

# Panostaja

Laaja raportti

20.5.2022 07:35



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Suuri kassa ja markkinatilanne avaavat mahdollisuuksia

Toistamme Panostajalle tavoitehinnan 0,68 €, mutta nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä). Viime vuosina suoritettu sijoitussalkun suursiivous sekä Granon tuore SokoPro -kauppa antavat emoyhtiölle merkittävän nettokassan samalla, kun rahoitusmarkkinoiden yleinen tilanne on kiristynyt merkittävästi. Uudistettu strategia päästäänkin käynnistymään hyvissä olosuhteissa pääoman allokoointia ajatellen. Osakkeen alhainen arvostustaso (P/B 0,8x) ei ihmeitä yhtiöltä vaadi, minkä takia näemme riski/tuotto-suhteen nykytilanteessa kohtuullisen hyvänä.

## Seuraavaksi ostoksille: suuri nettokassa on merkittävä etu nykyisessä markkinatilanteessa

Viime vuosina Panostaja on keskittynyt sijoitussalkkunsaa siivoamiseen ja myynyt Tilatukun, Helakeskuksen, Heatmastersin, Spectran ja Carrotin (joskin jäi vähemmistö-sijoittajaksi). Näiden lisäksi Grano myi SokoPro-liiketoiminnan korkealla 45,5 MEUR:n kauppahinnalla, mistä Panostaja ottaa omansa 55,2 %:n Grano-omistuksen mukaisesti. Arviomme mukaan emoyhtiön tase mahdollistaisi noin 25 MEUR:n investoinnit uusiin sijoituskohteisiin (ilman olemassa olevaa limiittiä). Panostajalla on siis kokoluokkaan nähden paljon ”kuivaa ruutia”, mikä on nykymarkkinassa erittäin suotavaa. Jos pääoman allokoinnissa onnistutaan ja uudistettu strategia osoittautuu toimivaksi, divestoinneilla alkanut uusiutumisprosessi voidaan saada onnistuneesti maaliin. Yhtiö keskittyy jatkossa palvelu- ja ohjelmistotoimialojen suomalaisiin kasvuyrityksiin. Operatiivisesti potentiaalisilla arvonnulojilla Oscarilla ja CoreHW:lla on ollut vaikeuksia viimeaikoina, mutta potentiaalia näemme niissä edelleen. Hygган arvo jää toistaiseksi suurien nettovelkojen alle, mutta Gugguu (vähemmistö-sijoitus) on edennyt varsin hyvin.

## Grano on edelleen kriittinen Panostajalle

Panostajan ylivoimaisesti suurin sijoituskohde on edelleen Grano, jonka osuus portfolion kokonaisarvosta (~41 MEUR) on arviomme mukaan noin 83 %. Grano vastaa myös leijonanosasta Panostajan liikevaihdosta ja tuloksesta, joten lyhyellä aikavälillä yhtiö määrittää pitkälti myös Panostajan suunnan. Granon arvo konkretisoitui osittain merkittävän SokoPro-kaupan myötä, mutta samalla Granon tärkein tulosmoottori poistui konsernista. Nyt jatkuvien liiketoimintojen tulosparannukseen kohdistuu yhä enemmän painetta, mutta tukea tarjoaa Vantaan ”supertehtaan” tuomat tehokkuushyödyt sekä kysyntäpuolella koronapandemian vaikutuksien poistuminen. Toimiala on murroksessa, mutta markkinajohtajana Grano on mielestämme muita paremmassa asemassa hallitsemaan erilaisia haasteita. Näimme SokoPron myynnin tietynlaisena ”väli-irtautumisena” Panostajalle, mikä purki osittain yhtiön keskittynyttä arvoa ja antaa toisaalta lisää aikaa lopullisen irtautumisen valmisteluun. Mielestämme Panostajan irtautuminen voi tapahtua lähivuosina, kunhan Grano on todistanut kannattavuuskäanteen kestävyiden.

## Maltillinen arvostus ja suuri kassa kääntävät riski/tuotto-suhteen positiiviseksi

Arvotamme sijoitusyhtiö Panostajaa pääosin osien summa -analyysillä, jonka indikoima arvo on nyt 0,83 €/osake. Käytämme yhtiölle varsin korkeaa 18 %:n (aik. 17 %) sijoitusyhtiöalennusta, mikä on yhtiön vaisulla track-recordilla ja poikkeuksellisen korkealla rahoitusmarkkinoiden epävarmuudelle mielestämme perusteltua. Tällä tasolla sijoituskohteiden kehitykseen ei kuitenkaan ole ladattua kohtuuttomia odotuksia. Osakkeen P/B-luku on vain 0,8x (2022e) ja osinkotuotto lähes 5 %, joten arvostustaso on mielestämme hyvin maltillinen ja yleiset odotukset alhaisia. Osakemarkkinoiden myllerryksessä vauhtia voidaan hakea vielä selvästi alemmalla, mutta suuren kassan kautta epävarmuus tarjoaa Panostajalle myös mahdollisuuksia uusiin sijoituksiin kohtuullisella arvostuksella.

## Suositus

### Lisää

(aik. Vähennä)

**0,68 EUR**

(aik. 0,68 EUR)

### Osakekurssi:

0,61



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	133,0	138,9	141,1	145,4
<b>kasvu-%</b>	-16 %	4 %	2 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	2,0	2,5	3,4	4,1
<b>EBIT-% oik.</b>	1,5 %	1,8 %	2,4 %	2,8 %
<b>Nettotulos</b>	-0,8	-0,5	0,5	1,2
<b>EPS (oik.)</b>	-0,04	0,08	0,01	0,02

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	7,2	66,3	26,3
<b>P/B</b>	0,9	0,8	0,8	0,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,3 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	60,2	29,7	21,6	17,8
<b>EV/EBITDA</b>	7,4	4,6	4,1	4,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,9	0,5	0,5	0,5

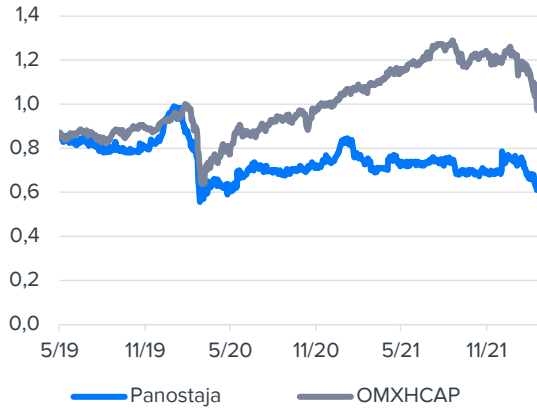
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

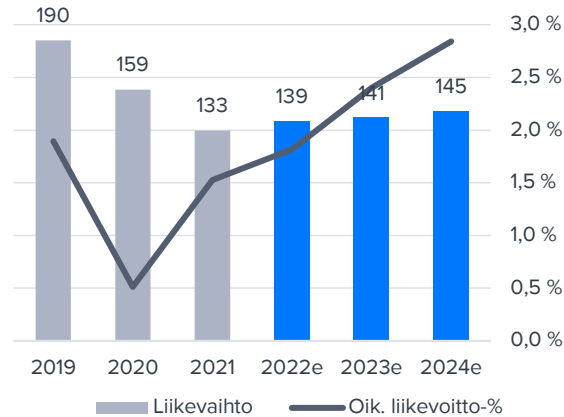
Panostaja arvioi eri sijoituskohteiden kysyntätilanteen kehittyvän lyhyellä aikavälillä seuraavasti: Oscar Softwaren kysyntätilanne säilyy hyvänä ja Hygган, Granon ja CoreHW kysyntätilanne säilyy tyydyttävänä.

## Osakekurssi



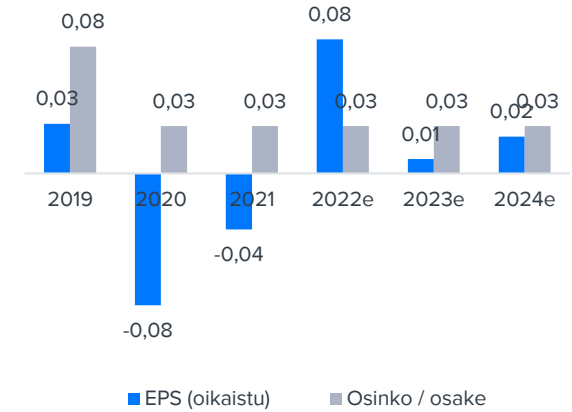
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

- Epäonnistuminen Granon kannattavuuskäänteessä säästötoimista huolimatta
- Suomen talouden heikko kehitys esimerkiksi Venäjän ja Ukrainan sodasta johtuen
- Sijoituskohteiden heikko kehitys ja yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Osakemarkkinoiden heikko kehitys rahoitusmarkkinoiden kiristyessä

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	0,61	0,61	0,61
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	52,6	52,6	52,6
<b>Markkina-arvo</b>	32	32	32
<b>Yritysarvo (EV)</b>	75	73	74
<b>P/E (oik.)</b>	7,2	66,3	26,3
<b>P/E</b>	7,2	66,3	26,3
<b>P/B</b>	0,8	0,8	0,8
<b>P/S</b>	0,2	0,2	0,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,5	0,5	0,5
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	4,6	4,1	4,1
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	29,7	21,6	17,8
<b>Osinko/tulos (%)</b>	35 %	326 %	129 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,9 %	4,9 %	4,9 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-7</b>
Sijoitusstrategian arviointi	<b>8-11</b>
Portfolion esittely	<b>12-15</b>
Sijoituskohteet	
Grano	<b>16-19</b>
Oscar Software	<b>20-21</b>
CoreHW	<b>22-23</b>
Hygga	<b>24-25</b>
Vähemmistöt	<b>26</b>
Tase ja taloudellinen tilanne	<b>27</b>
Osien summa -analyysi, arvonmääritys ja riskiarvio	<b>28-32</b>
Taulukot	<b>33-38</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>39</b>

# Panostaja lyhyesti

Panostaja on suomalaisia pk-yrityksiä omistava ja kehittävä sijoitusyhtiö.

%-osuus  
Panostajan  
sijoituksista\*

Sijoitukset  
yhteensä  
43 M€ \*\*

## Emoyhtiön sijoitustoiminta

Emoyhtiön  
nettokassa 16,9 M€



Emoyhtiön  
henkilöstö



12%

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

Arvonluoja



83%

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

Kassavirtayhtiö



5%

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

Arvonluoja



0%  
\*\*\*

Hammaslääkärikliniikka ja toiminnanohjausjärjestelmä

Kasvuyhtiö



Kasvava kansainvälinen lastenvaateyhtiö

Kannattava kasvu



Henkilöstövuokraus ja rekrytointi (omistus 19%)

Käänneyhtiö

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

## Sijoitusyhtiö omalla taseella

Panostaja on sijoitusyhtiö, joka omistaa ja kehittää suomalaisia pk-yrityksiä. Uudistuneessa strategiassaan yhtiö keskittyy erityisesti palvelu- ja ohjelmistoalan yrityksiin. Yhtiö pyrkii löytämään laadukkaita ja kasvukykyisiä sijoituskohteita, kehittämään niitä eteenpäin ja luomaan näin omistaja-arvoa. Strategian onnistunut toteuttaminen vaatii oikeaa analyysiä kohdeyhtiöstä, järkevää hankintahintaa, hyvää ajoitusta, yrityksen kehittämisessä onnistumista ja lisäarvon luomista kohdeyhtiössä. Yhtiön tavoitteena on 5-10 kasvavan ja kehittyvän pk-yrityksen omistus. Sijoittajan kannalta oleellisinta mielestämme on omistaja-arvon luominen.

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

## Konsernirakenne

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

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

Panostajan omistusosuudet sijoituskohteissa vaihtelevat merkittävästi (19-80 %). Kaikissa tytäryhtiöissä omistus on tietysti yli 50 %, jolloin tuloslaskelmat ja taseet konsolidoidaan konserniin. Panostaja-konsernin liikevaihdossa näkyy siis 100 % tytäryhtiöiden liikevaihdosta ja tuloksesta, vaikka omistusosuudet olisivat tätä pienempiä. Tämä tarkoittaa tuloslaskelmaan merkittäviä vähemmistöosuuksia, jotka on tärkeää huomioida. Guggu oli Panostajalle ensimmäinen sijoitus, jossa yhtiö oli jo lähtökohtaisesti suuri vähemmistösijoittaja 43 %:n osuudella. Pienin osuus Panostajalla on Carrotissa, missä yhtiö on nykyään vähemmistöomistaja 19 %:n osuudella.

## Sijoitusstrategian kyky luoda arvoa

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

## panostaja

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

GRANO

oscar  
software

CoreHW

hygga.

GUGGUU®

Lisäksi yhtiö omistaa vähemmistöjä seuraavissa yhtiöissä:

carrot®

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

## Panostajan sijoitusperiaatteet

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

### 1/3 Hankinta

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

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

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

Kokonaisuudessaan Panostajan hankintaprosessi on varsin joustava ja antaa yhtiölle laajat mahdollisuudet erilaisiin sijoituksiin. Tärkeintä on mielestämme, että Panostaja pystyy tarjoamaan rahan lisäksi osaamista sekä uskottavan suunnitelman omistaja-arvon kehittämiseksi. Tässä uusi asiantuntijaverkosto voi olla hyödyllinen. Yhtiöllä on myös käsityksemme mukaan hyvä maine pitkäjänteisenä yrittäjien kumppanina.

### 2/3 Kehittäminen

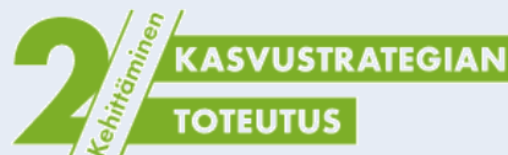
Sijoituskohteiden kehittäminen on kriittistä, jotta Panostaja pystyy luomaan omistaja-arvoa. Kehittämiseen kuuluu sijoitusstrategian toimeenpano, mihin kuuluvat esimerkiksi kasvu ja operatiivinen tehokkuus. Perinteisen kannattavan kasvun lisäksi mielestämme on tärkeää pyrkiä laskemaan yleensä suhteellisen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

heijastuvat hyväksyttävään arvostustasoon.

Kehittämiseen kuuluu myös liiketoiminnan ja johtamisen kokonaisvaltainen kehittäminen: johdon osaamisen kehittäminen sekä aktiivinen tuki, työkalut ja järjestelmät sekä tietysti hallitus ja strategiatyö. Kehittäminen vaatii Panostajalta merkittäviä resursseja, joten sen täytyy tuottaa myös tuloksia. Tehtävän onnistuessa sijoituskohteen tuloksen pitäisi kasvaa, riskiprofiilin pienentyä ja kilpailuetujen vahvistua.

### 3/3 Irtautuminen

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



# Sijoitusstrategian arviointi 1/3

## Track-record omistaja-arvon luonnissa

Sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto ovat keskeisiä asioita sijoitusstrategian analysoinnissa. Panostajan lisäarvonluontia voidaan tarkastella osinkojen ja oman pääoman kasvun kautta. Vuosien 2006-2021 välillä oman pääoman kasvun ja osinkojen yhdistetty kumulatiivinen tuotto on ollut noin 5,1%vuodessa.

Oma pääoma / osake on noussut tilikauden 2006 tasolta 0,68 eurosta 0,75 euroon tilikauden 2021 lopussa. Jakso on ollut siis heikko lukuun ottamatta erinomaista KotiSun-irtaantumista vuonna 2018. Edelliset kaksi vuotta ovat olleet yhtiölle vaikeita johtuen erityisesti koronapandemian tuomista haasteista. Osinkoa tai pääoman palautuksia Panostaja on maksanut melkein joka vuosi, ja kumulatiivisesti 16 vuoden aikana on maksettu omistajille 0,97 €/osake (ml. tilikaudelta 2016 maksettu osinko).

## Emme tällä hetkellä näe taseessa piilevää arvoa

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

Osien summa -laskelmamme indikoima arvo on ajoittain ollut selvästi suurempi kuin sijoitusten tasearvo. Tällä hetkellä osien summan perusteella saamme osakkeenomistajille kuuluvaksi arvoksi noin 0,68 €/osake, kun tilikauden Q1'22:n lopussa yhtiön oma pääoma / osake oli 0,74 €. Näin ollen taseessa ei näkemyksemme mukaan ole ”piiloarvoa”, mikä johtuu osittain

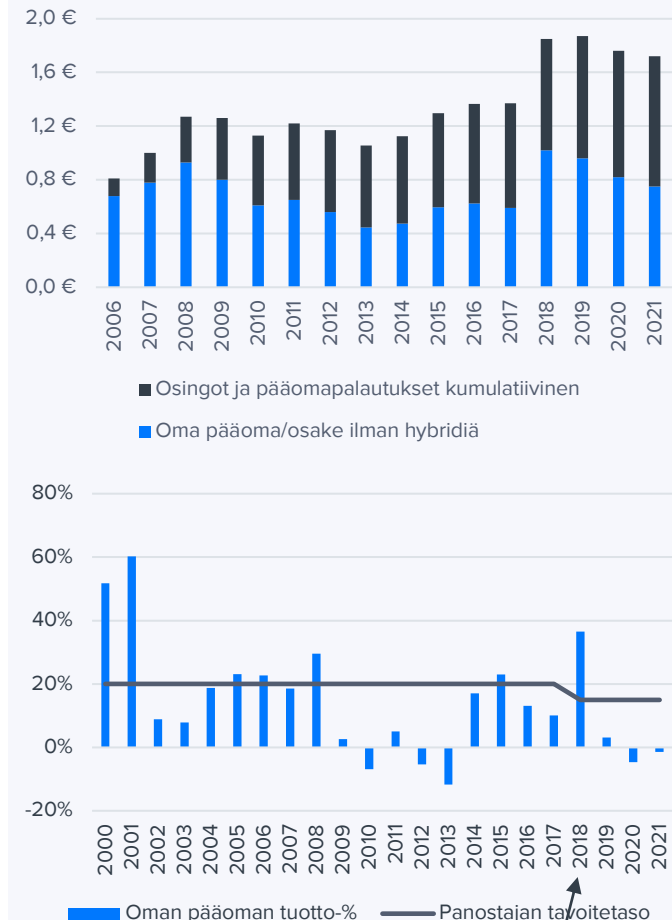
osakemarkkinatilanteesta ja sijoituskohteille antamistamme alhaisista arvoista. Viime aikainen salkun siivousoperaatio ei ole heijastunut merkittävästi omaan pääomaan suurimman osan irtautumisista oltua heikosti menestyneitä sijoituksia. Yhtiön kahden edellisen vuoden tappiot ovat heijastuneet negatiivisesti omaan pääomaan. Tämän hetken suurimmassa sijoituksessa, Granossa, yhtiön tavoitteena on arviomme mukaan vakauttaa kannattavuus hyvälle tasolle ja saada yhtiö käännettyä takaisin kasvuun arvon maksimoinniksi myynnissä. Portfolion potentiaalisimmat arvонуojat (Oscar Software ja CoreHW) eivät ole kehittyneet toivotusti, mutta ovat muutenkin vielä kehitysvaiheessa.

## Tavoitteista on jääty selvästi

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

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

## Panostajan track-record



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



# Sijoitusstrategian arviointi 2/3

## Perinteiset arvonluontimenetelmät

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

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

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

## Ostaessa valuaation on oltava konservatiivinen

Panostaja pyrkii hankkimaan yrityksiä matalalla arvostuksella, mikä heijastelee alun korkeaa riskitasoa. Tähän vaikuttaa mm. toimiala ja potentiaali, yleisesti vallitsevat arvostustasot ja kilpailu kohteesta. Arvostustasot ovat viimeisten vuosien aikana kohonneet, mutta rahapolitiikan merkittävä kiristyminen aiheuttaa nyt painetta osakemarkkinoiden arvostuksiin ja heijastuu lopulta myös listaamattomiin kohteisiin.

Listaaamattomien riskiprofiili on lähtökohtaisesti korkea jo heikon likviditeetin takia. Monesti yhtiöt sisältävät merkittävän henkilöriskin (yrittäjä ja avainhenkilöt), ovat pieniä ja liiketoiminta on suhteellisen vähien tuotteiden tai palveluiden varassa. Näin ollen keskimääräisten kertoimien pitäisi olla maltillisia.

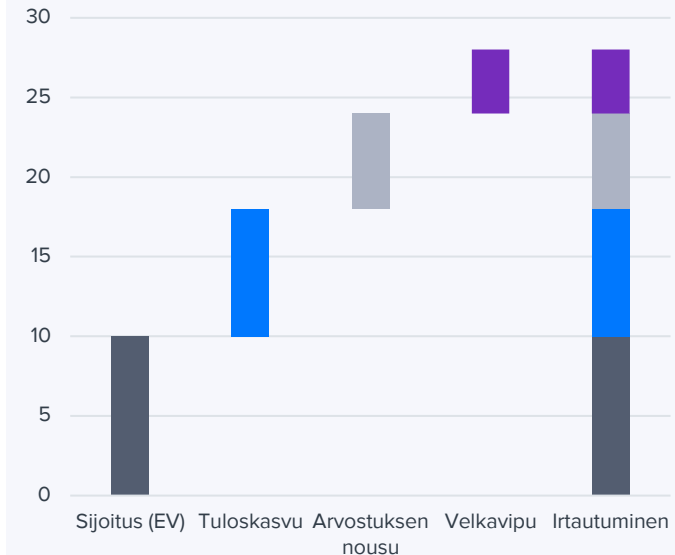
Myytäessä asetelma kääntyy ja Panostaja pyrkii saamaan maksimaalisen arvostustason. Jos kehitysohjelma on onnistunut suunnitelmien mukaan, korkeamman arvostustason saavuttamisen pitäisi toteutua riskiprofiilin pienennyttyä ja toiminnan vakaannuttua. Myös myynnissä ajoituksella on suuri merkitys. Arvostustason nousu riippuu liiketoiminnan kehityksestä, näkymistä ja toimialan yleisestä kehityksestä sekä yleisestä arvostustasosta.

## Tuloskasvu on kriittinen ajuri

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

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

## Arvonluonnin tärkeimmät elementit



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

# Sijoitusstrategian arviointi 3/3

## Tähtäimessä kannattavat palvelu- ja ohjelmistoalan kasvuyritykset

Panostajan helmikuussa 2022 julkaiseman vuosien 2022-2024 strategian mukaan yhtiö pyrkii kiihdyttämään arvonluontia keskittymällä erityisesti palvelu- ja ohjelmistotoimialojen suomalaisiin kasvuyrityksiin. Yhtiö näkee, että toimialojen kehitystä tukee selkeät trendit ja niiden laajuus tarjoaa ison määrän potentiaalisia sijoituskohteita sekä riittävän mahdollisuuden hajauttaa sijoitusportfoliota. Painopiste on hyvin ymmärrettävä, sillä Panostaja on jo viime vuodet osittain keskittynyt näille toimialoille ja saanut niiltä kokemusta. Panostajalla on historiassa ollut hyviä onnistumisia palvelu- ja ohjelmistoaloilta, kuten SokoPro, Kotisun, Flexim Security ja Vindea.

Mielestämme yhtiön kaltaisen pienen sijoitusyhtiön on järkevää pyrkiä erikoistumaan, jolloin se kykenee tarjoamaan kohdeyhtiöilleen erikoisosaamista. Tämä mahdollistaa sijoituskohteiden välille syntyviä osaamissynergioita, jota yhtiöllä ei aiemmin merkittävästi ollut yhtiön sijoittaessa hyvin erilaisille toimialoille ja liiketoimintamalleihin. Tämän pitäisi ajan kanssa tarjota yhtiölle entistä paremmat lähtökohdat arvonluontiin ja lisäksi fokuosoituminen selkeyttää yhtiön sijoitusprofiilia merkittävästi. Myös mahdollisten sijoituskohteiden kiinnostus myydä liiketoimintansa Panostajalle voi kasvaa, kun Panostaja osaaminen tietyllä toimialalla korostuu. Tämä voi osaltaan edesauttaa neuvotteluita yritysjärjestelyissä. Samalla täytyy muistaa, että potentiaalisten sijoituskohteiden

määrä pienenee selkeän rajauksen takia, joten valinnanvaraa on nyt luonnollisesti vähemmän.

Tarkemmasta toimialafokuosoitumisesta huolimatta Panostaja pyrkii rakentamaan hajautettua sijoitussalkkua. Yhtiö pyrkii strategiakaudellaan kasvattamaan sijoitusportfoliotaan useilla uusilla sijoituksilla. Etenkin palveluala on käsitteenä erittäin laaja, joka mahdollistaa sijoituksia usean eri profiilin yhtiöihin. Tiettyä keskittämistä portfolioon kuitenkin käsityksemme mukaan haetaan ja historiallisille tasoille sijoituskohteiden määrässä ei todennäköisesti palata lähiaikoina.

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

Samalla Panostaja sisällytti vastuullisuuden entistä vahvemmin osaksi arvonluontiaan ja sijoitustoimintaan kestävän kasvun mahdollistamiseksi ja uusien liiketoimintamahdollisuuksia tunnistamiseksi. Ajatus on perusteltu, mutta konkretiaa sen ympärille saadaan vasta myöhemmin tekojen (yhtiövalinnat ja toimenpiteet yhtiöissä) kautta.

## Neuvonantajaverkosto tukemassa sijoitustoimintaa

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

Neuvonantajien on mahdollista olla myös itse sijoittajina uusissa kohteissa, ja näin he voisivat sijoittaa kohdeyrityksiin samoilla ehtoilla kuin Panostaja. Neuvonantajilla on Panostajan kanssa yhtenevät kannustimet tehdä tuottavia sijoituksia erityisesti silloin, kun omatkin pääomat ovat samoissa kohteissa. Lisäksi neuvonantajat saavat käsityksemme mukaan pientä hallituspalkkion tyyppistä korvausta roolistaan, mutta tällä ei ole oleellista vaikutusta Panostajan kulurakenteeseen.

Tällä hetkellä verkostossa on yhteensä kuusi neuvonantajaa ja ymmärtääksemme koko on pitkälti yhtiön tavoitteiden mukainen. Verkostossa on osaamista etenkin ohjelmistoliiketoimintojen osaamista ja mahdolliset lisäykset verkostoon tehtäisiin palvelualan ammattilaisista.

# Panostajan strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Aktiivinen omistaja

### Perustehtävä

Arvonluonti vastuullisena omistajakumppanina muutoksen läpivientiä ja kasvua kiihdyttäen

### Arvot

Yrittäjämäisyys, tuloksellisuus, uudistuminen, osaaminen  
luottamus ja avoimuus



### Toimialafokus

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



### Kasvutrendien tukema portfolio

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



### Vastuullisuus

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

## Neuvonantajaverkosto

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

## Taloudelliset tavoitteet

Oman pääoman tuotto vähintään 15 %

Sijoitusten sisäinen korkokanta (IRR)  
yli 22 %

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

Omavaraisuusaste vähintään 40 %

Normaalitilanteessa emoyhtiöllä  
velaton rahoitusrakenne

# Portfolion esittely 1/2

## Suhteellisen tasapainoinen sektorijakauma

Panostajan portfolioon kuuluu neljä sijoituskohdetta (enemmistöomistus, >50 %), yksi osakkuusyhtiötä (yli 20 %:n vähemmistöomistus) sekä yksi pienempi vähemmistösijoitus. Portfolio on keskittynyt Suomen pk-sektorille. Selvästi suurin ja samalla arvokkain omistus on näkemyksemme mukaan Grano, jonka yritysostovetoisessa kasvutarinassa Panostaja on onnistunut pääosin hyvin. Arvioimme Panostajan Grano-omistuksen (55,2 %:n omistusosuus) arvo on vastaa noin 83 % portfolion kokonaisarvosta. Grano dominoi myös liikevaihto- ja liikevoittolukuja ja on myös salkun selvästi suurin riskikeskittymä.

Kaikki Panostajan sijoituskohteet toimivat eri toimialoilla ja toimialahajautusta voidaan pitää kohtuullisena, mutta jatkossa sijoituksia tehdään vain palvelu- ja ohjelmistoalalle. Historiallisesti Panostaja on sijoittanut vain suomalaisiin pk-yrityksiin, joten salkun Suomi-riski on luonnollisesti iso. Riippuvuus Suomen talouskehityksestä on huomattavasti suurempi kuin esimerkiksi sijoittajalle, joka omistaa yhtiötä pelkästään Helsingin pörssistä. Vaikka joillakin sijoituskohteilla on pientä vientiä, on Suomi ylivoimaisesti suurin markkina yhtiöille - liikevaihdosta yli 95 % tulee Suomesta. Uudessa strategiassaan yhtiö on kuitenkin avoimempi kansainvälistymiselle ja jatkossa yhtiö etsii myös kansainvälistä kasvua tavoittelevia yhtiötä etenkin ohjelmistosektorilla.

## Arvo on voimakkaan keskittynyt Granoon

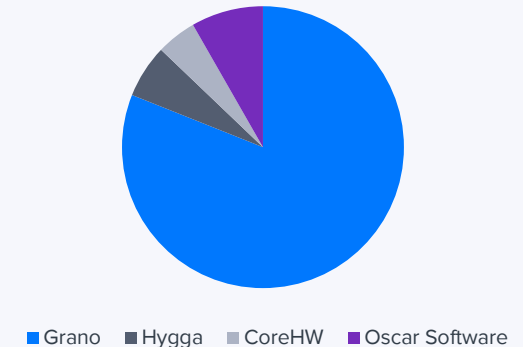
Näkemyksemme mukaan Panostajan portfolion arvo on keskittynyt voimakkaasti Granoon. Tämä

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

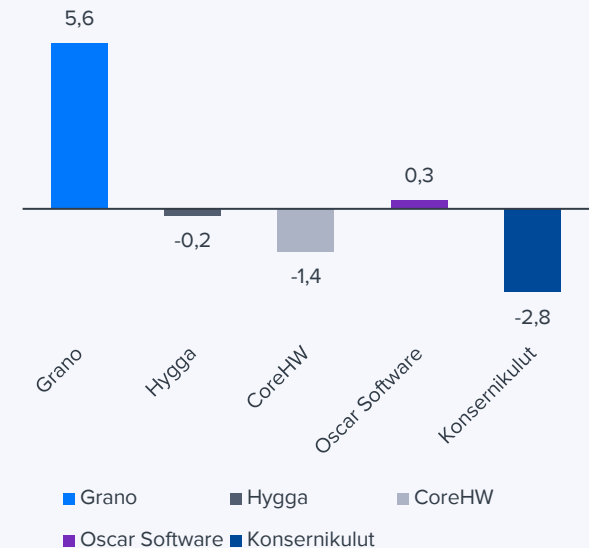
Muut omistukset ovat näkemyksemme mukaan arvoltaan huomattavasti pienempiä. Granon lisäksi Panostajan portfolioon on tällä hetkellä kaksi arvoltaan merkittävää sijoituskohdetta: Oscar Software sekä CoreHW. Oscar Softwaren osuus portfolioon on arviomme mukaan tällä hetkellä noin 12 % ja CoreHW:n puolestaan noin 5 %. Hajautuksen kannalta arvon raju keskittyminen Granoon on mielestämme riski, mikä sijoittajien on tärkeää tiedostaa.

Suurempana ongelmana pidämme sitä, että Panostajalta puuttuu tällä hetkellä selkeät arvoajurit. Vaikkakin Oscar Softwaressa ja CoreHW:ssa on haasteista huolimatta merkittävää potentiaalia, ne jäävät helposti Granon varjoon. KotiSunin myynnin jälkeen Grano on dominoinut arvonkehitystä, eikä yhtiö ole kehittynyt hyvin viime vuosina. Hajautuksen kannalta olisi mielestämme hyvä, jos yhtiöllä olisi monia erilaisia arvoajureita. Tilanteeseen emme näe tulevan muutosta kuitenkaan lyhyellä aikavälillä ennen kuin irtaantuminen Granosta tapahtuu. Positiivista kuitenkin on, että portfolio on uudistunut viime vuosina merkittävästi ja Grano selvisi koronapandemiasta kohtuullisin vahingoin rajujen säästötoimien ansiosta. Näin Panostajalla on aikaa antaa uudempien sijoituskohteiden kehittyä.

Liikevaihdon jakauma (2021)



Liikevoiton muodostuminen (MEUR, 2021)



# Portfolion esittely 2/2

## Grano on ollut salkussa pitkään

Panostajan sijoitushorisontin on normaalisti noin 5-10 vuotta, mutta Grano on ollut salkussa jo 14 vuotta. Yhtiö on kuulunut salkkuun vuodesta 2008 ja yhtiön kasvutarina Suomessa on hyvinkin kypsässä vaiheessa. Vuodet 2020 ja 2021 olivat koronapandemian myötä Granolle haastavia ja heikko kehitys on todennäköisesti hidastanut mahdollista irtautumista yhtiöstä. Mielestämme Panostajan kannalta looginen irtaantumisaika olisi pian sen jälkeen, kun Grano on todistanut korkeamman kannattavuutensa ja kykynsä tuottaa vuolaita kassavirtoja. Periaatteessa tähän on edellytykset lähivuosina, kun Vantaan tehdas saadaan täyteen vauhtiin. Markkinanäkymää kuitenkin heikentää Ukrainan ja Venäjän sodasta johtuva epävarmuus.

Emme näe tällä hetkellä Granolle selkeää teollista ostajaa, mikä heikentää osittain exit-näkymää. Vaihtoehtoja kuitenkin on, sillä Grano on mielestämme potentiaalinen pörssi-yhtiö ja mahdollisesti kiinnostava myös pääomasijoittajille. Osaltaan Granon arvoa konkretisoi joulukuussa 2021 tapahtunut SokoPro-liiketoiminnan myynti, jonka myötä yhtiön nettovelka ja riskiprofiili laskivat merkittävästi. Tämä mahdollistaa Panostajalle merkittävän pääoman kotiuttamisen yhtiöstä. Toisaalta SokoPro oli yhtiön suurin tuloksentekijä, joten jatkuviin liiketoimintoihin kohdistuu entistäkin suurempi paine parantaa kannattavuutta.

## Salkku on uusiutunut voimakkaasti viime vuosina

Viime vuosien aikana Panostaja on siivonnut salkkuaan merkittävästi. Viimeisen neljän vuoden aikana yhtiö on tehnyt lähinnä irtautumisia

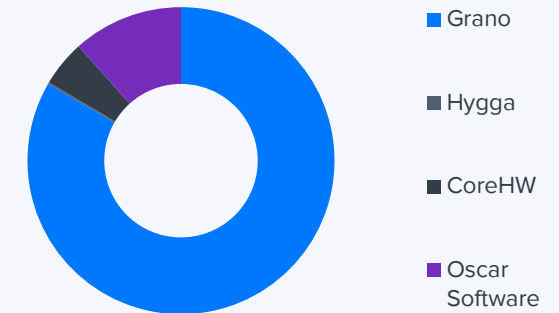
(Heatmasters, Suomen Helakeskus, Spectra, KotiSun, KL-Varaosat, Ecosir, Tilatukku sekä osittain Carrot) ja keskittänyt salkkuaan ydinsijoituksiin. Oletamme, että jatkossa sijoituskohteiden lukumäärä on kasvamassa.

KotiSun oli Panostajalle erinomainen menestystarina, joka tapahtui nopeasti. KL-Varaosat oli sen sijaan pitkä tarina, sillä Panostaja sijoitti yhtiöön jo vuonna 2007 ja irtaantumiseen kului siis lähemmäs 12 vuotta. Tuotto oli kokonaisuudessaan varsin hyvä, vaikka irtaantumishinta ei ollut erityisen mairitteleva. Pienemmissä sijoituksissa (Ecosir ja Tilatukku) oli monta käännettä, mutta kokonaisuutena sijoitukset olivat kuitenkin varsin heikosti tuottaneita. Tuoreimmista irtaantumisista Heatmasters ja Helakeskus olivat Panostajalla pitkäikäisiä, mutta varsin heikosti tuottaneita sijoituksia. Myös Carrot oli selvä epäonnistuminen, joka tuhosi arvoa.

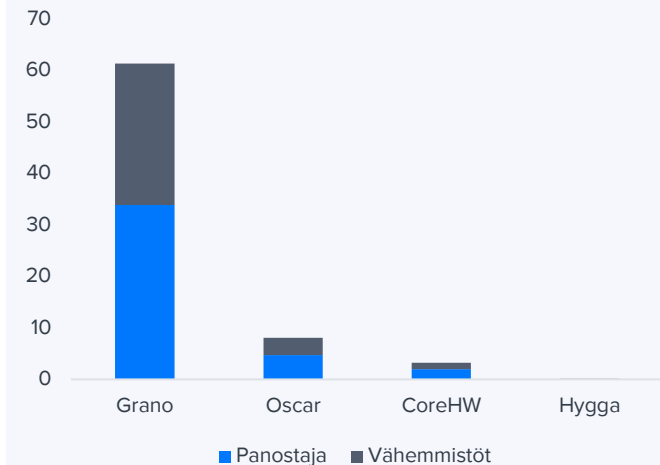
## Teknologian merkitys nousut selvästi

Panostajan sijoitussalkussa on kolme tuoreempaa sijoitusta, joissa yhtiö on vielä sijoitusajan alkupuolella. Nämä ovat Oscar Software (2018), CoreHW (2017) ja Hygga (2015, mutta kehitys vielä alkuvaiheessa). Yhtiöiden kohdalla Panostajan kehitystyö on vielä kehityskaaren alkupuolella ja kohteet omaavat selkeää arvonluontipotentiaalia. Yhteistä kaikille näille kolmelle yhtiölle on fokus teknologiaan: Oscar on osin SaaS-mallilla toimiva ERP-yhtiö, CoreHW on korkean teknologian asiantuntijayritys ja kehittää omaan tuotetta, ja Hyggan kilpailuetu pohjautuu tehokkaaseen toiminnanohjausjärjestelmään. Näin ollen profiilit kuvaavat mielestämme yhtiön uutta suuntausta.

Portfolion arvon jakautuminen\*  
(Inderesin näkemys)



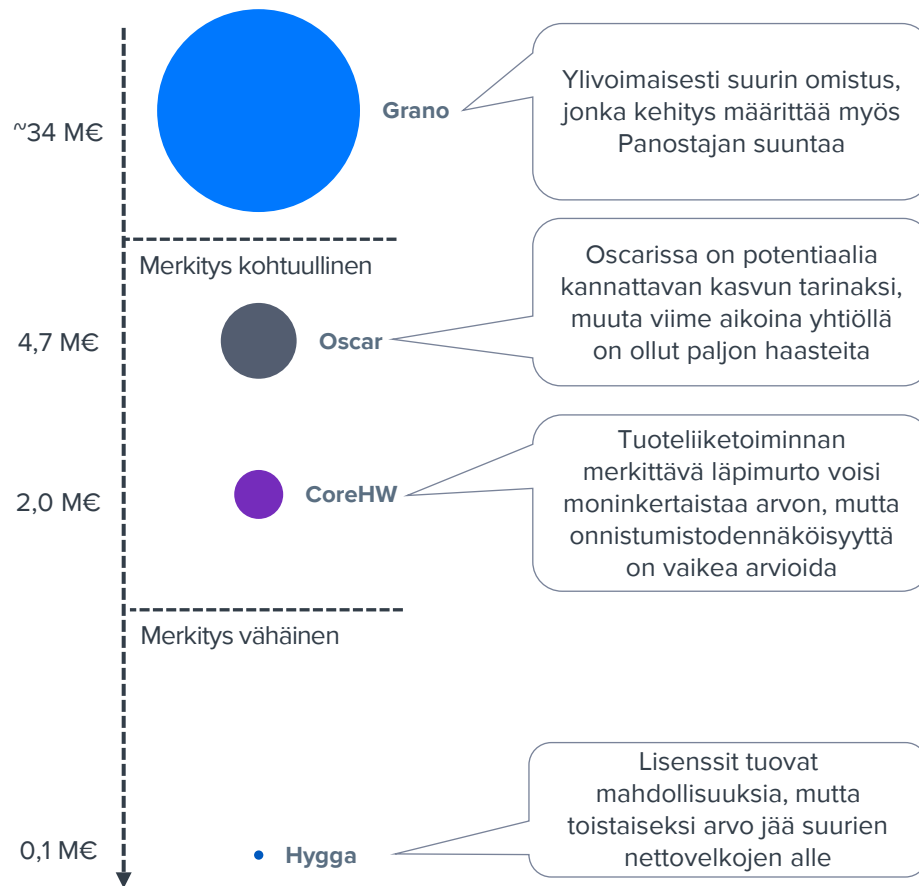
Arvon tarkastelu toisesta näkökulmasta\*  
(Inderesin näkemys, MEUR)



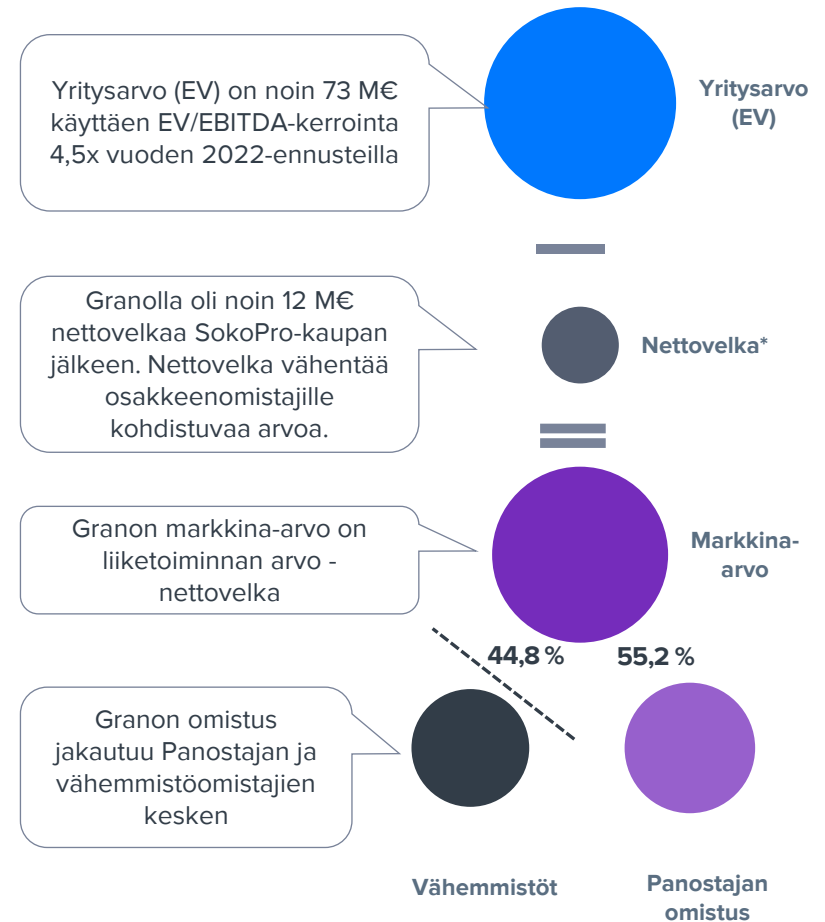
\* Sisältää Panostajan enemmistö-sijoitukset yhtiöiden nettovelkojen jälkeen. Hyggan arvo jää tällä hetkellä suurien nettovelkojen alle.

# Panostajan nykyinen portfolio

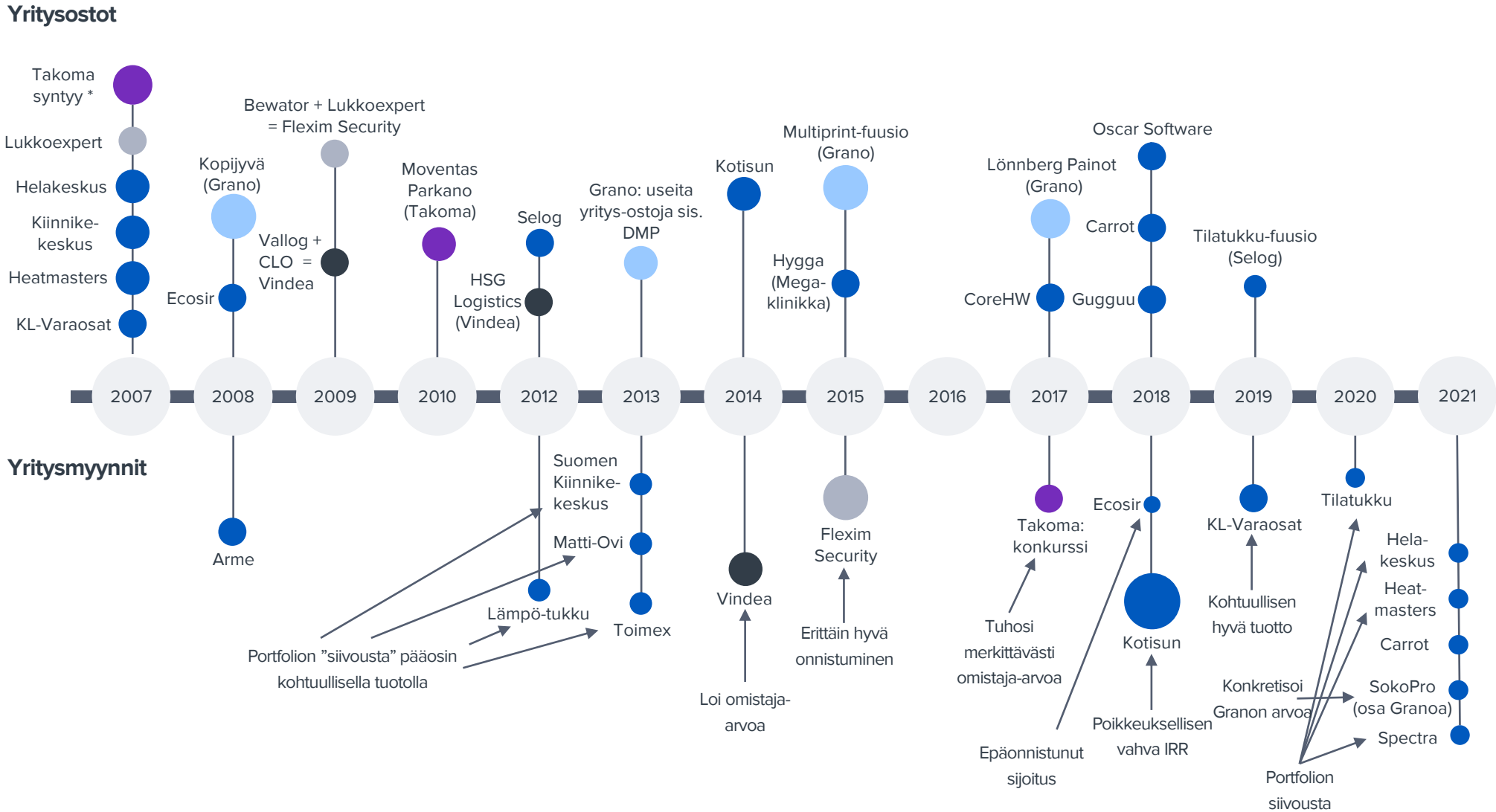
Panostajan omistuksien arvot  
(MEUR, Inderesin näkemyksiä)



Granon arvonmuodostus  
(MEUR, Inderesin näkemyksiä)



# Panostajan merkittävät yritysostot ja -myynnit 2007-2021



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

# Grano

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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

## Sijoitustarinan kehitys

Panostaja hankki Kopijyvän 2008, minkä jälkeen yhtiö on tehnyt suuria ja pieniä yritystoitoja (Buy & Build). Granon kasvu on ollut sijoitusaikana voimakasta, mutta laskenut kannattavuus on herättänyt huolia. Nyt kannattavuuskehitys on osoittanut piristymisen merkkejä. Tilikauden 2022 alussa yhtiö myi SokoPro-liiketoiminnan ja fokusoi toimintaa.

## Tehdyt muutokset

Olemme nostaneet hieman Granon tulosennusteita, missä taustalla tarkentuneet arviot Vantaan "supertehtaan" tuomista hyödyistä sekä koronarajoitusten poistuminen. Epävarmuutta markkinaympäristön kehitykseen liittyy poikkeustilanteessa erittäin paljon. Sijoittajien on tärkeää huomioida SokoPro-liiketoiminnan myynnin vaikutus, koska SokoPro oli Granon kannattavin osa ennen myyntiä.

Sijoitusvuosi

2008

Arvioitu EV

73

MEUR

EV/EBITDA

4,5x

(2022e)

Panostajan omistusosuus

55 %

(Inderes)

Omistuksen arvo

33,9

MEUR

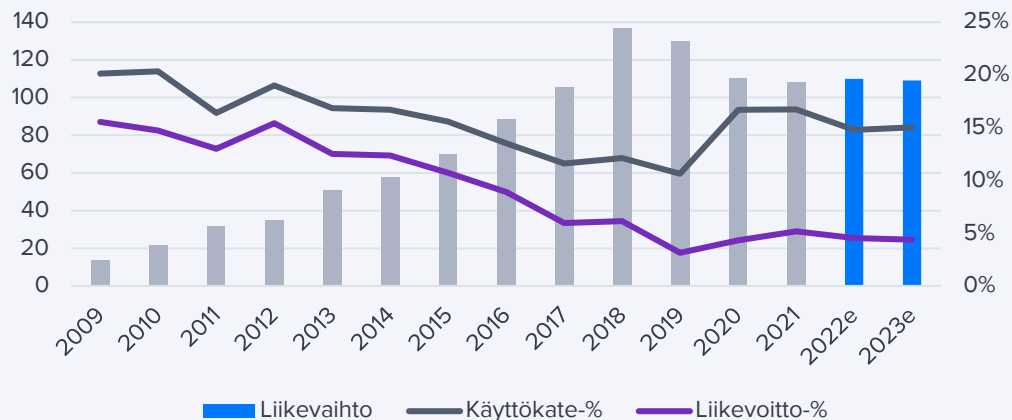
Osuus sijoituksista

83 %

(Inderes)

## Jatkuvien on petrattava SokoPron myynnin jälkeen

### Avainluvut ja ennusteet



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

- Jatkuvan liiketoiminnan kannattavuuden kestävä parantuminen, mikä vaatii liikevaihdon kasvua
- Strategian eteneminen murroksessa olevalla toimialalla
- Ydinliiketoiminnan hyvä kassavirta ja investoinnit kasvualueisiin
- Mahdollinen irtaantuminen Panostajan kannalta



### Riskitekijät

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



### Arvostus

- Arvotamme jatkuvaa liiketoimintaa tällä hetkellä EV/EBITDA-kertoimella 4,0-5,0x 2022-ennusteilla, mikä tarkoittaa 0,6-0,8 EV/S-kerrointa
- Arviomme mukaan Panostajan omistuksen arvo on kokoluokassa 34 MEUR
- SokoPron myynti realisoit osan Granon arvosta ja pienensi velkamäärää voimakkaasti



# Grano 1/3

## Yritysostovetoinen kasvutarina

Grano on vahvan kasvun buy-and-build -tarina, joka alkoi Kopijyvän ostosta vuonna 2008. Kopijyvä oli paino- ja tulostuspalveluja tarjoava yritys, joka oli keskittynyt digitaaliseen painamiseen. Ensimmäisenä toimintavuotenaan osana Panostaja-konsernia eli vuonna 2009 liikevaihto oli 13,5 MEUR, minkä jälkeen kasvu on ollut hurjaa. Tilikaudella 2021 Granon liikevaihto oli 107,9 MEUR, joten liikevaihto on kasvanut noin 19 % omistusjaksolla vuosittain (CAGR). Kasvulukema on kova siitä huolimatta, että viime vuosina Granon liikevaihto on laskenut merkittävästi.

Valtaosa kasvusta on syntynyt yritysostoilla. Näistä suurimpia ovat olleet Multiprint-fuusio sekä Lönnberg-yritysosto, mutta vuosien varrella Grano on tehnyt kymmeniä yritysostoja. Viimeisimmän konsolidaatiokierroksen jälkeen yhtiöllä on ollut pahoja kasvukipuja, mikä on heijastunut kannattavuuteen negatiivisesti. Tilikauden 2022 alussa yhtiö möi SaaS-pohjaisen rakennusalan digitaalisen projektinhallintapalveluun keskittyvän SokoPro -liiketoimintansa, joka oli hieman irrallinen yhtiön muusta liiketoiminnasta. Tuloksellisesti SokoPro oli silti Granon tukipilareita, joten edessä on merkittävä muutos.

## Granon profiili on muuttunut merkittävästi

Grano on Suomen johtava sisältö- ja markkinointipalveluyhtiö, joka tarjoaa markkinoinnin ja viestinnän ratkaisuja digistä printtiin. Toiminnot on keskitetty Grano-brändin alle ja yhtiö pystyy tarjoamaan yhä kattavampia markkinointi- ja sisältöpalvelut yhden luukun -periaatteella. Näin yhtiö pystyy kilpailemaan myös suuremmista markkinointikokonaisuuksista.

Käsityksemme mukaan Grano vastaa kuitenkin edelleen harvoin laajojen kokonaisuuden tarjoamisesta suurille asiakkailleen, joten tässä on edelleen merkittäviä mahdollisuuksia parantaa. Olemme arvioineet karusti, että suurimmat 20 % asiakkaista tuovat noin 80 % Granon liikevaihdosta. Loput 20 % on erilaisia yksittäisiä tilauksia, missä hintakilpailu on yleensä kireää.

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

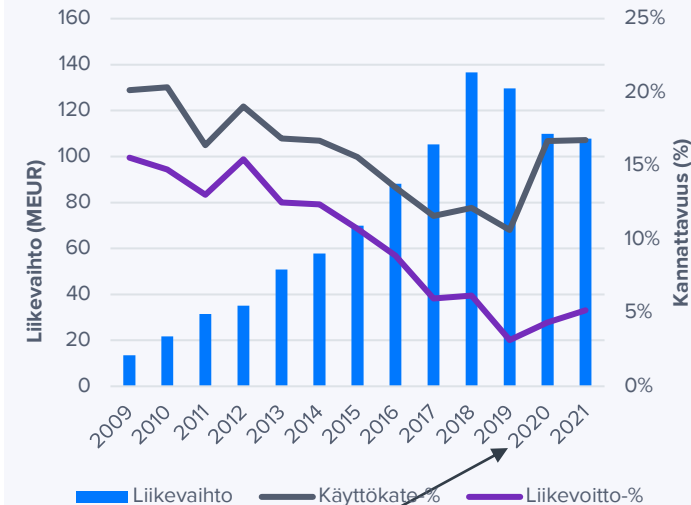
## Kannattavuuden trendi on ollut alaspäin

Granon kasvutarina on ollut historiallisesti myös hyvin kannattava ja tuloskasvu on ollut erittäin voimakasta. Pidemmällä trendillä kannattavuuden suunta on ollut kuitenkin alaspäin, mikä aiheuttaa huolia. Vielä tilikaudella 2014 Granon käyttökate-% oli erinomaisella 16,7 %:n tasolla toimialalla, jolla suurin osa yhtiöistä taisteli silloin 8 %:n käyttökate-tasolla. Tämän jälkeen Granon kannattavuus laski kuitenkin tasaisesti vuoteen 2019 asti, jolloin yhtiön käyttökate-% oli enää 10,6 %. Tämän jälkeen lukujen vertailukelpoisuus häviää IFRS 16-muutoksen takia, mutta trendi on saatu käännettyä viimeisinä vuosina myös liikevoittotasolla.

## Yleiskatsaus Granon tarjoamiin palveluihin:

- Paino- ja pakkauspainopalvelut
- Mainosteippaukset
- Markkinoinnin tuotannot ja markkinointilogistiikka
- Myymälämarkkinointi
- Messut, tapahtumat ja toimitilabrändäys
- Valomainokset ja valotaulut
- Aineistonhallinta ja tilausjärjestelmät
- Kohderyhmät ja verkkosivut
- Käännöspalvelut
- Rakentamisen painotuoteratkaisut ja kiinteistönhallinta

## Granon avainlukujen kehitys



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

## Grano 2/3

Viime vuosina Grano on ollut vaikeuksissa laskevan kysynnän ja pandemian takia: tilikaudella 2020 liikevaihto laski noin 15 % ja vuonna 2021 edelleen noin 2 %. Voimakkailla säästötoimilla yhtiö pystyi tästä huolimatta parantamaan kannattavuutta viime vuosina. Vuonna 2020 Granon käyttökatemarginaali nousi jälleen hyvällä 16,7 %:n tasolle ja pysyi samalla tasolla vuonna 2021, mitä voidaan pitää hyvänä saavutuksena vaikeassa markkinatilanteessa. Kannattavuus tulee arviomme mukaan heikkenemään kuluvana vuonna SokoPro -liiketoiminnan myynnin takia, mutta odotamme jatkuvan liiketoiminnan parantavan juoksuaan. Jatkossa kannattavuutta tukee toisaalta uusi Vantaan tehdas, jonka pitäisi tuoda merkittäviä tehokkuushyötyjä.

### Pandemian poistuminen tukee näkymään, mutta epävarmuustekijöitä riittää

Nyt koronapandemiaan liittyvät rajoitukset ja merkittävät kysyntävaikutukset näyttäisivät jääneen historiaan, mikä tukee Granon kysyntää jonkin verran. Arviomme mukaan Granon liikevaihto onkin tänä vuonna lievässä kasvussa, vaikka SokoPron mukana poistuu arviolta noin 4,4 MEUR liikevaihto (2021: 5,8 MEUR, mutta oli mukana konsernissa vielä Q1'22). Odotamme siis liikevaihdon nousevan noin 2 % yhteensä noin 110 MEUR:oon. Kysyntäkuvan kehitykseen liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta Suomen talouskasvun hidastumisen myötä, sillä tämä voi heijastua myöhemmin myös markkinointiin.

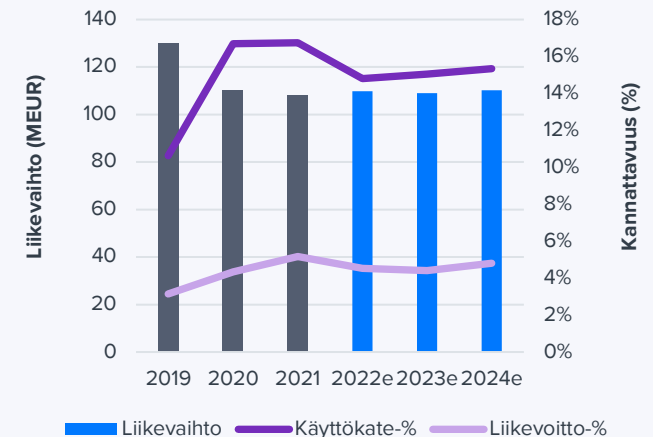
Liikevaihdon kasvu tarjoaa tilikaudella edellytykset kannattavuuden parantumiseen, koska tehokkuus tulee parantumaan merkittävästi Vantaan uuden

”supertehtaan” mukana. Vuoden 2020 lopulla tehtyjen yt-neuvottelut tavoitteena oli 3,4 MEUR:n vuosittaiset säästöt, joista merkittävä osa (arvio 2,0 MEUR) realisoituu vasta 2022 alkaen Vantaan tehtaan käyttöönoton myötä. Toisaalta negatiivisesti tulokseen vaikuttaa tuloksellisesti merkittävän SokoPro-liiketoiminta myytiin. SokoPron liikevoitto 2021 tilikaudella oli 3,0 MEUR, kun koko Granon vastaava luku oli 5,6 MEUR. Kyseessä oli siis Granon ylivoimaisesti kannattavin liiketoiminta, mikä tekee tuloskasvusta haastavaa.

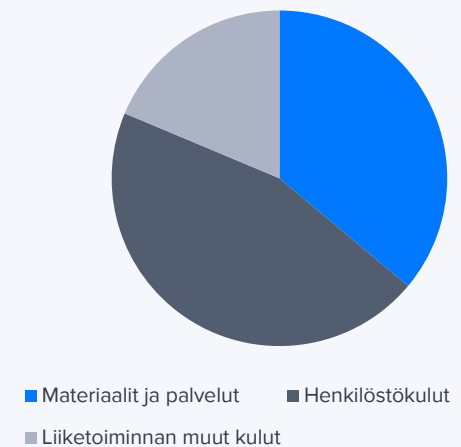
Ennustamme Granon tekevän tilikaudella 2022 noin 16,3 MEUR:n käyttökateen ja 5,0 MEUR:n liikevoiton. Tämä tarkoittaisi uudelle yhtiörakenteelle (ilman SokoProta) hyvää 14,8 %:n käyttökatemarginaalia. Odotamme siis kannattavuuden parantuvan merkittävästi, jos eliminoimme SokoPron kontribuution. Selkeinä riskeinä jatkuviin toimintoihin näemme voimakkaan kustannusinflaation erityisesti materiaalihintoihin liittyen. Käänte kannattavuudessa vaatii myös liikevaihdon kasvua, sillä uskomme yhtiöllä olevan merkittävä tulosvipu.

Yleisesti on hyvä huomata, että suuret yritysostot ovat nostaneet voimakkaasti mm. yhtiön aineettomia PPA-poistoja. Tämän lisäksi IFRS 16-muutos on tuonut merkittävät vuokratulot poistoihin, mikä vääristää käyttökateen vertailua historiallisiin tasoihin. Suuret poistot asettavat liikevoittoon merkittävää painetta, mutta toisaalta käyttökate kuvaa paremmin sijoitusyhtiölle kriittistä kassavirtaa. Granon taseen SokoPron korkea kauppahinta (45,5 MEUR) muutti kokonaan, mutta merkittävä osa lienee jo siirtynyt omistajille.

### Avainlukujen ennustettu kehitys



### Grano Group Oy:n suurimmat kuluerät tilikausi 2021



# Grano 3/3

## Pidemmän aikavälin näkymä on epävarma

Granon uusi strategia ei ole vielä osoittanut iskukykyään. Koronapandemian lisäksi koko toimiala on murroksessa ja perinteinen painotoiminta, jossa Granon kilpailuetu on suuren skaalan kautta mielestämme selkein, on laskussa. Samalla Granolla on kuitenkin myös merkittäviä liiketoimintoja nousevilla toimialoilla, joiden tulospotentiaali on vielä osittain arvoitus. Markkinatilanteen normalisoitumisen ja SokoPro -myynnin jälkeen saamme paremman kuvan siitä, minkälainen ”uuden Granon” tulospotentiaali on ja minkälaiseen kannattavuuteen yhtiö pystyy. Olemme suhteellisen luottavaisia tulostulokäänneeseen lähivuosina, mutta yhtiön pidemmän aikavälin tulostrendi on vielä epäselvä.

## Hyväksyttävä arvostus

Granolla on erittäin vahva asema murroksessa olevalla markkinalla, jossa on kokoon liittyviä skaalaetuja. Toisaalta kasvumahdollisuudet Suomessa ovat rajalliset ja kansainvälinen kasvu toisi mukanaan uudet haasteet (osaaminen, resurssit ja riskit). Suurimmat huolestuttavat jatkuvien liiketoimintojen kannattavuuteen sekä pidemmän aikavälin arvonluontiin toimialan murroksessa. Tässä onnistuminen kasvualueilla sekä liikevaihdon kääntäminen kestävästi kasvuun ovat kriittisiä. Mielestämme Granoa täytyy käsitellä käänneyhtiönä jatkuvan murroksen takia. Markkinajohtajana yhtiö tulee kyllä selviämään, mutta kyky luoda omistaja-arvoa pidemmällä aikavälillä uudella strategialla on vielä testaamatta.

Mielestämme Granolle voidaan perustella noin EV/EBITDA-kerroin 4,0-5,0x, mikä antaisi vuoden 2022 tulosennusteella Granon yritysarvoksi noin

73 MEUR. Tämä tarkoittaisi toisaalta EV/S-kerrointa 0,7x. Arvostuskertoimiin painetta aiheuttaa myös yleisesti rahoitusmarkkinoilla kiristynyt tilanne.

Sijoituksen markkina-arvoon ja sitä kautta Panostajan omistuksen arvoon vaikuttaa voimakkaasti nettovelat, joiden määrä voi vaihdella rahoitustoimien mukana. Granon nettovelat pienenevät merkittävästi SokoPron myynnin myötä, joka laskee merkittävästi myös yhtiön riskiprofiilia. Kauppahinnan kotiutumisen jälkeen nettovelat olivat noin 11,8 MEUR, mutta Panostaja on voinut jo kotiuttaa näitä myös emoyhtiöön. Oletetulla nettovelalla Granon markkina-arvoksi jäi noin 61 MEUR. Panostaja omistaa Granosta 55,2 %, minkä arvo on mielestämme noin 34 MEUR (aik. 33 MEUR). Pieni nousu suhteessa edelliseen päivitykseen tulee ennustemuutoksien kautta.

## SokoPro tarjosi mahdollisuuden kotiuttaa osa pääomista

Mielestämme Granon seuraava kehitysvaihe on skaalautuvien toimintojen keskittäminen, tehostaminen ja kannattavuuden merkittävä parantaminen. Näimme SokoPron myynnin tietynlaisena ”väli-irtautumisena” Panostajalle, mikä purki yhtiöön keskittynyttä arvoa ja tuo yhtiölle toisaalta lisää aikaa lopullisen irtautumisen valmisteluun. Mielestämme Panostajan irtautuminen voi tapahtua, kun Grano on todistanut kannattavuuskäänteen kestävyuden. Tämä voi tapahtua jo seuraavan 1-2 vuoden sisällä tai jopa nopeammin. Granolle voi olla vaikea löytää ostajaa, koska Suomessa näin merkittävää toimijaa ei ole. Grano olisi mielestämme houkutteleva ostokohde esimerkiksi eurooppalaiselle toimijalle, joka haluaisi jalansijaa Suomessa.

Arvostuskertoimet	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2022e)	4,0	- 5,0
EV/EBIT (2022e)	13,1	- 16,3
EV/S (2022e)	0,6	- 0,7
Arvohaarukka (MEUR)	65	- 81

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	73,2	MEUR
Nettovelat	11,8	MEUR
Markkina-arvo	61,4	MEUR
<b>Panostajan osuus</b>	<b>33,9</b>	<b>MEUR</b>
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	32,9	MEUR

# Oscar Software

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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

## Sijoitustarinan kehitys

Panostaja hankki noin 55 %:n omistuksen Oscarista 2018. Oscar Software on osa Panostajan uuden aallon sijoituksia, jolla on skaalautuvaa potentiaalia. Käsitksemme mukaan taustalla on ajatus kannattavasta kasvusta, jota tehostetaan siirtymällä aitoon pilvipohjaiseen SaaS-liiketoimintamalliin.

## Tehdyt muutokset

Oscarin alkutaival oli lupaava yhtiön pysyttyä pitkään kannattavan kasvun tiellä. Viimeisen vuoden aikana kasvu on kuitenkin ollut haastavaa ja kannattavuus on ollut paineessa. Q1'22-tuloksen pohjalta suuria muutoksia ei ole syytä tehdä, mutta hiljalleen kasvun täytyy kiihtyä jatkuvasti nousseiden kulujen kiinniottamiseksi. Vaisu kehitys heijastuu negatiivisesti myös yhtiön hyväksyttävään arvostukseen.

Sijoitusvuosi

2018

Arvioitu EV

12  
MEUR

EV/EBITDA

8x  
(2022e)

Panostajan  
omistusosuus

58 %  
(Inderes)

Omistuksen  
arvo

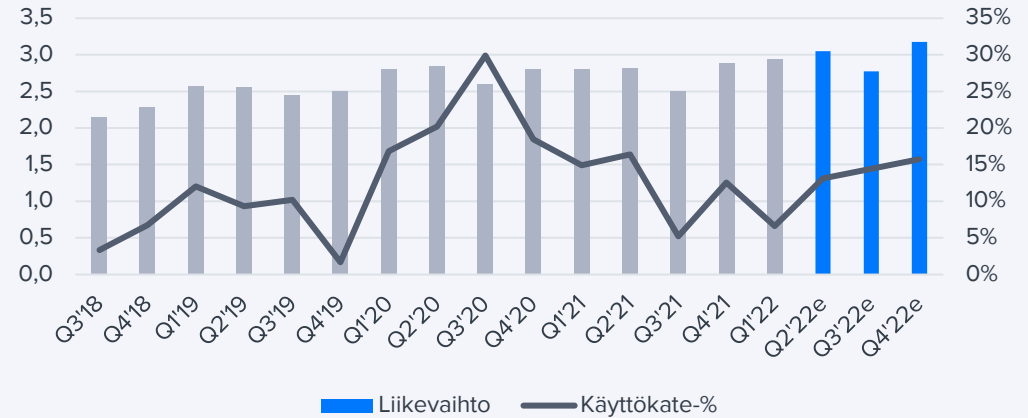
4,7  
MEUR

Osuus  
sijoituksista

12 %  
(Inderes)

## Vaisu väli aika on pidentynyt

### Avainluvut ja ennusteet



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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



### Arvostus

- Arvotamme yhtiötä EV/EBITDA-kertoimella 7-9x (2022e), mikä tarkoittaa reilua 1,0x EV/S-kerrointa (2022e)
- Yhtiön liikevaihdosta noin 50 % on jatkuvaa SaaS-liikevaihtoa ja ansaitsee korkeat arvostuskertoimet
- Palveluliiketoiminnan hyväksyttävä arvostus on selvästi alhaisempi

# Oscar Software

## ERP-ratkaisuja pk-sektorille

Oscar Softwaren päätuote on Oscar ERP, josta löytyy laaja valikoima moduuleja erityisesti konkreettisten tuotteiden kanssa toimiville yrityksille. Yhtiön markkina on voimakkaasti kasvava ja yhtiöllä on jo jonkinlainen asema Suomessa. Lisäksi yhtiö on erikoistunut verkkokauppoihin ja tarjoaa talous- ja yritysten tukipalveluita asiakkailleen. Palvelut eivät käsityksemme mukaan ole Oscarille alue, josta he varsinaisesti hakisivat kasvua. Asiakkaitaan yhtiö tukee kuitenkin myös palveluiden muodossa. Käsityksemme mukaan Oscarin liikevaihto (2021: 11,0 MEUR) jakautuu SaaS -tuloihin, taloushallinnon palveluihin ja käyttöönottoprojekteihin. Arviomme mukaan noin puolet on jatkuvaa (SaaS ja ylläpito -tuotot) ja loput puolet kertaluonteista tuloa (taloushallinnon palvelut ja käyttöönottoprojektit).

## Liiketoimintamallia ajetaan kohti SaaS-mallia

Oscar on murroksessa, kun ohjelmistoja pyritään kehittämään kokonaisuudessaan pilveen. Lisäksi kokonaisuus on tarkoitus jakaa moduuleihin, joita yhtiöt voivat aktivoida tarpeidensa mukaan. Toistaiseksi Oscarin malli on ”kompromissi”, mutta selkeä pääpaino on jatkuvan kuukausittaisen laskutuksen eli SaaS-osuuden kasvattamisessa. Lisäksi yhtiö laskuttaa ERP:n asentamisesta ja räätälöinnistä asiakastarpeisiin projekteina. Tämä on kasvuvaiheessa merkittävä osa liikevaihtoa, koska projektit ovat suhteellisen pitkiä ja kalliita riippuen asiakkaan koosta ja hankittavasta kokonaisuudesta. Alkuvaiheen jälkeen Oscar on vahvassa asemassa, koska kyseessä on asiakkaan liiketoiminnan kannalta kriittinen järjestelmä. Näin

ollen liikevaihto on suhteellisen pysyvää (”sticky”).

Jos yhtiö onnistuu kehittämään tarjontansa aitoon SaaS-pilvipalvelumalliin ja kasvattamaan sekä asiakasmääräänsä että tarjoamaan asiakkaille koko ajan laajempaa kokonaisuutta, näyttää yhtiön tulevaisuus valoisalta. Viime vuosina yhtiön kasvu on kuitenkin ollut markkinaa hitaampaa ja siirtymä SaaS-malliin on laahannut. Käsityksemme mukaan yhtiö joutuukin jatkamaan merkittäviä T&K-panostuksia vielä pitkään, jotta yhtiön tuote saadaan aidosti pilveen ja kunnolla skaalautuvaksi.

## Tulevaisuuden näkymät ovat hyvät

Arviomme mukaan Oscarin kasvutavoite on noin 20 % vuodessa, mikä on lähellä yhtiön historiallista kasvua ainakin viime vuosiin asti. Nopeampi kasvuvauhti voi olla tulevaisuudessa jälleen realistinen, mutta yhtiön on onnistuttava paremmin resurssoinnissa, tarjonnan kehittämisessä ja myynnissä. Itse odotamme lähivuosina noin 8-10 %:n kasvua. Oleellista on erityisesti SaaS-liikevaihdon kasvu, ja skaalautuvan kasvun pullonkaulana ovat raskaat käyttöönottoprojektit. Tämä ongelma yhtiön pitäisi saada ratkaistua, koska kilpailu sektorilla kiristyy koko ajan. Samalla luottamuksemme siitä, että Oscar pärjää kilpailussa myös jatkossa, on heikentynyt.

Viime aikoina Oscar on kärsinyt runsaista sisäisistä haasteista, kun yhtiön kasvua on rajoittanut erityisesti myynti- ja toimitusorganisaation henkilöstön vaihtuvuus. Yhtiö on pyrkinyt paikkaamaan ongelmaa rekrytoinneilla, mutta näiden myötä kasvaneet henkilöstökulut sekä lisääntynyt markkinointi ovat rasittaneet

kannattavuutta merkittävästi. Kova kilpailu osaajista säilynee kasvun rajoitteena jatkossakin.

Pitkän aikavälin sijoitustarinan kannalta uhkana voi nähdä suurien globaalien ERP-yhtiöiden tarjonnan leviämisen yhä voimakkaammin myös pk-sektorin kevyempiin ratkaisuihin. Oscarin ratkaisussa on automatisoituja ratkaisuja, mutta lopulta oleellinen osa pitää aina räätälöidä asiakkaan tarpeiden ja järjestelmien pohjalta. Tämä ei tee markkinaa, ainakaan toistaiseksi, houkuttelevaksi skaalautuvaa kasvua hakevalle kansainväliselle jättille. Toki räätälöintiä tekevät paikalliset integraattorit, mutta näiden motivaatio kehittää ohjelmistoa eteenpäin on rajallinen. Yhtiön merkittävimpiä kilpailijoita ovat arviomme mukaan hiljattain pörssiin listautunut Lemonsoft ja Microsoft Nav-ohjelmistonsa kautta, joiden lisäksi yhtiöllä on pienempiä kilpailijoita. Lemonsoft on päihittänyt Oscarin avainlukujen kehityksessä selvällä marginaalilla, mutta toisaalta sen arvostuskin on eri kokoluokassa.

## Potentiaalinen tulevaisuuden arvoajuri

Oscar Softwaren kehitys on viime vuosina hyytynyt, mutta näemme yhtiön edelleen potentiaalisena arvoajurina Panostajalle. Toimiala tarjoaa yhtiölle vahvat kasvunäkymät, ja erityisesti jatkuvan liikevaihdon kasvun kautta myös kannattavuudessa on merkittävästi parantamisen varaa tulevina vuosina. Kannattavan kasvun kautta arvostuskertoimet nousisivat merkittävästi. Tätä ennen yhtiön täytyy saada sisäiset haasteet ratkottua ja todistettava kilpailukykynsä.

# CoreHW

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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

## Sijoitustarinan kehitys

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

## Tehdyt muutokset

CoreHW oli Panostajalta vahva avaus korkeaan teknologiaan. Kehitys oli alussa positiivista yhtiön pystytyttyä vahvaan kannattavaan kasvuun. Viime vuosi oli kuitenkin projektiliiketoiminnassa todella heikko, ja surkea tulos nosti esille jatkuvuuden puutteeseen liittyviä riskejä. Pahin on kuitenkin ohi, ja jos yhtiö kuitenkin onnistuisi oman tuotteen kaupallistamisessa, lähivuosina arvo voi nousta merkittävästi.

Sijoitusvuosi

2017

Arvioitu EV

9,8

MEUR

EV/EBITDA

16x

(2022e)

Panostajan omistusosuus

61 %

(Inderes)

Omistuksen arvo

2,0

MEUR

Osuus sijoituksista

5 %

(Inderes)

## Tuloskuoppa jätti yhtiölle paljon kirittävää

### Avainluvut ja ennusteet



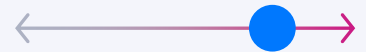
### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

- Konsultointityön epätasaisuus ja komponenttipulan vaikutukset
- Tuotteen kehittämisessä tai kaupallistamisessa epäonnistuminen
- Avainhenkilöriskit
- Asiakasprojektien ajoittumisen aiheuttama voimakas heittäly tulostasossa
- Pitkällä aikavälillä kilpailukyynn heikentyminen



### Arvostus

- Arvotamme yhtiötä EV/EBITDA-kertoimella 12-20x (2022e), mikä tarkoittaa reilua 1,0x EV/S-kerrointa
- Palveluliiketoiminnan viime vuoden heikkous laski silloin näkemystämme hyväksyttävästä arvostuksesta
- Tuoteliiketoiminta on tällä hetkellä merkittävä optio skaalautuvaan kasvuun



# CoreHW

## Langattomien teknologioiden osaaja

CoreHW tarjoaa langattomissa teknologioissa käytettävien radiotaajuus (RF)-mikropiirien ja antennien suunnittelu- ja konsultointipalveluita. Liiketoiminta jakaantuu suunnittelupalveluihin, konsultointiin sekä omien mikropiirien ja lisensoitavien teknologioiden (IP) kehitykseen. Yhtiön ensimmäinen oma tuote on valmis ja tällä hetkellä kaupallistamisvaiheessa. CoreHW on erittäin mielenkiintoinen yhtiö voimakkaasti kasvavilla IoT-markkinoilla. IoT-markkinoilla on paljon erilaisia sovellusalueita, joihin kuhunkin tietty langaton teknologia (Bluetooth, Wifi, 5G, LTE jne.) tarjoaa toimivimman ratkaisun. CoreHW:lla on laaja osaaminen useasta eri radioteknologiasta. Yhtiön asiakkaita ovat mm. verkkoyhtiöt, piirisarjavalmistajat, moduulivalmistajat sekä langattomien teknologioiden laiteyhtiöt.

## Oma tuoteperhe kehitteillä

Aiemmin konsultointi- ja projektipuolella toiminut CoreHW on panostanut viime vuosina oman tuoteperheen kehittämiseen. Keväällä 2017 yhtiö aloitti projektin, jossa kehitetään IoT-systeemeihin RF-etupääteknologiaa Tekes-rahoituksen turvin. Tämän jälkeen yhtiö on tehnyt merkittäviä T&K-investointeja (lähinnä oman henkilöstön sitoutuminen) omaan tuotteeseen, joka onnistuessa tarjoaisi yhtiölle skaalautuvia kasvumahdollisuuksia. Yhtiön ensimmäisen oma tuote on sisäpaikannukseen tarkoitettu [CoreHW RABBIT -antennikytkin](#). Sovelluksia löytyy niin sairaaloista, kauppakeskuksista kuin teollisuudestakin. Tällä hetkellä yhtiöllä on

käynnissä kaupallistamisvaihe, ja tulosta painavat jonkin verran myynti- ja markkinointipanostukset.

Tuotteen mahdollista menestystä on erittäin vaikea arvioida, koska sen ratkaisee pitkälti mahdollinen pääsy elektroniikkavalmistajien tuotteisiin. Jos tuote pääsisi laitevalmistajien referenssipiireihin tuote/komponenttivalintana, myynti olisi suhteellinen lopputuotteiden menestykseen. Mielestämme yhtiön merkittävä arvonnousupotentiaali perustuu tuoteliiiketoiminnan onnistumiseen, koska silloin puhutaan aidosti skaalautuvasta liiketoiminnasta ja suurista mahdollisuuksista.

## Taloudellinen kehitys

CoreHW on vielä pieni, mutta merkittävän kasvupotentiaalin omaava yhtiö. Historiallisesti kehitys on ollut suhteellisen volatiilista, ja vuosi 2021 oli yhtiölle jälleen erittäin vaikea liikevaihdon laskiessa 24 % ja käyttökatemarginaalin ollessa -16 % (2020: 15 %). Heikon kehityksen taustalla oli erityisesti suurempien asiakasprojektien puuttuminen, johon vaikutti mm. asiakkaiden tuotekehityksen hidastuminen puolijohdepuolesta johtuen sekä myyntityön vaikeutuminen koronan vaikeutettua matkustamista. Tilanne on ollut edelleen haastava tilikauden 2022 alussa, mutta näkymät ovat paranemaan päin. Yhtiö on hyödyntänyt vapaita henkilöresurssejaan oman tuoteliiiketoiminnan kaupallistamiseen ”tulorahoitusresurssien puitteissa”.

Tuote on herättänyt yhtiön mukaan paljon kiinnostusta markkinoilla, ja kaupallistamisessa onnistuminen määräävät nyt tuotteen

menestyksen. Jos yhtiön tuoteperhe ei onnistu tai myy, pitäisi palveluliiketoiminnan kuitenkin tarjota kohtuullinen näkymä myös tulevaisuuteen. Jos se sen sijaan onnistuu, muuttuu yhtiön profilli enemmän tuotepohjaiseksi ja arvo nousee huomattavasti. Siltikään jatkuvuuden puute, mikä on mielestämme yhtiön akilleenkantapää, ei nopeasti ratkea.

## Oma tuote on huomioitu varovasti arvossa

CoreHW:n arvossa on näkemyksemme mukaan kaksi elementtiä. Toinen on nykyinen IoT-osaamiseen pohjautuva palveluliiketoiminta ja toinen on oma tuoteperhe. Jälkimmäisen kaupallinen menestys on vielä täysin auki, joten realisti voi suhtautua siihen mielenkiintoisena optiona. Onnistuessaan tämä voisi olla erittäin arvokas liiketoiminta. Nyt antamamme arvo (EV ~10 MEUR) pohjautuu pääosin olemassa olevan liiketoiminnan kyvyllä tuottaa kassavirtoja normaalitilanteessa, mutta sisältää myös pienehkön arvon uudelle tuotteelle. Nykyisillä ennusteillamme tämä tarkoittaisi noin 12-20x EV/EBITDA-kertoimia vuoden 2022-ennusteella, joka odottaa vasta erittäin pieniä tulovirtoja omista tuotteista. Arvoa painaa se, että yhtiöllä on ollut haasteita perinteisessä palveluliiketoiminnassa eikä jatkuvaa liikevaihtoa käytännössä ole. Nyt hyväksymämme kertoimet ovat alhaisia menestyksekkäälle IoT-tuoteliiiketoiminnalle, mutta toisaalta tilikaudella 2021 yhtiö tuhosi arvoa palveluliiketoiminnalla. Pidämme CoreHW:ta silti Panostajalle hyvänä sijoituksena, koska sijoituksen odotusarvo on positiivinen ja hankintahinta oli mielestämme maltillinen.

# Hygga

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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

## Sijoitustarinan kehitys

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

## Tehdyt muutokset

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

Sijoitusvuosi

2015

Arvioitu EV

9,1  
MEUR

EV/EBITDA

9,1x  
(2023e)

Panostajan  
omistusosuus

80 %  
(Inderes)

Omistuksen  
arvo

0,1  
MEUR

Osuus  
sijoituksista

0 %  
(Inderes)

## Helsingin sopimus vei klinikan uudelle tasolle

### Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta

Arvonluontipotentiaali

Riskiprofiili



### Arvoajurit

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

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Arvotamme Panostajan Hygga-omistuksen 0,1 MEUR:n tasolle, mitä vääristää suuri velkallasi
- Yhtiön arvottaminen on haastavaa, koska merkittävin potentiaali ja arvo kohdistuvat mielestämme lisenssi liiketoimintaan
- Toistaiseksi lisenssitulo on erittäin pientä, eikä läpimurto ole mitenkään varma



# Hygga

## Toiminnanohjausta terveydenhuoltojärjestelmän tehostamiseen

Hygga tarjoaa uudenlaista Hygga Flow -toiminnanohjausjärjestelmää lisensoituna palveluna julkisen ja yksityisen puolen hammas- ja perusterveydenhoitoon. Yhtiöllä on Helsingin Kampissa yhtiön omaan palvelukonseptiin ja toiminnanohjausjärjestelmään perustuva hammaslääkäriasema. Hammaslääkäriaseman toiminta perustuu asiakaslähtöiseen toimintatapaan, jossa asiakkaille tarjotaan kaikki hammashuollon palvelut yhdellä käynnillä ilman jonoja. Helsingin hammaslääkäriasemalla Hygga pyrkii todistamaan käytännössä Hygga Flow-järjestelmän edut, mutta toistaiseksi asema tuo myös leijonan osan yhtiön liikevaihdosta ja on kriittinen tuloskehityksen kannalta.

Hygga kehitti alun perin hammashuoltoon tarkoitettua toiminnanohjausjärjestelmän, jolla hoitoresursseja pystytään allokoimaan tehokkaasti. Asiakkaalla ei ole tiettyä hammaslääkäriä, vaan järjestelmä ohjaa ensimmäiseen vapaaseen huoneeseen. Asiakkaille järjestelmä näkyy ajanvarausjärjestelmänä, joka normaalista poiketen ei anna tarkkaa alkamisaikaa vaan arvion todennäköisestä ajasta ja varoittaa asiakasta ajan lähestyessä. Näin asiakkaan ei tarvitse juurikaan jonottaa paikan päällä, joskin hänen täytyy olla ”valmiudessa”. Klinikon kannalta järjestelmä yhdistää tarpeet ja resurssit. Lääkärien lisäksi järjestelmässä ovat suuhygienistit ja hoitajat suunterveydenhoidon puolella. Liiketoiminnan kannalta toiminnanohjausjärjestelmä tarkoittaa henkilöresurssien parempaa käyttöastetta ja sitä

kautta parempaa kannattavuutta henkilöstökulujen ollessa suurin kuluerä. Toisaalta tällä hetkellä terveydenhuoltosektorilla pullonkaulana alkaa olla henkilöstöpula.

## Yleisterveydenhuolto ja kansainvälistyminen

Viime vuosina Hygga on kuitenkin laajentunut perusterveydenhuoltoon, jossa järjestelmän hyödyt voivat olla samalla tavalla merkittäviä merkittävän resurssipulan takia. Kotimaassa yhtiön mielenkiinto on varsinkin yleisterveydenhuollon palveluratkaisujen kehittämisessä, ja Porvoossa julkisen terveydenhuollon palveluntuottajat hyödyntävät Hygga Flow -toimintamallia.

Lisäksi yhtiö on pyrkinyt jo pidempään kansainvälisille markkinoille. Ruotsin lisäksi kiinnostusta Hyggan ratkaisuihin löytyy yhtiön mukaan ympäri Euroopan, ja avauksia odotetaan nyt erityisesti Hollannista ja Belgiasta. Kansainvälistyminen on edennyt hitaasti ja epävarmuutta siihen liittyy edelleen, mutta nyt Hyggan kehitystä tekevät hyvät hanketulokset muun muassa Ruotsista ([Örebron tulokset](#)). Nämä tarjoavat Hyggalla kriittistä todistusaineistoa järjestelmän ja toimintatavan hyödyistä hitaasti liikkuvalla terveydenhuoltosektorilla.

## Taloudellinen kehitys

Hygga otti tilikaudella 2021 hurjan kasvuloikan klinikkaliiketoiminnassa, jossa taustalla on tilikauden alussa käynnistynyt Helsingin kaupungin ostopalveluliiketoiminta. Yhtiön liikevaihto nousi lähes kaksinkertaiseksi ja kasvoi 8,1 MEUR:oon (2020: 4,1 MEUR). Samalla yhtiö on rakentanut perustuksia kansainväliselle kasvulle

lisenssiliketoiminnassa, jonka tuoma liikevaihto on kuitenkin edelleen vähäistä.

Myös kannattavuus on ollut noususuunnassa, vaikka liiketulos on vielä pääosin jäänyt lievästi tappiolle. Klinikkaliiketoiminta kärsi ensin koronapandemiasta, minkä jälkeen pulaa on ollut hoitohenkilöstöstä ja erityisesti hammaslääkäreistä. Yleisesti kilpailutilanne on kireä ja katteet Helsingin ostosopimuksessa alhaisia, joten Kampin toimipisteen osalta break-even-tasolta ylöspäin on näkemyksemme mukaan hankala päästä. Näin ollen tulospotentiaali keskittyy periaatteessa skaalautuviin lisenssituloihin, jotka ovat arviomme mukaan noin 0,2-0,4 MEUR/neljännes. Mikäli yhtiö onnistuu kasvattamaan ohjelmistoliiketoimintonsa osuutta merkittävästi, alkaa tulos ja sitä kautta sijoituscase näyttää huomattavasti paremmalta. Myyntisyklit ovat kuitenkin pitkiä, joten nopeaa parannusta ei kannata odottaa.

## Hyväksyttävä arvostus

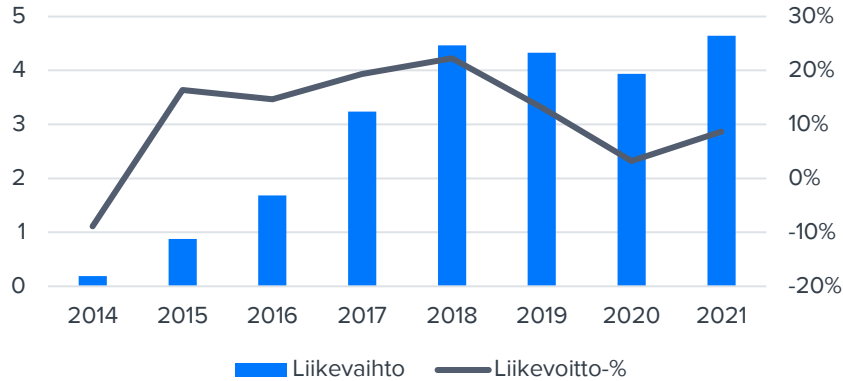
Vaikka näemme Hyggan liiketoiminnassa selkeää arvoa, lisenssituloja täytyy pystyä mielestämme nostamaan merkittävästi ennen kuin yritysarvo nousee oleellisesti yli 9,0 MEUR:n nettovelkojen. Panostajan Hygga-omistuksen (79,8 %) arvo jääkin toistaiseksi historiassa kertyneen nettovelan alle, ja sille antamamme 0,1 MEUR:n markkina-arvo kuvastaa enemmän optioarvoa. Tilanne voi kuitenkin muuttua tulevaisuudessa, jos lisenssikauppoja alkaa syntyä perusterveydenhuollossa (Suomessa sote-ongelma) tai kansainvälisillä markkinoilla.

# Vähemmistösjoitukset: Gugguu ja Carrot

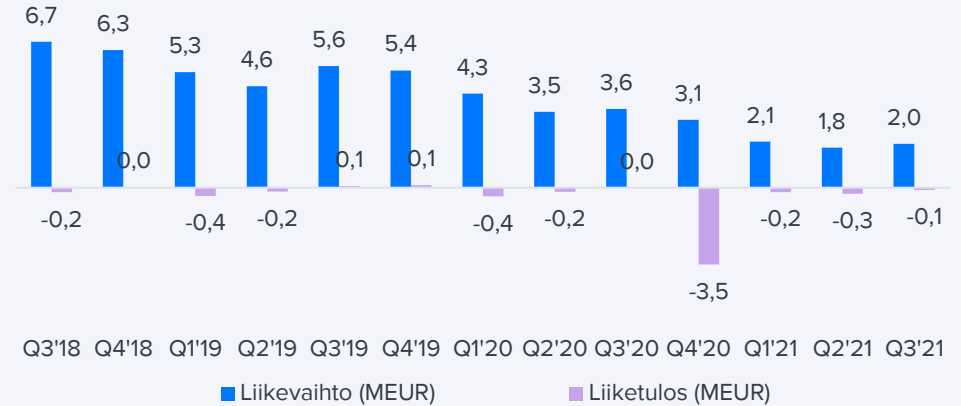
Arvo (yht.)  
**2,6\***  
MEUR

\* Yhtiöt on arvotettu tasearvoon eikä niille ole tehty erillistä arvonmäärittystä

Gugguun liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Carrotin avainlukujen kehitys viime vuosina



## Yhtiökuvaus

Vuonna 2012 perustettu Gugguu suunnittelee ja valmistaa korkealaatuisia lastenvaatteita ekologisista sekä laadukkaista materiaaleista. Tuotteita ovat lasten sisä- ja ulkovaatteet sekä lasten asusteet. Panostaja omistaa 43 % ja näemme Gugguussa potentiaalia, vaikka se ei osu strategiamuutoksen jälkeen Panostajan ”ydinalueille”.

## Liiketoiminta

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

## Yhtiökuvaus

Carrot tarjoaa henkilöstö-vuokraus-, rekrytointi- ja ulkoistuspalveluita ja toimii strategisena HR-kumppanina asiakkailleen. Yhtiön asiakkaita ovat mm. rakentamisen, teollisuuden ja logistiikka-alan yritykset. Yhtiö välittää työntekijöitä asiakkailleen sekä tarjoaa joustavuutta.

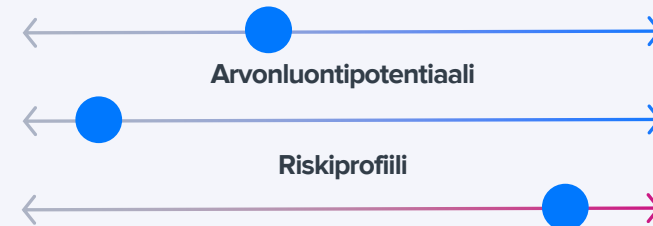
## Liiketoiminta

Carrotin sijoitustarina lähti käytännössä alusta asti kehittymään väärään suuntaan, kun kasvun sijaan liikevaihto kutistui merkittävästi. Panostaja myi marraskuussa 2021 enemmistön Carrotista yhtiön henkilöömistajille. Panostajan omistus laski 19 %:iin ja Carrot on tämän jälkeen raportoitu lopetettuna liiketoimintona.

## Arvio tuloskasvunopeudesta



## Arvio tuloskasvunopeudesta



# Tase ja taloudellinen tilanne

## Emoyhtiöllä on suuri nettokassa

Panostajan tase oli voimakkaasti velkaantunut vielä tilikaudella 2017, mutta tilanne korjaantui KotiSun-myyntin jälkeen Q1'18 (Panostajan osuus myyntihinnasta ~38 MEUR). Myyntin seurauksena tase vahvistui merkittävästi ja emoyhtiöllä oli suuri nettokassa. Taserakenne heikkeni 2020-2021 tilikausina koronapandemian vaikuttaessa negatiivisesti Panostajan kohdeyrityksiin. Lisäksi Panostaja siivosi tilikaudella 2021 heikommin kehittyneitä sijoituksiaan merkittävästi ja möi Helakeskuksen, Heatmastersin ja Spectran. Lisäksi yhtiö myi Carrotin enemmistön tilikauden 2022 alussa, mutta yhtiölle jäi näkemyksemme mukaan varsin merkityksellisen vähemmistöosuus.

Tällä hetkellä Panostajan tasetilanne on vahva ja yhtiöllä on kassan muodossa hyvin ”ammuksia” toteuttaa uusia yritysostoja. Tilanne parani vielä merkittävästi, kun Grano myi SokoPron. Uskomme Panostajan irrottavan Granosta ylimääräistä pääomaa SokoPro-myyntin jälkeen, ja mahdollisesti noin puolet SokoPron 45,5 MEUR:n kauppahinnasta jaetaan omistajille (Panostaja omistaa 55,2 %). Jos näin tehtäisiin, emoyhtiön kassa pullistuisi noin 12-13 MEUR, kun Q1'22-lopussa emoyhtiöllä oli jo 16,9 MEUR:n nettokassa (josta osa saamisista sijoituskohteilta).

## Rahoitusjärjestelyt antavat joustoa

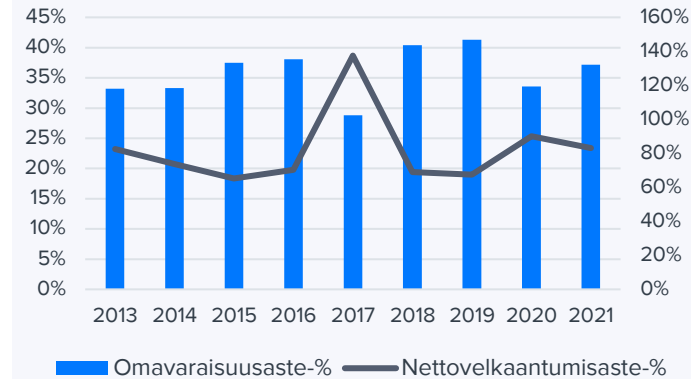
Yhtiö pyrkii nykyisten taloudellisten tavoitteiden mukaan 40 %:n omavaraisuusasteeseen sekä siihen, että normaalitilanteessa emoyhtiö on velaton. Panostajan omavaraisuusaste oli tilikausina 2020 ja 2021 alle tavoitellun 40 %:n, missä taustalla oli heikot taloudelliset tulokset,

maksetut osingot sekä ja IFRS 16 -standardin käyttöönotto. Yleisesti taloudellinen tilanne on kuitenkin viime vuosina pysynyt hyvänä ja on koko ajan paranemaan päin. Panostajalla on käytössään myös käyttämätön 15 MEUR:n yritysostolimiitti, josta voidaan nostaa kolmen vuoden mittaisia luottoja emoyhtiölle yritysostojen rahoittamiseen. Tämä antaa yhtiölle joustavuutta ja kykyä reagoida tarvittaessa nopeasti, jos yhtiö havaitsisi houkuttelevan kohteen. Arviomme mukaan yhtiön nykyinen tase mahdollistaisi noin 25-30 MEUR:n investoinnit uusiin sijoituskohteisiin, jos yhtiö olisi valmis käyttämään maltillisesti myös limiittiä. Panostajalla on siis paljon ”kuivaa ruutia”, mikä on nykyisessä markkinatilanteessa erittäin suotavaa.

## Pääoman allokointi jälleen kriittistä

Irtauduttuaan useasta sijoituksesta vuonna 2021 Panostajalla on edessä merkittäviä pääoman allokoituspäätöksiä (osingot, kasvuinvestoinnit, yritysostot tai sekoitus näistä), joilla on merkittävä vaikutus yhtiön tulevaisuuteen. Emoyhtiön suuri nettokassa avaa yhtiölle merkittäviä mahdollisuuksia aikaan, jolloin mahdollisuudet onnistuneisiin sijoituksiin ovat varsin hyvät. Yhtiö on viimeisen kolmen vuoden aikana maksanut 0,03 euron osakekohtaista osinkoa, joka kertoo halusta palauttaa varoja omistajille myös heikompien vuosien jälkeen. Näkemyksemme mukaan Panostajan pitäisi pyrkiä kasvamaan uuteen kokoluokkaan, koska yhtiön konsernikulut ovat korkeat suhteessa sijoitettavaan pääomaan. Silloin yhtiö voisi saada suuremman osan sijoitustuotoista osakkeenomistajille ja sitä kautta pienentää nykyistä sijoitusyhtiöalennusta.

## Taserakenteen kehitys



Rahoitusasema (MEUR)	2017	2018	2019	2020	2021
Korolliset velat	111,6	82,5	75,2	103,4	75,3
Korolliset saamiset	3,5	5,1	5,1	5,1	4,8
Rahavarat	19,5	19,3	16,4	34,3	14,2
Korolliset nettovelat	88,6	58,1	53,7	64,0	56,3
Oma pääoma (sis. vähemmistön)	64,5	84,2	79,6	71,0	67,7
Nettovelkaantumisaste-%	137,5 %	69,0 %	67,5 %	90,1 %	83,1 %
Omavaraisuusaste-%	28,8 %	40,4 %	41,3 %	33,6 %	37,2 %

# Omistuksien osien summa 1/2

## Osien summa analyysin elementit

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

- 1) Määräysvallassa olevat sijoituskohteet, joiden arvot olemme määrittäneet aiemmin.
- 2) Vähemmistöomistukset, joiden arvo on kokonaisuuden kannalta pieni. Käytämme tässä suoraan taseen osakkuusyhtiöiden arvoa 2,6 MEUR (tilikauden 2021 lopun taso), joka on arviomme mukaan realistinen.
- 3) Emoyhtiön korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Tässä huomioimme myös korolliset saatavat konserniyhtiöiltä. Tällä hetkellä emoyhtiöllä on kuitenkin merkittävä nettokassa, joka luonnollisesti lisätään omistuksiin ja vastaa tällä hetkellä varsin suurta osaa kokonaisuudesta.
- 4) Emoyhtiön operatiivisten kulut, jotka täytyy eliminoida. Nämä kulut ovat osakkeenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja, joihin he eivät voi suoraan vaikuttaa. Nämä kulut eivät ole mukana sijoituskohteiden arvonmäärittämisessä. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.
- 5) Lopulliseen arviomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa mahdollinen alennus tai preemio suhteessa osien summa -arvoon, mikä määräytyy pääasiassa sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (track-recordilla merkittävä paino). Alennusta säätämällä voimme ohjata arvon perustelluksi osakkeenomistajien kannalta, koska osien summa ei lähtökohtaisesti realisoidu ilman yrityskauppoja.

Edellä mainituista elementeistä pystymme laskemaan Panostajan markkina-arvon, johon tavoitehintamme valtaosin perustuu.

## Emoyhtiön nettovelkojen käsittely

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

Emoyhtiöllä oli tilikauden Q1'22 lopussa 16,9 MEUR:n nettokassa. Kassa oletettavasti kasvaa merkittävästi (arvio noin 30 MEUR), kun SokoPro-myyntivoitot kotiutetaan Granosta (käänteinen vaikutus Grano-omistuksen arvoon). Emoyhtiön nettokassaa kasvattavat korolliset lainasaamiset (2021: 4,8 MEUR) konserniyhtiöiltä, joiden oletamme olevan vakaalla pohjalla. Tämä oletus olisi ongelmallinen, jos sijoituskohteiden ongelmat syvenisivät ja lainasaamisiin liittyvä epävarmuus kasvaisi. Korolliset lainasaamiset pienentävät myös yhtiön potentiaalia uusiin yritysostoihin.

## Konsernikulujen eliminointi

Olemme vähentäneet osien summasta emoyhtiön operatiivisten kulujen nykyarvon. Vaikka Panostajan emoyhtiön operatiiviset kulut ovat pienet pörssiyhtiölle, ne ovat merkittäviä osakkeenomistajien kannalta yhtiön pienen kokoluokan takia. Olemme laskeneet konsernikuluille nykyarvon diskonttaamalla seuraavan yhdeksän vuoden oletettujen kulut

nykypäivään käyttäen keskimääräistä pääomakustannusta (WACC), mikä antaa kulujen arvoksi noin 16,8 MEUR. Toisaalta tämä on vajaat 7x kiinteät konsernikulut (oletus noin 2,5 MEUR), eli kohtuullisesti linjassa sijoituskohteiden yleisen arvostuksen kanssa. Summa on huomattava suhteessa Panostajan markkina-arvoon, mutta kyseessä on liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä osakkeenomistajien kannalta pakollinen kulu.

## Sijoitusyhtiön alennus / preemio

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

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

# Omistuksien osien summa 2/2

Panostajan sijoitusstrategialla on mielestämme edellytykset tuottaa ylituottoja, jos johto onnistuu pääoman allokoinnissa erinomaisesti. Ennen kuin Panostaja pystyy rakentamaan vahvemman track-recordin, on mielestämme perusteltua arvottaa osake toistaiseksi selkeällä alennuksella suhteessa osien summaan. Tällä hetkellä olemme antaneet yhtiölle 18 %:n alennuksen (aik. 17 %), mitä perustelemme osin poikkeuksellisen korkealla epävarmuudella rahoitusmarkkinoilla.

## Tasesubstanssi toimii kohtuullisen hyvänä indikaattorina

P/B-kerroin on Panostajan kohdalla hyödyllinen indikaattori, mutta siinä sijoitukset pysyvät hankintahinnassa ilman erillisiä toimenpiteitä. Tällä hetkellä osien summa -laskelmamme indikoi alhaisempaa arvoa kuin tasesubstanssi, mikä on hieman poikkeuksellista. Normaalisti lukua sekoittaa taseen piiloarvo, jota emme kuitenkaan tällä hetkellä yhtiön taseessa näe. Tällä hetkellä Panostajan 2022e P/B on 0,8x, mikä on mielestämme normaalisti Panostajalla hyvinkin houkutteleva, mutta täytyy sitoa oman pääoman tuottoon. Kehityksen parantuessa nousisi sekä osien summa -laskelma että tasesubstanssi.

## Osinkotuotto on laskenut aiemmasta

Panostaja on maksanut viimeiset kaksi vuotta 0,03 euron osakekohtaisen osingon, jota ennen yhtiö maksoi 0,04-0,08 euron osinkoja tilikausilta 2015-2019. Vaikka kahden edellisen tilikauden tulos on ollut selvästi tappiollinen, tase mahdollistaa osingonmaksun hyvin ja antaa vielä liikkumavaraa myös mahdollisia uusia sijoituskohteita varten. Osingon maksu on yhtiölle tärkeää, vaikka

näkemyksemme mukaan yhtiön kannattaisi pyrkiä kasvattamaan yhtiön kokoluokkaa. Pidämme kuitenkin tilikauden 2021 osinkotasoa kestäväenä ja tulostason elpyessä näemme siinä myös nousuvaraa. Tämä vaatii kuitenkin tulostason merkittävää parantumista, missä Grano on kriittisessä roolissa.

## Onnistuneet exitit voivat kutistaa sijoitusyhtiöalennusta

KotiSun oli Panostajalle todellinen menestystarina. Panostaja osti 60 % KotiSunista keväällä 2014. Panostajan hankintameno oli lopulta lisäkauppahinnan täyden maksamisen jälkeen noin 8,8 MEUR, mistä mahdollisesti puolet oli velkarahaa. Panostajan omistusaikana yhtiön toimintaa laajennettiin voimakkaasti uusiin palveluihin sekä uusille maantieteellisille alueille, viimeisimpänä Ruotsiin vuonna 2017. Omistusaikana yhtiön liikevaihto ja liikevoitto kolminkertaistuivat ja omistaja-arvon kehitys oli hurjaa. Reilussa kolmessa ja puolessa vuodessa omistuksen arvo nousi 40,7 MEUR:oon, mikä tarkoittaa laskelmiemme mukaan noin 90 %:n IRR-tasoa (sisäinen korko omalle pääomalle, suuntaantava luku). Kyseessä oli poikkeuksellisen hyvin tuottanut sijoitus.

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

kohteita kuten Takoma ja tuoreimpana Carrot. Epäonnistumiset vievät liikaa rahaa ja aikaa, minkä takia pääoma ei tuota riittävästi. IRR-% laskee voimakkaasti, jos arvonkehitys on ajallisesti hidasta. Tällä hetkellä katseet ovat erityisesti Granon kehityksessä yhtiön ollessa Panostaja selkeästi suurin sijoitus.

## Pääoman allokonti muuttaa Panostajaa lähivuosina

Panostaja on tällä hetkellä mielenkiintoisessa vaiheessa, koska emoyhtiöllä on suuri nettokassa ja uudistettu strategia. Lähivuosina allokoitava pääoma muokkaakin merkittävästi koko Panostajan profiilia varsinkin viime vuosien siistimisvaiheen jälkeen. Mahdollisesti peräti 30 MEUR:n nettokassa on todella suuri koko konsernin kokoluokkaa ajatellen, joten lähivuodet ovat kriittisiä yhtiölle. Tämän pääoman allokonti voi olla merkittävä käännekohta Panostajalle.

Toinen suuri käännekohta Panostajan tarinassa on todennäköisesti irtaantuminen Granosta. Tällä hetkellä Grano vastaa noin 83 % Panostajan sijoitusportfolion arvosta, joten tämä olisi todella iso murros yhtiölle. Kun Panostaja lopulta irtaantuu Granosta, minkä voisi olettaa tapahtuvan 1-3 vuoden aikana, tulee se muuttamaan koko yhtiön profiilia merkittävästi. Sitä ennen Panostajan olisi tärkeää luoda myös uutta pohjaa, jotta pääoma pysyisi tehokkaasti käytössä. Granosta vapautuvia pääomia voidaan tietysti jakaa myös osinkoina tai pääoman palautuksina, mutta tulevaisuuden kannalta olisi mielestämme kriittistä, että pääomia ohjattaisiin valtaosin uusiin sijoituksiin ja kasvuun.

# Osien summa -laskelma

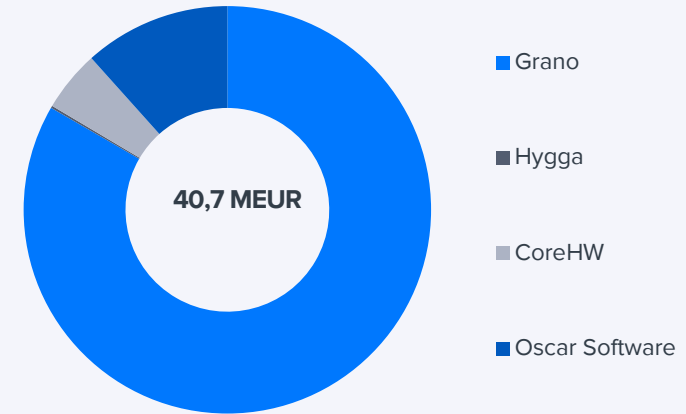
Arvon jakautuminen Yhtiö	Arvo MEUR	Omistus- osuus (%)	Osuuden arvo (M€)	%-osuus portfolioista
Grano	61,4	55 %	33,9	83 %
Hygga	0,1	80 %	0,1	0 %
CoreHW	3,2	61%	2,0	5 %
Oscar Software	8,1	58 %	4,7	12 %
<b>Yhteensä</b>	<b>72,8</b>		<b>40,7</b>	

Osien summa -laskelman ydin		
Omistukset tytäryhtiöissä	40,7	MEUR
Vähemmistöomistukset	2,6	MEUR
Emoyhtiön nettovelat	-16,9	MEUR
Emoyhtiön kulujen eliminointi	16,8	MEUR

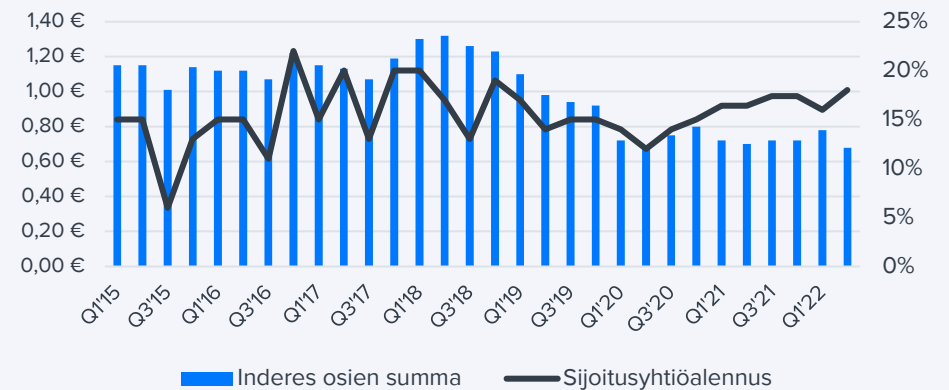
<b>Panostajalle indikoitu arvo</b>	<b>43,3</b>	<b>MEUR</b>
Osakemäärä	52,3	Milj. kpl
<b>Osakekohtainen arvo</b>	<b>0,83</b>	<b>EUR</b>
Sijoitusyhtiöalennus	18 %	
<b>Tavoitehinta Panostajalle</b>	<b>0,68</b>	<b>EUR</b>

Emoyhtiön kulujen eliminointi		
Tilikauden 2022e kiinteät kulut	2,5	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,0 %	
Käytetty WACC	6,9 %	
<b>Kulujen laskennallinen arvo</b>	<b>16,8</b>	<b>MEUR</b>

Portfolion arvon jakautuminen

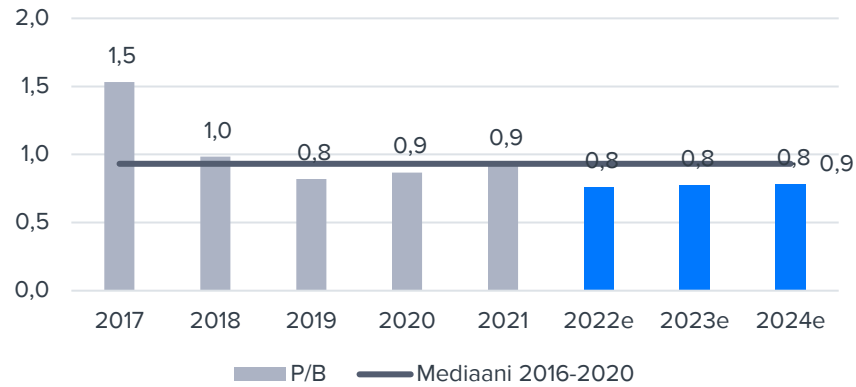


Osien summa-arviomme kehitys (€/osake)

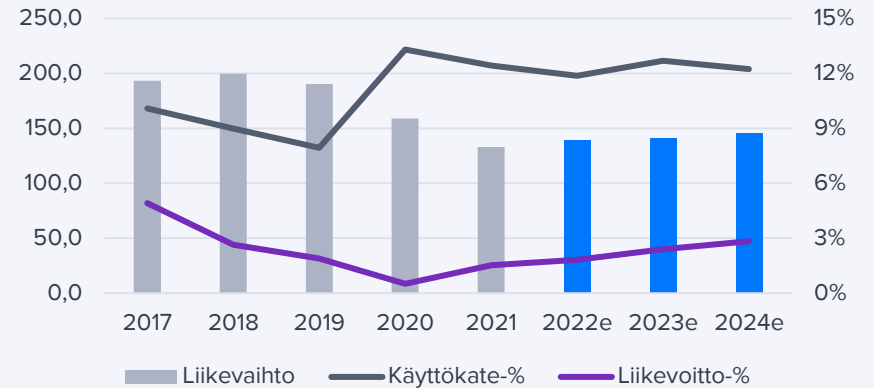


# Arvostus ja avainlukuja graafeina

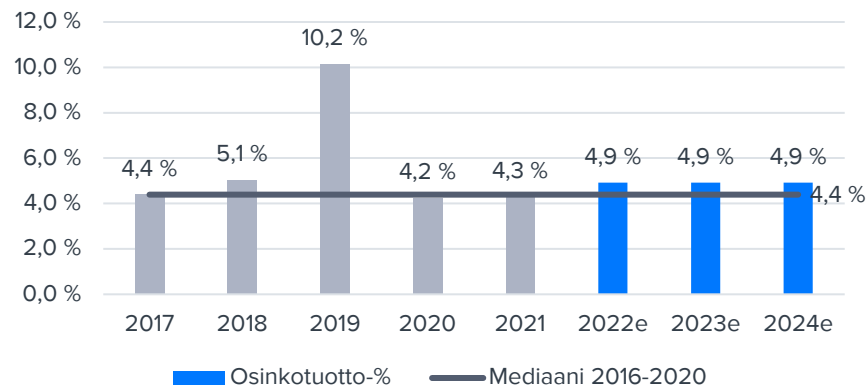
## P/B



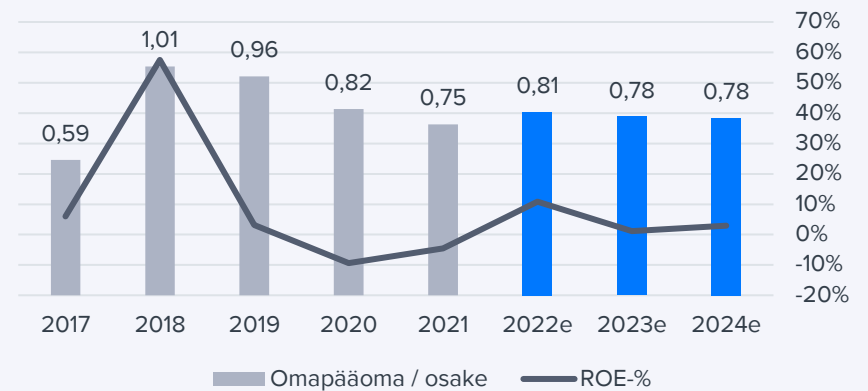
## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



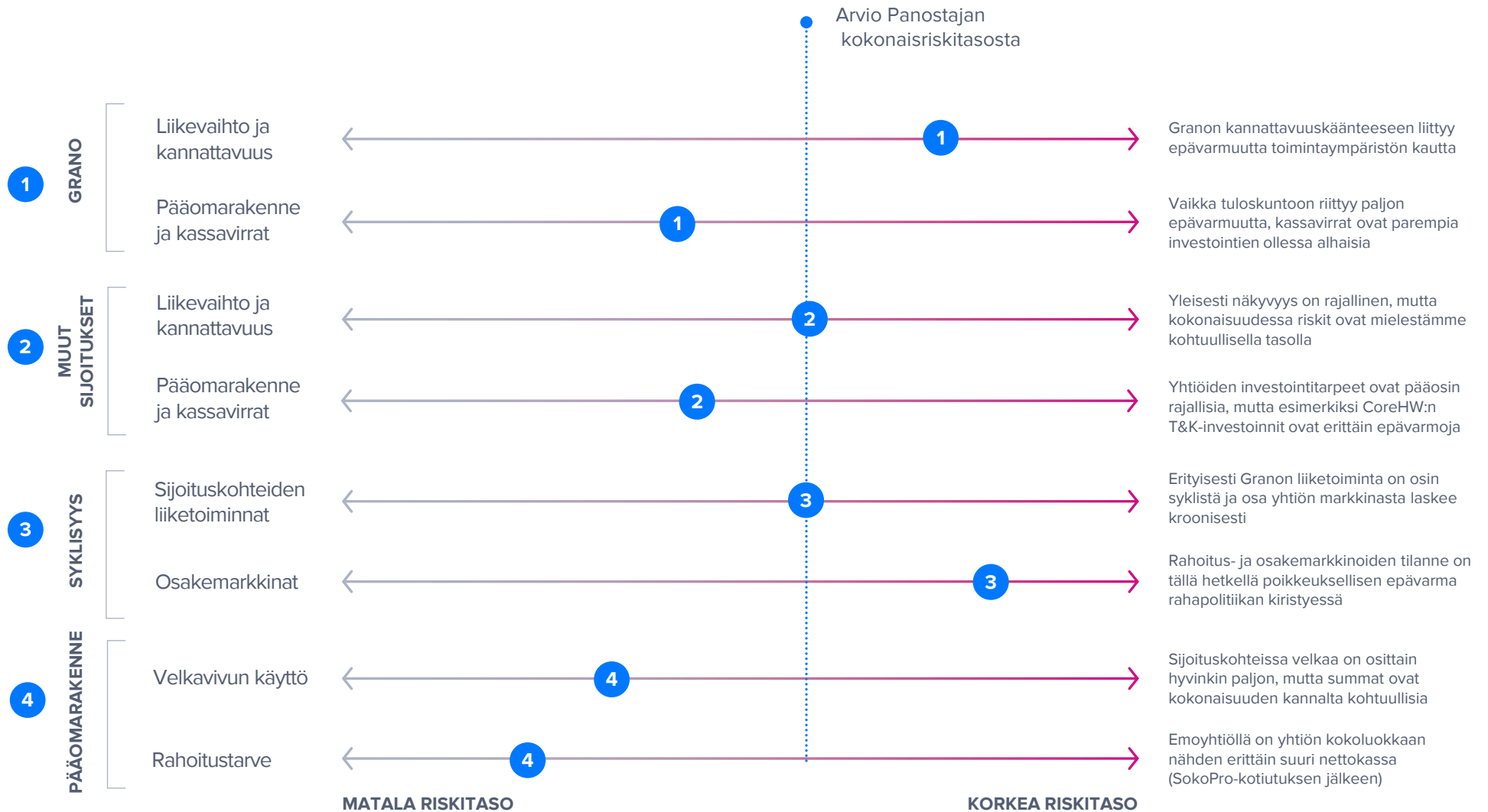
## Osinkotuotto-%



## Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Panostajan riskiprofiili





# Sijoituskohteiden avainluvut ja ennusteet\*

Liikevaihto (MEUR)	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2020	2021	2022e	2023e
Grano	29,2	28,5	23,1	29,0	27,3	26,9	25,1	28,6	28,9	27,3	25,0	28,6	109,8	107,9	109,8	109,1
Helakeskus	1,8	2,0	1,8	2,0									7,6			
Tilatukku																
Heatmasters	1,1	1,1	1,0	0,8	1,0	1,2							4,0	2,2		
Hygga	1,1	1,1	1,0	1,1	1,9	2,1	2,0	2,2	2,0	2,3	2,2	2,3	4,3	8,1	8,7	9,6
CoreHW	2,4	2,3	1,5	1,9	1,6	1,5	1,2	1,9	2,0	2,2	2,0	2,3	8,1	6,1	8,5	9,7
Carrot Palvelut	4,3	3,4	3,6	3,1	2,1	1,8	2,0						14,4	5,9		
Oscar Software	2,8	2,9	2,6	2,8	2,8	2,8	2,5	2,9	2,9	3,0	2,8	3,2	11,1	11,0	11,9	13,1
Muut / eliminoinnit	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Yhteensä</b>	<b>42,6</b>	<b>41,2</b>	<b>34,2</b>	<b>40,7</b>	<b>36,7</b>	<b>36,3</b>	<b>32,7</b>	<b>35,4</b>	<b>35,8</b>	<b>34,8</b>	<b>31,9</b>	<b>36,4</b>	<b>158,7</b>	<b>140,9</b>	<b>138,5</b>	<b>141,1</b>

Liikevoitto (MEUR)	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2020	2021	2022e	2023e
Grano	-0,4	1,2	0,7	3,2	-0,1	0,8	1,1	3,8	0,3	0,9	0,7	3,1	4,7	5,6	5,0	4,8
Helakeskus	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0								0,5	0,0		
Tilatukku																
Heatmasters	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2							0,3	0,2		
Hygga	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,4
CoreHW	0,5	0,2	-0,2	0,1	-0,4	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,5	-1,4	0,2	0,7
Carrot Palvelut	-0,4	-0,2	0,0	-3,5	-0,2	-0,3	-0,1						-4,1	-0,9		
Oscar Software	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,2	1,2	0,3	0,3	0,3
Muut / konsernikulut	-0,6	-0,6	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,1	-2,8	-2,7	-2,8
<b>Yhteensä</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>

\* Olemme poistaneet liikevaihto- ja tulosluvut pääosin liiketoimintojen divestointien jälkeen, mutta käytäntö ei välttämättä ole kaikille johdonmukainen.

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	159	33,6	33,3	30,7	35,4	133	35,8	34,8	31,9	36,4	139	141	145	153
Käyttökate	21,2	2,4	3,1	3,9	7,2	16,5	2,6	3,8	3,7	6,4	16,5	17,9	17,8	20,0
Poistot ja arvonalennukset	-20,3	-3,5	-3,5	-3,3	-4,2	-14,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-14,0	-14,5	-13,6	-13,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,8	-1,1	-0,4	0,6	3,0	2,0	-0,9	0,3	0,2	2,9	2,5	3,4	4,1	6,9
Liikevoitto	0,8	-1,1	-0,4	0,6	3,0	2,0	-0,9	0,3	0,2	2,9	2,5	3,4	4,1	6,9
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-2,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-2,2	-1,1	-1,1	-1,1
Tulos ennen veroja	-1,8	-1,8	-0,9	0,0	2,7	-0,1	-1,4	-0,2	-0,4	2,4	0,5	2,3	3,1	5,8
Verot	-1,2	-0,5	-0,3	-0,3	1,1	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,5	0,1	-0,5	-0,6	-1,2
Vähemmistöosuudet	-0,9	0,7	0,2	-0,1	-1,6	-0,8	0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-1,1	-1,4	-1,2	-2,3
Nettotulos	-4,4	-1,8	-2,2	0,2	1,9	-1,9	-0,7	4,6	-0,5	1,1	4,5	0,5	1,2	2,3
EPS (oikaistu)	-0,08	-0,03	-0,04	0,00	0,04	-0,04	-0,01	0,09	-0,01	0,02	0,08	0,01	0,02	0,04
EPS (raportoitu)	-0,08	-0,03	-0,04	0,00	0,04	-0,04	-0,01	0,09	-0,01	0,02	0,08	0,01	0,02	0,04
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2020</b>	<b>Q1'21</b>	<b>Q2'21</b>	<b>Q3'21</b>	<b>Q4'21</b>	<b>2021</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22e</b>	<b>Q3'22e</b>	<b>Q4'22e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Liikevaihdon kasvu-%	-16,4 %	-21,2 %	-19,1 %	-11,0 %	-13,1 %	-16,4 %	6,5 %	4,6 %	4,0 %	2,8 %	4,5 %	1,5 %	3,1 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-77,5 %	84,9 %	-138,2 %	-44,7 %	-528,8 %	150,0 %	-18,2 %	-173,0 %	-59,7 %	-1,7 %	24,4 %	34 %	22,0 %	66,2 %
Käyttökate-%	13,3 %	7,1 %	9,3 %	12,6 %	20,2 %	12,4 %	7,1 %	10,9 %	11,7 %	17,6 %	11,9 %	12,7 %	12,2 %	13,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,5 %	-3,3 %	-1,2 %	1,9 %	8,3 %	1,5 %	-2,5 %	0,8 %	0,7 %	8,0 %	1,8 %	2,4 %	2,8 %	4,5 %
Nettotulos-%	-2,7 %	-5,3 %	-6,7 %	0,8 %	5,4 %	-1,4 %	-2,0 %	13,3 %	-1,6 %	2,9 %	3,2 %	0,3 %	0,8 %	1,5 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>148</b>	<b>132</b>	<b>95,0</b>	<b>93,5</b>	<b>93,3</b>
Liikearvo	88,0	80,1	47,5	47,5	47,5
Aineettomat hyödykkeet	12,6	10,3	7,2	7,2	7,2
Käyttöomaisuus	32,2	26,4	25,4	23,9	23,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	5,8	4,1	4,1	4,1	4,1
Laskennalliset verosaamiset	6,2	8,1	8,1	8,1	8,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>63,5</b>	<b>51,2</b>	<b>44,5</b>	<b>43,7</b>	<b>45,1</b>
Vaihto-omaisuus	6,3	5,2	5,6	5,6	5,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	6,7	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	22,9	25,2	25,0	24,0	24,7
Likvidit varat	34,3	14,2	13,9	14,1	14,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>212</b>	<b>183</b>	<b>139</b>	<b>137</b>	<b>138</b>

Lähde: Inderes

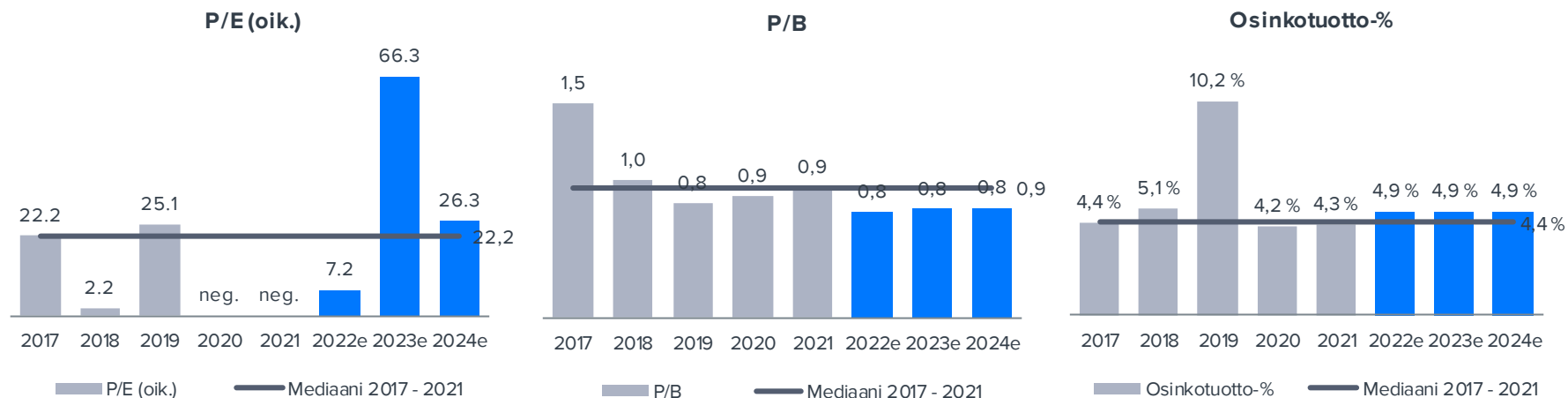
Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>71,0</b>	<b>67,7</b>	<b>74,6</b>	<b>73,5</b>	<b>73,2</b>
Osakepääoma	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kertyneet voittovarot	19,3	15,6	18,5	17,4	17,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	18,0	18,3	18,3	18,3	18,3
Vähemmistöosuus	28,2	28,3	32,3	32,3	32,3
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>77,9</b>	<b>61,5</b>	<b>30,4</b>	<b>29,2</b>	<b>29,8</b>
Laskennalliset verovelat	6,7	6,3	6,3	6,3	6,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	71,1	55,2	24,1	22,9	23,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>63,1</b>	<b>53,6</b>	<b>34,4</b>	<b>34,4</b>	<b>35,4</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	32,3	20,2	8,0	7,6	7,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	30,8	25,9	26,4	26,8	27,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	7,6	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>212</b>	<b>183</b>	<b>139</b>	<b>137</b>	<b>138</b>

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,91	0,99	0,79	0,71	0,70	<b>0,61</b>	<b>0,61</b>	<b>0,61</b>	<b>0,61</b>
Osakemäärä, milj. kpl	52,1	52,5	52,3	52,3	52,6	<b>52,6</b>	<b>52,6</b>	<b>52,6</b>	<b>52,6</b>
Markkina-arvo	47	52	41	37	37	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>
Yritysarvo (EV)	179	155	125	132	122	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>74</b>	<b>73</b>
P/E (oik.)	22,2	2,2	25,1	neg.	neg.	<b>7,2</b>	<b>66,3</b>	<b>26,3</b>	<b>13,9</b>
P/E	22,2	2,2	25,1	neg.	neg.	<b>7,2</b>	<b>66,3</b>	<b>26,3</b>	<b>13,9</b>
P/B	1,5	1,0	0,8	0,9	0,9	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
P/S	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
EV/EBITDA (oik.)	9,2	8,6	8,3	6,2	7,4	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>
EV/EBIT (oik.)	18,8	29,2	34,6	>100	60,2	<b>29,7</b>	<b>21,6</b>	<b>17,8</b>	<b>10,6</b>
Osinko/tulos (%)	97,5 %	10,9 %	255,3 %	neg.	neg.	<b>35,4 %</b>	<b>326,1 %</b>	<b>129,2 %</b>	<b>68,3 %</b>
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,1 %	10,2 %	4,2 %	4,3 %	<b>4,9 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>4,9 %</b>

Lähde: Inderes

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



# DCF-laskelma

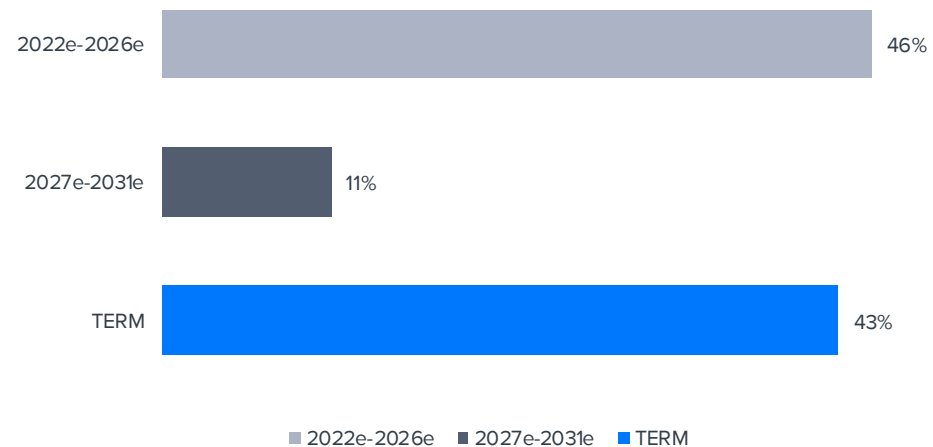
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	
+ Kokonaispoistot	14,5	14,0	14,5	13,6	13,1	12,8	12,3	12,8	13,3	13,8	14,3	
- Maksetut verot	-2,2	0,1	-0,5	-0,6	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-5,1	-0,6	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,3</b>	<b>15,5</b>	<b>18,6</b>	<b>16,9</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	<b>18,1</b>	<b>18,4</b>	<b>18,9</b>	<b>19,3</b>	<b>19,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	3,2	22,7	-13,0	-13,5	-13,0	-14,5	-13,6	-14,2	-14,7	-14,9	-15,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>12,4</b>	<b>38,2</b>	<b>5,6</b>	<b>3,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>	
+/- Muut	-1,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	11,4	43,2	5,6	3,4	5,5	3,9	4,5	4,3	4,2	4,4	4,9	102
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>41,5</b>	<b>5,0</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>53,8</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		124	82,2	77,2	74,3	70,0	67,2	64,1	61,3	58,8	56,3	53,8
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>124</b>										
- Korolliset velat		-75,3										
+ Rahavarat		14,2										
-Vähemmistöosuus		-27,5										
-Osinko/pääomapalautus		-1,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>36,1</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>0,69</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	42,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,2 %
Yrityksen Beta	1,37
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,9 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	190,2	159,0	133,0	<b>138,9</b>	<b>141,1</b>	EPS (raportoitu)	0,03	-0,08	-0,04	<b>0,08</b>	<b>0,01</b>
Käyttökate	15,1	21,2	16,5	<b>16,5</b>	<b>17,9</b>	EPS (oikaistu)	0,03	-0,08	-0,04	<b>0,08</b>	<b>0,01</b>
Liikevoitto	3,6	0,8	2,0	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	Operat. kassavirta / osake	0,34	0,49	0,18	<b>0,30</b>	<b>0,35</b>
Voitto ennen veroja	1,7	-1,8	-0,1	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,29	0,33	0,22	<b>0,82</b>	<b>0,11</b>
Nettovoitto	1,6	-4,4	-1,9	<b>4,5</b>	<b>0,5</b>	Omapääoma / osake	0,96	0,82	0,75	<b>0,81</b>	<b>0,78</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,08	0,03	0,03	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	193,4	212,0	182,8	<b>139,4</b>	<b>137,2</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	-16 %	-16 %	<b>4 %</b>	<b>2 %</b>
Oma pääoma	79,6	71,0	67,7	<b>74,6</b>	<b>73,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	-16 %	40 %	-22 %	<b>0 %</b>	<b>9 %</b>
Liikearvo	93,7	88,0	80,1	<b>47,5</b>	<b>47,5</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-32 %	-77 %	150 %	<b>24 %</b>	<b>34 %</b>
Nettovelat	58,8	69,2	61,1	<b>18,2</b>	<b>16,4</b>	EPS oik. kasvu-%	-93 %	-365 %	-58 %	<b>-340 %</b>	<b>-89 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	7,9 %	13,3 %	12,4 %	<b>11,9 %</b>	<b>12,7 %</b>
Käyttökate	15,1	21,2	16,5	<b>16,5</b>	<b>17,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	1,9 %	0,5 %	1,5 %	<b>1,8 %</b>	<b>2,4 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	3,3	6,1	-5,1	<b>-0,6</b>	<b>1,3</b>	Liikevoitto-%	1,9 %	0,5 %	1,5 %	<b>1,8 %</b>	<b>2,4 %</b>
Operatiivinen kassavirta	17,7	25,8	9,3	<b>15,5</b>	<b>18,6</b>	ROE-%	3,2 %	-9,3 %	-4,5 %	<b>10,9 %</b>	<b>1,2 %</b>
Investoinnit	-4,7	-28,4	3,2	<b>22,7</b>	<b>-13,0</b>	ROI-%	2,6 %	0,7 %	1,4 %	<b>2,1 %</b>	<b>3,2 %</b>
Vapaa kassavirta	15,2	17,1	11,4	<b>43,2</b>	<b>5,6</b>	Omavaraisuusaste	41,1 %	33,5 %	37,1 %	<b>53,5 %</b>	<b>53,6 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	73,9 %	97,4 %	90,2 %	<b>24,4 %</b>	<b>22,4 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,9	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>						
EV/EBITDA (oik.)	8,3	6,2	7,4	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>						
EV/EBIT (oik.)	34,6	>100	60,2	<b>29,7</b>	<b>21,6</b>						
P/E (oik.)	25,1	neg.	neg.	<b>7,2</b>	<b>66,3</b>						
P/B	0,8	0,9	0,9	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>						
Osinkotuotto-%	10,2 %	4,2 %	4,3 %	<b>4,9 %</b>	<b>4,9 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytiikoilla 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 yksilöityinä 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 liikeytoiminnassaan 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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.7.2018	Vähennä	1,15 €	1,16 €
7.9.2018	Lisää	1,10 €	1,05 €
24.10.2018	Vähennä	1,00 €	1,01 €
14.12.2018	Vähennä	1,00 €	1,00 €
8.3.2019	Vähennä	0,92 €	0,95 €
7.6.2019	Vähennä	0,85 €	0,85 €
6.9.2019	Vähennä	0,80 €	0,80 €
27.9.2019	Vähennä	0,78 €	0,79 €
16.12.2019	Vähennä	0,78 €	0,82 €
27.1.2020	Myy	0,80 €	0,99 €
12.3.2020	Vähennä	0,72 €	0,74 €
30.3.2020	Vähennä	0,56 €	0,59 €
5.6.2020	Vähennä	0,68 €	0,70 €
4.9.2020	Lisää	0,75 €	0,70 €
14.12.2020	Vähennä	0,80 €	0,78 €
1.2.2021	Vähennä	0,80 €	0,82 €
17.3.2021	Vähennä	0,72 €	0,74 €
4.6.2021	Vähennä	0,70 €	0,72 €
3.9.2021	Vähennä	0,72 €	0,75 €
15.12.2021	Vähennä	0,72 €	0,70 €
27.12.2021	Vähennä	0,78 €	0,79 €
16.3.2022	Vähennä	0,68 €	0,66 €
20.5.2022	Lisää	0,68 €	0,61 €

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.

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

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

### Inderes 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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**