

KPY

Laaja raportti, tiivistelmä

5/2020

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 maaliskuussa 2020 noin 125 miljoonaa euroa. KPY:llä on noin 20.000 osuudenomistajaa ja osuuksilla käydään kauppaa Privanetin listaamattomien yhtiöiden markkinapaikalla.

Tähtäimessä vakaat yritykset, joissa mahdollisuus tuottaa lisäarvoa

KPY:n strategiana on tehdä enemmistö- ja vähemmistö-sijoituksia riittävän kokoisiin, vakaille 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. Heikkoutena on kunnollisen hajautus- ja toisaalta kohdeyrityskohtaisen irtautumisstrategian puute.

Sijoitussalkun ytimen muodostavat tällä hetkellä 87 %: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. Aiempina vuosina pelkkä osuuskorko on merkinnyt 6-7 %:n efektivistä tuottoa osuudenomistajille, mutta vuoden 2019 osuuskorkotuotto laski selvästi koronapandemian aiheuttaman taloudellisen epävarmuuden vuoksi. Osuuskorkotuoton säilyminen yli 5 %:n tasolla pidemmällä aikavälillä edellyttää tulostason parantumista etenkin Enfossa ja Voimatelissa, sillä KPY:n tapana on ollut rahoittaa oman osuuskoron maksu pääosin kohdeyhtiöistä saatavilla osinko- ja korkotuotoilla. Edellytykset vaadittavaan tulosparannukseen ovat kohtuulliset, vaikka riskitaso onkin nyt koholla. Ennusteissamme KPY:n osuuskorkotuotto vuosilta 2020-2021 on 5 %:n tuntumassa, mutta kohoo tämän jälkeen entisille tasoilleen. Kohdeyhtiöiden arvonnousu edellyttää kuitenkin näyttöjä positiivisesta tuloskehityksestä.

Arvonnäärityksemme KPY:n osuudelle 25 euroa

Ennusteemme KPY-konsernille on johdannainen ennusteistamme konsernin suurimmille sijoituskohteille (Enfo, Voimatel, Vetrea ja KPY Novapolis), mutta KPY:n osuuden arvonnääritykseen konsolidoidut luvut eivät ole keskeisiä vaan osien summa -analyysi. KPY:n tapauksessa arvo muodostuu sijoituskohteiden yhteenlasketusta arvosta vähennettynä emoyhteisön nettoveloilla ja operatiivisilla kuluilla sekä sijoitusyhtiöalennuksella. Em. perusteilla asetamme KPY:n osuuden arvoksi nyt 25,0 euroa.

Analytikot



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

Arvonnääritys ja kurssipotentiali

25,0 EUR

Inderesin näkemys osuuden arvosta

21,85 EUR

Päätöskurssi Privanetissä 19.5.2020

+14 %

Kurssipotentiali

KPY:n sijoitusten arvo 5/2020, MEUR

Sijoitusryhmät	Sijoituksen arvo	Jakauma (%)
Yrityssijoitukset	68	43 %
Kiinteistö-sijoitukset	90	57 %
Yhteensä	157	100 %

KPY-konserni lyhyesti

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.

1883

Perustamisvuosi

284 MEUR / 343 MEUR

Konsernin liikevaihto / taseen loppusumma 2019

2731

Henkilöstö vuoden 2019 lopussa

Enfo 31 MEUR

Omistuksen arvo* (87 %)

Voimatel 17 MEUR

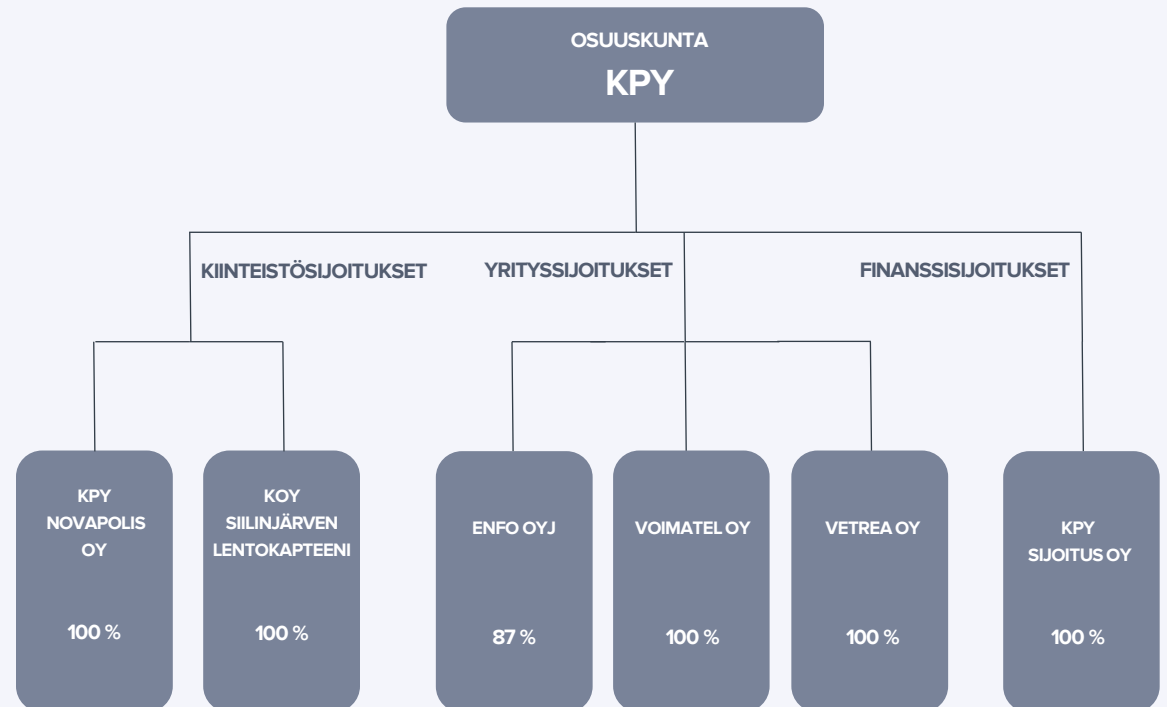
Omistuksen arvo* (100 %)

Vetrea 18 MEUR

Omistuksen arvo* (100 %)

Kiinteistöt 90 MEUR

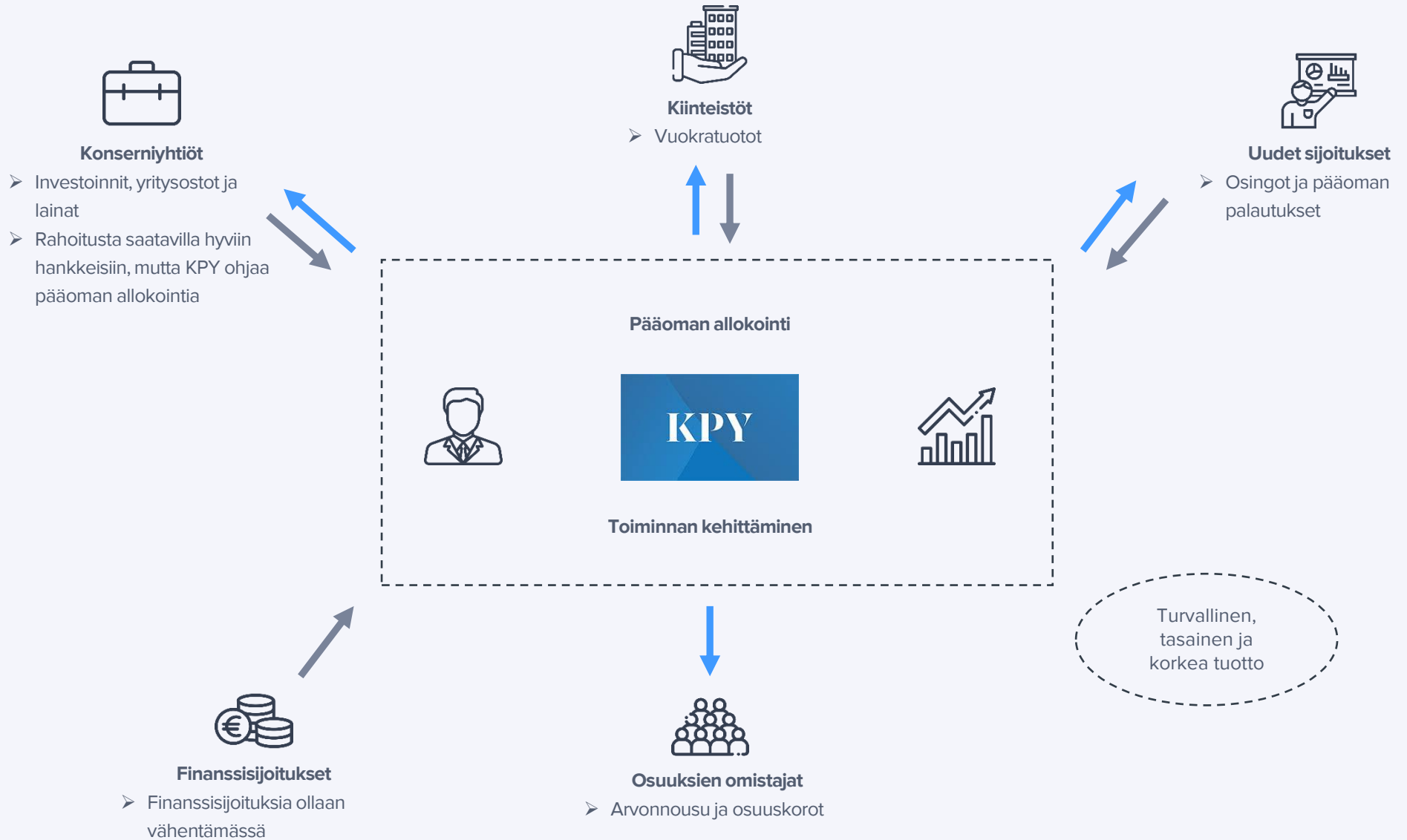
Omistuksen arvo* (KPY Novapolis ja Siilinjärven Lentokapteeni 100 %)



* Inderesin arvio tärkeimpien omistusten arvosta

Lähde: Inderes, KPY

Liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



KPY:n portfolio toukokuussa 2020 1/2

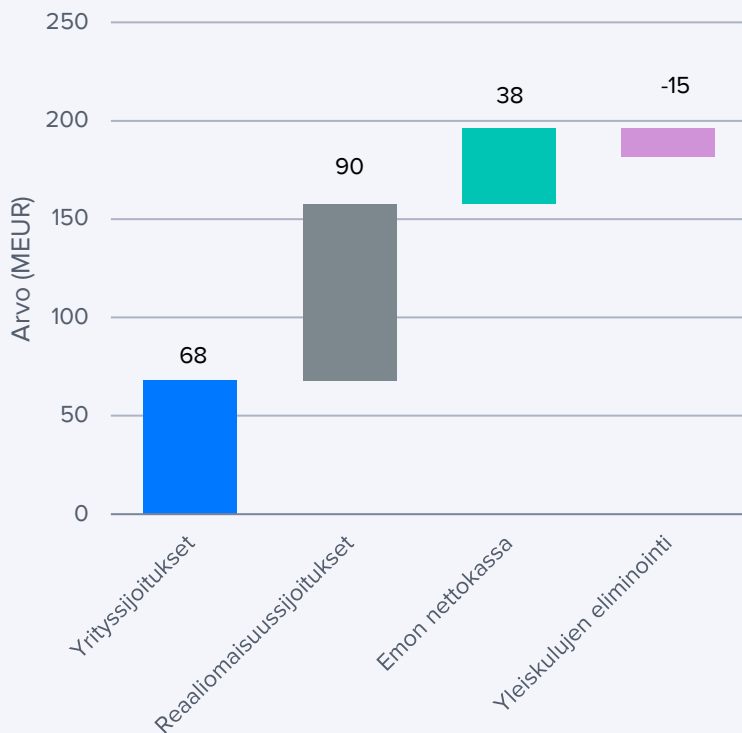
	Enfo	Voimatel	Vetrea	Kiinteistöt
Avainluvut (2019)	Liikevaihto 122 MEUR Käyttökate 9,5 MEUR Liikevoitto 1,4 MEUR	Liikevaihto 114 MEUR Käyttökate -3,3 MEUR Liikevoitto -4,0 MEUR	Liikevaihto 44 MEUR Käyttökate 1,9 MEUR Liikevoitto 0,2 MEUR	Omistusten käyvät arvot KPY Novapolis 83 MEUR Lentokapteeni 7 MEUR
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	31 MEUR 	17 MEUR 	18 MEUR 	90 MEUR 
Arvonkehitys				
Arvoajurit	Pilvistrategian menestys ja kannattavuuden parantamisessa onnistuminen	Huonokatteisten sopimusten päättyminen, operatiivisen toiminnan tehostamisen onnistuminen	Kannattavuuden nosto nykyiseltä tasolta ja kasvu valituilla alueilla (erit. VetreaElo)	Tasainen tulovirta, Novapolisilla menossa useampia laajentumishankkeita

KPY:n portfolio toukokuussa 2020 2/2

Sijoitusryhmät	Jakauma (%)	Sijoitusten arvo
Enemmistösisjoitukset yrityksiin	42 %	65
Muut yrityssijoitukset *)	1 %	2
Reaaliomaisuussijoitukset **)	57 %	90
Yhteensä	100 %	157

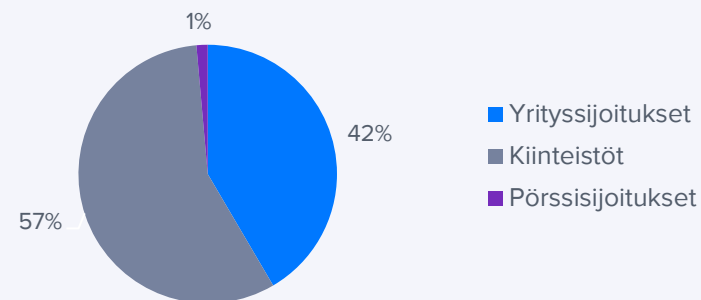
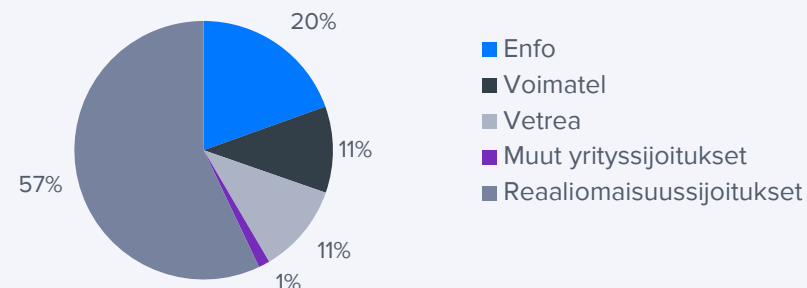
*) Sisältää KPY Sijoitus Oy:n ja KPY:n sijoitukset.

***) Sisältää KPY Novapolisin ja Koy Siilinjärven Lentokapteenin



Enemmistösisjoitukset (MEUR)	Omistus-%	Sijoitusten arvo	Jakauma (%)
Enfo	87 %	31	47 %
Voimatel	100 %	17	26 %
Vetrea	100 %	18	27 %
Yhteensä		65	100 %

Sijoitusten arvon jakautuminen

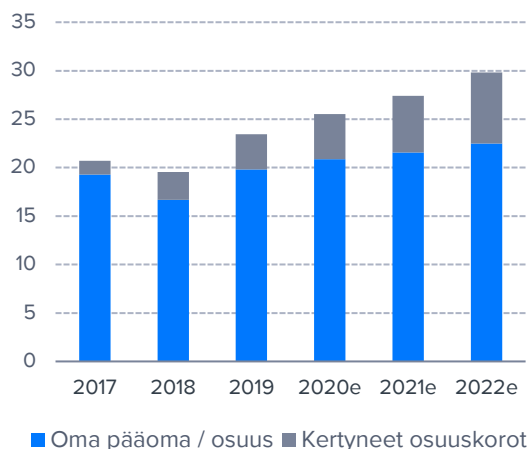


KPY:n tavoiteallokaatiot

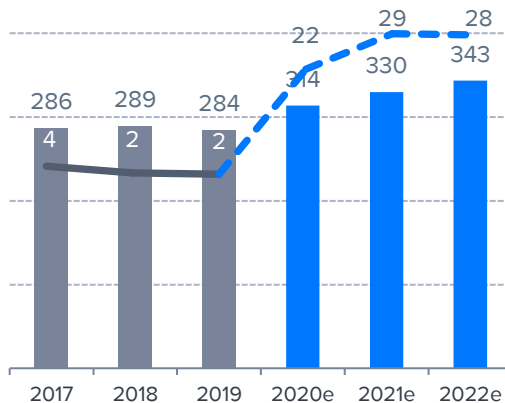
- Yrityssijoitukset 20-50 %
- Reaaliomaisuussijoitukset 40-60 %
- Korkosijoitukset ja käteinen 0-10 %

KPY sijoituskohteena

Osuuskorot ja oma pääoma (€/osuus)

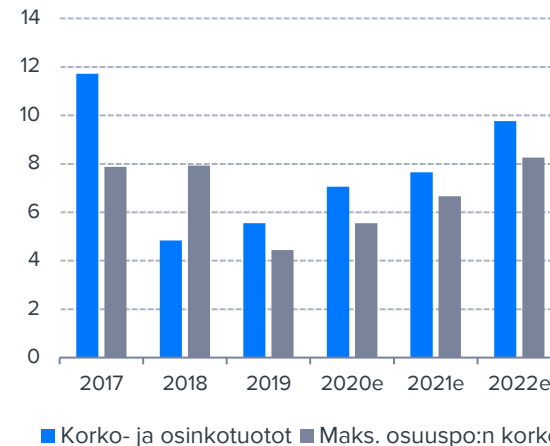


Liikevaihto ja käyttökate *) (MEUR)



*) Käyttökateluvut ovat Inderesin arvioita ja indikaatiivisia, sillä kohdeyhtiöiden raportointikäytännöt vaihtelevat (IFRS / FAS)

Rahavirta ja osuuskorko (MEUR)



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Koronapandemian pitkittynyt kesto ja keskeisten kohdeyhtiöiden jääminen tulostavoitteista
- Sijoitusten melko vähäinen hajautus, KPY Novapolis iso vaikkakin vähäriskinen keskittymä
- Uusien hyvien kohteiden puute

Arvostus

- Määrittynyt osien summa -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 (%)
Enemmistösjoiutukset yrityksiin	65	42 %
Muut yrityssjoiutukset *)	2	1 %
Reaaliomaisuussjoiutukset **)	90	57 %
Yhteensä	157	100 %

*) Sisältää KPY Sijoitus Oy:n ja KPY:n sjoitukset.

**) Sisältää KPY Novapolisin ja Koy Siilinjärven Lentokapteenin

KPY:n markkina-arvo

Omistusten arvo	157 MEUR
KPY:n ja KPY Sijoituksen nettovelat	-38 MEUR
Emon kulujen eliminointi	15 MEUR

KPY:n markkina-arvo	181 MEUR
Osuuksien määrä	5,5 Milj. kpl
Osuuden laskennallinen arvo	32,6 EUR
Sijoitusyhtiöalennus	20 %
Näkemyksemme osuuden arvosta	26,1 EUR

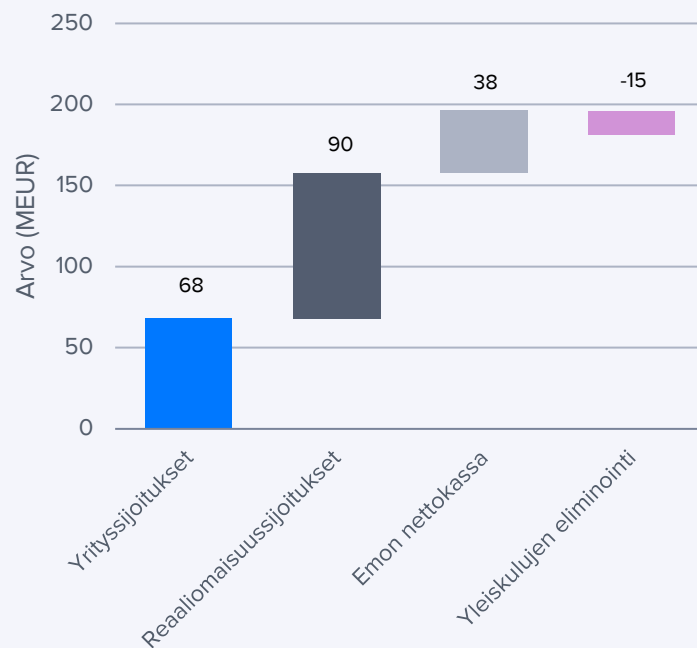
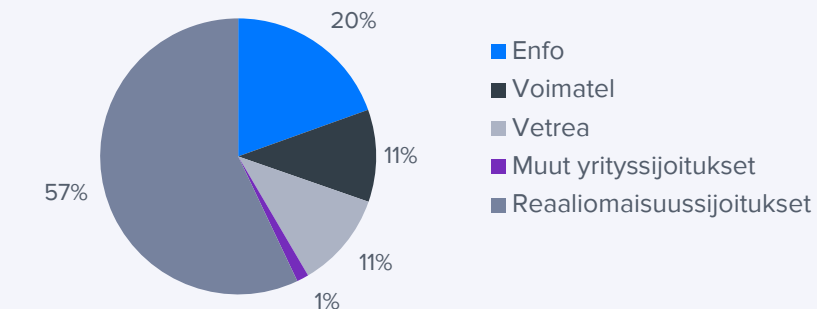
Lähde: Inderes

Osuuskunta KPY:n kulujen eliminointi

Tilikauden 2019 kulut	2,1 MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,0 %
Käytetty WACC	8,4 %
Kulujen summa (10 vuotta)	14,6 MEUR

Lähde: Inderes

Sjoitusten arvon jakautuminen

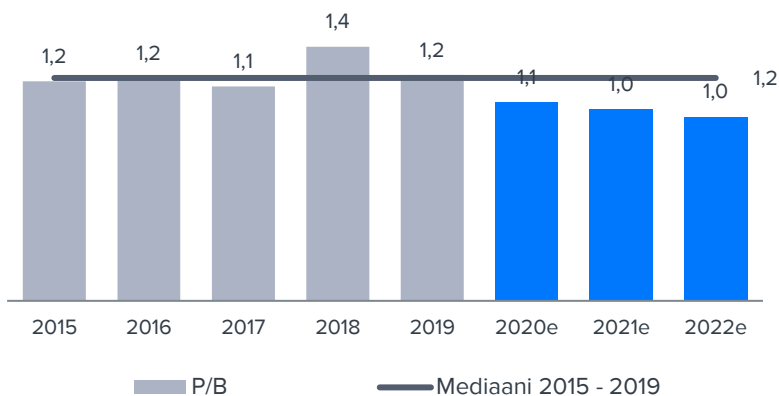


Arvonmäärityksen yhteenveto 2/2

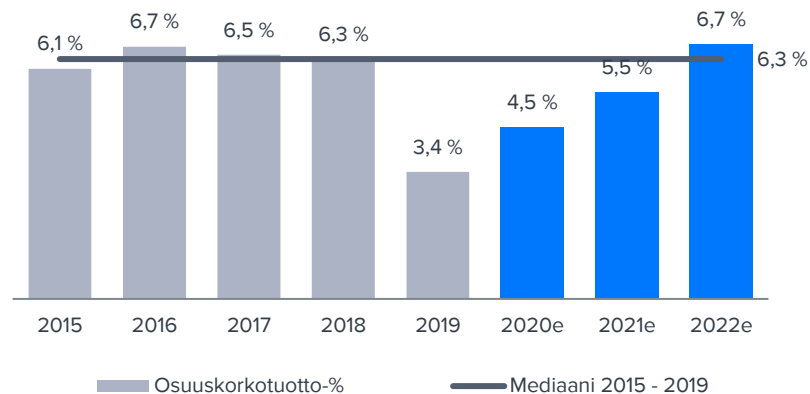
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Osuustodistuksen kurssi *)	23,0	21,0	22,0	22,6	23,8	22,0	22,0	22,0
Osuustodistuksia, milj. kpl	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55
Markkina-arvo	128	117	122	125	132	122	122	122
Yritysarvo (EV)	79	95	79	87	238	185	178	171
P/E (oik.)	12,8	neg.	7,0	neg.	5,4	51,6	13,2	10,3
P/E	12,8	neg.	7,8	neg.	5,4	11,8	13,2	10,3
P/Kassavirta	3,0	neg.	>100	neg.	neg.	2,9	8,7	8,5
P/B	1,2	1,2	1,1	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0
P/S	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,3	0,3	0,8	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	4,2	11,9	22,0	37,8	>100	8,6	6,2	6,0
EV/EBIT (oik.)	19,9	neg.	neg.	neg.	neg.	35,2	13,7	10,5
Osinko/tulos (%)	78,1%	neg.	50,1%	neg.	18,0 %	53,4 %	71,8 %	69,5 %
Osuuskorkotuotto-%	6,1%	6,7 %	6,5 %	6,3 %	3,4 %	4,5 %	5,5 %	6,7 %

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



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 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/>

**Analyysi kuuluu
kaikille.**