mutta näiden motivaatio kehittää ohjelmistoa eteenpäin on rajallinen. Yhtiön merkittävimpiä kilpailijoita ovat arviomme mukaan Lemonsoft ja Microsoft Navi-ohjelmistonsa kautta, joiden lisäksi yhtiöllä on pienempiä kilpailijoita.

Vahvin ehdokas uudeksi arvoajuriksi

Panostaja kaipaisi kipeästi uutta voimakasta arvoajuria osakkeelle KotiSunin myynnin ja Granon hyytymisen jälkeen. Mielestämme Oscar Software on nykyisestä portfolioista vahvin ehdokas jatkuvaksi arvonnluojaksi. Oscarin alkutaival Panostajan ohjauksessa on sujunut hyvin ja yhtiöllä on hyvät kasvunäkymät, ja myös kannattavuudessa on merkittävästi parantamisen varaa tulevina vuosina. Kannattavuutta painavat korkeat T&K-investoinnit, mutta samalla nämä luovat mahdollisuuksia skaalautuvalle kasvuille.

Lisäksi kasvua rajoittaa kova kilpailu työvoimasta, sillä tällä hetkellä on pulaa sekä ohjelmisto- että talousalan osaajista. Lisäksi Oscarin roolia Panostajan arvoajurina vaikeuttaa tietysti yhtiön suhteellisen pieni koko.

CoreHW oli Panostajalta vahva avaus korkeaan teknologiaan. Palveluliiketoiminnan tuottama kassavirta on tarkoitus investoida omaan tuotekehitykseen, missä arvonluontipotentiaali piilee.

Yhtiökuvaus

CoreHW on vuonna 2013 perustettu yritys, joka tarjoaa langattomissa teknologioissa käytettävien radiotaajuus (RF)-mikropiirien ja antennien suunnittelu- ja konsultointipalveluita, sekä kehittää nyt omaa tuotetta sektorille.

Liiketoimintamalli

Liiketoiminta jakautuu palveluihin (suunnittelu ja konsultointi) sekä omien mikropiirien ja lisensoitavien teknologioiden (IP) kehitykseen, josta on tarkoitus tulla yhtiön oma tuoteliiketoiminta. Tämä on vielä alkuvaiheessa.

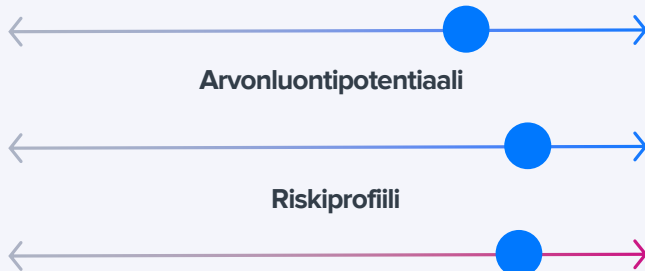
Sijoitustarina

Panostaja hankki noin 63 %:n omistuksen CoreHW:stä 2017. Hankintahinta voitiin mielestämme perustella yhtiön kannattavalla palveluliiketoiminnalla, mutta varsinainen nousupotentiaali perustuu mielestämme kehitettävien tuotteiden menestykseen.

Kilpailuetu

Käsityksemme mukaan CoreHW:llä on korkea teknologista osaamista IoT-sektorilta, mikä antaa yhtiölle kohtuullisen kilpailuedun. Sen sijaan omien tuotteiden kaupallistamisessa yhtiöllä ei ole ainakaan merkittävästi kokemusta.

Arvio tuloskasvunopeudesta



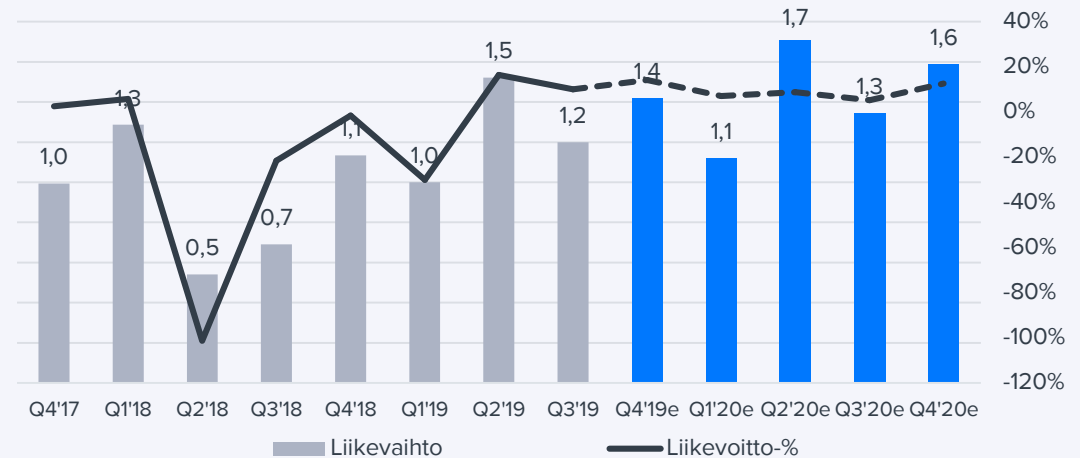
Arvioitu EV
8,8
MEUR

Osuus
sijoituksista
9,0%
(Inderes)

EV/EBITDA
11x
2020e

Avainluvut ja ennusteet:

Alkutaival on ollut kuoppainen ja tulevaisuus on arvoitus



Arvoajurit

- Omien tuotteiden kehityksessä ja kaupallistamisessa onnistuminen
- Palveluliiketoiminnan kasvu IoT-trendin voimistuessa
- Kannattavuus skaalautuisi tuoteliiketoiminnassa, mutta myös palveluissa
- T&K-investoinnit painavat kannattavuutta lyhyellä aikavälillä



Riskitekijät

- Oman tuotteen kehittämisessä tai kaupallistamisessa epäonnistuminen
- Avainhenkilöriskit
- Asiakasprojektien ajoittamisen aiheuttama voimakas heittely tulostasossa



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 9-12x (2020e), mikä tarkoittaa noin 1,5x EV/S-kerrointa
- Tuoteliiketoiminta on tällä hetkellä merkittävä optio skaalautuvaan kasvuun
- Palveluliiketoiminnan hyväksyttävä arvostus on alhaisempi

Langattomien teknologioiden osaaja

Vuonna 2013 perustettu CoreHW Oy tarjoaa langattomissa teknologioissa käytettävien radiotaajuus (RF)-mikropiirien ja antennien suunnittelu- ja konsultointipalveluita. Liiketoiminta jakaantuu suunnittelupalveluihin, konsultointiin sekä omien mikropiirien ja lisensoitavien teknologioiden (IP) kehitykseen. Näistä viimeiseen yhtiö tekee merkittäviä panostuksia, mutta liikevaihto pohjautuu edelleen palveluihin. Asiakkaita ovat mm. verkkoyhtiöt, piirisarja-valmistajat, moduulivalmistajat sekä langattomien teknologioiden laiteyhtiöt.

CoreHW onkin erittäin mielenkiintoinen yhtiö voimakkaasti kasvavilla IoT-markkinoilla. IoT jatkaa langattomien sovellusten ja laitteiden voimakasta globaalia kasvua. IoT-markkinoilla on todella paljon erilaisia sovellusalueita, joihin kuhunkin tietty langaton teknologia (Bluetooth, Wifi, 5G, LTE jne.) tarjoaa toimivimman ratkaisun. CoreHW:lla on laaja osaaminen useasta eri radioteknologiasta.

Oma tuoteperhe kehitteillä

Aiemmin konsultointi- ja projektipuolella toiminut CoreHW on ottamassa harppausta kohti omaa tuoteperhettä. Keväällä 2017 yhtiö aloitti projektin, jossa kehitetään IoT-systeemeihin RF-etupääte teknologiaa Tekes-rahoituksen turvin. 2018 yhtiö teki merkittäviä T&K-investointeja omaan tuotteeseen, joka onnistuessa tarjoaisi yhtiölle skaalautuvia kasvumahdollisuuksia. T&K-panostukset sitovat arviolta noin 10 % yhtiön henkilöstöstä tilikaudella, mikä tarkoittaa, että nämä ovat poissa laskutettavasta asiakastyöstä ja palveluliiketoiminnasta.

Yhtiön ensimmäisen oma tuote on sisäpaikannukseen tarkoitettu CoreHW RABBIT -antennikytkin, jonka kehitys sujui käsityksemme mukaan pitkälti suunnitelmien mukaisesti. Tällä hetkellä yhtiöllä on käynnissä kaupallistamisvaihe, ja tulosta painavat myynti- ja markkinointipanostukset.

Tuotteen mahdollista menestystä on erittäin vaikea arvioida, koska sen ratkaisee pitkälti mahdollinen pääsy elektroniikkavalmistajien tuotteisiin. Jos tuote pääsisi laitevalmistajien referenssipiireihin tuote/komponenttivalintana, sitä todennäköisesti käytettäisiin (valmistajalla voi olla vielä omia ajatuksia) ja myynti olisi suhteellinen tuotteiden menestykseen. Mielestämme merkittävä arvonnousupotentiaali perustuu juuri tuoteliiketoiminnan onnistumiseen, koska silloin puhutaan aidosti skaalautuvasta liiketoiminnasta ja suurista mahdollisuuksista.

Taloudellinen kehitys

CoreHW on pieni, mutta merkittävän kasvupotentiaalin omaava yhtiö. Hyvä kannattava kasvu tyssähti vuonna 2018, kun yhtiö teki merkittäviä panostuksia omaan tuotteeseen ja samalla myös palveluliiketoiminnan asiakasprojekteissa oli selvästi hiljaisempi jakso. Kannattavuutta on samalla painanut T&K-kulut, joista suuri osa kuitenkin arvioimme mukaan aktivoidaan.

Pidemmällä aikavälillä T&K-investointien onnistuminen määrittää pitkälti tuloskehityksen, mutta tätä on toistaiseksi lähes mahdotonta mallintaa järkevästi. Jos yhtiön tuoteperhe ei onnistu tai myy, pitäisi palveluliiketoiminnan

kuitenkin tarjota kohtuullinen näkymä myös tulevaisuuteen. Jos se sen sijaan onnistuu, muuttuu yhtiön profiili enemmän tuotepohjaiseksi ja arvo nousee huomattavasti.

Oma tuote on huomioitu varovasti arvossa

CoreHW:n arvossa on näkemyksemme mukaan kaksi elementtiä. Toinen on nykyinen IoT-osaamiseen pohjautuva palveluliiketoiminta ja toinen on uusi tuote alueelle. Jälkimmäisen kaupallinen menestys on vielä täysin auki, joten realisti voi suhtautua siihen mielenkiintoisena optiona. Onnistuessaan tämä voisi olla erittäin arvokas liiketoiminta, koska tuote olisi käsityksemme mukaan skaalautuva.

Nyt antamamme arvo (EV 8,8 MEUR) pohjautuu olemassa olevan liiketoiminnan kyvyllä tuottaa kassavirtoja, mutta sisältää myös pienen, mahdollisesti suunnitelleen T&K-kuluihin verrannollisen arvon uudelle tuotteelle. Nykyisillä ennusteillamme tämä tarkoittaisi noin 9-12x EV/EBITDA-kertoimia vuoden 2020-ennusteella, joka ei kuitenkaan vielä sisällä oleellisia tulovirtoja omista tuotteista. Arvoa painaa jossain määrin se, että yhtiöllä oli haasteita myös perinteisessä palveluliiketoiminnassa erityisesti 2018.

Nyt hyväksymme kertoimet ovat erittäin alhaisia menestyksekkäälle IoT-tuoteliiketoiminnalle, mutta toisaalta korkeita puhtaalle palveluliiketoiminnalle. Pidämme CoreHW:ta Panostajalle hyvänä sijoituksena, koska mielestämme odotusarvo on hyvin positiivinen ja hankintahinta oli mielestämme kohtuullinen. Lisäksi yhtiöllä on portfolion suurin arvonnousupotentiaali lyhyessä ajassa, jos tuote osoittautuisi kaupalliseksi menestykseksi.

Selog

Selog on Panostajalle pienehkö, varsin tasaisesti onnistunut sijoitus. Omalla niche-alueella sisäkatoissa yhtiöllä on ollut vahva asema, mutta kilpailu on kiristynyt viime aikoina.

Yhtiökuvaus

Selog on Suomen johtava alakattomateriaalien tukkuliike. Selogin palvelut kattavat materiaali-, laskenta- ja projektisuunnittelupalvelut.

Sijoitustarina

Panostaja hankki omistuksen 2012, minkä jälkeen yhtiö on nauttinut varsin hyvää suhteellisen vakaasta kassavirrasta. Vaikka Selog hakee toki myös kasvua, näemme sijoituksen ensisijaisesti kassavirran kautta.

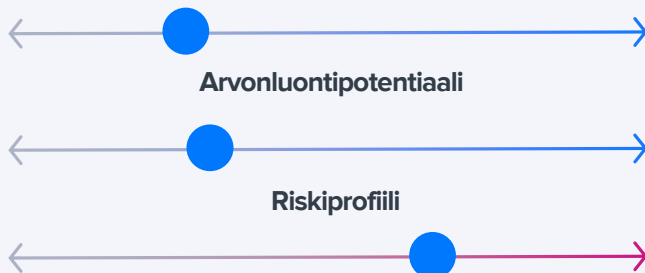
Liiketoimintamalli

Selogin liiketoiminta ja kilpailuetu perustuu paljon urakoitsijoille suunnattuihin palveluihin, mutta tukkuliiketoiminnassa hintakilpailukyky ja tehokkuus ovat kriittisiä. Vahva asema erityisesti pk-seudulla, mutta verkostoa on laajennettu.

Kilpailuetu

Selogilla on ollut erittäin vahva asema ja tarjonta erityisesti pääkaupunkiseudulla, jossa yhtiöllä on myös tiettyjä skaalaetuja omalla nichellään. Kilpailuetu rajoittuu kuitenkin pitkälti hyvään palveluun, ja avainhenkilöiden lähtö aiheutti yhtiölle merkittäviä ongelmia.

Arvio tuloskasvunopeudesta



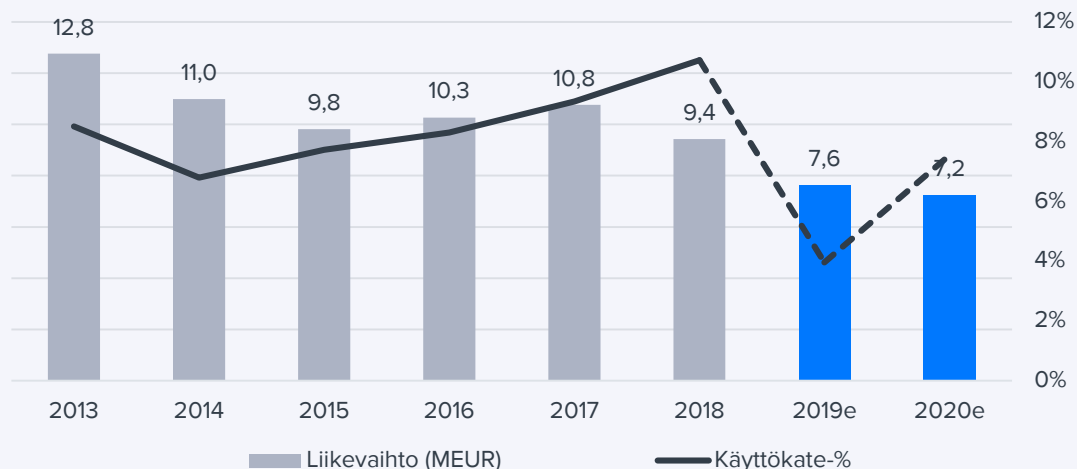
Arvioitu EV
2,7
MEUR

Osuus
sijoituksista
4,4%
(Inderes)

EV/EBITDA
5,0x
2020e

Avainluvut ja ennusteet:

Tasainen kehitys taantui sisäisiin ongelmiin syklin kääntyessä



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen nykyiseltä heikolta tasolta
- Tuloskasvu nojaa kannattavuuden parantamiseen
- Sisäisien haasteiden ja kilpailutilanteen korjaantuminen
- Ydinliiketoiminnan kassavirta on ollut hyvä



Riskitekijät

- Kilpailutilanteen kiristyminen entisen avainhenkilön perustettua suora kilpailija
- Markkinakysynnän oleellinen heikentyminen rakentamisen syklin kääntyessä huonompaan
- Pienen yhtiön sisäiset ongelmat voivat olla tuhoisia
- Riskiprofiili mielestämme edelleen koholla, koska sykli on heikentymässä



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 4-6x (2020e), mikä tarkoittaa noin 0,4x EV/S-kerrointa
- Arviomme mukaan Panostajan omistuksen arvo on noin 1,8 MEUR (ei muutosta)
- Kassavirtacase on toiminut hyvin, mutta nyt edessä on tiettyjä uhkakuvia

Hygga

Hygga on Panostajalle kohtuullisen kokonainen sijoitus, jonka mahdollinen menestys perustuu mielestämme pitkälti yhtiön kehittämän klinikoiden toiminnanohjausjärjestelmän lisensiointiin.

Yhtiökuvaus

Hyggalla on hammaslääkäri-klinikka Helsingissä ja yritys lisensioi Clinic Information System -järjestelmää julkisen puolen toimijoille Suomessa. Hyggan toimintamalli perustuu toiminnanohjaukseen, jota toteutetaan omalla, itse kehitetyllä järjestelmällä.

Liiketoimintamalli

Liiketoiminnan potentiaali pohjautuu oman toiminnan-ohjausjärjestelmän lisensiointiin erityisesti julkiselle sektorille. Hyggan Kampin hammaslääkäri-klinikka on eräänlainen malliklinikka toimintaohjaus-järjestelmän tehokkuudesta.

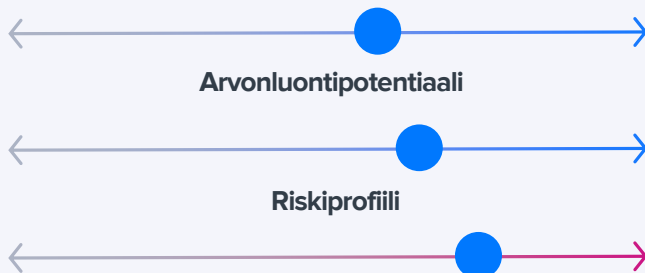
Sijoitustarina

Panostaja hankki omistuksen 2015. Käsityksemme mukaan yhtiö näki potentiaalia erityisesti järjestelmässä, mutta myös oikeissa klinikoissa. Yhtiö perusti toimipisteen Ruotsiin, joka kuitenkin myytiin nopeasti. Nyt fokus on ohjelmistoissa.

Kilpailuetu

Hammaslääkäriklinikoiden kilpailutilanne on erittäin kireä, ja kestävä kilpailuetua on vaikea saada. Myös toiminnan-ohjausjärjestelmiin on tullut lisää kilpailua, mikä vaikeuttaa lisäarvonluontia. Skaalan kasvaminen tukisi kilpailuetua, mutta kasvu on ollut hidasta.

Arvio tuloskasvunopeudesta



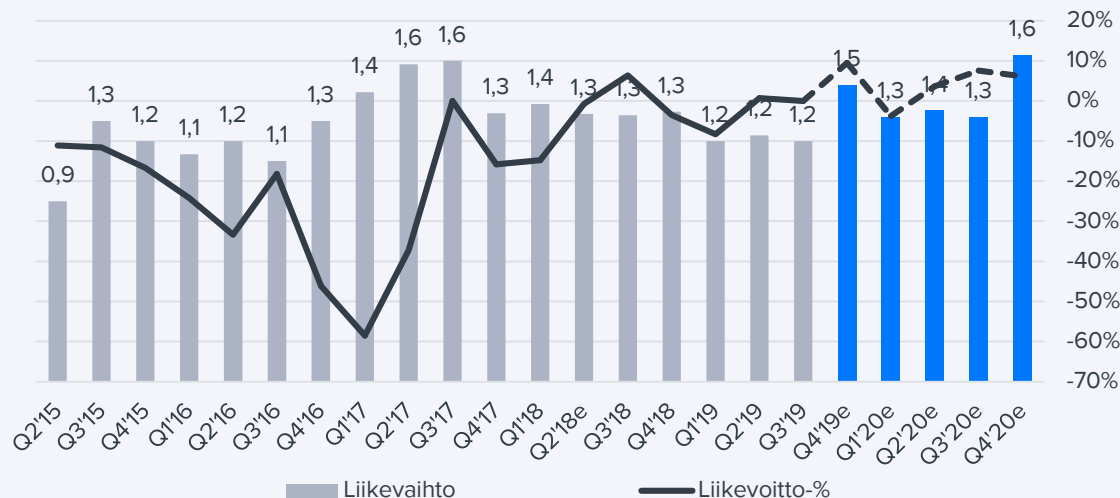
Arvioitu EV
8,4
MEUR

Osuus
sijoituksista
4,2%
(Inderes)

EV/EBITDA
10,5x
2020e

Avainluvut ja ennusteet:

Tuloksen pitäisi hiljalleen nousta positiiviseksi



Arvoajurit

- Lisenssitulojen kasvu, mikä on kuitenkin hidasta
- Hammaslääkäriklinikan kannattavuuden parantuminen
- Merkittävä arvonluonti vaatii mielestämme lisenssitulojen merkittävää kasvua eli suurempaa läpimurtoa julkisella sektorilla
- Myöhemmin mahdollisesti kansainvälinen kasvu (nyt Ruotsissa aloitettu)



Riskitekijät

- Toiminnanohjausjärjestelmän kilpailukyky ei välttämättä kestä teknologian kehittyessä
- Kilpailun kiristyminen lisenssi liiketoiminnassa
- Yhtiöllä on huomattava määrä velkaa erityisesti suhteessa nykyiseen heikkoon tuloskuuntoon



Arvostus

- Arvotamme Panostajan Hygga-omistuksen edelleen 1,8 MEUR:n tasolle
- Yhtiön arvottaminen on haastavaa, koska merkittävin potentiaali ja arvo kohdistuvat mielestämme lisenssi liiketoimintaan
- Toistaiseksi lisenssitulo on erittäin pientä, eikä läpimurto ole mitenkään varma
- Helsingin klinikalla ja teknologialla on tietty arvo

Carrot Palvelut

Carrot on Panostajalle merkittävä sijoitus henkilöstövuokraus-toimialalla. Yhtiön liikevaihto on suuri suhteessa Panostajan kokoluokkaan, joskin tulospotentiaali on kuitenkin rajallinen.

Yhtiökuvaus

Carrot tarjoaa henkilöstövuokraus-, rekrytointi- ja ulkoistuspalveluita ja toimii strategisena HR-kumppanina asiakkailleen. Yhtiön asiakkaita ovat mm. rakentamisen, teollisuuden ja logistiikan alan yritykset.

Liiketoimintamalli

Carrotin liiketoimintamalli on toimialalle normaali. Yhtiö välittää työntekijöitä asiakkailleen sekä tarjoaa joustavuutta. Henkilöstö on Carrotin palveluksessa ja yhtiö hinnoittelee oman katteensa (normaalisti noin 10-20 %) asiakkaan kokonaiskustannukseen.

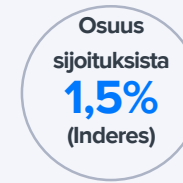
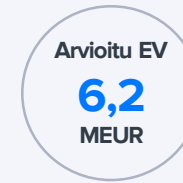
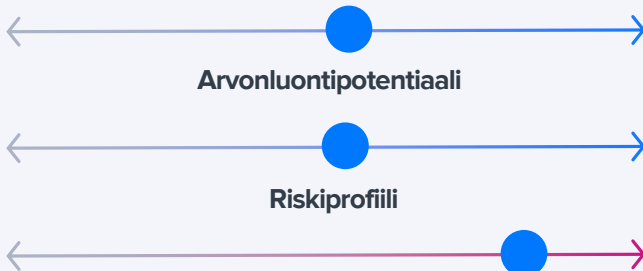
Sijoitustarina

Panostaja hankki Carrotista 63 %:n omistusosuuden vuonna 2018. Yhtiö näki toimialan kasvunäkymät vahvoina työnmurroksessa, ja oli ilmeisesti kiinnostunut osallistumaan alan konsolidaatioon. Toistaiseksi lähtö on ollut hankala.

Kilpailuetu

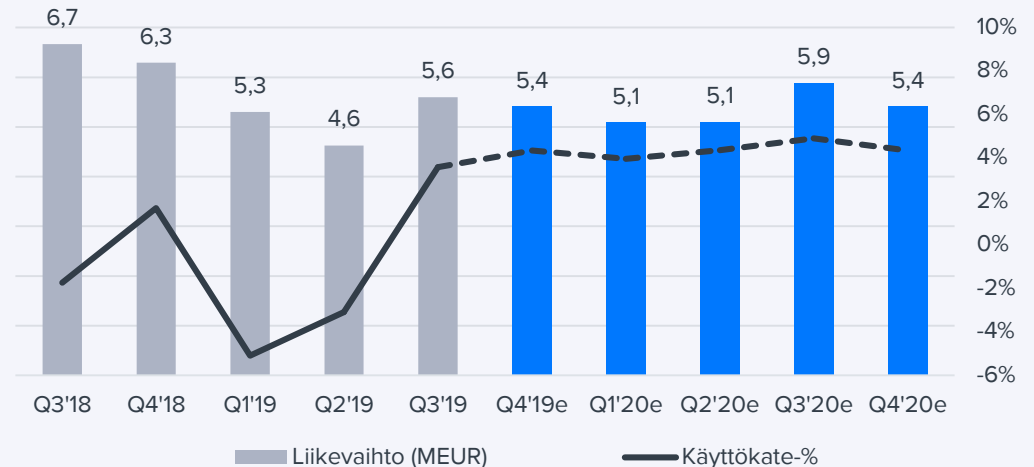
Toimialalla on käytännössä mahdotonta saada oleellista kilpailuetua, mutta skaalan kasvaessa pystytään parantamaan tehokkuutta. Digitalisaation mahdollistamat työkalut voivat tarjota tiettyä etua, mutta emme näe yhtiöllä selkeää kilpailuetua.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Avainluvut ja ennusteet:

Alkuvaihe on ollut heikko, käännettä odotetaan



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen nykyiseltä erittäin heikolta tasolta
- Henkilöstön vaihtuvuuden pienentäminen erityisesti avainhenkilöissä
- Toimialaa nopeampi kasvu strategian edetessä
- Digitaalisissa ratkaisuissa onnistuminen kilpailijoita paremmin



Riskitekijät

- Henkilöstöpalvelumarkkinan kasvu on hiipunut selvästi
- Kilpailu on erittäin kireää, ja voi kiristyä edelleen kasvun hiipuessa
- Toimialan taantumakestävyys
- Avainhenkilöiden pysyvyys
- Kannattavuuden oleellinen parantaminen vaatisi näkemyksemme mukaan kasvua



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5-8x (2020e), mikä tarkoittaa alle 0,3x EV/S-kerrointa
- Arvioimme Panostajan omistuksen arvon olevan tällä hetkellä vain noin 0,6 MEUR (ei muutosta)
- Arviomme mukaan Carrot-hankinnan ajoitus oli heikko ja sijoitus on toistaiseksi tuhonnut arvoa

Heatmasters

Heatmasters on pieni konepaja, jonka teknologinen kilpailuetu ei ole ollut riittävä kannattavan liiketoiminnan rakentamiseksi. Kannattava kasvu on muuttunut selviytymistaisteluksi.

Yhtiökuvaus

Heatmasters on metallien lämpökäsittely-palveluiden ja -laitteiden toimittaja Euroopassa yli 40 vuoden kokemuksella. Heatmastersilla on useita toimipisteitä Suomessa, Puolassa ja Ruotsissa.

Liiketoimintamalli

Perinteisen palvelutarjonnan lisäksi Heatmasters toimittaa uusinta lämpökäsittely-teknologiaa. Yhtiö kehittää ja myy laitteita, uuneja ja lämpökäsittelytarvikkeita verkostonsa kautta yli 30 maahan eri puolille maailmaa. Volyymit ovat kuitenkin turhan pieniä.

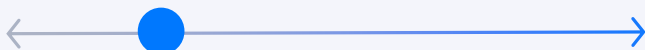
Sijoitustarina

Panostaja hankki omistuksen jo vuonna 2007, joten ajoitus oli heikko. Käsityksemme mukaan alkuperäinen idea oli kehittää yhtiöstä Euroopan lämpökäsittelymarkkinan johtaja, mutta kehitys on ollut vaisua. Tällä hetkellä yhtiö käy selviytymiskamppailua.

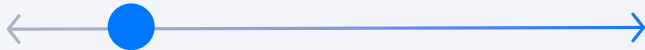
Kilpailuetu

Yhtiöllä on pitkä historia ja käsityksemme mukaan vahva markkina-asema, mutta kilpailutilanne on silti hankala. Käsityksemme mukaan lämpökäsittelylaitteiden teknologinen vaatimustaso ei ole ollut riittävä siihen, että marginaalit olisivat korkeita.

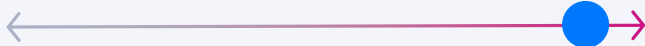
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvioitu EV
1,0
MEUR

Osuus
sijoituksista
1,2%
(Inderes)

EV/EBITDA
5x
2020e

Avainluvut ja ennusteet:

Nousukauden jälkeen kehitys muuttui selviytymistaisteluksi



Arvoajurit

- Volyymien ja liikevaihdon kasvattaminen uuteen kokoluokkaan
- Toimintaa on tehostettu jatkuvasti, jotta toiminta on saatu kannattavaksi liikevaihdon kutistuessa
- Kestävä kasvu on mielestämme tällä hetkellä kaukaa haettava



Riskitekijät

- Markkinakysynnän heikentymisen jatkuminen
- Yhtiön velkamäärä ei ole korkea, mutta myös maksukyky on mielestämme heikko
- Myöskään yhtiön konkurssia ei voi poissulkea pidemmällä aikavälillä, jos suunta ei käänny parempaan



Arvostus

- Arviomme Heatmasters-omistuksen arvoksi noin 0,5 MEUR (aik. 0,7 MEUR)
- Mielestämme Heatmastersilla on lähinnä optioarvoa mahdollisen käänteen tapahtuessa
- Emme näe Panostajan osakeomistuksella oleellista arvoa ilman merkittäviä muutoksia

Helakeskus

Helakeskus on mielestämme ajautunut vaikeuksiin heikon kasvun ja kireän kilpailun värittämällä toimialalla. Emme näe Panostajan osakeomistuksella enää merkittävää arvoa.

Yhtiökuvaus

Suomen Helakeskus Oy on helojen maahantuontiin ja palveluihin erikoistunut yritys. Helavalikoima koostuu kalusteteollisuuden helatarvikkeista. Kotimainen kalusteteollisuus on kuitenkin pienentynyt viime vuosina merkittävästi.

Liiketoimintamalli

Helakeskuksen liiketoiminta on perinteistä tukkukauppaa, jossa yritys hankki heloja ulkomailta ja myy niitä pääasiassa suomalaisille kalustevalmistajille sekä yleisemmin rakennusallalle. On jälkisyklinen suhteessa rakennusalaan.

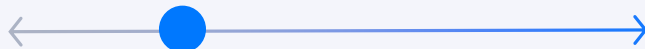
Sijoitustarina

Panostaja hankki omistuksen 2007, joten ajoitus oli heikko. Helakeskuksella oli / on vahva asema Suomen fragmentoituneella helamarkkinalla, ja Panostajan tarkoituksena oli toimialan konsolidointi yhtiön ympärille. Tämä ei ole kuitenkaan onnistunut.

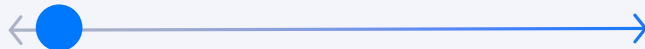
Kilpailuetu

Helakeskuksella on muutama mielestämme suunnilleen tasavahva kilpailija toimialalla, emmekä näe Helakeskuksella oleellisia kilpailuetuja näitä vastaan. Toimialalla kriittisiä kilpailutekijöitä ovat mielestämme skaala ja tehokkuus.

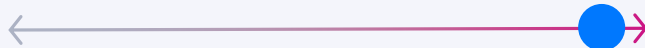
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



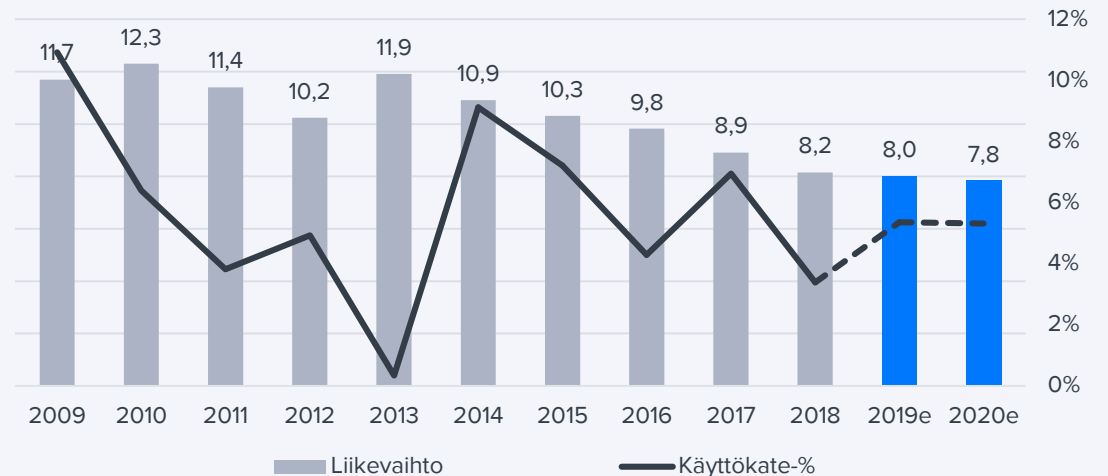
Arvioitu EV
4,5
MEUR

Osuus
sijoituksista
0 %
(Inderes)

EV/EBITDA
11x
2020e

Avainluvut ja ennusteet:

Taantuvalla toimialalla tuloskasvu on jäänyt haaveeksi



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen nykyiseltä heikolta tasolta
- Tuloskasvu nojaa kannattavuuden parantamiseen
- Merkittävämpi arvonluonti vaatisi todennäköisesti joko merkittäviä rakenneuudistuksia tai toimialan konsolidaatiota



Riskitekijät

- Yhtiöllä on huomattava määrä velkaa erityisesti suhteessa nykyiseen heikkoon tuloskuntoon
- Markkinakysynnän oleellinen heikentyminen edelleen
- Myöskään yhtiön konkurssia ei voi poissulkea, jolloin Panostajan saamiset yhtiöltä voisivat olla uhattuja (tällä hetkellä tilanne ei akuutti)



Arvostus

- Emme näe Panostajan osakeomistuksella oleellista arvoa ilman merkittäviä muutoksia
- Tällä hetkellä näkemämme arvo hautautuu korkean nettovelan alle
- Helakeskukseen kohdistuu 3,0 MEUR liikearvoa, joka voidaan joutua kirjaamaan alas (viimeksi 10/2018)

Vähemmistöomistukset: Gugguu ja Spectra

Panostaja teki ensimmäisen vähemmistösisijoituksensa (43 %) lastenvaateyritys Gugguuhun vuoden 2018 loppupuolella. Sijoitus on Panostajalle pieni, mutta hyvin portfolioon sopiva.

Yhtiökuvaus

Vuonna 2012 perustettu Gugguu suunnittelee ja valmistaa korkealaatuisia lastenvaatteita ekologisista sekä laadukkaista materiaaleista. Yhtiön tuotteita ovat lasten sisä- ja ulkovaatteet sekä lasten asusteet.

Sijoitustarina

Panostajan tavoitteena on vauhdittaa Gugguun kasvua ja auttaa yhtiötä erityisesti verkkokaupan kehittämisessä, kansainvälistymisessä ja brändäyksessä. Panostajan lisäksi myös Minttu Räikkönen sijoitti yritysjärjestelyn yhteydessä yhtiöön.

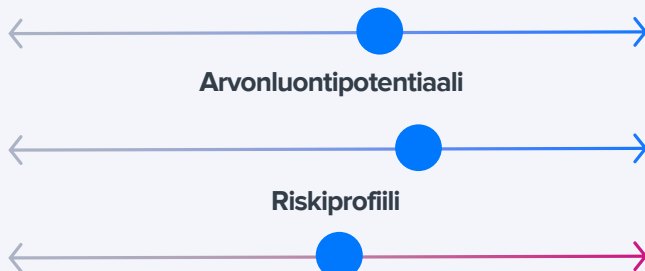
Liiketoimintamalli

Gugguu myy tuotteet pääosin oman verkkokauppansa kautta, mutta yhtiöllä on myös kasvava jälleenmyyjäverkosto Suomessa ja ulkomailla. Viennin osuus Gugguun liikevaihdosta on noin 12 %.

Kilpailuetu

Gugguulla on omalla sektorillaan vahva ja laadukas brändi, minkä lisäksi yhtiön Brand Ambassador Minttu Räikkönen tuo yhtiölle varmasti tunnettavuutta kansainvälisillä markkinoilla.

Arvio tulokasvunopeudesta



Spectra tarjoaa kaupanalan tukitoimintoja. Sijoituksen merkitys Panostajalle on pieni eikä se arviomme mukaan kuulu ydinomistuksiin.

Yhtiökuvaus

Spectra on vuonna 1999 perustettu perheyritys. Yhtiö hoitaa joidenkin Suomen suurimpien päivittäistavarakauppojen ja kauppakeskusten ylläpito ja -tukitoimintoja.

Sijoitustarina

Panostajan omistus syntyi, kun Spectra hankki vuonna 2011 osakevaihdolla Panostajan sijoituskohteen Oy Alfa-Kem Ab:n. Panostaja on jatkanut Spectran kehityksen tukemista vähemmistöomistajan roolissa.

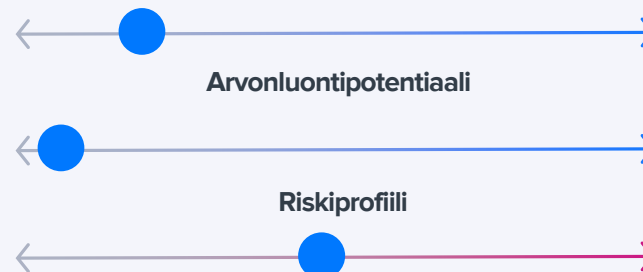
Liiketoimintamalli

Yhtiö tarjoaa merkittäville kaupanalan toimijoille tukitoimintoja eli voi hoitaa esimerkiksi pullonpalautusautomaattien, siivouksen ja muun logistiikan kauppiaiden puolesta. Kauppiaat voivat ulkoistaa tukitoiminnot Spectralle.

Kilpailuetu

Spectra on toiminut alalla pitkään ja yhtiöllä on pitkiä asiakassuhteita. Tarkempaa analyysia mahdollisesta kilpailuedusta ei ole tehty.

Arvio tulokasvunopeudesta



Arvo (yht.)
2,4*
MEUR

* Yhtiöt on arvotettu tasearvoon eikä niille ole tehty erillistä arvonmääritystä

Tase ja taloudellinen tilanne

Taloudellinen tilanne on tällä hetkellä vahva

Panostajan tase oli voimakkaasti velkaantunut vielä tilikaudella 2017, mutta jo hieman huolestuttanut tilanne korjaantui KotiSun-myyntin jälkeen. Panostajan osuus KotiSunin myyntihinnasta oli noin 38 MEUR, mikä tuli emoyhtiön kassaan Q1'18. Taserakenne muuttui merkittävästi ja emoyhtiöllä olikin jälleen suuri nettokassa, kun neljännes aikaisemmin sillä oli vielä 7,8 MEUR nettovelkaa. KotiSunin erinomainen onnistuminen oli Panostajalle todella tärkeä myös tässä mielessä, sillä tämän jälkeen yhtiöllä on ollut merkittävää liikkumavaraa.

Panostaja myi toukokuussa myös KL-Varaosat, joka oli yhtiön pitkäaikainen tytäryhtiö (omistusosuus 75 %) ja kokonaisuudessaan varsin hyvin kehittynyt sijoitus. Velaton kauppahinta 6,4 MEUR oli meille selkeä pettymys, mutta toi kuitenkin jälleen yhtiölle lisää kassaan. Osan tästä (1,57 MEUR) Panostaja jakoi jo ylimääräisellä 0,03 euron osakekohtaisella osingolla, mutta tase ja rahoitustilanne on tällä hetkellä vahva.

Rahoitusjärjestelyt antavat joustoa

Panostaja teki rahoitusjärjestelyitä kesällä 2018. Yhtiö maksoi pois kaikki emoyhtiön korolliset velat (silloin 22,3 MEUR) ja ilmoitti uudesta tavoitteesta, jonka mukaan emoyhtiö on jatkossa "normaalitilanteessa" velaton. Tämä oli lisäksi taloudellisiin tavoitteisiin, joissa oli jo aiemmin yli 40 %:n omavaraisuusaste. Näiden tavoitteiden toteutuessa tasetta voidaan pitää hyvin terveenä.

Samalla Panostaja ilmoitti myös uudesta 15 MEUR:n yritysostolimiitistä, josta voidaan nostaa kolmen vuoden mittaisia luottoja emoyhtiölle

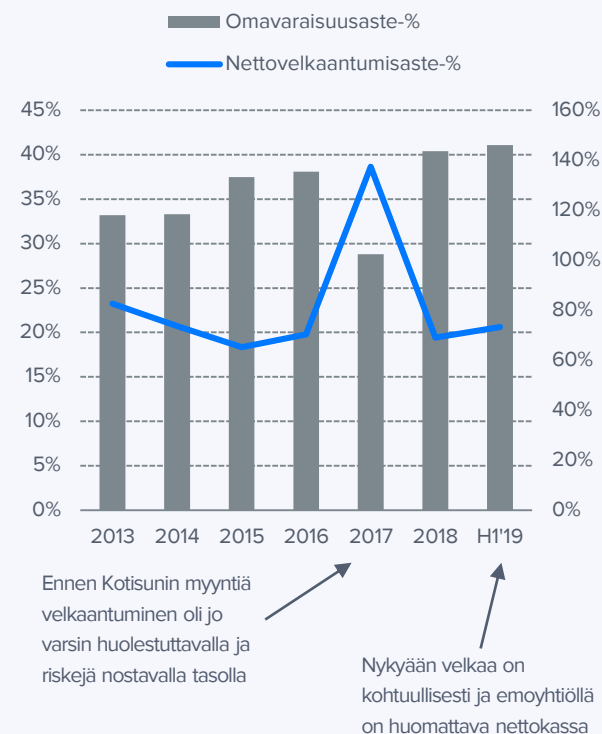
yritystojen rahoittamiseen. Tämä antaa yhtiölle joustavuutta ja kykyä reagoida tarvittaessa nopeasti, jos yhtiö havaitsisi houkuttelevan kohteen. Arviomme mukaan yhtiön nykyinen taserakenne ja limiitti mahdollistavat hyvin noin 15-20 MEUR:n investoinnit uusiin sijoituskohteisiin ilman, että yhtiön taloudellinen liikkumavara kutistuisi liiketoimintaa haittaavasti.

Pääoman allokointi jälleen kriittistä

Panostajalla on edessä pääoman allokointipäätöksiä (osingot, kasvuinvestoinnit, yritysostot tai sekoitus näistä), joilla on merkittävä vaikutus yhtiön tulevaisuuteen. Yhtiön hallitus maksoi hieman yllättäen syyskuussa 2019 ylimääräisen osingon, joka oli toki pieni, mutta kertoi halusta palauttaa varoja omistajille. Jatkossa arvioimme yhtiön kasvattavan "sotakassaa" tulevaisuuden kasvua ajatellen, koska markkinoilla voi avautua lähiaikoina uusia mahdollisuuksia.

Lisäksi Panostajan kannattaisi mielestämme pyrkiä kasvamaan uuteen kokoluokkaan, koska yhtiön konsernikulut ovat korkeat suhteessa sijoitettavaan pääomaan. Mielestämme tämän pitäisi kuitenkin olla tällä hetkellä valmisteltavan strategian ytimessä, sillä kasvun kautta yhtiö voisi saada suuremman osan sijoitustuotoista osakkeenomistajille ja sitä kautta pienentää nykyistä sijoitusyhtiöalennusta. Yhtiön hallituksen päätös ylimääräisestä osingosta taistelee selvästi tätä ajatusta vastaan, mutta suurimmat päätökset ovat edessä vasta Granosta irtaantumisen jälkeen. Tämä tulee vapauttamaan Panostajan kokoluokassa todella suuret pääomat, ja näillä päätöksillä on pitkät seuraamukset.

Omavaraisuus- ja nettovelkaantumisasteet



Rahoitusasema (MEUR)	2016	2017	2018	H1'19
Korolliset velat	80,9	111,6	82,5	79,5
Korolliset saamiset	4,3	3,5	5,1	5,0
Rahavarat	26,6	19,5	19,3	15,7
Korolliset nettovelat	50,1	88,6	58,1	58,8
Oma pääoma (ml. vähemmistö)	71,1	64,5	84,2	80,3
Nettovelkaantumisaste-%	70,4 %	137,5 %	69,0 %	73,3 %
Omavaraisuusaste-%	38,1 %	28,8 %	40,4 %	41,1 %

Omistuksien osien summa 1/2

Osien summa analyysin elementit

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

- 1) Määräysvallassa olevat sijoituskohteet, joiden arvot olemme määrittäneet aiemmin.
- 2) Vähemmistöomistukset, joiden arvo on kokonaisuuden kannalta pieni. Käytämme tässä suoraan taseen osakkuusyhtiöiden arvo 2,4 MEUR, joka arviomme mukaan realistinen.
- 3) Emoyhtiön korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Tässä huomioimme myös korolliset saatavat konserniyhtiöiltä. Tällä hetkellä emoyhtiöllä on kuitenkin merkittävä nettokassa, joka lisätään omistuksiin.
- 4) Emoyhtiön operatiivisten kulut, jotka täytyy eliminoida. Nämä kulut ovat osakkeenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja, joihin he eivät voi suoraan vaikuttaa. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.
- 5) Lopulliseen arvioomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa mahdollinen alennus tai preemio suhteessa osien summa-arvoon, mikä määräytyy pitkälti sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (track-recordilla merkittävä paino). Alennusta säätämällä voimme ohjata arvon perustelluksi osakkeenomistajien kannalta, koska osien summa ei lähtökohtaisesti realisoitu ilman yrityskauppoja.

Edellä mainituista elementeistä pystymme laskemaan Panostajan markkina-arvon, johon

tavoitehintamme myös perustuu.

Emoyhtiön nettovelkojen käsittely

Koska olemme määrittäneet tytäryhtiöiden arvot markkina-arvopohjaisesti, vähennämme osien summa laskelmassa ainoastaan emoyhtiön korolliset nettovelat (tai 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 Q3'19-lopussa 24,3 MEUR:n nettokassa, mistä Panostaja on juuri maksanut ylimääräisen 1,57 MEUR:n osingon. Tällä hetkellä nettokassa on siis noin 22,7 MEUR. Emoyhtiön velkaa pienentävät huomattavasti korolliset lainasaamiset konserniyhtiöiltä, joiden oletamme olevan vakaalla pohjalla. Tämä oletus voi joutua tulilinjalle, jos esimerkiksi Helakeskuksen ongelmat syvenisivät edelleen.

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 noin 18,5 MEUR. Toisaalta tämä on noin 6-7x konsernikulut, eli kohtuullisesti linjassa sijoituskohteiden yleisen arvostuksen kanssa.

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

Sijoitusyhtiön alennus / preemio

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

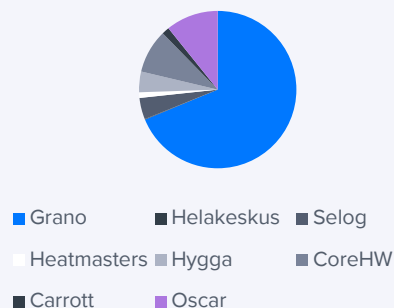
Mielestämme arvostuksessa suhteessa substanssiin perusperiaatteen pitäisi olla sijoitusyhtiön järjestelmällisesti luoman omistaja-arvon määrä ja odotukset tämän jatkumisesta myös tulevaisuudessa. Jos Panostaja olisi järjestelmällisesti ylittänyt 22 %:n IRR-tavoitteeseensa (sijoituskohteille), sijoittajien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

Panostajan sijoitusstrategialla on mielestämme edellytykset tuottaa ylituottoja, jos johto pystyy välttämään virheet (kuten Takoma). Ennen kuin Panostaja pystyy rakentamaan vahvemman track-recordin, on mielestämme perusteltua arvottaa osake toistaiseksi selkeällä alennuksella suhteessa osien summaan. Tällä hetkellä olemme antaneet yhtiölle 15 %:n alennuksen (ennallaan).

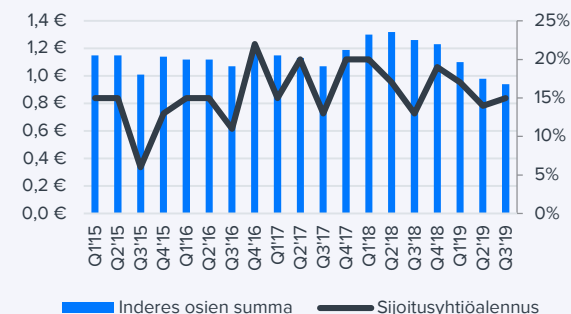
Osien summa -laskelma

Omistukset määräysvallassa olevissa sijoituskohteissa yhteensä 41 MEUR				
Arvon jakautuminen Yhtiö	Arvo MEUR	Omistus-osuus (%)	Osuuden arvo (M€)	%-osuus portfoliosta
Grano	53,9	53 %	28,5	68,8 %
Helakeskus	0,1	100 %	0,1	0,1 %
Selog	1,8	100 %	1,8	4,4 %
Heatmasters	0,6	80 %	0,5	1,2 %
Hygga	2,2	80 %	1,8	4,2 %
CoreHW	6,1	61 %	3,7	9,0 %
Carrott	0,9	74 %	0,6	1,5 %
Oscar	8,1	55 %	4,5	10,8 %

Portfolion arvon jakautuminen



Osien summa-arviomme kehitys (€/osake)



Vähemmistöjen tasearvo ja emoyhtiön nettokassa lähes 23 MEUR

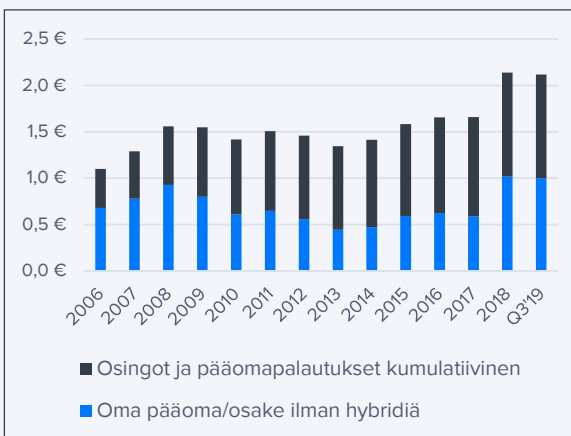
Osien summa-laskelman ydin

Omistukset tytäryhtiöissä	41,4 MEUR
Vähemmistöomistukset	2,4 MEUR
Emoyhtiön nettovelat	-22,7 MEUR
Emoyhtiön kulujen eliminointi	18,5 MEUR

Emoyhtiön kulujen eliminointi

Tilikauden 2019e kiinteät kulut	2,8 MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,0 %
Käytetty WACC	7,5 %
Kulujen laskennallinen arvo	18,5 MEUR

Panostajalle indikoitu arvo	48,1 MEUR
Osakemäärä	52,5 Milj. kpl
Osakekohtainen arvo	0,91 EUR
Sijoitusyhtiöalennus	15 %
Tavoitehintamme Panostajalle	0,78 EUR



Yhtiön track-record ja

sijoitusstrategian kyky tuottaa arvoa

Omistuksien osien summa 2/2

Tasesubstanssi toimii nyt kohtuullisen hyvänä indikaattorina

P/B-kerroin on Panostajan kohdalla hyödyllinen indikaattori yleensäkin, mutta tällä hetkellä se toimii erityisen hyvin, koska osien summa on mielestämme varsin hyvin linjassa tasesubstanssin kanssa. Normaalisti lukua sekoittaisi taseen piiloarvo, jota emme kuitenkaan tällä hetkellä pidä oleellisena. Tällä hetkellä Panostajan 2019e P/B on vain 0,8x, mitä pidämme erittäin malillisenä yhtiölle. Samalla osakkeen nousu ja arvon purkautuminen vaatisi mielestämme selkeitä tulostai arvoajureita.

Osinkotuotto lienee turvattu lähivuosille

Panostaja maksoi juuri ylimääräisen 0,03 euron osakekohtaisen osingon, minkä olemme kirjanneet maksetuksi tilikauden 2018 tuloksesta (2019 tilikausi edelleen kesken). Ennustamme Panostajan silti maksavan 0,05 euron osakekohtaista osingon myös tilikaudelta 2019. Pidämme 0,05 euron osinkotasoa kestäväenä, koska tase on vahva ja antaa hyvin liikkumavaraa myös mahdollisia uusia sijoituskohteita varten. Osinkotuotto on siis lähivuosina hyvällä reilun 6 %:n tasolla ja mielestämme vahvan taseen kautta turvattu ainakin toistaiseksi.

Ylimääräisen osingon maksun jälkeen pidämme myös todennäköisenä, ettei yhtiö pidä tavoitteenaan tasaisesti kasvavaa osinkoa, vaan yhtiö suhtautuu osinkoon yhtenä pääoman allokointi tapana. Tämä on hyvin rationaalinen tapa erityisesti sijoitusyhtiön luonne huomioiden (tuloksessa suurta vaihtelua).

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. Panostajan omistusaikana yhtiön toimintaa laajennettiin voimakkaasti uusiin palveluihin sekä uusille maantieteellisille alueille, viimeisimpänä Ruotsiin vuonna 2017.

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

Jos KotiSunin kaltaiset sijoitukset olisivat Panostajalle enemmän sääntö kuin poikkeus, olisi omistaja-arvon kehittyminen erinomaista ja sitä kautta sijoitusyhtiöalennusta olisi syytä pienentää. Flexim Security oli aikaisemmin myös hyvä onnistuminen, mutta muuten portfolioon on jäänyt liikaa heikosti tuottaneita kohteita ja mukana on myös merkittävästi omistaja-arvoa tuhonneita kohteita kuten Takoma. Prosessissa ei mielestämme ole vikaa ja se mahdollistaa

onnistumiset, mutta epäonnistumiset vievät liikaa rahaa ja aikaa, minkä takia pääoma ei tuota riittävästi. IRR-% laskee voimakkaasti, jos arvonkehitys on ajallisesti hidasta.

Irtaantuminen muuttaisi koko Panostajan

Seuraava todella suuri käännekohta Panostajan tarinassa on todennäköisesti irtaantuminen Granosta. Viimeaikaisista haasteista huolimatta Grano on ollut erittäin tuottoisa sijoitus Panostajalle vuosien varrella erittäin hyvän tulokuntensa ja kassavirtansa takia. Pidämme omaa arviotamme Granon nykyarvosta varsin konservatiivisena, mutta se vastaa silti noin 69 % Panostajan sijoitusportfolion arvosta. Toisaalta Granolle on arviomme mukaan vaikea löytää ostajaa, varsinkin jos yhtiö ei onnistu kääntämään kannattavuuskehitystään todistetusti parempaan.

Kun yhtiö lopulta irtaantuu Granosta, minkä pitäisi tapahtua lähivuosina, tulee se muuttamaan koko Panostajan profiilia merkittävästi. Jos yhtiö ei ole siinä vaiheessa tehnyt merkittäviä uusia sijoituksia, käteisen rooli tulee nousemaan merkittävästi ja yhtiö voi lähteä rakentamaan tulevaisuutta uudelleen. Ylimääräinen osinko kertoo mielestämme siitä, ettei yhtiö näe kasvua välttämättömänä tavoitteena. Näin ollen Granosta vapautuvia pääomia voidaan jakaa merkittävästi myös osinkoina tai pääoman palautuksina. Joka tapauksessa onnistunut irtaantuminen Granosta tarkoittaisi todennäköisesti arvon purkaantumista, mutta tätä ennen Grano täytyy jälle saada erinomaiseen tulokuntoon.

Panostajan riskiprofiili



Sijoituskohteiden ennusteet

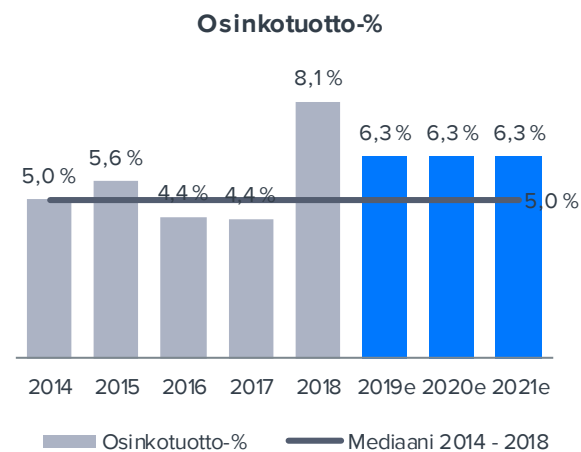
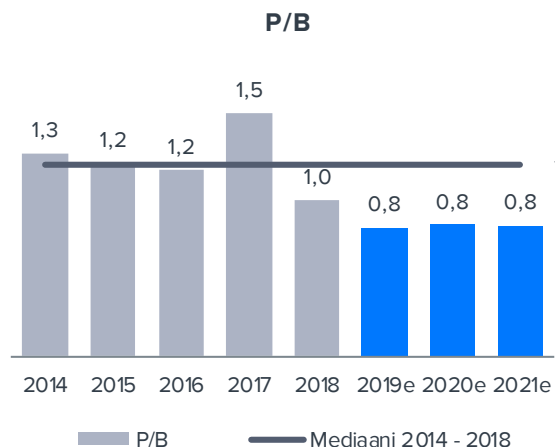
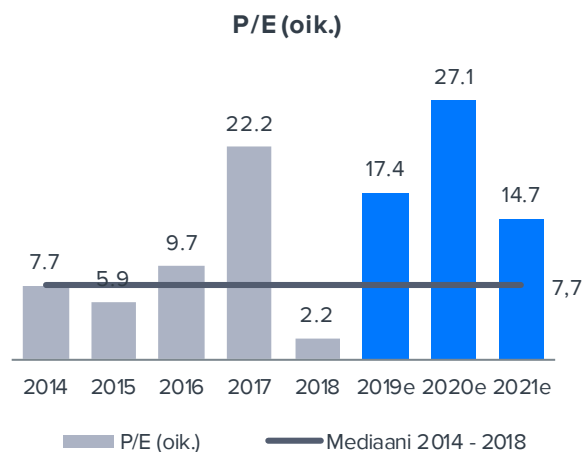
Liikevaihto (MEUR)	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2017	2018	2019e	2020e
Grano	34,0	34,8	32,1	35,7	32,3	34,5	29,6	34,6	105,3	136,6	131,0	132,8
KL-Varaosat	3,4	3,5	3,7	3,8					13,5	14,4		
Helakeskus	1,9	2,2	1,9	2,1	1,9	2,1	2,0	2,0	8,9	8,2	8,0	7,8
Selog	1,9	2,4	2,5	2,6	1,8	1,6	2,0	2,2	10,8	9,4	7,6	7,2
Heatmasters	1,0	1,1	1,3	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3	5,3	4,8	3,9	3,7
Hygga	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,5	6,0	5,4	5,1	5,6
CoreHW	1,3	0,5	0,7	1,1	1,0	1,5	1,2	1,4	1,0	3,7	5,1	5,8
Carrot Palvelut			6,7	6,3	5,3	4,6	5,6	5,4		13,0	20,9	21,5
Oscar Software			2,1	2,3	2,6	2,6	2,5	2,6		4,4	10,2	11,6
Muut / eliminoinnit	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Yhteensä	44,9	45,9	52,3	56,6	46,7	48,8	45,0	51,0	150,7	199,7	191,6	195,6

Liikevoitto (MEUR)	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2017	2018	2019e	2020e
Grano	1,1	2,9	1,8	2,6	-0,3	2,5	0,0	2,7	6,3	8,4	4,9	8,5
KL-Varaosat	0,2	0,3	0,4	0,3					1,0	1,2		
Helakeskus	0,0	0,1	0,1	-2,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	-2,7	0,4	0,4
Selog	0,0	0,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,8	0,8	0,1	0,3
Heatmasters	-0,1	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,2	0,0	0,0
Hygga	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-1,6	-0,2	0,0	0,2
CoreHW	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,6	0,3	0,5
Carrot Palvelut			-0,2	0,0	-0,4	-0,2	0,1	0,1		-0,2	-0,3	0,5
Oscar Software			0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2		0,1	0,5	0,8
Muut / konsernikulut	0,6	-0,8	-1,0	-0,5	1,0	-0,7	-0,5	-1,0	-4,0	-1,7	-1,2	-3,6
Yhteensä	1,7	2,0	1,4	0,2	0,2	1,9	0,0	2,7	2,9	5,3	4,8	7,7

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	0,80	0,90	0,90	0,91	0,99	0,79	0,79	0,79	0,79
Osakemäärä, milj. kpl	51,7	51,7	52,2	52,1	52,5	52,5	52,5	52,5	52,5
Markkina-arvo	41	46	47	47	52	41	41	41	41
Yritysarvo (EV)	100	134	133	179	155	119	125	127	129
P/E (oik.)	7,7	5,9	9,7	22,2	2,2	17,4	27,1	14,7	12,3
P/E	7,7	5,9	11,3	22,2	2,2	17,4	27,1	14,7	12,3
P/Kassavirta	2,5	neg.	5,2	neg.	3,4	2,1	23,7	6,6	5,7
P/B	1,3	1,2	1,2	1,5	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
P/S	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,9	0,8	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,4	10,0	8,2	9,2	8,6	7,7	7,7	7,4	7,0
EV/EBIT (oik.)	9,9	18,3	13,8	18,8	29,2	24,5	16,4	14,0	12,4
Osinko/tulos (%)	38,1 %	32,7 %	50,2 %	97,5 %	17,5 %	110,7 %	172,0 %	93,0 %	78,1 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,6 %	4,4 %	4,4 %	8,1 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	193	44,9	45,9	52,3	56,6	200	46,7	48,8	45,0	51,0	192	196	201	208
Käyttökate	19,5	3,9	4,2	3,9	5,8	17,9	2,5	4,8	2,7	5,4	15,4	16,3	17,3	18,6
Poistot ja arvonalennukset	-10,0	-2,2	-2,3	-2,5	-5,6	-12,7	-2,6	-2,7	-2,7	-2,7	-10,6	-8,6	-8,2	-8,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,5	1,7	1,9	1,4	0,2	5,3	-0,1	2,2	0,0	2,7	4,8	7,7	9,1	10,4
Liikevoitto	9,5	1,7	1,9	1,4	0,2	5,3	-0,1	2,2	0,0	2,7	4,8	7,7	9,1	10,4
Nettorahoituskulut	-2,3	-0,6	-0,6	-0,7	-1,1	-3,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4
Tulos ennen veroja	7,5	1,2	1,6	0,8	-0,8	2,7	-0,6	1,7	-0,5	2,2	2,9	5,4	6,7	8,0
Verot	1,0	-0,5	-0,5	-0,3	-0,8	-2,1	-0,7	-0,4	0,1	-0,4	-1,4	-1,1	-1,3	-1,6
Vähemmistöosuudet	-4,7	-0,6	-0,9	-0,5	-1,0	-3,0	0,7	-1,0	0,2	-1,1	-1,3	-2,8	-2,6	-3,0
Nettotulos	3,8	0,0	0,2	0,0	-2,7	-2,4	-0,5	0,3	-0,2	0,7	0,2	1,5	2,8	3,4
EPS (oikaistu)	0,04	0,51	0,00	0,00	-0,05	0,46	-0,01	0,01	0,04	0,01	0,05	0,03	0,05	0,06
EPS (raportoitu)	0,04	0,51	0,00	0,00	-0,05	0,46	-0,01	0,01	0,04	0,01	0,05	0,03	0,05	0,06

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	12,0 %	2,9 %	-1,6 %	18,7 %	-3,9 %	3,4 %	4,0 %	6,4 %	-13,9 %	-9,8 %	-4,0 %	2,1 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-1,7 %	154,3 %	-33,8 %	-46,7 %	-93,6 %	-44,2 %	-105,5 %	11,8 %	-97,1 %	1231,4 %	-8,8 %	58,5 %	18,5 %	14,4 %
Käyttökate-%	10,1 %	8,8 %	9,2 %	7,5 %	10,3 %	9,0 %	5,4 %	9,9 %	6,0 %	10,5 %	8,0 %	8,3 %	8,6 %	8,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,9 %	3,9 %	4,2 %	2,7 %	0,4 %	2,7 %	-0,2 %	4,4 %	0,1 %	5,3 %	2,5 %	3,9 %	4,5 %	5,0 %
Nettotulos-%	1,1 %	59,0 %	0,5 %	0,0 %	-4,7 %	12,1 %	-1,2 %	0,6 %	4,3 %	1,4 %	1,2 %	0,8 %	1,4 %	1,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	154	145	140	138	139
Liikearvo	94,7	94,8	92,9	92,9	92,9
Aineettomat hyödykkeet	13,5	16,6	15,6	14,7	15,1
Käyttöomaisuus	23,2	17,5	14,4	13,7	14,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4,0	1,1	2,4	2,4	2,4
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	6,8	8,5	8,1	8,1	8,1
Laskennalliset verosaamiset	11,3	6,5	6,1	6,1	6,1
Vaihtuvat vastaavat	70,6	63,6	51,7	58,7	60,4
Vaihto-omaisuus	12,7	9,5	7,7	9,8	10,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	38,4	34,8	24,9	29,3	30,2
Likvidit varat	19,5	19,3	19,2	19,6	20,1
Taseen loppusumma	224	209	191	197	199

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	64,5	84,2	81,1	80,0	80,1
Osakepääoma	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kertyneet voittovarot	7,5	29,5	27,7	26,6	26,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	4,6	4,4	4,3	4,3	4,3
Muu oma pääoma	13,2	13,4	13,5	13,5	13,5
Vähemmistöosuus	33,5	31,3	30,0	30,0	30,0
Pitkäaikaiset velat	98,7	69,5	66,9	71,9	73,1
Laskennalliset verovelat	4,6	5,7	5,9	5,9	5,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	94,0	63,8	61,1	66,0	67,2
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	61,0	55,0	43,3	44,9	46,1
Lainat rahoituslaitoksilta	17,5	18,7	10,8	11,6	11,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	43,5	36,3	32,6	33,3	34,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	224	209	191	197	199

DCF-laskelma

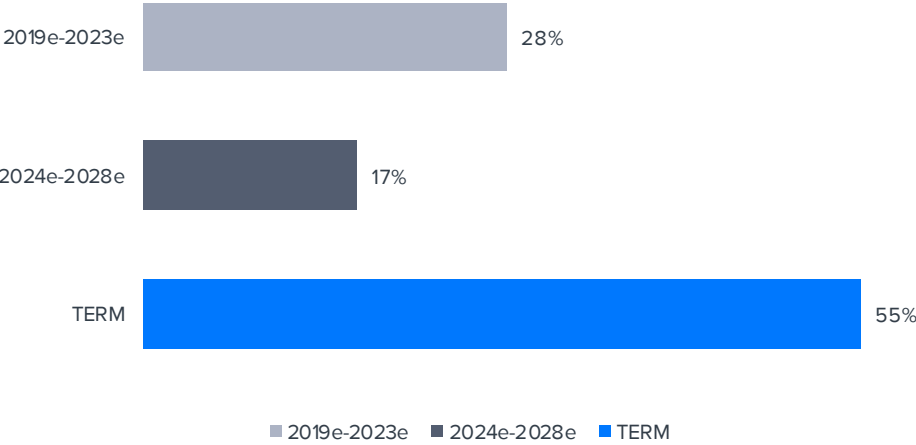
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	5,3	4,8	7,7	9,1	10,4	10,7	9,9	10,2	10,5	10,5	10,7	
+ Kokonaispoistot	12,7	10,6	8,6	8,2	8,2	8,3	8,2	8,5	8,7	8,3	8,5	
- Maksetut verot	3,8	-0,9	-1,1	-1,3	-1,6	-1,7	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-0,3	7,9	-5,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	20,9	22,0	8,8	15,3	16,3	16,6	16,0	16,4	16,9	16,5	16,9	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-11,9	-4,1	-7,1	-9,1	-9,1	-9,2	-9,2	-9,4	-8,4	-9,1	-9,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,0	17,9	1,7	6,2	7,2	7,5	6,8	7,0	8,5	7,4	7,7	
+/- Muut	6,5	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	15,5	20,0	1,7	6,2	7,2	7,5	6,8	7,0	8,5	7,4	7,7	145
Diskontattu vapaa kassavirta		19,6	1,6	5,3	5,7	5,5	4,7	4,5	5,1	4,1	4,0	74,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		134	115	113	108	102	96,6	91,9	87,5	82,4	78,3	74,3
Velaton arvo DCF		134										
- Korolliset velat		-82,5										
+ Rahavarat		19,3										
-Vähemmistöosuus		-25,5										
-Osinko/pääomapalautus		-4,2										
Oman pääoman arvo DCF		42,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,8										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	44,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	172,5	193,2	199,7	191,6	195,6
Käyttökate	16,3	19,5	17,9	15,4	16,3
Liikevoitto	9,0	9,5	5,3	4,8	7,7
Voitto ennen veroja	7,0	7,5	2,7	2,9	5,4
Nettovoitto	4,2	2,1	24,1	2,4	1,5
Kertaluontoiset erät	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	187,3	224,2	208,7	191,3	196,7
Oma pääoma	71,1	64,5	84,2	81,1	80,0
Liikearvo	78,4	94,7	94,8	92,9	92,9
Nettovelat	50,1	92,1	63,2	52,7	58,1

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	16,3	19,5	17,9	15,4	16,3
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	-3,4	-0,3	7,9	-5,9
Operatiivinen kassavirta	15,2	14,9	20,9	22,0	8,8
Investoinnit	-10,0	-39,2	-11,9	-4,1	-7,1
Vapaa kassavirta	9,0	-25,9	15,5	20,0	1,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Treindex Oy	13,5 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	8,1 %
Keskinäinen Vakuutusyhtiö Fennia	6,6 %
OP-Henkivakuutus Oy	6,4 %
Koskenkorva Mikko Matias	3,8 %
Malo Hanna Maria	3,2 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,08	0,04	0,46	0,05	0,03
EPS (oikaistu)	0,09	0,04	0,46	0,05	0,03
Operat. kassavirta / osake	0,29	0,29	0,40	0,42	0,17
Vapaa kassavirta / osake	0,17	-0,50	0,29	0,38	0,03
Omapääoma / osake	0,77	0,59	1,01	0,97	0,95
Osinko / osake	0,04	0,04	0,08	0,05	0,05

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	16 %	12 %	3 %	-4 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	22 %	19 %	-8 %	-14 %	6 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	32 %	-2 %	-44 %	-9 %	58 %
EPS oik. kasvu-%	-39 %	-56 %	1017 %	-90 %	-36 %
Käyttökate-%	9,5 %	10,1 %	9,0 %	8,0 %	8,3 %
Oik. Liikevoitto-%	5,6 %	4,9 %	2,7 %	2,5 %	3,9 %
Liikevoitto-%	5,2 %	4,9 %	2,7 %	2,5 %	3,9 %
ROE-%	10,6 %	6,0 %	57,5 %	4,6 %	3,0 %
ROI-%	6,3 %	6,2 %	3,5 %	3,3 %	5,2 %
Omavaraisuusaste	38,0 %	28,8 %	40,3 %	42,4 %	40,6 %
Nettovelkaantumisasaste	70,4 %	142,9 %	75,0 %	65,0 %	72,6 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,8	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	8,2	9,2	8,6	7,7	7,7
EV/EBIT (oik.)	13,8	18,8	29,2	24,5	16,4
P/E (oik.)	9,7	22,2	2,2	17,4	27,1
P/B	1,2	1,5	1,0	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,4 %	8,1 %	6,3 %	6,3 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja

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

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

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

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

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
26.3.2015	Osta	1,00 €	0,84 €
4.6.2015	Osta	1,00 €	0,86 €
12.6.2015	Osta	1,05 €	0,88 €
3.9.2015	Osta	0,95 €	0,82 €
14.12.2015	Lisää	1,00 €	0,89 €
4.3.2016	Lisää	0,95 €	0,86 €
3.6.2016	Lisää	0,95 €	0,86 €
20.6.2016	Lisää	0,95 €	0,84 €
2.12.2016	Vähennä	0,95 €	0,96 €
12.12.2016	Lisää	0,95 €	0,90 €
3.3.2017	Lisää	0,92 €	0,86 €
2.6.2017	Lisää	0,90 €	0,84 €
8.9.2017	Vähennä	0,86 €	0,86 €
19.10.2017	Lisää	0,93 €	0,89 €
15.12.2017	Lisää	0,95 €	0,90 €
20.12.2017	Lisää	1,04 €	0,99 €
1.6.2018	Lisää	1,10 €	1,00 €
5.7.2018	Vähennä	1,15 €	1,16 €
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 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**