

# Partnera

## Seurannan aloitus

12.12.2021 19:15



**Aapeli Pursimo**  
+358 40 719 6067  
aapeli.pursimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Rakennusvaihde silmässä

Viimeisten vuosien aikana Partnera on aloittanut rakentamaan kestäväää kehitystä edistäväää liiketoimintakonsernia yritysjärjestelyvetoisesti. Arvioimme kestävään kehityksen trendien tukevan nykyisten Partneran operatiivisten tytäryhtiöiden kasvua lähivuosina. Lisäksi odotamme yhtiön allokoivan strategian ulkopuolisia pääomiaan uusiin strategiisiin kohteisiin keskipitkällä aikavälillä, millä tulokasvua on mahdollisuus kiihdyttää entisestään. Tähän suotuisaan näkymään peilaten pidämme osakkeen tuotto-odotusta hyvänä. Siten aloitamme Partneran seurannan lisää-suosituksella ja 2,40 euron tavoitehinnalla.

## Rakennusvaiheessa oleva liiketoimintakonserni

Partnera on vielä rakennusvaiheessa oleva liiketoimintakonserni, jonka tarkoituksena on omistaa ja kehittää pitkäjänteisesti kestäväää kehitystä edistäviä yrityksiä murrosta läpikäyvillä toimialoilla, kuten esimerkiksi energia-alalla sekä kiertotaloudessa. Yhtiöllä on tällä hetkellä kolme strategista omistusta: 1) lasinkierätyks- ja vaahtolasinvalmistaja Foamit Group, 2) puhtaan energiantuotannon ratkaisujen toimittaja KPA Unicon sekä 3) osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto Nordic Option. Mielestämme näistä omistuksista etenkin Foamit Group ja KPA Unicon sopivat yhtiön strategiaan erinomaisesti. Lisäksi yhtiöllä on vielä toistaiseksi sitoutuneena merkittäviä pääomia strategian ulkopuolisiin sijoituksiin, joista merkittävin on sijoitus finanssikonserni Findaan. Partnera on tehnyt viime vuosina useita yritysjärjestelyjä strategiansa toteuttamiseksi ja uskomme sen myös jatkavan aktiivista rooliaan järjestelyiden parissa keskipitkällä aikavälillä, minkä myös sen suhteellisen vahva taseasema mahdollistaa.

## Lähivuosina tuloskasvu on voimakasta epäorgaanisen kasvun tukemana

Partneran tämän ja ensi vuoden kasvunäkymät ovat hyvät epäorgaanisen kasvun siivittämänä ja odotamme yhtiön liikevaihdon lähes nelinkertaistuvan vuodesta 2020 vuoteen 2022 mennessä. Nykyisillä strategisilla omistuksilla on mielestämme hyvät kysyntänäkymät myös pidemmällä aikavälillä ja odotamme niiden orgaanisten kasvujen ylittävän yleisen BKT:n kasvun keskipitkällä ja pidemmällä aikavälillä. Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön marginaalien laskevan liikevaihdon kasvun myötä (vrt. 2020 oik. EBIT-%: 18,3 % vs. 2021e-2023e oik. EBIT-%: 8,8-10,6 %). Odotamme absoluuttisen tuloskasvun kuitenkin saattelevan osakekohtaisen tuloksen koville kasvuvoimille lähivuosina (2020-2023e oik. EPS CAGR: ~25-30 %). Voimakkaasta tuloskasvusta huolimatta odotamme yhtiön jäävän lähivuosina hieman sen oman pääoman tuoton tavoitetasosta (yhtiön taloudellinen tavoite ROE-% yli 10 % vs. 2021e-2023e ROE-%: 5,5-8,6 %).

## Osakkeen tuotto-odotus on mielestämme hyvällä tasolla

Olemme määrittäneet Partneran arvoa usealla arvonmäärittämismenetelmällä ja mielestämme näiden kokonaiskuvaa peilaten yhtiön tämän hetkinen riski/tuotto-suhde on hyvällä tasolla. Suurimman painoarvon arvonmäärittäyksessä annamme mielestämme erityyppiset omaisuuserät parhaiten huomioivalle osien summa -laskelmallemme, mikä indikoi tavoitehintoamme mukaista 2,40 euron osakekohtaista arvoa. Tästä arvosta suurin osa muodostuu operatiivisista tytäryhtiöistä sekä sijoituksesta Findaan. Olemme haarukoineet yhtiön käypää arvoa myös muun muassa osakkeen kokonaistuotto-odotuksen kautta. Näkemyksemme mukaan lähivuosien tuloskasvu sekä lähes 5 %:n vuotuinen osinkotuotto nostavat kokonaistuotto-odotuksen houkuttelevalle tasolle.

## Suositus

**Lisää**

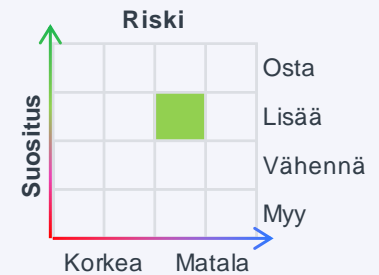
(aik. -)

**2,40 EUR**

(aik. -)

**Osakekurssi:**

2,08



## Avainluvut

|                    | 2020   | 2021e | 2022e  | 2023e  |
|--------------------|--------|-------|--------|--------|
| <b>Liikevaihto</b> | 31,1   | 81,7  | 115,6  | 119,9  |
| <b>kasvu-%</b>     | 36 %   | 163 % | 41 %   | 4 %    |
| <b>EBIT oik.</b>   | 5,7    | 7,2   | 11,7   | 12,7   |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 18,3 % | 8,8 % | 10,1 % | 10,6 % |
| <b>Nettotulos</b>  | 6,0    | 4,0   | 6,1    | 6,6    |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 0,12   | 0,17  | 0,25   | 0,26   |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 15,6  | 12,5  | 8,4   | 8,0   |
| <b>P/B</b>            | 0,9   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 5,8 % | 4,8 % | 4,8 % | 4,8 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 9,6   | 13,6  | 7,8   | 6,7   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 5,1   | 9,3   | 5,8   | 5,1   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 1,8   | 1,2   | 0,8   | 0,7   |

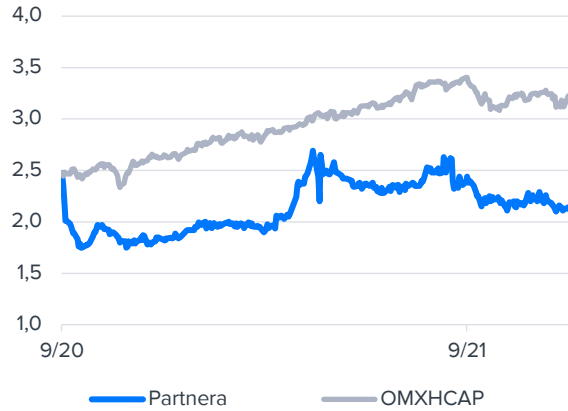
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

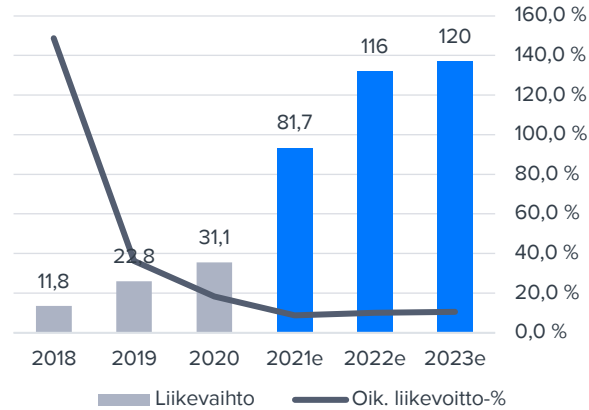
Yhtiö arvioi vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan huomattavasti edellisvuodesta (31,1 MEUR) ja operatiivisen vertailukelpoisen liikevoiton paranevan edellisvuodesta (4,9 MEUR).

## Osakekurssi



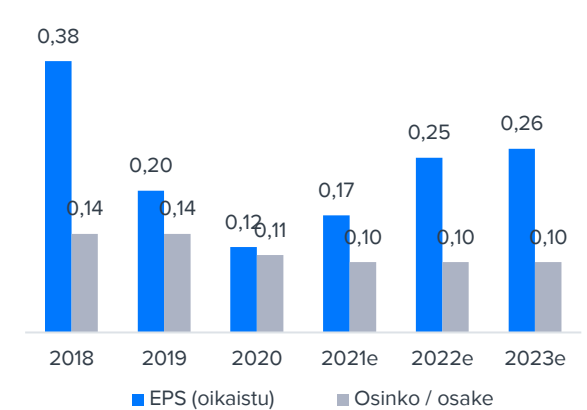
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Varallisuuden keskittäminen strategiaan omistuskohteisiin
- Nykyisten strategisten omistusten tuloskasvu
- Operatiivisilla tytäryhtiöillä hyvät kysyntäajurit
- Yritysosotot



## Riskitekijät

- Epäonnistuminen strategian toteutuksessa
- Yleinen talouskehitys
- Keskittynyt omistajuus
- Strategian ulkopuolisten sijoituskohteiden heikko likviditeetti kohottaa riskiä niiden pitoajan venymiseen ja epäsuotuisaan kauppahintaan
- Pääomamarkkinoiden kehitys

| Arvostustaso          | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 2,08   | 2,08   | 2,08   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 36,2   | 36,2   | 36,2   |
| Markkina-arvo         | 75     | 75     | 75     |
| Yritysarvo (EV)       | 97     | 91     | 85     |
| P/E (oik.)            | 12,5   | 8,4    | 8,0    |
| P/E                   | 19,0   | 12,3   | 11,5   |
| P/Kassavirta          | neg.   | 7,2    | 6,9    |
| P/B                   | 1,0    | 1,0    | 1,0    |
| P/S                   | 0,9    | 0,7    | 0,6    |
| EV/Liikevaihto        | 1,2    | 0,8    | 0,7    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 9,3    | 5,8    | 5,1    |
| EV/EBIT (oik.)        | 13,6   | 7,8    | 6,7    |
| Osinko/tulos (%)      | 91,2 % | 59,3 % | 55,1 % |
| Osinkotuotto-%        | 4,8 %  | 4,8 %  | 4,8 %  |

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|   |              |
|---|--------------|
| Partnera                                | <b>5-10</b>  |
| Foamit Group                            | <b>11-16</b> |
| KPA Unicon                              | <b>17-21</b> |
| Nordic Option                           | <b>22-23</b> |
| Muut sijoitukset                        | <b>24</b>    |
| Taloudellinen tilanne                   | <b>25</b>    |
| Ennusteiden yhteenveto                  | <b>26-28</b> |
| Sijoitusprofiili                        | <b>29</b>    |
| Arvonmääritys                           | <b>30-32</b> |
| Taulukot                                | <b>33-37</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>38</b>    |

# Partnera lyhyesti

Partnera on liiketoimintakonserni, joka toimii kestävää kehitystä edistävillä toimialoilla tytäryhtiöidensä Foamit Groupin ja KPA Uniconin kautta. Yhtiö on omistajana myös osakkuusyritys Nordic Optionissa. Lisäksi yhtiöllä on merkittävää sijoitusomaisuutta.

## 1882

Yhtiö saa alkunsa

## 2020

Listautuminen First North -markkinapaikalle

## 31,1 MEUR

Liikevaihto 2020

## 4,9 MEUR

Operatiivinen vertailukelpoinen liikevoitto 2020

## 4

Emoyhtiön henkilöstömäärä

## 276

Konsernin henkilöstömäärä H1'21:n lopussa

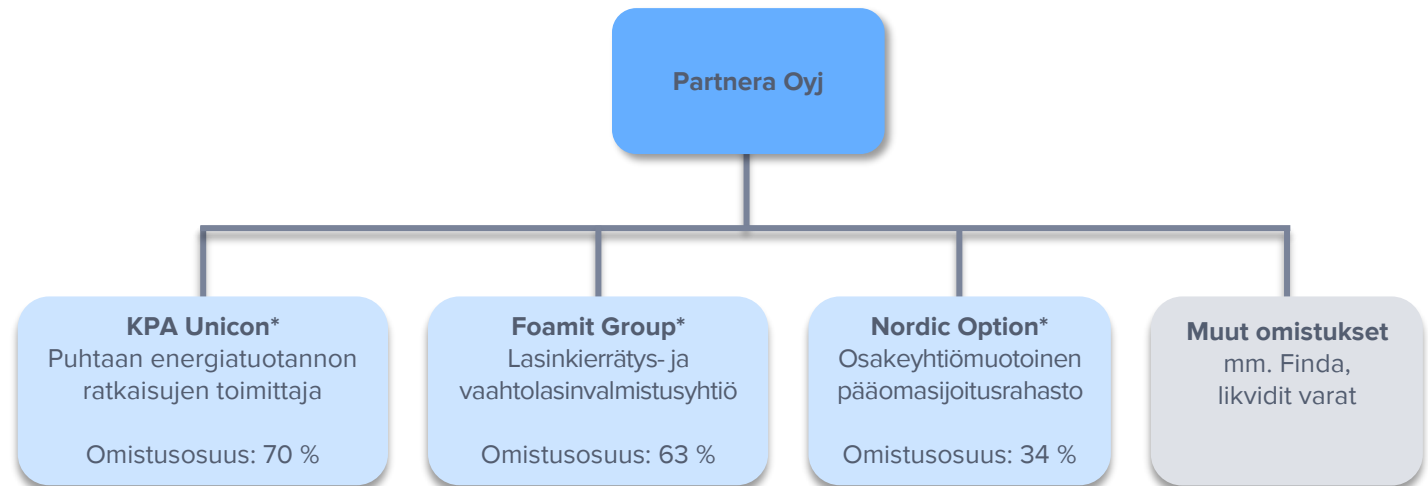
### -2017

- Vuonna 2013 historiallisesta puhelinliiketoiminnasta luovutaan DNA:n osakkeiden myynnin yhteydessä, jonka myötä yhtiölle kertyy merkittävää sijoitusvarallisuutta
- Vuonna 2014 hankitaan osuus Nordic Optionista
- Partnera-nimi otetaan käyttöön 2015
- Yhtiö ottaa käyttöön nykyisen strategiansa, jossa keskiössä on omistaa ja kehittää kestävää kehitystä edistäviä yrityksiä

### 2018-2021

- Strategian mukaista liiketoimintakonsernia rakennetaan yritysostovetoisesti
- Nykyrakenteeseen kuulumattomista omistuksista luovutaan osittain
- Yritysostojen myötä operatiivisen liiketoiminnan painoarvo nousee merkittävästi
- Tekninen listautuminen First North -markkinapaikalle

### Konsernirakenne yksinkertaistetusti



\* Strateginen omistus

# Partnera 1/4

## Rakennusvaiheessa oleva liiketoimintakonserni

Partnera on oululainen rakennusvaiheessa oleva liiketoimintakonserni. Sen juuret ulottuvat aina vuoteen 1882 Oulun kantakaupungin puhelinlinjojen avaamiseen ja myöhemmin Oulun Puhelimeen. Vuonna 2013 yhtiön historia puhelinliiketoiminnassa päättyi, kun Partnera (tällöin Oulu ICT) myi DNA:n osakkeet, jotka se oli saanut teleliiketoiminnan sulautuessa DNA:han vuonna 2007. Nykyisen strategiansa yhtiö otti käyttöön 2017, minkä jälkeen se on rakentanut liiketoimintakonserniaan pala kerrallaan yritysjärjestelyvetoisesti. Historiallisen puhelinliiketoiminnan myötä Partneralla on varsin laaja omistajuus ja marraskuun lopussa, sillä oli vajaat 26 000 osakkeenomistajaa. Selvästi suurimpana omistajana on reilun 47 %:n omistusosuudella Oulun kaupunki, joka käsityksemme mukaan ei osallistu yhtiön operatiiviseen toimintaan kuin nimitysvaliokunnan kautta.

Nykyiset Partneran strategiset omistukset ovat Foamit Group (aik. Partnera Glass Recycling), KPA Unicon sekä Nordic Option, joita käsitellään tarkemmin yhtiökohtaisissa kappaleissa. Lisäksi yhtiöllä on vielä toistaiseksi muita sijoituksia, joista merkittävin on omistus sijoituskonserni Findasta.

## Missio, visio ja arvot

Partneran missiona on olla aktiivinen omistaja, joka pyrkii omistaja-arvon ja tuoton luomisen lisäksi tukemaan kestävästä kehitystä ja tuomaan positiivista vaikutusta ympäröivään yhteiskuntaan. Aktiivinen omistajuus tarkoittaa Partneralle sitä, että se ei ole ainoastaan mukana strategisten

omistusten hallitustyöskentelyssä, vaan tämän lisäksi se luo vähimmäistoimintatavat konserniyhtiöilleen. Puolestaan tämän viitekehyksen sisällä operatiivisilla yhtiöillä on merkittäviä vapauksia toimia. Lisäksi Partnera voi rahoittaa operatiivisten yhtiöiden investointeja ja muutoinkin sen tarkoituksena on katsoa asioita pitkäjänteisesti ja liiketoiminnan tarpeiden mukaan.

Visiona yhtiöllä puolestaan on olla kumppani ja vaikuttavuussijoittaja, joka luo omistuksillaan vastuullisempaa yhteiskuntaa kestävästä kehityksestä edistävillä toimialoilla. Arvoina Partneralla on arvontuotto, vastuullisuus, kumppanuus ja rohkeus.

## Strategia

Partneran liiketoiminnan ensisijainen tavoite on luoda tuottoa itselleen sekä osakkeenomistajille omistamiensa yritysten kautta. Lisäksi sen tavoitteena on kestävä kehitys edistäminen sekä liiketoiminnan yhteiskunnallinen vaikuttavuus. Tämän saavuttamiseksi yhtiön strategiana on omistaa kestävästä kehityksestä edistäviä yrityksiä murrosta läpikäyvillä toimialoilla, kuten esimerkiksi energia-alalla, kiertotaloudessa, palveluissa ja logistiikassa sekä infrastruktuuripalveluissa. Näiden lisäksi sen omistamalla yhtiöillä täytyy olla tahto ja edellytykset kasvaa sekä tukea kestävästä kehityksestä tavoitteita.

Liiketoiminnan ytimen muodostavat kestävästä kehityksestä edistäviä tuotteita ja palveluita tuottavat yritykset. Partneran tarkoitus on olla omistamiensa yhtiöiden kumppani niiden elinkaaren eri vaiheissa. Lähtökohtaisesti Partnera tavoittelee yhtiöissä

## Partneran strategiset omistukset

### Foamit Group



Lasinkierrätys- ja vaahtolasinvalmistusyhtiö  
Liikevaihto (2020): 30,9 MEUR  
Käyttökate-% (2020): 22,5 %  
Omistusosuus: 63 %

### KPA Unicon



Puhtaan energiatuotannon ratkaisujen toimittaja  
Liikevaihto (2020): 69,4 MEUR  
Oik. käyttökate-% (2020): 7,8 %  
Omistusosuus 70 %

### Nordic Option



Osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto  
13 kohdeyhtiötä Pohjois-Suomen alueella  
Omistusosuus: 34 %

## Partneran suurimmat omistajat 30.11.2021

| Suurimmat omistajat                | %-osakkeista |
|------------------------------------|--------------|
| Oulun kaupunki                     | 47,1 %       |
| Arvo Invest Nordic Oy              | 10,2 %       |
| Partnera Oyj                       | 3,3 %        |
| Janne Pakarinen                    | 1,1 %        |
| Japak Oy                           | 1,1 %        |
| Oulun Kultta Oy                    | 0,7 %        |
| Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunta | 0,6 %        |
| Mininvest Oy                       | 0,5 %        |
| Osuuskauppa Arina                  | 0,5 %        |
| Haloan Oy                          | 0,5 %        |

# Partnera 2/4

määräysvallan ylittävää enemmistöomistajuutta. Maantieteellisesti yhtiö on määritellyt toiminta-alueeksi koko Suomen alueen sekä ulkomaat.

Nykyisessä liiketoimintakonsernin rakennusvaiheessa Partnera toimii myös vaikuttavuussijoittajana, jolla se pyrkii vastamaan strategiaan tavoitteisiinsa sekä tukemaan kestävän kehityksen tavoitteita. Vaikuttavuussijoittamiselle ei ole olemassa yleistä standardia, mutta yhtenä sen tunnusmerkkinä pidetään sijoittajan sitoutumista kestävän kehityksen tukemiseen. Partneralle kestävä kehitys tarkoittaa sosiaalisten, ekologisten ja taloudellisten näkökumien huomioimista päätöksenteossa.

## Strategisten kohteiden hankintaprosessi

Osana strategian toteuttamista ja liiketoimintakonsernin kehittämistä Partnera analysoi vuosittain kymmeniä yritysostokohteita kestävän kehityksen ja kiertotalouden, energia-alan, infrarakentamisen palveluiden ja logistiikan toimialoilta. Kohteiden hankinnan yhteydessä Partnera kilpailee muiden buyout-markkinoilla toimivien osapuolten sekä teollisten sijoittajien kanssa samoista yritysostokohteista. Suomalaisiin yrityksiin on vuosina 2011-2020 Pääomasijoittajat ry:n mukaan sijoitettu keskimäärin reilut 800 MEUR vuodessa kotimaisten ja ulkomaisten buyout-sijoittajien toimesta. Sijoitusten lukumäärä on puolestaan ollut vuodessa keskimäärin 78 kappaletta. Partneran mukaan sen kanssa täysin samoilla periaatteilla toimivia yhtiöitä Suomessa ei kuitenkaan tällä hetkellä ole, mutta erot sijoittajien välillä ovat mielestämme kuitenkin pienehköjä. Yhtiön johdon mukaan etenkin Partneran liiketoimintakonsernimainen rakenne erottaa sen

verrattuna perinteiseen rahastuotoiseen vaikuttavuussijoittamiseen.

Yhtiöllä on käytössä yksityiskohtainen viisivaiheinen prosessi, jonka perusteella potentiaalisia yritysostokohteita analysoidaan ja päätöksiä tehdään. Sama prosessi koskee myös tytäryhtiöiden hankkiessa kohteita (mm. Foamit Groupin yrityskaupoissa). Hankintaprosessissa Partneran toimivalla johdolla ja hallituksella on merkittävä rooli. Yhtiön hallitus osallistuu prosessin useaan vaiheeseen ja tekee lopullisen hankintapäätöksen. Lisäksi osana prosessia Partnera käyttää useita eri alojen asiantuntijoita neuvonantajina. Näillä toimenpiteillä yhtiö pyrkii alentamaan prosessiin liittyviä riskejä sekä varmistamaan riittävien tietojen saannin.

Vaikka Partnera tavoittelee strategisten omistusten kohdalla enemmistöomistusta, mukana voi olla myös vähemmistöomistajia. Partnera näkee muut vähemmistösijoittajat strategisina kumppaneina (esim. yhtiöiden perustajajäsenet). Arviomme mukaan yhtiön tavoitteena ei ainakaan tällä hetkellä ole lunastaa nykyisiä tai mahdollisesti myöhemmin syntyviä vähemmistöosuusyksiköitä itselleen.

Yksittäiset yritysostot rahoitetaan tyypillisesti Partneran oman pääoman ehtoisella rahoituksella ja vieraalla pääomalla. Näiden suhde voi vaihdella merkittävästi vieraan pääoman osuuden ollessa kuitenkin merkittävä. Tyypillisesti tämä tapahtuu siten, että emoyhtiö perustaa tarvittaessa yksittäistä yritysostoa varten uuden yhtiön, johon se tekee oman pääoman ehtoisen sijoituksen ja jolle se antaa osakaslainaa. Loput uuden yhtiön



## Strategisten omistusten hankintaprosessi, jota yhtiö toteuttaa kumppaneiden kanssa

1. Potentiaalisten yritysostokohteiden seulonta mm. verkostoitumisen, aktiivisen etsinnän, yhteydenottojen ja toimiala-analyyysien kautta
2. Mahdollisesta strategisesta omistuksesta tehdään kattava analyysi, joka esitellään Partneran hallitukselle, jonka päätöksen perusteella edetään seuraavaan vaiheeseen
3. Neuvottelut mm. kohdeyhtiön strategiasta, järjestelyn rakenteesta sekä rahoituksesta, joiden perusteella hallitus antaa luvan aiesopimuksen allekirjoittamiselle
4. Kohteeseen suoritetaan due diligence -tarkastus sekä mahdollisesti muita toimialakohtaisia tarkastuksia
5. Due diligence -tarkastuksen havaintojen perusteella hallitus tekee neuvonantajien avustuksella lopullisen investointipäätöksen

# Partnera 3/4

yhtysostoa varten tarvittavasta pääomasta haetaan pankkilainan muodossa. Emoyhtiö ei anna vakuutta tai takausta uuden yhtiön tai ostettavan yrityksen velkojen vakuudeksi ilman erityistä syytä.

## Taloudelliset tavoitteet

Yhtiö on asettanut seuraavat keskipitkän - pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet:

- Oman pääoman tuotto yli 10 %
- Vakaa voitonjako osakkeenomistajille (osingonjaon lähtökohtana on kuitenkin 50 % konsernin vuosituloksesta ottaen huomioon yhtiön strategiset tavoitteet ja taloudellinen asema)
- Pääosa sijoitettavista varoista on keskittyneenä strategisiin omistuksiin

## Strategian ja taloudellisten tavoitteiden arviointi

Suhtaudumme Partneran nykyiseen strategiaan varovaisen optimistisesti ja arviomme mukaan yhtiöllä on tarkoituksena nimenomaan kehittyä kestävä kehityksen ympärille rakentuvaksi liiketoimintakonserniksi. Tämä tarkoittaa käsityksemme mukaan sitä, että se omistaa strategisia sijoituksiaan pitkäjänteisesti täältä ikuisuuteen ilman valmiita irtaantumissuunnitelmia (vrt. sijoitusyhtiö).

Mielestämme valinnat koskien strategisten omistusten toimialoja ovat järkeviä, sillä murroksessa olevat toimialat tarjoavat kasvavissa määrin mahdollisuuksia vastuullisille ja kestävä kehityksen mukaisille ratkaisuille. Arviomme mukaan kestävä kehityksen huomioimisen

merkitys liiketoiminnassa tuleekin vain kasvamaan tulevaisuudessa etenkin Pohjoismaiden ja EU:n kunnianhimoisten ympäristötavoitteiden johdosta.

Mielestämme yhtiön tavoite enemmistöomistajuudesta strategisissa omistuksissa on lähes välttämätön, sillä se tarjoaa yhtiölle kuskin paikan yhtiöiden strategioiden suunnittelussa ja toteutuksessa. Mielestämme yhtiön tulisi kuitenkin lähtökohtaisesti tavoitella lähemmäs 100 %:n omistusta strategisissa sijoituksissa pidemmällä aikavälillä, sillä muuten merkittävä osuus voitoista valuu Partneran osakkeenomistajien sijaan vähemmistöomistajille. Toisaalta tämä voi kuitenkin helpottaa kauppaneuvotteluja ja sitouttaa nykyistä johtoa, kun yhtiön omistajat pääsevät jatkamaan omistajina myös tulevaisuudessa. Tämä myös erottaa sen monista kilpailijoista. Lisäksi tämä rajaa Partneran riskejä mahdollisissa epätoivoituissa tilanteissa.

Näkemyksemme mukaan tämän hetken strategisista sijoituksista Foamit Group ja KPA Unicon sopivat yhtiön strategiaan erinomaisesti. Sen sijaan Nordic Optionin sopivuutta nykyiseen strategiaan voi hieman kyseenalaistaa, vaikka kyseessä onkin mielestämme sinänsä mielenkiintoinen yhtiö. Tämä johtuu siitä, että Partneralla ei ole yhtiössä enemmistöosuutta, yhtiö ei suoraan linkity kestäväan kehitykseen (osa sen salkkuyhtiöistä kylläkin) ja Nordic Option on fokusoinut sijoittamaan Pohjois-Suomen kasvuvaiheen yrityksiin, kun Partneran toiminta-alueeksi on määritelty koko Suomi ja ulkomaat.

## Historiallinen ROE-% ja tavoitetaso



## Voitonjakohistoria





# Partnera 4/4

Toisaalta Nordic Option mahdollistaa Partneralle sijoittamisen pienempiin kohteisiin, jotka yksinään ovat vielä Partneralle liian pieniä. Käsitksemme mukaan taka-ajatuksena on myös mahdollistaa Nordic Optionin portfolioyhtiöiden ja Partneran välinen yhteistyö yhtiöiden myöhemmissä kehitysvaiheissa. Pidämme tätä yhtiöiden välistä strategiaa mielenkiintoisena, mutta ennen kuin yhteistyöstä on jotain todisteita, suhtaudumme tähän lähinnä epätodennäköisenä optiona.

Taloudellisten tavoitteiden osalta mielestämme varsinkin nykyrakenteella, missä yhtiön varallisuutta on vielä huomattavasti sitoutuneena ei-strategisiin sijoituskohteisiin, on oman pääoman tuotto paras tapa seurata ja arvioida Partneran kehitystä. Viimeisen viiden vuoden aikana Partnera on ylittänyt tämän tavoitteen kolmesti. Vahvan oman pääoman tuoton taustalla näinä vuosina oli etenkin irtaantumiset Hoivatilat-omistuksista sekä kiinteistömyynnit. Vuonna 2020, jolloin operatiivisen liiketoiminnan suhteellinen merkitys kasvoi tuloksen muodostumiselle, yhtiö jäi lievästi tavoitteestaan. Emme kuitenkaan liiketoimintakonsernin rakennusvaiheessa suosittelle kiinnittämään liikaa huomiota yksittäisen vuoden lukuihin.

Mielestämme Partneran operatiivisilla tytäryhtiöllä on edellytyksiä tehdä hyvää kassavirtaa, minkä pitäisi pidemmällä aikavälillä mahdollistaa vakaa voitonjako. Emme kuitenkaan yllättyisi, jos rakennusvaiheessa yhtiö käyttäisi tasettaan pitääkseen osingonmaksun vakaana (ts. osingonjako-% yli 50 % vuosituloksesta).

Yhtiö on viestittänyt, että arvopaperikaupan suhteellinen taloudellinen merkitys tulee

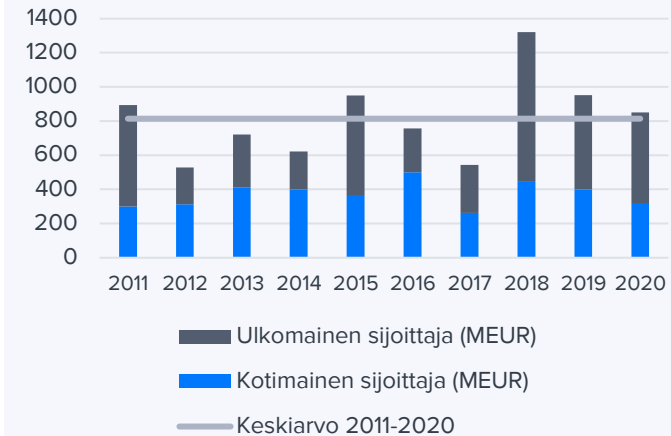
laskemaan liiketoimintakonsernin rakentumisen yhteydessä. Arviomme mukaan yhtiön tavoite varojen keskittämisestä strategiaan omistuksiin on luonnollinen osa sen strategiaa. Tämän myötä pidämme todennäköisenä, että Partnera tulee luopumaan tulevaisuudessa sen tämän hetkisistä muista sijoituksista, kuten Findasta sekä arvopaperikaupasta ja keskittämään varat strategiaan kohteisiin. Irttaantumisten aikataulua on kuitenkin vielä vaikea arvioida ja lähtökohtaisesti emme usko ainakaan täysimääräisten irtaantumisten tapahtuvan lyhyellä aikavälillä.

## Odotamme yritysjärjestelyjen jatkuvan

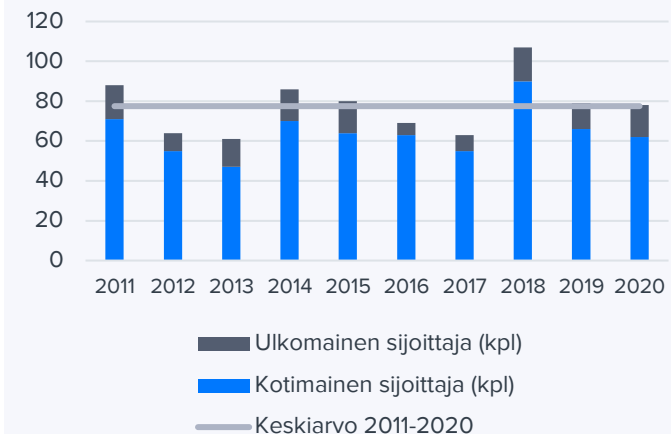
Käsittääksemme Partena aktiivisesti tutkii mahdollisia yritysostokohteita ja se saa myös paljon yhteydenottoja mahdollisista sijoituskohteista. Oletammekin yhtiön jatkavan liiketoimintakonsernin rakentamista yritysostovetoisesti, kuten tähänkin asti. Yhtiö ei ole indikoinut mahdollisesta velkaantumistavoitteistaan, mutta arviomme mukaan yhtiöllä on mahdollisuus hyödyntää velkarahoitusta mahdollisten hankintojen yhteydessä lyhyelläkin aikavälillä. Lisäksi yhtiöllä on vapautettavissa merkittäviä pääomia taseestaan (epäliikvidejä sijoituksia) strategisten kohteiden hankintaan pidemmällä aikavälillä.

Uskomme tällä hetkellä, että Partneran on tarkoitus laajentaa liiketoimintakonserniaan tulevaisuudessa vielä uusille kestävä kehityksen ympärille rakentuville toimialoille. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että alkuvaiheessa yhtiö keskittyy nykyisten yhtiöiden toiminnan kasvattamiseen yritysostoin, kuten Foamit Groupin kohdalla olemme nähneet (3 yritysostoa 2018-21).

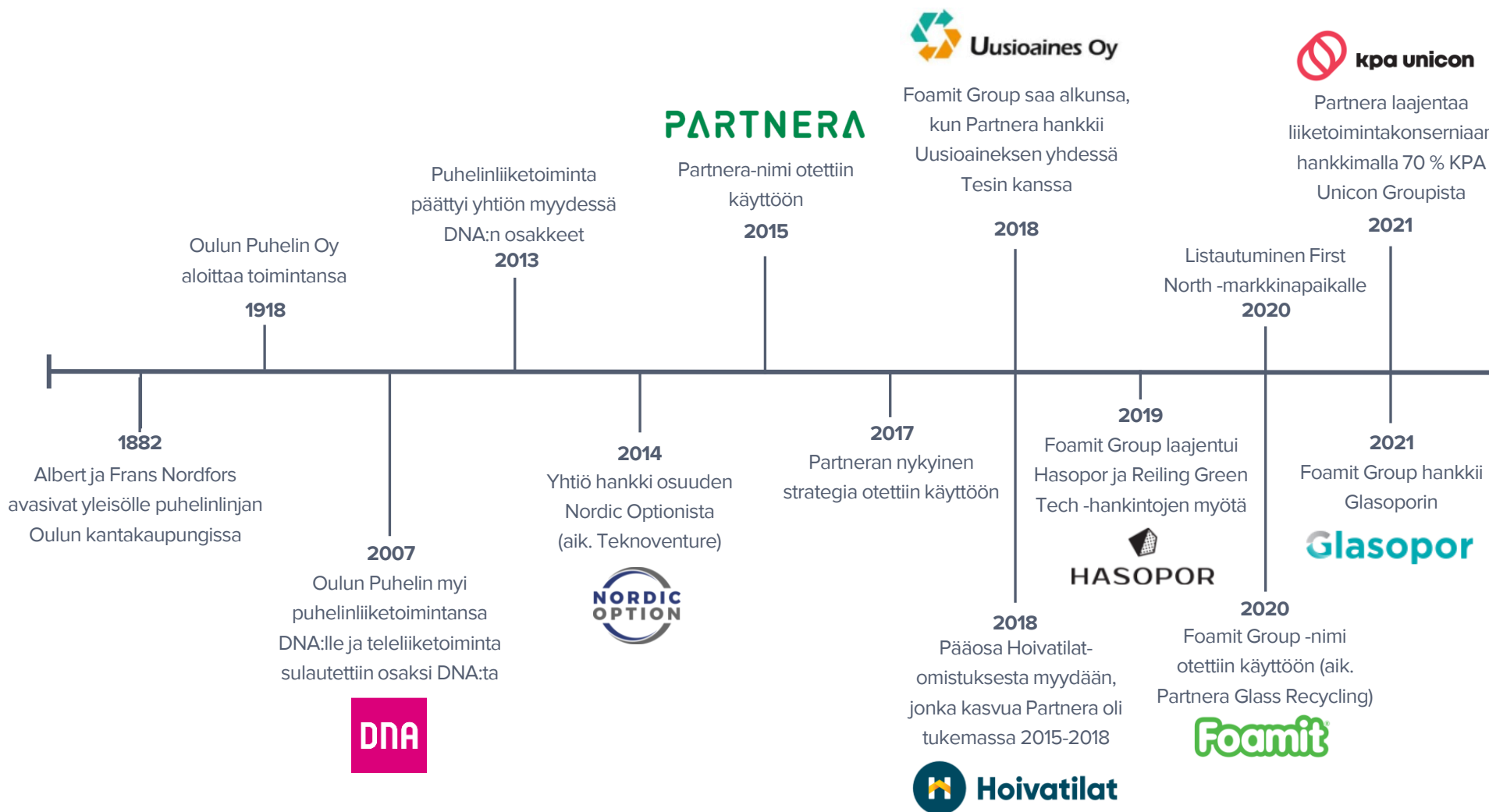
Buyout-sijoitukset suomalaisiin yrityksiin 2011-2020 (MEUR)



Buyout-sijoitukset suomalaisiin yrityksiin 2011-2020 (kpl)



# Partneran historia



# Foamit Group 1/5

## Lasinkierrätys- ja vaahtolasinvalmistusyhtiö

Foamit Group on lasinkierrätys- ja vaahtolasinvalmistusyhtiö. Foamit Groupin muodostavat sen 100 %:sti omistamat operatiiviset tytäryhtiöt Uusioaines, Hasopor sekä Glasopor, jonka yhtiö hankki syyskuussa 2021. Tämän lisäksi konserniin kuuluu osakkuusyhtiö Reiling Green Tech (omistusosuus n. 24 %), jolla ei ole tällä hetkellä operatiivista toimintaa. Foamit Group operatiivisine tytäryhtiöineen toimii Partneran asettamien raamien sisällä varsin itsenäisesti. Partnera omistaa yhtiöstä 63 % ja toisena merkittävänä yhtiössä on Tesi 32 %:n osuudella.

Syyskuussa 2021 tiedotetun Glasopor-yrityskaupan sisältämä pro forma -liikevaihto (Inderesin laskema) vuonna 2020 olisi ollut 42,4 MEUR (raportoitu liikevaihto 2020: 30,9 MEUR). Pro forma -käyttökate yhtiö teki puolestaan laskelmamme mukaan 8,2 MEUR, mikä vastaa 19,2 %:n marginaalia (raportoitu käyttökate-% 2020: 22,5 %). Arviomme mukaan kaupan myötä Foamit Groupin liikevaihdosta yli 85 % muodostuu vaahtolasiliiketoiminnasta, joka on kasvavaa liiketoimintaa. Tämä tekee Foamit Groupista myös yhden Euroopan johtavista vaahtolasivalmistajista. Yhtiön päämarkkinat ovat tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa ja arviomme mukaan yhtiön tämänhetkisestä liikevaihdosta noin 40 % tulee Suomesta ja loput muista Pohjoismaista. Vajaat 15 % liikevaihdosta tuova lasiliiketoiminta (lasinpuhdistus) on sen sijaan hyvin vakaata liiketoimintaa ja se muodostuu kokonaan Suomesta.

Foamit Groupin vaahtolasiliiketoiminnan liikevaihdosta suurin osa syntyy erilaisista

projektitoimituksista infrarakentamisen toimijoille, kuten rakennusliikkeille tai muille rakennusalan toimijoille. Tämän lisäksi yhtiöllä on pienissä määrin vähittäismyyntiä, jossa jälleenmyyjinä toimivat rautakaupat. Käsityksemme mukaan yhtiön asiakaskunta on hajautunut, eikä yksittäisten asiakkaiden menettämiseen pitäisi liittyä suurta riskiä. Yhtiön rakennusalan asiakkaille materiaalin toimitusvarmuus on tärkeää ja tämän takia Foamit Group hoitaa myös materiaalin toimittamisen asiakkaille.

## Lasinkierrätys ja vaahtolasin valmistus

Lasia voidaan kierrättää rajattomasti ilman, että sen laatu tai puhtaus heikkenee. Pohjoismaissa lasinkierrätys on varsin edistynyt. Esimerkiksi Suomessa vuonna 2019 pakkauslasin kierrätysaste oli RINKI Oy:n mukaan noin 98 %, mikä ylittää EU:n kierrätysasteen ja tavoitteen selvästi, joka on 70 % kaikista lasipakkauksista vuoteen 2025 mennessä.

Pääosa kierrätyslasista päätyy lasiteollisuuden raaka-aineeksi ja näin takaisin lasipakkauksiksi. Kerätystä pakkauslasista yli 70 % menee lasisiruna uusien lasipakkausten valmistukseen mm. juoma- ja elintarviketeollisuuden tarpeisiin ja lähes viidennes rakennusmateriaalien valmistajille lasivillan valmistukseen. Kierrätyslasin puhdistusprosessissa syntyy kuitenkin lasijätettä (kaikista pienin lasisiru), mitä ei ole ekologisesti järkevää hyödyntää pakkauslasiteollisuudessa. Tästä sivuvirrasta voidaan kuitenkin valmistaa muita materiaaleja, kuten vaahtolasia. Vaahtolasimurske on palamaton kevyt ja ympäristöystävällinen eriste- ja kevennemateriaali, mitä voidaan käyttää infra- ja talorakentamisessa.

## Foamit Groupin konsernirakenne ja avainluvut



### Uusioaines

|                      |                |
|----------------------|----------------|
| Hankintavuosi:       | 2018           |
| Liikevaihto (2020):  | 17,1 MEUR      |
| Käyttökate-% (2020): | 22,5 %         |
| Omistusosuus:        | 100 %          |
| Tuotantolaitokset:   | 1 kpl (Forssa) |
| Henkilöstömäärä:     | ~35            |



### Hasopor

|                      |                       |
|----------------------|-----------------------|
| Hankintavuosi:       | 2019                  |
| Liikevaihto (2020):  | ~14 MEUR              |
| Käyttökate-% (2020): | Uusioaineksen tasolla |
| Omistusosuus:        | 100 %                 |
| Tuotantolaitokset:   | 1 kpl (Hammar)        |
| Henkilöstömäärä:     | ~25                   |



### Glasopor

|                      |                            |
|----------------------|----------------------------|
| Hankintavuosi:       | 2021                       |
| Liikevaihto (2020):  | 11,5 MEUR                  |
| Käyttökate-% (2020): | 10,4 %                     |
| Omistusosuus:        | 100 %                      |
| Tuotantolaitokset:   | 2 kpl (Skjåk, Fredrikstad) |
| Henkilöstömäärä:     | ~35                        |



### Reiling Green Tech

|                                      |      |
|--------------------------------------|------|
| Hankintavuosi:                       | 2019 |
| Omistusosuus:                        | 24 % |
| Ei olennainen kokonaisuuden kannalta |      |

# Foamit Group 2/5

## Raaka-aine omasta tuotannosta ja kumppaneilta

Foamit Groupin nykyisissä toimintamaissa sen kumppaneina toimivat kaikki merkittävät lasinkierrätysalan toimijat. Suomessa Uusioaines on ainoa teollisesti kierrätyslasia käsittelevä yhtiö sekä vaahtolasinvalmistaja. Se vastaanottaa yli 70 % Suomen kierrätyslasista. Valtaosa Uusioaineksen raaka-aineista tulee Palpan, juomatukkujen, kuntien, jätehuoltoyhtiöiden ja ympäristöalan yritysten kautta. Uusioaineksen raaka-aineen hankintaketjua sekä asemaa Suomen suurimpana kierrätyslasinkäsittelijänä vahvisti vuonna 2020 myös Suomen Pakkauskierrätys RINKI Oy:n kanssa tehty sopimus pantittoman lasipakkausjätteen jatkokäsittelystä. Uusioaines valmistaa vaahtolasia oman puhdistusprosessinsa sivuvirroista.

Ruotsissa Hasoporin käyttämästä kierrätyslasista valtaosa tulee puolestaan samalla teollisuusalueella toimivalta Svensk Glasåtervinningiltä, joka on Ruotsin ainoa kierrätyslasin keräys- ja käsittely-yhtiö. Sen kautta kierrätetään noin 90 % kaikista Ruotsin lasipakkausista. Hasoporin hankinnan yhteydessä Foamit Group osti myös teollisuuskiinteistön sekä maa-alueen, millä se sekä sen kumppani Svensk Glasåtervinning toimivat.

Foamit Group tiedotti syyskuussa 2021 hankkineensa norjalaisen vaahtolasinvalmistaja Glasoporin Sirkel Materialgjenvinningiltä, joka keskittyy jatkossa lasinkierrätysliiketoimintaansa. Kaupan jälkeen Glasopor ja Sirkel jatkavat pitkäaikaista yhteistyötä ja Sirkel toimii myös jatkossa merkittävänä raaka-aineen toimittajana

Glasoporille. Yhteistyön jatkuminen on merkittävä asia, sillä Sirkelillä on Norjan ainoa lasi- ja metallipakkausten lajittelulaitos. Glasoporilla itsellään on Norjassa kaksi tehdasta.

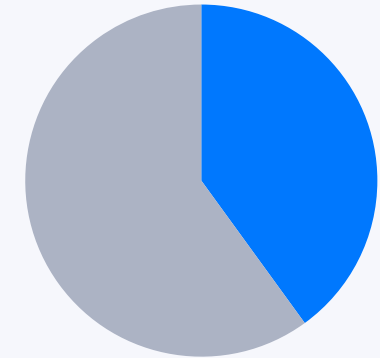
## Foamit Groupin visio ja strategia

Foamit Groupin visiona on olla vahva vaahtolasin ja kierrätyslasiratkaisujen tarjoaja. Samalla yhtiön tarkoituksena on vähentää omalla toiminnallaan hiilijalanjälkeä sekä vaikuttaa kestävästi ympäröivään yhteiskuntaan.

Strategiassaan vuosille 2021-2023 yhtiö tavoittelee vahvaa kasvua sekä kansainvälistymistä. Nyt syksyllä tiedotettu Glasoporin hankinta istuu mielestämme erinomaisesti yhtiön kasvustrategiaan. Hankitun liiketoiminnan vuoden 2020 liikevaihto oli noin 11,5 MEUR, mikä vahvistaa Foamit Groupin kasvua selvästi (Foamit Group liikevaihto 2020: 30,9 MEUR). Yrityskaupan myötä yhtiön toiminta laajenee Norjan markkinoille ja samalla lujittaa sen asemaa Pohjoismaiden merkittävimpana vaahtolasinvalmistajana ja yhtenä alan suurimmista toimijoista maailmanlaajuisesti.

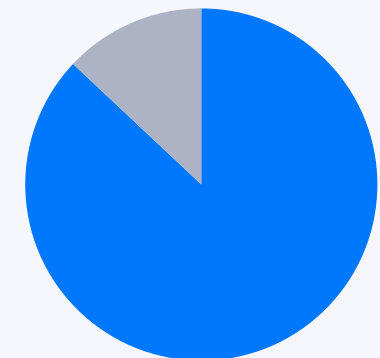
Oletamme, että myös jatkossa kansainvälistyminen tulee tapahtumaan pääosin yritysostojen kautta yhtiön historiallisten toimien perusteella. Emme kuitenkaan usko Foamit Groupin kasvua haattavan kannattavuuden kustannuksella, koska tämä taas olisi ristiriidassa Partneran oman pääoman tuoton tavoitteen kanssa. Lyhyellä aikavälillä pidämme kuitenkin mahdollisena, että mahdolliset yritysostot ovat Foamit Groupin nykyisen oman kannattavuustason alapuolella.

## Arvio liikevaihdon jakaumasta maantieteellisesti\*



■ Suomi ■ Muut Pohjoismaat

## Arvio liikevaihdon jakaumasta liiketoiminnoittain\*



■ Vaahtolasi ■ Lasinpuhdistus

\* Inderesin arvio liikevaihdon jakaumasta Glasopor-yrityskaupan jälkeen

# Foamit Group 3/5

Pidämme laajentumista uuteen toimintamaahan greenfield-investoinnilla epätodennäköisempänä, sillä kilpailukykyisen tuotantolaitoksen rakentaminen vaatii arviomme mukaan Foamit Groupin mittakaavassa merkittäviä pääomia, vaikka mahdotonta se ei olisi. Lisäksi laajentuminen edellyttäisi, että maassa olisi merkittävä lasinkierrättäjä, jonka kanssa olisi mahdollista solmia pitkäaikainen kumppanuus raaka-aineen toimittamiseen liittyen.

Toisaalta laajentuminen maahan, jossa on jo vaahtolasin valmistusta voi osoittautua haasteelliseksi, koska kumppanuussuhteet on todennäköisesti solmittu jo paikallisten toimijoiden kesken. Käsityksemme mukaan yhtiön nykyisillä tuotantolaitoksilla on kuitenkin vielä kapasiteettia nykyistä suurempien volyymien tuottamiseen ja kohtuullisilla investoinneilla kapasiteettia on myös mahdollista lisätä. Täten emme pidä investointeja

nykyisten tuotantolaitosten kapasiteetin kasvattamiseen poissuljettuina, mikäli yhtiö saa rakennettua uusia raaka-aineiden toimittajasuhteita nykyisissä tai uusissa toimintamaissa. Nykyiset tuotantolaitokset ovat käsittääksemme suhteellisen nykyaikaiset ja ne vaativat vain maltillisia ylläpitoinvestointeja.

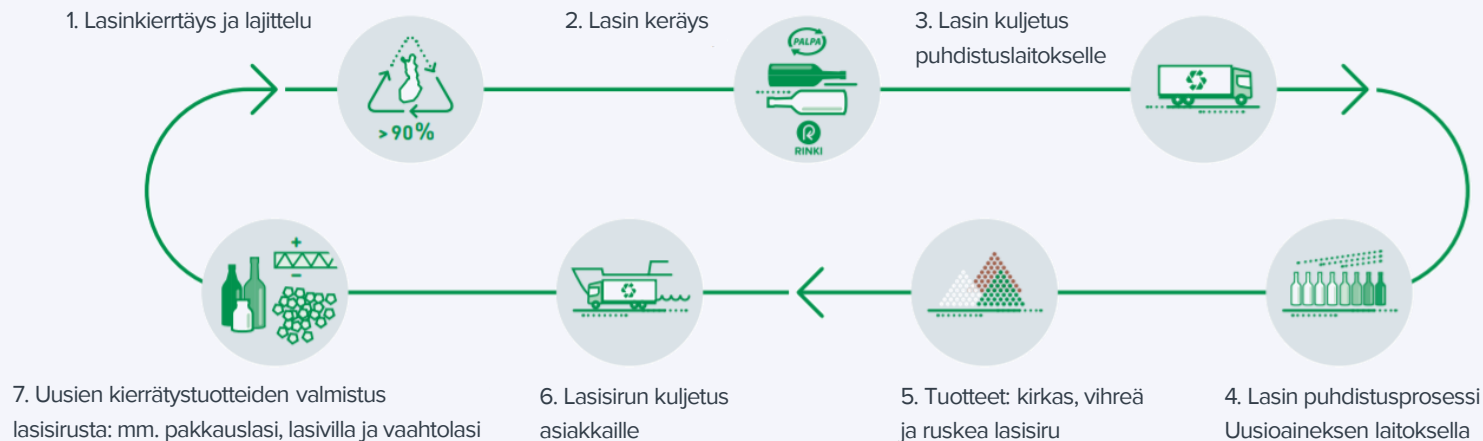
## Kilpailutilanne

Nykyisellä toiminta-alueellaan Pohjoismaissa Foamit Groupilla on vahva markkina-asema omien tehtaidensa johdosta. Vaahtolasin osalta yhtiö kilpailee pienissä määrin tuontituotteita vastaan. Pääasiallisesti kilpailevat ratkaisut ovat kuitenkin tehty eri materiaaleista. Monissa infrahankkeissa vaahtolasin sijasta käytetään kivipohjaisia ratkaisuja, kuten kivisoraa. Vaahtolasin etuna kivipohjaisiin materiaaleihin voidaan nähdä ainakin materiaalin keveys, jonka ansiosta logistisissa kustannuksissa voidaan säästää huomattavasti ja

sitä on myös selvästi helpompi käsitellä. Lisäksi vaahtolasin käyttö nostaa uusiomateriaalien osuutta ja toisaalta vähentää neitseellisten materiaalien määrää, mikä nostaa rakentamisen ympäristöystävällisyyttä. Vaahtolasin nykyisen valmistusmäärän vuoksi sen käytön lisääminen on kuitenkin rajallista.

Merkittäviä vaahtolasinvalmistajia Euroopan tasolla ovat mm. saksalainen Glapor, sveitsiläinen MISAPOR, espanjalainen Polydros S.A. sekä tšekkiläinen Refaglass. Käsityksemme mukaan Euroopan lasinkierrätys- ja vaahtolasimarkkinat ovat kuitenkin hyvin hajanaiset, mikä tarjoaa Foamit Groupille mahdollisuuden laajentaa toimintaansa epäorgaanisesti. Globaalissa mittakaavassa merkittäviä vaahtolasin valmistajia on etenkin Yhdysvalloissa (mm. suuryritys Owens Corning) sekä Kiinassa (mm. Zhejiang Dehe Insulation Technology).

## Esimerkki lasin kiertokulusta



# Foamit Group 4/5

## Pandemialla ei merkittävää vaikutusta viime vuoteen

Foamit Groupin liikevaihto kasvoi kokonaisuudessaan vuonna 2020 epäorgaanisen kasvun (Hasopor mukana 6/2019 alkaen) tukemana 30,9 MEUR:oon (2019: 21,6 MEUR). Yhtiön käyttökateprosentti heikkeni kuitenkin vertailukaudesta hieman 22,5 %:iin (2019: 24,2 %). Kannattavuuden heikentymistä selittää arviomme mukaan ainakin osittain pandemian aiheuttamat rajoitukset, jotka vähensivät ravintoloiden tuottamaa lasijätettä, mikä osaltaan heikensi lasiliiketoiminnan raaka-aineiden saatavuutta.

Koronapandemian vaikutukset vaahtolasiliiketoimintaan jäivät puolestaan kokonaisuutena vähäisiksi.

Vaahtolasiliiketoiminnan liikevaihto tulee suurimmilta osin vakaasti kehittyvästä infrarakentamisesta, mihin pandemia ei vaikuttanut merkittävästi. Sen sijaan pandemialla oli negatiivista vaikutusta talorakentamiseen loppuvuodesta.

## Markkinanäkymät

Yhtiö on kertonut uskovansa kierrätyslasiin kysynnän toipuvan koronapandemian aiheuttamasta tilapäisestä notkahduksesta ja vaahtolasiliiketoiminnan kysynnän pysyvän vahvana. Vaahtolasiliiketoiminnan osalta on hyvä huomata, että toiminta on osittain kausiluontoista, sillä etenkin infrarakentamiseen sääolosuhteilla (esim. pitkät/lyhyet talvet) on vaikutusta.

Vuonna 2021 pitkittynyt talvi ja pandemia siirsivät

ensimmäisellä vuosipuoliskolla suunniteltuja projekteja eteenpäin. Kesää kohti mentäessä vaahtolasin kysyntä alkoi kuitenkin kehittyä positiivisesti ja käsityksemme mukaan tilanne on säilynyt hyvänä toisella vuosipuoliskolla. Useisiin yhtiöihin iskenyt raaka-aineiden hintainflaatio ei käsityksemme mukaan ole juurikaan vaikuttanut Foamit Groupiin, sillä vaahtolasin valmistuksessa käytettävä lasiaines on lasinpuhdistajille jätettä, josta puhdistajat haluavatkin päästä eroon ja nostaa omaa kierrätysastettaan tätä kautta. Tästä syystä odotamme yhtiön raaka-ainekustannusten kasvun pysyvän myös jatkossa maltillisella tasolla. Sen sijaan muiden tuotantokustannusten (mm. energia) nousulla voi olla vaikutusta yhtiön kannattavuuteen lyhyellä aikavälillä.

Lyhyen aikavälin rakentamisen markkinanäkymien osalta Rakennusteollisuus RT arvioi viimeisimmässä päivityksessään (keväät 2021), että rakentamisen odotetaan hiipuvan Suomessa tänä vuonna noin 2 % verrattuna viime vuoteen. Vuonna 2022 rakentamisen odotetaan pysyvän vastaavalla tasolla kuin 2021. Foamit Groupin kannalta merkittävän infrarakentamisen määrän odotetaan sen sijaan laskevan tänä vuonna noin 1,5 %:lla viime vuoteen nähden. Vuonna 2022 infrarakentamisen määrän odotetaan laskevan edelleen 1 %:lla. Ennustejaksoa Suomessa leimaa suurten infrahankkeiden yhtäaikainen päättyminen sekä epävarmuus kuntien investoinneista valtion koronatuikiin päättyessä. On kuitenkin mahdollista, että kevään ja kesän aikana nähdyn lupaavan talouskasvun myötä nämä ennusteet osoittautuisivat turhan

varovaisiksi, jos koronatilanne ei pahene uusien varianttien myötä selvästi.

Isossa kuvassa ja pidemmällä aikavälillä odotamme, että myös muiden Foamit Groupin toimintamaiden näkymät ovat jokseenkin verrannolliset Suomen tilanteeseen, vaikkakin yksittäisten vuosien välillä voi olla suuriakin eroja. Pidemmällä aikavälillä odotamme rakentamisen näkymien seuraavan pitkälti yleisen BKT:n kehitystä.

Orgaanista kasvua tukee yhtiön tämän hetkisten toimintamaiden (Pohjoismaat) kunnianhimoiset ilmastotavoitteet uusiokäyttöisten rakennusmateriaalien käytön lisäämiseksi. Esimerkiksi Suomen infrarakentamisen ammattilaisten toimiala- ja työnantajaliitto INFRA ry on jäsenyritystensä kautta asettanut tavoitteita infrarakentamisen ympäristöystävyydelle. Ruotsin valtioilla on myös vuoteen 2029 asti ulottuva infrarakentamisen investointiohjelma, mikä tarjoaa hyviä edellytyksiä yhtiön kasvulle. Lisäksi Hasoporiin tekemä pitkäjänteinen yhteistyö eri suunnittelutoimistojen ja asiakkaiden kanssa on käsityksemme mukaan vahvistanut vaahtolasin asemaa Ruotsin markkinoilla. Tästä esimerkkinä on, että merkittävässä osassa kevennemateriaalia tarvitsevista projekteista vaahtolasi on määriteltä jo suunnitteluvaiheessa käytettäväksi materiaaliksi. Ymmärtääksemme vaahtolasilla on myös vakiintunut asema jo Norjassa. Uskommekin yhtiön kasvun olevan pitkällä aikavälillä hieman rakentamisen kasvua voimakkaampaa uusiomateriaalien vähitellen voittaessa markkinaosuuksia perinteisemmiltä materiaaleilta.

# Foamit Group 5/5

## Ennusteet

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan H2'21:llä Glasopor-yrityskaupan tukemana (mukana 4 kk ajan) 29 % ja nousevan 21,4 MEUR:oon. Koko vuoden 2021 liikevaihdon oletamme näin olevan 33,5 MEUR. Vuonna 2022 toimintaympäristön normalisoitumisen ja epäorgaanisen kasvun johdosta odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 30 % ja nousevan 43,4 MEUR:oon. Vuonna 2023 odotamme orgaanisen kasvuvauhdin olevan noin 5 %:n tasolla vaahtolasin kasvattaessa markkinaosuuttaan suhteessa perinteisempiin materiaaleihin, mitä tukee myös yhtiön tytäryhtiöiden väliset myyntisynergiat.

Kannattavuuden osalta odotamme Glasoporin mukaantulon laskevan hieman yhtiön käyttökatemarginaaleja sen heikommasta suhteellisesta kannattavuudesta johtuen. Ennustamme yhtiön käyttökate-%:n olevan vuonna 2021 noin H1'21:n ja arvioimamme vuoden 2020 pro forma -laskelman tasolla 19,1 %:ssa tämän seurauksena. Uskomme yhtiöiden kehittämisen ja synergioiden nostavan kannattavuutta hiljalleen ylöspäin. Ennustamme yhtiön käyttökate-%:n kohoavan 20,5-21,2 %:iin vuosina 2022-2023 yrityskaupasta saavutettavien synergioiden kautta. Käsityksemme mukaan kustannuspuolella tytäryhtiöiden välisiä synergioita on saatavilla etenkin hankintojen ja tuotannon osalta.

## Arvonmääritys

Mielestämme Foamit Groupia tulisi arvottaa EV/EBITDA-kertoimella 8x-10x, mikä on myös karkeasti linjassa Helsingin pörssin keskimääräisen arvostuksen kanssa, vaikka tämä ei mielestämme olekaan ohjaava mittari Foamit Groupille.

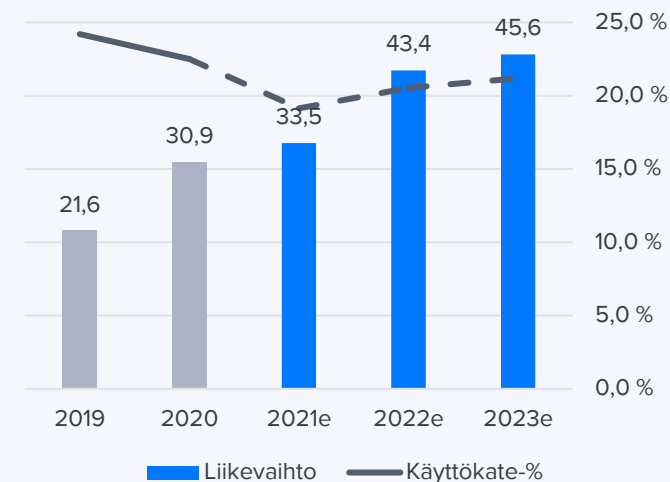
Hyväksymämme arvostus on tällä hetkellä myös jokseenkin linjassa pohjoismaisista rakennusmateriaaliyhtiöistä kootun verrokkiryhmän (s.34) kanssa (2021-2022e EV/EBITDA: 9x-10x).

Käytämme hyväksyttävän arvostuksen määrittämisessä tukena myös yhtiön tekemän Glasopor-yrityskaupan valuaatiota, joka oli vuoden 2020 toteutuneella tuloksella EV/EBITDA-kertoimella 8,8x. Mielestämme kauppahintaa voi pitää kohtuullisena, kun huomioi, että yritysoston kautta yhtiö laajeni uusille markkinoille ja kasvatti markkinajohtajuuttaan Pohjoismaissa.

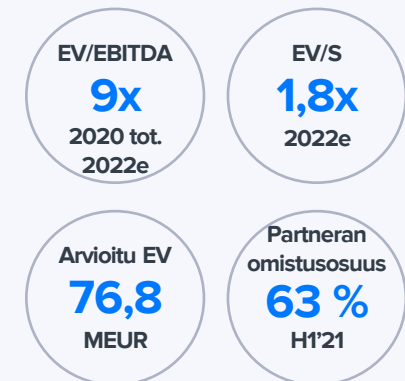
Kun määrittämämme hyväksyttävän arvostustason keskikohta yhdistetään vuoden 2020 pro forma -laskelmaamme ja vuoden 2022 ennusteisiimme saamme Foamit Groupin yritysarvoksi 73,4-80,3 MEUR. Tämä tekee Partneran osuudeksi Foamit Groupin yritysarvosta 46,2-50,6 MEUR. Käytämme arvonmäärityksessä sekä 2020 toteutunutta että vuoden 2022 ennustamaamme yrityskaupan huomioivaa käyttökate-%:n, sillä kuluvan vuoden raportoidun käyttökate-%:n ennusteemme ei ole vertailukelpoinen näiden vuosien kanssa ja toisaalta tämä rajaa ensi vuoden ennusteisiin liittyvää epävarmuutta.

Määrittämämme yritysarvohaarukan keskikohta (76,8 MEUR) indikoi puolestaan noin 1,8x EV/Sales-kerrointa vuodelle 2022. Tämä on myös melko linjassa verrokkiryhmään nähden (EV/S 2021-2022e: 1,6x-1,9x). Glasopor yrityskaupan EV/S-kerroin oli 0,9x, mikä kertoo myös kaupan arvonluontipotentiaalista, jos yhtiön kannattavuutta saadaan nostettua korkeammalle tasolle.

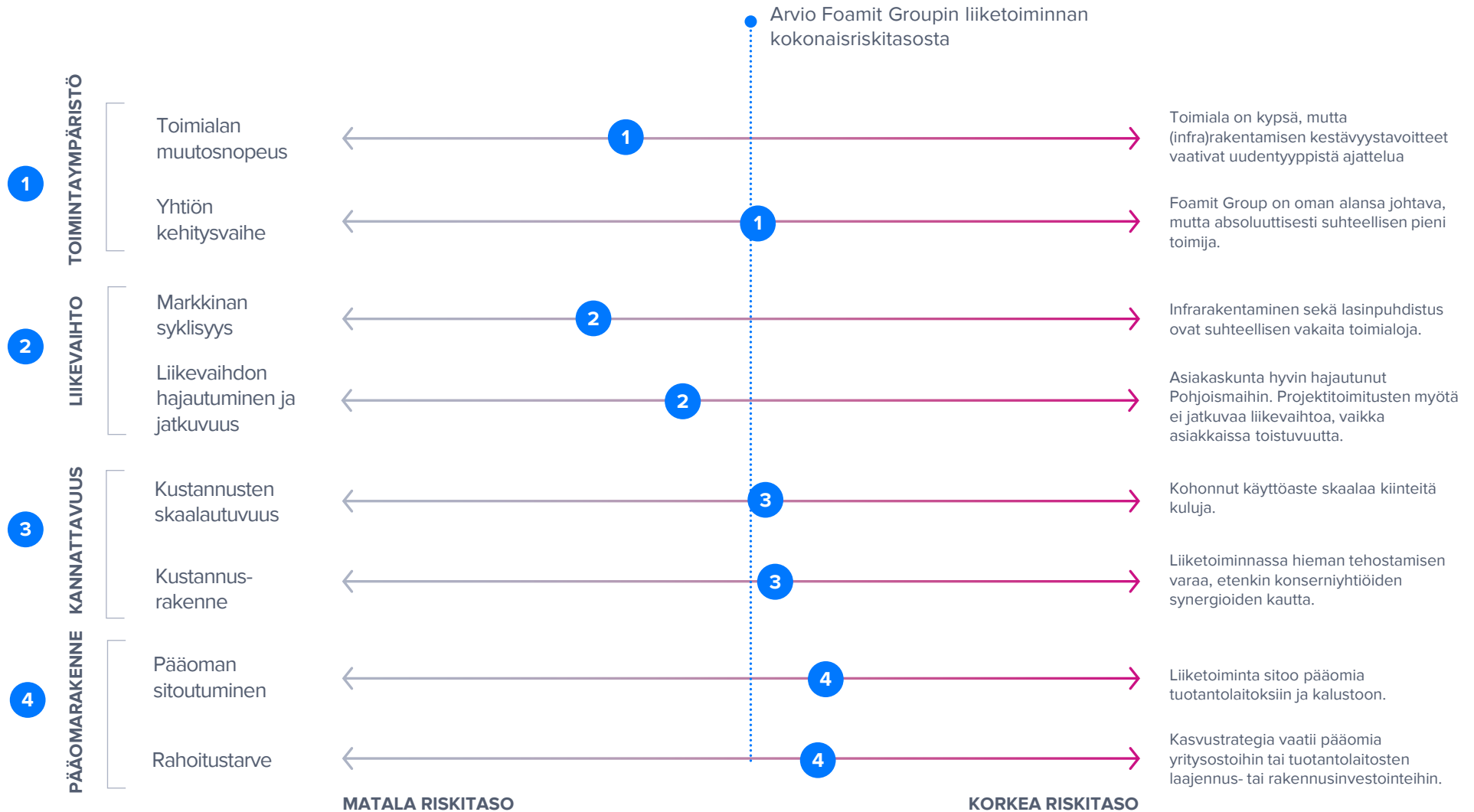
## Foamit Groupin ennusteet



## Arvonmäärityksen avainluvut



# Foamit Groupin liiketoimintamallin riskiprofiili





# KPA Unicon 1/4

## Puhtaan energiatuotannon toimija

KPA Unicon on vuonna 1990 perustettu puhtaan energiatuotannon ratkaisujen toimittaja. Sen energiatuotannon ratkaisut hyödyntävät biomassoja ja sivutuotevirtoja, jotka vähentävät fossiilisten polttoaineiden käyttöä. Yhtiöllä on pitkä kokemus kansainvälisistä laitostoimituksista. Sen valikoimaan kuuluvat avaimet käteen -periaatteella kehitetyt ja toimitetut energiantuotantolaitokset (mm. biolämpölaite, höyryntuotantolaitos), joissa se keskittyy etenkin keskikokoisiin laitoksiin. Lisäksi yhtiö tekee mm. biomassakattiloita sekä hukkalämpöä ja hiukkaspäästöjä vähentäviä savukaasupesureita sekä lämmöntalteenottojärjestelmiä. Polttoaineena sen tuotantolaitokset käyttävät biopolttoaineita, kuten kuorta, sahanpurua, pellettejä tai bioöljyjä sekä kierrätyspolttoaineita (esim. teolliset sivuvirrat ja RDF). Polttoaineina voidaan käyttää myös esimerkiksi turvetta tai maakaasua.

Yhtiö myös modernisoi, huoltaa ja operoi olemassa olevia laitoksia sekä tarjoaa energiantuotannon kapasiteettia palveluna (CaaS). Lisäksi se tarjoaa energiantuottajille digitaalisia työkaluja. Partneran omistusosuus KPA Uniconin hankintaa varten perustetusta Due2Energy-yhtiöstä on 70 %. Yhtiön perustajat omistavat loput 30 % Prounicon Service -yhtiön kautta.

Vuonna 2020 KPA Uniconin liikevaihto pysyi noin edellisvuoden tasolla ja oli 69,4 MEUR (2019: 68,7 MEUR). Vertailukelpoista käyttökattetta yhtiö teki puolestaan 5,4 MEUR, mikä vastaa noin 7,8 %:n käyttökatemarginaalia (2019 EBITDA-%: 7,4 %). Yhtiö toimii kansainvälisillä markkinoilla ja sen asiakaskuntaan kuuluu globaaleja teollisuusalan yrityksiä sekä kansainvälisiä ja paikallisia

energiayhtiöitä. Viime vuonna sen liikevaihdosta 48 % tuli Suomesta, 40 % muualta Euroopasta ja 12 % muilta alueilta. Yhtiön pääkonttori ja tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa. Lisäksi sillä on henkilöstöä Ruotsissa, Ranskassa, Espanjassa, Kroatiaassa, Bosnia ja Hertsegovinassa, Venäjällä ja Chilessä. Vuoden 2020 lopussa yhtiön palveluksessa oli 202 työntekijää.

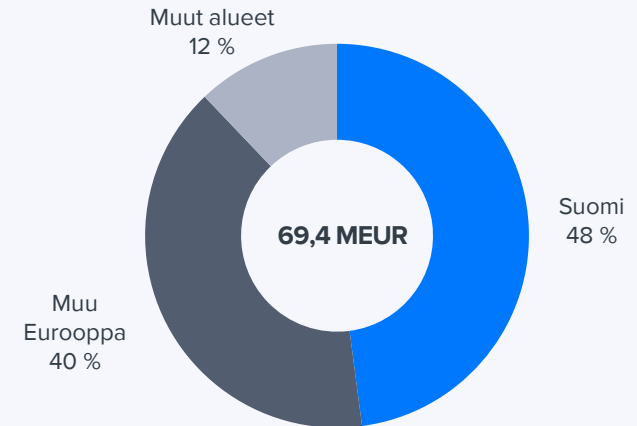
## Liiketoimintamalli ja -segmentit

Yhtiön suurin liiketoimintasegmentti on **Create**, jonka liikevaihto muodostuu laitos- ja kattilatoimituksista sekä lisälaitteiden, kuten savukaasupesureiden tai lämmöntalteenottojärjestelmien toimittamisesta. Segmentin liikevaihto vuonna 2020 oli 45,0 MEUR, mikä vastasi noin 65 % KPA Uniconin liikevaihdosta. Arviomme mukaan Createn liiketoiminta on jokseenkin suhdanneherkkää ja projektien katerakenteet voivat vaihdella merkittävästi.

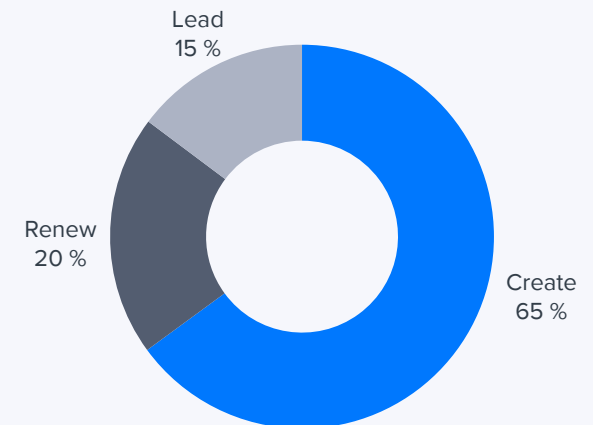
KPA Uniconin toiseksi suurin segmentti vuonna 2020 liikevaihdolla mitattuna oli **Renew**. Sen liikevaihto oli viime vuonna 14,0 MEUR, mikä vastasi noin 20 % yhtiön liikevaihdosta. Segmentin tuotot muodostuvat vanhojen laitosten modernisoinneista, huollosta sekä varaosakaupasta. Käsityksemme mukaan yhtiö toteuttaa huoltoa sekä itse että alihankkijoiden kautta. Arviomme mukaan Renewin kysyntä on suhteellisen vakaata ja hyväkatteista liiketoimintaa.

Kolmanneksi suurin segmentti viime vuonna oli **Lead** 10,2 MEUR:n liikevaihdolla (15 % liikevaihdosta). Segmentin liikevaihto muodostuu jatkuvalaskutteisesta energiantuotannon kapasiteetin palvelumyynnistä (CaaS), mitä tarjotaan pohjoismaisille kuntamarkkinoille sekä

## Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2020



## Liikevaihdon jakauma segmenteittäin 2020



# KPA Unicon 2/4

kansainvälisille merkittäville asiakkuuksille. Mielestämme CaaS on varsin mielenkiintoinen avaus yhtiöltä. Tässä palvelussa yhtiö toimittaa asiakasyrityksilleen lämpölaitoksen suunnittelun, rakentamisen, käytön ja huollon palveluyhtiön kautta, mikä mahdollistaa sen, että kalusto ei jää KPA Uniconin tai asiakkaan taseeseen. Tämän lisäksi malli tarjoaa hyvin ennustettavia tuotteita yhtiölle pitkälle tulevaisuuteen, sillä CaaS-sopimukset ovat useamman vuoden pituisia. Lisäksi segmentti tarjoaa kokonaisvaltaisista käyttö- ja kunnossapitosopimuksista

Pienin segmentti alle prosentin liikevaihto-osuudella on **Interact**, joka myy digitaalisia palveluita sekä yhtiön omaa PlantSys-etäohjausohjelmistoa. Kyseinen järjestelmä on käytössä jo yli 100 energiantuotantolaitoksessa. Segmentin liikevaihto oli viime vuonna kuitenkin vain 0,1 MEUR, mikä viittaa arviomme mukaan siihen, että pandemian vuoksi järjestelmän uusmyynti oli varsin hiljaista sekä siihen, että näiden palveluiden jatkuvalaskutteista liikevaihtoa ei kirjata Interactin liikevaihtoon.

Kokonaisuudessaan KPA Uniconin liiketoiminta on varsin pääomakevyttä. Laskelmiemme mukaan sen kiinteä omaisuus suhteessa liikevaihtoon oli vuonna 2020 noin 4 %. Lisäksi yhtiö pystyy projektiliiketoiminnan ennakkomaksupohjaisen logiikan takia operoimaan negatiivisella käyttöpääomalla ja viime vuonna sen suhde liikevaihtoon oli -8 %. Matala pääomaintensiivisyys on positiivista, sillä se mahdollistaa yhtiölle hyvän kassavirrantuottokyvyn sekä edellytykset tehdä erinomaista tuottoa sijoitetulle pääomalle. Laskelmiemme mukaan yhtiö ylsikin viime vuonna peräti noin 45 %:n sijoitetun pääoman tuottoon.

## Strategia

Yhtiö tavoittelee nykyisellä strategiajaksollaan kansainvälistä kasvua ja etenkin markkina-aseman kasvattamista Ruotsin markkinoilla. Yhtiö on historiassaan kasvanut myös yritysostoin, joten emme pidä tätä kasvusuuntausta poissuljettuna yhtiön hakiessa jalansijaa uusilta markkinoilta. Käsitksemme mukaan yhtiön kohdemarkkina on globaali, mutta se pyrkii välttämään projekteja ja alueita, joissa se kokee olevan hallitsemattomia riskejä (esim. poliittisesti tai taloudellisesti epävakaa kehittyvät maat). Tarkempia numeerisia tavoitteita yhtiö ei ole kertonut julkisesti.

Käsitksemme mukaan yhtiön nykyiseen kannattavuustasoon ei myöskään olla vielä täysin tyytyväisiä, vaikka projektikannattavuus onkin parantunut yhtiön mukaan viime vuosina. Arviomme mukaan yhtiöllä on tavoitteena ja edellytyksiä matalaan kaksinumeroiseen käyttökatemarginaaliin tulevaisuudessa. Toisaalta kannattavuuspotentiaalin ulosmittaamista rajoittaa lähivuosina yhtiön kasvustrategia.

## Kilpailutilanne

Yhtiön kilpailutilanne vaihtelee merkittävästi kokoluokan ja toimituslaajuuden mukaan. Käsitksemme mukaan KPA Uniconin suurimmissa voimalaitosprojekteissa (n. 50 MWh:n laitos) kilpailijoina voivat olla alan globaalisti suurimmat toimijat kuten Valmet, Andritz sekä Sumitomo. Yhtiön heikkoutena suurempiin toimijoihin nähden voidaan pitää sen matalampaa tunnettavuutta sekä pienempiä resursseja. Toisaalta suuret yhtiöt eivät ole välttämättä yhtä ketteriä, eikä niiden kustannustehokkuus keskikokoisissa laitoksissa ole yhtä hyvä, kuin suurissa toimituksissa.

## Esimerkkejä KPA Uniconin kilpailijoista\*



\* Inderesin arvio kilpailijoista

# KPA Unicon 3/4

Yhtiön tavanomaisissa, hieman tätä pienempien tuotantolaitosten kokoluokassa, kilpailijoina toimii puolestaan laajempi joukko paikallisia toimijoita riippuen projektien maantieteellisestä sijainnista. Yhtiön kilpailuetuna näitä vastaan voi näkemyksemme mukaan nähdä kuitenkin melko laajan tuote- ja palveluvalikoiman sekä osaamista useilta puhtaan energiatuotannon osa-alueilta ja hajautetusta energiantuotannosta eri polttoaineiden osalta. Käsityksemme mukaan yksi ratkaisevimmista ominaisuuksista kilpailussa onkin asiakkaan käyttämä polttoaine ja toimijoiden sen ympärille tarjoamat ratkaisut. Kokonaisuutena pidämme alaa erittäin kilpailtuna.

## Hajautetun energiantuotannon ja energia-alan näkymät

Hajautetussa energiantuotannossa – johon KPA Unicon on keskittynyt – sähkö tai lämpö tuotetaan pienissä tuotantoyksiköissä paikallisesti, lähellä sen kuluttajaa. Hajautetun energian tuottamisessa vältytään energian siirron häviöiltä, jolloin energiatehokkuus paranee ja päästöt laskevat ja samalla kustannustehokkuutta on mahdollista nostaa. Hajautetut ratkaisut mahdollistavat myös monipuolisesti erilaisten uusien teknologioiden käyttöönottoa suuremman mittakaavan tuotantoa pienemmällä riskillä niiden pienemmän koon vuoksi. Esimerkiksi Suomessa energijärjestelmä perustuu toistaiseksi valtaosin keskitettyyn tuotantoon, mikä tarjoaa KPA Uniconin kaltaisille yhtiöille hyvät kasvumahdollisuudet.

EU-tason energiatehokkuustavoitteet sekä tiukentuva sääntely tuovat uusia mahdollisuuksia energia-alalle. Suomen valtion kestävä kehityksen yhtiön Motivan (2021) tekemän kyselyn

mukaan suomalaisyritykset uskovat tulevana vuosina tehostavansa energiankäyttöä, lisäävänsä investointeja siihen sekä vähentävänsä päästöjä. KPA Uniconin merkittävimmistä asiakassegmenteistä energia-alan yrityksistä noin kolmasosa sekä teollisuusalan yrityksistä reilu puolet näkivät mahdollisena ostaa energiaratkaisuja palveluina. Sekä teollisuusyrityksistä että energia-alan yrityksistä suosituimpana tulevana energiaratkaisuna nähtiin hukkalämpöä hyödyntävät suuret lämpöpumput. Lisäksi energia-alalla tavoitteena on fossiilista polttoaineista luopuminen.

Globaalissakin mittakaavassa energiateknologian murros aiheuttaa energia-alalle suuria muutoksia jo lähitulevaisuudessa esimerkiksi IPCC-ilmastoraportin nostamien huolien vuoksi. Yleisenä oletuksena voidaankin pitää, että fossiilisten polttoaineiden polttaminen tulee vähenemään merkittävästi tulevaisuudessa, vaikkakin alueelliset erot tämän suhteen tulevat olemaan valtavia (vrt. EU vs. Kiina). Toisaalta emme kuitenkaan usko, että polttamisesta energiantuotantomuotona tullaan luopumaan kokonaan vielä pitkään aikaan. Uskomme poltettavien materiaalien kuitenkin vaihtuvan CO<sub>2</sub>-päästöjen kannalta vähäpäästöisempään suuntaan ja haitallisista hiukkaspäästöistä sekä hukkalämmöstä huolehtimisen nousevan yhä tärkeämmäksi teemaksi.

## Lyhyen aikavälin markkinanäkymät

Arviomme mukaan KPA Uniconin lyhyen aikavälin näkymiä voi peilata jokseenkin Valmetin osavuositarkastuksissa antamiin sen Energia-liiketoimintalinjan näkymiin. Edellisessä Q3-

raportissaan Valmet säilytti Energian seuraavan 6 kuukauden näkymät heikkoina (alin taso).

Partneran H1'21-raportissa ei avattu tarkemmin KPA Uniconin tilausvirtaa tai näkymiä. Alkuvuoden osalta todettiin kuitenkin, että rajoitukset liikkumisessa sekä lupakäsittelyssä ovat aiheuttaneet viiveitä asiakkaiden päätöksentekoon, mikä on sinänsä linjassa Valmetin antamien näkymien kanssa. Lisäksi tiettyjen raaka-aineiden hintojen nousut ovat viivästyttäneet tiettyjen asiakasprojektien liikkeelle lähtöä. Oletamme kuitenkin, että kysyntä lähtee palautumaan, kun pandemian aiheuttama epävarmuus väistyy pikkuhiljaa. Käsittääksemme kuitenkin eri maiden/maanosien ilmastotavoitteet ja muuttuva regulaatio eri polttoaineiden osalta lisäävät epävarmuutta energiainvestointeja kohtaan tällä hetkellä.

## Ennusteet

KPA Unicon on yhdistelty Partneraan toukokuun alusta 2021 alkaen. Hankinnan yhteydessä Partnera kertoi KPA Uniconin tilauskannan olleen vuoden 2020 lopussa 71,4 MEUR, mikä vastaa karkeasti yhtiön 2019-2020 kalenterivuosien liikevaihtoa ja antoi yhtiölle hyvin näkyvyyttä tähän vuoteen.

KPA Uniconin liikevaihdoksi raportoitiin Partneran H1-raportissa touko-kesäkuun osalta 10,9 MEUR, mikä vastaisi vakaalla oletuksella 32,7 MEUR:n liikevaihtoa kuudelta kuukaudelta. KPA Uniconin -yrityskauppaa koskevassa tiedotteessa yhtiön liikevaihdon jakautumisesta annettiin tietoja vuoden 2019 osalta, jolloin liikevaihdosta noin 47 % oli muodostunut H1:llä ja 53 % H2:lla.

# KPA Unicon 4/4

Käsityksemme mukaan yhtiön liikevaihdossa ei ole olennaista kausiluontoisuutta, vaan kyseessä on enemmänkin projektien ajoittuminen vuoden mittaan. Tämän vuoden osalta lähdemme kuitenkin tästä samasta oletuksesta ja oletamme H2:n liikevaihtoa tukevan pandemian oletettavasti osin alkuvuodelta siirtämät toimitukset sekä useat H1-raportin aikaan keskeneräiset toimitukset globaalisti. Ennustammekin yhtiön H2'21:n liikevaihdon nousevan 37,3 MEUR:oon ja näin Partneran raportoiman koko vuoden liikevaihdon 48,2 MEUR:oon.

Vuonna 2022 odotamme Partneran raportoiman liikevaihdon kasvavan noin 50 %:lla 72,1 MEUR:oon, kun yhtiö yhdistellään konserniin koko vuoden osalta. Orgaanisen kasvun ennusteemme vuosille 2022-2023 on noin 3 %, mitä tukee hiljalleen kasvavat investointitasot.

Yhtiön käyttökateeksi raportoitiin 5-6/2021 osalta 0,9 MEUR, mikä vastasi noin 8,3 %:n käyttökate-%. Odotamme kannattavuuden säilyvän H2'21:llä noin samalla tasolla alkuvuoden kanssa ja olevan 8,5 %. Näin ollen ennustamme yhtiön käyttökateen olevan H2:lla 3,2 MEUR ja koko vuoden 2021 osalta 4,1 MEUR. Vuosien 2022-2023 välillä odotamme yhtiön käyttökate-%:n paranevan lievästi 8,5-8,7 %:iin kasvavien volyymin ja operatiivisen tehokkuuden myötä. Vaikka näemmekin kannattavuuden osalta yhtiöllä olevan potentiaalia yltää tätäkin korkeammalle tasolle nykyisellä liiketoimintarakenteella, jääme vielä odottamaan yhtiön näyttöjä näiltä osin. Kannattavuutta voisi nostaa erityisesti, jos yhtiö saisi kasvatettua digitaalisten palveluidensa osuutta merkittäväälle tasolle.

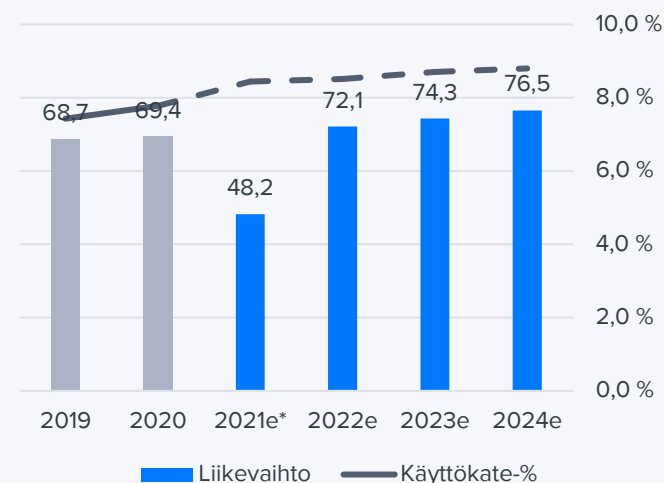
## Arvonmääritys

Olemme lähteneet haarukoimaan KPA Uniconin hyväksyttävää arvostusta, sille laatimamme laajan verrokkiryhmän kautta (s. 34), mikä muodostuu sen kokoluokaltaan suurimmista kilpailijoista Valmetista ja Andritzista sekä muista pohjoismaisista teollisuus- ja konepajayhtiöistä. Laajan verrokkiryhmän EV/EBITDA-kertoimet ovat vuosille 2021-2022 10x-14x, mutta mielestämme KPA Uniconin pienemmän kokoluokan sekä laitevetoisemman tuottojen jakauman ja toisaalta palveluiden pienemmän osuuden takia se tulee arvottaa selvällä alennuksella suhteessa verrokkeihin. Toisaalta ydinverrokeista Valmet on arvostettu vuosille 2021-2022 noin EV/EBITDA-kertoimilla 10x-11x ja Andritz puolestaan noin 6x-7x. Tämän myötä mielestämme KPA Uniconille hyväksyttävä EV/EBITDA-arvostushaarukka olisi noin 5x-7x.

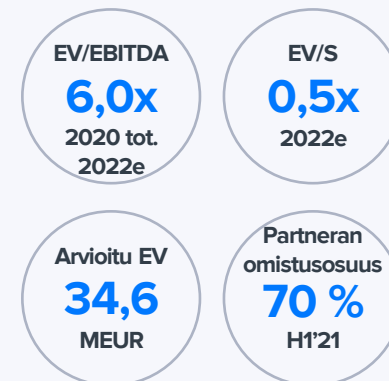
Kun määrittämämme hyväksyttävän arvostustason keskikohta yhdistetään vuoden 2020 pro forma -laskelmaamme ja vuoden 2022 ennusteisiimme saamme KPA Uniconin yritysarvoksi 32,4-36,8 MEUR. Tämä tekee Partneran osuudeksi yritysarvosta 22,7-25,8 MEUR. Käytämme arvonmäärityksessä sekä 2020 toteutunutta että vuoden 2022 ennustamaamme käyttökateetta, sillä kuluvan vuoden raportoidun käyttökateen ennusteemme ei ole vertailukelpoinen näiden vuosien kanssa ja toisaalta tämä rajaa ensi vuoden ennusteisiin liittyvää epävarmuutta.

Määrittämämme yritysarvohaarukan keskikohta (34,6 MEUR) indikoi puolestaan noin 0,5x EV/Sales-kerrointa vuodelle 2022. Tämä on myös melko hyvin linjassa ydinverrokki Anrdritzin arvostuksen kanssa (EV/S 2021-2022e: 0,7x).

## KPA Uniconin ennusteet

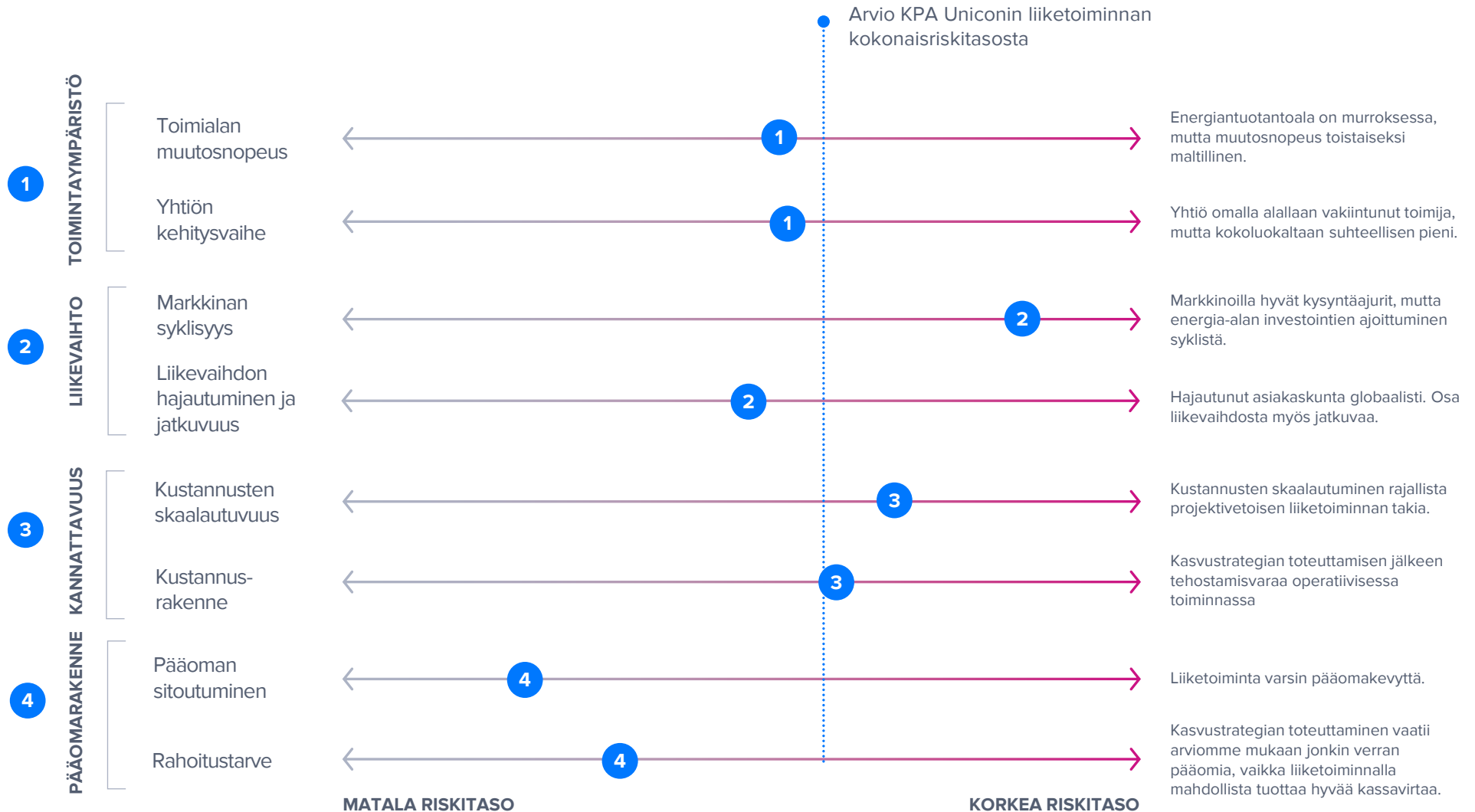


## Arvonmäärityksen avainluvut



\* 2021 ennuste Partneran omistusajalle eli 8 kk:lle

# KPA Uniconin liiketoimintamallin riskiprofiili



# Nordic Option 1/2

## 1990-luvulla alkupuolella perustettu rahasto

Nordic Option (aik. Teknoventure Oy) on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, jota olivat perustamassa Finnvera yhdessä Pohjois-Suomen kuntien kanssa. Finnvera myi pääomistuksensa Nordic Optionista vuonna 2014 Partneralle sekä Arvo Sijoitusosuuskunnalle (molempien omistusosuus 34,2 %). Nordic Optionin strategiaa lähdettiin uudistamaan vuonna 2016 suurimpien omistajien toimesta (Partnera, Arvo sekä Oulun kaupunki) ja yhtiölle palkattiin ulkopuolinen toimitusjohtaja ja vuonna 2019 täysipäiväinen sijoitusjohtaja. Rahaston kehitys on kääntynyt strategiauudistuksen jälleen positiiviseksi, mutta oman pääoman tuotot ovat pysytelleet kuitenkin keskimäärin vielä alle 10 %:ssa. Partnera on aktiivisesti mukana Nordic Optionin hallitustyöskentelyssä.

## Rahaston sijoitusperiaatteet

Rahasto sijoittaa omasta taseestaan ja yhtiön omavaraisuusaste oli 99 % vuoden 2020 lopussa. Nordic Option keskittyy sijoituskohteissaan Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin ja sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti omistustensa kehittämiseen ja lopulta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 13 yrityksessä. Rahaston toimialapainotus on selvästi teknologiavoittoinen, mihin osittain vaikuttaa Oulun seudun kasvuvaiheen teknologiayritysten korkea lukumäärä.

Ensisijoitusten koko vaihtelee 0,5-2,5 MEUR:oon ja jatkosijoituksia voidaan tehdä harkinnan mukaan. Yhteen sijoituskohteeseen on mahdollista sijoittaa maksimissaan 15 % rahaston varallisuudesta. Yhtiöllä on tarkoitus tehdä

vuosittain uusia sijoituksia sekä irtaantumisia kohdeyhtiöistä. Mielestämme vuosittaiset irtaantumiset ovat osittain pakollista suhteellisen pienelle rahastolle, jotta uusia sijoituksia voidaan tehdä. Rahaston kokoa olisi toki mahdollista kasvattaa sen pääomittamisella, mutta tämän vaihtoehdon todennäköisyyttä on vaikea arvioida ja lähtökohtaisesti emme odota pääomittamista tapahtuvan ainakaan lähiaikoina. Käsityksemme mukaan Nordic Optionin maksamat osingot ovat myös ainakin osittain riippuvaisia irtaantumisista.

## Nykyinen portfolio lyhyesti

**Brightplus** on biomateriaaliyhtiö, jonka ratkaisut pohjautuvat patentoituun BrightBio-tekologiaan. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2020 0,8 MEUR (2019: 0,5 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Rajobit** on ohjelmistorobotiikkayhtiö, joka tarjoaa rutiinitöiden automatisointia kaiken kokoisille yrityksille eri toimialoilla. Yhtiön liikevaihto vuonna 2020 0,5 MEUR (2019: 0,2 MEUR) Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**SensorFu** on kyberturvayhtiö, joka valmistaa yrityksille suunnattuja tietoturvaratkaisuja. Yhtiön liikevaihto vuonna 6/2021 päättyneellä tilikaudella 242 TEUR (6/2020: 152 TEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Sensmet** on veden analysointitekologiaan ja datan hyödyntämiseen keskittynyt yhtiö. Sen asiakaskunta koostuu monipuolisesti eri teollisuuden alan yhtiöistä. Yhtiön liikevaihto oli 3/2021 päättyneellä tilikaudella 186 TEUR (3/2020: 77 TEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Owatec** on oululainen vesi- ja ympäristöalan yhtiö, joka toimittaa asiakkailleen teknologia- ja palveluratkaisuja veden ja jätteiden käsittelyyn

laaja-alaisesti eri teollisuuden aloille. Vuonna 2020 yhtiön liikevaihto oli 1,3 MEUR (2019: 1,0 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Enhancell** on oululainen ohjelmistoalan yritys, joka on keskittynyt langattomien sisätilaverkkojen testaukseen ja tunnistamiseen. Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Oulussa ja Bostonissa. Enhancellin liikevaihto oli 2,4 MEUR vuonna 2020 (2019: 2,4 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2020.

**Taitonetti** on Suomen suurin käytettyjen tietokoneiden vähittäismyyjä. Yhtiö tarjoaa sekä kuluttajille että yrityksille kunnostettuja yritystietokoneita. Taitonetin liikevaihto oli 9,1 MEUR 6/2021 päättyneellä tilikaudella (6/2020: 8,6 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2020.

**Tactotek** on muovin valetun rakenteellisen elektroniikan (IMSE-tekniikan) markkinajohtaja, jonka kohdemarkkinoina ovat auto- ja kodinkoneteollisuus. Tactotek-konsernin liikevaihto oli vuonna 2020 1,5 MEUR (2019: 2,8 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2019.

**9Solutions** on paikantavien turva- ja viestintäjärjestelmien sekä älykkäiden hoivaratkaisujen toimittaja. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2020 5,5 MEUR (2019: 7,8 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2019.

**Screeentec** on korkean teknologian yhtiö ja valmistaa esimerkiksi painetun elektroniikan ratkaisuja medical-sektorin tarpeisiin. Yhtiön nopea reagointi koronapandemiaan ja visiirituotannon aloittaminen nosti menneen tilikauden liikevaihtoa käsityksemme mukaan merkittävästi (3/2021 päättyneen tilikauden liikevaihto 7,0 MEUR vs. 3/2020: 1,9 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2018.

# Nordic Option 2/2

**Haltian** keskittyy IoT-kokonaisratkaisuihin kiinteistöjen, kylpyhuoneiden ja tehtaiden ylläpitoon. Yhtiö on erikoistunut myös tuotekehitystalona ja kehittääkin yhdessä asiakkaidensa kanssa varhaisen kehitysvaiheen ideoista kaupallisia tuotteita. Haltian-konsernin liikevaihto oli vuonna 2020 9,0 MEUR (2019: 6,3 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2017.

**Valtavallo** on oululainen LED-valoputkivalmistaja. Yhtiön liikevaihto oli 5/2021 päättyneellä tilikaudella 3,9 MEUR (5/2020: 4,1 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2015.

**Best Glass** on nivalalainen eristyslasia valmistava yritys. Yhtiön asiakkaina ovat ovi-, ikkuna- ja talotehtaat. Best Glass-konsernin liikevaihto oli 4/2021 päättyneellä tilikaudella 28,0 MEUR (4/2020: 26,1 MEUR). Sijoitus tehtiin 2011.

## Viimeisin irtaantuminen oli onnistunut

Nordic Option teki erinomaisen irtaantumisen hyperspektrikameroiden toimittajasta Specimistä loppuvuodesta 2020, mikä nosti yhtiön oman pääoman tasearvon 19,9 MEUR:oon (2019: 16,3 MEUR) ja ROE-%:n vahvalle tasolle 23 %:iin.

Specim-kaupan jälkeen salkun sijoituksista kaksi (Best Glass ja Valtavallo) on tehty vuonna 2015 tai ennen ja uskomme näistä irtaantumisen olevan yhtiön tavoitteissa salkun kierron parantamiseksi. Historiallisen kehityksen perusteella viime vuodet ovat olleet molemmille haastavia, emmekä odota yhtiöiden nykyisillä tulokunnoilla irtaantumisten johtavan myyntivoittoihin.

Nordic Optionin kohdeyhtiöiden kanssa on kuitenkin hyvä huomata, että kohdeyhtiöiden teknologiapainotuksen johdosta mahdollisten

yrityskauppojen myyntihintaan vaikuttavat muutkin seikat (mm. teknologia sis. patentit ja ostajan saamat synergiat) kuin pelkästään taloudelliset luvut, jos tuotetta/teknologiaa päästään myymään sopivalle ostajalle, kuten Specimin tapauksessa.

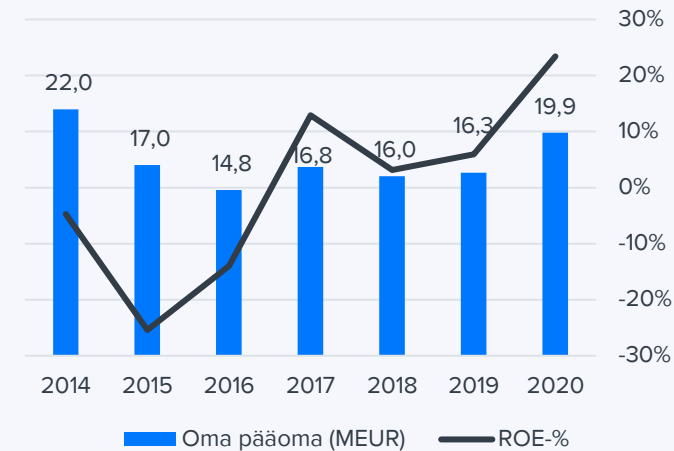
## Lyhyt track-record uuden strategian aikana

Emme ennusta Nordic Optionin kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista ja niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta. Käsityksemme mukaan ilman niitä yhtiön tulos kääntyy kuitenkin tappiolle.

Arvostamme Nordic Optionin toistaiseksi sen taseen oman pääoman perusteella. Partneran omistusosuudella omistuksen arvoksi muodostuu noin 6,8 MEUR. Rahaston oman pääoman tuottokehitys on strategisten muutosten jälkeen kehittynyt positiivisesti, mutta pysytellyt silti keskimäärin alle 10 %:ssa. Tämän takia emme pidä perusteltuna arvostaa Nordic Optionia yli sen tasearvon ainakaan toistaiseksi, sillä kaipaamme siltä pidemmän ajan positiivisen track-recordin rahaston sijoituskohteiden kehityksestä ja irtaantumista ennen kuin voisimme hyväksyä Nordic Optionille preemioarvostuksen. Mielestämme tämäntyyppisen kasvuvaiheen teknologiaportfolion tuottovaatimus on kaksinumeroinen ja preemiohinnoittelu vaatisi siten selvästi kaksinumeroista oman pääoman tuottoa Nordic Optionilta esimerkiksi kolmen vuoden rullaavana keskiarvona laskettuna.

Nordic Optionin merkittävimpinä riskeinä näemme sijoituskohteiden heikon kehityksen, kiristävän kilpailun sijoituskohteista, epäonnistumiset yritysjärjestelyissä sekä Suomen talouden merkittävän heikentymisen.

## Oman pääoman ja ROE-%:n kehitys



## Arvonmäärityksen avainluvut



# Muut sijoitukset

## Partnera on merkittävä omistaja Findassa

Partnera omistaa suoraan noin 3,7 % sijoitusyhtiö Findasta. Tämän lisäksi Partnera omistaa vajaat 33 % Telebusiness InWestistä, joka puolestaan omistaa Findasta 5 %. Tämän myötä Partneran suora ja välillinen omistusosuus Findasta nousee noin 5,5 %:iin. Finda harjoittaa aktiivista, arvosijoittamisen periaatteisiin perustuvaa sijoitustoimintaa. Vuoden 2020 lopussa Findan portfolioista 56 % oli sijoitettuna suoriin osakkeisiin, 33 % aktiivisiin rahastoihin ja 11 % ETF:iin. Vuoden lopussa näihin oli sijoitettuna 314 MEUR. Tämän lisäksi Findalla oli merkittäviä listaamattomia sijoituksia sekä suuri käteiskassa (konsernin rahavarat 461 MEUR) sen myytyä DNA-omistuksensa vuonna 2019.

Partneran vuotuiselle kassavirralle Findan jakamalla osingolla on suuri merkitys, sillä vuonna 2021 Partnera sai suorasta sijoituksestaan 1,0 MEUR osinkoja. Sen sijaan Telebusiness InWest ei ole jakanut osinkoa viime vuosina ja odotamme tilanteen säilyvän samanlaisena.

Arvostamme Findan sen vuoden 2020 verotuspäätöksen mukaiseen verotusarvoon, joka oli 41,69 euroa osakkeelta, mikä tekee Findan arvoksi vajaat 570 MEUR. Tämä vastaa melko hyvin Findan viime kevään reilun 600 MEUR:n markkinahintaa Privanetissä ennen kauppapaikan sulkemista. Verotusarvon mukainen osakkeen hinta tekee Partneran omistuksen arvoksi puolestaan 31,1 MEUR. Finda-konsernin oma pääoma oli 936 MEUR vuonna 2020. Tämä tarkoittaa noin 0,6x P/B-arvostusta. Pidämme turvamarginaalin käyttämistä kuitenkin perusteltuna Findan heikon likviditeetin ja Partneran suuren omistusosuuden myötä.

## Muut sijoitukset eivät ole olennaisia

Käsityksemme mukaan Telebusiness InWestillä ei ole Findan lisäksi muita merkittäviä sijoituksia ja arvostammekin sen tämän mukaisesti. Partneralla on lisäksi kokonaisuuden kannalta epäoleennaiset omistukset Omnitelestä sekä Oulu Innovationista, joita emme huomioi arvonmäärityksessä.

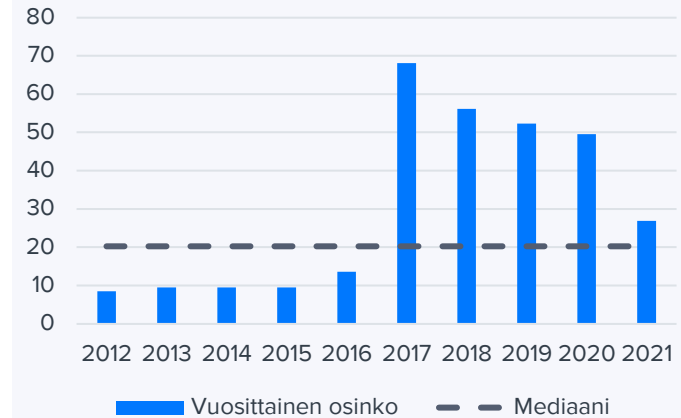
## Projektisijoitukset

Partnera solmi vuonna 2018 aiesopimuksen **Oulun Ratapiha -kehityshankkeen** kehitysvaiheen päärahoittajana. Kehityshanke käsittää Oulun Asemanseudun uudelleenkaavoituksen, mikä sisältää mm. uuden monitoimiareenan rakentamisen sekä uusia asuntoja, liiketiloja ja hotellin. Yhtiö on sitoutunut toimimaan hankkeen kehitysvaiheen rahoittajana. Kehitysvaiheen kokonaisbudjetti on arviolta 3-5 MEUR.

Partnera solmi vuonna 2018 esisopimuksen myös **Oulun satamaan rakennettavasta logistiikkakeskuksesta** Oulun Satama Oy:n kanssa. Partneran roolina olisi toimia logistiikkakeskuksen rakennuttavan ja omistavan kiinteistöyhtiön omistajana sekä mahdollisesti olla mukana keskuksen toiminnasta vastaavassa operaattoriyhtiössä. Partnera on varautunut sijoittamaan hankkeeseen 10-15 MEUR.

Käsityksemme mukaan molemmat projektit ovat olleet jäissä, eikä niihin ole sitoutunut Partneran osalta pääomia juurikaan. Ratapiha-hankkeen osalta päätöksiä pitäisi käsittääksemme tapahtua lähitulevaisuudessa, mutta logistiikkakeskuksen osalta aikataulu on hyvin avoin. Suhtaudumme projektisijoituksiin lähtökohtaisesti hieman pessimistisesti, sillä niiden lopullinen sopivuus yhtiön strategiaan on vielä hieman auki.

Findan maksamat vuosittaiset osingot maksuvuoden mukaan (MEUR)





# Taloudellinen tilanne

## Taserakenne

Partneran taseen loppusumma oli H1'21:n lopussa 169 MEUR (2020: 112 MEUR). Taseen kasvua vuodenvaihteesta selittää etenkin KPA Unicon -yrityskauppa. Viime vuosien yrityskauppojen myötä taseeseen on kertynyt myös paljon liikearvoa (H1'21: 22,3 MEUR), erityisesti KPA Unicon- ja Hasopor -kaupoista. Koska Partnera raportoi FAS-kirjanpitosäännösten mukaisesti, se poistaa kertynyttä liikearvoa taseestaan. Muuta aineetonta omaisuutta Partneran taseessa oli H1'21:n lopussa noin 5,5 MEUR, mikä muodostui valtaosin aktivoiduista kehittämismenoista. H1'21-luvut eivät sisältäneet vielä syyskuussa 2021 toteutuneen Glasopor-yrityskaupan vaikutuksia.

Yhtiöllä oli aineellista omaisuutta H1'21:n lopussa noin 24,5 MEUR. Tämä muodostui pääosin operatiivisten tytäryhtiöiden koneista ja kalustosta sekä teollisuuskiinteistöistä, missä ne toimivat.

Pysyvien vastaavien osuudet omistusyhteisyrittäjistä (15,2 MEUR) muodostuvat sijoituksista Nordic Optioniin sekä Telebusiness InWestiin (sis. epäsuora omistus Findaan). Muut sijoitukset (15,5 MEUR) muodostuvat puolestaan Partneran suorasta omistuksesta Findaan, Omniteleen ja Oulu Innovationiin.

Vaihto-omaisuutta ja saamia yhtiöllä oli H1:n lopussa yhteensä 67,4 MEUR. Likvidejä varoja Partneralla oli H1:n lopussa 18,1 MEUR sisältäen rahoitusarvopaperit (6,3 MEUR) ja kassan (11,8 MEUR).

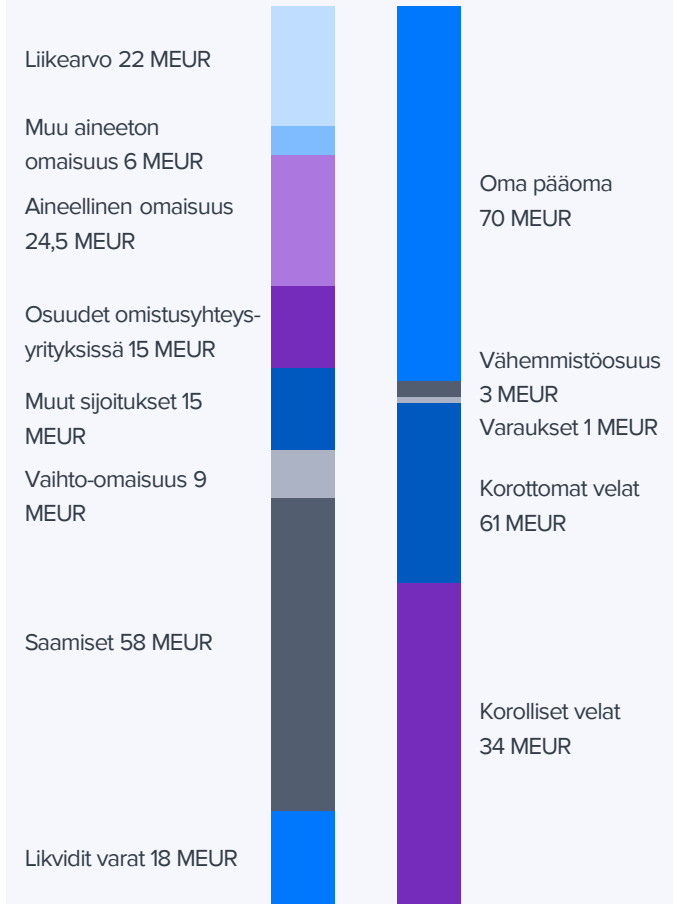
Partneran oma pääoma oli H1'21:n lopussa noin 70 MEUR. Vähemmistöosuuksia taseessa oli noin 3 MEUR konsernirakenteesta johtuen. Vähemmistöosuuksien arvon voidaan myös olettaa kasvavan tulevina vuosina, jos omistusrakenteissa ei tapahdu muutoksia ja tytäryhtiöiden liiketoiminta etenee odotetusti.

Korollista velkaa yhtiöllä oli puolestaan yhteensä noin 33,6 MEUR (sis. 0,5 MEUR:n pääomalainan). Nettovelkaa Partneralla oli H1:n lopussa sen sijaan noin 15,5 MEUR. Arviomme mukaan yhtiön nettovelka tulee kasvamaan hieman vuoden loppuun Glasopor-kaupan myötä (2021 nettovelka: 19,7 MEUR). Korotonta velkaa yhtiöllä oli 60,6 MEUR, josta lyhytaikaisen velan osuus oli 44,5 MEUR. Lisäksi taseessa oli 1,3 MEUR:n pakolliset varaukset.

## Tase on suhteellisen vahva ja turvaa vakaan osingonjaon

Partneran omavaraisuusaste oli H1'21:n lopussa hyvällä tasolla noin 46 %:ssa. Myös yhtiön nettovelkaantumisaste oli maltillisella tasolla 21 %:ssa. Kokonaisuudessaan yhtiön tase oli suhteellisen vahvalla tasolla, emmekä usko Glasopor-yrityskaupan muuttavan tätä merkittävästi. Vahva taseasema ja operatiivisten tytäryhtiöiden tuottama kassavirta turvaavat arviomme mukaan osingonjaon myös jatkossa yhdessä Findalta saatavien osinkojen kanssa.

## Taserakenne H1'21 lopussa



# Ennusteiden yhteenveto 1/2

## Tänä vuonna voimakasta epäorgaanista kasvua

Partnera on ohjeistanut vuodelle 2021, että se odottaa liikevaihtonsa kasvavan huomattavasti edellisvuodesta (2021: 31,1 MEUR) ja kertaeristä oikaistun operatiivisen liikevoiton paranevan edellisvuodesta (2020: 4,9 MEUR). Vuoden 2020 luvuissa on huomioitu yhtiön kirjanpitolavan muutos, missä se siirsi arvopaperikaupan tuotot ja kulut tuloslaskelman rahoituseriin. Koska kyseessä on sanallinen ja ensimmäinen Partneran antama ohjeistus, liittyy sanamuotojen tulkintaan vielä epävarmuutta. Yritystojen tuoman epäorgaanisen kasvun kautta on kuitenkin selvää, että yhtiö saavuttaa ohjeistuksensa liikevaihdon osalta. Ennustammekin yhtiön vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan 163 % 81,7 MEUR:oon, minkä taustalla on etenkin epäorgaaninen kasvu.

Konsernitasolla odotamme yhtiön raportoidun liikevoiton, mikä vastaa myös yhtiön raportoimaa operatiivista liiketulosta, kasvavan tänä vuonna 5,1 MEUR:oon vastaten 6,3 % liikevoittomarginaalia (2020: 15,8 %). Näin ollen odotamme yhtiön saavuttavansa ohjeistuksensa myös liikevoiton osalta tänä vuonna, vaikkakin vain lievästi. Marginaalin laskun taustalla on etenkin yritystojen myötä kasvanut liikevaihto sekä hankittujen yhtiöiden matalampi kannattavuusprofiili. Lisäksi yhtiön osuus osakkuusyritysten tuloksesta laskee arviomme mukaan tänä vuonna, koska Nordic Optionin erinomainen irtaantuminen Specimistä ajoittui viime vuoden loppuun. Emme myöskään sisällytä ennusteisiimme Nordic Optionin mahdollisia irtaantumisia, sillä näiden ajoittaminen ei ole mahdollista. Rajallinen näkyvyys yhtiön

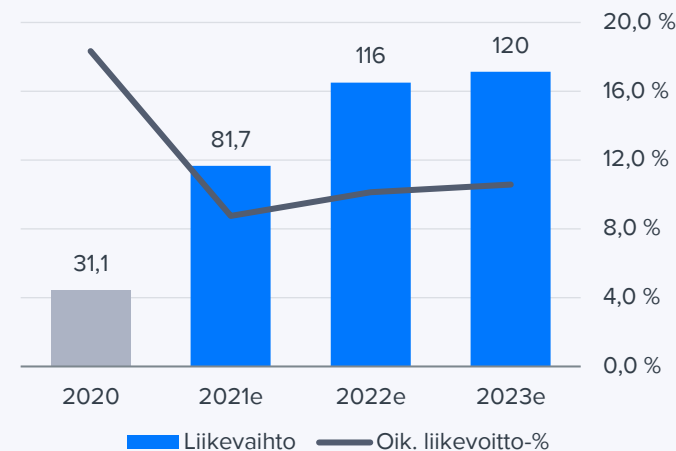
tuloksenmuodostukseen painaakin osittain ennusteitamme kuluvalta vuodelta. Nykyisillä ennusteillamme onkin mahdollista, että mahdolliset projektien siirtymiset tai nousseet kulupaineet voisivat aiheuttaa sen, että yhtiö ei saavuta kannattavuusohjeistustaan.

Koska yhtiö raportoi FAS-kirjanpidon mukaisesti seuraamme myös liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton (EBITA) kehitystä, vaikka yhtiö ei itse raportoinnissaan käytä EBITA-tunnuslukua. Tämä kuitenkin parantaa yhtiön vertailukelpoisuutta muihin pörssiyrityksiin sekä tuloksen että arvostuskertoimien osalta. Arviomme mukaan yhtiön liikearvopoistot nousevat viimeaikaisten yritystojen myötä tänä vuonna 2,0 MEUR:oon (H1'21: 0,7 MEUR). Tämän myötä ennusteemme yhtiön EBITA:lle vuodelle 2021 on 7,4 MEUR, mikä vastaa 8,8 % marginaalia.

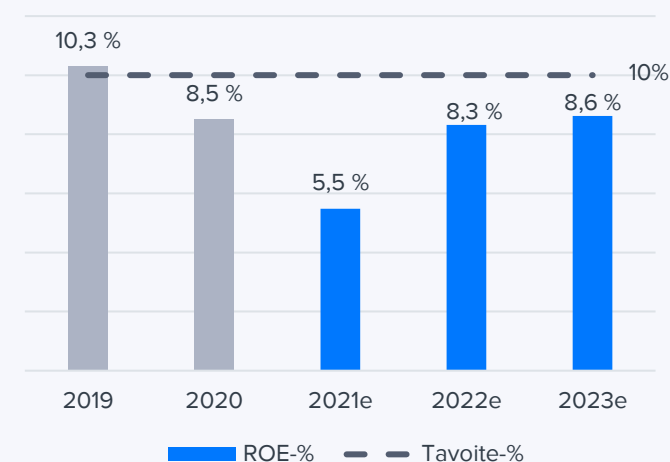
Alemmilla riveillä arvioimme nettorahoituskulujen olevan lievästi positiiviset Findasta saatujen osinkojen sekä arvopaperikaupan tuottojen myötä. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen ennustamme laskevan kuitenkin 0,11 euroon (2020: 0,17 euroa) operatiivisen tuloksen kasvusta huolimatta, mikä johtuu viime vuoden suurista kertatuotoista (~2,5 MEUR). Tämän vuoden ennusteissamme ei ole kertaluontoisia eriä.

Laskevaa tulosta, mutta toisaalta vakaata osingonjakopolitiikkaansa noudattaen ennustamme yhtiön laskevan osinkonsa 0,10 euroon osakkeelta. Emme myöskään oleta yhtiön saavuttavan tänä vuonna oman pääoman tuoton tavoitettaan, vaan ennustamme sen jäävän noin 5,5 %:iin (H1'21 annualisoitu ROE-%: 4,5 %).

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## ROE-% ja tavoitetaso



# Ennusteiden yhteenveto 2/2

## Odotamme suhteellisen kannattavuuden paranevan hieman lähivuosina

Ennustamme Partneran liikevaihdon kasvavan vuonna 2022 reilut 41 % ja kasvun moottorina on ensi vuonnakin vielä KPA Unicon- ja Glasopor-yrityskauppojen tuoma epäorgaaninen kasvu. Vuonna 2023 odotamme orgaanisen kasvun puolestaan olevan konsernitasolla vajaat 4 %. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tekee ennustejakson aikana yrityskauppoja, mutta emme ole mallintaneet niitä, koska se on käytännössä mahdotonta.

Odotamme yhtiön raportoidun liikevoiton nousevan ensi vuonna 8,9 MEUR:oon, mikä vastaa 6,3 % EBIT-marginaalia. Absoluuttisen liikevoiton kasvuloikan takana on etenkin se, että tänä vuonna hankitut yhtiöt konsolidoidaan koko tilikauden osalta. Vuonna 2023 odotamme yhtiön raportoidun liikevoiton nousevan 7,7 %:iin heijastellen edelleen kasvavaa liikevaihtoa, paranevaa operatiivista tehokkuutta sekä Foamit Groupissa saavutettuja synergioita. Odotamme emoyhtiön kulujen myös skaalautuvan hieman liiketoimintakonsernin kasvaessa. Suurehkoista liikearvopoistoista (vuositasolla ~2,9 MEUR) oikaistun EBITA-%:n ennustamme puolestaan nousevan vuosina 2022-2023 10,1-10,6 %:iin.

Vuosien 2022 ja 2023 raportoitujen osakekohtaisten tulosten odotamme kasvavan 0,17 euroon ja 0,18 euroon. Ennustamme vuosien 2022 ja 2023 osinkojen pysyvän vakaana 0,10 eurossa osakkeelta.

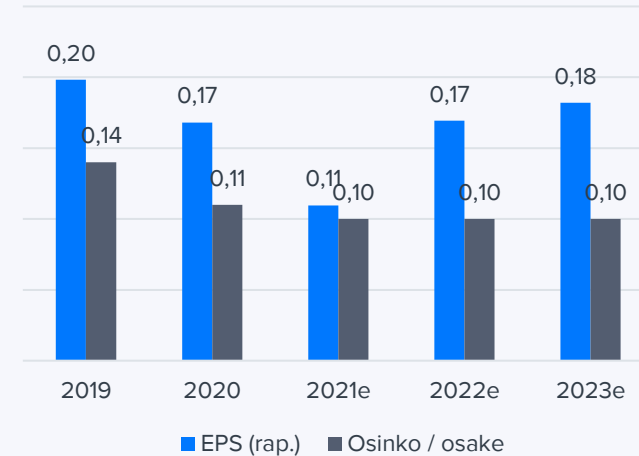
Nykyisissä ennusteissamme yhtiön oman pääoman tuotto nousee vuosina 2022-2023 8,3-8,6 %:iin, mikä jää vielä Partneran oman pääoman tuoton tavoitteesta. Lähivuosien ennusteesme eivät tosin ole äärimmäisen vaativat, mutta näkyvyys yhtiöiden markkinanäkymiin ja tilausvirtaan sekä kannattavuusprofiilien parantumiseen on nykyisellään hyvin rajallinen.

## Pitkän aikavälin tulosennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeisiä Partneran tuloskehityksen ajureita ovat tytäryhtiöiden kasvustrategioiden onnistuminen sekä todennäköiset yritysjärjestelyt.

Nykyisellä liiketoimintarakenteella odotamme operatiivisten tytäryhtiöiden liikevaihdon kasvavan keskimäärin hieman yleistä Suomen ja/tai Euroopan BKT:ta nopeammin (CAGR 2024-2032: ~2,2 %) johtuen yhtiöiden hyvistä kasvunäkymistä, mitä tukevat yhä kasvavat vastuullisuusvaatimukset. Yhtiön raportoidun liikevoittomarginaalin odotamme olevan ennustekaudella 7,5-9,0 %:n välillä. Odotamme, että etenkin ennustekauden loppua kohden kiristynyt kilpailu ja uudet teknologiat tulevat laskemaan yhtiön kasvua sekä leikkaamaan marginaaleja. Toisaalta näemme tämän kehityksen myös mahdollisuutena Partneran omistuksille kehittää nykyisiä prosessejaan tai uusia teknologioita, mitkä nostaisivat ennusteitamme tulevaisuudessa.

## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                      | 2019        | H1'20       | H2'20       | 2020        | H1'21       | H2'21e      | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>22,8</b> | <b>14,3</b> | <b>16,8</b> | <b>31,1</b> | <b>23,0</b> | <b>58,7</b> | <b>81,7</b> | <b>116</b>  | <b>120</b>  | <b>124</b>  |
| Foamit Group                       | 21,6        | 14,2        | 16,7        | 30,9        | 12,1        | 21,4        | 33,5        | 43,4        | 45,6        | 47,4        |
| KPA Unicon                         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 10,9        | 37,3        | 48,2        | 72,1        | 74,3        | 76,5        |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>10,6</b> | <b>3,8</b>  | <b>6,9</b>  | <b>10,8</b> | <b>3,4</b>  | <b>7,0</b>  | <b>10,4</b> | <b>15,6</b> | <b>16,6</b> | <b>17,5</b> |
| Poistot ja arvonalennukset         | -2,5        | -1,6        | -1,7        | -3,4        | -2,3        | -3,0        | -5,3        | -6,8        | -6,8        | -6,7        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>8,2</b>  | <b>2,6</b>  | <b>3,1</b>  | <b>5,7</b>  | <b>1,9</b>  | <b>5,3</b>  | <b>7,2</b>  | <b>11,7</b> | <b>12,7</b> | <b>13,7</b> |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>8,1</b>  | <b>2,2</b>  | <b>5,2</b>  | <b>7,4</b>  | <b>1,2</b>  | <b>4,0</b>  | <b>5,1</b>  | <b>8,8</b>  | <b>9,8</b>  | <b>10,8</b> |
| Nettorahoituskulut                 | 1,0         | 0,0         | 0,3         | 0,4         | 0,5         | -0,4        | 0,1         | 0,3         | 0,2         | 0,3         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>9,2</b>  | <b>2,2</b>  | <b>5,5</b>  | <b>7,8</b>  | <b>1,7</b>  | <b>3,6</b>  | <b>5,3</b>  | <b>9,1</b>  | <b>10,1</b> | <b>11,1</b> |
| Verot                              | -1,7        | -0,4        | -0,8        | -1,2        | -0,2        | -0,7        | -0,9        | -1,7        | -1,9        | -2,1        |
| Vähemmistöosuudet                  | -0,3        | -0,3        | -0,2        | -0,5        | 0,1         | -0,5        | -0,4        | -1,3        | -1,6        | -1,9        |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>7,2</b>  | <b>1,5</b>  | <b>4,5</b>  | <b>6,1</b>  | <b>1,6</b>  | <b>2,3</b>  | <b>4,0</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,6</b>  | <b>7,1</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,20</b> | <b>0,05</b> | <b>0,07</b> | <b>0,12</b> | <b>0,06</b> | <b>0,10</b> | <b>0,17</b> | <b>0,25</b> | <b>0,26</b> | <b>0,28</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>0,20</b> | <b>0,04</b> | <b>0,13</b> | <b>0,17</b> | <b>0,04</b> | <b>0,06</b> | <b>0,11</b> | <b>0,17</b> | <b>0,18</b> | <b>0,20</b> |

| Tunnusluvut                          | 2019    | H1'20   | H2'20   | 2020    | H1'21   | H2'21e  | 2021e   | 2022e  | 2023e  | 2024e  |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 92,6 %  | 67,7 %  | 17,7 %  | 36,4 %  | 60,5 %  | 250,3 % | 162,8 % | 41,4 % | 3,8 %  | 3,4 %  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | -53,1 % | -65,8 % | 355,8 % | -30,8 % | -27,5 % | 69,5 %  | 25,5 %  | 63,2 % | 8,6 %  | 8,0 %  |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 46,6 %  | 26,8 %  | 41,2 %  | 34,6 %  | 14,9 %  | 11,9 %  | 12,7 %  | 13,5 % | 13,8 % | 14,1 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 36,2 %  | 18,0 %  | 18,6 %  | 18,3 %  | 8,1 %   | 9,0 %   | 8,8 %   | 10,1 % | 10,6 % | 11,1 % |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | 31,5 %  | 10,8 %  | 27,1 %  | 19,5 %  | 7,0 %   | 4,0 %   | 4,8 %   | 5,3 %  | 5,5 %  | 5,7 %  |

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Kohti kasvu- ja osinkoyhtiötä

Partnera on tällä hetkellä mielenkiintoisessa vaiheessa, sillä mielestämme siinä on kasvu-, arvo- ja osinkoyhtiön ominaisuuksia. Partneran operatiiviset tytäryhtiöt omaavat mielestämme selvää kasvupotentiaalia, minkä lisäksi yhtiöllä on kapasiteettia toteuttaa kasvua tukevia yritysjärjestelyjä lähitulevaisuudessa. Toisaalta Partneran historia ja sen tuomat taseen muut sijoitukset lukitsevat arvoa toistaiseksi strategisten sijoitusten ulkopuolelle, vaikkakin Finda tarjoaa yhtiölle vakaata kassavirtaa osinkojen muodossa. Näiden varojen vapauttaminen strategian mukaisiin kohteisiin voisi nostaa yhtiön hyväksyttävää arvostusta. Odotamme kuitenkin, että kasvu ja arvon purkautuminen tapahtuvat vaiheittain, joten yhtiö vaatii sijoittajilta tiettyä pitkäjänteisyyttä. Tämä yhdistelmä kuitenkin mahdollistaa yhtiölle vakaan osingonmaksun, sillä nykyiset omistukset ja etenkin KPA Unicon omaavat edellytykset tuottaa hyvää kassavirtaa. Tämän myötä Partnera sopiikin toistaiseksi vakaasta kassavirrasta nauttivalle sijoittajalle.

## Arvoajurit ja potentiaali

- **Varallisuuden keskittäminen strategiaan omistuksiin:** Yhtiöllä on toistaiseksi useita strategian ulkopuolisia sijoituksia, jotka arviomme mukaan hankaloittavat sijoittajien kykyä hahmottaa Partneran strategiaa ja taseen sisältöä. Nämä tekijät puolestaan arviomme mukaan rajaavat yhtiölle hyväksyttävää arvostusta tällä hetkellä. Taseen siivoaminen ja varojen kohdistaminen kestävävä kehitystä tukeville toimialoille nostaisivat mielestämme markkinoiden Partneralle

hyväksymää arvostusta.

- **Yritystostot:** Partneran liiketoimintakonserni on edelleen rakennusvaiheessa ja odotammekin yhtiön säilyvän aktiivisena toimijana yrityskaupparintamalla lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Yritystostojen kautta yhtiön on mahdollista tukea liiketoimintakonsernin kasvua epäorgaanisesti ja laajentaa toimintaansa uusille toimialoille tai kasvattaa nykyisiä liiketoimintojaan.
- **Nykyisten strategisten omistusten tuloskasvu:** Pidemmällä aikavälillä keskeisintä nykymuotoisen Partneran arvonkehitykselle on sen strategisten omistusten tuloskasvu. Mielestämme molemmat operatiiviset tytäryhtiöt omaavat hyvät kasvunäkymät ja yhtiöiden tehokkuudessa on vielä kehitysvaraa, mikä tukee tuloskasvupotentiaalia. Lisäksi Nordic Option omistaa mielenkiintoisia kasvuyrityksiä, joista irtaantumiset tarjoavat eväitä omistaja-arvon luomiseen ja sen oman pääoman kasvattamiseen pidemmällä aikavälillä.

## Riskit ja heikkoudet

- **Yleinen talouskehitys:** Arviomme mukaan Partneran tytäryhtiöiden kehitys on jokseenkin riippuvaista yleisestä talouskehityksestä, vaikka odotammekin niiden kasvun ylittävän yleisen BKT:n kasvun lähitulevaisuudessa. Etenkin energia-alan investointeihin vaikuttavat tällä hetkellä taloutteen sekä polttoaineratkaisuihin liittyvä epävarmuus, kohonneet raaka-aineiden hinnat ja toimitusketjuhaasteet. Toisaalta Foamit Groupin infrarakentaminen on arviomme mukaan suhteellisen

suhdannevakaata.

- **Epäonnistuminen strategian toteutuksessa:** Yhtiöllä on vielä suhteellisen lyhyt historia uuden strategian alla ja liiketoimintakonsernina toimimisesta. Tämän takia strategian onnistumista onkin vielä liian aikaista arvioida, mikä nostaa hieman Partneran riskitasoa. Lisäksi liiketoimintakonserni on edelleen rakennusvaiheessa, mikä arviomme mukaan viittaa uusiin yritysostoihin. Yritysostoihin liittyy kuitenkin riski epäonnistumiseen kohteiden integraatiossa sekä kohoaviin kauppahintoihin.
- **Keskittynyt omistajuus:** Partneran omistajuus on varsin keskittynyttä, mikä laskee osakkeen likviditeettiä ja tehokasta hinnanmuodostusta. Lisäksi omistajakunnan intressit voivat erota toisistaan (voitonjako vs. kasvuinvestoinnit).
- **Likviditeettiriski:** Findassa (ja muissa strategian ulkopuolisissa sijoituksissa) on mielestämme suurehko likviditeettiriski irtaantumisan venymisen ja kauppahinnan suhteen.
- **Pääomamarkkinoiden kehitys:** Partneralla on toistaiseksi taseessaan lyhytaikaisia arvopapereita, joiden arvonkehitykseen pääomamarkkinoiden suunnalla on vaikutusta. Nämä sijoitukset ovat kuitenkin käsityksemme mukaan vähäriskisiä korkopapereita, joten näiden vaikutus on vähäinen. Lisäksi pääomamarkkinoiden kehityksellä on vaikutusta hyväksytyihin arvostustasoihin sekä Findan sijoitussalkkuun. Findan suurten kassavarojen johdosta uskomme sen osingonmaksun olevan kuitenkin turvattu lähitulevaisuudessa.

# Arvonmääritys 1/3

## Arvonmääritysmenetelmät

Partneran osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon osien summa-laskelmallemme, sillä se huomioi parhaiten yhtiön erityyppisten omaisuuserien arvon. Lisäksi tarkastelemme osakkeen arvoa arvostuskertoimien ja osakkeen kokonaistuotto-odotuksen kautta. Arvostuskertoimista suosimme nettotulospohjaista P/E-lukua, sillä se huomioi yhtiön tuloksen muodostumiselle oleellisessa roolissa olevat Findan maksamat osingot sekä muut arvopaperikaupan tuotot. Lisäksi, toisin kuin EV-pohjaiset tuloskertoimet, se huomioi merkittävät vähemmistöosuudet operatiivisissa tytäryhtiöissä, mitkä osaltaan vähentävät Partneran osakkeenomistajille kuuluvaa osuutta tuloksesta.

## Osien summa -laskelma

Partneran osien summa -laskelma koostuu toistaiseksi vielä useasta komponentista. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet yhtiön strategiset omistukset sekä Finda-omistuksen ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin.

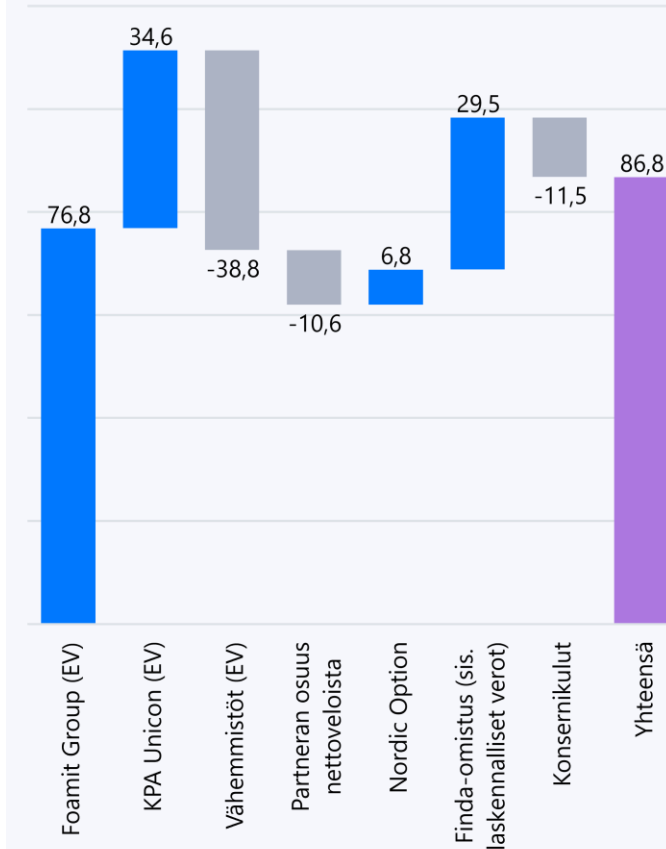
Strategisista omistuksista arvioimme Foamit Groupin yritysarvoksi 76,8 MEUR, josta vähemmistöjen osuus on 28,4 MEUR. KPA Uniconin yritysarvoksi määritimme puolestaan 34,6 MEUR, josta vähemmistön osuus on 10,4 MEUR. Koska Partnera ei raportoi yhtiötasolla nettovelkoja, olemme kohdistaneet ennustamamme 2021 nettovelat (19,7 MEUR) Partneralle ja vähemmistöille niiden arvioitujen osuuksien perusteella. Ennustamamme nettovelat sisältävät myös Partneran emoyhtiön likvidit

lyhytaikaiset rahoitusarvopaperit, joiden arvo oli H1'21:n lopussa 6,3 MEUR. Emme olela näissä tapahtuneen muutoksia H1'21:n lopun jälkeen. Täten lisäämme nämä ennustamiimme nettovelkoihin, jotta saamme kohdistettua vähemmistöille niille osuuden oikein. Tämän myötä arvioimme vähemmistöjen osuudeksi nettoveloista 9,0 MEUR ja Partneran osuudeksi 10,6 MEUR. Näin saamme operatiivisten tytäryhtiöiden yhteiseksi käyväksi arvoksi yhteensä 62,0 MEUR.

Nordic Optionin arvostimme puolestaan 6,8 MEUR:oon. Finda-omistuksen arvoksi määritimme 31,1 MEUR:oon. Oletamme kuitenkin, että yhtiö tulee luopumaan tästä sijoituksesta keskipitkällä aikavälillä, joten kohdistamme omistukselle laskennalliset verot sen arvioimamme tasearvon (23,1 MEUR) ylittävältä osuudelta. Laskennallisten verojen (1,6 MEUR) jälkeen Findan arvoksi jää 29,5 MEUR.

Tämän lisäksi osien summasta täytyy vähentää vielä emoyhtiön kulut. Vuosina 2018-2020 emoyhtiön kulut ovat olleet keskimäärin noin 1,6 MEUR vuodessa. Käsitksemme mukaan yhtiön kulutasoa on konsernin rakennusvaiheessa nostanut se, että yhtiö on käyttänyt paljon ulkopuolisia asiantuntijoita päätöksenteon tukena. Arviommekin emoyhtiön kuluissa olevan laskuvaraa liiketoimintakonsernin kasvaessa, kun merkittävä osa varoista on sijoitettuna strategisiin omistuksiin. Taustalla tässä on toki oletus, että kasvun tueksi yhtiön ei tarvitse palkata lisää henkilöstöä hallintoon.

Osien summa -laskelma



# Arvonmääritys 2/3

Toisaalta nykytietojen valossa oletamme kuitenkin yhtiön kulutason pysyvän melko vakaana nykyisessä aktiivisessa rakennusvaiheessa. Täten olemme laskeneet oletetuille (n. 1,6 MEUR) konsernikuluille nykyarvon diskonttaamalla seuraavan 10 vuoden oletetut kulut nykypäivään käyttämällä määrittämäämme 7,9 %:n keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC). Olemme käyttäneet laskelmassamme myös maltillista 1 %:n vuosittaista kustannusten nousua. Tämän myötä saamme konsernikulujen nykyarvoksi 11,5 MEUR. Laskemalla nämä kaikki edellä mainitut komponentit yhteen saamme Partneran osien summaksi 86,8 MEUR tai 2,40 euroa osakkeelta.

## Arvostuskertoimet ja kokonaistuotto-odotus

Mielestämme Partneran nykyiselle kokonaisuudelle, jossa varallisuutta on sitoutuneena vielä merkittävästi strategian ulkopuolisiin sijoituksiin, voidaan neutraalina P/E-kertoimena pitää 9x-11x. Tähän peilattuna yhtiön tulos pohjainen arvostus on koholla tämän vuoden ennusteillamme (2021e P/E oik. 13x). Tässä yhteydessä täytyy kuitenkin huomioida, että tämän vuoden yritysostojen täysimittainen tulosvaikutus näkyy vasta ensi vuoden tuloksessa. Siten suosittellemekin sijoittajaa suuntamaan katseensa vuoteen 2022, jolloin ennustamamme tuloskasvun toteutuessa arvostus painuisi arvostushaarukan alareunan alapuolelle. Nykyinen vuoden 2022 oikaistun EPS:n ennustemme indikoisi Partneran osakekohtaiseksi arvoksi noin 2,2-2,7 euroa, mikä viittaisi osakkeen kohtalaiseen

nousuvaraan lyhyellä aikavälillä.

Jos tarkastelemme sijoittajan tuotto-odotusta P/E-kertoimen kautta hieman pidemmällä aikavälillä käyttämällä vuoden 2024 ennustamaamme oikaistua osakekohtaista tulosta ja hyväksymämme arvostushaarukan keskikohtaa saamme vuosittaiseksi tuotto-odotukseksi noin 10 % nykyisellä Partneran 2,08 euron osakekurssilla. Tämän lisäksi Partnera tarjoaa lähivuosille arviomme mukaan hyvää ja vakaata vajaan 5 % osinkotuottoa. Näin sijoittajan vuosittaiseksi kokonaistuotto-odotukseksi muodostuisi noin 15 %, mikä ylittää käyttämämme 9,3 %:n oman pääoman kustannuksen. Lisäksi pidämme todennäköisenä, että Partnera tekee tällä aikavälillä yritysostoja, joilla tuloskasvua on mahdollista kiihdyttää.

Toisaalta arvostuksessa voidaan Partneran nyky muodossa katsoa myös P/B-lukua, joka nykyisillä ennusteillamme asettuu lähivuosina 1,0x tasolle. Arvostustaso ei ole mielestämme korkea yhtiölle, jolla osa liiketoiminnoista on pääomakevyitä. Toisaalta tasoa ei voi kuitenkaan pitää merkittävän edullisenakaan yhtiön nykyisessä muodossaan, missä varallisuutta on merkittävästi keskittyneenä finanssisijoituksiin, joita markkinoilla arvostetaan tavallisesti alle niiden tasearvon. Myöskään viime vuosien toteutuneisiin tai lähivuosien ennustamiimme oman pääoman tuottoihin peilattuna arvostusta ei voi pitää erityisen edullisena (vrt. oman pääoman kustannus).

## Partneran arvostuskertoimet

| Arvostustaso          | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 2,08   | 2,08   | 2,08   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 36,2   | 36,2   | 36,2   |
| Markkina-arvo         | 75     | 75     | 75     |
| Yritysarvo (EV)       | 97     | 91     | 85     |
| P/E (oik.)            | 12,5   | 8,4    | 8,0    |
| P/E                   | 19,0   | 12,3   | 11,5   |
| P/Kassavirta          | neg.   | 7,2    | 6,9    |
| P/B                   | 1,0    | 1,0    | 1,0    |
| P/S                   | 0,9    | 0,7    | 0,6    |
| EV/Liikevaihto        | 1,2    | 0,8    | 0,7    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 9,3    | 5,8    | 5,1    |
| EV/EBIT (oik.)        | 13,6   | 7,8    | 6,7    |
| Osinko/tulos (%)      | 91,2 % | 59,3 % | 55,1 % |
| Osinkotuotto-%        | 4,8 %  | 4,8 %  | 4,8 %  |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/3

## Kassavirtalaskelma (DCF)

Partneran arvonmäärityksessä käyttämämme DCF-laskelman painoarvo on rajallinen, sillä mallimme ei huomioi Findan maksamien osinkojen rahavirtoja. Mallissa operatiivisten tytäryhtiöiden vähemmistöt arvostetaan myös kirjanpidolliseen tasearvoon, eikä niiden merkittävyys välity laskelmaan oikeassa mittakaavassa. Tämän takia DCF ei mielestämme ole paras arvonmääritysmenetelmä yhtiölle ja sen antamiin tuloksiin tulee suhtautua suurella varauksella.

DCF-mallimme (s.36) mukainen osakkeen arvo on 3,2 euroa. Kuten ennusteiden yhteydessä kävimme läpi, oletamme yhtiön liikevaihdon kasvavan ennustejaksolla hieman yleistä Suomen ja/tai Euroopan BKT:n kasvua nopeammin (CAGR 2024-2032: 2,2 %) ja yhtiön liikevoitto-%:n olevan 7,5-9,0 %. Sen sijaan terminaalikasvuksi olemme määrittäneet 2,0 % ja liikevoittomarginaaliksi 7,5 %. DCF-mallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on edellä mainittu 7,9 %.

Tekemällä yksinkertaistetun vaihtoehtoisen laskelman, missä käytämme vähemmistöosuuksien käypänä arvona osien summa -laskelmassa määrittämiemme vähemmistöjen osuutta tytäryhtiöiden yritysarvoista (38,8 MEUR) sekä niiden osuutta konsernin nettoveloista (9,0 MEUR) saamme vähemmistöjen markkina-arvoksi 29,8 MEUR. Tämän myötä saisimme oman pääoman arvoksi hieman yli 89 MEUR tai noin 2,5 euroa osakkeelta. Tämäkään laskelma ei kuitenkaan huomioi muun

muassa Findan maksamia osinkoja, joten käytämme tätä vain suuntaa antavana elementtinä ja muita arvonmääritysmenetelmiä tukevana laskelmana.

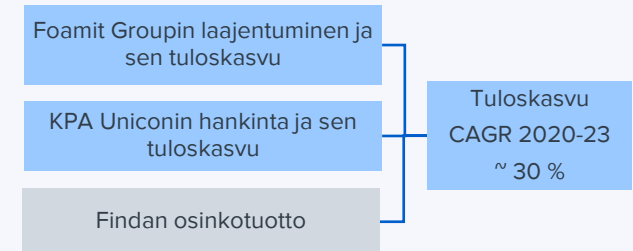
## Suositus ja tavoitehinta

Olemme tarkastelleet Partneran arvostusta usealla eri arvostusmenetelmällä (osien summa, arvostuskertoimet, osakkeen kokonaistuotto-odotus sekä DCF), joista kaikki indikoivat kurssissa olevan maltillista nousuvaraa. Täten aloitamme Partneran seurannan osien summan indikoimalla 2,40 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Näkemystämme tukee myös osakkeen kokonaistuotto-odotus, jonka lähivuosien tuloskasvu ja osinko nostavat riittävälle tasolle kuluvan vuoden hieman koholla olevasta arvostuksesta huolimatta.

## Osakkeen tuotto-odotus 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

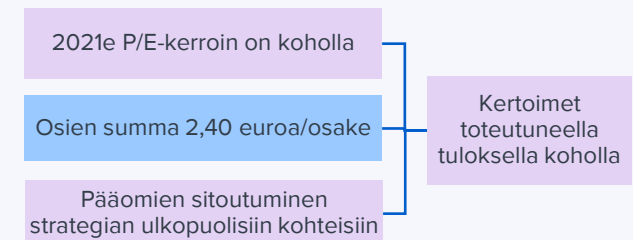
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



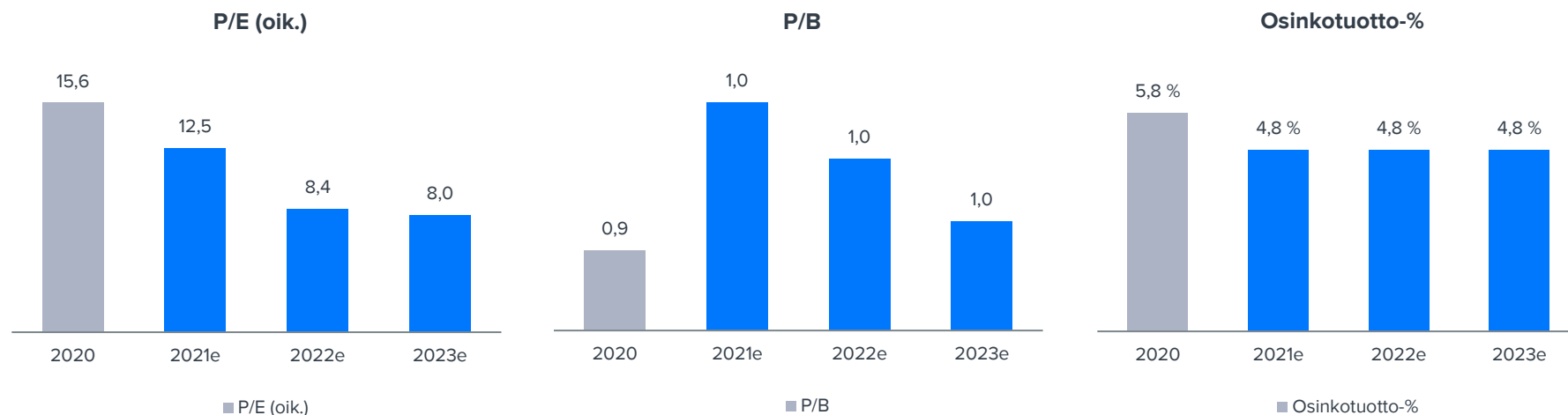
Arvioimme osakkeen tuotto-odotuksen ylittävän tuottovaatimuksen lähivuosina



# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2020   | 2021e  | 2022e  | 2023e  | 2024e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 1,90   | 2,08   | 2,08   | 2,08   | 2,08   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 36,2   | 36,2   | 36,2   | 36,2   | 36,2   |
| Markkina-arvo         | 69     | 75     | 75     | 75     | 75     |
| Yritysarvo (EV)       | 54     | 97     | 91     | 85     | 79     |
| P/E (oik.)            | 15,6   | 12,5   | 8,4    | 8,0    | 7,5    |
| P/E                   | 11,3   | 19,0   | 12,3   | 11,5   | 10,6   |
| P/Kassavirta          | 1,9    | neg.   | 7,2    | 6,9    | 6,4    |
| P/B                   | 0,9    | 1,0    | 1,0    | 1,0    | 0,9    |
| P/S                   | 2,2    | 0,9    | 0,7    | 0,6    | 0,6    |
| EV/Liikevaihto        | 1,8    | 1,2    | 0,8    | 0,7    | 0,6    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 5,1    | 9,3    | 5,8    | 5,1    | 4,5    |
| EV/EBIT (oik.)        | 9,6    | 13,6   | 7,8    | 6,7    | 5,7    |
| Osinko/tulos (%)      | 65,4 % | 91,2 % | 59,3 % | 55,1 % | 55,9 % |
| Osinkotuotto-%        | 5,8 %  | 4,8 %  | 4,8 %  | 4,8 %  | 5,3 %  |

Lähde: Inderes



# Tytäryhtiöiden verrokkiryhmien arvostus

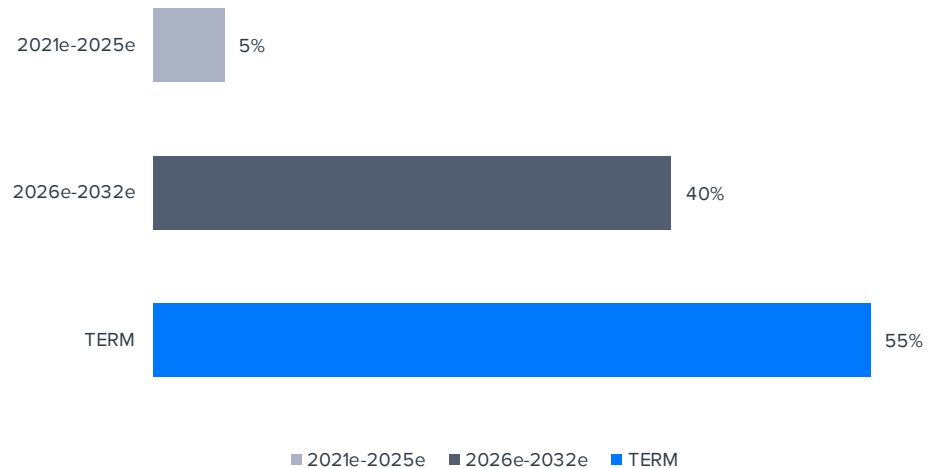
| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö        | Osakekurssi | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |            | EV/Liikevaihto |            | P/E         |             | Osinkotuotto-% |            | P/B        |
|---|-------------|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|------------|----------------|------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|
|   |             |                       |                    | 2021e       | 2022e       | 2021e       | 2022e      | 2021e          | 2022e      | 2021e       | 2022e       | 2021e          | 2022e      | 2021e      |
| Uponor Oyj                              | 20,56       | 1503                  | 1546               | 10,1        | 10,1        | 7,6         | 7,6        | 1,2            | 1,2        | 15,7        | 14,7        | 3,7            | 4,1        | 3,7        |
| Balco Group AB                          | 129,40      | 277                   | 284                | 25,6        | 16,2        | 19,4        | 13,3       | 2,6            | 1,9        | 33,7        | 20,9        | 2,0            | 2,6        | 4,1        |
| FM Mattsson Mora Group AB               | 240,00      | 283                   | 268                | 8,5         | 7,6         | 6,6         | 6,1        | 1,5            | 1,5        | 14,0        | 12,4        | 2,1            | 2,3        | 4,2        |
| Inwido AB (publ)                        | 166,10      | 940                   | 1048               | 12,2        | 11,8        | 9,5         | 9,2        | 1,4            | 1,3        | 14,7        | 14,4        | 3,0            | 3,2        | 2,4        |
| H+H International A/S                   | 219,50      | 530                   | 564                | 10,4        | 8,5         | 7,0         | 6,0        | 1,4            | 1,2        | 12,9        | 10,2        |                | 1,7        | 2,4        |
| Lindab International AB                 | 299,00      | 2302                  | 2472               | 19,5        | 18,3        | 14,7        | 14,0       | 2,6            | 2,5        | 30,0        | 22,6        | 1,3            | 1,8        | 4,1        |
| Munters Group AB                        | 65,25       | 1175                  | 1397               | 18,7        | 15,6        | 13,6        | 11,8       | 2,0            | 1,8        | 20,5        | 18,2        | 1,5            | 2,0        | 2,8        |
| Rockwool International A/S              | 2853,00     | 7627                  | 7428               | 18,3        | 17,1        | 12,0        | 11,3       | 2,4            | 2,2        | 27,2        | 25,4        | 1,2            | 1,3        | 3,6        |
| EcoUp (Inderes)                         | 6,00        | 53                    | 52                 | 22,0        | 15,4        | 10,1        | 7,6        | 1,7            | 1,3        | 36,3        | 21,4        | 0,8            | 1,5        | 2,4        |
| <b>Foamit Group verrokkit keskiarvo</b> |             |                       | <b>1673</b>        | <b>16,1</b> | <b>13,4</b> | <b>11,2</b> | <b>9,7</b> | <b>1,9</b>     | <b>1,7</b> | <b>22,8</b> | <b>17,8</b> | <b>2,0</b>     | <b>2,3</b> | <b>3,3</b> |
| <b>Foamit Group verrokkit mediaani</b>  |             |                       | <b>1048</b>        | <b>18,3</b> | <b>15,4</b> | <b>10,1</b> | <b>9,2</b> | <b>1,7</b>     | <b>1,5</b> | <b>20,5</b> | <b>18,2</b> | <b>1,7</b>     | <b>2,0</b> | <b>3,6</b> |
| Valmet Oyj                              | 37,28       | 5587                  | 5539               | 13,3        | 11,8        | 10,7        | 9,6        | 1,4            | 1,3        | 18,2        | 16,6        | 2,7            | 3,0        | 4,3        |
| Wartsila Oyj Abp                        | 12,00       | 7089                  | 7423               | 20,9        | 15,4        | 14,9        | 11,8       | 1,6            | 1,4        | 29,4        | 21,1        | 2,3            | 2,9        | 3,1        |
| Andritz AG                              | 44,36       | 4606                  | 4503               | 9,5         | 8,8         | 6,6         | 6,3        | 0,7            | 0,7        | 13,9        | 12,5        | 3,2            | 3,5        | 3,0        |
| Alfa Laval AB                           | 355,80      | 14575                 | 15417              | 23,8        | 20,2        | 18,9        | 16,4       | 3,9            | 3,4        | 29,4        | 25,5        | 1,7            | 1,8        | 4,9        |
| Raute Oyj                               | 20,80       | 68                    | 59                 |             | 6,5         | 14,7        | 4,4        | 0,4            | 0,4        |             | 12,0        | 4,0            | 4,3        | 2,4        |
| Robit Plc                               | 4,00        | 84                    | 112                | 38,0        | 18,7        | 13,2        | 10,2       | 1,1            | 1,0        | 57,1        | 19,5        |                | 2,3        | 1,7        |
| Kesla Oyj                               | 5,82        | 15                    | 22                 | 7,4         | 7,4         | 5,6         | 4,4        | 0,5            | 0,4        | 10,2        | 8,1         | 3,4            | 4,8        | 1,4        |
| Norrhydro (Inderes)                     | 3,56        | 39                    | 39                 | 22,3        | 22,6        | 15,3        | 16,6       | 1,7            | 1,6        | 29,9        | 31,4        | 0,3            | 0,6        | 1,1        |
| <b>Partnera (Inderes)</b>               | <b>2,08</b> | <b>75</b>             | <b>97</b>          | <b>13,6</b> | <b>7,8</b>  | <b>9,3</b>  | <b>5,8</b> | <b>1,2</b>     | <b>0,8</b> | <b>12,5</b> | <b>8,4</b>  | <b>4,8</b>     | <b>4,8</b> | <b>1,0</b> |
| <b>KPA Unicon verrokkit keskiarvo</b>   |             |                       | <b>4139</b>        | <b>19,3</b> | <b>13,9</b> | <b>12,5</b> | <b>9,9</b> | <b>1,4</b>     | <b>1,3</b> | <b>26,9</b> | <b>18,3</b> | <b>2,5</b>     | <b>2,9</b> | <b>2,7</b> |
| <b>KPA Unicon verrokkit mediaani</b>    |             |                       | <b>2307</b>        | <b>20,9</b> | <b>13,6</b> | <b>13,9</b> | <b>9,9</b> | <b>1,2</b>     | <b>1,1</b> | <b>29,4</b> | <b>18,1</b> | <b>2,7</b>     | <b>3,0</b> | <b>2,7</b> |

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2020        | 2021e        | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       |
|---|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>7,4</b>  | <b>5,1</b>   | <b>8,8</b>  | <b>9,8</b>  | <b>10,8</b> | <b>11,5</b> | <b>11,5</b> | <b>11,3</b> | <b>11,2</b> | <b>11,1</b> | <b>11,0</b> | <b>10,8</b> | <b>11,0</b> |
| + Kokonaispoistot                       | 3,4         | 5,3          | 6,8         | 6,8         | 6,7         | 6,6         | 6,5         | 6,4         | 6,4         | 6,3         | 5,3         | 4,1         | 3,3         |
| - Maksetut verot                        | 0,0         | -0,9         | -1,7        | -1,9        | -2,1        | -2,2        | -2,3        | -2,2        | -2,3        | -2,3        | -2,2        | -2,2        | -2,2        |
| - verot rahoituskuluista                | 0,1         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 30,0        | -6,8         | -0,1        | -0,7        | -0,6        | -0,6        | -0,5        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,3        | -0,5        |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>40,8</b> | <b>2,7</b>   | <b>13,9</b> | <b>14,0</b> | <b>14,8</b> | <b>15,3</b> | <b>15,2</b> | <b>15,1</b> | <b>14,9</b> | <b>14,7</b> | <b>13,7</b> | <b>12,4</b> | <b>11,6</b> |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -2,2        | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -2,5        | -34,4        | -3,4        | -3,1        | -3,0        | -3,0        | -3,0        | -3,1        | -3,0        | -3,1        | -3,0        | -3,0        | -3,7        |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>36,1</b> | <b>-31,7</b> | <b>10,5</b> | <b>10,9</b> | <b>11,8</b> | <b>12,3</b> | <b>12,2</b> | <b>12,1</b> | <b>12,0</b> | <b>11,7</b> | <b>10,8</b> | <b>9,4</b>  | <b>7,9</b>  |
| +/- Muut                                | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Vapaa kassavirta                        | 36,2        | -31,7        | 10,5        | 10,9        | 11,8        | 12,3        | 12,2        | 12,1        | 12,0        | 11,7        | 10,8        | 9,4         | 7,9         |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>-31,5</b> | <b>9,7</b>  | <b>9,3</b>  | <b>9,3</b>  | <b>9,0</b>  | <b>8,3</b>  | <b>7,6</b>  | <b>7,0</b>  | <b>6,3</b>  | <b>5,4</b>  | <b>4,4</b>  | <b>3,4</b>  |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 107          | 138         | 129         | 119         | 110         | 101         | 92,7        | 85,1        | 78,1        | 71,8        | 66,4        | 62,0        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>107</b>   |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                      |             | -19,0        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| + Likvidit varat                        |             | 35,2         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | -2,2         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -4,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>117</b>   |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>3,2</b>   |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

|   |              |
|---|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 21,0 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 25,0 %       |
| Vieraan pääoman kustannus               | 5,0 %        |
| Yrityksen Beta                          | 1,00         |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %       |
| Likviditeettipreemio                    | 2,50 %       |
| Riskitön korko                          | 2,0 %        |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>9,3 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>7,9 %</b> |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2019        | 2020        | 2021e       | 2022e       | 2023e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>57,1</b> | <b>58,4</b> | <b>87,5</b> | <b>84,1</b> | <b>80,4</b> |
| Liikearvo                      | 7,1         | 7,2         | 25,5        | 22,7        | 19,8        |
| Aineettomat hyödykkeet         | 0,2         | 0,3         | 5,3         | 5,1         | 4,9         |
| Käyttöomaisuus                 | 23,6        | 22,6        | 26,4        | 26,0        | 25,4        |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 12,7        | 14,8        | 14,8        | 14,8        | 14,8        |
| Muut sijoitukset               | 13,5        | 13,5        | 15,5        | 15,5        | 15,5        |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>56,8</b> | <b>53,3</b> | <b>84,3</b> | <b>81,4</b> | <b>82,1</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 33,1        | 3,7         | 9,8         | 10,4        | 10,8        |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 1,0         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         |
| Myyntisaamiset                 | 13,6        | 13,9        | 57,2        | 56,6        | 56,4        |
| Likvidit varat                 | 9,1         | 35,2        | 16,7        | 13,9        | 14,4        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>114</b>  | <b>112</b>  | <b>172</b>  | <b>166</b>  | <b>162</b>  |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2019        | 2020        | 2021e       | 2022e       | 2023e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>73,1</b> | <b>74,5</b> | <b>74,5</b> | <b>77,0</b> | <b>79,9</b> |
| Osakepääoma                    | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,4         |
| Kertyneet voittovarot          | 57,7        | 60,0        | 59,9        | 62,4        | 65,4        |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 7,3         | 6,0         | 6,0         | 6,0         | 6,0         |
| Vähemmistöosuus                | 1,7         | 2,1         | 2,1         | 2,1         | 2,1         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>31,9</b> | <b>27,7</b> | <b>26,8</b> | <b>23,7</b> | <b>21,5</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 3,6         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 19,2        | 17,2        | 16,3        | 13,2        | 11,0        |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 9,0         | 10,0        | 10,0        | 10,0        | 10,0        |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>9,0</b>  | <b>9,5</b>  | <b>70,5</b> | <b>64,9</b> | <b>61,1</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 1,7         | 1,8         | 20,1        | 14,5        | 11,3        |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 5,1         | 5,9         | 48,6        | 48,5        | 48,0        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 2,2         | 1,8         | 1,8         | 1,8         | 1,8         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>114</b>  | <b>112</b>  | <b>172</b>  | <b>166</b>  | <b>162</b>  |

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma             | 2018        | 2019        | 2020        | 2021e        | 2022e        | Osakekohtaiset luvut       | 2018    | 2019   | 2020    | 2021e         | 2022e         |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|----------------------------|---------|--------|---------|---------------|---------------|
| Liikevaihto               | 11,8        | 22,8        | 31,1        | <b>81,7</b>  | <b>115,6</b> | EPS (raportoitu)           | 0,38    | 0,20   | 0,17    | <b>0,11</b>   | <b>0,17</b>   |
| Käyttökate                | 17,9        | 10,6        | 10,8        | <b>10,4</b>  | <b>15,6</b>  | EPS (oikaistu)             | 0,38    | 0,20   | 0,12    | <b>0,17</b>   | <b>0,25</b>   |
| Liikevoitto               | 17,6        | 8,1         | 7,4         | <b>5,1</b>   | <b>8,8</b>   | Operat. kassavirta / osake | 0,17    | -0,67  | 1,13    | <b>0,08</b>   | <b>0,38</b>   |
| Voitto ennen veroja       | 19,6        | 9,2         | 7,8         | <b>5,3</b>   | <b>9,1</b>   | Vapaa kassavirta / osake   | -0,67   | -0,80  | 1,00    | <b>-0,88</b>  | <b>0,28</b>   |
| Nettovoitto               | 13,9        | 7,2         | 6,1         | <b>4,0</b>   | <b>6,1</b>   | Omapääoma / osake          | 1,91    | 1,97   | 2,00    | <b>2,00</b>   | <b>2,07</b>   |
| Kertaluontoiset erät      | 0,0         | -0,1        | 1,7         | <b>-2,0</b>  | <b>-2,9</b>  | Osinko / osake             | 0,14    | 0,14   | 0,11    | <b>0,10</b>   | <b>0,10</b>   |
| Tase                      | 2018        | 2019        | 2020        | 2021e        | 2022e        | Kasvu ja kannattavuus      | 2018    | 2019   | 2020    | 2021e         | 2022e         |
| Taseen loppusumma         | 99,8        | 114,0       | 111,7       | <b>171,8</b> | <b>165,7</b> | Liikevaihdon kasvu-%       |         | 93 %   | 36 %    | <b>163 %</b>  | <b>41 %</b>   |
| Oma pääoma                | 70,1        | 73,1        | 74,5        | <b>74,5</b>  | <b>77,0</b>  | Käyttökateen kasvu-%       |         | -41 %  | 1 %     | <b>-3 %</b>   | <b>50 %</b>   |
| Liikearvo                 | 0,8         | 7,1         | 7,2         | <b>25,5</b>  | <b>22,7</b>  | Liikevoiton oik. kasvu-%   |         | -53 %  | -31 %   | <b>26 %</b>   | <b>63 %</b>   |
| Nettovelat                | -21,8       | 11,8        | -16,2       | <b>19,7</b>  | <b>14,0</b>  | EPS oik. kasvu-%           |         | -48 %  | -40 %   | <b>37 %</b>   | <b>49 %</b>   |
| <b>Kassavirta</b>         | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | Käyttökate-%               | 151,0 % | 46,6 % | 34,6 %  | <b>12,7 %</b> | <b>13,5 %</b> |
| Käyttökate                | 17,9        | 10,6        | 10,8        | <b>10,4</b>  | <b>15,6</b>  | Oik. Liikevoitto-%         | 148,6 % | 36,2 % | 18,3 %  | <b>8,8 %</b>  | <b>10,1 %</b> |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -6,9        | -33,5       | 30,0        | <b>-6,8</b>  | <b>-0,3</b>  | Liikevoitto-%              | 148,6 % | 35,7 % | 23,8 %  | <b>6,3 %</b>  | <b>7,6 %</b>  |
| Operatiivinen kassavirta  | 6,0         | -24,4       | 40,8        | <b>2,7</b>   | <b>13,6</b>  | ROE-%                      | 40,2 %  | 10,2 % | 8,5 %   | <b>5,5 %</b>  | <b>8,3 %</b>  |
| Investoinnit              | -35,4       | -11,8       | -2,5        | <b>-34,4</b> | <b>-3,4</b>  | ROI-%                      | 41,7 %  | 9,1 %  | 7,9 %   | <b>5,0 %</b>  | <b>8,2 %</b>  |
| Vapaa kassavirta          | -24,1       | -28,9       | 36,2        | <b>-31,7</b> | <b>10,3</b>  | Omavaraisuusaste           | 70,2 %  | 64,1 % | 66,7 %  | <b>43,4 %</b> | <b>46,4 %</b> |
|                           |             |             |             |              |              | Nettovelkaantumisaste      | -31,2 % | 16,1 % | -21,8 % | <b>26,4 %</b> | <b>18,2 %</b> |
| Arvostuskertoimet         | 2018        | 2019        | 2020        | 2021e        | 2022e        |                            |         |        |         |               |               |
| EV/Liikevaihto            | neg.        | 0,5         | 1,8         | <b>1,2</b>   | <b>0,8</b>   |                            |         |        |         |               |               |
| EV/EBITDA (oik.)          | neg.        | 1,1         | 5,1         | <b>9,3</b>   | <b>5,8</b>   |                            |         |        |         |               |               |
| EV/EBIT (oik.)            | neg.        | 1,4         | 9,6         | <b>13,6</b>  | <b>7,8</b>   |                            |         |        |         |               |               |
| P/E (oik.)                | 0,0         | 0,0         | 15,6        | <b>12,5</b>  | <b>8,4</b>   |                            |         |        |         |               |               |
| P/B                       | 0,0         | 0,0         | 0,9         | <b>1,0</b>   | <b>1,0</b>   |                            |         |        |         |               |               |
| Osinkotuotto-%            |             |             | 5,8 %       | <b>4,8 %</b> | <b>4,8 %</b> |                            |         |        |         |               |               |

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositus historia (>12 kk)

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 (välttömät 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 suosituksin 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 arvon 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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.

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 12.12.2021 | Lisää    | 2,40 €  | 2,08 €      |

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

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.**