

**KPY**

**Yhtiöpäivitys, tiivistelmä**

**11/2019**

**inde  
res.**

# KPY

## Kuopiolainen pitkän tähtäimen sijoitusyhtiö

KPY on osuuskuntamuotoinen kuopiolainen pitkän tähtäimen omistaja ja sijoittaja. Tehtyjen sijoitusten (osakesijoitukset ja pääomalinat) yhteenlaskettu kirjanpitoarvo Osuuskunta KPY:n taseessa on marraskuussa 2019 arviolta 120 miljoonaa euroa. KPY:llä on noin 20.000 osuudenomistajaa ja osuuksilla käydään kauppaa Privanetin listaamattomien yhtiöiden markkinapaikalla. Tämä raportti on kiinteistösijoituksiin keskittyvä päivitys kevään 2019 arvonmääritysraporttiin KPY:stä.

## Tähtäimessä vakaat yritykset, joissa mahdollisuus tuottaa lisäarvoa

KPY:n strategiana on tehdä enemmistö- ja vähemmistö-sijoituksia riittävän kokosiin, vakailla tai kasvavilla toimialoilla toimiviin yrityksiin, joilla on kyvykäs organisaatio, houkutteleva markkina-asema sekä selvä fokus arvonluontiin 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. Heikkoutena on kunnollisen hajautus- ja toisaalta kohdeyrityskohtaisen irtautumisstrategian puute.

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 kokonaan omistettu kiinteistöyhtiö KPY Novapolis Oy.

## 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. Viime vuosina pelkkä osuuskorko on merkinnyt 6-7 %:n efektiivistä tuottoa osuudenomistajille. Osuuskorkotuoton säilyminen tällä tasolla pidemmällä aikavälillä edellyttää tulostason parantumista etenkin Enfossa ja Voimatelissa, sillä KPY:n tapana on ollut rahoittaa oman osuuskoron maksu kohdeyrityksistä saatavilla osinko- ja korkotuotoilla. Edellytykset vaadittavaan tulosparannukseen ovat kohtuulliset, vaikka riskitaso onkin nyt koholla. Ennusteissamme KPY kykenee jatkamaan mainittuun tuottotasoon riittävää osuuskoron maksua, mutta kohdeyrityksien arvonnousu edellyttää kuitenkin näyttöjä positiivisesta tuloskehityksestä.

## Arvonmäärityksemme KPY:n osuudelle 28 euroa

Ennusteamme KPY-konsernille on johdannainen ennusteistamme konsernin suurimmille sijoituskohteille (Enfo, Voimatel, Vetrea ja KPY Novapolis), mutta KPY:n osuuden arvonmääritykseen konsolidoidut luvut eivät ole keskeisiä vaan osien summa -analyysi. KPY:n tapauksessa arvo muodostuu sijoituskohteiden yhteenlasketusta arvosta vähennettynä emoyhteisön nettovelvoilla ja operatiivisilla kuluilla sekä sijoitusyhtiöalennuksella. Em. perusteilla asetamme KPY:n osuuden arvoksi nyt 28,0 euroa.

## Analyttikot

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



## Arvonmääritys ja kurssipotentiali

**28,0 EUR**

Inderesin näkemys osuuden arvosta

**24,2 EUR**

Päätöskurssi Privanetissä 4.11.2019

**+16 %**

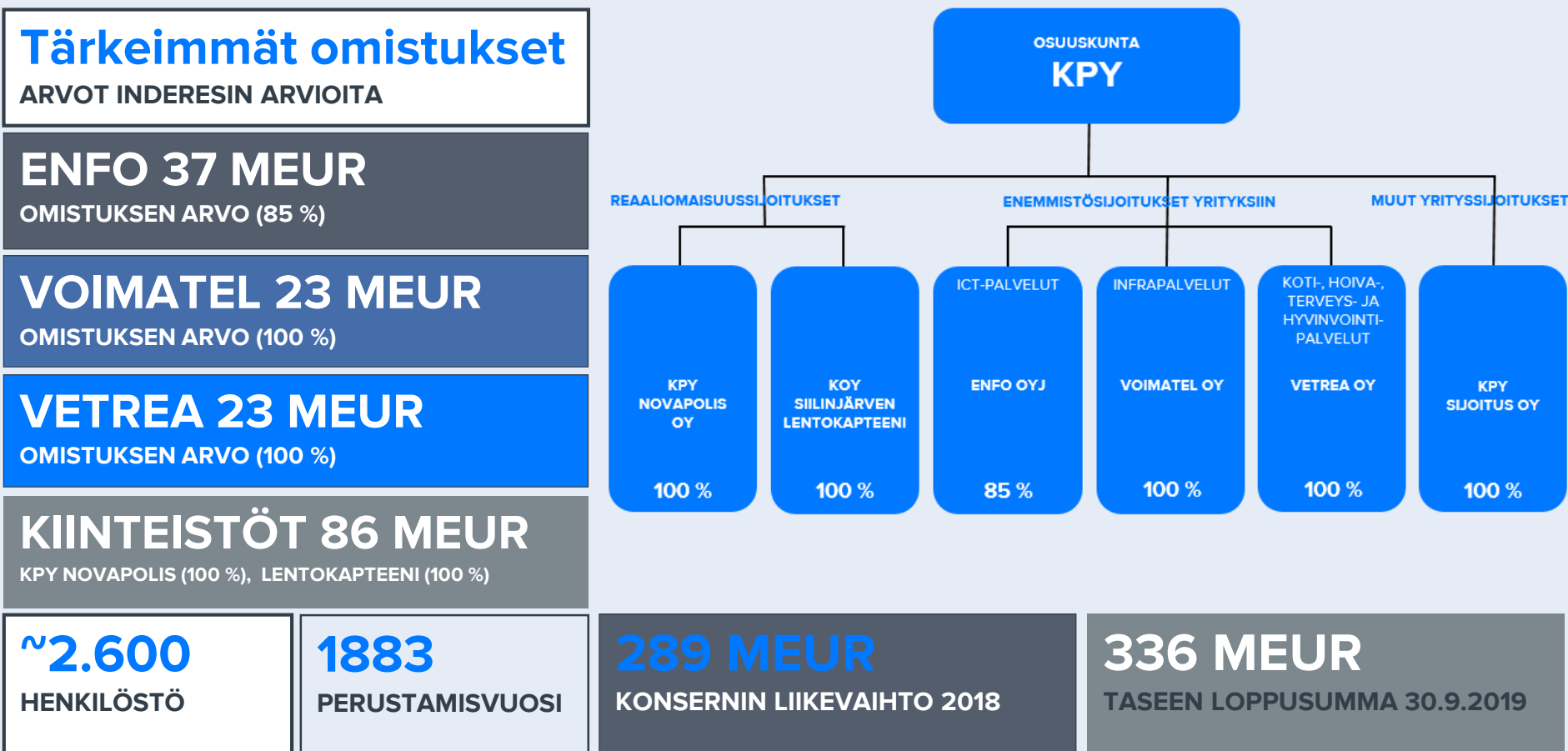
Kurssipotentiali

## KPY:n sijoitusten arvo 11/2019, MEUR

Sijoitusryhmät	Sijoituksen arvo	Jakauma (%)
Yrityssijoitukset	97	53 %
Reaaliomaisuussijoitukset	86	47 %
<b>Yhteensä</b>	<b>183</b>	<b>100 %</b>

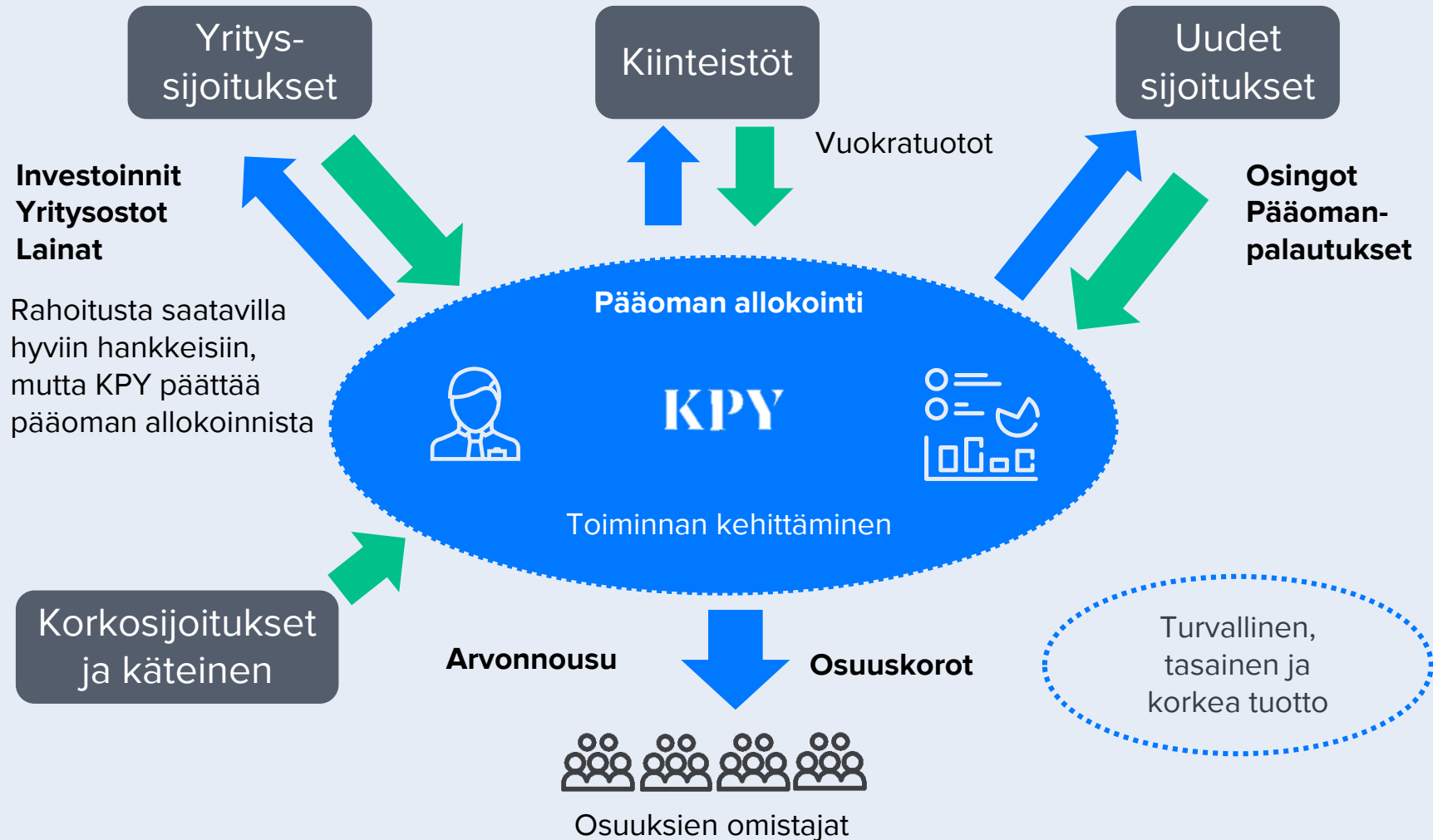
# KPY-konsernin rakenne

KPY-konsernin ytimen muodostavat emoyhtiö Osuuskunta KPY:n lisäksi omistukset Enfossa, Voimatelissa, Vetreassa ja kiinteistöissä (KPY Novapolis Oy ja Kiinteistö Oy Siilinjärven Lentokapteeni). Lisäksi KPY:llä on pörssiosakesijoituksia. Osuuskunta KPY on noteerattu Privanetin kauppapaikalla.

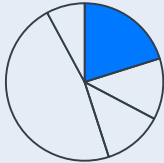

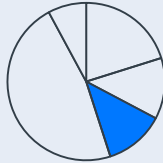
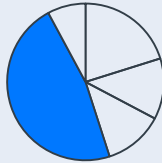






Lähde: Inderes, KPY

# Liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



# KPY:n portfolio marraskuussa 2019 (1/2)

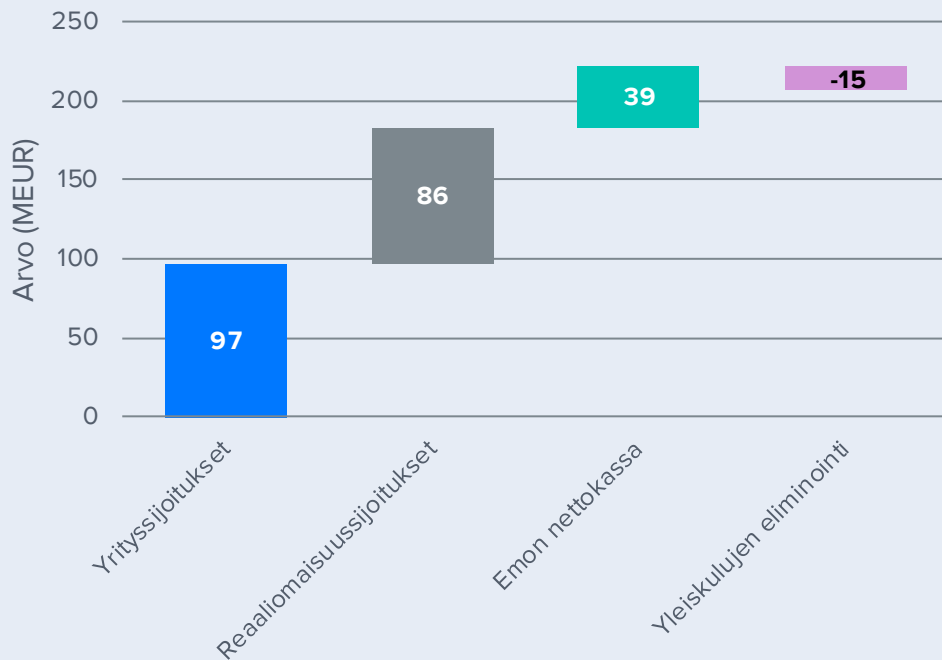
	Enfo	Voimatel	Vetrea	Kiinteistöt
Avainluvut (2018)	Liikevaihto 126 MEUR Käyttökate 3,8 MEUR Liikevoitto -2,5 MEUR	Liikevaihto 125 MEUR Käyttökate 0,7 MEUR Liikevoitto -1,5 MEUR	Liikevaihto 39 MEUR Käyttökate 1,6 MEUR Liikevoitto 0,1 MEUR	Omistusten käyvät arvot KPY Novapolis 77 MEUR Lentokapteeni 9 MEUR
Sijoitusprofiili	Uusi strategia keskittyy asiakaskumppanuuksiin ja kannattavuuden nostamiseen	Tiukasti kilpailtua pienten marginaalien palveluliiketoimintaa, mahdollisuus hyötyä teknologiamurroksesta	Käänneyhtiö murrosvaiheessa olevalla kasvavalla ja defensiivisellä toimialalla	Tasainen vuokratuotto alhaisella riskillä
Arvo ja osuus sijoituksista	37 MEUR	23 MEUR	23 MEUR	86 MEUR
Arvonkehitys				
Arvoajurit				
Arvoajurit	Pilvistrategian menestys ja kannattavuusparannuksen onnistuminen	Huonokatteisten sopimusten päättymisen, ERP-projektin onnistuminen	Kannattavuuden nosto nykyiseltä matalalta tasolta, kasvu valituilla alueilla (erit. VetreaElo)	Tasainen tulovirta, Novapolisilla menossa useampia laajentumishankkeita

# KPY:n portfolio marraskuussa 2019 (2/2)

Sijoitusryhmät	Sijoituksen arvo	Jakauma (%)
Enemmistösjoiotukset yrityksiin	82	45 %
Muut yrityssijoitukset *)	14	8 %
Reaaliomaisuussijoitukset **)	86	47 %
<b>Yhteensä</b>	<b>183</b>	<b>100 %</b>

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

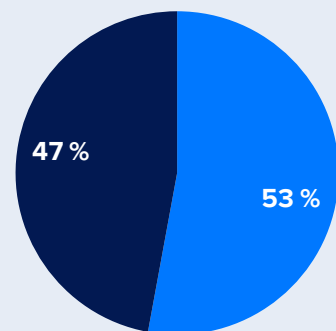
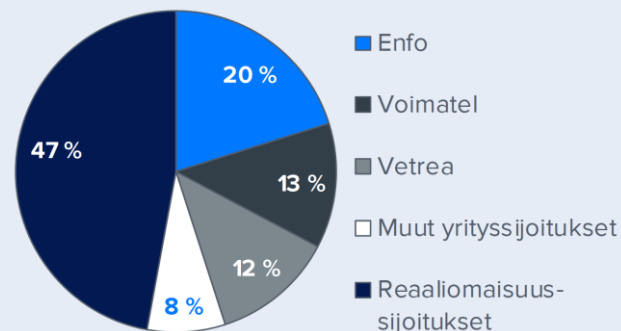
\*\*\*) Sisältää KPY Novapolisin ja Koy Siilinjärven Lentokapteenin



Lähde: Inderes

Enemmistösjoiotukset (MEUR)	Omistus-%	Sijoitusten arvo	Jakauma (%)
Enfo	85 %	37	45 %
Voimatel	100 %	23	28 %
Vetrea	100 %	23	27 %
<b>Yhteensä</b>		<b>82</b>	<b>100 %</b>

Sijoitusten arvon jakautuminen



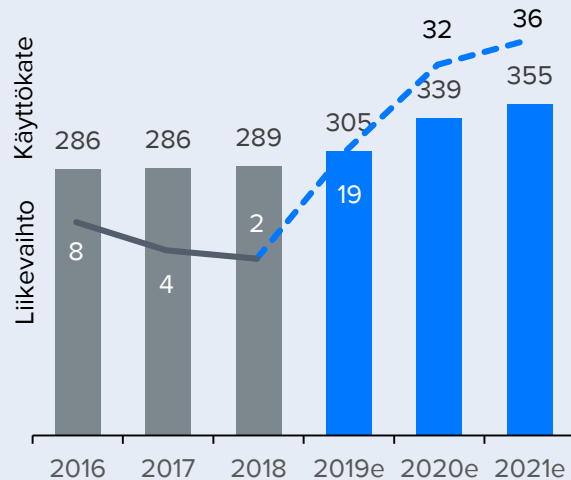
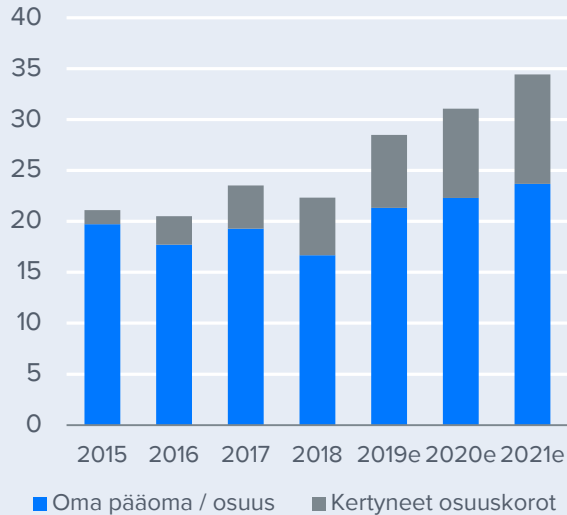
■ Yrityssijoitukset  
■ Reaaliomaisuussijoitukset

## KPY:n tavoiteallokaatiot

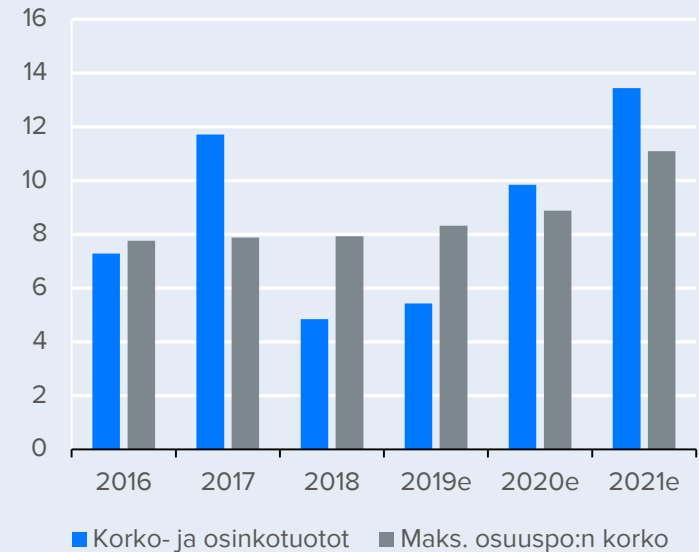
- Yrityssijoitukset 20-50 %
- Reaaliomaisuussijoitukset 40-60 %
- Korkosijoitukset ja käteinen 0-10 %

# KPY sijoituskohteena

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



## Rahavirta ja osuuskorko (MEUR)



\* Osuuden arvo 24,2 EUR



### Arvoajurit

- Murrosvaiheen hallinta nykyisissä kohdeyhtiöissä
- Sijoitusstrategian lisäselkeyttäminen
- Onnistuminen uusien sijoituskohteiden löytämisessä
- Taseen piiloarvon viestiminen sijoittajille
- Kohoava osuuspääoman korko



### Riskitekijät

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



### Arvostus

- Määrittöy osien summan arvon sekä sijoitusyhtiöalennuksen mukaan
- Arvonnousu edellyttää näyttöjä kohdeyhtiöiden paranevasta tuloskehityksestä
- Tasainen tai kohoava osuuspääoman korko tukee arvostusta
- Menestys irtautumisissa ratkaisevaa tulevina vuosina

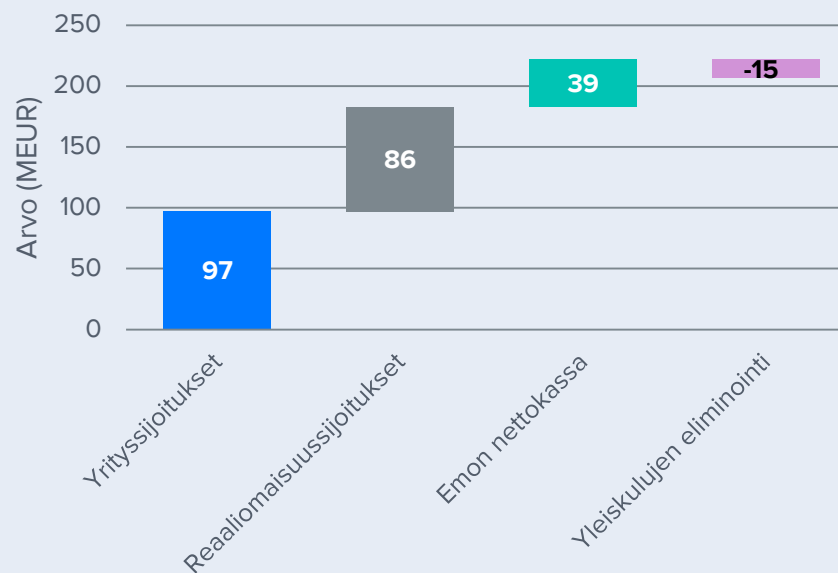
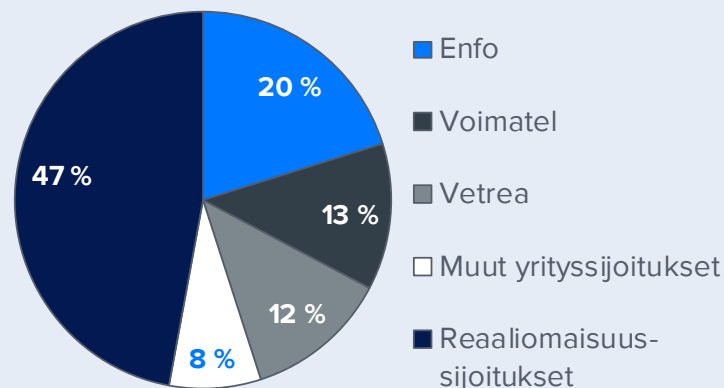
# Arvonmäärityksen yhteenveto (1/2)

Sijoitusryhmät	Sijoituksen arvo	Jakauma (%)
Yrityssijoitukset	97	53 %
Reaaliomaisuussijoitukset *)	86	47 %
<b>Yhteensä</b>	<b>183</b>	<b>100 %</b>

\*) Sisältää KPY Novapolisin ja Koy Siilinjärven Lentokapteenin

KPY:n markkina-arvo	
<b>Omistusten arvo</b>	<b>183 MEUR</b>
KPY:n ja KPY Sijoituksen nettovelat	-39 MEUR
Emon kulujen eliminointi	15 MEUR
<b>KPY:n markkina-arvo</b>	<b>207 MEUR</b>
Osuuksien määrä	5,5 Milj. kpl
<b>Osuuden laskennallinen arvo</b>	<b>37,4 EUR</b>
Sijoitusyhtiöalennus	20 %
<b>Näkemyksemme osuuden arvosta</b>	<b>29,9 EUR</b>
<i>Lähde: Inderes</i>	
Osuuskunta KPY:n kulujen eliminointi	
Tilikauden 2018 kulut	2,1 MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,0 %
Käytetty WACC	8,4 %
Kulujen summa (10 vuotta)	14,8 MEUR
<i>Lähde: Inderes</i>	

Sijoitusten arvon jakautuminen

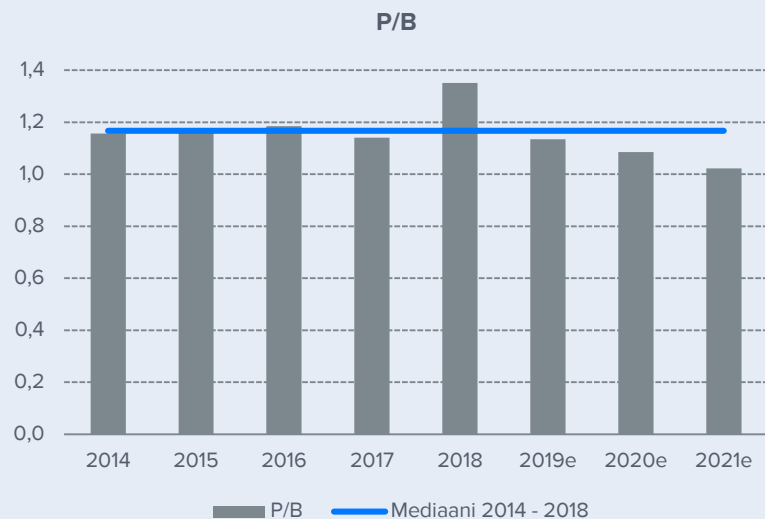




# Arvonmäärityksen yhteenveto (2/2)

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi*	22,6	23,0	21,0	22,0	22,6	24,2	24,2	24,2
Markkina-arvo	125	128	117	122	125	134	134	134
Yritysarvo (EV)	150	79	95	79	87	188	180	170
P/E (oik.)	12,2	12,8	neg.	7,0	neg.	18,7	9,8	8,1
P/E	neg.	12,8	neg.	7,8	neg.	4,0	9,8	8,1
P/Kassavirta	13,4	3,0	-6,2	304,3	-31,0	-1,4	7,2	6,5
P/B	1,2	1,2	1,2	1,1	1,4	1,1	1,1	1,0
P/S	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,2	4,2	11,9	15,1	37,8	9,9	5,6	4,7
EV/EBIT	10,8	19,9	neg.	neg.	neg.	28,3	9,4	7,4
Osuuskorko/tulos (%)	-551,3 %	78,1 %	-201,9 %	50,1 %	-96,9 %	24,7 %	65,0 %	67,3 %
Osuuskorkotuotto-%	7,5 %	6,1 %	6,7 %	6,5 %	6,3 %	6,2 %	6,6 %	8,3 %

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

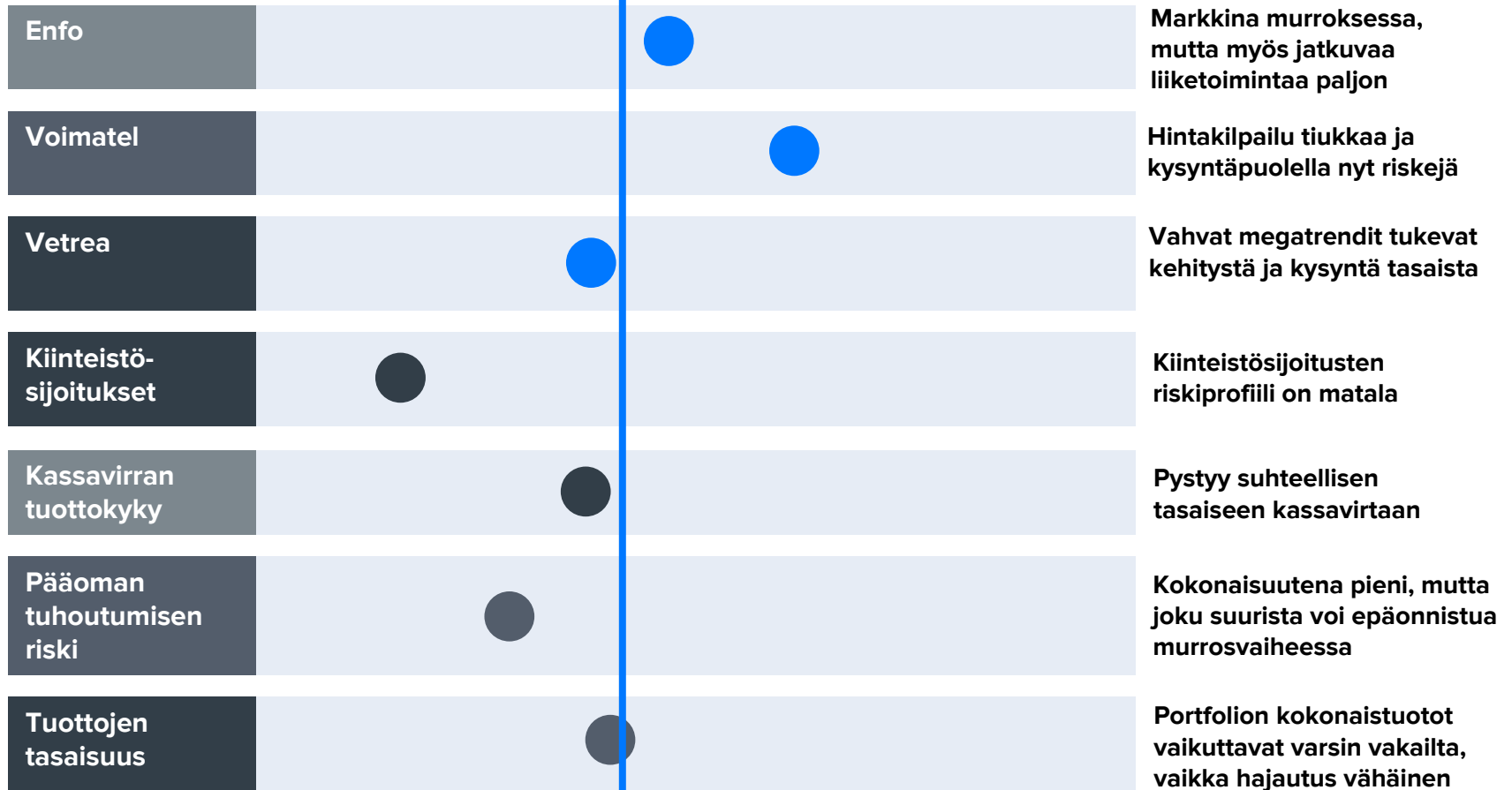


# Sijoitusten ja portfolion riskiprofiili

## 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 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 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 yhtiössä. 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](http://www.inderes.fi)