

KPY

Arvonmääritys

10/2017

inde
res.



Kuopiolainen pitkän tähtäimen sijoitusyhtiö

KPY on osuuskuntamuotoinen kuopiolainen pitkän tähtäimen omistaja ja sijoittaja. Tehtyjen sijoitusten (osakesijoitukset ja pääomalinat) yhteenlaskettu kirjanpitoarvo emoyhteisö KPY Osuuskunnan taseessa oli noin 112 MEUR vuoden 2016 lopussa. KPY:llä on noin 22000 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 kokoisiin (arvo normaalisti yli 10 MEUR), tarpeeksi yksiselitteistä liiketoimintaa harjoittaviin ja vakailta toimialoilla 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 rakentamisen ja ylläpidon palveluita tarjoava Voimatel ja hoiva- ja hyvinvointipalveluita tarjoava Vetrea Terveys sekä KPY Sijoituksen kautta omistettu 40 %:n osuus Technopolis Kuopiosta. Alkuvuonna 2017 KPY Sijoitus hankki 27 %:n osuuden laskun elinkaaren hallintaan erikoistuneesta Ropo Capitalista.

Tavoitteena kasvavan osuuskoron maksu osuudenomistajille

KPY profiloituu tasaista ja luotettavaa tuottoa hakevan sijoittajan sijoituskohteeksi. Strategiana on tasaisen ja kasvavan osuuskoron jakaminen osuudenomistajille. Aiempana tavoitteena on ollut vähintään 5 %:n kokonaistuotto. Kokonaistuotto on markkina-arvoin lasketun tasesubstanssin muutoksen sekä maksetun osuuskoron summa. Viime vuosina pelkkä osuuspääoman korko on merkinnyt 6-7 %:n efektiivistä tuottoa osuudenomistajille. Tällä hetkellä 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 26 euroa

Ennustemme KPY-konsernille muodostuu suurimmille sijoituskohteille (Enfo, Voimatel ja Vetrea), laatimiemme ennusteiden konsolidoinnista, mutta mielestämme oikea tapa KPY:n osuuden arvonnäytteen määritykseen on osien summa –analyysi. KPY:n tapauksessa arvo muodostuu sijoituskohteiden yhteenlasketusta arvosta (188 MEUR eli 34 EUR per osuus) lisättyä emoyhteisön nettovarallisuudella (13,7 MEUR eli 2,5 EUR per osuus) ja vähennettynä operatiivisten kulujen nykyarvolla (13,8 MEUR eli 2,5 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 26 euroa.

Analyttikot

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



Arvonmääritys ja kurssipotentiali

26,0 EUR

Inderesin näkemys osuuden arvosta

22,0 EUR

Päätöskurssi Privanetissä 05.10.2017

+18 %

Kurssipotentiali

KPY:n sijoitusten arvo, MEUR

Sijoitusryhmät	Sijoitusten arvo	Jakauma (%)
Yrityssijoitukset	111	59 %
Kiinteistöt	60	32 %
Finanssisijoitukset	17	9 %
Yhteensä	188	100 %

KPY-konsernin nykyrakenne

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 41 MEUR

OMISTUKSEN ARVO (85 %)

KIINTEISTÖT 60 MEUR

TECHNOPOLIS KUOPIO (40 %)
LENTOKAPTEENI (100 %)

VOIMATEL 36 MEUR

OMISTUKSEN ARVO (100 %)

~2150

HENKILÖSTÖ 2016
LOPUSSA

1883

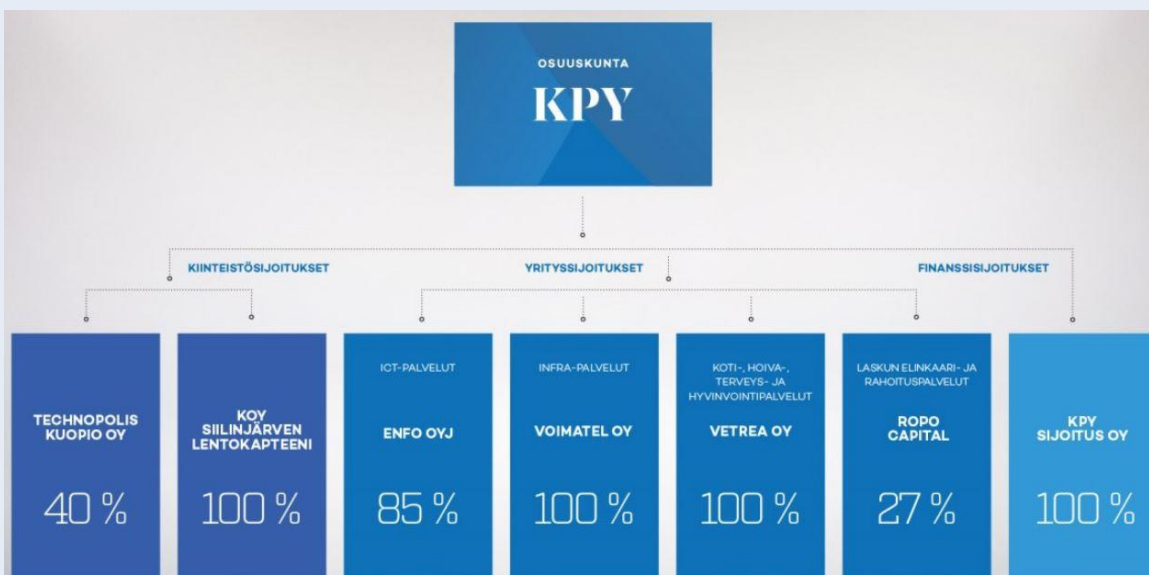
PERUSTAMISVUOSI

286 MEUR

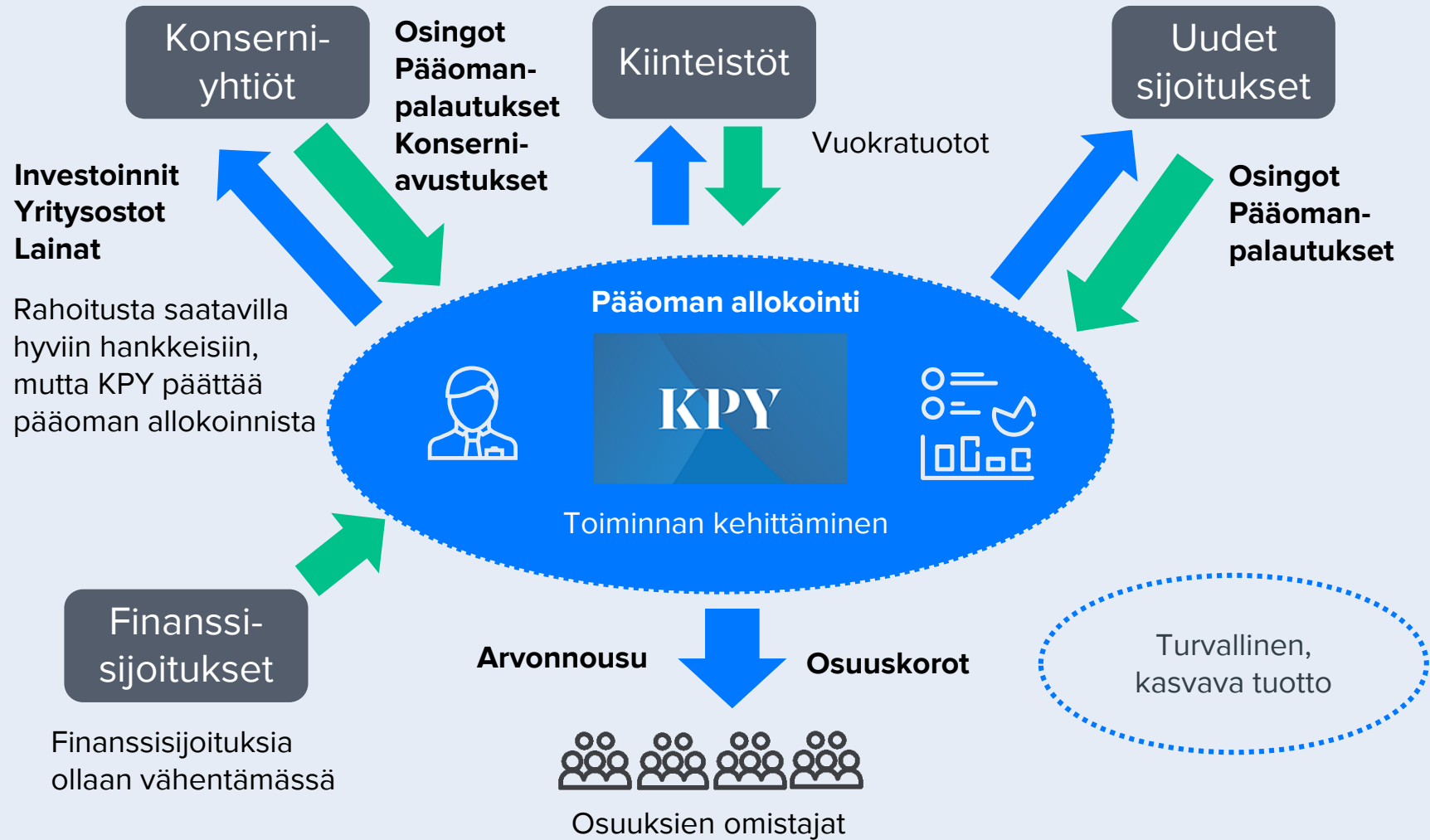
KONSERNIN LIIKEVAIHTO 2016

221 MEUR




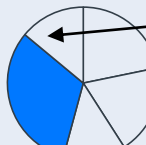




TASEEN LOPPUSUMMA 2016



Liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



KPY:n portfolio

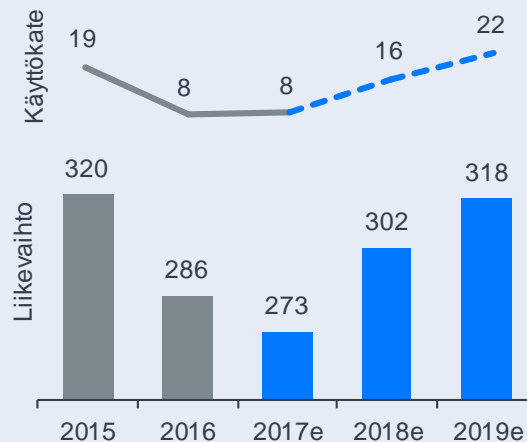
	Enfo	Voimatel	Vetrea	Kiinteistöt
Avainluvut (2016)	<p>Liikevaihto 128 MEUR Käyttökate 5,8 MEUR Liikevoitto 0,1 MEUR</p>	<p>Liikevaihto 95 MEUR Käyttökate 2,9 MEUR Liikevoitto 1,7 MEUR</p>	<p>Liikevaihto 34 MEUR Käyttökate 1,1 MEUR Liikevoitto -0,4 MEUR</p>	<p>Omistuksien käyvät arvot Lentokapteeni 8 MEUR Technopolis Kuopio Oy 52 MEUR</p>
Sijoitusprofiili	<p>Korkeaa osinkoa maksava murrosyhtiö</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>41 MEUR</p> 	<p>36 MEUR</p> 	<p>25 MEUR</p> 	<p>60 MEUR</p> 
Arvonkehitys				
Arvoajurit	<p>Painopisteen siirtäminen nopeammin kasvaviin moderneihin digitaalisiin ratkaisuihin</p>	<p>Fokus asiantuntijapalveluihin; sähkö- ja tietoverkkojen yhdentymisen luo kasvumahdollisuuksia</p>	<p>Strategian toteutuksen ja sote-uudistuksen eteneminen, kasvu valituilla alueilla</p>	<p>Tasainen tulovirta, mahdollinen laajentuminen Technopoliksen kanssa</p>

KPY sijoituskohteena

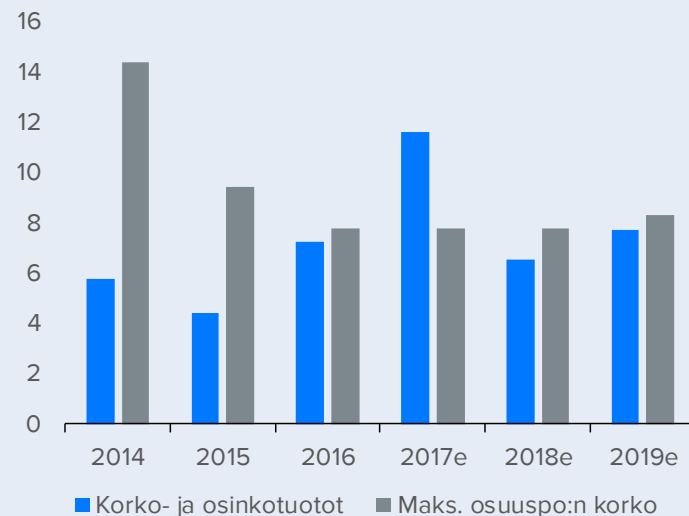
Osuuskorot ja oma pääoma (€/osuus)



Liikevaihto ja käyttökatte (MEUR)



Rahavirta ja osuuskorko (MEUR)



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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



Arvostus

- Määrittöy osien summavien sekä sijoitusyhtiöalennuksen mukaan
- Tasainen tai kohoava osuuspääoman korko tukee arvostusta

* Osuuden arvo 22 EUR

Arvonmäärityksen yhteenveto (1/2)

Sijoitusryhmät	Sijoitusten arvo	Jakauma (%)
Yrityssijoitukset	111	59 %
Kiinteistöt *)	60	32 %
Finanssisijoitukset **)	17	9 %
Yhteensä	188	100 %

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

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

KPY:n markkina-arvo

Omistusten arvo 188,1 MEUR

KPY:n ja KPY Sijoituksen nettovelat -13,7 MEUR

Emon kulujen eliminointi 13,8 MEUR

KPY:n markkina-arvo 187,9 MEUR

Osuuksien määrä 5,5 Milj. kpl

Osuuden laskennallinen arvo 33,87 EUR

Sijoitusyhtiöalennus 20 %

Näkemyksemme osuuden arvosta 27,10 EUR

Emoyhtiön kulujen eliminointi

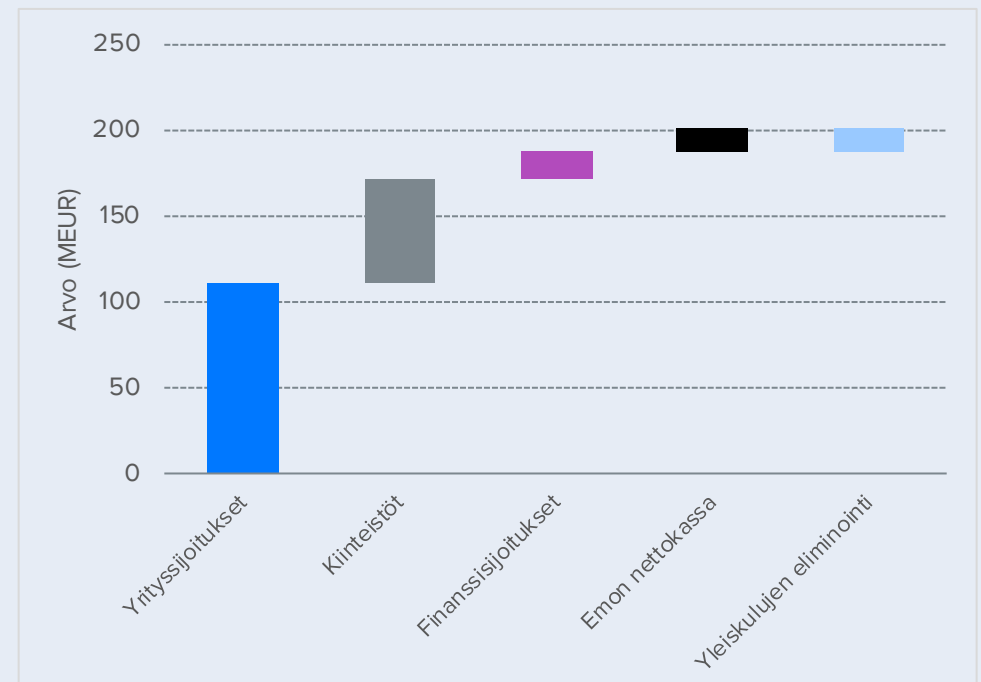
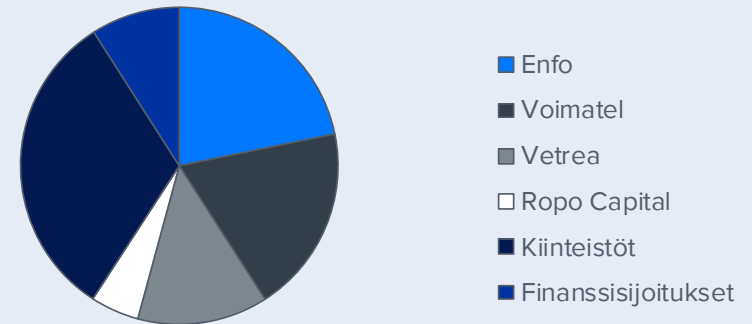
Tilikauden 2016 kulut 2,0 MEUR

Kulujen kasvu (%) 1,0 %

Käytetty WACC 8,4 %

Kulujen summa (10 vuotta) 13,8 MEUR

Sijoitusten arvon jakautuminen

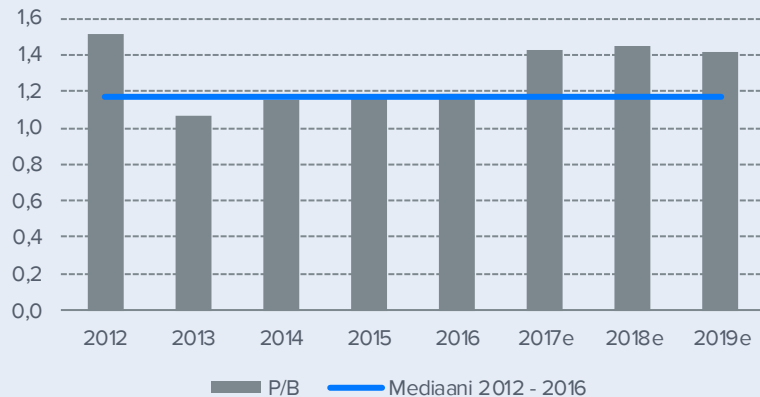


Arvonmäärityksen yhteenveto (2/2)

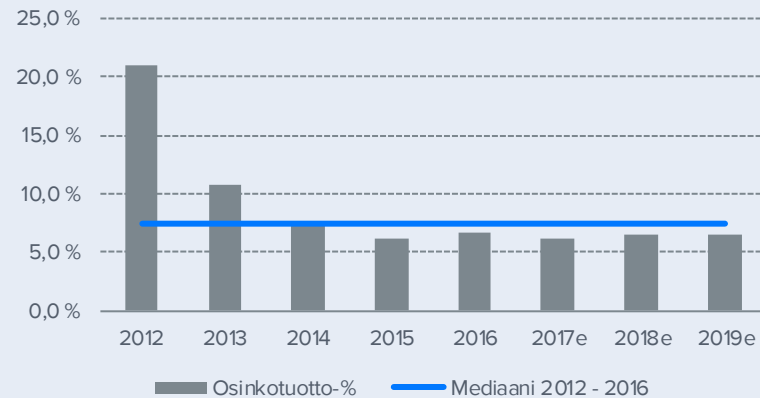
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi*	21,5	24,0	22,6	23,0	21,0	22,0	22,0	22,0
Markkina-arvo	119	133	125	128	117	122	122	122
Yritysarvo (EV)	154	151	150	129	145	123	120	113
P/E (oik.)	11,6	1,6	12,2	5,8	30,0	22,0	9,3	7,2
P/E	70,5	1,9	neg.	12,8	neg.	neg.	19,2	11,8
P/Kassavirta	-8,0	3,6	13,4	3,0	-6,2	81,9	18,7	10,2
P/B	1,5	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4
P/S	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,1	5,3	5,2	4,2	9,3	8,3	5,2	3,9
EV/EBIT	14,9	9,8	10,8	8,1	28,8	38,7	10,8	6,9
Osinko/tulos (%)	1476,2 %	20,4 %	-551,3 %	78,1 %	-201,9 %	-791,9 %	130,6 %	80,6 %
Osinkotuotto-%	20,9 %	10,8 %	7,5 %	6,1 %	6,7 %	6,4 %	6,8 %	6,8 %

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

P/B



Osinkotuotto-%



Sijoitusten ja portfolion riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



Arvio KPY:n sijoitusten kokonaisriskitasosta

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 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 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraana 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/>

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi