

**KPY**  
**Arvonmääritys**

**10/2018**

**inde  
res.**

## Kuopiolainen pitkän tähtäimen sijoitusyhtiö

KPY on osuuskuntamuotoinen kuopiolainen pitkän tähtäimen omistaja ja sijoittaja. Tehtyjen sijoitusten (osakesijoitukset ja pääomalainat) yhteenlaskettu kirjanpitoarvo Osuuskunta KPY:n taseessa oli noin 113 MEUR kesäkuun 2018 lopussa. KPY:llä on noin 21.000 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 (liikevaihto yleensä yli 5 MEUR), vakailta tai kasvavilla toimialoilla toimiviin yrityksiin, joilla on kyvykäs organisaatio, houkutteleva markkina-asema sekä selvä fokus arvontuontiin ja kassavirtaan. 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.

## Tavoitteena kasvavan osuuskoron maksu osuudenomistajille

KPY profiloituu tasaista ja luotettavaa tuottoa hakevan sijoittajan sijoituskohteeksi. Strategiana on tasaisen ja kasvavan osuuskoron jakaminen osuudenomistajille. Kokonaistuotto on maksetun osuuskoron sekä markkina-arvoin lasketun tasesubstanssin muutoksen summa ja 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

Ennusteamme KPY-konsernille on johdannainen ennusteistamme konsernin suurimmille sijoituskohteille (Enfo, Voimatel ja Vetrea), mutta KPY:n osuuden arvonnäärityksen kannalta konsolidoidut luvut eivät ole keskeisiä vaan mielestämme oikea tapa arvonnääritykseen on osien summa -analyysi. KPY:n tapauksessa arvo muodostuu sijoituskohteiden yhteenlasketusta arvosta vähennettynä emoyhteisön nettoveloilla (KPY:n tapauksessa lisätynä emoyhteisön nettovarallisuudella) ja operatiivisilla kuluilla sekä sijoitusyhtiöalennuksella. Mainituilla perusteilla asetamme KPY:n osuuden arvoksi tällä hetkellä 26,0 euroa.

## Analytiikot

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



## Arvonmääritys ja kurssipotentiaali

**26,0 EUR**

Inderesin näkemys osuuden arvosta

**23,0 EUR**

Päätöskurssi Privanetissä 26.9.2018

**+13 %**

Kurssipotentiaali

## KPY:n sijoitusten arvo, MEUR

Sijoitusryhmät	Sijoituksen arvo	Jakauma (%)
Yrityssijoitukset	101	58 %
Kiinteistöt	60	35 %
Finanssisijoitukset	12	7 %
<b>Yhteensä</b>	<b>172</b>	<b>100 %</b>

# 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 33 MEUR**

OMISTUKSEN ARVO (85 %)

**VOIMATEL 35 MEUR**

OMISTUKSEN ARVO (100 %)

**VETREA 23 MEUR**

OMISTUKSEN ARVO (100 %)

**KIINTEISTÖT 60 MEUR**

TECHNOPOLIS KUOPIO (40 %), LENTOKAPTEENI (100 %)

**~2.500**

HENKILÖSTÖ  
30.6.2018

**1883**

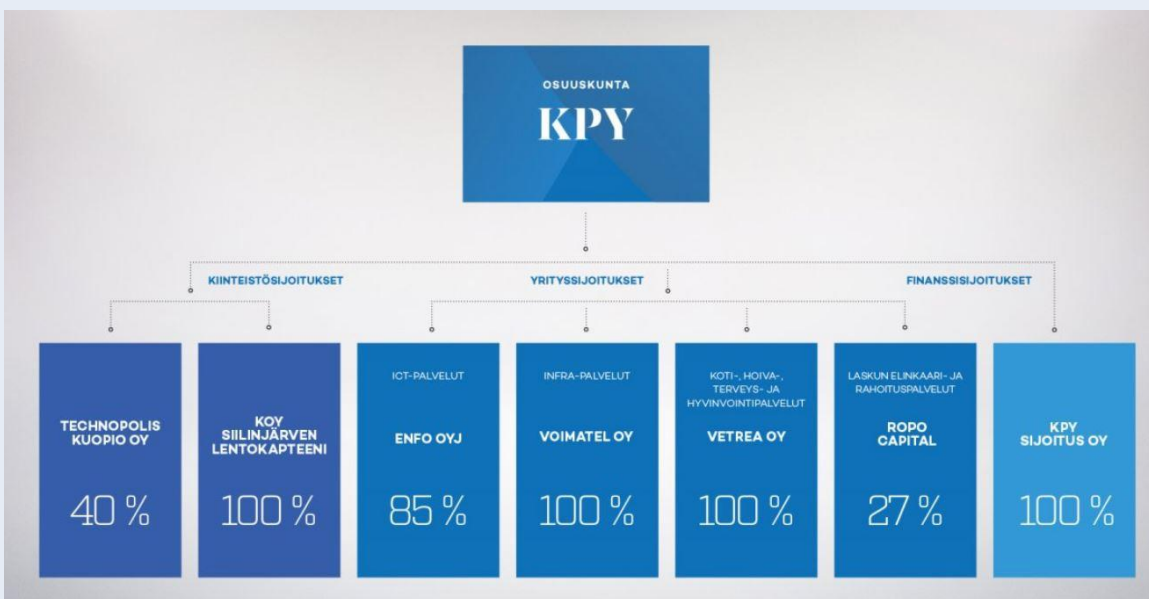
PERUSTAMISVUOSI

**276 MEUR**

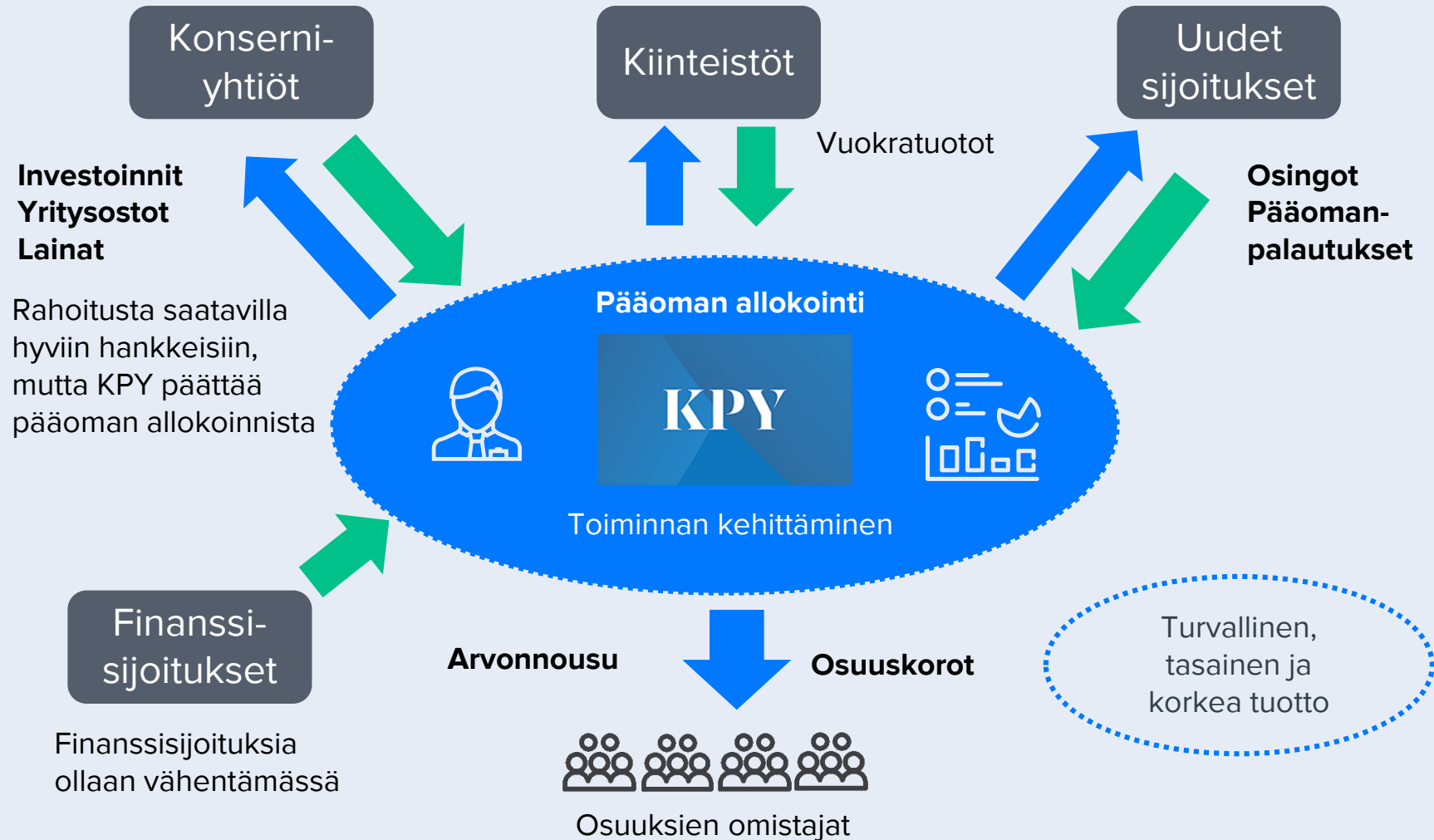
KONSERNIN LIIKEVAIHTO 1.7.2017-  
30.6.2018

**223 MEUR**




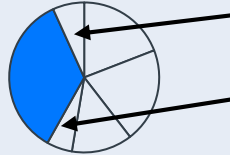




TASEEN LOPPUSUMMA 30.6.2018



# Liiketoimintamalli yksinkertaistettuna

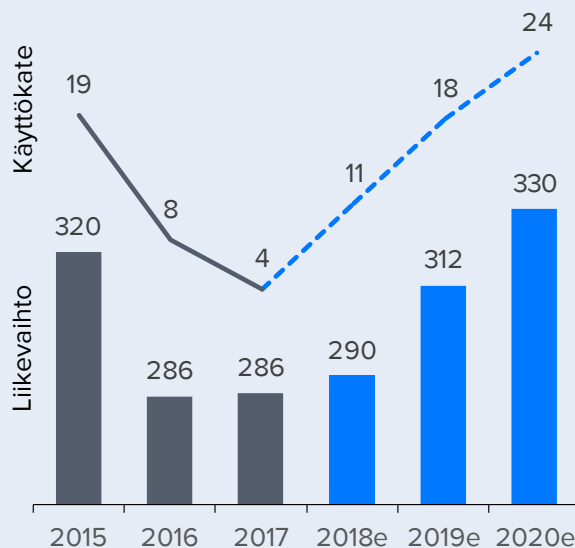
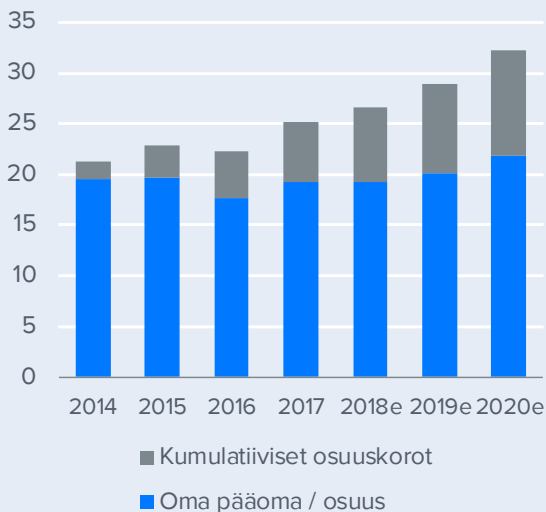


# KPY:n portfolio

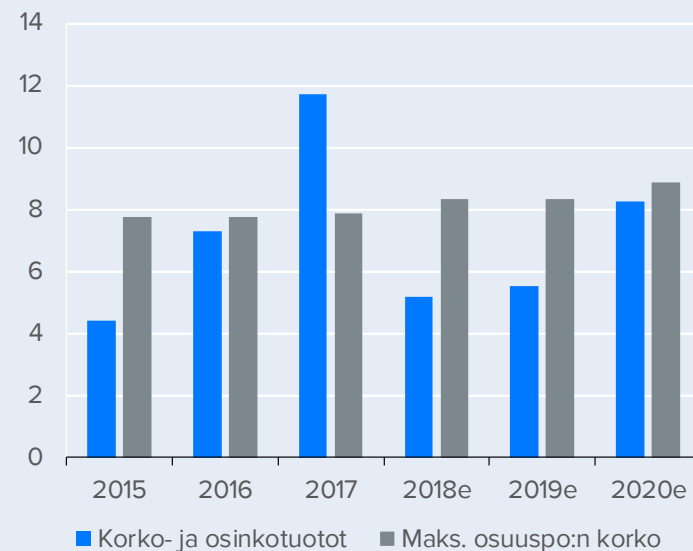
	Enfo	Voimatel	Vetrea	Kiinteistöt
Avainluvut (2017)	Liikevaihto 133 MEUR Käyttökate 3,9 MEUR Liikevoitto -5,1 MEUR	Liikevaihto 114 MEUR Käyttökate 3,6 MEUR Liikevoitto 1,8 MEUR	Liikevaihto 35 MEUR Käyttökate 1,0 MEUR Liikevoitto -0,4 MEUR	Omistusten käyvät arvot Lentokapteeni 9 MEUR Technopolis Kuopio Oy 51 MEUR
Sijoitusprofiili	Uusi strategia keskittyy asiakaskumppanuuksiin ja kannattavuuden nostamiseen	Pienten marginaalien palveluliiketoimintaa, mahdollisuus hyötyä teknologiamuutoksesta	Käänneyhtiö murrosvaiheessa olevalla kasvavalla ja defensiivisellä toimialalla	Tasainen vuokratuotto alhaisella riskillä
Arvo ja osuus sijoituksista	33 MEUR 	35 MEUR 	23 MEUR 	60 MEUR 
Arvonkehitys				
Arvoajurit	Pilvistrategian menestys, kannattavuuden parantuminen ja orgaanisen kasvun kiihtyminen	Fokus asiantuntijapalveluihin; sähkö- ja tietoverkkojen yhdentymisen kasvumahdollisuudet	Strategian toteutuksen ja sote-uudistuksen eteneminen, kasvu valituilla alueilla	Tasainen tulovirta, laajentuminen Technopoliksen kanssa

# KPY sijoituskohteena

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



Rahavirta ja osuuskorko (MEUR)



MCAP  
**128**  
MEUR

Yritysarvo (EV)  
**68**  
MEUR

EV/L-vaihto  
**0,2x**  
2018e

EV/EBITDA  
**4,4x**  
2018e

## Arvoajurit

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

## Riskitekijät

- Keskeisten kohdeyhtiöiden jääminen tulostavoitteista
- Sijoitusten melko vähäinen hajautus, Technopolis Kuopio iso vaikkakin vähäriskinen keskittymä
- Uusien hyvien kohteiden puute

## Arvostus

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

\* Osuuden arvo 23,0 EUR

# Arvonmäärityksen yhteenveto (1/2)

Sijoitusryhmät	Sijoituksen arvo	Jakauma (%)
Yrityssijoitukset	101	58 %
Kiinteistöt*)	60	35 %
Finanssisijoitukset**)	12	7 %
<b>Yhteensä</b>	<b>172</b>	<b>100 %</b>

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

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

## KPY:n markkina-arvo

**Omistusten arvo** 172,4 MEUR

KPY:n ja KPY Sijoituksen nettovelat -24,0 MEUR

Emon kulujen eliminointi 14,8 MEUR

**KPY:n markkina-arvo** 181,6 MEUR

Osuuksien määrä 5,5 Milj. kpl

**Osuuden laskennallinen arvo** 32,74 EUR

Sijoitusyhtiöalennus 20 %

**Näkemyksemme osuuden arvosta** 26,19 EUR

Lähde: Inderes

## Osuuskunta KPY:n kulujen eliminointi

Tilikauden 2017 kulut 2,1 MEUR

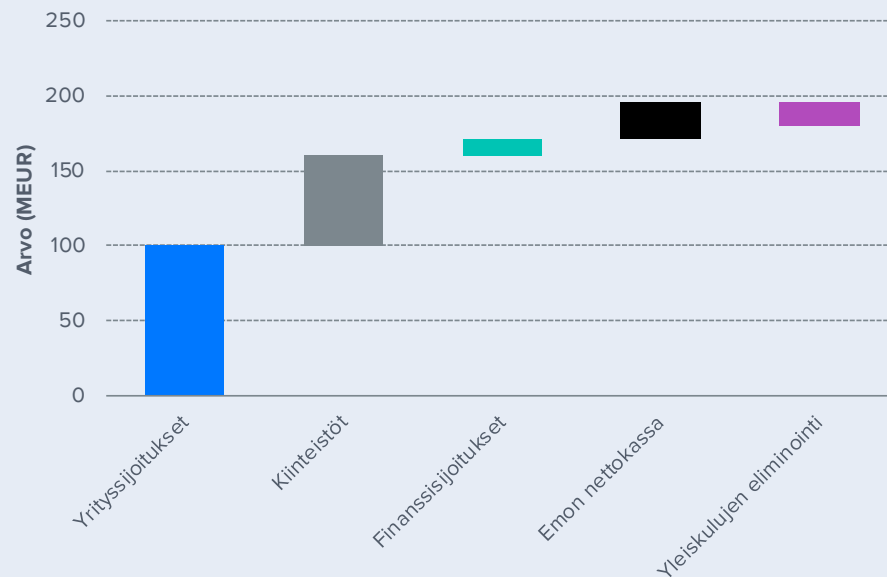
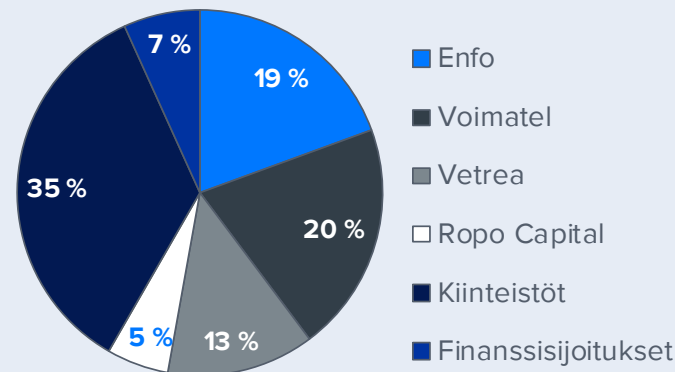
Kulujen kasvu (%) 1,0 %

Käytetty WACC 8,4 %

Kulujen summa (10 vuotta) 14,8 MEUR

Lähde: Inderes

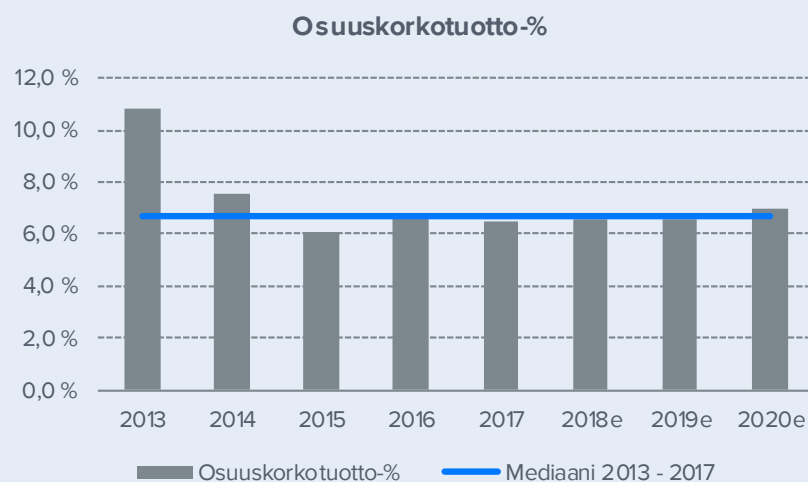
## Sijoitusten arvon jakautuminen



# Arvonmäärityksen yhteenveto (2/2)

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi*	24,0	22,6	23,0	21,0	22,0	23,0	23,0	23,0
Markkina-arvo	133	125	128	117	122	128	128	128
Yritysarvo (EV)	151	150	79	95	79	68	61	47
P/E (oik.)	1,6	12,2	12,8	neg.	7,0	17,2	9,8	7,1
P/E	1,9	neg.		neg.	7,8	17,2	9,8	7,1
P/Kassavirta	3,6	13,4	3,0	-6,2	48,5	8,9	10,6	6,8
P/B	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1
P/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	5,3	5,2	4,2	11,9	15,1	4,4	2,9	1,6
EV/EBIT	9,8	10,8	19,9	neg.	neg.	18,7	5,3	2,6
Osuuskorko/tulos (%)	20,4 %	-551,3 %	78,1 %	-201,9 %	50,1 %	111,9 %	63,8 %	49,6 %
Osuuskorkotuotto-%	10,8 %	7,5 %	6,1 %	6,7 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	7,0 %

Lähde: Inderes, paitsi kurssidata Privanet. \* Kurssitasoa on vaikea määrittää heikon likviditeetin tasoa (alhainen volyymi ja monesti laaja spread). Yritysarvoa (EV) alentaa osakkuusyhtiöomistusten (Technopolis Kuopio ja Ropo Capital) vähentäminen korkeista nettoveloista, sillä ne tulkitaan likvideiksi varoiksi.





# Sijoitusten ja portfolion riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



Yhdistetty portfolio

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 prosenttiero. 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 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 Oy

**Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018**



**2015, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus

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 analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

[twitter.com/inderes](https://twitter.com/inderes)

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)