

Panostaja

Laaja raportti

23.11.2023 08:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Pääomat täytyy saada tuottamaan

Nostamme sijoitusyhtiö Panostajan suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tarkistamme tavoitehintamme 0,57 euroon (aik. 0,58 €). Suomen talouden heikkous asettaa sijoituskohteiden tuloskehityksen päälle merkittävän varjon, mutta toistaiseksi kannattavuuksia on puolustettu varsin hyvin. Granon tulokunnan parantaminen on lähivuosina kriittistä, mutta samalla CoreHW:n tuoteliiketoiminnan ylösajo on potentiaalinen arvoajuri. Synkkyuden keskellä merkittävä nettokassa antaa emoyhtiölle sijoitusmahdollisuuksia, eikä osakkeen alhainen arvostus (P/B 0,8x) vaadi ihmeitä. Näemmekin osakkeen riski/tuotto-suhteen kääntyvän kurssilaskun jälkeen positiiviseksi.

Grano-omistus määrittää edelleen suunnan, mutta CoreHW on potentiaalinen arvoajuri

Panostajan sijoitussalkku on viime vuosien suursiivouksen jälkeen keskittynyt vain viiteen sijoituskohteeseen, joista selvästi merkittävin on Grano. Arviomme mukaan Granon osuus sijoituskohteiden arvosta on noin 67 % SokoPro-liiketoiminnan (kauppahinta 45 MEUR) onnistuneen myynnin jälkeen. Lähivuosina Granon kannattavuutta täytyy pystyä ensin puolustamaan ja sitten markkinan piristyessä nostamaan, mikä arviomme mukaan mahdollistaisi irtaantumisen Granosta tulevana vuosina järkevään hintaan. Seuraavaksi arvokkaimpia sijoituskohteita ovat arviomme mukaan käytännössä tasavahvoina Oscar Software (arvo 17 % portfoliosta) ja CoreHW (16 %). Näillä potentiaalisilla arvonnoluojilla on ollut haasteita viime vuosina, mutta erityisesti CoreHW:n tuoteliiketoiminnassa näemme merkittävää potentiaalia. CoreHW on erittäin mielenkiintoisessa tilanteessa ja potentiaalinen arvoajuri, jos tuoteliiketoiminta lähtee ensi vuonna hyvään kasvuun. Hygган arvo jää toistaiseksi suurien nettovelkojen alle ja vähemmistö-sijoitus Gugguu kärsii nyt kuluttajien heikkoudesta.

Pääomat täytyy saada tuottamaan

Panostajan emoyhtiöllä on noin 20 MEUR:n nettokassa (sisältäen korolliset saamiset) eli yhtiöllä on kokoluokkaan nähden merkittävästi ”kuivaa ruutia” uusiin sijoituskohteisiin. Potentiaalia olisi periaatteessa 2-3 uuteen sijoitukseen, mikä on vallitsevassa varsin synkässä ilmapiirissä merkittävä vahvuus. Jos pääoman allokoinnissa onnistutaan ja aiemmin uudistettu palvelu- ja ohjelmistotoimialoihin keskittyvä strategia osoittautuu toimivaksi, divestoinneilla alkanut uusiutumisosprosessi voidaan saada onnistuneesti maaliin. Emoyhtiön vahva tase ja sijoituskohteiden suhteellisen alhaiset velkavivut (ilman IFRS 16 -vaikutusta) antavat turvaa vaikeassa markkinatilanteessa, mutta ennen pitkää pääomat täytyy saada tuottamaan. Näkemysemme mukaan Panostajan täytyisi saada kasvatettua kokoluokkaansa, jotta se pystyisi luomaan lisäarvoa kiinteiden kulujen jälkeen.

Alhainen arvostus ei vaadi yhtiöltä ihmeitä

Arvotamme sijoitusyhtiö Panostajaa pääosin osien summa -analyysillä, jonka indikoima arvo on nyt 0,69 €/osake. Käytämme yhtiölle varsin korkeaa 17 %:n sijoitusyhtiöalennusta, mikä on yhtiön vaisulla track-recordilla ja korkealla yleisellä epävarmuudella mielestämme perusteltua. Tätä kautta pääsemme tavoitehintamme 0,57 €, joka laskee hieman Granon arvostuksen mukana. Toisaalta nostimme hieman näkemystämme CoreHW:n arvosta. Osakkeen P/B-luku on vain 0,8x (2023e) ja osinkotuotto noin 6 %, joten arvostustaso on mielestämme hyvin maltillinen. Nykytasolla Panostajaan tai sijoituskohteiden kehitykseen ei kuitenkaan ole ladattua suuria odotuksia. Merkittävä riski liittyy Suomen talouden heikkoon näkymään, mutta merkittävän nettokassan kautta epävarmuus tarjoaa Panostajalle myös mahdollisuuksia uusiin sijoituksiin kohtuullisella arvostuksella.

Suositus

Lisää

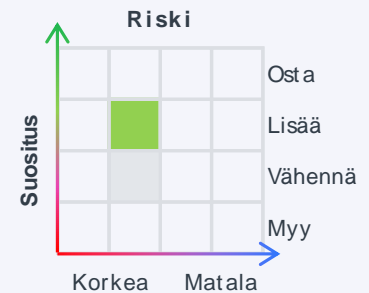
(aik. Vähennä)

0,57 EUR

(aik. 0,58 EUR)

Osakekurssi:

0,50



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	137,9	136,8	137,7	143,1
kasvu-%	4 %	-1 %	1 %	4 %
EBIT oik.	5,2	0,4	2,5	3,8
EBIT-% oik.	3,7 %	0,3 %	1,8 %	2,7 %
Nettotos	1,0	-2,2	-0,7	-0,3
EPS (oik.)	0,03	-0,04	-0,01	-0,01
P/E (oik.)	19,8	neg.	neg.	neg.
P/B	0,7	0,8	0,8	0,9
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
EV/EBIT (oik.)	15,8	>100	34,9	23,0
EV/EBITDA	4,1	6,4	5,7	5,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,6

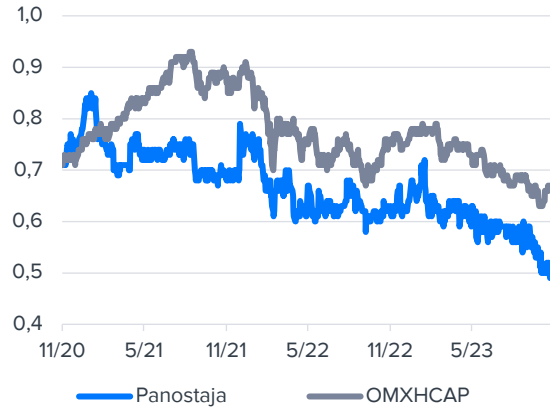
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

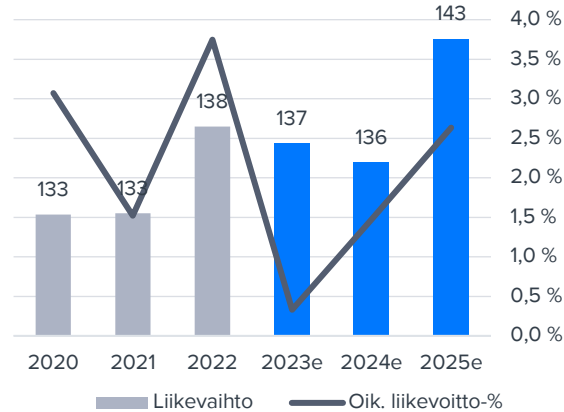
Panosta arvioi eri sijoituskohteiden kysyntätilanteen kehittyvän lyhyellä aikavälillä seuraavasti: Granon, Oscar Softwaren, CoreHW:n ja Hygган kysyntätilanne säilyy tyydyttävänä.

Osakekurssi



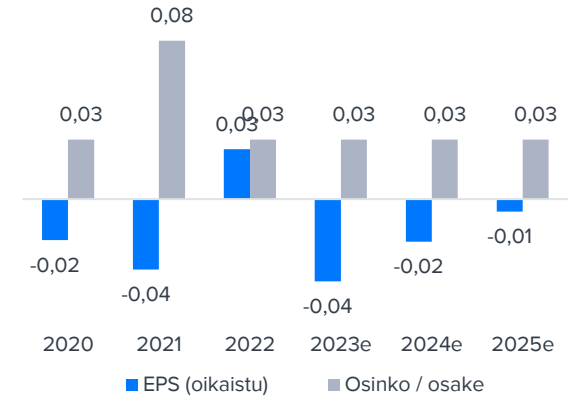
Lähde: Millistream Market Data AB

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 heikkous
- Sijoituskohteiden heikko kehitys ja yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Osakemarkkinoiden negatiivinen kehitys rahoitusmarkkinoiden kiristyttyä

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,50	0,50	0,50
Osakemäärä, milj. kpl	52,7	52,7	52,7
Markkina-arvo	26	26	26
Yritysarvo (EV)	85	87	87
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/B	0,8	0,8	0,9
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,4	5,7	5,3
EV/EBIT (oik.)	>100	34,9	23,0
Osinko/tulos (%)	neg.	neg.	neg.
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,0 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-7
Sijoitusstrategian arviointi	8-11
Portfolion esittely	12-15
Sijoituskohteet	
Grano	16-19
Oscar Software	20-22
CoreHW	23-25
Hygga	26-27
Gugguu	28
Tase ja taloudellinen tilanne	29
Osien summa -analyysi, arvonmääritys ja riskiarvio	30-34
Taulukot	35-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Panostaja lyhyesti

Panostaja on suomalaisia pk-yrityksiä omistava ja kehittävä sijoitusyhtiö.

%-osuus
Panostajan
sijoituksista*

Sijoitukset
yhteensä
31 M€ **

Emoyhtiön sijoitustoiminta

Emoyhtiön
nettokassa 20 M€



Emoyhtiön
henkilöstö



17%

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 oli lupaava ja näemme yhtiössä merkittävää potentiaalia.

Käänte- / kasvuyhtiö



67%

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 kestävästi.

Käänte- / kassavirtayhtiö



16 %

CoreHW tarjoaa langattomissa teknologioissa käytettävien radiotaajuus mikropiirin ja antennien suunnittelu- ja konsultointi-palveluita, ja kehittää omaa tuotetta. Yhtiön suurin arvonluontipotentiaali piilee omassa tuoteliiketoiminnassa.

Kasvava arvonluoja



0%

Hammaslääkärikliniikka ja toiminnanohjausjärjestelmä

Kasvuyhtiö



Kansainvälistyvä lastenvaateyritys

Kannattava kasvu

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Sijoitusyhtiö omalla taseella

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

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

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. pörssiyhtiötasoiset raportointi- ja seurantajärjestelmät sekä toimialan asiantuntemusta omasta verkostostaan.

Panostajan omistusosuudet sijoituskohteissa vaihtelevat merkittävästi (43-80 %). 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 ovat tätä pienempiä. Tämä tarkoittaa yleensä tuloslaskelmaan merkittäviä vähemmistöosuuksia, jotka on tärkeää huomioida. Gugguu oli Panostajalle ensimmäinen sijoitus, jossa yhtiö oli lähtökohtaisesti suuri vähemmistösijoittaja 43 %:n osuudella.

Sijoitusstrategian kyky luoda arvoa

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

panostaja

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



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Panostajan sijoitusperiaatteet

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

1/3 Hankinta

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

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

Panostajalla on enemmän liikkumavaraa.

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

2/3 Kehittäminen

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

Kehittämiseen kuuluu systemaattisen arvonluonnin toimintamallin luominen. Tähän liittyy johdon osaamisen kehittäminen sekä aktiivinen tuki, työkalut ja järjestelmät toiminnan

kehittämiseen sekä tietysti hallitus ja strategiatyö. Kehittäminen vaatii Panostajalta merkittäviä resursseja, joten sen täytyy tuottaa myös tuloksia. Tehtävän onnistuessa sijoituskohteen tuloksen pitäisi kasvaa, riskiprofiilin pienentyä ja kilpailuetujen vahvistua.

3/3 Irtaantuminen

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 irtaantuminen on aina hankalaa ja tehdään yhdessä omistajakumppanien kanssa. Panostaja on onnistunut useassa merkittävässä irtaantumisessaan (Flexim, KotiSun, KL-Varaosat ja SokoPro) hyvin, mutta toisaalta mielestämme viivytellyt liikaa joidenkin heikompien sijoituskohteiden kanssa. Heikosti kehittyneisiin kohteisiin kohdistuu luonnollisesti myös vähemmän kysyntää.



Hankinta

Yrityksen arvonluontipotentiaalin tunnistaminen ja sijoitusstrategian luominen
Osuuden ostaminen ja muiden omistajien sitouttaminen
Sijoitus omasta taseesta mahdollistaa omaehtoisen ja joustavan omistushorisontin



Kehittäminen

Sijoitusstrategian toimeenpanon tukeminen ja mahdollistaminen
Systemaattinen arvonluonnin toimintamalli – kehitysohjelmat, työkalut ja järjestelmät
Johtamisen ja osaamisen kehittäminen sekä pysyvän arvonluonnin varmistaminen



Irtaantuminen

Oikean irtaantumishetken valitseminen yhdessä omistajakumppanien kanssa
Arvonnousun realisoiminen omistuksen myynnin yhteydessä

Sijoitusstrategian arviointi 1/3

Track-record omistaja-arvon luonnissa

Sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto ovat keskeisiä asioita sijoitusstrategian analysoinnissa. Panostajan lisäarvonluontia voidaan tarkastella osinkojen ja oman pääoman kasvun kautta. Vuosien 2006-2022 välillä oman pääoman kasvun ja osinkojen yhdistetty kumulatiivinen tuotto on ollut noin 6 % vuodessa.

Oma pääoma / osake on noussut tilikauden 2006 tasolta 0,68 eurosta vain 0,71 euroon tilikauden 2022 lopussa. Jakso on ollut heikko lukuun ottamatta erinomaista KotiSun-irtaantumista vuonna 2018. Osinkoa tai pääoman palautuksia Panostaja on kuitenkin maksanut melkein joka vuosi, ja kumulatiivisesti 17 vuoden aikana on maksettu omistajille 1,05 €/osake (ml. tilikaudelta 2006 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 kuitenkin muuttuu muun muassa yritysjärjestelyiden yhteydessä. Tätä kautta osien summa -laskelmamme indikoima arvo on ajoittain ollut selvästi suurempi kuin sijoitusten tasearvo. Tällä hetkellä osien summan perusteella saamme osakkeenomistajille kuuluvaksi arvoksi noin 0,57 €/osake, kun tilikauden Q3'23:n lopussa yhtiön oma pääoma / osake oli 0,64 €. Näin ollen taseessa ei näkemyksemme mukaan ole ”piiloarvoa”, mikä johtuu osin osakemarkkinoiden tilanteesta, korkojen noususta ja tätä kautta

sijoituskohteille antamistamme alhaisista arvoista.

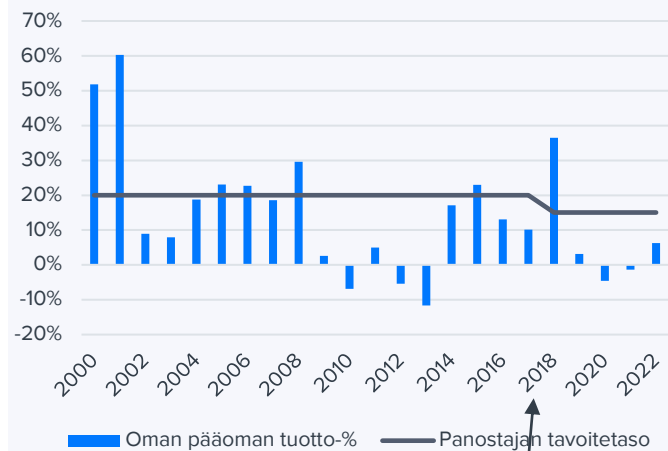
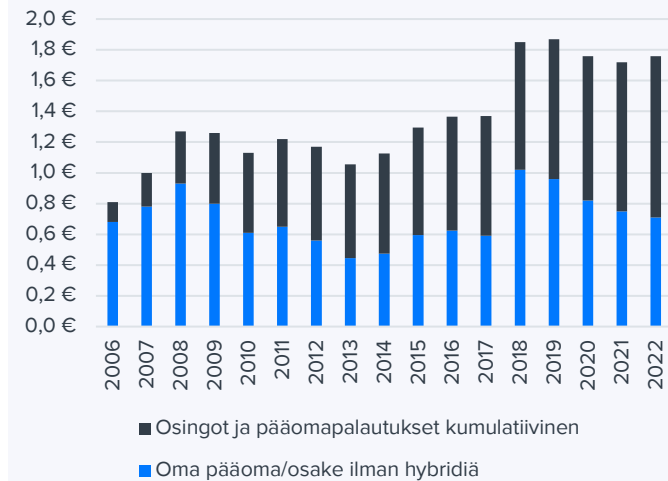
Viime vuosina tehty salkun siivousoperaatio ei ole heijastunut merkittävästi omaan pääomaan suurimman osan irtautumisista tultua heikosti menestyneistä sijoituksista. Tämän hetken suurimmassa sijoituksessa, Granossa, yhtiön tavoitteena on arviomme mukaan vakauttaa kannattavuus hyvälle tasolle ja saada yhtiö käännettyä takaisin kasvuun arvon maksimoinniksi myynnissä. Portfolion potentiaalisimmissa arvonluojissa (Oscar Software ja CoreHW) kehitys on ollut vaihtelevaa, mutta etenkin CoreHW:n tuoteliiketoiminnassa piilee selvää potentiaalia.

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 tavoitteista (kts. graafi).

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

Panostajan 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
- Tulokasvu ja yrityksen toiminnan kehittäminen
- Velkavivun käyttö

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

Ostaessa valuaation on oltava konservatiivinen

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

Arvostukseen vaikuttaa mm. yhtiön nykyinen tulokunto ja potentiaali, yleisesti vallitsevat arvostustasot ja kilpailu kohteesta. Arvostustasot nousivat merkittävästi nollakorkoaikana, mutta rahapolitiikan merkittävä kiristyminen on aiheuttanut merkittävää painetta arvostustasoihin. Tämän heijastuminen listaamattomiin yhtiöihin on tapahtunut viiveellä, mikä on näkynyt ostajien ja myyjien erilaisissa näkemyksissä kohteiden

arvostusten suhteen. Silloin kauppoja ei toteudu.

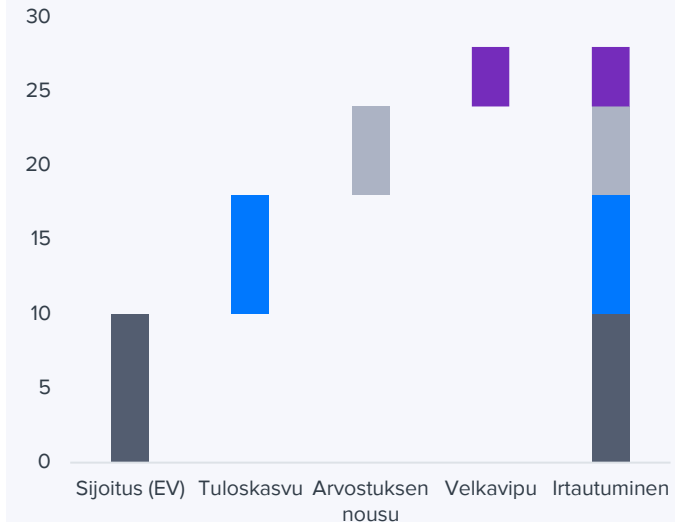
Myytäessä asetelma kääntyy ja Panostaja pyrkii saamaan maksimaalisen arvostuksen. Jos kehitysohjelma on onnistunut suunnitellusti, korkeamman arvostustason saavuttamisen pitäisi toteutua riskiprofiilin pienennyttyä ja toiminnan vakaannuttua. Myös myynnissä ajoituksella on suuri merkitys. Arvostustason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

Tulokasvu on kriittinen ajuri

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



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 aiemminkin osin keskittynyt näille toimialoille ja saanut niiltä kokemusta. Panostajalla on historiassa ollut hyviä onnistumisia palvelu- ja ohjelmistoaloilta, kuten SokoPro, Kotisun, Flexim Security ja Vindea.

Mielestämme 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. Myös mahdollisten sijoituskohteiden kiinnostus myydä liiketoimintansa Panostajalle voi kasvaa, kun Panostaja osaaminen tietyllä toimialalla korostuu. Toistaiseksi tästä ei ole konkreettisia näyttöjä, missä taustalla lienee kuitenkin poikkeuksellinen markkinatilanne. Yhtiön johdon mukaan ehdotuksia yhteistyöstä (ns. deal flow) on kuitenkin tullut hyvin.

Tarkemmasta toimialafokusoitumisesta huolimatta Panostaja pyrkii rakentamaan hajautettua

sijoitussalkkua ja 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, mistä esimerkkinä toimii muun muassa yhtiön tarjoama pääomalaina CoreHW:lle tukeakseen yhtiön oman tuoteperheen kaupallistamista. Venture Capital -tyyliseen sijoittamiseen emme näe Panostajan ryhtyvän.

Samalla vastuullisuus on osana entistä vahvemmin Panostajana arvonluontiaan ja sijoitustoiminta kestävän kasvun mahdollistamiseksi ja uusien liiketoimintamahdollisuuksia tunnistamiseksi. Ajatus on perusteltu, mutta konkretiaa sen ympärille saadaan vasta myöhemmin tekojen (yhtiövalinnat ja toimenpiteet yhtiöissä) kautta. Tästä odotamme näyttöjä myöhemmin.

Neuvonantajaverkosto tukemassa sijoitustoimintaa

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

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

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 ohjelmistotalojen 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 hallitukseen ja sijoittajiksi
- Verkostoon osaamista eri alueilta:
 - Ohjelmistot
 - SaaS ja ekosysteemit
 - IT-palveluliiketoiminta
 - Kansainväliset verkostot
 - Kansainvälinen kasvu
 - Palveluiden digitalisaatio
 - Palvelumuotoilu
 - Liiketoiminnan transformaatiot
 - Palvelutoimialan integraatiot ja buy-and-build

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 suppea portfolio Granon ympärillä

Panostajan portfolioon kuuluu nykyään neljä sijoituskohdetta (enemmistöomistus, >50 %), yksi osakkuusyhtiötä (yli 20 %:n vähemmistöomistus) sekä yksi pienempi vähemmistöomistus. Selvästi suurin ja samalla arvokkain omistus on näkemysellemme mukaan Grano, jonka yritysostovetoisessa kasvutarinassa Panostaja on onnistunut pääosin hyvin. Arvioimme Panostajan Grano-omistuksen (55,2 %:n omistusosuus) arvo on vastaa noin 67 % 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. Suomi on ylivoimaisesti suurin markkina kaikille sijoituskohteille paitsi käytännössä kokonaan kansainvälisillä markkinoilla toimivalle CoreHW:lle. Riippuvuus Suomen talouskehityksestä onkin huomattavasti suurempi kuin esimerkiksi sijoittajalle, joka omistaa yhtiötä pelkästään Helsingin pörssistä. Nykyisessä strategiassaan yhtiö on kuitenkin avoimempi kansainvälistymiselle ja jatkossa yhtiö etsii myös kansainvälistä kasvua tavoittelevia yhtiöitä etenkin ohjelmistosektorilla.

Arvo on keskittynyt voimakkaasti Granoon

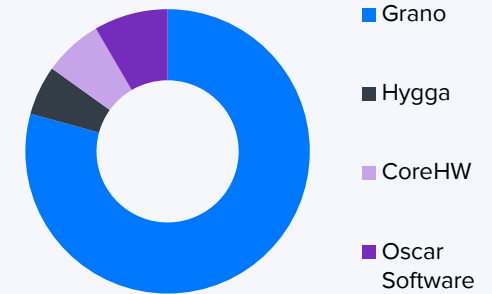
Näkemyksemme mukaan Panostajan portfolion arvo on keskittynyt voimakkaasti Granoon. Tämä

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 suurta vähemmistöosuutta Granossa.

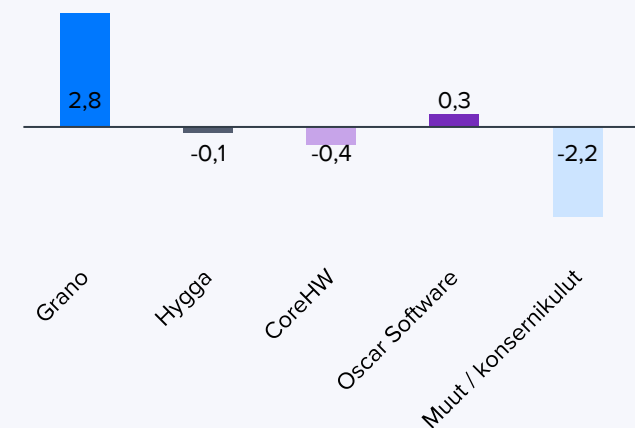
Muut omistukset ovat näkemysellemme mukaan arvoltaan huomattavasti pienempiä. Granon lisäksi Panostajan portfolioon on kaksi arvoltaan merkittävää sijoituskohdetta: Oscar Software sekä CoreHW. Oscar Softwaren osuus portfolioon on arviomme mukaan tällä hetkellä noin 17 % ja CoreHW:n puolestaan noin 16 %. Hajautuksen kannalta arvon raju keskittyminen Granoon on mielestämme riski, mikä on tärkeää tiedostaa.

Suurempana ongelmana pidämme sitä, että Panostajalta puuttuu tällä hetkellä selkeät arvoajurit. Etenkin CoreHW:ssa oman tuoteliiketoiminnan kasvun myötä on viime vuosien haasteista huolimatta merkittävää potentiaalia, mutta tämä jää 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 ennen kuin irtaantuminen Granosta tapahtuu. Positiivista kuitenkin on, että portfolio on uudistunut viime vuosina merkittävästi ja sijoituskohteiden (etenkin Granon) kannattavuudet ovat kehittyneet oikeaan suuntaan kuluvan tilikauden aikana. Näin Panostajalla on aikaa antaa uudempien sijoituskohteiden kehittyä.

Liikevaihdon jakauma (2023e)



Liikevoiton muodostuminen (MEUR, 2023e)



Portfolion esittely 2/2

Grano on ollut salkussa pitkään

Panostajan sijoitushorisontin on normaalisti noin 5-10 vuotta, mutta Grano on ollut salkussa jo 15 vuotta ja yhtiön kasvutarina Suomessa onkin hyvin kypsässä vaiheessa. Vuodet 2020-2022 olivat koronapandemian ja tämän jälkeen nousseen kustannusinflaation myötä Granolle haastavia ja heikko kehitys on todennäköisesti hidastanut mahdollista irtautumista yhtiöstä. Mielestämme looginen irtaantumisaika olisi pian sen jälkeen, kun Grano on todistanut korkeamman kannattavuutensa ja kykynsä tuottaa hyviä kassavirtoja. Kuluvana vuonna kannattavuutta on onnistuttu parantamaan, joskin taso on vielä suhteellisen vaisu. Näkymää varjostaa synkkenevä taloustilanne ja etenkin rakennusykli, mihin Granolla on kohtuullinen altistuminen.

Emme näe Granolle selkeää teollista ostajaa, mikä heikentää osittain exit-näkymää. Vaihtoehtoja kuitenkin on, sillä Grano on mielestämme myös potentiaalinen pörssiyhtiö ja mahdollisesti kiinnostava myös pääomasijoittajille. Osaltaan Granon arvoa konkretisoi joulukuussa 2021 tapahtunut SokoPro-liiketoiminnan myynti, jonka myötä yhtiön nettovelka ja riskiprofiili laskivat merkittävästi. Tämä mahdollisti Panostajalle merkittävän pääoman kotiuttamisen yhtiöstä. Toisaalta SokoPro oli yhtiön suurin tuloksentekijä, joten muiden liiketoimintojen kannattavuuden parantumiseen on yhä suurempi paine.

Salkku on uusiutunut voimakkaasti viime vuosina

Viime vuosien aikana Panostaja on siivonnut salkkuaan merkittävästi. Viimeisen neljän vuoden

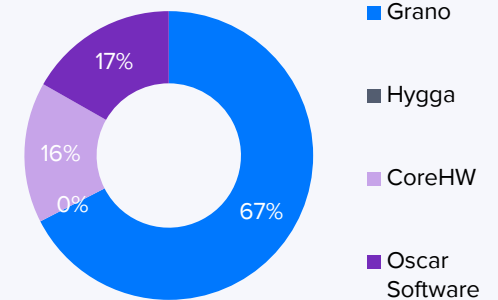
aikana yhtiö on tehnyt lähinnä irtautumisia (Heatmasters, Suomen Helakeskus, Spectra, KotiSun, KL-Varaosat, Ecosir, Tilatukku sekä osittain Carrot) ja keskittänyt salkkuaan ydinsijoituksiin. Oletamme, että jatkossa sijoituskohteiden lukumäärä on kasvamassa.

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

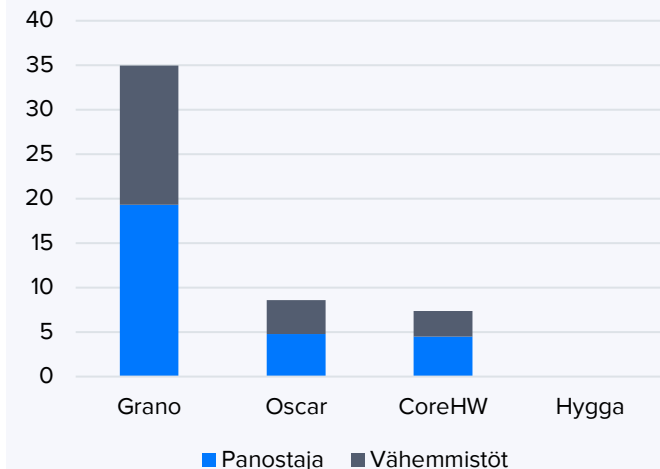
Teknologian merkitys nousut selvästi

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

Portfolion arvon jakautuminen
(Inderes näkemys)



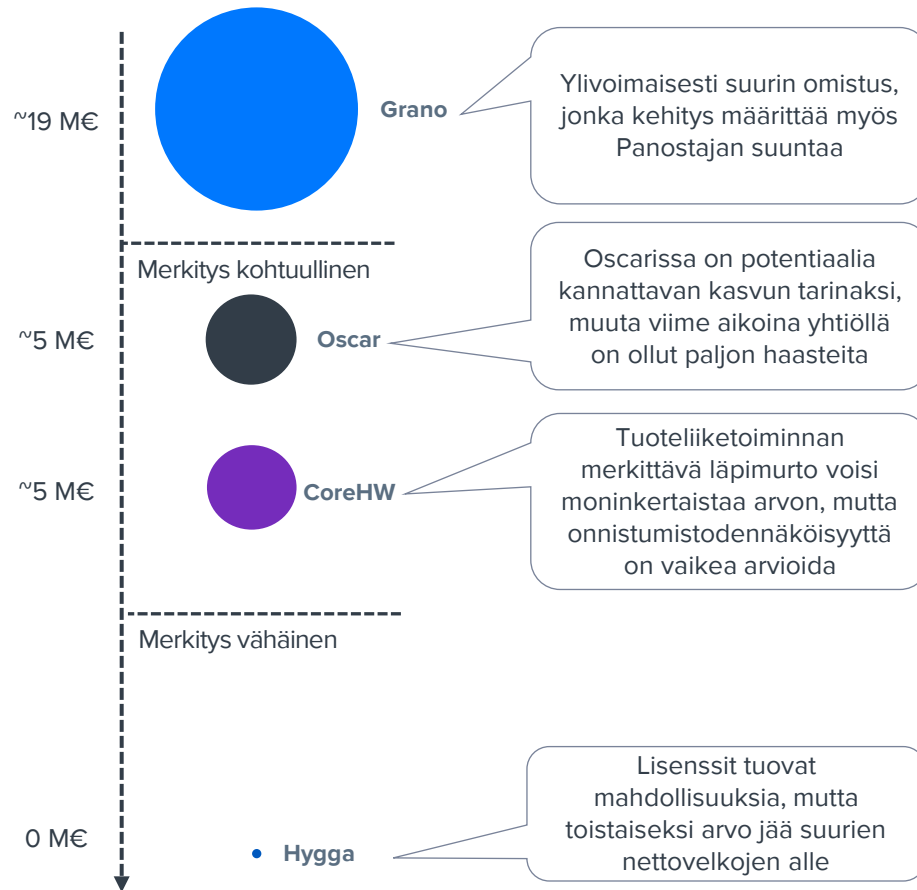
Arvon tarkastelu toisesta näkökulmasta
(Inderesin näkemys, MEUR)



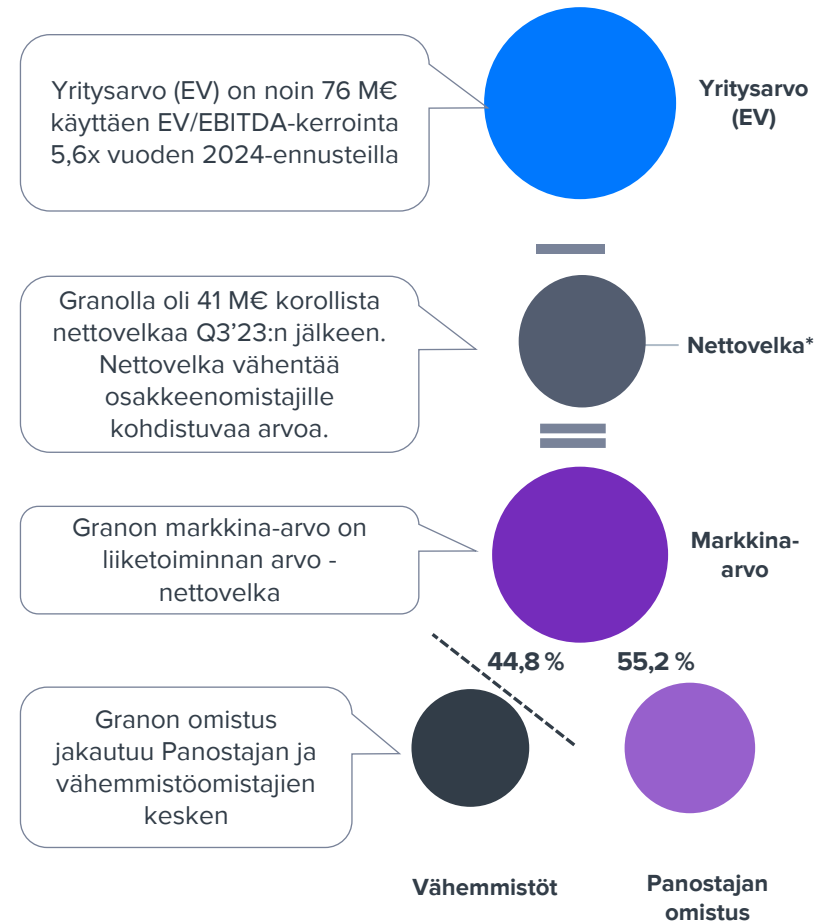
* Sisältää Panostajan enemmistö-sijoitukset yhtiöiden nettovelkojen jälkeen. Hyggan arvo jää suurien nettovelkojen alle.

Panostajan nykyinen portfolio

Panostajan omistuksien arvot
(MEUR, Inderesin näkemyksiä)

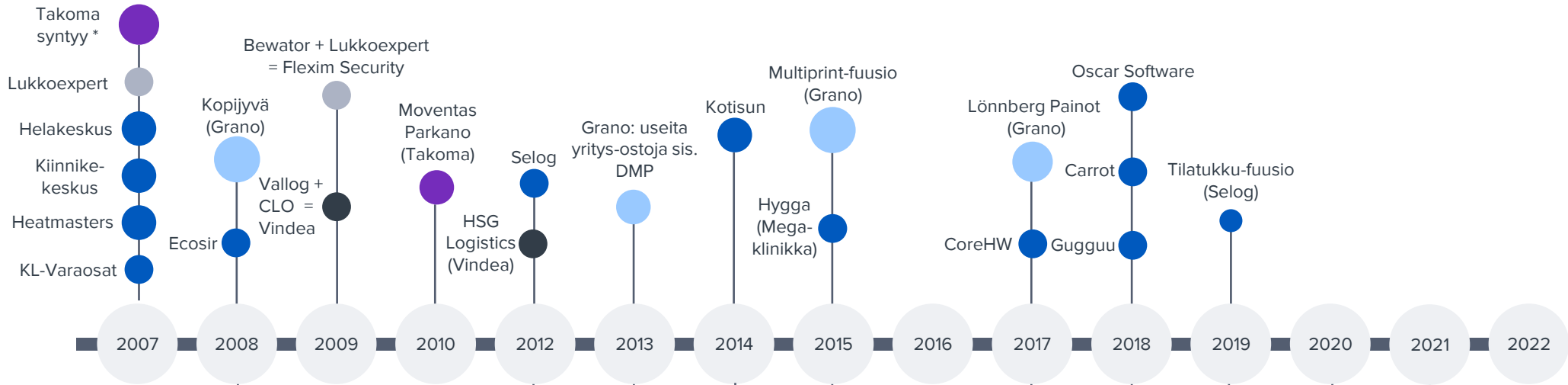


Granon arvonmuodostus
(MEUR, Inderesin näkemyksiä)

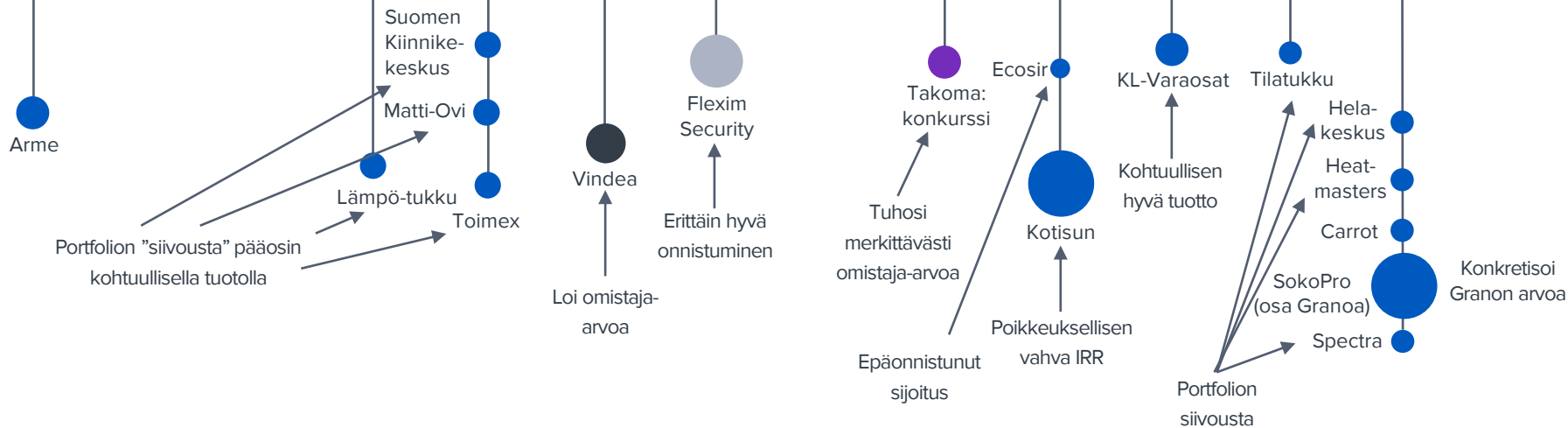


Panostajan merkittävät yritysostot ja -myynnit 2007-2022

Yritysostot



Yritysmyyntit



* Suomen Helasto Oy pörssi kuoret muuttuivat Takomaksi, joka hankki Tampereen Laatu Koneistus Oy:n ja Hervannan Koneistus Oy:n. Ko. yhtiöt kuitenkin jatkoivat itsenäisinä Takoman tytäryrityksinä.
Lähde: Inderes

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. Tilikauden 2022 alussa yhtiö myi SokoPro-liiketoiminnan 45 MEUR:lla ja fokusoi toimintaa. Nyt erityisesti kannattavuutta täytyy parantaa.

Tehdyt muutokset

Emme ole tehneet merkittäviä muutoksia ennusteisiimme tässä raportissa. Granon kysyntänäkymä on vaisu ja epävarma Suomen yleisen talusnäkymän mukana, mutta arviomme mukaan yhtiö pystyy omilla tehostamistoimillaan puolustamaan ja myös parantamaan kannattavuuttaan tulevilla tilikausilla.

Sijoitusvuosi

2008

Arvioitu EV

76
MEUR

EV/EBITDA

5,6x
(2024e)

Panostajan
omistusosuus

55,2%
(Inderes)

Omistuksen
arvo

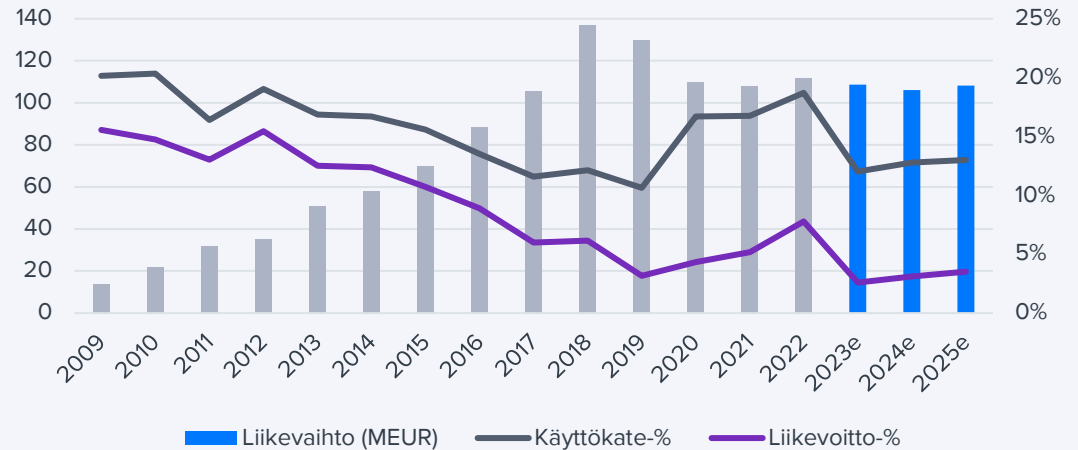
~19
MEUR

Osuus
sijoituksista

67%
(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 investointit 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 4,5-6,7x 2024-ennusteilla, mikä tarkoittaa 0,6-0,9 EV/S-kerrointa
- SokoPron myynti realisoi osan Granon arvosta ja pienensi velkamäärää voimakkaasti
- Arviomme mukaan Panostajan omistuksen arvo on kokoluokassa 19 MEUR

Grano 1/3

Yritysostovetoinen kasvutarina

Grano on vahva kasvun buy-and-build -tarina, joka alkoi Kopijyvän ostosta vuonna 2008. Kopijyvä oli paino- ja tulostuspalveluja tarjoava yritys, joka oli keskittynyt digitaaliseen painamiseen. Vuonna 2009 yhtiön liikevaihto oli 13,5 MEUR, minkä jälkeen kasvu on ollut vahvaa. Tilikaudella 2022 Granon liikevaihto oli 111,5 MEUR, joten liikevaihto on kasvanut vajaa 18 % omistusjaksolla vuosittain (CAGR). Kasvulukema on kova siitä huolimatta, että Granon liikevaihto on laskenut merkittävästi vuoden 2018 huipusta.

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 ja kannattavuus on laskenut. Tilikauden 2022 alussa yhtiö möi SaaS-pohjaisen rakennusalan digitaalisen projektinhallinta-palveluun keskittyvän SokoPro -liiketoiminnan, joka oli hieman irrallinen muusta liiketoiminnasta. Tuloksellisesti SokoPro oli silti Granon tukipilareita, ja myyntivoitosta oikaistuna vuoden 2022 tulos oli liikevoittotasolla tappiolla (-0,7 MEUR).

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 kattavammat markkinointi- ja sisältöpalvelut yhden luukun -periaatteella. Näin yhtiö pystyy kilpailemaan myös suuremmista markkinointikokonaisuuksista.

Käsityksemme mukaan laajempien kokonaisuuksien tarjoaminen on Granolle edelleen varsin harvinaista, joten tässä on edelleen merkittäviä mahdollisuuksia parantaa. Olemme arvioineet karusti, että suurimmat 20 % asiakkaista tuovat noin 80 % Granon liikevaihdosta. Loput 20 % on erilaisia yksittäisiä tilauksia, missä hintakilpailu on yleensä kireää.

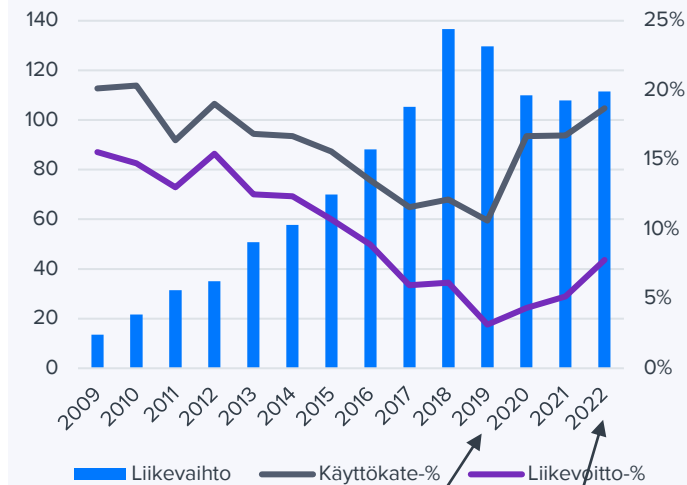
Granon eri liiketoimintojen kehityksestä on saatavilla rajallisesti tietoa, minkä takia esimerkiksi eri segmenttien kokoluokkia on erittäin vaikea arvioida. Laskevalla trendillä oleva offset-painaminen on kuitenkin edelleen yksi merkittävistä liiketoiminnoista. Arviomme mukaan Granon liikevaihto jakautuu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

Grano on ollut historiallisesti hyvin kannattava ja tätä kautta historiassa tuloskasvu on ollut erittäin voimakasta. Kannattavuustrendi on kuitenkin 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 yleisesti kannattavuuskehitys on ollut vaihtelevaa.

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



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

Vuoden 2022 tulosta avitti SokoPro -liiketoiminnan myynnistä syntynyt myyntivoitto (9,4 MEUR). Tästä oikaistuna liikevoitto oli tappiollinen (-0,7 MEUR).

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 vuosina 2020-2021 käyttökateen ollessa tuolloin 16,7 %:n tasolla. Vuonna 2022 liikevaihto palasi kasvuun (+3 %) SokoPron myynnistä huolimatta tapahtumaliiketoiminnan elpymisen ja hinnankorotusten turvin. SokoPro-myyntivoitosta oikaistuna kannattavuus heikkeni selvästi voimakkaan kustannusinflaation takia, ja käyttökate oli noin 11 % (liikevoitto tappiolla). Vuoden 2023 puolella yhtiö on kuitenkin onnistunut siirtämään kohonneita tuotantokustannuksia myyntihintoihin, minkä kautta yhtiön jatkuvat toiminnot ovat onnistuneet parantamaan kannattavuutta yleisesti haastavassa markkinaympäristössä.

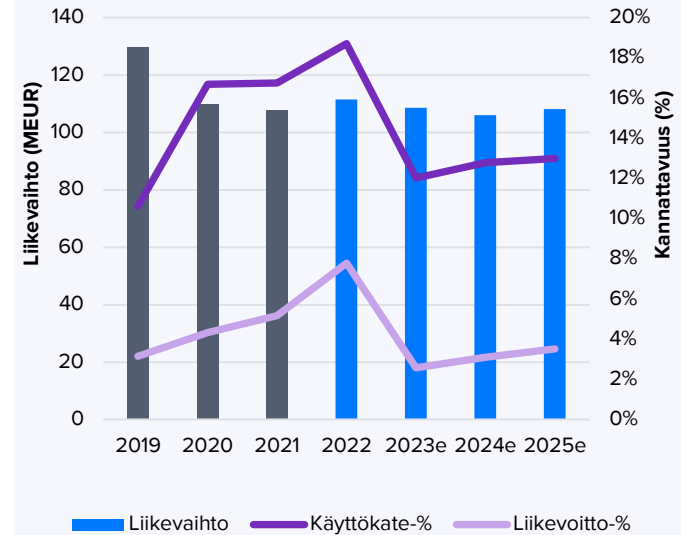
Toimintaympäristö säilyy haastavana

Koronapandemian viivevaikutuksien väistymisen jälkeen Granon toimintaympäristöön alkoi heijastua korkojen nousun mukana heikentynyt talousympäristö, jossa yhtiöt ovat keskittyneet säästöjen saavuttamiseen. Tämä rasitti aluksi erityisesti rakennussektoria, joka on suhteellisen tärkeä toimiala yhtiölle. Hiljalleen heikkous on kuitenkin levinnyt laajemmalle ja heijastunut yhä voimakkaammin Granoon. Ennustamme Granon liikevaihdon laskevan tänä vuonna maltillisesti noin 3 % yhteensä 109 MEUR:oon. Kysynnän heikkoutta paikkasi alkuvuonna hinnankorotukset sekä suurkuva- ja digipainoliiketoiminnan hyvä kysyntä, mutta Q3:lla Granon liikevaihto laski 7 %.

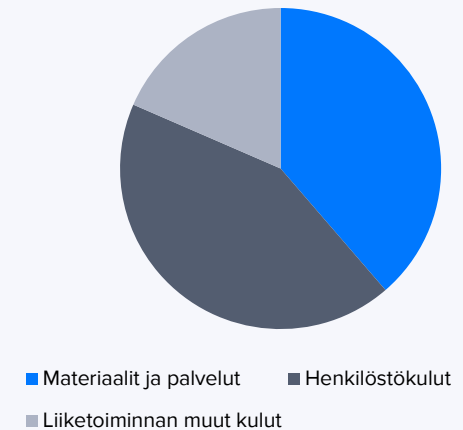
Granon kannattavuuden parantaminen on mielestämme kriittisin yksittäinen asia lähivuosina, mutta kysyntäkuvan merkittävän heikentymisen jälkeen kyse on enemmän kannattavuuden puolustamisesta lyhyellä aikavälillä. Tilikauden alkupuolella yhtiö sai vielä merkittävää tukea kohonneiden kustannuksien siirrosta hintoihin, ja Q1-Q3'23 Granon liiketulos oli 1,8 MEUR. Tässä näkyy osittain myös Vantaan ”supertehtaan” tuoma tehokkuus, jossa on kuitenkin käsityksemme mukaan edelleen merkittävästi parantamisen varaa.

Nyt yhtiö on puolustusasemissa ja sai lokakuussa päätökseen muutosneuvottelut, joissa toimintojen uudelleenjärjestelyillä ja tehostamisella saavutetaan arviolta noin 1,2 MEUR:n pysyvät vuosittaiset kustannussäästöt. Koko tilikaudella 2023 odotamme Granon liiketuloksen olevan noin 2,8 MEUR ja käyttökateen noin 13,1 MEUR, mikä tarkoittaisi 12 %:n käyttökatemarginaalia. Huomautamme, suuret yritysostot ovat nostaneet voimakkaasti mm. yhtiön aineettomia PPA-poistoja, minkä lisäksi IFRS 16-muutos on tuonut merkittävät vuokratulot poistoihin. Tämä vääristää käyttökateen vertailua historiallisiin tasoihin. Suuret poistot asettavat liikevoittoon merkittävää painetta, mutta toisaalta käyttökate kuvaa paremmin sijoitusyhtiölle kriittistä kassavirtaa. Selkeinä riskeinä näemme kysyntätilanteen merkittävän heikkenemisen, sillä mikäli volyymit heikkenisivät edelleen merkittävästi, näkyisi tämä myös negatiivisesti kannattavuudessa. Suhteellisen korkean kiinteän kulurakenteen takia Granolla on suhteellisen korkea tulosvipu.

Avainlukujen ennustettu kehitys



Grano Group Oy:n suurimmat kuluerät 2022



Grano 3/3

Lähivuosien näkymä on epävarma

Lähivuosien yleinen talousnäkemä on epävarma, mutta todennäköisesti myös erittäin haastava.

Lisäksi perinteinen painotoiminta, jossa Granon kilpailuetu on suuren skaalan kautta mielestämme selkein, on laskussa. Samalla Granolla on merkittäviä liiketoimintoja nousevilla toimialoilla, joiden tulospotentiaali on vielä osittain arvoitus.

Mielestämme on kuitenkin selvää, että lähivuosina kulukontrollissa täytyy onnistua hyvin, jotta Granon kannattavuutta pystytään puolustamaan ja lopulta parantamaan. Markkinatilanteen normalisoitumisen jälkeen saamme paremman kuvan siitä, minkälainen ”uuden Granon” tulospotentiaali on ja minkälaiseen kannattavuuteen yhtiö pystyy. Markkinatilanteen todennäköisestä vastatuulesta huolimatta olemme suhteellisen luottavaisia kannattavuuskäänteeseen, ja ennustamme Granon tuloksen pysyvän lievällä parannustrendillä lähivuosina. Tämä kuitenkin vaatii, että liikevaihto pysyy ainakin suunnilleen vakaana.

Hyväksyttävä arvostus

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

Mielestämme Granoa täytyy käsitellä käännetyhtiönä 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 6x, mikä antaisi vuoden 2023 tulosennusteella Granon yritysarvoksi noin 76 MEUR. Tämä tarkoittaisi toisaalta EV/S-kerrointa 0,7x. Arvostuskertoimiin painetta aiheuttaa myös yleisesti rahoitusmarkkinoilla kiristynyt tilanne. Arvonmäärittämisessä käytämme pääosin vuoden 2024 ennusteita ja vieressä näkyviä kertoimia. Sijoituksen markkina-arvoon ja Panostajan omistuksen arvoon vaikuttavat voimakkaasti nettovelat, joiden määrä vaihtelee rahoitustoimien mukana. Q3:n lopussa Granolla on taseessa 41 MEUR:n nettovelat. Oletetulla nettovelalla Granon markkina-arvoksi jäi noin 35 MEUR. Panostaja omistaa Granosta 55,2 %, minkä arvo on mielestämme noin 19 MEUR (aik. 20 MEUR).

Kannattavuuden pitää elpyä ennen myyntiä

Mielestämme Granon seuraava kehitysvaihe on skaalautuvien toimintojen keskittäminen, tehostaminen ja kannattavuuden parantaminen. Näimme SokoPron myynnin tietynlaisena ”väli-irtautumisena” Panostajalle, mikä purki yhtiön keskittynyttä arvoa ja toi yhtiölle lisää aikaa lopullisen irtautumisen valmisteluun. Mielestämme Panostajan irtautuminen voi tapahtua, kun Grano on todistanut kannattavuuskäänteen kestävyuden. Positiivisessa skenaariossa irtautuminen voisi mielestämme tapahtua seuraavan parin vuoden sisällä. Granolle voi olla vaikea löytää ostajaa, mutta yhtiö voisi mielestämme olla houkutteleva ostokohde esimerkiksi eurooppalaiselle toimijalle, joka haluaisi jalansijaa Suomessa.

Arvostuskertoimet	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2024e)	4,5	- 6,7
EV/EBIT (2024e)	18,5	- 27,5
EV/S (2024e)	0,6	- 0,9
Arvohaarukka (MEUR)	61	- 91

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	76,0	MEUR
Nettovelat	41,0	MEUR
Markkina-arvo	35,0	MEUR
Panostajan osuus	19,3	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	19,6	MEUR

Oscar Software

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Oscar Software on ERP-liiketoiminta-alustan kehitykseen ja erilaisten palvelujen tarjontaan erikoistunut ohjelmistopalveluyritys. Oscarin selkeä päätuote on pk-yrityksille suunnattu ERP, jota yhtiö on kehittämässä toimimaan kokonaan pilvessä. ERP-asiakkailleen Oscar tarjoaa lisäksi talous- ja palkkahallinnon palveluita, jotka tukevat ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiö tarjoaa myös ulkoistettuja IT- ja ohjelmistopalveluita asiakkailleen. Liiketoimintamalli on siis osittain SaaS-pohjainen ja osittain perinteinen palvelumalli.

Sijoitustarinan kehitys

Panostaja hankki noin 55 %:n omistuksen Oscarista vuonna 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

Emme ole tehneet oleellisia muutoksia. Oscarin alkutaival oli lupaava yhtiön pysyttyä pitkään kannattavan kasvun tiellä. Viime vuosien aikana kasvu on kuitenkin ollut haastavaa ja kannattavuus on ollut paineessa. Hiljalleen kasvun täytyy kiihtyä nousseiden kulujen kiinnittämiseksi. Vaisu kasvu- ja kannattavuuskehitys heijastuu negatiivisesti myös yhtiön hyväksyttävään arvostukseen.

Sijoitusvuosi

2018

Arvioitu EV

12
MEUR

EV/EBITDA

6x
(2024e)

Panostajan
omistusosuus

55,7%
(Inderes)

Omistuksen
arvo

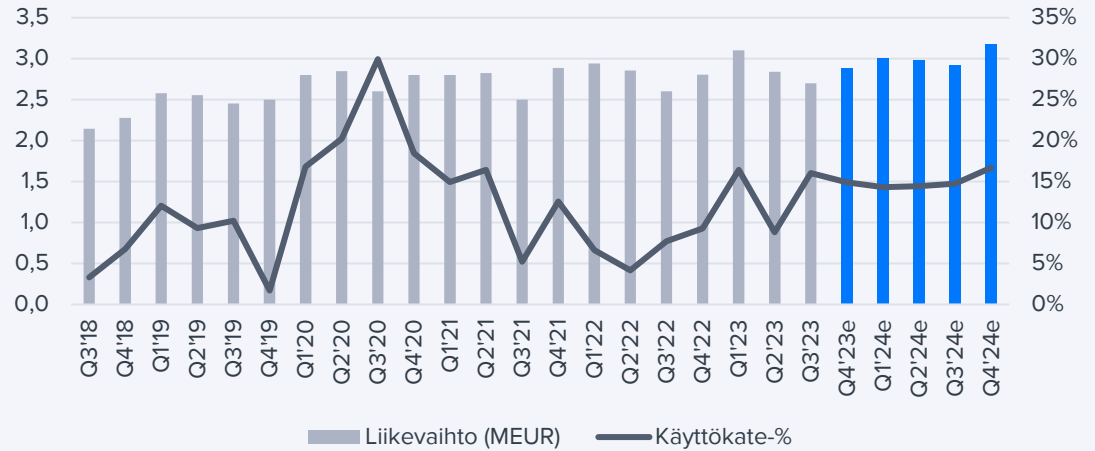
8,6
MEUR

Osuus
sijoituksista

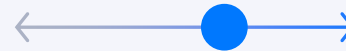
17%
(Inderes)

Kasvu on ollut vaikeaa

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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

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 6-7x (2024e), mikä tarkoittaa noin 1,0x EV/S-kerrointa (2024e)
- Yhtiön liikevaihdosta yli 50 % on jatkuvaa SaaS-liikevaihtoa ja ansaitsee sinänsä korkeat arvostuskertoimet
- Palveluliiketoiminnan hyväksyttävä arvostus on selvästi alhaisempi

Oscar Software 1/2

ERP-ratkaisuja pk-sektorille

Oscar Softwaren päätuote on Oscar ERP, josta löytyy laaja valikoima moduuleja erityisesti konkreettisten tuotteiden kanssa toimiville yrityksille. 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 (2022: 11,2 MEUR) jakautuu SaaS -tuloihin, taloushallinnon palveluihin ja käyttöönottoprojekteihin. Arviomme mukaan yli puolet on jatkuvaa (SaaS ja ylläpito -tuotot) ohjelmistoliikevaihtoa ja loput muodostuu taloushallinnon jatkuvista palveluista sekä käyttöönottoprojekteista.

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”).

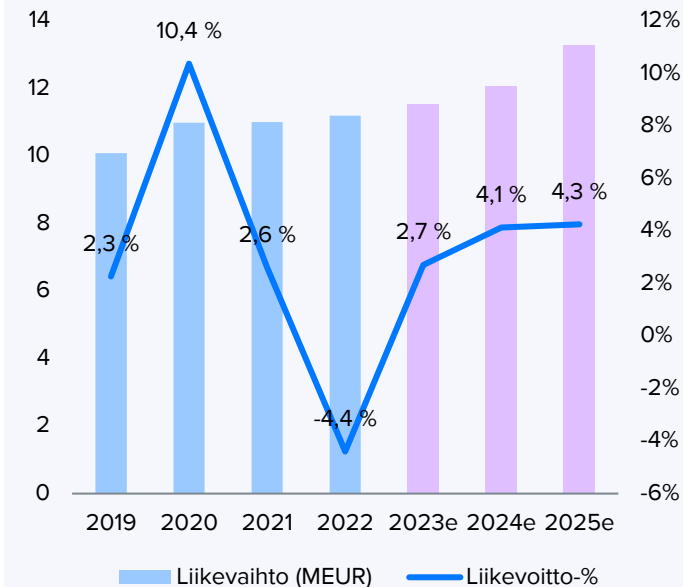
Jos yhtiö onnistuu kehittämään tarjontansa aitoon SaaS-pilvipalvelumalliin ja kasvattamaan sekä asiakasmääräänsä että tarjoamaan asiakkaille koko ajan laajempaa kokonaisuutta, näyttää yhtiön tulevaisuus valoisalta. Viime vuosina yhtiön kasvu on kuitenkin ollut markkinaa hitaampaa ja siirtymä SaaS-malliin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

Markkinapotentiaalia riittää

Oscar Softwaren kohdemarkkinat muodostuvat pääasiallisesti pk-yritysten ERP-ohjelmistoista. Yhtiön kilpailijoihin kuuluu listattu Lemonsoft, joka arvioi vuoden 2021 listautumisen yhteydessä sen saavutettavissa olevan markkinan koon olevan noin 290 MEUR. Arvioon päästiin käyttämällä Lemonsoftin keskimääräistä asiakaskohtaista vuosilaskutusta (~3500e) sekä ERP-järjestelmien keskimääräistä penetraatioastetta (~43 %) suomalaisessa yritys kentässä yhtiön potentiaaliseen asiakaskuntaan (>192 tuhatta yritystä). ERP-penetraatioaste ja tätä myötä markkina on kasvanut reilusti yli 300 MEUR:on, joten markkinalla potentiaalia riittää.

Globaali SaaS-markkina kasvaa erittäin voimakkaasti ja pk-sektorin ERP-penetraatioasteen noustessa markkinan kasvunäkymä on vahva. Tällä hetkellä kasvu on maltillista taloustilanteen heikentymisen takia, mutta keskipitkällä aikavälillä odotamme markkinan kasvavan nopeasti.

Oscar Softwaren avainluvut



Oscar Software 2/2

Kasvutarina on heikentynyt viime vuosina

Käsityksemme mukaan Oscarin kasvutavoite on noin 20 % vuodessa, mutta viime vuosina yhtiön kasvu on jäänyt kauas tästä. Yhtiön liikevaihto on edellisen kolmen vuoden ajalta käytännössä polkenut paikallaan, eikä kasvu näytä oleellisesti kiihtyvän tänäkään vuonna heikkenevän talousympäristön hidastaessa asiakkaiden investointipäätöksiä. Jatkossa nopeampi kasvuvauhti voi olla tulevaisuudessa jälleen realistinen, mutta yhtiön on onnistuttava myynnissä viime vuosia paremmin sekä todennäköisesti virtaviivaistettava käyttöönottoa. Hankaluuksia on ollut myös henkilöstön vaihtuvuuden kanssa.

Ennustamme tälle vuodelle noin 3 %:n liikevaihdon kasvua, jonka jälkeen odotamme kasvun hiljalleen kiihtyvän 8-10 %:n tasolle tulevina vuosina. 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. Viime vuosien heikon kehityksen myötä luottamuksemme siitä, että Oscar pärjää kilpailussa myös jatkossa, on heikentynyt. Markkinat kasvavat kuitenkin keskipitkällä aikavälillä hyvää vauhtia, mikä antaa yhtiölle kasvuajurin, vaikka emme pidä merkittävää markkinaosuuksien voittamista todennäköisenä.

Riskejä riittää

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 Helsingin pörssiin listattu Lemonsoft ja Microsoft 365 Business Central-ohjelmistonsa kautta, joiden lisäksi yhtiöllä on pienempiä kilpailijoita. Lemonsoft on päihittänyt Oscarin avainlukujen kehityksessä selvällä marginaalilla, joskin senkin orgaanisessa kasvussa on näkynyt selvää hidastumista viime kvartaaleina taloustilanteen muuttuessa haastavammaksi. Silti on selvää, mihin suuntaan markkinaosuudet ovat viime vuosina siirtyneet. Tämä heijastuu negatiivisesti Oscarin arvostukseen, koska sektorilla skaala mahdollistaa suuremmat investoinnit ja tarjoaa siten kilpailuetua.

Potentiaalinen tulevaisuuden arvoajuri

Oscar Softwaren kehitys on viime vuosina hyytynyt, mutta näemme yhtiön edelleen potentiaalisena arvoajurina Panostajalle. Toimiala tarjoaa yhtiölle keskipitkällä aikavälillä vahvat kasvunäkymät, ja erityisesti jatkuvan liikevaihdon kasvun kautta myös kannattavuudessa on merkittävästi parantamisen varaa tulevina vuosina. Kannattavan kasvun kautta arvostuskertoimet nousisivat merkittävästi, mutta tämä vaatii todisteita yhtiön kilpailukyvyistä. Tällä hetkellä Oscar uhkaa jäädä kilpailijoiden jalkoihin.

Arvonmäärittäminen	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2024e)	5,5	-	7,0
EV/EBIT (2024e)	21,4	-	27,2
EV/S (2024e)	0,9	-	1,1
Arvohaarukka (MEUR)	10,7	-	13,6

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	12,1	MEUR
Alakonsernin nettovelat	3,5	MEUR
Markkina-arvo	8,6	MEUR
Panostajan osuus	4,8	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	4,8	MEUR

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

Olemme nostaneet CoreHW:n arvoa hieman tuoteliiketoiminnan osoittaessa lupaavia merkkejä. CoreHW oli Panostajalta vahva avaus korkeaan teknologiaan, mutta palveluliiketoimintaa on vaivannut jatkuvuuden puute. Palveluliiketoiminta on elpynyt, mutta yhtiön merkittävä potentiaalia on kuitenkin oman tuoteperheen kaupallistamisessa lähivuosina.

Sijoitusvuosi

2017

Arvioitu EV

16
MEUR

EV/EBITDA

11x
(2024e)

Panostajan
omistusosuus

61%
(Inderes)

Omistuksen
arvo

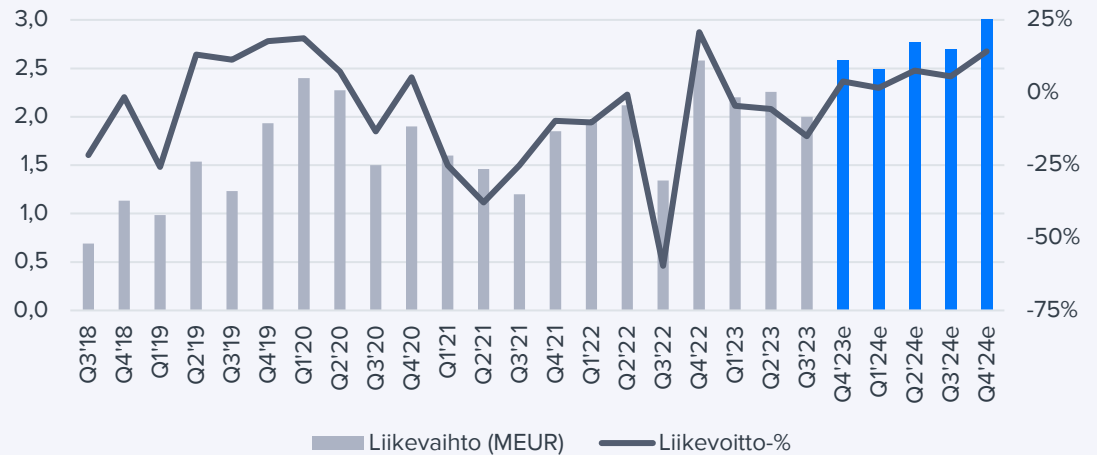
4,5
MEUR

Osuus
sijoituksista

16%
(Inderes)

Tuoteliikevaihdosta uusi kasvuvaihe

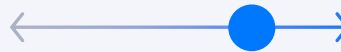
Avainluvut ja ennusteet



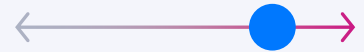
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Konsultointityön epätasaisuus
- Tuotteen kehittämisessä tai kaupallistamisessa epäonnistuminen
- Avainhenkilöriskit
- Asiakasprojektien ajoittumisen aiheuttama voimakas heittäily tulostasossa
- Pitkällä aikavälillä kilpailukyvyyn heikentyminen



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä EV/EBITDA-kertoimella 9-12x (2024e), mikä tarkoittaa reilua 1,4x EV/S-kerrointa
- Palveluliiketoiminnan heikko jatkuvuus painaa tämän osuuden arvostuksesta
- Tuoteliiketoiminta on tällä hetkellä merkittävä potentiaalinen kasvuajuri skaalautuvaan kasvuun

CoreHW 1/2

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. Yhtiö toimii voimakkaasti kasvavilla IoT-markkinoilla (Internet of Things).

Yhtiön ensimmäinen oma tuote on valmis ja tällä hetkellä kaupallistamisvaiheessa, mikä tekee yhtiöstä erittäin mielenkiintoisen. 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. verkko-yhtiöt, piirisarjavalmistajat, moduulivalmistajat sekä langattomien teknologioiden laiteyhtiöt, jotka tarjoavat IoT-ratkaisuja.

Suuri potentiaali piilee omissa tuoteperheissä

Aiemmin konsultointi- ja projektipuolella toiminut CoreHW aloitti keväällä 2017 yhtiö aloitti projektin, jossa kehitetään IoT-systeemeihin RF-etupääte teknologiaa Tekes-rahoituksen turvin. Tämän jälkeen yhtiö on tehnyt merkittäviä T&K-investointeja (lähinnä oman henkilöstön sitoutuminen) omaan tuoteperheeseen, joka onnistuessaan tarjoaisi yhtiölle skaalautuvia kasvumahdollisuuksia. Yhtiön ensimmäisen oma tuote on sisäpaikannukseen tarkoitettu [CoreHW RABBIT -antennikytkin](#). Sovelluksia löytyy niin sairaaloista, kauppakeskuksista kuin

teollisuudestakin. Oleellista on, että kohteessa vaaditaan tarkkaa sisäpaikannusta.

Tällä hetkellä yhtiöllä on käynnissä tuotteen kaupallistamisvaihe, ja tulosta painavat jonkin verran kaupalliseen organisaatioon, tuotekehitykseen sekä myynti- ja markkinointiin tehtävät panostukset. CoreHW kertoi Q1'23:n yhteydessä saaneensa lähes 4 MEUR:n lisärahoituksen, jota on tarkoitus käyttää tuotteen kaupallistamisen kiihdyttämiseen. Tästä 2,2 MEUR oli pääomallina Panostajalta ja loput oli tuotekehityslainaa Business Finlandilta.

Tilikaudella 2024 odotetaan jo merkittävää tuoteliikevaihtoa

Yhtiö on kertonut odottavansa tuoteliiketoiminnan näkyvän merkittävänä liikevaihdon kasvuna tilikaudella 2024. Tuotteen mahdollisen menestyksen ratkaisee pitkälti mahdollinen pääsy merkittävien elektroniikkavalmistajien tuotteisiin. Kun tuote pääsee laitevalmistajien referenssipiireihin tuote/komponenttivalintana, myynti olisi suhteellinen lopputuotteiden menestykseen. Yhtiöllä on jo muutama ”design win” tuotteen osalta, ja näistä pitäisi alkaa tuloutua liikevaihtoa lähivuosina, kun asiakkaan lopputuotteet etenevät valmistukseen. Tilikaudella 2024 konkreettisia tilauksia pitäisi alkaa tulemaan, mutta näkyvyys tähän on toistaiseksi heikko.

Asiakasmäärä on kuitenkin edelleen pieni, mutta ilmeisesti mukana on mahdollisesti merkittäviä volyymeja tuovia tuotteita. Nykyisten voitettujen asiakkaiden liikevaihtopotentiaalia on kuitenkin hankala arvioida, sillä tässä vaiheessa meillä ei ole

näkyvyyttä mihin tuotteisiin CoreHW:n teknologia on tulossa.

Yhtiön mukaan CoreHW:n teknologia on asiakaspalautteen perusteella suorituskyvyltään erinomainen. Yhtiön mukaan sisätilapaikannusratkaisuiden sovelluskohteiden tuotekehitys-investoinnit ovat ilmeisesti nyt kiihtyvässä merkittävästi. Näkymät ovat siten herkulliset, vaikkei tuotteista vielä tule merkittävää liikevaihtoa. Mielestämme CoreHW:n merkittävä arvonnousupotentiaali perustuu tuoteliiketoiminnan onnistumiseen, koska silloin puhutaan aidosti skaalautuvasta liiketoiminnasta ja suurista mahdollisuuksista. Jotta liiketoiminta olisi pidemmällä aikavälillä kestävä, yhtiön pitää lähivuosina onnistua voittamaan myös uusia design winejä ja siten jatkuvuutta liiketoiminnalle.

Taloudellinen kehitys

CoreHW on vielä pieni, mutta merkittävän kasvupotentiaalin omaava yhtiö. Historiallisesti kehitys on ollut suhteellisen vaihtelevaa, ja tilikausi 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 puolijohdepuolasta johtuen. Liikevaihto elpyi vuonna 2022 (8,0 MEUR) suunnilleen vuoden 2020 tasolle, kun suunnittelupalveluissa nähtiin käänne parempaan. Silti yhtiön kannattavuus jäi käyttökate tasolla nollan tuntumaan ja liikevoitto oli -0,5 MEUR pakkasella. Liiketoiminta kaipaakin jatkuvuutta.

CoreHW 2/2

Suunnittelupalveluiden käänne on jatkunut 2023 puolella ja yhtiön liikevaihto on jatkanut kasvussa. Asiakasprojektiaktiiviteetti on pysynyt alkuvuonna hyvällä tasolla, mutta yhtiön asiakkaiden investointipäätöksissä on alkanut näkyä merkkejä kysyntätilanteen hidastumisesta. Näin ollen asiakasprojektien liikkeellelähtöjen sekä etenemisen ajoitukseen liittyy epävarmuuksia. Ennustettavuus suurien projektien etenemisen osalta on yhtiön ulkopuolelta heikko, minkä takia tulevaisuuden kehitystä on vaikea arvioida.

CoreHW:n suurin potentiaali piilee yhtiön oman tuoteperheen kaupallistamisessa, joka pitkälti määrää yhtiön suunnan tulevina vuosina. Mahdollinen menestys ohjaa myös T&K-panostuksia ja rahavirta mahdollistaisi myös uusien tuotteiden suunnittelemisen. Jos oman tuoteperheen kaupallistamisessa onnistutaan, muuttuu yhtiön profiili voimakkaammin tuotepohjaiseksi skaalautuvan kasvun yhtiöksi. On selvää, että yhtiön arvo nousisi huomattavasti erityisesti, jos tuoteliiketoiminnalle saadaan rakennettua useita tukijalkoja ja jatkuvuutta. Jos tuoteperheen kaupallistaminen ei kuitenkaan onnistu, yhtiön arvon muodostus voi jäädä palveluliiketoiminnan harteille. Tälläkin on potentiaalia kasvaa merkittävästi ja luoda arvoa, mutta arviomme mukaan jatkuvuuden puute painaa liiketoiminnan arvosta merkittävästi.

Oma tuote on huomioitu maltillisesti arvossa

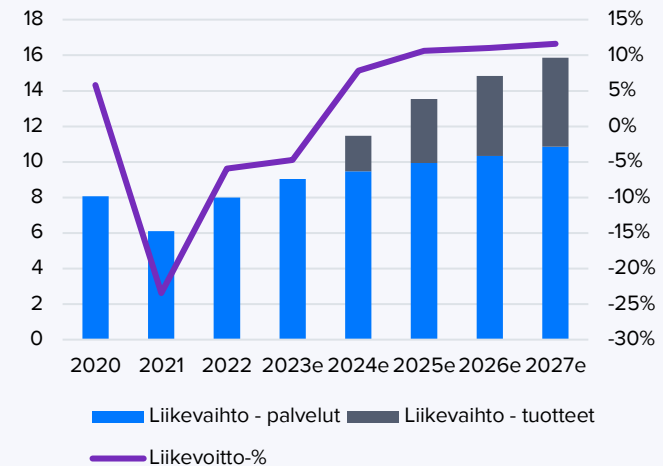
CoreHW:n arvossa on näkemysksemme mukaan kaksi elementtiä. Toinen on nykyinen IoT-osaamiseen pohjautuva palveluliiketoiminta ja toinen on oma tuoteperhe. Jälkimmäisen

kaupallinen menestys on vielä epävarmaa, joskin luottamuksemme tämän menestykseen on asteittain kasvanut voitettujen asiakkuuksien ja kaupallistamiseen tarkoitetun merkittävän lisärahoituksen myötä. Onnistuessaan tuoteliiketoiminta voisi olla erittäin arvokas liiketoiminta.

Nyt antamamme arvo (EV ~16 MEUR) pohjautuu edelleen pääosin olemassa olevan liiketoiminnan kyvyllä tuottaa kassavirtoja normaalitilanteessa, mutta sisältää myös maltillisen arvon uudelle tuotteelle. Nykyisillä ennusteillamme tämä tarkoittaisi noin 9-12x EV/EBITDA-kertoimia vuoden 2024-ennusteella, joka sisältää jo kasvu- ja tulosodotuksia omasta tuoteperheestä. Sekä arvo että tulevaisuuden ennusteet tulevat kuitenkin tulevina vuosina elämään merkittävästi sen mukana, kun saamme konkretiaa tuoteliiketoiminnan tulospotentiaaliin.

Palveluliiketoiminnan arvoa painaa se, että yhtiöllä on ollut täällä haasteita eikä jatkuvaa liikevaihtoa käytännössä ole. Väliaikaisesti korkea kannattavuus ei ole erityisen houkuttelevaa, jos seuraavana vuonna liiketoiminta voi olla syvästi tappiollista. Nyt hyväksymämme kertoimet ovat kuitenkin erittäin alhaisia menestyksekkäälle IoT-tuoteliiketoiminnalle, mitä kautta näemme CoreHW:n tällä hetkellä Panostajan potentiaalisimpana merkittävänä uutena arvoajurina lähivuosina.

Ennustettu liikevaihdon jakauma (MEUR) ja kannattavuus



Arvonmäärittäjä	Minimi	Maksimi
EV/EBITDA (2024e)	9,0	12,0
EV/EBIT (2024e)	15,4	20,5
EV/S (2024e)	1,2	1,6
Arvohaarukka (MEUR)	13,8	18,4

Panostajan osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	16,1	MEUR
Alakonsernin nettovelat	8,7	MEUR
Markkina-arvo	7,4	MEUR
Panostajan osuus	4,5	MEUR
Aikaisempi arvio omistuksen arvosta	4,3	MEUR

Hygga

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Hyggalla on hammaslääkäriklinikka Helsingissä ja yritys lisensioi Hygga Flow -järjestelmää julkisen puolen toimijoille Suomessa sekä ulkomailla. Hyggan toimintamalli perustuu toiminnanohjaukseen, jota toteutetaan omalla, itse kehitetyllä järjestelmällä. Liiketoiminnan potentiaali pohjautuu oman toiminnanohjausjärjestelmän lisensiointiin. 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 kehitys alueella on ollut tuskaisen hidasta.

Tehdyt muutokset

Emme ole tehneet oleellisia muutoksia. Hygga on Panostajalle kohtuullisen kokonainen sijoitus, jonka mahdollinen menestys perustuu mielestämme pitkälti yhtiön toiminnanohjausjärjestelmän lisensiointiin. Helsingin klinikan tuoma liikevaihto nousi vuonna 2021 voimakkaasti yhtiön saatua erittäin suuren sopimuksen Helsingin kaupungilta. Tulos on silti pyörinyt edelleen nollan tuntumassa.

Sijoitusvuosi

2015

Arvioitu EV

7,6
MEUR

EV/EBITDA

-
(2024e)

Panostajan
omistusosuus

80%
(Inderes)

Omistuksen
arvo

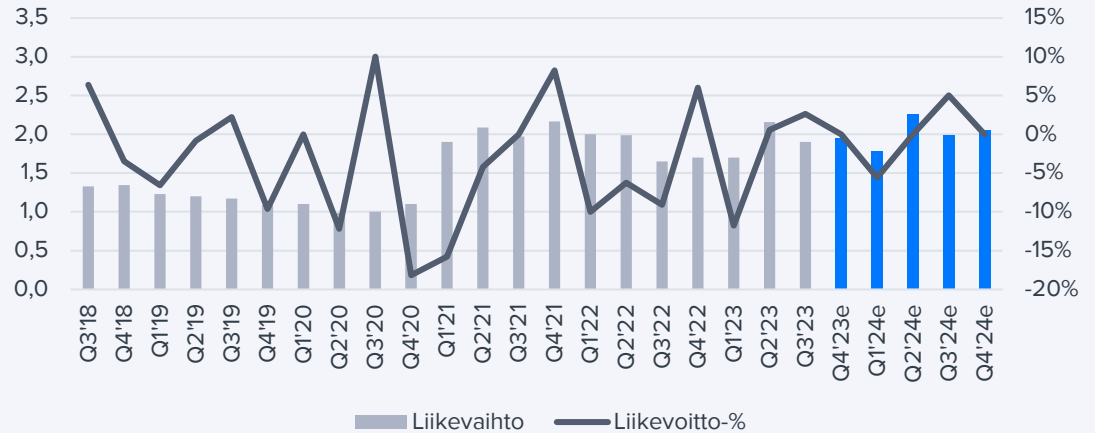
0
MEUR

Osuus
sijoituksista

0 %
(Inderes)

Edistys on ollut tuskaisen hidasta

Avainluvut ja ennusteet



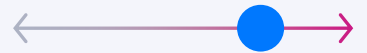
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Merkittävä arvonluonti vaatii suurempaa läpimurtoa lisenssiliketoiminnassa
- Hammaslääkäriklinikan kannattavuuden parantuminen
- Kansainvälinen kasvu pidemmällä aikavälillä



Riskitekijät

- Toiminnanohjausjärjestelmän kilpailukyky ei välttämättä ole riittävä tai kestävä teknologian kehityksessä
- Kilpailun kiristyminen lisenssiliketoiminnassa
- Yhtiöllä on huomattava määrä velkaa erityisesti suhteessa nykyiseen heikkoon tuloskuntoon



Arvostus

- Arvotamme Panostajan Hygga-omistuksen nollassa, koska omistuksen arvo jää kokonaan korkean velkataakan alle
- Toistaiseksi lisenssitulo on erittäin pientä, eikä läpimurto ole mitenkään varma
- Mahdolliseen Panostajan tarjoamaan rahoitukseen liittyy lisäriskejä

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. Aseman toiminta perustuu asiakaslähtöiseen toimintatapaan, jossa asiakkaille tarjotaan kaikki hammashuollon palvelut yhdellä käynnillä ilman jonoja. Hammaslääkäriasemalla Hygga pyrkii todistamaan käytännössä Hygga Flow -järjestelmän edut, mutta toistaiseksi asema tuo myös leijonan osan yhtiön liikevaihdosta ja 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”. Tämä mahdollistaa myös sen, että asiakkaan ennalta tunnistamattomat tarpeet voidaan hoitaa yhdellä käynnillä, kun hoitoresurssit ohjataan asiakastarpeen mukaan.

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

puolella. Liiketoiminnan kannalta järjestelmä tarkoittaa henkilöresurssien parempaa käyttöastetta ja sitä kautta parempaa kannattavuutta henkilöstökulujen ollessa suurin kuluerä. Lisäksi terveydenhuoltosektorilla pullonkaulana on ollut henkilöstöpula.

Yleisterveys- ja kansainvälistyminen

Viime vuosina Hygga on laajentunut perusterveydenhuoltoon, jossa järjestelmän hyödyt voivat olla merkittäviä 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 hiljattain yhtiö solmi myös aiesopimuksen belgialaisen sairaalan kanssa Hygga Flow -ratkaisun kehittämisestä radiologian sovelluksiin sairaalaympäristössä. Kansainvälistyminen on silti edennyt hitaasti ja epävarmuutta siihen liittyy paljon. Mahdollisuuksia antavat hyvät hanketulokset Ruotsista Örebron kunnassa, mikä tarjosi Hyggalla kriittistä todistusaineistoa järjestelmän ja toimintatavan hyödyistä hitaasti liikkuvalla sektorilla.

Taloudellinen kehitys

Hygga otti tilikaudella 2021 hurjan kasvuloikan (liikevaihto 8,1 MEUR, +96 %) klinikka-liiketoiminnassa, jossa taustalla on tilikauden alussa käynnistynyt Helsingin kaupungin ostopalveluliiketoiminta. Tämän jälkeen kasvu taittui selvästi vuonna 2022 liikevaihdon

pudotessa 10 %, kun Helsingin kaupungin ostopalveluliiketoiminnan kehitystä rajoitti erityisesti haasteet henkilöstön saatavuudessa.

Yhtiön kannattavuus on ollut asteittaisessa noususuunnassa, joskin liiketulos on jäänyt vielä pääosin tappiolliseksi. Vuonna 2022 tappiot syvenivät jälleen haasteiden myötä liikevoiton ollessa -0,4 MEUR (2021: -0,2 MEUR). Klinikka kärsi ensin koronapandemiasta, minkä jälkeen pulaa on ollut henkilöstöstä (erityisesti hammaslääkäreistä). Kilpailutilanne on kireä ja katteet Helsingin ostosopimuksessa alhaisia (privaattiliiketoiminnassa hyvällä tasolla), joten Kampin toimipisteen osalta break-even-tasolta ylöspäin on arviomme mukaan hankala päästä.

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

Hyväksyttävä arvostus

Näemme Hyggan liiketoiminnassa selkeää arvoa, mutta lisenssituloja täytyy pystyä nostamaan merkittävästi ennen kuin yritysarvo nousee yli 9,8 MEUR:n nettovelkojen. Panostajan Hygga-omistuksen (79,8 %) arvo jääkin toistaiseksi historiassa kertyneen nettovelan alle, ja annamme sille osien summassamme 0 MEUR:n markkina-arvon. Tilanne voi muuttua tulevaisuudessa, jos lisenssikauppoja alkaa syntyä perusterveydenhuollossa (Suomessa sote-ongelma) tai kansainvälisillä markkinoilla.

Vähemmistösijoitukset: Gugguu

Yhtiökuvaus

Vuonna 2012 perustettu Gugguu suunnittelee ja valmistaa korkealaatuisia lastenvaatteita ekologisista sekä laadukkaista materiaaleista. Tuotteita ovat lasten sisä- ja ulkovaatteet sekä lasten asusteet. Panostaja sijoitti yhtiöön vuonna 2018 ja omistaa yhtiöstä nyt 43 %. Näemme Gugguussa selkeää potentiaalia, vaikka se ei osu strategiamuutoksen jälkeen Panostajan ”ydinalueille”.

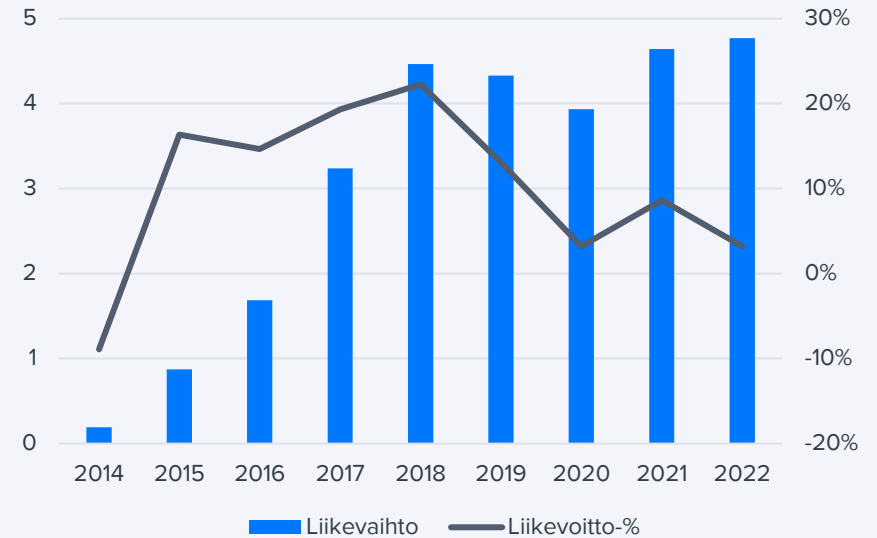
Liiketoiminta

Gugguu on tunnettu erityisesti laadustaan ja yhtiön periaatteena onkin ollut, että asiat tehdään laadukkaasti tai niitä ei tehdä ollenkaan. Yhtiö myy tuotteita pääosin oman verkkokauppansa kautta, mutta yhtiöllä on myös kasvava jälleenmyyjäverkosto Suomessa ja ulkomailla. Viennin osuus Gugguun liikevaihdosta on kuitenkin toistaiseksi pieni noin 12 %. Liiketoiminta on kehittynyt suhteellisen hyvin ja kasvumahdollisuuksia on myös tulevaisuudessa.

Sijoitustarinan perusteet

Gugguu on menestynyt Suomessa ja aloittanut kansainvälistymisen maltillisella riskitasolla. Panostajan tavoitteena on vauhdittaa Gugguun kasvua ja auttaa Gugguuta erityisesti panostuksissa, jotka liittyvät verkkokaupan kehittämiseen, kansainvälistymiseen ja brändäykseen. Kansainvälistymistä on hidastanut koronapandemian aiheuttamat hankaluudet. Tällä hetkellä hankaluutta aiheuttaa kuluttajien heikkous, mutta kansainvälistymistä on tarkoitus hiljalleen kiihdyttää.

Gugguun liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



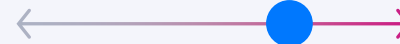
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiali



Riskiprofiili



Omistuksen arvo



Omistus on arvotettu tasearvoon eikä sille ole tehty erillistä arvonmäärittystä.

Tase ja taloudellinen tilanne

Emoyhtiöllä on merkittävä nettokassa

Panostajan tase oli voimakkaasti velkaantunut vielä tilikaudella 2017, mutta tilanne korjaantui KotiSun-myyntin jälkeen Q1'18 (Panostajan osuus myyntihinnasta ~38 MEUR). 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. Vuonna 2022 yhtiön möi enemmistön Carrotista. Panostajalle jäi tästä pieni vähemmistöosuus, jolla ei ole käytännön merkitystä enää.

Tasetilanne parani entisestään, kun Grano myi SokoPron ja palautti Panostajalle pääomia. Panostaja purki suurta kassansa tilikaudella 2022 maksamalla ylimääräisen 0,05 euron osakekohtaisen osingon (kokonaismäärä 2,6 MEUR). Q3'23:n lopussa emoyhtiön nettokassa oli 20,1 MEUR, missä näkyvät emoyhtiön korolliset saamiset (viereisessä taulukossa konserniluvut). Tilikauden 2022 lopussa emoyhtiön korolliset saamiset olivat 11,8 MEUR ja nämä lasketaan emoyhtiön nettovelkaan, mutta ne eivät ole heti saatavilla olevaa käteistä. Silti Panostajalla on merkittävästi ”kuivaa ruutia”, mikä on mielestämme nykyisessä markkinatilanteessa erittäin suotavaa. Lisäksi merkittävä nettokassa tarjoaa nykyisillä korkotasolla jo jonkinlaista tulovirtaa emoyhtiölle.

Rahoitusjärjestelyt antavat joustoa

Yhtiö pyrkii nykyisten taloudellisten tavoitteiden mukaan 40 %:n omavaraisuusasteeseen sekä

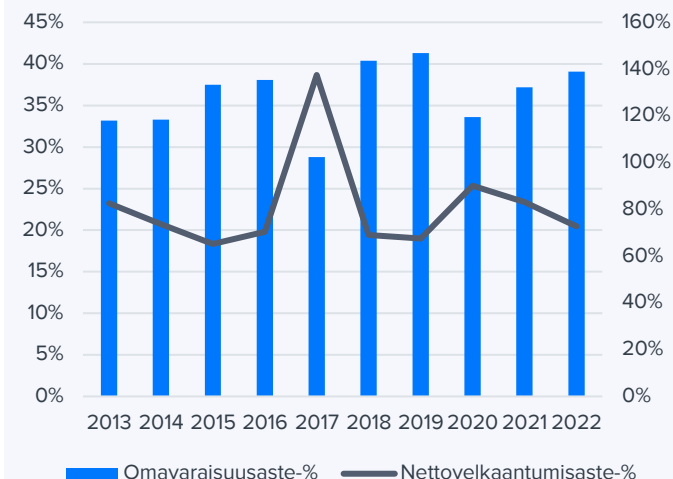
siihen, että normaalitilanteessa emoyhtiö on velaton. Panostajan omavaraisuusaste on ollut tilikautena 2020-2022 alle tavoitellun 40 %:n, missä taustalla oli heikot taloudelliset tulokset, osingot sekä ja IFRS 16 -standardin käyttöönotto. Yleisesti taloudellinen tilanne on kuitenkin viime vuosina parantunut merkittävästi ja on hyvä varsinkin, jos eliminoimme IFRS 16 -standardin vaikutukset (2022 vaikutus nettovelkoihin 35,7 MEUR). Panostajalla on käytössään myös 15 MEUR:n yritysostolimiitti, josta yhtiö nosti Q2'23:lla 1 MEUR. Limiitti antaa yhtiölle joustavuutta ja kykyä reagoida tarvittaessa nopeasti.

Pääoman allokointi kriittistä lähivuosina

Irtauduttuaan useasta sijoituksestaan vuonna 2021 Panostajalla on edessä merkittäviä pääoman allokoitipäätöksiä (osingot, kasvuinvestoinnit, yritysostot tai sekoitus näistä), joilla on merkittävä vaikutus yhtiön tulevaisuuteen. Emoyhtiön merkittävä nettokassa avaa yhtiölle mahdollisuuksia aikaan, jolloin yleiset arvostustasot ovat maltillisia. Yhtiö on viimeisen kolmen vuoden aikana maksanut 0,03 euron osakekohtaista osinkoa (sekä lisäksi 0,05 euron ylimääräinen osinko vuonna 2022), joka kertoo halusta palauttaa varoja omistajille myös heikompien vuosien jälkeen.

Näkemyksemme mukaan Panostajan pitäisi pyrkiä keskipitkällä aikavälillä 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	2022
Korolliset velat	111,6	82,5	75,2	103,4	75,3	61,0
Korolliset saamiset	3,5	5,1	5,1	5,1	4,8	4,4
Rahavarat	19,5	19,3	16,4	34,3	14,2	14,3
Korolliset nettovelat	88,6	58,1	53,7	64,0	56,3	42,3
Oma pääoma (sis. vähemmistön)	64,5	84,2	79,6	71,0	67,7	58,1
Nettovelkaantumisaste-%	137,5 %	69,0 %	67,5 %	90,1 %	83,1 %	72,8 %
Omavaraisuusaste-%	28,8 %	40,4 %	41,3 %	33,6 %	37,2 %	39,1 %

Huomautus: IFRS 16 -standardin vaikutus nettovelkoihin vuoden 2022 lopussa oli merkittävä 35,7 MEUR.

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 (Q3'23-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 merkittävä nettokassa, joka 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 realisoitu ilman yrityskauppoja.

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

Emoyhtiön nettovelkojen käsittely

Koska olemme määrittäneet tytäryhtiöiden arvot markkina-arvopohjaisesti, vähennämme osien summa laskelmassa ainoastaan emoyhtiön korolliset nettovelat (tai 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 Q3'23-lopussa 20,1 MEUR:n nettokassa. Emoyhtiön nettokassaa kasvattavat korolliset saamiset (2022: 11,8 MEUR), joiden oletamme olevan vakaalla pohjalla. Tämä oletus olisi ongelmallinen, jos sijoituskohteiden ongelmat syvenisivät ja sisäisiin lainasaamisiin liittyvä epävarmuus kasvaisi. Korolliset lainasaamiset pienentävät myös yhtiön potentiaalia uusiin yritysostoihin, koska raha ei ole suoraan saatavilla (tätä korjaa yhtiön limiitti).

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 15 MEUR. Toisaalta tämä on 6,6x kiinteät konsernikulut (oletus noin 2,3 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. Olemme käyttäneet yhtiölle noin 17 %:n alennusta (aik. 17 %).

Tasesubstanssi toimii myös 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 2023e 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 kolme vuotta 0,03 euron osakekohtaisen osingon, minkä lisäksi yhtiö maksoi vuonna 2022 ylimääräisen 0,05 euron osingon. Tätä ennen yhtiö maksoi 0,04-0,08 euron osinkoja tilikausilta 2015-2019. Vaikka tulos on ollut viimeisen kolmen vuoden aikana kahtena vuonna tappiollinen, tase mahdollistaa osingonmaksun ja antaa vielä liikkumavaraa myös uusia sijoituskohteita varten. Osingon maksu on

yhtiölle tärkeää, vaikka näkemyksemme mukaan yhtiön kannattaisi pyrkiä kasvattamaan yhtiön kokoluokkaa. Pidämme tilikauden 2022 osinkoa lähtökohtaisesti kestäväenä, vaikka se vaatiikin lopulta tulostulon elpymistä. Tässä erityisesti 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. 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, suuntaa-antava 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 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 allokointi muuttaa Panostajaa lähivuosina

Panostaja on tällä hetkellä mielenkiintoisessa vaiheessa, koska emoyhtiöllä on merkittävä nettokassa ja yhtiöllä uudistettu strategia. Yhtiö on edennyt yritysjärjestelyrintamalla aiempia odotuksiamme rauhallisemmin ja yhtiöllä onkin selvästi paineita uusien järjestelyjen toteuttamiseen. Lähivuosina allokoitava pääoma muokkaakin merkittävästi koko Panostajan profiilia varsinkin viime vuosien siistimisvaiheen jälkeen. Noin 20 MEUR:n nettokassa on suuri koko konsernin kokoluokkaa ajatellen, joten lähivuodet ovat kriittisiä yhtiölle. Tämän pääoman allokointi voi olla merkittävä käännekohta Panostajalle, sillä se mahdollistaisi 2-3 uutta sijoituskohteita.

Toinen suuri käännekohta Panostajan tarinassa on todennäköisesti irtaantuminen Granosta. Tällä hetkellä Grano vastaa noin 67 % 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 portfoliosta
Grano	35,0	55 %	19,3	67 %
Hygga	0,0	80 %	0,0	0 %
CoreHW	7,4	61 %	4,5	16 %
Oscar Software	8,6	56 %	4,8	17 %
Yhteensä	51,0		28,6	

Osien summa -laskelman ydin

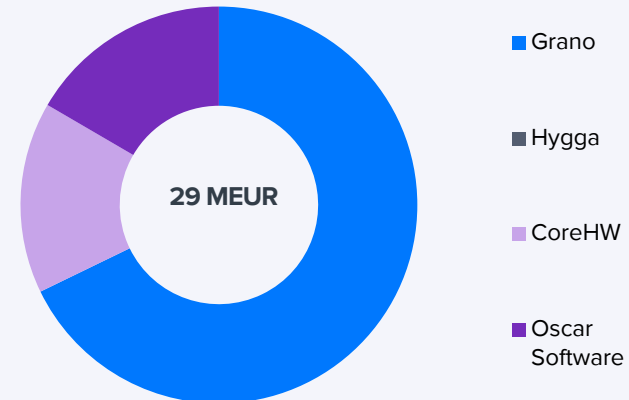
Omistukset tytäryhtiöissä	28,6	MEUR
Vähemmistöomistukset	2,6	MEUR
Emoyhtiön nettovelat	-20,1	MEUR
Emoyhtiön kulujen eliminointi	15,1	MEUR

Panostajalle indikoitu arvo	36,1	MEUR
Osakemäärä	52,3	Milj. kpl
Osakekohtainen arvo	0,69	EUR
Sijoitusyhtiöalennus	17 %	
Tavoitehinta Panostajalle	0,57	EUR

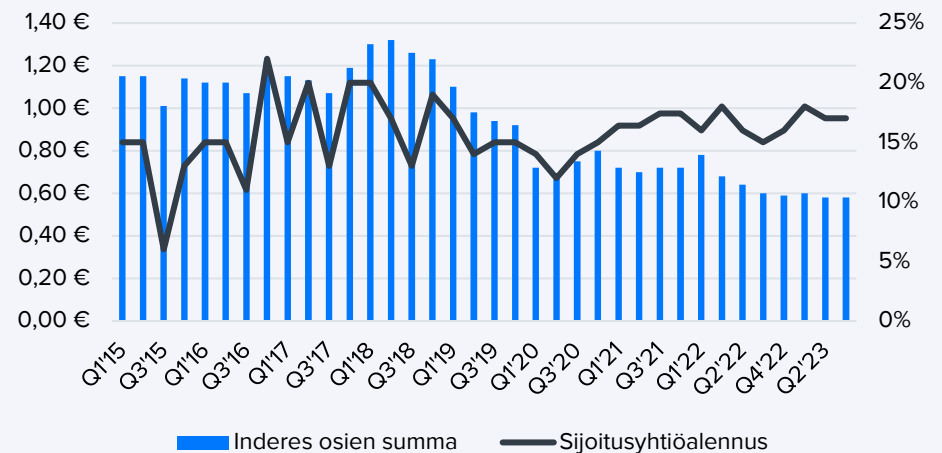
Emoyhtiön kulujen eliminointi

Tilikauden 2022e kiinteät kulut	2,3	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,0 %	
Käytetty WACC	7,4 %	
Kulujen laskennallinen arvo	15,1	MEUR

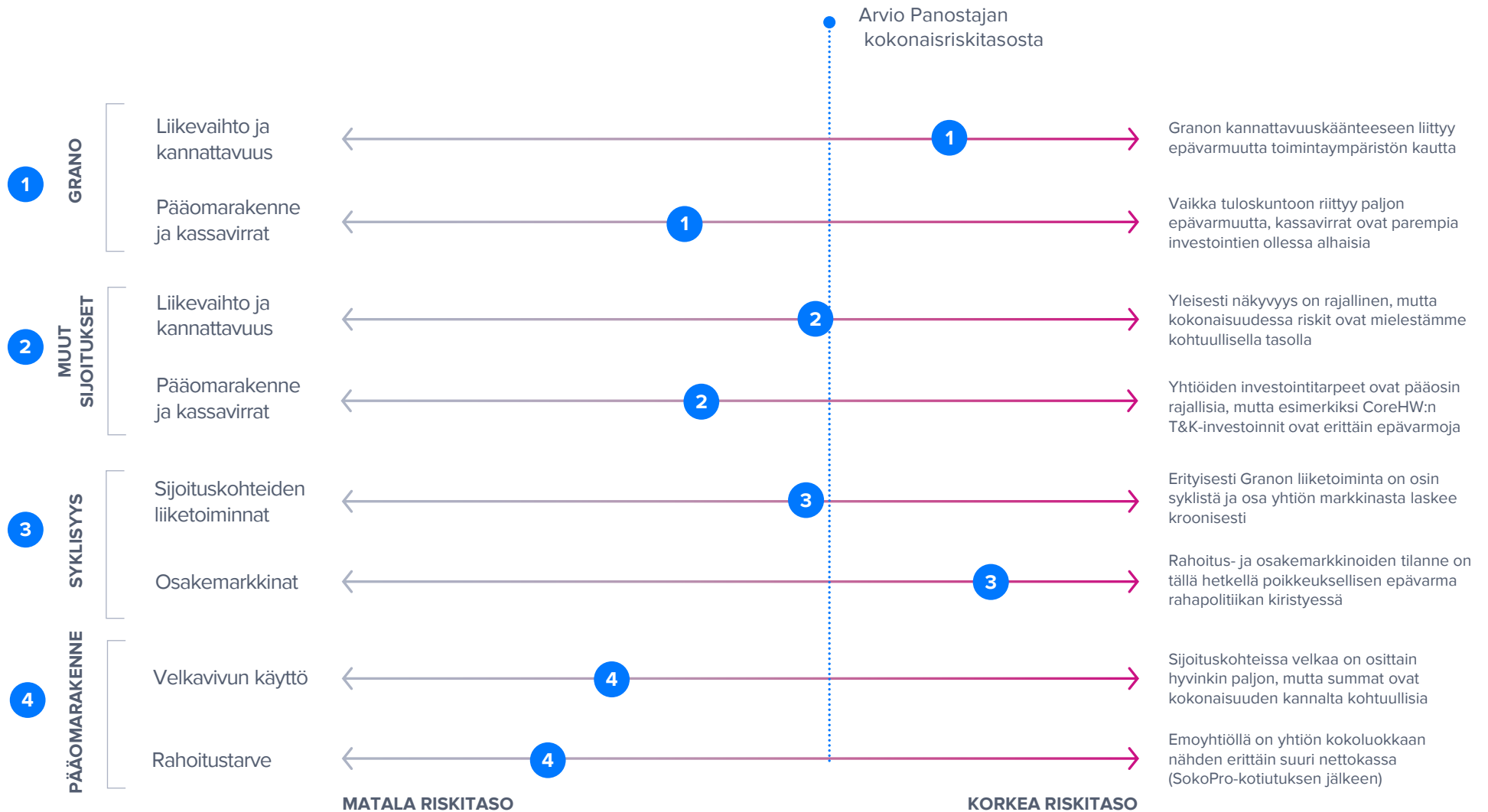
Portfolion arvon jakautuminen
(Inderes näkemys)



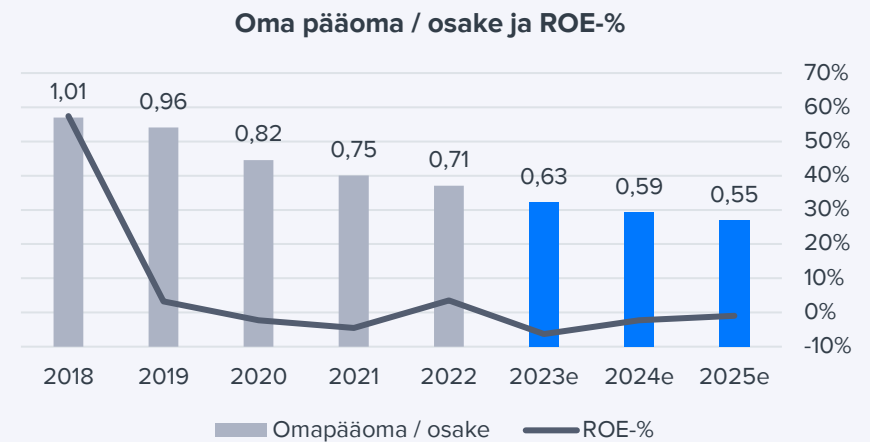
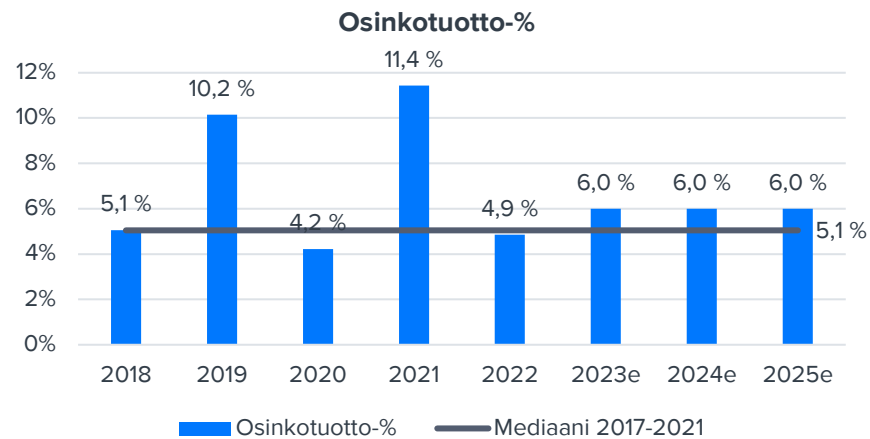
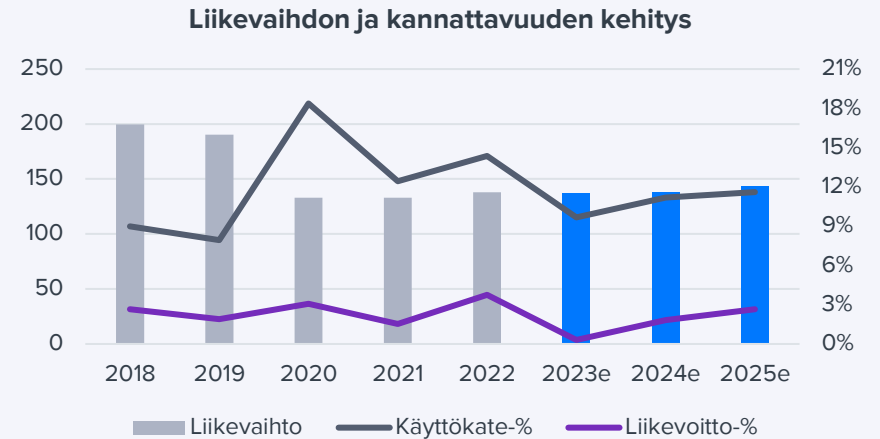
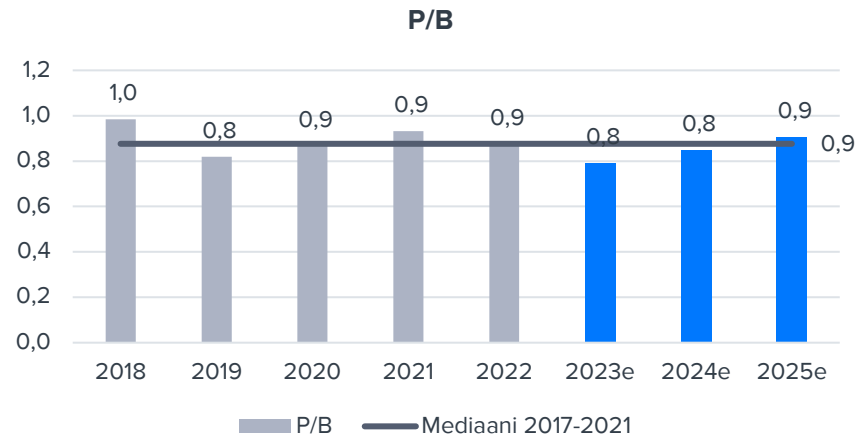
Osien summa-arviomme kehitys (€/osake)



Panostajan riskiprofiili



Arvostus ja avainlukuja graafeina

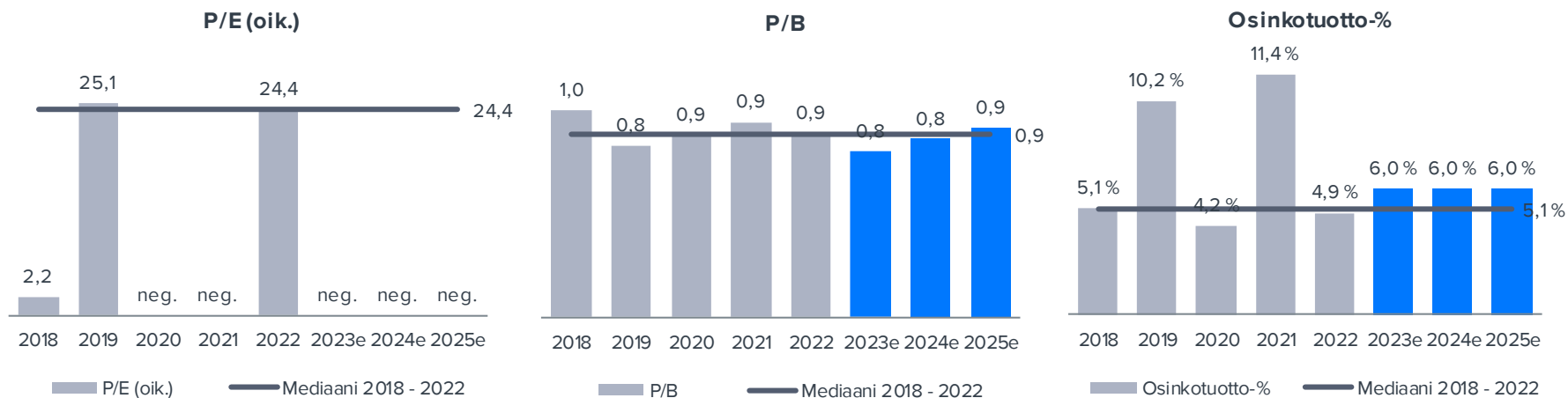


Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,99	0,79	0,71	0,70	0,62	0,50	0,50	0,50	0,50
Osakemäärä, milj. kpl	52,5	52,3	52,3	52,6	52,6	52,7	52,7	52,7	52,7
Markkina-arvo	52	41	37	37	33	26	26	26	26
Yritysarvo (EV)	155	125	132	122	88	85	87	87	85
P/E (oik.)	2,2	25,1	neg.	neg.	24,4	neg.	neg.	neg.	29,6
P/E	2,2	25,1	neg.	neg.	24,4	neg.	neg.	neg.	29,6
P/B	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9
P/S	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	1,0	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	8,6	8,3	5,4	7,4	4,4	6,4	5,7	5,3	5,1
EV/EBIT (oik.)	29,2	34,6	32,3	60,5	17,0	>100	34,9	23,0	18,3
Osinko/tulos (%)	10,9 %	255,3 %	neg.	neg.	118,7 %	neg.	neg.	neg.	177,7 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	10,2 %	4,2 %	11,4 %	4,9 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Huomautus: Yritysarvon (EV) laskennassa ei ole huomioitu korollisia saamisia, jotka pienentäisivät nettovelkoja noin 4-5 MEUR.



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	133	35,8	33,0	32,4	36,8	138	35,5	35,0	31,5	34,8	137	138	143	148
Grano	108	28,9	26,1	26,7	29,8	111	28,5	27,8	24,9	27,4	109	106	108	110
Hygga	8,1	2,0	2,0	1,7	1,6	7,3	1,7	2,2	1,9	2,0	7,8	8,1	8,5	8,9
CoreHW	6,1	2,0	2,1	1,3	2,6	8,0	2,2	2,3	1,9	2,6	9,0	11,5	13,5	14,8
Oscar Software	11,0	2,9	2,9	2,6	2,8	11,2	3,1	2,8	2,8	2,9	11,6	12,1	13,3	14,6
Muut & Eliminaatiot	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,4	-0,4
Käyttökate	16,5	2,6	11,2	2,0	4,0	19,8	3,2	3,4	2,8	3,8	13,2	15,4	16,6	16,8
Poistot ja arvonalennukset	-14,5	-3,5	-3,3	-3,3	-4,6	-14,6	-3,1	-3,3	-3,2	-3,2	-12,8	-12,9	-12,8	-12,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,0	-0,9	7,9	-1,2	-0,6	5,2	0,1	0,1	-0,4	0,6	0,4	2,5	3,8	4,6
Liikevoitto	2,0	-0,9	7,9	-1,2	-0,6	5,2	0,1	0,1	-0,4	0,6	0,4	2,5	3,8	4,6
Grano	5,6	0,3	8,7	0,2	-0,5	8,7	0,8	0,8	0,2	1,0	2,8	3,3	3,8	4,3
Hygga	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,4
CoreHW	-1,4	-0,2	0,0	-0,8	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,4	0,9	1,4	1,6
Oscar Software	0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7
Muut & Eliminaatiot	-2,2	-0,7	-0,4	-0,4	-0,6	-2,2	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3
Nettorahoituskulut	-2,3	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-2,0	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-2,1	-2,1	-2,5	-2,4
Tulos ennen veroja	-0,1	-1,4	7,4	-1,6	-1,2	3,2	-0,5	-0,5	-1,0	0,1	-1,8	0,4	1,3	2,2
Verot	0,0	0,5	-0,4	0,0	0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4
Vähemmistöosuudet	-0,8	0,2	-3,6	0,4	0,4	-2,6	-0,1	0,0	0,3	-0,3	-0,2	-1,1	-1,4	-0,9
Nettotulos	-0,8	-0,7	3,4	-1,2	-0,6	1,0	-0,7	-0,6	-0,7	-0,2	-2,2	-0,7	-0,3	0,9
EPS (oikaistu)	-0,04	-0,01	0,07	-0,02	-0,01	0,03	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	-0,04	-0,01	-0,01	0,02
EPS (raportoitu)	-0,04	-0,01	0,07	-0,02	-0,01	0,03	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	-0,04	-0,01	-0,01	0,02

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	137	137	0 %	137	138	0 %	143	143	0 %
Käyttökate	13,3	13,2	0 %	15,1	15,4	2 %	16,6	16,6	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,4	0,4	17 %	2,4	2,5	4 %	3,8	3,8	1 %
Liikevoitto	0,4	0,4	17 %	2,4	2,5	4 %	3,8	3,8	1 %
Tulos ennen veroja	-1,9	-1,8	3 %	0,2	0,4	77 %	1,5	1,3	-12 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,00	-0,04	-	0,00	-0,01	-	0,00	-0,01	-
Osakekohtainen osinko	0,03	0,03	0 %	0,03	0,03	0 %	0,03	0,03	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	132	108	107	107	105
Liikearvo	80,1	47,5	47,5	47,5	47,5
Aineettomat hyödykkeet	10,3	6,9	6,9	6,9	6,9
Käyttöomaisuus	26,4	37,3	36,4	36,6	34,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,1	4,6	4,6	4,6	4,6
Laskennalliset verosaamiset	8,1	8,6	8,6	8,6	8,6
Vaihtuvat vastaavat	51,2	43,0	42,5	41,3	42,9
Vaihto-omaisuus	5,2	5,9	5,5	5,5	5,7
Muut lyhytaikaiset varat	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	25,2	22,7	23,3	23,4	24,3
Likvidit varat	14,2	14,3	13,7	12,4	12,9
Taseen loppusumma	183	150	149	148	148

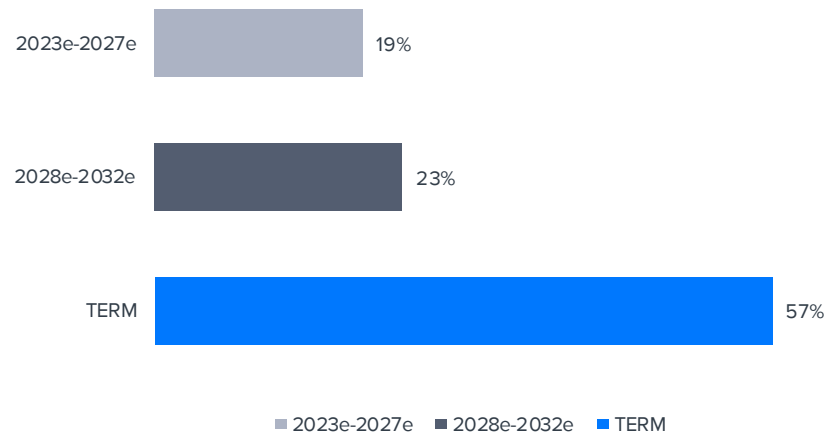
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	67,7	58,1	54,3	52,0	50,1
Osakepääoma	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kertyneet voittovarot	15,6	13,4	9,6	7,3	5,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	18,3	18,2	18,2	18,2	18,2
Vähemmistöosuus	28,3	21,0	21,0	21,0	21,0
Pitkäaikaiset velat	61,5	52,5	50,6	51,4	51,8
Laskennalliset verovelat	6,3	6,2	6,2	6,2	6,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	55,2	46,3	44,4	45,3	45,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	53,6	39,9	44,3	44,7	46,0
Korolliset velat	20,2	10,4	14,8	15,1	15,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	25,9	29,5	29,4	29,6	30,8
Muut lyhytaikaiset velat	7,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	183	150	149	148	148

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,7 %	-0,7 %	0,6 %	3,9 %	3,6 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,7 %	0,3 %	1,8 %	2,7 %	3,1 %	3,6 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	5,2	0,4	2,5	3,8	4,6	5,5	6,4	8,3	8,5	7,0	7,2	
+ Kokonaispoistot	14,6	12,8	12,9	12,8	12,2	11,4	10,7	10,6	10,5	10,2	9,2	
- Maksetut verot	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,7	-0,9	-1,3	-1,3	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	0,3	0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,4	-0,2	0,0	0,0	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	24,2	13,1	14,9	15,9	16,7	15,9	15,9	17,3	17,3	15,9	15,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	10,0	-12,0	-13,0	-11,0	-10,1	-9,4	-10,2	-10,4	-9,9	-7,4	-9,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	34,2	1,1	1,9	4,9	6,6	6,5	5,7	6,9	7,5	8,5	5,1	
+/- Muut	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	34,6	1,1	1,9	4,9	6,6	6,5	5,7	6,9	7,5	8,5	5,1	96,9
Diskontattu vapaa kassavirta		1,1	1,8	4,2	5,3	4,8	4,0	4,5	4,5	4,8	2,7	50,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		88,1	87,0	85,3	81,1	75,8	71,0	67,0	62,6	58,0	53,3	50,6
Velaton arvo DCF		88,1										
- Korolliset velat		-56,7										
+ Rahavarat		14,3										
-Vähemmistöosuus		-15,7										
-Osinko/pääomapalautus		-1,6										
Oman pääoman arvo DCF		31,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,59										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieeraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	132,9	133,0	137,9	136,8	137,7	EPS (raportoitu)	-0,02	-0,04	0,03	-0,04	-0,01
Käyttökate	24,4	16,5	19,8	13,2	15,4	EPS (oikaistu)	-0,02	-0,04	0,03	-0,04	-0,01
Liikevoitto	4,1	2,0	5,2	0,4	2,5	Operat. kassavirta / osake	0,55	0,18	0,46	0,25	0,28
Voitto ennen veroja	1,5	-0,1	3,2	-1,8	0,4	Vapaa kassavirta / osake	0,39	0,22	0,66	0,02	0,04
Nettovoitto	-1,1	-1,9	1,3	-2,2	-0,7	Omapääoma / osake	0,82	0,75	0,71	0,63	0,59
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,03	0,08	0,03	0,03	0,03
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	212,0	182,8	150,5	149,1	148,1	Liikevaihdon kasvu-%	-30 %	0 %	4 %	-1 %	1 %
Oma pääoma	71,0	67,7	58,1	54,3	52,0	Käyttökateen kasvu-%	62 %	-32 %	20 %	-33 %	16 %
Liikearvo	88,0	80,1	47,5	47,5	47,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	13 %	-51 %	156 %	-92 %	510 %
Nettovelat	69,2	61,1	42,3	45,5	47,9	EPS oik. kasvu-%	-166 %	72 %	-171 %	-267 %	-67 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	18,4 %	12,4 %	14,4 %	9,7 %	11,2 %
Käyttökate	24,4	16,5	19,8	13,2	15,4	Oik. Liikevoitto-%	3,1 %	1,5 %	3,7 %	0,3 %	1,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	6,1	-5,1	4,4	-0,2	0,0	Liikevoitto-%	3,1 %	1,5 %	3,7 %	0,3 %	1,8 %
Operatiivinen kassavirta	28,8	9,2	24,2	13,1	14,9	ROE-%	-2,3 %	-4,5 %	3,5 %	-6,3 %	-2,3 %
Investoinnit	-28,4	3,2	10,0	-12,0	-13,0	ROI-%	2,7 %	1,4 %	4,0 %	0,5 %	2,4 %
Vapaa kassavirta	20,2	11,4	34,6	1,1	1,9	Omavaraisuusaste	33,5 %	37,1 %	38,6 %	36,4 %	35,1 %
						Nettovelkaantumisaste	97,4 %	90,2 %	72,9 %	83,8 %	92,2 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,6	0,6	0,6						
EV/EBITDA (oik.)	5,4	7,4	4,4	6,4	5,7						
EV/EBIT (oik.)	32,3	60,5	17,0	>100	34,9						
P/E (oik.)	neg.	neg.	24,4	neg.	neg.						
P/B	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8						
Osinkotuotto-%	4,2 %	11,4 %	4,9 %	6,0 %	6,0 %						

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään 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 liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen 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 liikeyseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.9.2018	Lisää	1,10 €	1,05 €
24.10.2018	Vähennä	1,00 €	1,01 €
14.12.2018	Vähennä	1,00 €	1,00 €
8.3.2019	Vähennä	0,92 €	0,95 €
7.6.2019	Vähennä	0,85 €	0,85 €
6.9.2019	Vähennä	0,80 €	0,80 €
27.9.2019	Vähennä	0,78 €	0,79 €
16.12.2019	Vähennä	0,78 €	0,82 €
27.1.2020	Myy	0,80 €	0,99 €
12.3.2020	Vähennä	0,72 €	0,74 €
30.3.2020	Vähennä	0,56 €	0,59 €
5.6.2020	Vähennä	0,68 €	0,70 €
4.9.2020	Lisää	0,75 €	0,70 €
14.12.2020	Vähennä	0,80 €	0,78 €
1.2.2021	Vähennä	0,80 €	0,82 €
17.3.2021	Vähennä	0,72 €	0,74 €
4.6.2021	Vähennä	0,70 €	0,72 €
3.9.2021	Vähennä	0,72 €	0,75 €
15.12.2021	Vähennä	0,72 €	0,70 €
27.12.2021	Vähennä	0,78 €	0,79 €
16.3.2022	Vähennä	0,68 €	0,66 €
20.5.2022	Lisää	0,68 €	0,61 €
3.6.2022	Vähennä	0,64 €	0,62 €
2.9.2022	Vähennä	0,60 €	0,67 €
16.12.2022	Vähennä	0,58 €	0,63 €
16.3.2023	Vähennä	0,60 €	0,61 €
5.6.2023	Vähennä	0,58 €	0,57 €
4.9.2023	Vähennä	0,58 €	0,57 €
23.11.2023	Lisää	0,57 €	0,50 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**