

Panostaja

Laaja raportti

1/2021

Uudistuminen etenee yskähdellen

Toistamme Panostajalle vähennä-suosituksen 0,80 euron tavoitehinnalla. Panostajan uudistuminen etenee hiljalleen teknologiavetoisten Oscar Software:n ja CoreHW:n kasvaessa, mutta arvo on edelleen voimakkaasti keskittynyt Granoon. Tämä on sekä uhka että mahdollisuus Granon väläyteltyä potentiaalia Q4:llä, mutta irtaantuminen tuntuu edelleen suhteellisen kaukaiselta. Osien summa -laskelman perusteella Panostajan arvostus on kohtuullinen, mutta vaikean markkinatilanteen jatkuessa arvoajurit ovat vähissä ja muutosprosessi vaatii aikaa.

Sijoitusportfolion uudistuminen etenee hiljalleen

Panostaja on ollut viime vuosina suhteellisen aktiivinen yrityskauppamarkkinoilla, mutta koronapandemia pisti sijoitussalkun merkittävän uudistumisen tauolle. Yhtiön uudemmat sijoituskohteet ja arvonnulojat Oscar ja CoreHW ovat pystyneet kannattavaan kasvuun myös pandemian aikana, ja niiden rooli onkin kasvanut. Samalla Panostajan aiemmin erityisesti tukkukauppaan fokusoitunut sijoitussalkku on siirtynyt selvästi skaalautuvan teknologian suuntaan. Lisäksi Gugguu oli Panostajan ensimmäinen vähemmistö-sijoitus ja avaus suoraan kuluttajasektoriin, mikä uudisti osin myös Panostajan sijoitusstrategiaa. Toisaalta esimerkiksi Carrotin hankinnasta asti kivinen taival on vaikeutunut edelleen. Kokonaisuudessa Panostajan uudistuminen on mielestämme edennyt, mutta osin pandemian takia yskähdellen. Näin ollen muut sijoituskohteet jäävät edelleen Granon erittäin suuren varjon alle.

Granon käänne on yhtiölle edelleen kriittinen

Panostajan ylivoimaisesti suurin sijoituskohte on edelleen Grano, jonka osuus portfolion kokonaisarvosta (43 MEUR) on arviomme mukaan noin 62 %. Grano vastaa myös leijonanosasta Panostajan liikevaihdosta ja tuloksesta, joten lyhyellä aikavälillä yhtiö määrittää pitkälti myös Panostajan suunnan. Granon haasteena on ollut jo pitkään heikko liikevaihdon ja erityisesti kannattavuuden kehitys, kun koko toimiala käy läpi suurta murrosta. Osittain Granossa on mielestämme epäonnistuttu tehokkuuden parantamisessa, eikä skaalautuja ole saatu esille. Pandemian takia kysyntä laski voimakkaasti, mutta raskailla säästötoimilla yhtiö pystyi kuitenkin puolustamaan tulosta kohtuullisesti. Viimeisimmät merkit kannattavuuskehityksestä ovat positiivisia (Q4'20), mutta yhtiön uuden strategian iskukykyä ei ole vielä todistettu ja lähivuosien näkymät ovat epävarmat. Kannattavuuden vahvistaminen ja näkymien vakauttaminen eivät edenneet koronavuonna, ja Granosta irtaantuminen siirtyi jälleen eteenpäin.

Ei suuria muutoksia osien summa -laskelmassa

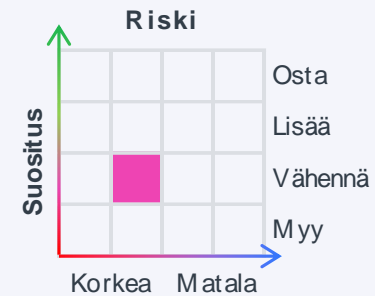
Arvotamme sijoitusyhtiö Panostajaa pääosin osien summa -analyysillä, jonka indikoima arvo on nyt 0,95 €/osake (ennallaan). Käytämme yhtiölle 16 %:n (aik. 15 %) sijoitusyhtiöalennusta, mikä on viime vuosikymmenen vaisulla track-recordilla mielestämme perusteltua. Osakkeen P/B-luku on noin 1,0x (2021e) ja eteenpäin katsova osinkotuotto noin 3,7 % hallituksen 0,03 €:n osinkoehdotuksella. Nämä ovat mielestämme kohtuullisia, mutta nousuvara vaatisi selkeitä parannuksia sijoituskohteiden kehityksessä. Granon tuloksentulon parantuminen ja tämän jälkeen mahdollinen irtaantuminen vaativat aikaa, monilla sijoituskohteilla on haasteita ja koronapandemia heikentää toistaiseksi näkymiä. Lisäksi monien sijoituskohteiden haasteet, korkeat tulos pohjaiset kertoimet ja yleisesti osakemarkkinoiden korkea epävarmuus painavat hyväksyttävää arvostusta. Osake on elpynyt vauhdikkaasti koronapandemian aiheuttamasta kuopasta, mutta tästä eteenpäin pääseminen vaatii arvonnulontia. Viime vuosina tämä on ollut Panostajalle vaikeaa, joten jäämme odottamaan merkkejä käänteen vahvistumisesta.

Analytikot



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

Suositus



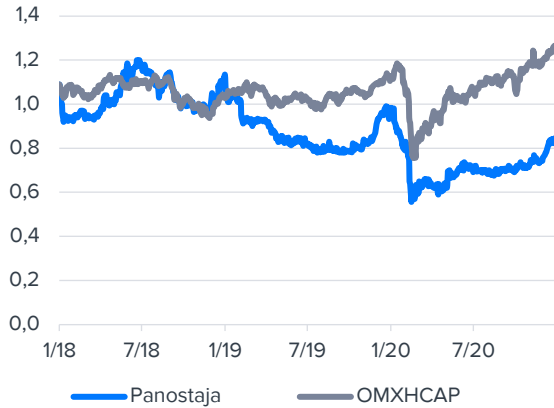
Vähennä
(aik. Vähennä)
0,80 EUR
(aik. 0,80 EUR)
Osakekurssi:
0,82

Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	159,0	170,1	183,1	190,4
kasvu-%	-16 %	7 %	8 %	4 %
EBIT oik.	0,8	5,4	7,3	9,5
EBIT-% oik.	0,5 %	3,2 %	4,0 %	5,0 %
Nettotulos	-3,9	0,6	1,5	2,7
EPS (oik.)	-0,08	0,01	0,03	0,05

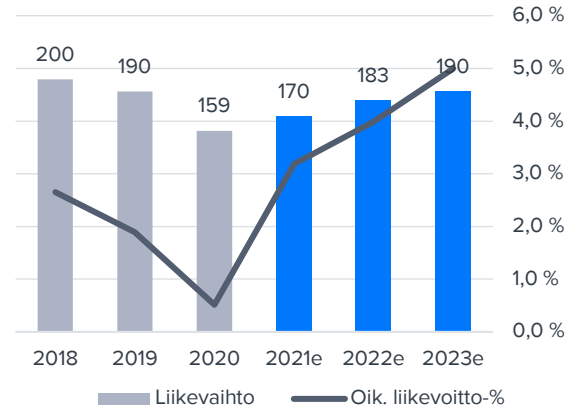
P/E (oik.)	neg.	76,5	27,8	15,7
P/B	0,9	1,0	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	4,2 %	3,7 %	4,9 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	>100	24,3	18,3	14,0
EV/EBITDA	5,9	5,9	5,5	5,0
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7	0,7

Osakekurssi



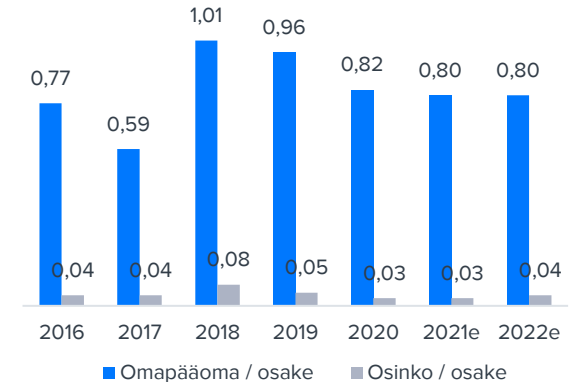
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen oma pääoma ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Epäonnistuminen Granon käänteessä säästötoimista huolimatta
- Sijoituskohteiden heikko kehitys
- Suomen talouden merkittävä heikentyminen
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Osakemarkkinoiden yleisesti heikko kehitys

Arvostus

- Sijoitusyhtiöluonteen takia arvotamme yhtiötä pääasiassa osien summa-analyysin kautta
- Tasepohjainen arvostus voi antaa osakkeelle tukea, mutta tuloskertoimet ovat helposti harhaanjohtavia
- Näkyvyys lähivuosien tulospöytäkirjään on heikko, minkä takia osinkotuottoon liittyy epävarmuutta

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

Panostaja lyhyesti

Panostaja on suomalaisia pk-yrityksiä omistava ja kehittävä sijoitusyhtiö.

%-osuus
Panostajan
sijoituksista*

Sijoitukset
yhteensä
47 M€ **

Emoyhtiön sijoitustoiminta

Emoyhtiön
nettokassa 19,5 M€



Emoyhtiön
henkilöstö



18%

Oscar Software on ERP-kehitykseen ja erilaisten palvelujen tarjontaan erikoistunut ohjelmistopalveluyritys. Oscar Software on osa Panostajan uuden aallon sijoituksia, jolla on skaalautuvaa potentiaalia. Oscarin alkutaival on ollut lupaava ja näemme yhtiössä merkittävää potentiaalia.

Arvonluoja



62%

Grano on sisältöpalvelujen osaaja. Yhtiö tarjoaa markkinoinnin ja viestinnän ratkaisuja digistä printtiin. Grano on Suomessa markkinajohtaja painoalalla. Grano on kriittinen sijoitus kokonsa ja arvonsa johdosta. Grano olisi teoriassa kypsä irtaantumiselle, mutta ensin kannattavuus on käännettävä.

Käänneyhtiö



12%

CoreHW tarjoaa langattomissa teknologioissa käytettävien radiotaajuus mikropiirin ja antennien suunnittelu- ja konsultointi-palveluita, ja kehittää omaa tuotetta. Palveluliiketoiminnan tuottama kassavirta investoidaan tuotekehitykseen, missä arvonluontipotentiaali piilee.

Arvonluoja



2%

Hammaslääkäriklinikka ja toiminnanohjausjärjestelmä

Kasvuyhtiö



0%

Henkilöstövuokraus ja rekrytointitoimiala

Käänneyhtiö



3-5%

Kasvava kansainvälinen lastenvaateyritys

Kannattava kasvu



2%

Helojen maahantuonti ja tähän liittyvät palvelut

Kassavirta



4%

Metallien lämpökäsittely- palvelut ja -laitteet

Kassavirta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Sijoitusyhtiö omalla taseelle

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 oleellisinta 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 yhtiötä, mutta operatiivisesta toiminnasta vastaa oma toimitusjohtaja. Toimitusjohtajan valitsemisessa Panostajalla on kriittinen rooli, minkä lisäksi yhtiö voi tarjota sijoituskohteille mm. pörssiyhtiötasoiset raportointi- ja seurantajärjestelmät.

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 arvonnääritykselle ja sijoitusstrategian perusteella voimme hahmottaa kykyä luoda lisäarvoa. Pienomistajilla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa pääoman allokontiin, jolloin sijoitusstrategian toimivuus täytyy huomioida sijoitusta tehdessä. Jos luottamusta johdon kykyyn allokoida pääomia ei ole, ei Panostajaan kannata sijoittaa.

panostaja

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



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 keskimääräistä 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 siirtää kohti pienempiä sijoituskohteita, sillä kilpailu on

kiristynyt suuremmissa kohteissa.

Panostaja sijoittaa omasta taseesta, mikä mahdollistaa omaehtoisen ja pitkäjänteisen 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

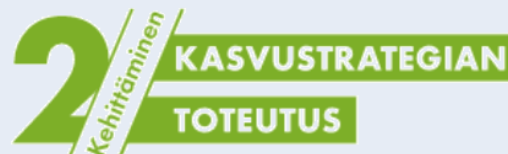
Sijoituskohteiden kehittäminen on kriittistä, jotta Panostaja pystyy luomaan omistaja-arvoa. Kehittämiseen kuuluu sijoitusstrategian toimeenpano, mihin kuuluvat kasvu, yritysostot ja operatiivinen tehokkuus. Perinteisen kannattavan kasvun lisäksi mielestämme on tärkeää pyrkiä laskemaan yleensä suhteellisen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

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, riskiprofiilin pienentyä ja kilpailuetujen vahvistua.

3/3 Irtautuminen

Viimeinen osa prosessia on luopuminen, missä tavoitellaan mahdollisimman hyvää tuottoa sijoitetulle pääomalle. Panostaja pyrkii siis optimoimaan sijoituskohteen arvonnousun ja toisaalta löytämään yritykselle mahdollisimman hyvän ”kodin”. Optimaalista irtautumista tukee jatkuva yrityskaupparakkinen 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 2006-2020 välillä oman pääoman kasvun ja osinkojen yhdistetty kumulatiivinen tuotto on ollut noin 5,5 % vuodessa.

Oma pääoma / osake on noussut tilikauden 2006 tasolta 0,68 eurosta tilikauden 2020 0,82 euroon. Jakso on ollut korkeintaan keskinkertainen lukuun ottamatta erinomaista KotiSun-irtaantumista vuonna 2018. Edelliset kaksi vuotta ovat olleet yhtiölle heikkoja johtuen mm. Granon kannattavuushaasteista sekä koronapandemian tuomista haasteista toimintaympäristöön. Osinkoa tai pääoman palautuksia Panostaja on maksanut melkein joka vuosi, ja kumulatiivisesti 15 vuoden aikana on maksettu omistajille 0,89 €/osake (sis. 0,03 euron osinkoehdotuksen tilikaudelta 2020).

Taseessa hieman piilevää arvoa tällä hetkellä

Panostajan oma pääoma ei heijasta sijoituskohteissa mahdollisesti piilevää arvoa, koska omistuksia ei arvoida taseessa käypään arvoon. Taseessa omistukset on kirjattu lähtökohtaisesti hankintahintaan, joka voi kuitenkin muuttua muun muassa yritysjärjestelyiden yhteydessä.

Osien summa -laskelmamme indikoima arvo on yleensä suurempi kuin sijoitusten tasearvo, ja niin tälläkin kertaa. Osien summan perusteella saamme osakkeenomistajille kuuluvaksi arvoksi noin 0,95 €/osake, kun tilikauden 2020:n lopussa yhtiön oma pääoma / osake oli 0,82 €. Näin ollen

taseeseen on mielestämme kertynyt jonkin verran piiloarvoa, eikä tasearvo anna näin todellista kuvaa Panostajan track-recordista. Emme kuitenkaan näe välittömiä ajureita piiloarvon purkautumiseksi.

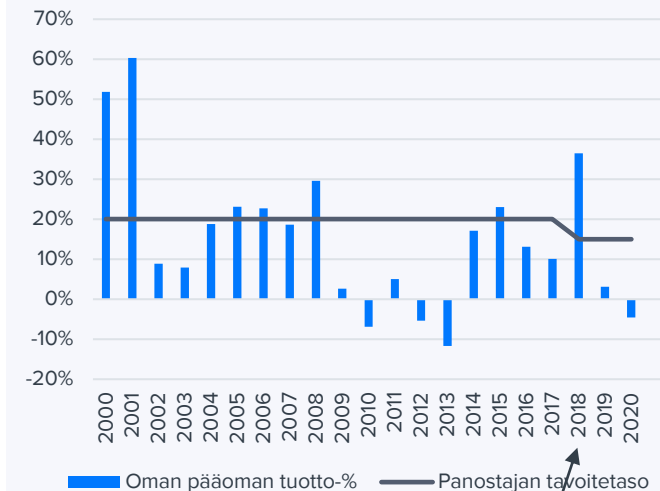
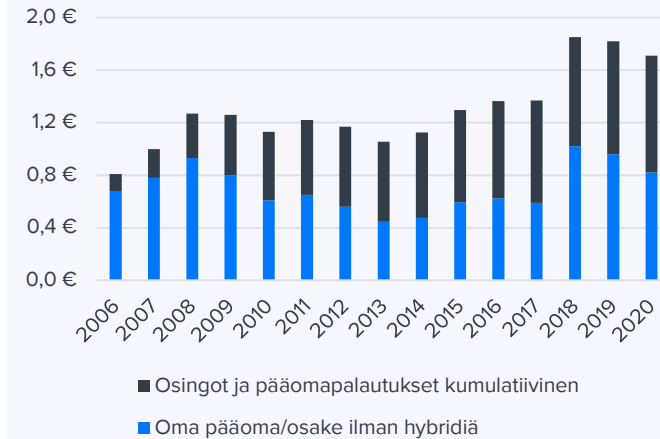
Viime vuosina onnistuneet irtautumiset ovat heijastuneet täysimääräisesti omaan pääomaan, mutta heikommin menestyneistä ja vanhemmista sijoituksista yhtiö ei ole pystynyt irrottautumaan. Tämän hetken suurimmassa sijoituksessa, Granossa, yhtiön tavoitteena on arviomme mukaan vakauttaa kannattavuus hyvälle tasolle arvon maksimoinniksi myynnissä. Puolestaan portfolion potentiaalisimmat arvonluojat (Oscar Software ja CoreHW) ovat vielä kehitysvaiheessa.

Tavoitellusta tasosta on jääty selvästi

Panostajan tavoitteena on vähintään 15 %:n oman pääoman tuotto niin, että sisäinen IRR (Internal Rate of Return) tavoite on jokaiselle sijoituskohteelle yli 22 %. Yhtiö on käsityksemme mukaan yltänyt 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 on sijoitusvarallisuuden pieni koko suhteessa konsernikuluihin, sekä muutamat merkittävästi arvoa tuhonneet epäonnistumiset kuten Takoma, Helakeskus ja Heatmasters. Lisäksi yhtiön tavoitteena on pitkään jatkuva omistaja- ja markkina-arvon kasvattaminen siten, että osakkeen kokonaistuotto ylittää NASDAQ OMX Helsingin Small Cap Indeksien keskimääräisen pitkän aikajänteen tuoton. Tästä tavoitteesta Panostaja on jäänyt merkittävästi.

Panostajan track-record



Panostaja laski oman pääoman pitkän aikavälin tuottotavoitteen 15 %:n tasolle (aik. 20 %) kesällä 2018

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 heijastelee alun korkeaa 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 potentiaalisia 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 keskimääräisten kertoimien pitäisi olla maltillisia.

Myytäessä asetelma kääntyy ja Panostaja pyrkii saamaan maksimaalisen arvostustason. Jos

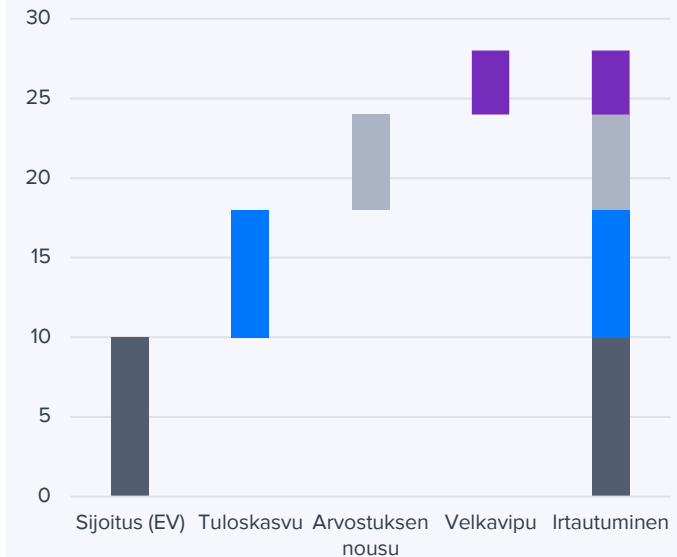
kehitysohjelma on onnistunut suunnitelmien mukaan, korkeamman arvostustason saavuttamisen pitäisi olla toteutua riskiprofiilin pienennettyä ja toiminnan vakaannuttua. Myös myynnissä ajoituksella on suuri merkitys. Arvostustason nousu riippuu liiketoiminnan kehityksestä, näkymistä ja toimialan yleisestä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

Tuloskasvu on kriittinen ajuri

Yrityksen toiminnan kehittäminen tarkoittaa pääasiassa strategian toteuttamista, tuloskunnan 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 yrityksiä 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 tarkoittaa tasaisempaa kassavirtaa ja pienempiä riskejä. Lisäksi tuloskasvuun tarjoaisi vipua edellä mainittu arvostuskertoimien nousu.

Panostaja käyttää velkavivua nostaakseen tuottoja. Tämä nostaa tuottopotentiaalia, mutta kohottaa riskejä. Panostaja on käyttänyt historiassa velkavivua merkittävästi, mutta mielestämme kuitenkin perustellusti. KotiSun-myyntin jälkeen velkavivua on pienennetty selvästi. Järkevästi käytetty velkavipu mahdollistaa myös suuremman määrän sijoituksia samalla omalla pääomalla.

Arvonluonnin tärkeimmät elementit



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

Portfolion esittely 1/2

Suhteellisen tasapainoinen sektorijakauma

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

Selvästi suurin ja samalla arvokkain omistus on näkemyksemme mukaan Grano, jonka yritysostovetoisessa kasvutarinassa Panostaja on onnistunut hyvin. Arvioimme Panostajan Grano-omistuksen (55,2 %:n omistusosuus) arvon olevan noin 27 MEUR, mikä on 62 % portfolion kokonaisarvosta (reilut 43 MEUR). Grano dominoi myös liikevaihto- ja liikevoittolukuja. Tämä tekee Granosta myös salkun ylivoimaisesti suurimman riskikeskittymän.

Toimialahajautus on kohtuullinen, mutta Suomi-riski on selkeä

Kaikki Panostajan sijoituskohteet toimivat eri toimialoilla ja toimialahajautusta voidaankin pitää kohtuullisena. Panostaja sijoittaa strategian mukaisesti suomalaisiin pk-yrityksiin, joten salkun Suomi-riski on luonnollisesti iso. 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

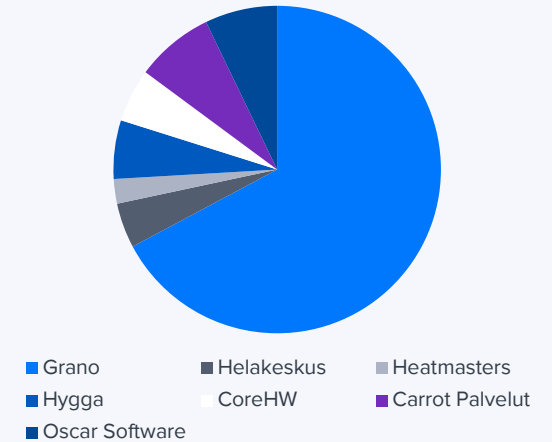
liiketoiminta on vahvan markkina-aseman takia suhteellisen tasaista ja pidämme yhtiön riskiprofiilia kohtuullisena. Samalla on myös huomioitava se, että lähes 45 % Granon omistuksesta on Panostajan ulkopuolella. Tämä tarkoittaa todella suurta vähemmistöosuutta.

Muut omistukset ovat näkemyksemme mukaan arvoltaan huomattavasti pienempiä. Mielestämme Granon lisäksi Panostajan portfolioissa on tällä hetkellä kaksi arvoltaan merkittävää sijoituskohdetta: Oscar Software sekä CoreHW. Oscar Softwaren osuus portfolioista on arviomme mukaan tällä hetkellä noin 18 % ja CoreHW:n puolestaan noin 12 %. Hajautuksen kannalta arvon raju keskittyminen Granoon on mielestämme heikkous. Sijoittajan on tärkeää tiedostaa tilanne.

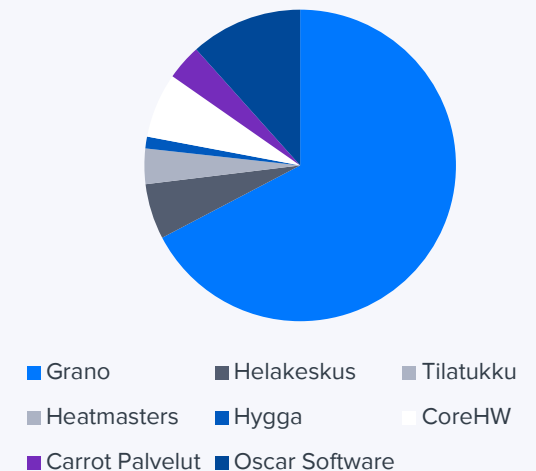
Suurempana ongelmana pidämme sitä, että Panostajalta puuttuu tällä hetkellä selkeät arvoajurit. Vaikkakin Oscar Software ja CoreHW ovat mielestämme hyvin potentiaalisia sijoituskohteita, niiden koko jää Granon varjoon. KotiSunin myynnin jälkeen Grano on dominoinut arvonkehitystä, eikä yhtiö ole kehittynyt hyvin viime vuosina. Hajautuksen kannalta olisi hyvä, jos yhtiöllä oli monia pieniä ja erilaisia arvoajureita.

Tilanteeseen emme näe tulevan muutosta kuitenkaan lyhyellä aikavälillä ennen kuin irtaantuminen Granosta tapahtuu. Positiivista kuitenkin on, että portfolio on uudistunut viime vuosina merkittävästi ja Grano selvisi koronapandemiasta kohtuullisin vahingoin rajujen säästötoimien ansiosta. Näin Panostajalla on aikaa antaa uudempien sijoituskohteiden kehittyä.

Liikevaihdon jakauma (2021e)



Liikevoiton jakauma (2021e)



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 yli 12 vuotta. Näistä merkittävin on Grano, joka on kuulunut salkkuun vuodesta 2008 ja yhtiön kasvutarina Suomessa on jo kypsässä vaiheessa. Koronapandemian myötä vuosi 2020 oli Granon irtaantumisasiin kehittämissä osalta väli vuosi. Positiivista oli kuitenkin, että vuoden aikana yhtiön kannattavuus saatiin käännettyä voimakkailla säästötoimilla (lomautukset, irtisanomiset) ja toimintojen uudelleenjärjestelyillä.

Mielestämme Panostajan kannalta looginen irtaantumisaika olisi pian sen jälkeen, kun Grano on todistanut korkeamman kannattavuutensa ja kykynsä luoda kassavirtoja. Tämä voi viedä vielä aikaa, koska markkinanäkymä pandemiasta johtuen sisältää huomattavaa epävarmuutta. Emme näe tällä hetkellä Granolle selkeää teollista ostajaa, mikä heikentää osittain exit-näkymää. Vaihtoehtoja kuitenkin on, sillä Grano on potentiaalinen pörssi-yhtiö ja mahdollisesti kiinnostava myös pääomasijoittajille.

Helakeskus ja Heatmasters ovat mielestämme molemmat epäonnistumisia, vaikka molemmat ovat kestäneet koronan iskut kohtuullisen hyvin. Uskomme että Panostaja olisi mielellään irtaantunut molemmista, mutta ostajia ei ole ollut tarjolla järkevillä hinnoilla. Haastavaa ostajien löytäminen voi olla myös jatkossa.

Salkku on uusiutunut voimakkaasti viime vuosina

Kypsiä sijoituskohteita huolimatta Panostaja on

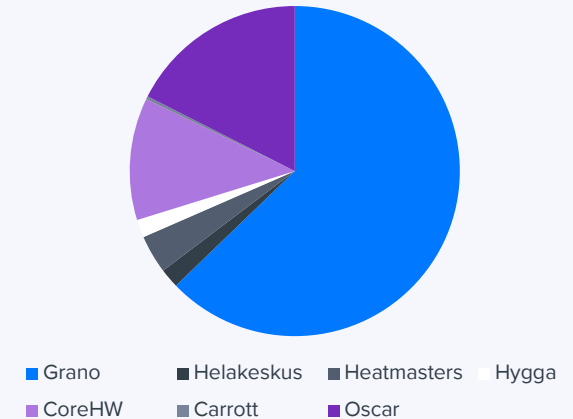
uudistanut portfoliotaan voimakkaasti viime vuosina. Viimeisen kahden vuoden aikana yhtiö on tehnyt strategiansa mukaisesti sekä irtautumisia (KotiSun, KL-Varaosat, Ecosir ja Tilatukku) että uusia hankintoja (Oscar, Carrot, CoreHW ja Guggu). Osa on onnistunut erittäin hyvin.

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, vaikka irtaantumishinta ei ollut erityisen mairitteleva. Pienemmissä sijoituksissa (Ecosir ja Tilatukku) oli monta käännettä, mutta kokonaisuutena sijoitukset olivat kuitenkin varsin heikosti tuottaneita.

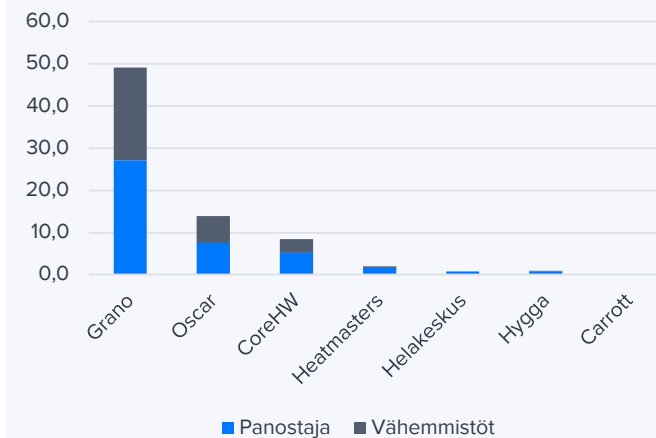
Teknologian merkitys nousut selvästi

Panostajan sijoitussalkussa on kolme tuoreempaa sijoitusta, joissa yhtiö on vielä sijoitusajan alkupuolella. Nämä ovat Oscar Software (2018), CoreHW (2017) ja Hygga (2015). Erityisesti kahden ensin mainitun kohdalla Panostajan kehitystyö on vielä kehityskaaren alkupuolella. Näkemyksemme mukaan sekä Oscar Softwaressä että CoreHW:ssa on selkeää arvonluontipotentiaalia. Yhteistä kaikille näille kolmelle yhtiölle on fokus teknologiaan: Oscar on osin SaaS-mallilla toimiva ERP-yhtiö, CoreHW kehittää omaan korkean teknologian paikannustuotetta ja Hyggan kilpailuetu pohjautuu tehokkaaseen toiminnanohjausjärjestelmään. Teknologia-sijoitukset ovat olleet Panostajan historiassa suhteellisen harvinaisia, mutta nyt niihin on panostettu. Mielestämme tämä on tärkeä muutos ja kertoo yhtiön uudistumisesta.

Portfolion arvon jakautuminen

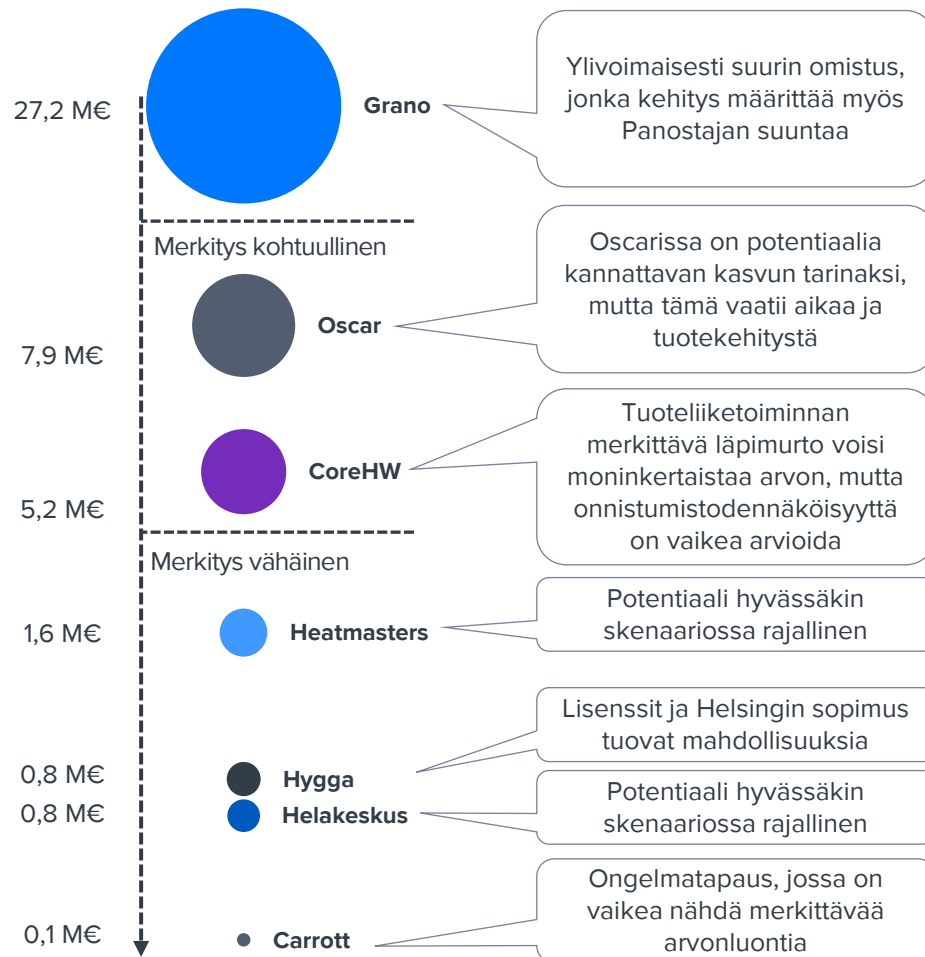


Arvon tarkastelu toisesta näkökulmasta

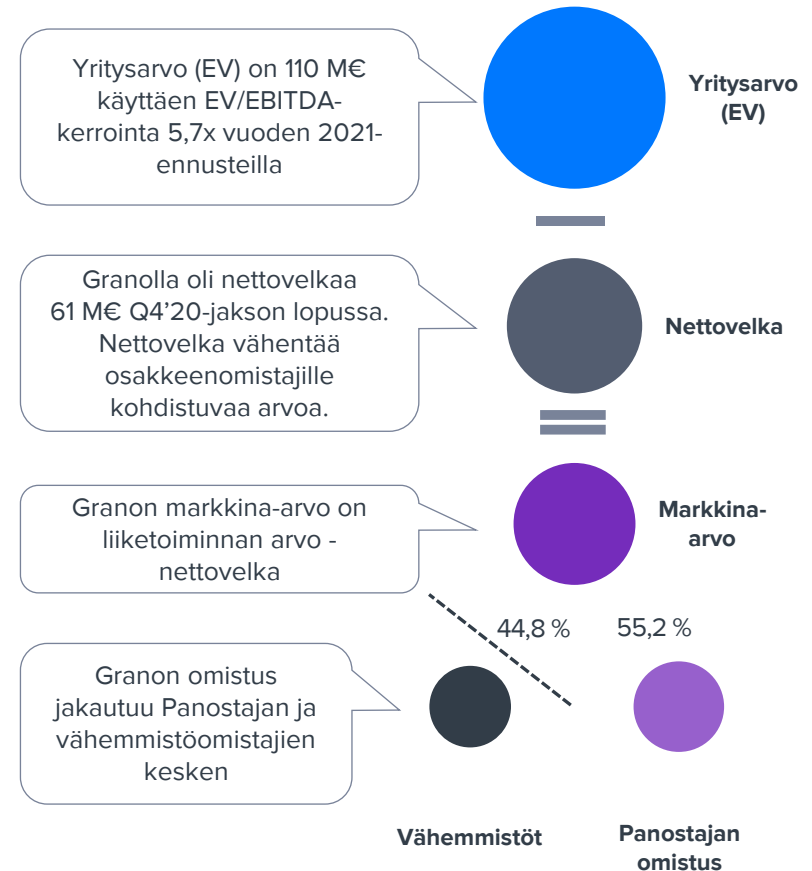


Panostajan nykyinen portfolio

Panostajan omistuksien arvot
(MEUR, Inderesin näkemyksiä)

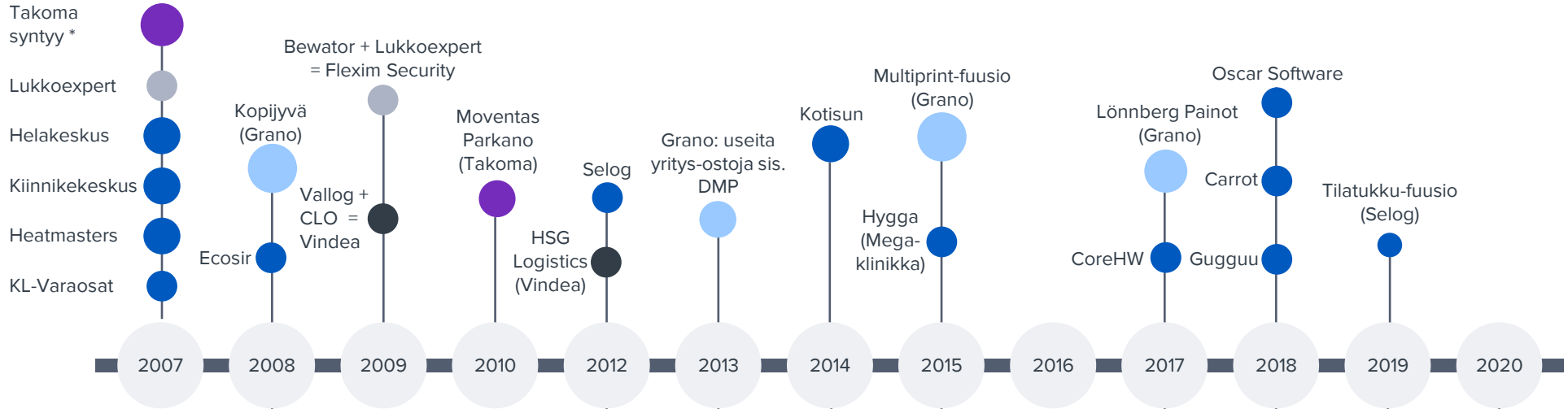


Granon arvonmuodostus
(MEUR, Inderesin näkemyksiä)

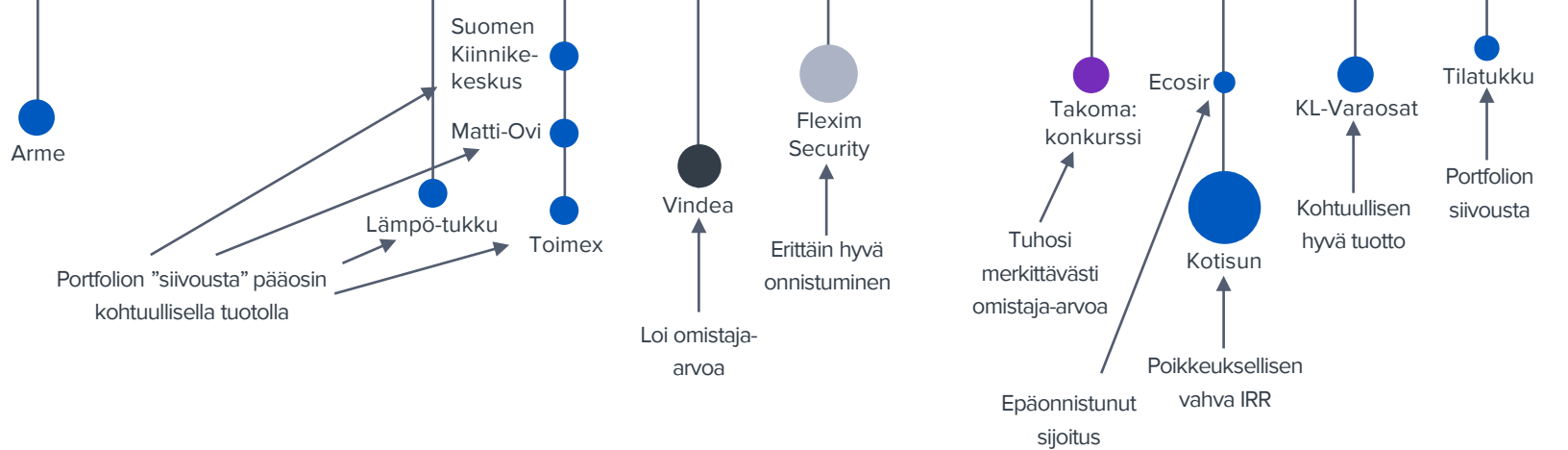


Panostajan merkittävät yritysostot ja -myynnit 2007-2020

Yritysostot



Yritysmyyntit



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

Grano

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Grano on monipuolinen sisältöpalvelujen osaaja. Yhtiö tarjoaa markkinoinnin ja viestinnän ratkaisuja digistä printtiin. Grano on Suomessa selkeä markkinajohtaja painoalalla ja palvelee Suomessa 25 paikkakunnalla. Granolla on Suomessa erittäin kattava verkosto ja palvelutarjonta, ja perinteistä liiketoimintamallia pyritään vahvistamaan digitalisaation ja keskittämisen tuomilla skaalaeduilla. Granon palvelut kattavat sisältöhankkeet alusta loppuun.

Sijoitustarinan kehitys

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. Myös liikevaihto on ollut viime vuosina paineessa.

Tehdyt muutokset

Granon pitkään odotettu kannattavuuskäänte tapahtui ainakin osittain vuonna 2020, kun rajuilla säästötoimilla yhtiö sai käyttökateen jälleen hyvällä tasolle. Parantunut kannattavuus ei kuitenkaan ole kestävä ilman liikevaihdon paluuta kasvuun. Olemme laskeneet lähivuosien ennusteita hieman edellisestä päivityksestä, mutta näkemyksemme yhtiön arvosta on suunnilleen ennallaan.

Sijoitusvuosi

2008

Arvioitu EV

110
MEUR

EV/EBITDA

5,7x
(2021e)

Panostajan
omistuosuus

55 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

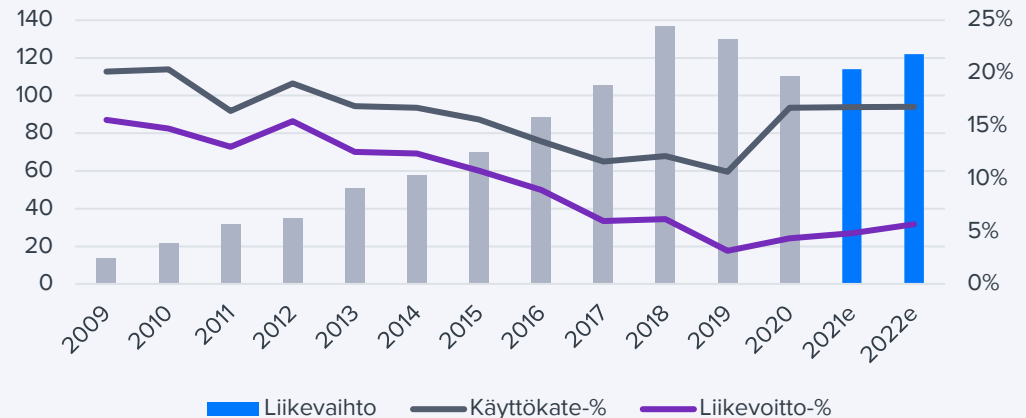
27,2
MEUR

Osuus
sijoituksista

62 %
(Inderes)

Panostajan kulmakiven kannattavuus kääntyi

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Kannattavuuden kestävä parantuminen, mikä vaatii liikevaihdon kääntämistä kasvuun
- Strategian eteneminen murroksessa olevalla toimialalla
- Ydinliiketoiminnan hyvä kassavirta ja investointi kasvualueisiin
- Mahdollinen irtaantuminen Panostajan kannalta



Riskitekijät

- Toimialan yleinen kehitys on ollut vaisua, mikä on heijastunut myös Granoon
- Kannattavuuden kestävyys laskussa olevilla alueilla
- Kasvunäkymä on monilla sektoreilla heikko, mikä luo koko ajan hintapainetta



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 5,0-6,5x 2021-ennusteilla, mikä tarkoittaa noin 1,0 EV/S-kerrointa
- Arviomme mukaan Panostajan omistuksen arvo on kokoluokassa 27 MEUR (ei merkittävää muutosta)

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 2020 Granon liikevaihto oli 110 MEUR, joten liikevaihto on kasvanut 21 % omistusjaksolla vuosittain (CAGR). Kasvuluku on erityisen kova huomioiden, että viime vuosina liikevaihto on laskenut merkittävästi.

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 voimakkaasti yritysostojen tukemana. Toiminnat 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

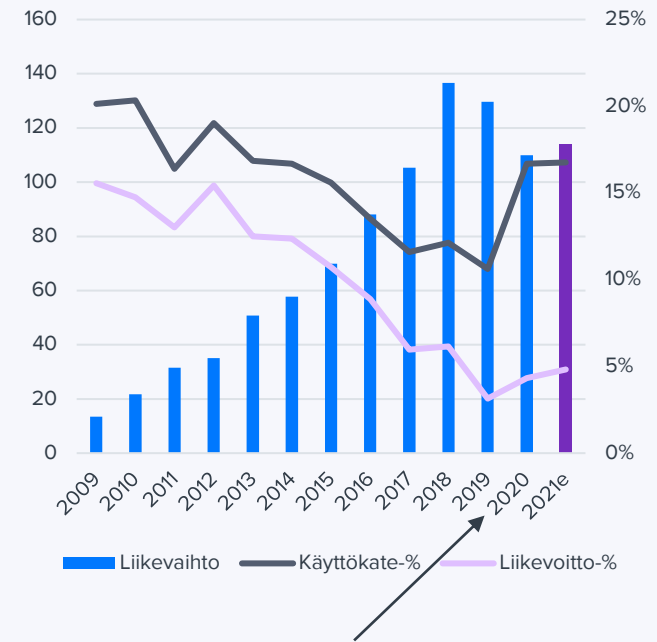
kokoluokkia on vaikea arvioida. Laskevalla trendillä oleva offset-painaminen on kuitenkin edelleen yksi merkittävistä liiketoiminnoista. Arviomme mukaan Granon liikevaihto jakautuu tällä hetkellä suunnilleen 50/50 kutistuvien ja kasvavien markkinoiden mukaan. Laskevia liiketoimintoja ovat esimerkiksi offset-painaminen, ja nousevia ovat esimerkiksi suurkuva ja pakkauspainaminen.

Kannattavuus on ollut paineessa

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 erinomaisella 16,7 %:n tasolla toimialalla, jolla suurin osa yhtiöistä taisteli silloin 8 %:n käyttökate-tasolla. Tämän jälkeen Granon kannattavuus laski kuitenkin tasaisesti vuoteen 2019 asti, jolloin yhtiön käyttökate-% oli enää 10,6 %. Myös alan yleinen kannattavuuskehitys on ollut heikkoa ja markkinatilanne on vaikeutunut, mikä on osaltaan vaikuttanut myös Granoon.

Vuonna 2020 Granon käyttökatemarginaali nousi jälleen hyvällä 16,7 %:n tasolle, mitä voidaan pitää erinomaisena saavutuksena koronapandemian keskellä. Huomion arvoista on kuitenkin, että päätekijä kannattavuuden paranemiselle oli yhtiön tekemät mittavat sopeutustoimet (mm. lomautukset), jotka eivät ole pitkällä aikavälillä kestäviä. Erityisesti Q4:n erinomainen kannattavuus ei ole kestävällä tasolla, vaikka osa säästöistä on toki pysyviä. Tilikauden 2021 kannattavuuteen liittyikin paljon epävarmuutta.

Granon avainlukujen kehitys



IFRS 16 -standardin käyttöönotto kasvatti merkittävästi poistoja ja muutti dynamiikkaa käyttökateen ja liikevoiton välillä.

Grano 2/3

Granon kannattavuus otti askeleen eteenpäin

Grano on ollut vaikeuksissa laskevan kysynnän ja pandemian takia, ja tilikaudella 2020 Granon liikevaihto laski noin 15 % noin 110 MEUR:n tasolle. Vaikka liikevoitto oli edelleen vaisu (4,8 MEUR), käyttökate Grano teki jo mukavasti. 2020 käyttökate oli 18,3 MEUR eli 16,7 % liikevaihdosta. Tätä voidaan mielestämme pitää puolustusvoittona koronan värityksenä vuonna.

Kannattavuusparannus saavutettiin voimakkailla säästötoimilla ja minimipanostuksilla, joten kulutaso ei ole kestävä katsottaessa eteenpäin. Rakennemuutoksia eli esimerkiksi heikosti kannattavien liiketoimintojen alasajoa Granossa ei ole tehty. Kulutaso nousee jatkossa mm. lomautuksien vähentymisen kautta, Grano tulee saamaan vasta päättäneiden yt-neuvotteluiden kautta myös kestäviä kulusäästöjä lähivuosille. Toimintojen uudelleenjärjestelyillä ja tehostamisella tavoitellaan 3,4 MEUR:n vuosittaisia kulusäästöjä, joista tilikaudella 2021 arvioidaan kuitenkin toteutuvan vain noin 1 MEUR. Täysi vaikutus säästöillä on ensimmäisen kerran tilikaudella 2022.

Ennustamme Granon tekevän tilikaudella 2021 noin 5,5 MEUR:n liikevoiton 114 MEUR:n liikevaihdolla. Tämä tarkoittaisi yhtiölle hyvää lähes 17 %:n käyttökatemarginaalia. Kannattavuus tulee siis arviomme mukaan pysymään ennallaan, mutta kestävämpi käänne vaatii myös liikevaihdon kääntymistä kasvuun. Selkeää kasvua odotamme tilikauden loppupuolella, kun markkinatilanteen pitäisi normalisoitua mm. koronarokotteen

vaikutuksien takia. Tähän tietysti liittyy paljon epävarmuutta.

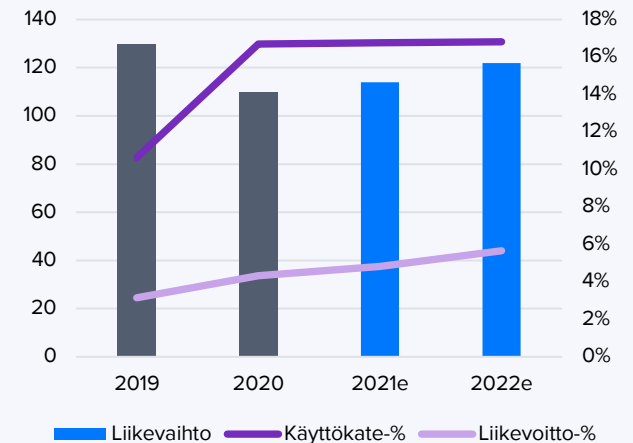
Yleisesti on hyvä huomata, että suuret yritysostot ovat nostaneet voimakkaasti mm. yhtiön aineettomia PPA-poistoja. Tämän lisäksi IFRS 16-muutos on tuonut merkittävät vuokratulot poistoihin, mikä vääristää käyttökateen vertailua historiallisiin tasoihin. Suuret poistot asettavat liikevoittoon merkittävää painetta, mutta toisaalta käyttökate kuvaa paremmin sijoitusyhtiölle kriittistä kassavirtaa.

Pidemmän aikavälin näkymä on epävarma

Granon tarjonta on laajentunut viime vuosina merkittävästi, mutta uusi strategia ei ole vielä osoittanut iskukykyään. Koronapandemian lisäksi koko toimiala on murroksessa, mikä iskee monin osin myös Granoon. Perinteinen painotoiminta, jossa Granon kilpailuetu on suuren skaalan kautta mielestämme vahvin, on laskussa. Samalla Granolla on kuitenkin myös merkittäviä liiketoimintoja nousevilla toimialoilla, joiden tulospotentiaali on vielä arvoitus.

Kokonaisuudessaan yhtiön strategia, jossa tarjotaan laaja palvelukokonaisuutta yhdeltä luukulta, on vielä jossain määrin testaamatta. Markkinatilanteen normalisoitumisen jälkeen saamme paremman kuvan siitä, minkälainen ”uuden Granon” tulospotentiaali on ja minkälaiseen kannattavuuteen yhtiö pystyy. Olemme suhteellisen luottavaisia Granon kykyyn saada kannattavuus kuntoon lähivuosien aikana, mutta pidemmän aikavälin mahdollisuudet kannattavaan kasvuun ovat vielä epäselviä.

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 kannattavuuteen sekä pidemmän aikavälin kilpailukykyyn toimialan murroksessa. Kannattavuus kääntyi viime vuonna voimakkailla säästötoimilla, mutta on vielä epäselvää, miten kestävä muutos oli. Tässä liikevaihdon kääntäminen kasvuun on kriittistä. Tulokunto näkyy arvossa sekä absoluuttisesti että hyväksyttävien kertoimien kautta.

Tällä hetkellä Granoa täytyy mielestämme käsitellä käännetyhtiönä merkittävän murroksen takia. Markkinajohtajana yhtiö tulee kyllä selviämään murroksen läpi, mutta kyky luoda omistaja-arvoa pidemmällä aikavälillä uudella strategialla on vielä testaamatta. Tämä selviää lähivuosina, kun markkinatilanne oletettavasti normalisoituu.

Mielestämme Granolle voidaan perustella noin EV/EBITDA-kerroin 5,0-6,5x, mikä antaisi vuoden 2021 tulosnusteella Granon yritysarvoksi noin 110 MEUR. Tämä tarkoittaisi toisaalta EV/S-kerrointa 1,0x. Arvostuskertoimet ovat painuneet viime vuosina yhtiön tuloskasvuun hidastuttua ja markkinatilanteen heikennyttyä.

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. Q4'20-nettovelat olivat 60,6 MEUR, minkä jälkeen markkina-arvoksi jäi noin 49,2 MEUR. Panostaja omistaa Granosta 55,2 %, minkä arvo on mielestämme noin 27,2 MEUR.

Panostajan exit on siirtynyt

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 kehitysketjuna, minkä takia irtaantuminen Granosta on arviomme mukaan lähellä.

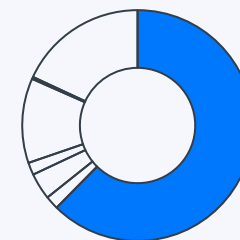
Mielestämme tämä voi tapahtua, kun yhtiö on todistanut kannattavuuskäänteen kestävyuden. Tämä voi tapahtua jo seuraavan 12-18 kk:n sisällä tai jopa nopeammin, jos listautumismarkkina pysyy kuumana.

Granolle voi 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, koska silloin synergioita voitaisiin hinnoitella. Grano olisi mahdollinen kohde Panostajaa astetta isommalle pääomasijoittajalle, joka voisi mahdollisesti laajentaa toimintaa ulkomaille.

Arvostuskertoimet	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2021e)	5,0	-	6,5
EV/EBIT (2021e)	17,4	-	22,6
EV/S (2021e)	0,8	-	1,1
Arvohaarukka (MEUR)	96	-	124

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	109,8	MEUR
Nettovelat	60,6	MEUR
Markkina-arvo	49,2	MEUR
Panostajan osuus	27,2	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	27,1	MEUR

Osuus Panostajan portfolioista



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

Oscar Software

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Oscar Software on ERP-kehitykseen ja erilaisten palvelujen tarjontaan erikoistunut ohjelmistopalveluyritys. Monipuolisten toiminnanohjausjärjestelmien lisäksi Oscar tarjoaa muun muassa taloushallinto- ja HR-palveluita. Oscarin selkeä päätuote on pk-yrityksille suunnattu ERP, jota yhtiö on kehittämässä toimimaan kokonaan pilvessä. Liiketoimintamalli on siis osittain SaaS-pohjainen ja osittain perinteinen palvelumalli.

Sijoitustarinan kehitys

Panostaja hankki noin 63 %:n omistuksen Oscarista 2018. Oscar Software on osa Panostajan uuden aallon sijoituksia, jolla on skaalautuvaa potentiaalia. Käsitksemme mukaan taustalla on ajatus kannattavasta kasvusta, jota tehostetaan siirtymällä aitoon pilvipohjaiseen SaaS-liiketoimintamalliin.

Tehdyt muutokset

Oscarin alkutaival on ollut lupaava ja yhtiö on pysynyt kannattavan kasvun tiellä. Näkemyksemme omistuksen arvosta on kasvanut, ja olemme tehneet pienen tarkistuksen ylöspäin edellisestä päivityksestä. Emme ole tehneet ennustemuutoksia. Transformaation myötä näemme yhtiössä edelleen merkittävää potentiaalia, ja Oscar on mielestämme tällä hetkellä Panostajan parhaita arvonluoja.

Sijoitusvuosi

2018

Arvioitu EV

17,3
MEUR

EV/EBITDA

7,7x
(2021e)

Panostajan
omistusosuus

55 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

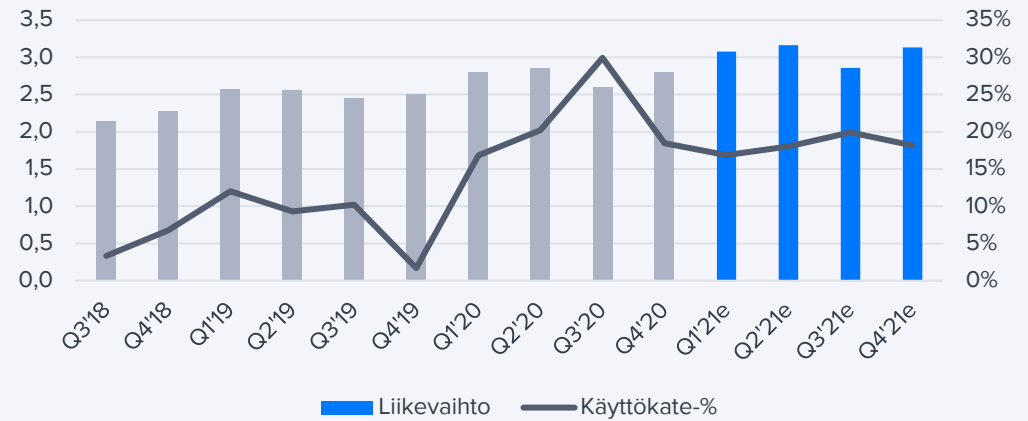
7,9
MEUR

Osuus
sijoituksista

18 %
(Inderes)

Panostajan kasvava arvonluoja

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Pk-sektorin kilpailutilanne voi kiristyä, jos kansainväliset yhtiöt siirtyvät voimakkaammin sektorille
- Yhtiö ei välttämättä pysy mukana teknologian kehityksessä, eivätkä investoinnit välttämättä onnistu



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä EV/EBITDA-kertoimella 7-8,5x (2021e), mikä tarkoittaa noin 1,4x EV/S-kerrointa
- Yhtiön liikevaihdosta noin 50 % on SaaS-liikevaihtoa ja ansaitsee korkeat arvostuskertoimet
- Palveluliiketoiminnan hyväksyttävä arvostus on selvästi alhaisempi

Oscar Software

ERP-ratkaisuja pk-sektorille

Oscar Softwaren päätuote on Oscar ERP, josta löytyy laaja valikoima 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 tuo hyvän lisän ohjelmistoliiketoiminnalle.

Käsityksemme mukaan Oscarin liikevaihto (2020: 11,0 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 ”kompromissi”, mutta selkeä pääpaino on jatkuvan kuukausittaisen laskutuksen eli SaaS-osuuden kasvattamisessa. Lisäksi yhtiö laskuttaa nyt ja (ilmeisesti) tulevaisuudessa ERP:n asentamisesta ja räätälöinnistä asiakastarpeisiin projekteina. Tämä on kasvuvaiheessa merkittävä osa liikevaihtoa, koska projektit ovat suhteellisen

pitkiä ja kalliita riippuen asiakkaan koosta ja hankittavasta kokonaisuudesta. Alkuvaiheen jälkeen Oscar on kuitenkin vahvassa asemassa, koska kyseessä on asiakkaan liiketoiminnan kannalta kriittinen järjestelmä. Näin ollen liikevaihto on suhteellisen pysyvää (”sticky”).

Jos yhtiö onnistuu kehittämään tarjontansa aitoon SaaS-pilvipalvelumalliin ja samalla kasvattamaan sekä asiakasmääräänsä että tarjoamaan asiakkaille koko ajan laajempaa kokonaisuutta, näyttää yhtiön tulevaisuus valoisalta. 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 realistinen. Omat ennusteemme ovat selvästi maltillisempia, kun odotamme lähivuosina noin 10-12 %:n kasvua. Oleellista on erityisesti SaaS-liikevaihdon kasvu, ja skaalautuvan kasvun pullonkaulana ovat erityisesti raskaat käyttöönottoprojektit.

Mielestämme Oscar on todistanut, että se on kilpailukykyinen Suomen pk-sektorilla. Asiakkaat ovat ilmeisen tyytyväisiä tuotteeseen ja pysyvyyden on hyvä, mikä luo pohjan kasvulle. Samalla kehitystä on jatkettava aktiivisesti.

Pitkän aikavälin sijoitustarinan kannalta uhka on mielestämme lähinnä siinä, että suurien globaalien ERP-yhtiöiden tarjonta leviää 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 Naviohjelmistonsa kautta, joiden lisäksi yhtiöllä on pienempiä kilpailijoita.

Vahvin ehdokas uudeksi arvoajuriksi

Panostaja kaipaisi uutta voimakasta arvoajuria osakkeelle KotiSunin myynnin ja Granon hyytymisen jälkeen. Mielestämme Oscar Software on nykyisestä portfolioista vahvin ehdokas jatkuvaksi arvonluojaksi. 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 kasvulle.

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

CoreHW

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

CoreHW on vuonna 2013 perustettu yritys, joka tarjoaa langattomissa teknologioissa käytettävien radiotaajuus (RF)-mikropiirien ja antennien suunnittelu- ja konsultointipalveluita, sekä kehittää omaa tuoteperhettä sektorille. Liiketoiminta jakautuu palveluihin (suunnittelu ja konsultointi) sekä omien mikropiirien ja lisensoitavien teknologioiden (IP) kehitykseen, josta on tarkoitus tulla yhtiön oma tuoteliiketoiminta. Ensimmäinen oma tuote on nyt kaupallistamisvaiheessa.

Sijoitustarinan kehitys

Panostaja hankki noin 63 %:n omistuksen CoreHW:stä 2017. Hankintahinta oli maltillinen ja Panostaja sai palveluliiketoiminnan arvolla option yhtiön kehitettävien tuotteiden menestykseen. Kasvua haetaan erityisesti omista tuotteista, joihin panostetaan tällä hetkellä merkittävästi yhtiön korkean tason teknologiaosaajien työpanosta.

Tehdyt muutokset

CoreHW oli Panostajalta vahva avaus korkeaan teknologiaan. Kehitys on ollut positiivista ja viime vuosina yhtiö on pystynyt vahvaan kannattavaan kasvuun. Jos yhtiö onnistuisi myös oman tuotteen kaupallistamisessa, lähivuosina tahti voisi kiihtyä edelleen. Emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme tai näkemykseen omistuksen arvosta, vaan odotamme informaatiota oman tuotteen menestyksestä.

Sijoitusvuosi

2017

Arvioitu EV

12,6
MEUR

EV/EBITDA

9x
(2021e)

Panostajan
omistusosuus

61 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

5,2
MEUR

Osuus
sijoituksista

12 %
(Inderes)

Vahvaa kannattavaa kasvua ja oma tuote tulossa

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



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 ajoittumisen aiheuttama voimakas heittäytyminen tulostasossa
- Pitkällä aikavälillä kilpailukyvyyn heikentyminen



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 8-10x (2021e), mikä tarkoittaa noin 1,4x EV/S-kerrointa
- Tuoteliiketoiminta on tällä hetkellä merkittävä optio skaalautuvaan kasvuun
- Palveluliiketoiminnan hyväksyttävä arvostus ajaa toistaiseksi näkemystämme

CoreHW

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. Suurin mielenkiinto on kohdistunut yhtiön ensimmäisen oman tuotteen eli RABBIT-antennikytkimen lanseeraukseen. Tuote on nyt teknisesti kvalifioitu ja valmis massatuotantoon.

CoreHW on 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. Yhtiön asiakkaita ovat mm. verkkoyhtiöt, piirisarjavalmistajat, moduulivalmistajat sekä langattomien teknologioiden laiteyhtiöt.

Oma tuotepерhe kehiteillä

Aiemmin konsultointi- ja projektipuolella toiminut CoreHW on panostanut viime vuosina oman tuotepерheen kehittämiseen. Keväällä 2017 yhtiö aloitti projektin, jossa kehitetään IoT-systeemeihin RF-etupääteknologiaa Tekes-rahoituksen turvin. Tämän jälkeen yhtiö on tehnyt merkittäviä T&K-investointeja (lähinnä oman henkilöstön sitoutuminen) omaan tuotteeseen, joka onnistuessa tarjoaisi yhtiölle skaalautuvia kasvumahdollisuuksia.

Yhtiön ensimmäisen oma tuote on sisäpaikannukseen tarkoitettu CoreHW RABBIT - antennikytkin. Tällä hetkellä yhtiöllä on käynnissä kaupallistamisvaihe, ja tulosta painavat jonkin verran 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 lopputuotteiden menestykseen. Mielestämme merkittävä arvonnousupotentiaali perustuu juuri tuoteliiketoiminnan onnistumiseen, koska silloin puhutaan aidosti skaalautuvasta liiketoiminnasta ja suurista mahdollisuuksista.

Taloudellinen kehitys

CoreHW on vielä suhteellisen pieni, mutta merkittävän kasvupotentiaalin omaava yhtiö. Vaikean vuoden 2018 jälkeen yhtiö on esittänyt vahvaa kannattavaa kasvua: vuonna 2019 liikevaihto kasvoi 56 % ja vuonna 2020 42 %. Kannattavuus on pysynyt samalla erittäin hyvällä tasolla (2020 käyttökate: 15,2 %), vaikka yhtiö on samalla panostanut oman tuotteen kehittämiseen ja kaupallistamiseen. T&K-kuluista merkittävä osa on toki aktivoitu, mikä vaikuttaa kannattavuuteen.

Pidemmällä aikavälillä T&K-investointien onnistuminen määrittää pitkälti tuloskehityksen, mutta tätä on toistaiseksi lähes mahdotonta mallintaa järkevästi. Jos yhtiön tuotepерhe 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 oma tuotepерhe. 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 12,6 MEUR) pohjautuu pääosin olemassa olevan liiketoiminnan kyvyllä tuottaa kassavirtoja, mutta sisältää myös pienen, mahdollisesti suunnitellun T&K-kuluihin verrannollisen arvon uudelle tuotteelle. Nykyisillä ennusteillamme tämä tarkoittaisi noin 8-10x EV/EBITDA-kertoimia vuoden 2021-ennusteella, joka ei kuitenkaan vielä sisällä oleellisia tulovirtoja omista tuotteista. Arvoa painaa se, että yhtiöllä on ajoittain ollut haasteita myös perinteisessä palveluliiketoiminnassa (esimerkiksi vuonna 2018) eikä jatkuvaa liikevaihtoa juuri ole.

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

Heatmasters

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Heatmasters on metallien lämpökäsittely-palveluiden ja -laitteiden toimittaja Euroopassa yli 40 vuoden historialla. Heatmastersilla on toimipisteitä Suomessa ja Puolassa. Perinteisen palvelutarjonnan lisäksi Heatmasters toimittaa uusinta lämpökäsittelyteknologiaa. Yhtiö kehittää ja myy laitteita, uuneja ja lämpökäsittelytarvikkeita verkostonsa kautta yli 30 maahan eri puolille maailmaa. Volyymit ovat kuitenkin turhan pieniä ja kannattavuuspotentiaali on tätä kautta rajallinen.

Sijoitustarinan kehitys

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. Viime vuosina yhtiö on käynyt enemmänkin selviytymiskamppailua, koska volyymit ovat olleet alhaisia.

Tehdyt muutokset

Heatmasters on pieni konepaja, jonka teknologinen kilpailuetu ei ole ollut riittävä kannattavan liiketoiminnan rakentamiseksi. Kannattava kasvu on muuttunut vuosien varrella selviytymistaisteluksi, mutta yhtiö selvisi kuitenkin koronapandemia vuodesta suhteellisen hyvin. Merkittävänä arvonluojana emme yhtiötä näe, tai ainakin tämä vaatisi suurempia muutoksia toimialalla. Ennusteet ja arvo ovat ennallaan.

Sijoitusvuosi

2007

Arvioitu EV

2,2
MEUR

EV/EBITDA

3,5x
(2021e)

Panostajan
omistusosuus

80 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

1,6
MEUR

Osuus
sijoituksista

4 %
(Inderes)

Kuhtunut mahdollisuus

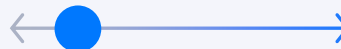
Avainluvut ja ennusteet



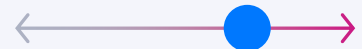
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Volymien ja liikevaihdon kasvattaminen uuteen kokoluokkaan
- Toimintaa on tehostettu jatkuvasti, jotta toiminta on saatu kannattavaksi liikevaihdon kutistuessa
- Kestävä kasvu on mielestämme tällä hetkellä kaukaa haettua ilman muutoksia toimialalla

Riskitekijät

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

Arvostus

- Arviomme Heatmasters-omistuksen arvoksi noin 1,6 MEUR
- Mielestämme Heatmastersilla on lähinnä optioarvoa mahdollisen käänteen tapahtuessa
- Emme näe Panostajan osakeomistuksella oleellista arvoa ilman merkittäviä muutoksia

Helakeskus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

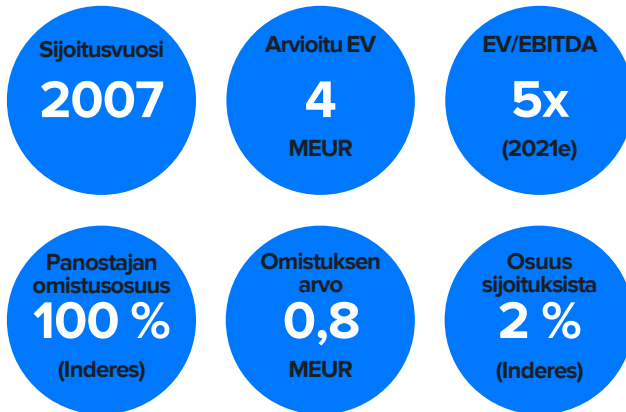
Suomen Helakeskus Oy on helojen maahantuontiin ja palveluihin erikoistunut yritys. Helavalikoima koostuu kalusteteollisuuden helatarvikkeista. Kotimainen kalusteteollisuus on kuitenkin pienentynyt vuosien varrella merkittävästi. Helakeskuksen liiketoiminta on perinteistä tukkukauppaa, jossa yhtiö hankki heloja ulkomailta ja myy niitä pääasiassa suomalaisille kalustevalmistajille sekä yleisemmin rakennusalaalle. Yhtiö on jälkisyklinen suhteessa rakennusalaan.

Sijoitustarinan kehitys

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. Viime vuosina yhtiö on käynyt läpi murroksia, ja tuottanut kohtuullista kassavirtaa.

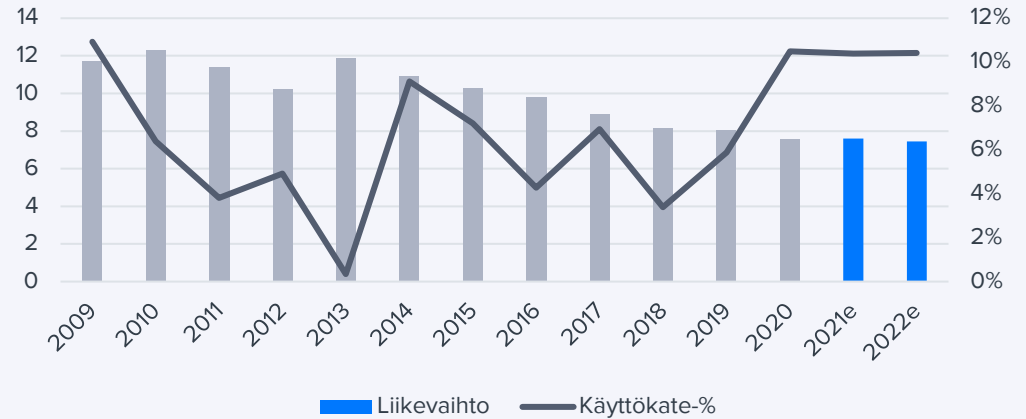
Tehdyt muutokset

Helakeskus on mielestämme ajautunut vaikeuksiin heikon kasvun ja kireän kilpailun värittämällä toimialalla. Viime vuosina yhtiö on kuitenkin pystynyt parantamaan kannattavuuttaan, ja käsityksemme mukaan kassavirrat ovat olleet varsin hyviä. Toivoton tapaus yhtiö ei siis ole. Emme näe Panostajan osakeomistuksella enää merkittävää arvoa, osittain suhteellisen korkean velkamäärän takia.



Kassavirtaa, muttei juuri kasvumahdollisuuksia

Avainluvut ja ennusteet



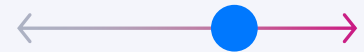
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



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 tulokuntoon
- Markkinakysynnän oleellinen heikentyminen edelleen

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)

Hygga

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Hyggalla on hammaslääkärikliniikka Helsingissä ja yritys lisensoi Hygga Flow -järjestelmää julkisen puolen toimijoille Suomessa sekä ulkomailla. Hyggan toimintamalli perustuu toiminnanohjaukseen, jota toteutetaan omalla, itse kehitetyllä järjestelmällä. Liiketoiminnan potentiaali pohjautuu oman toiminnanohjausjärjestelmän lisensointiin erityisesti julkiselle sektorille. Hyggan Kampin hammaslääkärikliniikka on eräänlainen malliklinikka toimintaohjausjärjestelmän tehokkuudesta.

Sijoitustarinan kehitys

Panostaja hankki omistuksen 2015. Käsitksemme mukaan yhtiö näki potentiaalia erityisesti ohjelmistossa ja järjestelmässä, mutta myös oikeissa klinikoissa. Yhtiö perusti toimipisteen Ruotsiin, joka kuitenkin myytiin nopeasti. Nyt fokus on ohjelmistoissa ja lisenssimallin vahvistamisessa, mutta Helsingin klinikka on myös yhtiölle tärkeä.

Tehdyt muutokset

Hygga on Panostajalle kohtuullisen kokoinen sijoitus, jonka mahdollinen menestys perustuu mielestämme pitkälti yhtiön toiminnanohjausjärjestelmän lisensointiin. Helsingin klinikan tuoma liikevaihto ja kannattavuus on ollut pitkään paineessa, mutta vuonna 2020 yhtiö sai erittäin suuren sopimuksen Helsingin kaupungilta. Tätä kautta liikevaihto on nousemassa voimakkaasti lähivuosina.

Sijoitusvuosi

2015

Arvioitu EV

8,6
MEUR

EV/EBITDA

13,5x
(2021e)

Panostajan
omistusosuus

80 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

0,8
MEUR

Osuus
sijoituksista

2 %
(Inderes)

Potentiaalia ohjelmistojen lisenssikaupassa

Avainluvut ja ennusteet



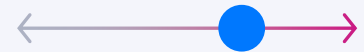
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Lisenssitulojen kasvu, mikä on kuitenkin hidasta
- Hammaslääkärikliniikan kannattavuuden parantuminen
- Merkittävä arvonluonti vaatii mielestämme lisenssitulojen merkittävää kasvua eli suurempaa läpimurtoa julkisella sektorilla
- Kansainvälinen kasvu pidemmällä aikavälillä



Riskitekijät

- Toiminnanohjausjärjestelmän kilpailukyky ei välttämättä kestä teknologian kehittyessä
- Kilpailun kiristyminen lisenssiliiketoiminnassa
- Yhtiöllä on huomattava määrä velkaa erityisesti suhteessa nykyiseen heikkoon tuloskuntoon



Arvostus

- Arvotamme Panostajan Hygga-omistuksen 0,8 MEUR:n tasolle, mitä väärin yhtiön suuri velkalasti
- Yhtiön arvottaminen on haastavaa, koska merkittävien potentiaali ja arvo kohdistuvat mielestämme lisenssiliiketoimintaan
- Toistaiseksi lisenssitulo on erittäin pientä, eikä läpimurto ole mitenkään varma

Carrot

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Carrot tarjoaa henkilöstö-vuokraus-, rekrytointi- ja ulkoistuspalveluita ja toimii strategisena HR-kumppanina asiakkailleen. Yhtiön asiakkaita ovat mm. rakentamisen, teollisuuden ja logistiikka-alan yritykset. Yhtiö välittää työntekijöitä asiakkailleen sekä tarjoaa joustavuutta. Henkilöstö on Carrotin palveluksessa ja yhtiö hinnoittelee oman katteensa (normaalisti noin 10-20 %) asiakkaan kokonaiskustannukseen.

Sijoitustarinan kehitys

Panostaja hankki Carrotista 63 %:n omistusosuuden vuonna 2018. Yhtiö näki toimialan kasvunäkymät vahvoina työnmurroksessa, ja oli ilmeisesti kiinnostunut osallistumaan alan konsolidaatioon. Carrotin tarina on kuitenkin alusta asti mennyt heikompaan suuntaan, kun liikevaihto on kasvun sijaan kutistunut merkittävästi.

Tehdyt muutokset

Carrot oli alunperin Panostajalle merkittävä sijoitus henkilöstövuokraus-toimialalla. Yhtiön liikevaihdon voimakkaan laskun ja nollassa pyörineen kannattavuuden mukana omistuksen arvo on kuitenkin näkemyksemme mukaan laskenut voimakkaasti. Tällä hetkellä Carrot on potentiaalinen käännetarina, mutta toistaiseksi sijoitus on tuhonnut merkittävästi arvoa. Ei muutoksia ennusteissa tai arvossa.

Sijoitusvuosi

2018

Arvioitu EV

5,1
MEUR

EV/EBITDA

8x
(2021e)

Panostajan omistusosuus

74 %
(Inderes)

Omistuksen arvo

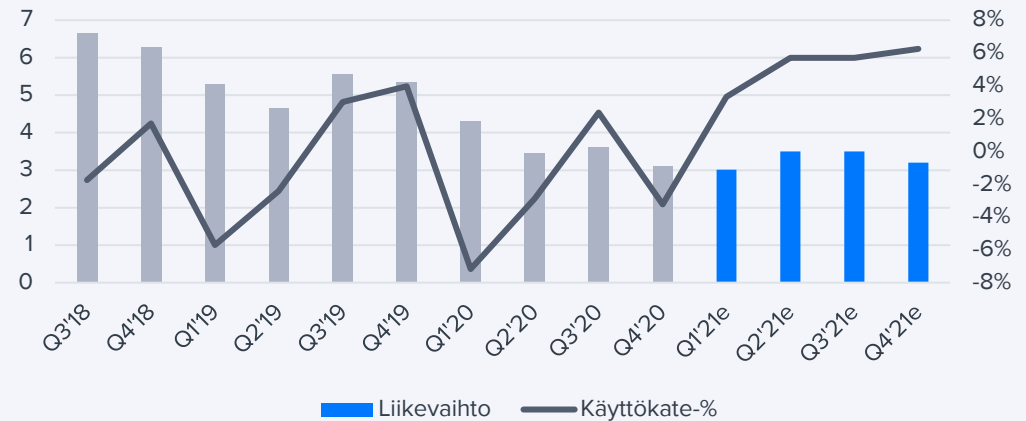
0,1
MEUR

Osuus sijoituksista

0 %
(Inderes)

Kasvutarina on kehittynyt väärään suuntaan

Avainluvut ja ennusteet



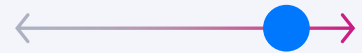
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Henkilöstöpalvelumarkkina kärsi osittain merkittävästi koronapandemiasta
- Kilpailu on erittäin kireää, ja voi kiristyä edelleen
- Avainhenkilöiden pysyvyys
- Kannattavuuden oleellinen parantaminen vaatisi näkemyksemme mukaan kasvua
- Kestävän kilpailuedun puute



Arvostus

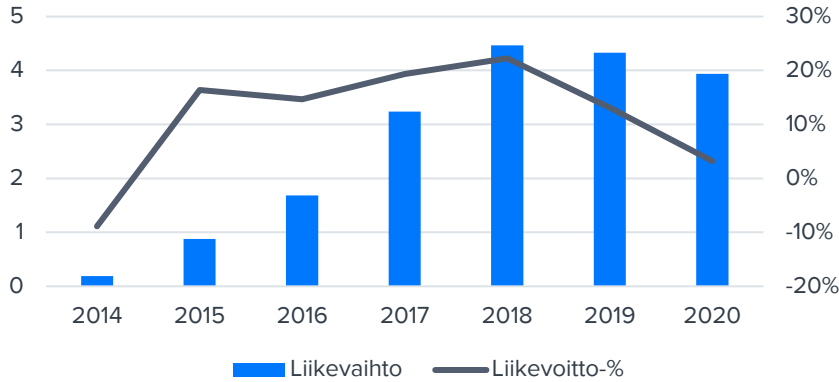
- Arvotamme yhtiötä EV/EBITDA-kertoimella 7-9x (2021e), mikä tarkoittaa alle 0,4x EV/S-kerrointa
- Arvioimme Panostajan omistuksen arvon olevan tällä hetkellä vain noin 0,1 MEUR (ei muutosta)
- Carrot-hankinnan ajoitus oli heikko ja sijoitus on toistaiseksi tuhonnut arvoa

Vähemmistösisjoitukset: Gugguu ja Spectra

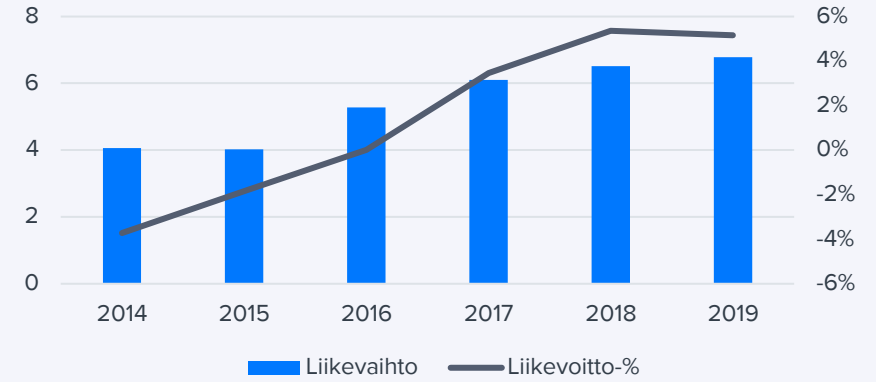
Arvo (yht.)
3,6*
MEUR

* Yhtiöt on arvotettu tasearvoon eikä niille ole tehty erillistä arvonnäytystä

Gugguun liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Spectran liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus

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

Liiketoiminta

Gugguu myy tuotteet pääosin oman verkkokauppansa kautta, mutta yhtiöllä on myös kasvava jälleenmyyjäverkosto Suomessa ja ulkomailla. Viennin osuus Gugguun liikevaihdosta on kuitenkin vielä melko pieni.

Yhtiökuvaus

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

Liiketoiminta

Yhtiö tarjoaa merkittäville kaupanalan toimijoille tukitoimintoja eli voi hoitaa esimerkiksi pullonpalautus-automaattien, siivouksen ja muun logistiikan kauppiaiden puolesta. Kauppiat voivat ulkoistaa tukitoiminnot Spectralle.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvio tuloskasvunopeudesta



Tase ja taloudellinen tilanne

Vakaa taloudellinen tilanne

Panostajan tase oli voimakkaasti velkaantunut vielä tilikaudella 2017, mutta tilanne korjaantui KotiSun-myyntin jälkeen Q1'18 (Panostajan osuus myyntihinnasta ~38 MEUR). Myyntin seurauksena tase vahvistui merkittävästi ja emoyhtiöllä oli jälleen suuri nettokassa, kun neljäs aikaisemmin sillä oli vielä 7,8 MEUR nettovelkaa. Taserakenne heikkeni kuitenkin tilikauden 2020 aikana koronapandemian vaikuttaessa Panostajan kohdeyrityksiin. Taloudellinen tilanne on kuitenkin vakaa emoyhtiön suuren nettokassan (19,5 MEUR) ansiosta.

Panostaja teki huhtikuussa pienen yritysjärjestelyn myydessään osuutensa pitkäaikaisesta tytäryhtiöstään Tilatukusta (omistusosuus 60 %) yhtiön toimivalle johdolle. Kokonaisuudessaan kauppa oli pienenhö (Panostajan osuus nettovelkojen vähentämisen jälkeen noin 0,9 MEUR), mutta toi lisää rahaa yhtiön kassaan.

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 terveenä. Yhtiö on onnistunut tavoitteissaan tämän jälkeen emoyhtiön nettovelattomuuden osalta, mutta Panostajan omavaraisuusaste laski tilikaudella 2020 alle tavoitellun 40 %:n. Tähän vaikutti heikko taloudellinen tulos, maksetut osingot sekä ja IFRS 16 -standardin käyttöönotto.

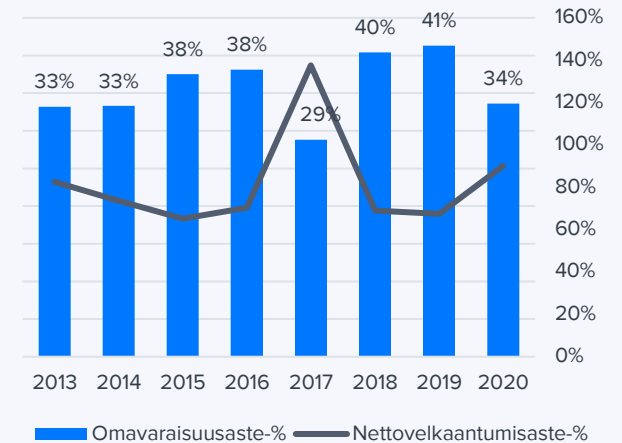
Panostajalla on käytössään myös 15 MEUR:n yritysostolimiitti (Q4'20 lopussa käyttämätön), josta voidaan nostaa kolmen vuoden mittaisia luottoja emoyhtiölle yritysostojen rahoittamiseen. Tämä antaa yhtiölle joustavuutta ja kykyä reagoida tarvittaessa nopeasti, jos yhtiö havaitsisi houkuttelevan kohteen. Arviomme mukaan yhtiön nykyinen taserakenne ja limiitti mahdollistavat noin 15-20 MEUR:n investoinnit uusiin sijoituskohteisiin. Tämän jälkeen yhtiön taloudellinen liikkumavara olisi mielestämme rajallinen ilman muita toimenpiteitä (esimerkiksi irtaantumiset).

Pääoman allokointi jälleen kriittistä

Panostajalla on edessä pääoman allokoitipäätöksiä (osingot, kasvuinvestoinnit, yritysostot tai sekoitus näistä), joilla on merkittävä vaikutus yhtiön tulevaisuuteen. Yhtiön hallitus ehdotti tilikaudelta 2020 maksettavan 0,03 euron osakekohtaisen osingon. Osinko on maltillinen, mutta kertoo halusta palauttaa varoja omistajille myös heikommien vuodelle jälkeen.

Näkemyksemme mukaan Panostajan kannattaisi pyrkiä kasvamaan uuteen kokoluokkaan, koska yhtiön konsernikulut ovat korkeat suhteessa sijoitettavaan pääomaan. Mielestämme tämän pitäisi olla tällä hetkellä valmisteltavan strategian ytimessä, sillä kasvun kautta yhtiö voisi saada suuremman osan sijoitustuotoista osakkeenomistajille ja sitä kautta pienentää nykyistä sijoitusyhtiöalennusta. Suurimmat päätökset ovat kuitenkin edessä vasta Granosta irtaantumisen jälkeen. Tämä tulee vapauttamaan Panostajan kokoluokassa todella suuret pääomat, ja näillä päätöksillä on pitkät seuraamukset.

Taserakenteen kehitys



Rahoitusasema (MEUR)	2017	2018	2019	2020
Korolliset velat	111,6	82,5	75,2	103,4
Korolliset saamiset	3,5	5,1	5,1	5,1
Rahavarat	19,5	19,3	16,4	34,3
Korolliset nettovelat	88,6	58,1	53,7	64,0
Oma pääoma (sis. vähemmistön)	64,5	84,2	79,6	71,0
Nettovelkaantumisaste-%	137,5 %	69,0 %	67,5 %	90,1 %
Omavaraisuusaste-%	28,8 %	40,4 %	41,3 %	33,6 %

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 3,6 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. Nämä kulut eivät ole mukana sijoituskohteiden arvonmäärittämisessä. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.
- 5) Lopulliseen arviomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa mahdollinen alennus tai preemio suhteessa osien summa -arvoon, mikä määräytyy pääasiassa sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (track-recordilla merkittävä paino). Alennusta säätämällä voimme ohjata arvon perustelluksi osakkeenomistajien kannalta, koska osien summa ei lähtökohtaisesti realisoidu 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 tilikauden 2020 lopussa 19,5 MEUR:n nettokassa. Emoyhtiön nettokassaa kasvattavat korolliset lainasaamiset (5,1 MEUR) konserniyhtiöiltä, joiden oletamme olevan vakaalla pohjalla. Tämä oletus olisi ongelmallinen, jos sijoituskohteiden ongelmat syvenisivät ja lainasaamiin liittyvä epävarmuus kasvaisi.

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 16,7 MEUR. Toisaalta tämä on noin 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 16 %:n alennuksen (aik. 15 %).

Omistuksien osien summa 2/2

Tasesubstanssi toimii nyt kohtuullisen hyvänä indikaattorina

P/B-kerroin on Panostajan kohdalla hyödyllinen indikaattori. Tällä hetkellä se toimii erityisen hyvin, koska osien summa -laskelma on poikkeuksellisen hyvin linjassa tasesubstanssin kanssa. Normaalisti lukua sekoittaisi taseen piiloarvo, jota emme kuitenkaan tällä hetkellä pidä oleellisena ainakaan sijoitusyhtiöalennuksen jälkeen. Tällä hetkellä Panostajan 2021e P/B on 1,0x, mitä pidämme kohtuullisena yhtiölle. Samalla osakkeen nousu ja arvon purkautuminen vaatisi mielestämme selkeitä tulos- tai arvoajureita.

Osinkotuottoon laskenut aiemmasta

Panostaja on maksanut viime vuosina sekä normaalia osinkoa että 0,03 euron osakekohtaisen osingon, minkä olemme kirjanneet maksetuksi tilikauden 2019 tuloksesta (yhteensä 0,08 €/osake). Päättyneeltä tilikaudelta 2020 Panostajan hallitus on ehdottanut yhtiökokoukselle 0,03 €:n osakekohtaista osinkoa. Vaikka tilikauden tulos oli selvästi tappiollinen, tase mahdollistaa osingonmaksun hyvin ja antaa vielä liikkumavaraa myös mahdollisia uusia sijoituskohteita varten. Osinkoehdotuksella yhtiön osinkotuotto on nyt noin 3,7 %, mikä on Panostajan historiaan nähden suhteellisen matala mutta silti kohtuullinen.

Lähivuosien osinkokehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta, sillä näkemyksemme mukaan yhtiön kannattaisi pyrkiä kasvattamaan yhtiön kokoluokkaa. Pidämme kuitenkin tilikauden 2020

tasoa kestäväenä ja tulostason elpyessä näemme siinä myös nousuvaraa. Tämä vaatii kuitenkin tuloskunnan merkittävää parantumista, missä Grano on kriittinen tekijä.

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. Epäonnistumiset vievät liikaa rahaa ja aikaa, minkä takia pääoma ei tuota riittävästi. IRR-% laskee voimakkaasti, jos arvonkehitys on ajallisesti hidasta. Tällä hetkellä katseet ovatkin erityisesti Granon kehityksessä.

Irtaantuminen muuttaisi koko Panostajan

Seuraava todella suuri käännekohta Panostajan tarinassa on todennäköisesti irtaantuminen Granosta. Viime vuosien haasteista huolimatta Grano on ollut kokonaisuudessaan erittäin tuottoisa sijoitus Panostajalle vuosien varrella jo kassavirtansa takia. Tällä hetkellä Grano vastaa noin 62 % Panostajan sijoitusportfolion arvosta, joten tämä olisi todella iso murros yhtiölle. Toisaalta Granolle on arviomme mukaan vaikea löytää ostajaa, ja optimaalinen exit vaatii vielä käännettä sekä tulevaisuuden näkymien selkeää parantamista.

Kun Panostaja lopulta irtaantuu Granosta, minkä pitäisi tapahtua lähivuosina, tulee se muuttamaan koko yhtiön profiilia merkittävästi. Jos yhtiö ei ole siinä vaiheessa tehnyt merkittäviä uusia sijoituksia, käteisen rooli tulee nousemaan voimakkaasti ja yhtiö voi lähteä rakentamaan tulevaisuutta uudelleen. Granosta vapautuvia pääomia voidaan tietysti jakaa osinkoina tai pääoman palautuksina. Tulevaisuuden kannalta olisi mielestämme kuitenkin kriittistä, että pääomia ohjattaisiin valtaosin uusiin sijoituksiin ja kasvuun.

Osien summa -laskelma

Arvon jakautuminen Yhtiö	Arvo MEUR	Omistus- osuus (%)	Osuuden arvo (M€)	%-osuus portfoliosta
Grano	49,2	55 %	27,2	62,4 %
Helakeskus	0,8	100 %	0,8	1,9 %
Heatmasters	2,0	80 %	1,6	3,7 %
Hygga	1,0	80 %	0,8	1,7 %
CoreHW	8,5	61 %	5,2	11,9 %
Carrot	0,2	74 %	0,1	0,3 %
Oscar Software	14,4	55 %	7,9	18,1 %
Yhteensä	76,1		43,5	

Osien summa -laskelman ydin

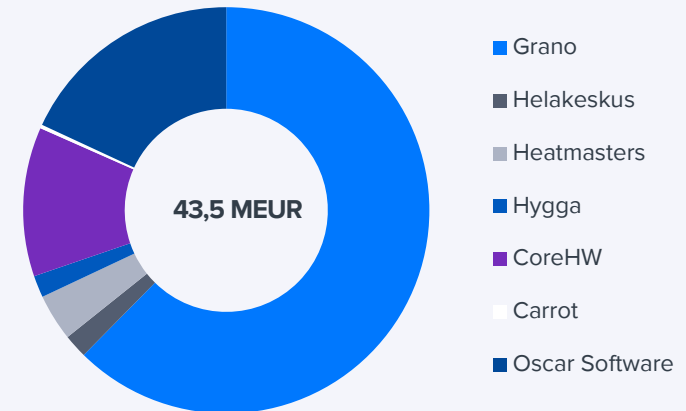
Omistukset tytäryhtiöissä	43,5	MEUR
Vähemmistöomistukset	3,6	MEUR
Emoyhtiön nettovelat	-19,5	MEUR
Emoyhtiön kulujen eliminointi	16,7	MEUR

Panostajalle indikoitu arvo	49,9	MEUR
Osakemäärä	52,3	Milj. kpl
Osakekohtainen arvo	0,95	EUR
Sijoitusyhtiöalennus	16 %	
Tavoitehinta Panostajalle	0,80	EUR

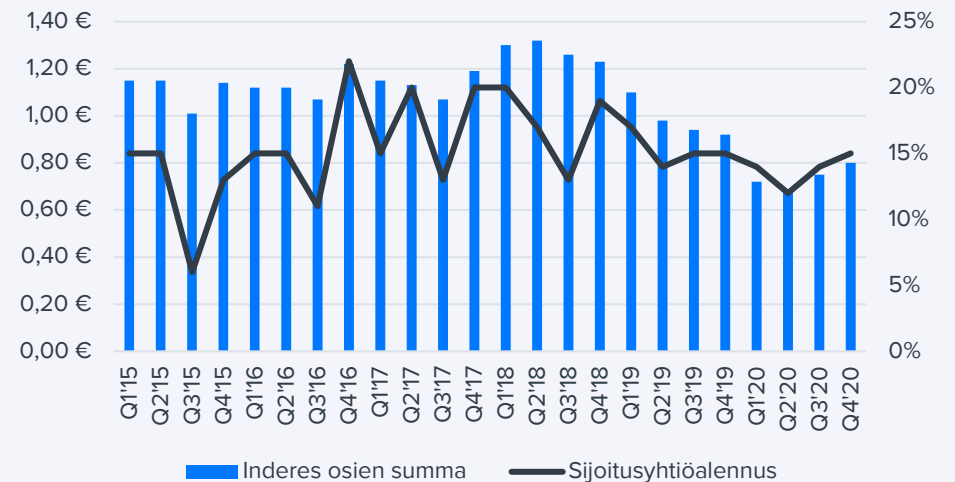
Emoyhtiön kulujen eliminointi

Tilikauden 2021e kiinteät kulut	2,4	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,0 %	
Käytetty WACC	6,3 %	
Kulujen laskennallinen arvo	16,7	MEUR

Portfolion arvon jakautuminen

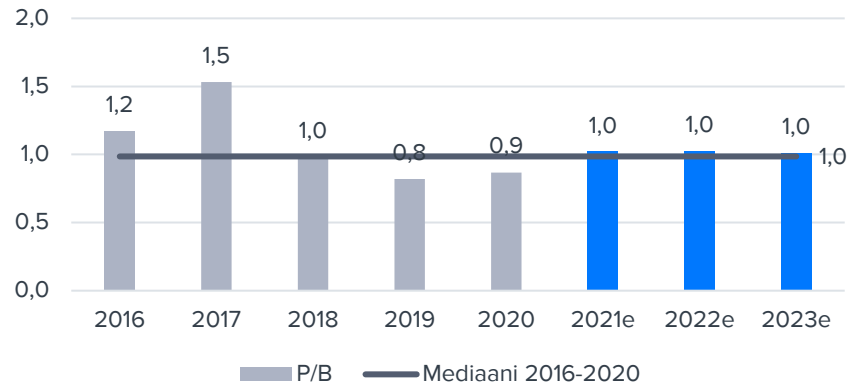


Osien summa-arviomme kehitys (€/osake)

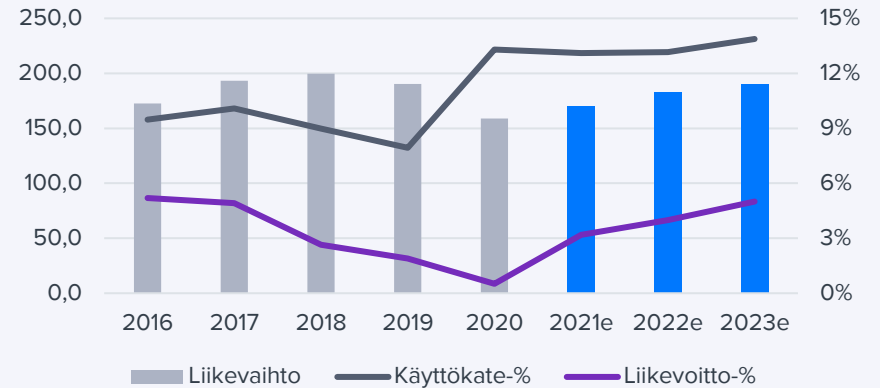


Arvostus ja avainlukuja graafeina

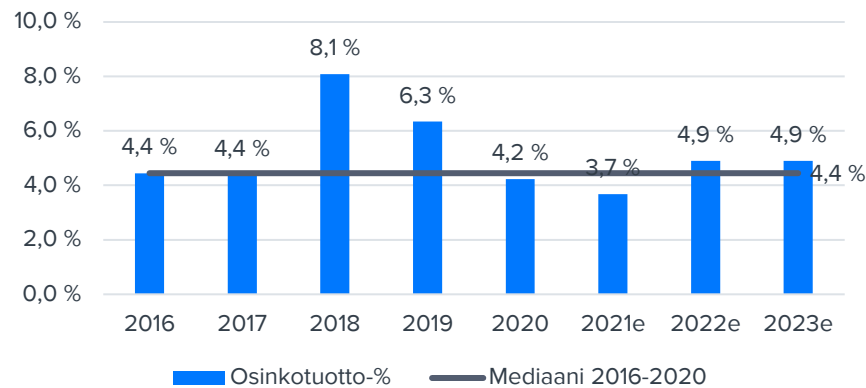
P/B



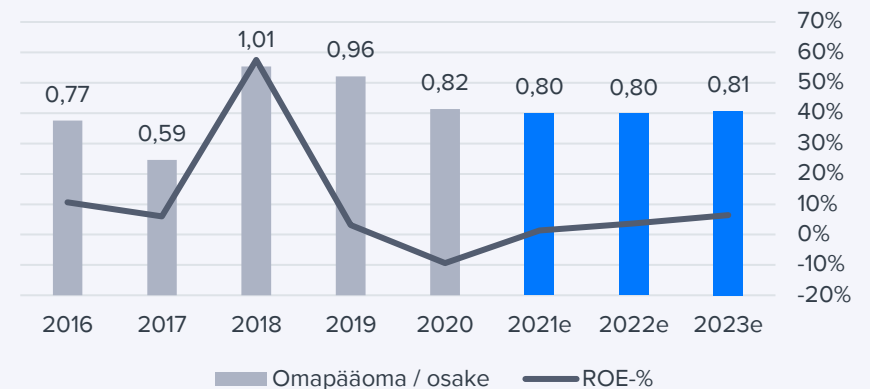
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



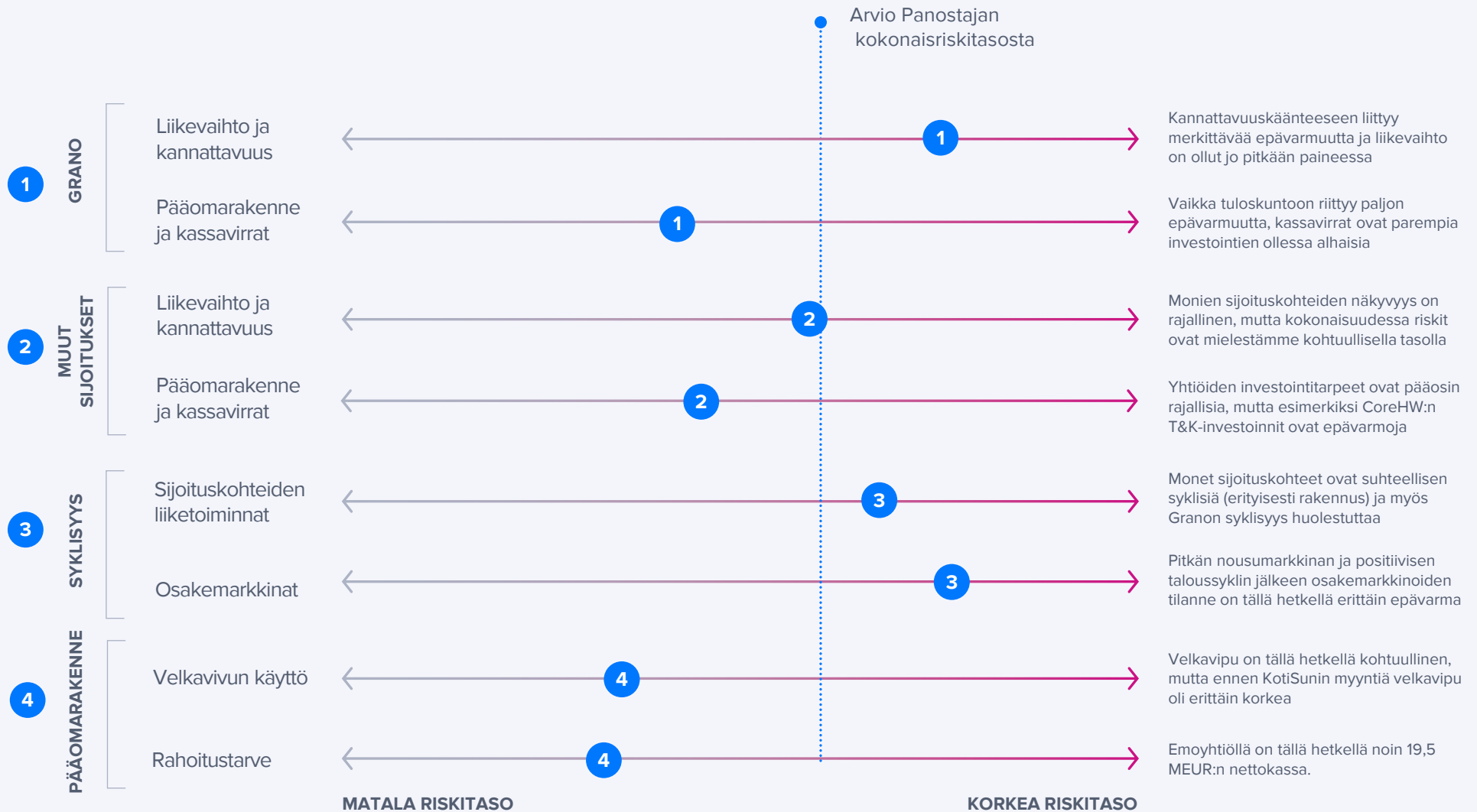
Osinkotuotto-%



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Panostajan riskiprofiili

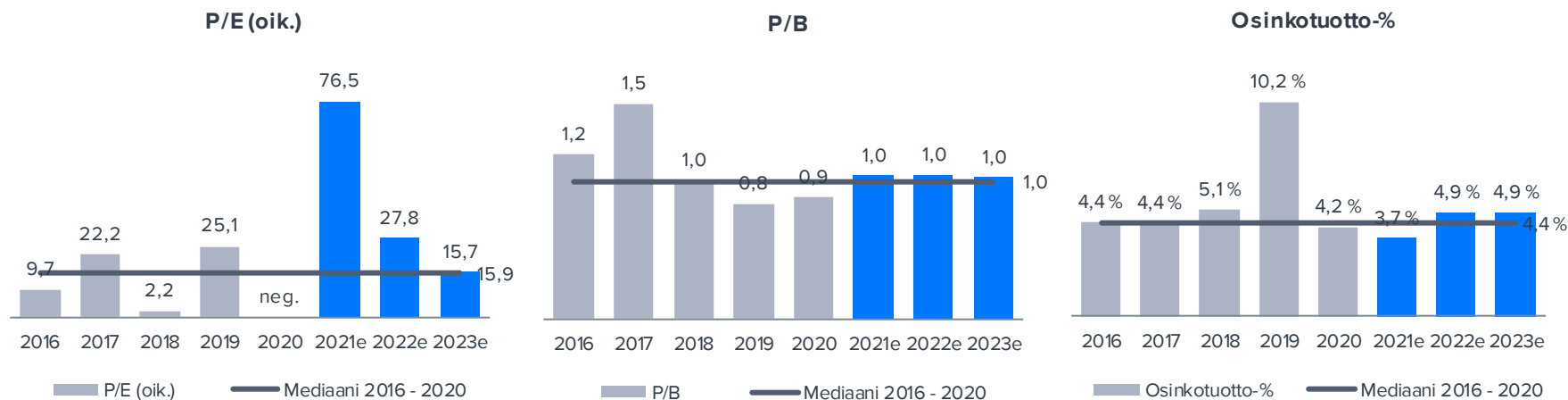


Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,90	0,91	0,99	0,79	0,71	0,82	0,82	0,82	0,82
Osakemäärä, milj. kpl	52,2	52,1	52,5	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3
Markkina-arvo	47	47	52	41	37	43	43	43	43
Yritysarvo (EV)	133	179	155	119	125	132	133	133	134
P/E (oik.)	9,7	22,2	2,2	25,1	neg.	76,5	27,8	15,7	15,5
P/E	11,3	22,2	2,2	25,1	neg.	76,5	27,8	15,7	15,5
P/B	1,2	1,5	1,0	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
P/S	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	8,2	9,2	8,6	7,9	5,9	5,9	5,5	5,0	5,0
EV/EBIT (oik.)	13,8	18,8	29,2	33,0	>100	24,3	18,3	14,0	13,1
Osinko/tulos (%)	50,2 %	97,5 %	10,9 %	255,3 %	neg.	281,4 %	136,2 %	77,2 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,4 %	5,1 %	10,2 %	4,2 %	3,7 %	4,9 %	4,9 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Huomautus: Yritysarvon (EV) laskennassa ei ole huomioitu korollisia saamisita, jotka pienentäisivät nettovelkoja noin 5 MEUR.



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	190	42,6	41,2	34,5	40,7	159	40,7	44,5	38,5	46,4	170	183	190	196
Käyttökate	15,1	3,8	5,5	5,3	6,6	21,2	4,3	6,3	5,1	6,6	22,3	24,1	26,4	27,0
Poistot ja arvonalennukset	-11,5	-4,4	-4,5	-4,2	-7,3	-20,3	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-16,9	-16,8	-16,9	-16,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,6	-0,6	1,0	1,0	-0,7	0,8	0,0	2,1	0,9	2,4	5,4	7,3	9,5	10,2
Liikevoitto	3,6	-0,6	1,0	1,0	-0,7	0,8	0,0	2,1	0,9	2,4	5,4	7,3	9,5	10,2
Nettorahoituskulut	-2,1	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-2,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,6	-2,7	-2,7	-3,3
Tulos ennen veroja	1,7	-1,0	0,4	0,3	-1,5	-1,8	-0,5	1,5	0,2	1,9	3,1	4,6	6,8	6,9
Verot	-1,3	-0,4	-0,3	-0,5	0,0	-1,2	0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,6	-0,9	-1,4	-1,4
Vähemmistöosuudet	-0,9	0,4	-0,3	0,0	-0,9	-0,9	-0,2	-0,6	-0,3	-0,7	-1,9	-2,2	-2,7	-2,7
Nettotulos	-0,5	-1,0	-0,2	-0,2	-2,5	-3,9	-0,6	0,5	-0,2	0,8	0,6	1,5	2,7	2,7
EPS (oikaistu)	0,03	-0,02	-0,01	0,00	-0,05	-0,08	-0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,03	0,05	0,05
EPS (raportoitu)	0,03	-0,02	-0,01	0,00	-0,05	-0,08	-0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,03	0,05	0,05

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,7 %	-8,7 %	-15,7 %	-23,3 %	-18,1 %	-16,4 %	-4,5 %	8,2 %	11,6 %	14,0 %	7,0 %	7,6 %	4,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-32,0 %	-421,6 %	-44,2 %	3934,6 %	-145,4 %	-77,5 %	-108,4 %	100,8 %	-19,0 %	-451,7 %	567,5 %	34,7 %	30,4 %	7,1 %
Käyttökate-%	7,9 %	8,8 %	13,5 %	15,3 %	16,2 %	13,3 %	10,5 %	14,2 %	13,2 %	14,3 %	13,1 %	13,2 %	13,9 %	13,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,9 %	-1,4 %	2,5 %	3,0 %	-1,7 %	0,5 %	0,1 %	4,7 %	2,2 %	5,2 %	3,2 %	4,0 %	5,0 %	5,2 %
Nettotulos-%	0,9 %	-2,3 %	-1,7 %	-0,6 %	-6,0 %	-2,7 %	-1,4 %	1,2 %	-0,4 %	1,6 %	0,3 %	0,8 %	1,4 %	1,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	171	170	-1 %	184	183	-1 %	192	190	-1 %
Käyttökate	22,8	22,3	-2 %	24,7	24,1	-2 %	26,9	26,4	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,9	5,4	-8 %	7,9	7,3	-8 %	10,0	9,5	-4 %
Liikevoitto	5,9	5,4	-8 %	7,9	7,3	-8 %	10,0	9,5	-4 %
Tulos ennen veroja	3,6	3,1	-14 %	5,2	4,6	-12 %	7,2	6,8	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,02	0,01	-34 %	0,04	0,03	-18 %	0,06	0,05	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,03	0,03	0 %	0,04	0,04	0 %	0,04	0,04	0 %

Lähde: Inderes

Sijoituskohteiden avainluvut ja ennusteet

Liikevaihto (MEUR)	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2019	2020	2021e	2022e
Grano	32,3	34,5	29,7	33,3	29,2	28,5	23,1	29,0	27,4	29,7	24,9	31,9	129,7	109,8	114,0	122,0
Helakeskus	1,9	2,1	2,0	2,1	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,0	8,0	7,6	7,6	7,5
Tilatukku	1,8	1,6	2,0	1,9									7,3			
Heatmasters	0,8	0,8	1,0	1,5	1,1	1,1	1,0	0,8	1,1	1,2	1,0	0,9	4,2	4,0	4,2	4,4
Hygga	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	2,0	2,3	2,6	3,0	4,7	4,3	9,9	12,0
CoreHW	1,0	1,5	1,2	1,9	2,4	2,3	1,5	1,9	2,3	2,7	1,8	2,3	5,7	8,1	9,0	10,4
Carrot Palvelut	5,3	4,6	5,6	5,4	4,3	3,4	3,6	3,1	3,0	3,5	3,5	3,2	20,8	14,4	13,2	13,9
Oscar Software	2,6	2,6	2,5	2,5	2,8	2,9	2,6	2,8	3,1	3,2	2,9	3,1	10,1	11,1	12,2	13,5
Muut / eliminoinnit	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4
Yhteensä	46,7	48,8	44,9	49,7	42,6	41,2	34,2	40,7	40,7	44,5	38,5	46,4	190,2	158,7	169,7	183,1

Liikevoitto (MEUR)	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2019	2020	2021e	2022e
Grano	-0,3	2,5	0,0	1,8	-0,4	1,2	0,7	3,2	0,3	2,0	0,8	2,4	4,1	4,7	5,5	6,9
Helakeskus	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Tilatukku	0,0	0,0	0,0	-0,2									-0,2			
Heatmasters	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3
Hygga	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,5
CoreHW	-0,3	0,2	0,1	0,3	0,5	0,2	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7
Carrot Palvelut	-0,4	-0,2	0,1	0,1	-0,4	-0,2	0,0	-3,5	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,4	-4,1	0,3	0,3
Oscar Software	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	1,2	1,0	1,1
Muut / konsernikulut	1,0	-0,7	-0,5	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-2,1	-2,8	-2,8
Yhteensä	0,3	1,8	0,1	1,5	-0,6	1,0	1,0	-0,7	0,0	2,1	0,9	2,4	3,7	0,8	5,4	7,3

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	140	148	149	151	151
Liikearvo	93,7	88,0	88,0	88,0	88,0
Aineettomat hyödykkeet	14,5	12,6	13,1	14,6	15,2
Käyttöomaisuus	14,4	32,2	32,3	32,5	32,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	8,1	5,8	5,8	5,8	5,8
Laskennalliset verosaamiset	6,0	6,2	6,2	6,2	6,2
Vaihtuvat vastaavat	53,4	63,5	66,4	71,4	74,3
Vaihto-omaisuus	7,2	6,3	6,8	7,3	7,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	29,8	22,9	25,5	27,5	28,6
Likvidit varat	16,4	34,3	34,0	36,6	38,1
Taseen loppusumma	193	212	215	222	226

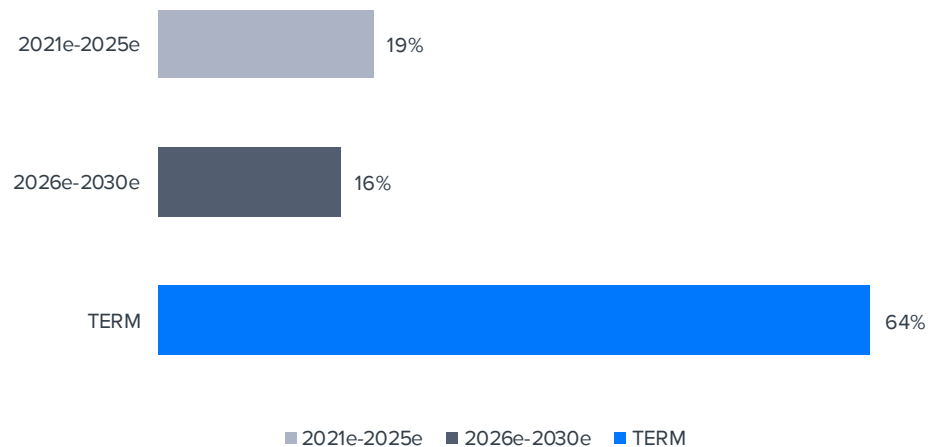
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	79,6	71,0	70,0	70,0	70,6
Osakepääoma	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kertyneet voittovarot	26,9	19,3	18,3	18,2	18,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	13,2	18,0	18,0	18,0	18,0
Vähemmistöosuus	29,2	28,2	28,2	28,2	28,2
Pitkäaikaiset velat	60,6	77,9	85,2	88,4	89,3
Laskennalliset verovelat	6,2	6,7	6,7	6,7	6,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	54,4	71,1	78,5	81,7	82,6
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	53,2	63,1	60,2	63,8	65,6
Lainat rahoituslaitoksilta	20,8	32,3	26,2	27,2	27,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	32,4	30,8	34,0	36,6	38,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	193	212	215	222	226

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	0,8	5,4	7,3	9,5	10,2	10,1	9,4	9,0	9,2	9,0	9,2	
+ Kokonaispoistot	20,3	16,9	16,8	16,9	16,8	17,3	16,8	17,3	16,7	16,6	17,0	
- Maksetut verot	-1,0	-0,6	-0,9	-1,4	-1,4	-1,3	-1,2	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	25,8	21,3	22,8	24,6	25,1	25,5	24,4	24,6	24,2	23,8	24,4	
+ 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	-28,4	-17,5	-18,5	-17,4	-18,3	-16,6	-18,0	-16,4	-16,6	-17,6	-18,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,6	3,8	4,2	7,2	6,8	8,9	6,3	8,1	7,5	6,3	6,4	
+/- Muut	19,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	17,1	3,8	4,2	7,2	6,8	8,9	6,3	8,1	7,5	6,3	6,4	153
Diskontattu vapaa kassavirta		3,6	3,8	6,1	5,4	6,6	4,4	5,3	4,7	3,6	3,5	83,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		131	127	123	117	112	105	101	95,7	91,0	87,4	83,9
Velaton arvo DCF		131										
- Korolliset velat		-103,4										
+ Rahavarat		34,3										
-Vähemmistöosuus		-22,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		43,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,82										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	45,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,3 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	199,7	190,2	159,0	170,1	183,1	EPS (raportoitu)	0,46	0,03	-0,08	0,01	0,03
Käyttökate	17,9	15,1	21,2	22,3	24,1	EPS (oikaistu)	0,46	0,03	-0,08	0,01	0,03
Liikevoitto	5,3	3,6	0,8	5,4	7,3	Operat. kassavirta / osake	0,40	0,34	0,49	0,41	0,43
Voitto ennen veroja	2,7	1,7	-1,8	3,1	4,6	Vapaa kassavirta / osake	0,29	0,29	0,33	0,07	0,08
Nettovoitto	24,1	1,6	-4,4	0,6	1,5	Omapääoma / osake	1,01	0,96	0,82	0,80	0,80
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,05	0,08	0,03	0,03	0,04

Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	208,7	193,4	212,0	215,4	222,2	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	-5 %	-16 %	7 %	8 %
Oma pääoma	84,2	79,6	71,0	70,0	70,0	Käyttökateen kasvu-%	-8 %	-16 %	40 %	5 %	8 %
Liikearvo	94,8	93,7	88,0	88,0	88,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-44 %	-32 %	-77 %	567 %	35 %
Nettovelat	63,2	58,8	69,2	70,7	72,3	EPS oik. kasvu-%	1017 %	-93 %	-365 %	-113 %	175 %

Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	2018	2019	2020	2021e	2022e
Käyttökate	17,9	15,1	21,2	22,3	24,1	Oik. Liikevoitto-%	2,7 %	1,9 %	0,5 %	3,2 %	4,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	3,3	6,1	0,2	0,1	Liikevoitto-%	2,7 %	1,9 %	0,5 %	3,2 %	4,0 %
Operatiivinen kassavirta	20,9	17,7	25,8	21,3	22,8	ROE-%	57,5 %	3,2 %	-9,3 %	1,3 %	3,7 %
Investoinnit	-11,9	-4,7	-28,4	-17,5	-18,5	ROI-%	3,5 %	2,6 %	0,7 %	3,2 %	4,1 %
Vapaa kassavirta	15,5	15,2	17,1	3,8	4,2	Omavaraisuusaste	40,3 %	41,1 %	33,5 %	32,5 %	31,5 %
						Nettovelkaantumisaste	75,0 %	73,9 %	97,4 %	100,9 %	103,3 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Treindex Oy	11,2 %
Oy Koskenkorva Ab	10,4 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	8,1 %
Keskinäinen Vakuutusyhtiö Fennia	6,6 %
Koskenkorva Mikko Matias	3,8 %
Malo Hanna Maria	3,2 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	8,6	7,9	5,9	5,9	5,5
EV/EBIT (oik.)	29,2	33,0	>100	24,3	18,3
P/E (oik.)	2,2	25,1	neg.	76,5	27,8
P/B	1,0	0,8	0,9	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	5,1 %	10,2 %	4,2 %	3,7 %	4,9 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
16.12.2019	Vähennä	0,78 €	0,82 €
27.1.2020	Myy	0,80 €	0,99 €
12.3.2020	Vähennä	0,72 €	0,74 €
30.3.2020	Vähennä	0,56 €	0,59 €
5.6.2020	Vähennä	0,68 €	0,70 €
4.9.2020	Lisää	0,75 €	0,70 €
14.12.2020	Vähennä	0,80 €	0,78 €
1.2.2021	Vähennä	0,80 €	0,82 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**