

KPY

Arvonmääritys

3/2018

inde
res.

Kuopiolainen pitkän tähtäimen sijoitusyhtiö

KPY on osuuskuntamuotoinen kuopiolainen pitkän tähtäimen omistaja ja sijoittaja. Tehtyjen sijoitusten (osakesijoitukset ja pääomalainat) yhteenlaskettu kirjanpitoarvo emoyhteisö KPY Osuuskunnan taseessa oli noin 113 MEUR vuoden 2017 lopussa. KPY:llä on noin 22 000 osuudenomistajaa ja osuuksilla käydään kauppaa Privanetin listaamattomien yhtiöiden markkinapaikalla.

Tähtäimessä vakaat yritykset, joissa mahdollisuus tuottaa lisäarvoa

KPY:n strategiana on tehdä enemmistö- ja vähemmistösijoituksia riittävän kokoisin (arvo normaalisti yli 10 MEUR), tarpeeksi yksiselitteistä liiketoimintaa harjoittaviin ja vakailta toimialoilta toimiviin yrityksiin, joilla on osaava johto, selvä fokus pääoman tuottoon ja kassavirtaan sekä alhainen velkaantumisaste. Sijoitukset tehdään tavanomaista pääomasijoittajaa pidemmällä aikahorisontilla sekä aktiivisella otteella (mukaan lukien hallitustyöskentely) lisäarvon tuottamiseksi. Valitun sijoitusstrategian vahvuuksia ovat mielestämme keskittyminen toimintansa jo vakiinnuttaneisiin, vahvoihin yhtiöihin sekä kärsivällisyys. Heikkouksina näemme tällä hetkellä kunnollisen hajautus- ja toisaalta kohdeyrityskohtaisen irtautumisstrategian puutteen.

Sijoitussalkun ytimen muodostavat tällä hetkellä 85 %:n osuus IT-palveluyhtiö Enfosta, kokonaan omistetut sähkö- ja tietoverkkojen rakentamis- ja ylläpitopalveluita tarjoava Voimatel ja hoiva- ja hyvinvointipalveluita tarjoava Vetrea Terveys sekä KPY Sijoituksen kautta omistettu 40 %:n osuus Technopolis Kuopiosta.

Tavoitteena kasvavan osuuskoron maksu osuudenomistajille

KPY profiloituu tasaista ja luotettavaa tuottoa hakevan sijoittajan sijoituskohteeksi. Strategiana on tasaisen ja kasvavan osuuskoron jakaminen osuudenomistajille. Sijoituksen kokonaistuotto muodostuu maksetun osuuskoron sekä markkina-arvoin lasketun tasesubstanssin muutoksen summana ja viime vuosina pelkkä osuuskorko on merkinnyt 6-7 %:n efektiivistä tuottoa osuudenomistajille. Näemme KPY:ssä hyvän mahdollisuuden saavuttaa jatkossakin kohtuullisen varma yli 6 %:n vuotuinen osuuskorkotuotto, minkä lisäksi arvonnousupotentiaali on mielestämme suurempi kuin osuuden arvoon liittyvä riski.

Arvonmäärityksemme KPY:n osuudelle 28 euroa

Ennusteamme KPY-konsernille muodostuu suurimmille sijoituskohteille (Enfo, Voimatel ja Vetrea), laatimiemme ennusteiden konsolidoinnista, mutta mielestämme oikea tapa KPY:n osuuden arvonnääritykseen on osien summa –analyysi. KPY:n tapauksessa arvo muodostuu sijoituskohteiden yhteenlasketusta arvosta (181 MEUR eli 32,7 EUR per osuus) lisättynä emoyhteisön nettovarallisuudella (31,9 MEUR eli 5,8 EUR per osuus) ja vähennettynä operatiivisten kulujen nykyarvolla (14,8 MEUR eli 2,7 EUR per osuus) sekä 20 %:n sijoitusyhtiöalennuksella. KPY:n vuositasen kulut ovat noin 2 MEUR ja ne ovat kohtuulliset hallinnoitavan omaisuuden arvoon nähden. 20 %:n sijoitusyhtiöalennusta määriteltäessä on huomioitu KPY:n track record, joka on hyvä, mutta toisaalta lyhyt ja kapea. Asetamme KPY:n osuuden arvoksi tällä hetkellä 28 euroa.

Analyttikot

Erkki Vesola
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi



Arvonmääritys ja kurssipotentiaali

28,0 EUR

Inderesin näkemys osuuden arvosta

24,1 EUR

Päätöskurssi Privanetissä 16.3.2018

+16 %

Kurssipotentiaali

KPY:n sijoitusten arvo, MEUR

Sijoitusryhmät	Sijoituksen arvo	Jakauma (%)
Yrityssijoitukset	110	61 %
Kiinteistöt*)	60	33 %
Finanssisijoitukset**)	11	6 %
Yhteensä	181	100 %

KPY-konsernin rakenne

KPY-konsernin ytimen muodostavat emoyhtiö Osuuskunta KPY:n lisäksi omistukset Enfossa, Voimatelissa, Vetreassa ja kiinteistöissä (Technopolis Kuopio ja Kiinteistö Oy Siilinjärven Lentokapteeni). Lisäksi KPY:llä on finanssisijoituksia sekä vähemmistöosuus Ropo Capital Oy:ssä. Osuuskunta KPY on noteerattu Privanetin kauppapaikalla.

Tärkeimmät omistukset

ARVOT INDERESIN ARVIOITA

ENFO 38 MEUR

OMISTUKSEN ARVO (85 %)

KIINTEISTÖT 60 MEUR

TECHNOPOLIS KUOPIO (40 %)
LENTOKAPTEENI (100 %)

VOIMATEL 38 MEUR

OMISTUKSEN ARVO (100 %)

~2500

HENKILÖSTÖ 2017
LOPUSSA

1883

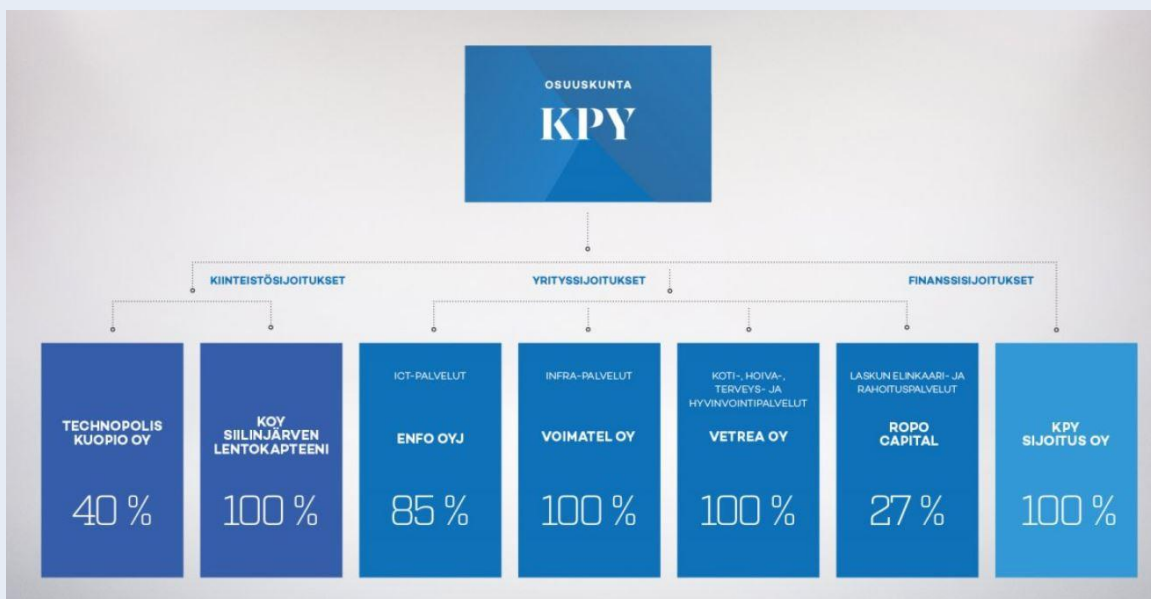
PERUSTAMISVUOSI

286 MEUR

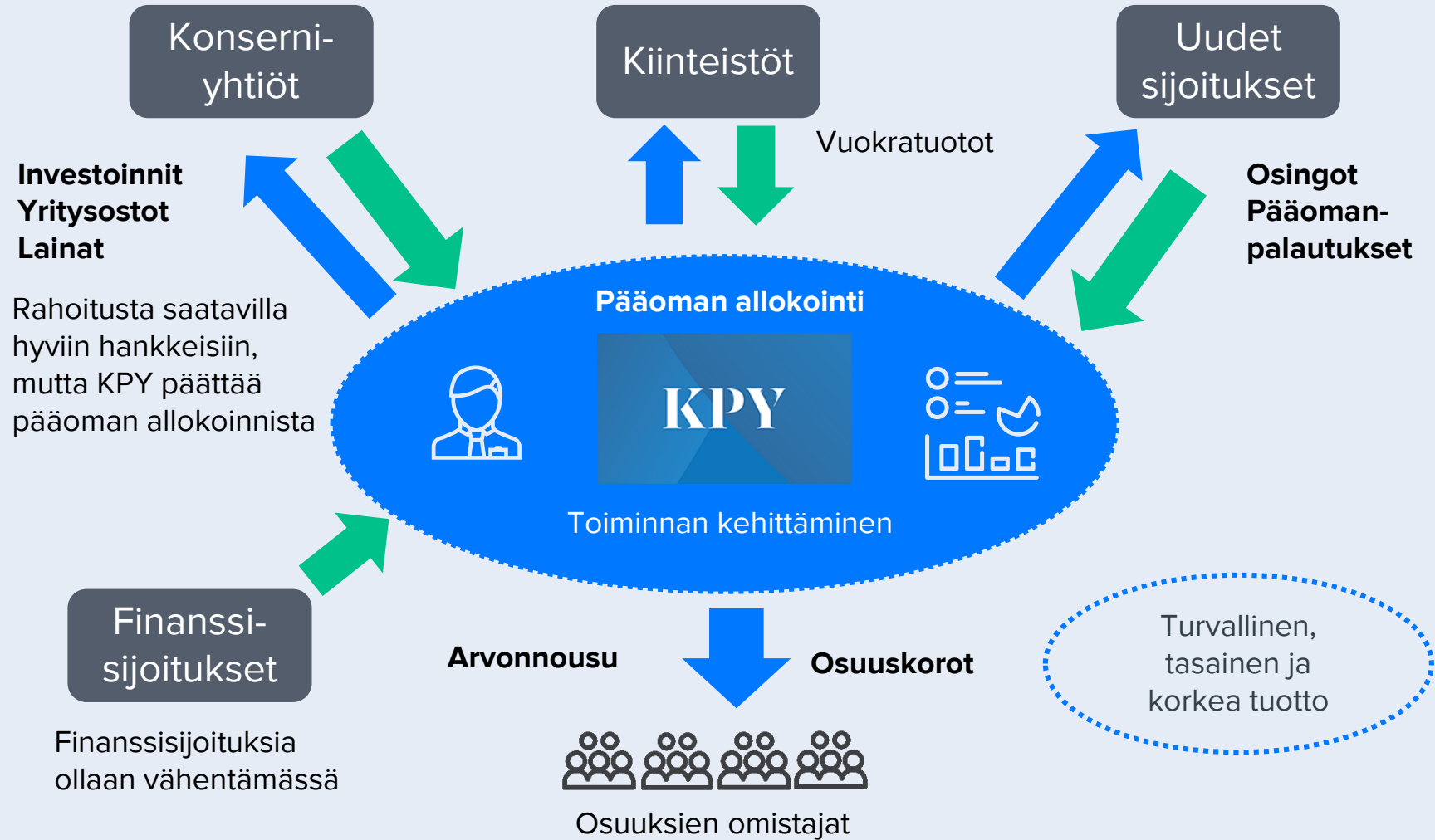
KONSERNIN LIIKEVAIHTO 2017

224 MEUR






TASEEN LOPPUSUMMA 2017



Liiketoimintamalli yksinkertaistettuna

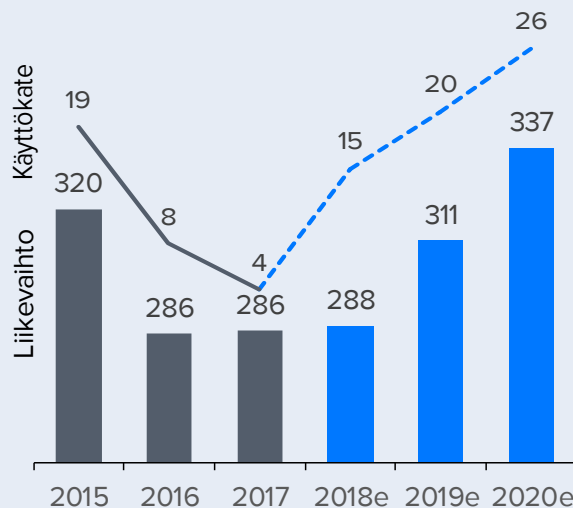
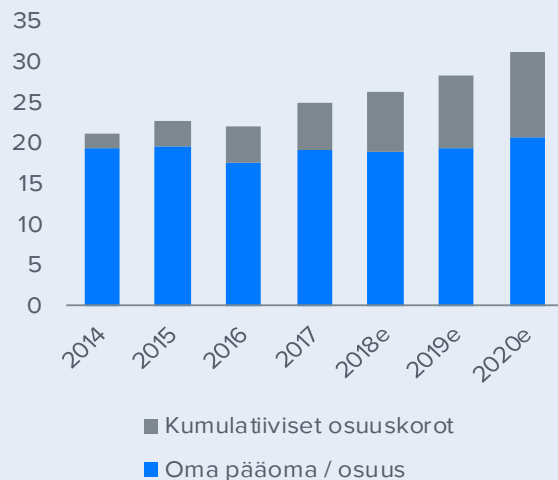


KPY:n portfolio

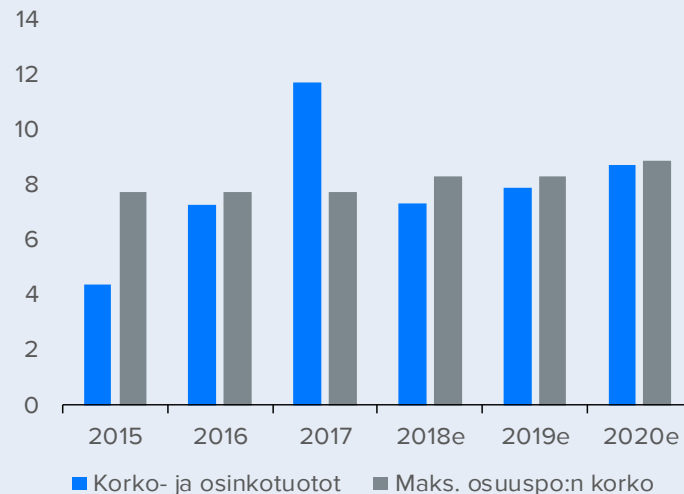
	Enfo	Voimatel	Vetrea	Kiinteistöt
Avainluvut (2017)	<p>Liikevaihto 133 MEUR Käyttökate 3,9 MEUR Liikevoitto -5,1 MEUR</p>	<p>Liikevaihto 114 MEUR Käyttökate 3,6 MEUR Liikevoitto 1,8 MEUR</p>	<p>Liikevaihto 35 MEUR Käyttökate 1,0 MEUR Liikevoitto -0,4 MEUR</p>	<p>Omistusten käyvät arvot Lentokapteeni 9 MEUR Technopolis Kuopio Oy 51 MEUR</p>
Sijoitusprofiili	<p>Uusi strategia keskittyy asiakaskumppanuuksiin ja kannattavuuden nostamiseen</p>	<p>Pienten marginaalien palveluliiketoimintaa, mahdollisuus hyötyä teknologiamuutoksesta</p>	<p>Käänneyhtiö murrosvaiheessa olevalla kasvavalla ja defensiivisellä toimialalla</p>	<p>Tasainen vuokratuotto alhaisella riskillä</p>
Arvo ja osuus sijoituksista	<p>38 MEUR</p> 	<p>38 MEUR</p> 	<p>25 MEUR</p> 	<p>60 MEUR</p> 
Arvonkehitys				
Arvoajurit	<p>Fokus kasvualueilla, tehokkuuden nosto ja henkilöstökulujen hallinta</p>	<p>Fokus asiantuntijapalveluihin; sähkö- ja tietoverkkojen yhdentymisen luo kasvumahdollisuuksia</p>	<p>Strategian toteutuksen eteneminen, kasvu valituilla alueilla</p>	<p>Tasainen tulovirta, mahdollinen laajentuminen Technopoliksen kanssa</p>

KPY sijoituskohteena

Osuuskorot ja oma pääoma (€/osuus) Liikevaihto ja käyttökate (MEUR)



Rahavirta ja osuuskorko (MEUR)



MCAP
134
MEUR

Yritysarvo (EV)
118
MEUR

EV/L-vaihto
0,4x
2018e

EV/EBITDA
6,5x
2018e

* Osuuden arvo 24,1 EUR



Arvoajurit

- Murrosvaiheen hallinta nykyisissä kohdeyhtiöissä
- Sijoitusstrategian lisäselkeyttäminen
- Taseen piiloarvon viestiminen sijoittajille
- Kohoava osuuspääoman korko



Riskitekijät

- Enfon tuloskäänteessä epäonnistuminen
- Voimatel ja Vetrea jäävät tulostavoitteista
- Sijoitusten melko vähäinen hajautus, Technopolis Kuopio iso vaikkakin vähäriskinen keskittymä
- Uusien hyvien kohteiden puute



Arvostus

- Määrittynyt osien summan arvon sekä sijoitusyhtiöalennuksen mukaan
- Tasainen tai kohoava osuuspääoman korko tukee arvostusta
- Menestys irtautumisissa ratkaisevaa tulevina vuosina

Arvonmäärityksen yhteenveto (1/2)

Sijoitusryhmät	Sijoituksen arvo	Jakauma (%)
Yrityssijoitukset	110	61 %
Kiinteistöt*)	60	33 %
Finanssisijoitukset**)	11	6 %
Yhteensä	181	100 %

*) Sisältää Koy Siilinjärven Lentokapteenin ja 40 %:n osuuden Technopolis Kuopio Oy:stä

***) Sisältää KPY Sijoitus Oy:n ja KPY:n sijoitukset

KPY:n markkina-arvo

Omistusten arvo	181,4 MEUR
KPY:n ja KPY Sijoituksen nettovelat	-31,9 MEUR
Emon kulujen eliminointi	14,8 MEUR

KPY:n markkina-arvo

198,5 MEUR	
Osuuksien määrä	5,5 Milj. kpl
Osuuden laskennallinen arvo	35,78 EUR
Sijoitusyhtiöalennus	20 %
Näkemyksemme osuuden arvosta	28,63 EUR

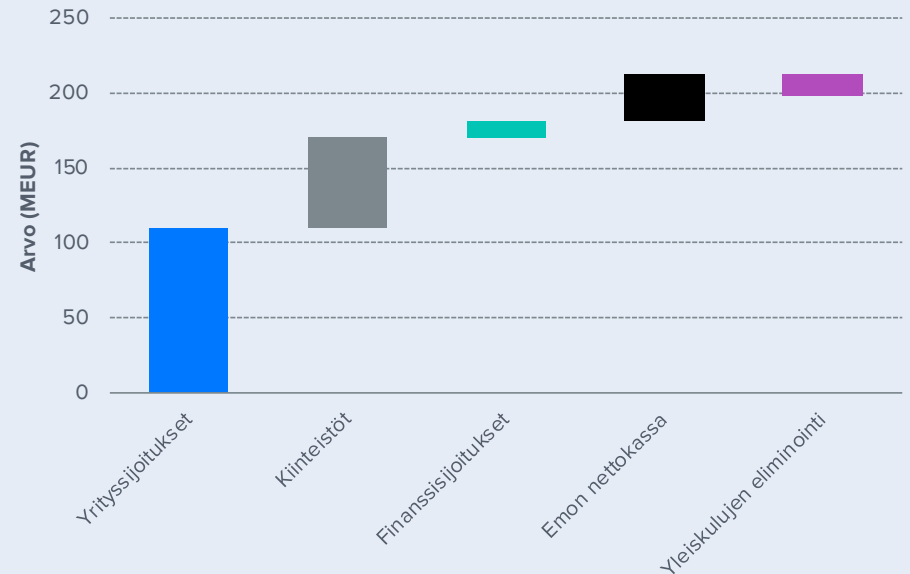
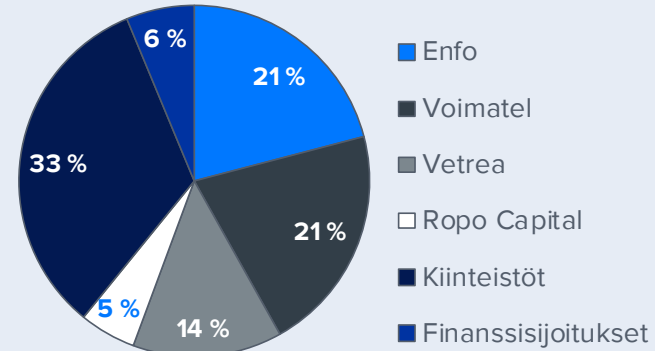
Lähde: Inderes

Emoyhtiön kulujen eliminointi

Tilikauden 2017 kulut	2,1 MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,0 %
Käytetty WACC	8,4 %
Kulujen summa (10 vuotta)	14,8 MEUR

Lähde: Inderes

Sijoitusten arvon jakautuminen

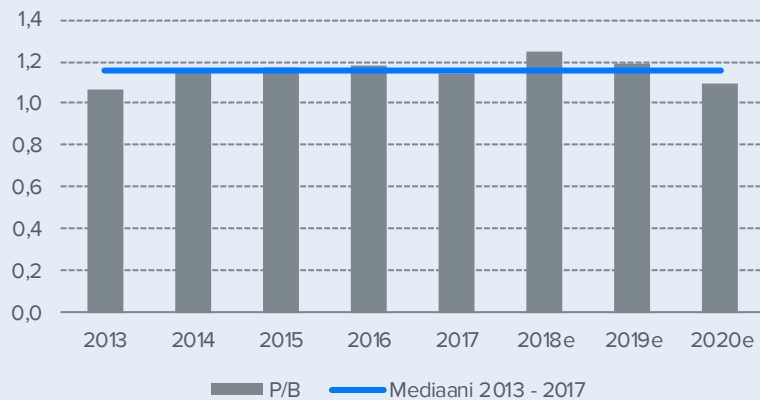


Arvonmäärityksen yhteenveto (2/2)

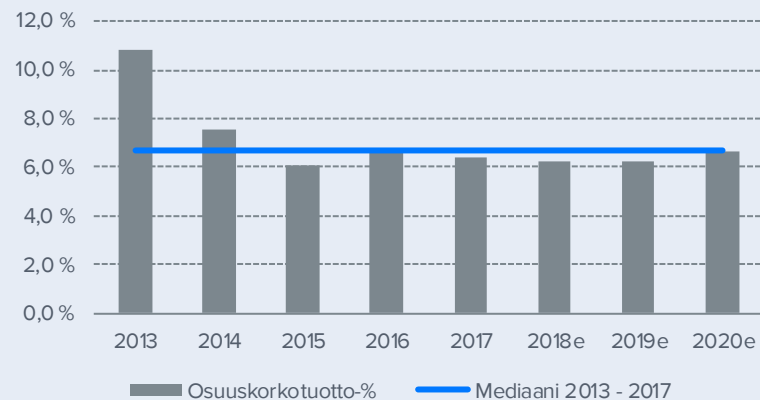
Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi*	24,0	22,6	23,0	21,0	22,0	24,1	24,1	24,1
Markkina-arvo	133	125	128	117	122	134	134	134
Yritysarvo (EV)	151	150	129	145	108	119	111	98
P/E (oik.)	1,6	12,2	12,8	neg.	7,0	17,6	9,9	7,4
P/E	1,9	neg.		neg.	7,8	17,6	9,9	7,4
P/Kassavirta	3,6	13,4	3,0	-6,2	48,5	10,1	10,5	7,2
P/B	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2	1,1
P/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	5,3	5,2	6,9	18,3	20,6	6,5	5,0	3,3
EV/EBIT	9,8	10,8	32,7	neg.	neg.	18,4	8,8	5,2
Osinko/tulos (%)	20,4 %	-551,3 %	78,1%	-201,9 %	49,4 %	109,4 %	61,9 %	49,2 %
Osinkotuotto-%	10,8 %	7,5 %	6,1%	6,7 %	6,4 %	6,2 %	6,2 %	6,6 %

Lähde: Inderes, paitsi kurssidata Privanet. * Kurssitasoa on vaikea määrittää heikon likviditeetin tasoa (alhainen volyyymi ja monesti laaja spread).

P/B



Osuuskorkotuotto-%

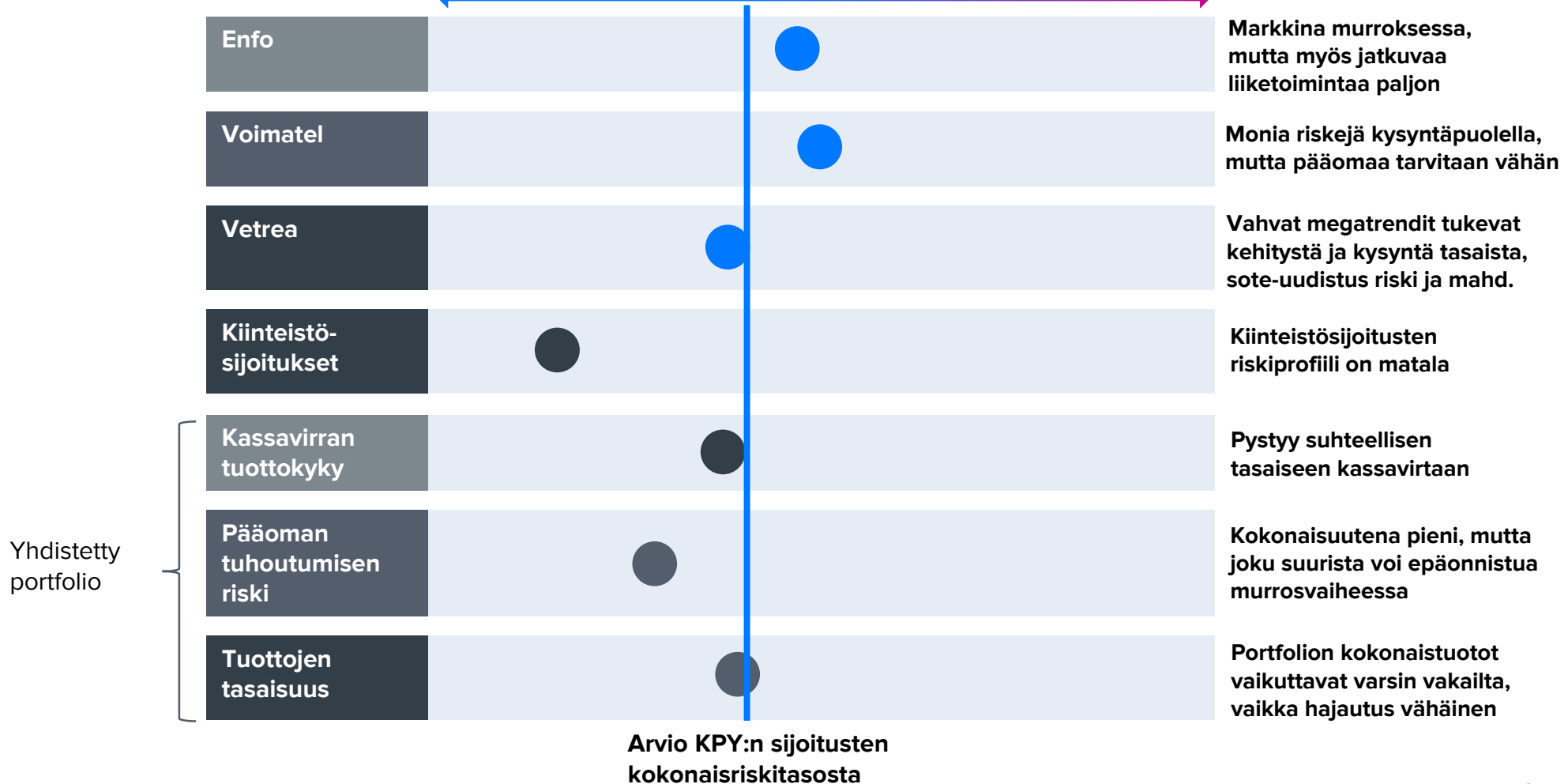


Sijoitusten ja portfolion riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi