



K2 LT -TUNTEMATON TIMANTTI

ANALYYSI

K2 LT on Nasdaq Baltic First North markkinapaikalle listattu krematorio operaattori. Tekemäni analyysin pohjalta yhtiö hinnoitellaan noin 40% alennuksella suhteessa liiketoiminnan todelliseen arvoon. Parhaan arvioni mukaan yhtiön osake tarjoaa lähivuosille 20%-25% tuotto-odotuksen.

Johannes Kuusisto

BSIPartners

K2 LT -Yleisesti

K2 LT on Liettuan johtava tuhkauspalveluja tarjoava yhtiö. Yhtiön tuotevalikoimaan kuuluu myös muita hautaamiseen liittyviä tuotteita ja palveluita, kuten urnat ja arkut. Yhtiön asiakaskunta muodostuu yksittäisistä hautaustoimistoista, joiden kanssa K2 LT on sopinut tuhkauspalvelujen tuottamisesta. Pähkinän kuorossa yhtiön bisnes toimii niin, että hautaustoimistot tuovat vainajan yhtiön krematorioon, jossa vainaja tuhkataan, tuhka käsitellään ja si-joitetaan urnaan, jonka jälkeen tuhka toimitetaan perillisille hautausmenojä varten.

K2 LT suoritti viime vuonna 7380 tuhkausta, joka on yli viisi kertaa enemmän kuin ensimmäisenä toimintavuonna 2011, jolloin tuhkattiin 1350 vainajaa. Kaikki tuhkauspalvelut tuotetaan Kedainiain krematoriossa, jossa yhtiöllä on käytössä kaksi linjaa, joiden kokonaiskapasiteetti ylittää 10 000 tuhkaukseen per vuosi. Kedainian krematorio on myös Liettuan ainoa käytössä oleva krematorio. Yhtiö Suunnittelee avaavansa kolmannen linjan vuonna 2022, joka nostaisi kokonaiskapasiteetin 15 000 tuhkaukseen per vuosi.

Viime vuonna K2 LT liikevaihto ylitti ensimmäistä kertaa 2 miljoonan euron rajan. Nopea volyymin kasvu on näkynyt ripeänä liikevaihdon kasvuna. Vuositasolla kasvu vauhti on ollut



Kuva 1 K2 LT KREMATORIO

noin 19% per vuosi vuodesta 2012 lähtien. Vuonna 2020 yhtiön nettotulos ylsi kaikkien aikojen ennätykseen 950 000€, joka vastaa 46% nettotulosmarginaalia.

Markkina

Liettuassa asuu 2,8 miljoonaa ihmistä, joista vuosittain kuolee noin 40 000. Tarkkaa tietoa markkinan koosta, ei ollut saatavilla mutta eri lähteiden mukaan hautajaisiin käytetty rahamäärä vaihtelee noin 700€-3000 € välillä, kun tyypillinen kustannus on noin 1000€ ja 1 500€ välillä. (LRPA, Jorūnė Ramonaitė, *Rekviem. Delfi Artikkeli 10.2018*). Arvioni mukaan Liettuan hautausmarkkina on noin 50 miljoonan euron kokoinen ja se käsittää sekä tuotteiden että palveluiden myynnin. Oman arvioni mukaan tuhkausharkkinan koko on reilu kolme miljoonaa euroa, joka vastaa noin 6% koko markkinasta.

Isossa kuvassa markkinan kasvua ajaa suhteellinen kuolleisuus. (kuolleiden määrä tuhatta asukasta kohden) Liettuassa luku on 14,0 (UN) ja sen odotetaan kasvavan prosentin vuosi vauhdilla. Yhtiön kasvun kannalta oleellisempaa on kuitenkin tuhkausharkkinan suosion kasvu. Siinä missä hautausmarkkinan koko on pysynyt muuttumattomana, K2 LT tuhkausharkkinat ovat keskimäärin kasvaneet 20% per vuosi vuodesta 2011. Hautauspalvelu markkina on erittäin defensiivinen ja BKT kasvu vaikuttaa lähinnä siihen kuinka paljon hautajaisiin käytetään rahaa. Toimialan kausivaihtelut ovat myös erittäin vähäisiä. Kaiken kaikkiaan puhutaan todellisesta niche markkinasta.

Trendit

Trendit ja markkinan rakenne tekevät K2 LT: stä mielenkiintoisen sijoituskohteen. Hautausmarkkina ja sen perinteet ovat historiassa muuttuneet erittäin hitaasti. Sukupolvi toisensa jälkeen on haudattu aina samalla tavalla. Hautausmarkkina ja hautaustavat ovat kuitenkin alkaneet muuttua merkittävästi. Yksi suurimmista muutoksista on tuhkausharkkinan suosion kasvu. Historiassa arkkuhautaus on ollut suosituin tapa haudata edesmenneet. Tuhkausharkkinan suosion kasvu on globaali ilmiö siitä huolimatta, että hautaustavat ovat erittäin paikallisia. Länsimaissa tuhkausharkkinasta on tullut yleisin hautaustapa. Suhteellisen konservatiivisessa maassa Yhdysvalloissa tuhkausharkkinan määrä ylitti ensimmäisen kerran arkkuhautauksen määrän vuonna 2015 ja NFDA (*National Funeral Directors Association*) ennustaa tuhkausharkkinan penetraatioasteen nousevan seuraavan 20-vuoden aikana 80 prosenttiin.

Monissa länsimaissa 80 % penetraatioaste on jo tätä päivää. Suosion kasvu perustuu globaaleihin megatrendeihin, kuten kaupungistumiseen, ekologisuuteen, maallistumiseen ja niin sanottuun smart buying -ilmiöön. Baltiassa ja Itä-Euroopassa tuhkausharkkinan suosio on noussut mutta arkkuhautaus pitää edelleen selvää ykköspaikkaa suosituimpana hautaustapana. Liettuassa 17% kuolleista tuhkausharkkinataan, kun naapurimaissa

Puolassa ja Latviassa vastaavat luvut ovat 17 % ja 24 %. K2 LT kannalta hyvää on se, että globaalit megatrendit ovat myös Liettuassa voimissaan ja on vain ajan kysymys, kun tuhkausharkkinan penetraatioaste saavuttaa 50 %. BERENT Research Balticin vuonna 2020 Liettuassa tekevässä tutkimuksessa 73 % vastaajista piti tuhkausharkkinan sopivana hautaustapana, kun vuonna 2017 vastaava luku oli 46 % ja vuonna 2007 25%. (*DELFI artikkeli 21.5.2020*)

Kaupungistumisen takia suurien kaupunkien hautausmailta alkaa tila loppua. Tuhkausharkkinan on monessa mielessä helppo ratkaisu. Ensinnäkin yhteen arkkuhautaan voidaan haudata 18 uurnaa. Näin ollen sukuhautoja voidaan käyttää huomattavasti pidempään. Kaupungit voivat rakentaa myös uurnalehtoja, tai tuhkan sirottelu alueita, jotka säästävät tilaa. Isojen hautausmaiden ylläpitäminen on myös kallista ja ne vievät tilaa muilta tonttitarpeilta.

Ihmisten asenteet ovat myös muuttuneet, joka näkyy uusina tapoina järjestää hautajaisseremonioita. Esimerkiksi Liettuassa hautajaiset ovat tyypillisesti kestäneet kolme päivää, kun nykyään ne kestävät maksimissaan päivän ja useammin vain muutamia tunteja. Liettuan matla tuhkausharkkinan penetraatioaste voi johtua maan suurimmasta uskonnosta katolilaisuudesta. Katolilaisuudessa on uskottu tuhkausharkkinan ylläpitämisen. Nykyään

katolilaisuus sallii tuhkauksen ja siitä on annettu tarkat ohjeet. Uskonnon rooli ihmisten arjessa on yhä vähäisempi ja täten ihmiset ovat avoimempia uusille palveluille, kuten tuhkauskelle.

Ihmiset ovat myös yhä tarkempia valintojensa ympäristövaikutuksista. Tuhkaus kuluttaa huomattavasti vähemmän luonnonvaroja kuin perinteinen arkkuhautaus. Tuhkaus säästää metsiä ja luonnonkiveä, kun valitaan yksinkertaisempia arkkuja ja pienempiä muistomerkkejä. Arkkuhaudat myös saastuttavat hautausmaiden maaperää ja voivat vaikuttaa paikallisiin vesistöihin, koska ruumiiden käsittelyssä käytetään erilaisia luonnolle haitallisia myrkkyjä.

Smart Buying eli viisas kuluttaminen tukee tuhkausten suosiota. Lähtökohtaisesti tuhkaus on huomattavasti halvempi kuin arkkuhautaus, johtuen yksinkertaisemmasta prosessista. Uskon, että varsinkin Liettuassa halvemmän hinnan olevan merkittävä kannustin päätyä tuhkaukseen arkkuhautauksen sijasta.

Markkinan rakenne

Liettuan hautausmarkkina on erittäin fragmentoitunut, kuten muutkin hautausmarkkinat maailmalla. Maassa toimii 250–300 hautaustoimistoa, joista suurin osa on pieniä paikallisia toimijoita. Liettuan hautausmarkkina poikkeaa monesta muusta kansallisesta markkinasta

siten, että maassa ei ole kuin yksi krematorio, joka palvelee kaikkia hautaustoimistoja. Esimerkiksi Suomessa on 22 krematoriota ja yhteensä 30 uunina, joiden kokonaiskapasiteetti vaihtelee 1000 ja 1500 tuhkauksen välillä.

Kilpailijat ja kilpailuedut

Yhtiön pahimmat kilpailijat löytyvät naapurimaista Puolasta ja Latviasta. Varsinkin Puolan Suwalkissa toimiva krematorio on houkutelut hintatietoisempia asiakkaita. Parhaan arvioni mukaan Puolassa tuhkaukset ovat maksaneet noin 100€ vähemmän kuin Liettuassa. Uuden johdon alaisuudessa hintaero on kaventunut. Oman arvioni mukaan vuonna 2018 yhtiö sai keskimäärin 350€ tuhkauksesta kun vastaava luku vuonna 2020 oli 275€. Yhtiön johto onkin kommentoinut, että uudennainen hinnoittelu on vähentänyt Puolan palveluiden käyttöä. Naapurimaiden tarjoamasta kilpailusta huolimatta K2 LT :llä on käytännössä ollut monopolistinen asema Liettuan tuhkausmarkkinalla. Johdon mukaan yhtiön markkinaosuus on vaihdellut 70 % - 80 % välillä.

Oman arvioni mukaan Liettuan tuhkausmarkkina on noin 3–3,5 miljoonan euron kokoinen. Yhtiö on ollut pitkään suojassa kilpailulta korkeiden alalle tulonesteiden takia. Krematorion perustaminen ja pyörittäminen on luvan varasta toimintaa, johon vaaditaan lisenssi.

Liettuassa on myös erittäin tiukka ympäristölainsäädäntö, joka asettaa tiukkoja rajoituksia mm. palokaasujen suhteen. Suurin este krematorion rakentamiselle (yhtiön mukaan) on kuitenkin ihmisten erittäin kielteinen asenne krematorioita kohtaa. (Kuka haluaa poltto uunin naapurin?) Uuden yhtiön on erittäin hanakala saada rakennuslupaa paikallispoliitikoilta, koska se vaikuttaisi heidän asemaansa äänestäjien silmissä. Alalle tulon vaikeudesta kertoo K2 LT:n oma krematorio projekti, joka kesti yli kaksi vuotta. Markkina on myös erittäin pieni suhteessa vaadittuihin alkuinvestointeihin, joka itsessään kasvattaa alalle tulon esteitä. Toisaalta krematorio toiminnan erittäin lukratiivinen luonne ja suotuisat tulevaisuuden näkymät motivoivat uusia tulokkaita pyrkimään alalle.

Viime vuosina Liettuaan on yritetty perustaa toista krematorioita, mutta yritykset ovat kaatuneet jo ennen rakentamisen aloittamista. Kilpailutilanne saattaa olla muuttumassa, koska Liettuaan on rakenteilla kaksi uutta krematoriota. Vielä on hankala sanoa, miten kilpailutilanne tulee muuttumaan. K2 LT:n johdon mukaan uudet tulokkaat ovat paikallisia hautaustoimistoja, jotka rakentavat tuhkauskunit oman toimintansa rinnalle. Tämä voi pitää paikansa mutta kilpailijan leiristä on esitetty myös eriäviä näkemyksiä. Toinen kilpailija on ilmoittanut oman tuhkauskapasiteettinsa yltyvän,

jopa 7000 tuhkaukseen per vuosi. Tämä on huolestuttava uutinen K2 LT: n omistajan kannalta, koska yhtiö on myös itse ilmoittanut avaavansa uuden linjan, jonka tuhkaus kapasiteetti olisi 5000 tuhkausta per vuosi. On selvää, että riskit ylitarjonta tilanteen kehittymiselle ovat koholla.

Jos olettaa, että pahin toteutuu ja kaikki investoinnit toteutuvat suurimmassa mahdollisessa mittakaavassa, voisi toimialan tuhkauskapasiteetti nousta yli 24 000 tuhkaukseen per vuosi. Kapasiteetti riittäisi tuhkaamaan 60 % kaikista kuolleista. Tällaisen kapasiteetti lisäyksen suunnitteleminen meni useita vuosia.

Pahimmassa tapauksessa K2 LT: n omistaja ei pääse nauttimaan tuhkausten suosion lähes varmasta kasvusta, kun ylitarjonta tilanne johtaa tuhkausten hintojen romahtamiseen. Uuden tulokkaan hinnoittelu päätöksiä on mahdoton ennustaa mutta jotain pohjaa hinnoille voi hakea Puolasta, jossa tuhkaukset maksavat noin 200€. Uuden kilpailijan kustannusrakennetta ja operatiivista tehokkuutta on hankala arvioida, mutta oma arvioni on, että se on kaukana K2 LT: nykyisestä tehokkuudesta. Krematorio operaattorilta vaaditaan äärimmäistä hienovaraisuutta, läpinäkyvyyttä ja kaiken kaikkiaan prosessin on oltava virheetöntä. 7000 tuhkausten suorittaminen vaatisi, että uusi krematorio pyörisi kolmessa vuorossa viikonloput

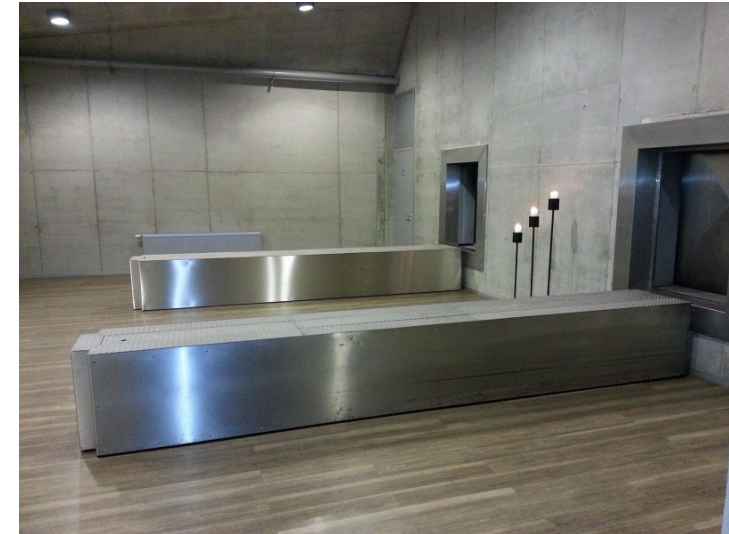
mukaan lukien. Pidän epätodennäköisenä, että uusi tulokas saavuttaisi täyttä kapasiteettia vielä moneen vuoteen.

Tarjonta saattaa kasvaa myös toista kautta. On mahdollista, että Liettuan hautauspalvelu markkina kehittyvät muiden markkinoiden suuntaan ja tulevaisuudessa yksittäiset hautauslaitokset omistavat omia uuneja. Hautauslaitokset ovat kuitenkin pieniä muutaman hengen firmoja, joiden investointikyky on rajallinen. Vaikka pidän ylitarjonta tilanteen muodostumista epätodennäköisenä, sijoittajan on kuitenkin hyvä tiedostaa, että tarjonnan merkittävä kasvaminen on yksi suurimmista riskeistä, joita K2 LT: n omistaja kantaa.

Toisaalta K2 LT pitkä kokemus ja huippuunsa viritetty operatiivinen tehokkuus parantavat sen kilpailuetuja. Yhtiöllä on myös puolellaan suuruuden ekonomian tuomia hyötyjä, ja uskonkin sen pystyvän tarjoamaan hautauslaitoksille kilpailukykyisimmät hinnat. Käsittääkseni hautauslaitosten kanssa tehdyt sopimukset pitävät sisällään mm. ostoihin perustuvia jälkihiviteitä.

Arvioni mukaan yhtiöllä on myös hyvä maine paikallisten hautauslaitosten keskuudessa. Hautauslaitosten maine on osittain K2 LT :n harteilla, eikä prosessissa saa tulla ainuttakaan

virhettä. Vainajien tuhkat eivät saa mennä sekaisin.



Operatiivinen kehitys

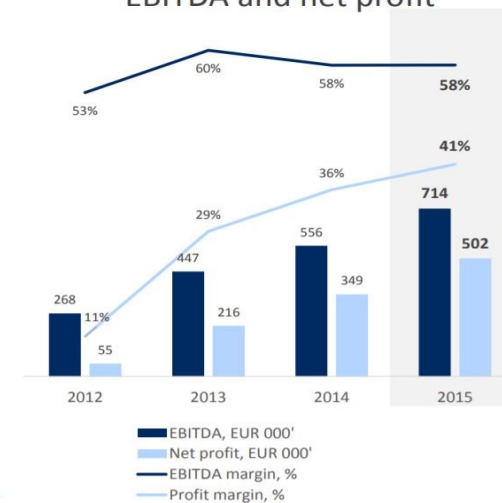
K2 LT listautui Nasdaq Balticin First North listalle vuonna 2015 voimakkaan kasvun saattelemana. Vuonna 2014 yhtiön liikevaihto kasvoi 30%, kun se listautumisvuonna kasvoi 28% nousten 1,23 miljoonaan euroon. Listautumisen yhteydessä sijoittajille myytiinkin voimakkaasti kasvava ja erittäin kannattava yhtiö. Vuosina 2013–2015 yhtiön käyttökatte marginaali pyöri vajaassa 60%. Lisäksi suurin osa kasvuvirrasta voidaan jakaa ulos osinkona, koska alkuinvestointien jälkeen krematorion pyörittäminen vaatii vähän ylläpitoinvestointeja. Listautumisen yhteydessä yhtiö antoi kummallisen lupauksen, kun se lupautui maksamaan joka vuosi seuraavat neljä vuotta vähintään euron osakekohtaista osinkoa, jonka jälkeen 90% tuloksesta jaettaisiin ulos osinkoina.

Joku voisi ajatella, että K2 LT :n sijoitus case oli listautumisen yhteydessä niin sanotusti ”Too Good To Be True”. Monopolistinen asema erittäin kannattavalla ja nopeasti kasvavalla toimialalla yhdistettynä suhteellisen matalaan listautumishintaan. Annissa yhtiö hinnoiteltiin EV/EBITDA 9,5x ja P/E 13x, jota voi pitää suhteellisen edullisena arvostuksena suhteessa historialliseen kasvu ja kannattavuus profiiliin. Niinhän siinä sitten kävi, että yhtiö päätti kasvu kiimassa rakentaa uuden tuhkauslinjan, joka

nostaisi yhtiön tuhkauskapasiteetin 10000 tuhkaukseen per vuosi. Uusi linja otettiin käyttöön tammikuussa 2016 ja samana vuonna yhtiö tuhkasi 3812 vainajaa. Vuonna 2017 tuhkausten määrä kääntyi ensimmäistä kertaa laskuun yhtiön perustamisen jälkeen. Samana vuonna K2 LT esitteli uuden strategian, jonka perusteelle sen oli tarkoitus laajentua uusiin palveluihin, kuten kuljetukseen ja seremoniapalveluihin. Sen hetkisen johdon mukaan tuhkausharkkina oli saavuttanut maturiteettinsa ja kasvaakseen yhtiö tarvitsi uusia avauksia.

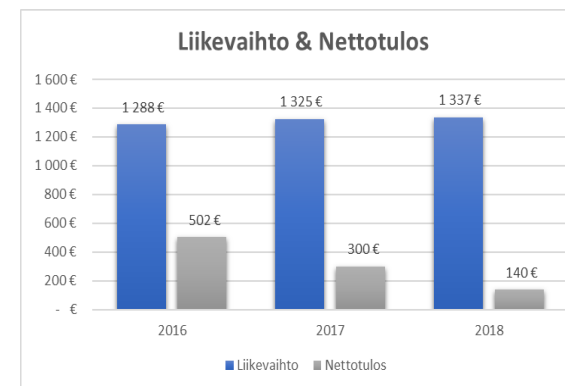
Laajennus investoinnit eivät kuitenkaan tuoneet haluttua kasvua vaan yhtiön liikevaihto polki paikallaan 1,3 miljoonassa. Sen sijaan yhtiön kiinteät kustannukset suhteessa liikevaihtoon olivat tuplanneet vuodesta 2013. Vuonna 2018 yhtiön nettotulos teki historialliset pohjat, kun yhtiö raportoi 140 000€ tuloksesta. Laajennus investoinnit olivat tiputtaneet nettomarginaalin vuoden 2015 41 prosentista vain 10 prosenttiin. Vuonna 2019 yhtiön perustaja ja pitkäaikainen toimitusjohtaja jätti tehtävänsä ja uudeksi toimitusjohtajaksi valittiin yhtiön talousjohtaja Bernardas Vilkelis.

EBITDA and net profit



7

Liikevaihto & Nettotulos



Uuden johdon alaisuudessa käänne parempaan on tapahtunut nopeasti. Vilkeliksen johdolla uusi kasvustrategia laitettiin erätauolla ja yhtiö aloitti ydintoimintojensa tehostamisen. Vuonna 2019 yhtiö leikkasi yleiskustannuksia noin 210 000 eurolla, jonka seurauksena niiden osuus suhteessa liikevaihtoon laski 63 prosentista 45 prosenttiin. Kustannussäästöt valuiivat tehokkaasti alariville ja yhtiön nettotulos ponkasi noin 500 000 euroon (140 000€).

Kun kulutaso oli saatu vastamaan toiminnan volyymin, johto otti käsittelyyn paikallaan polkevan liikevaihdon. Vuonna 2016 tehdyn laajennusinvestoinnin jälkeen yhtiön käyttöasteet olivat jääneet vajaaseen 40 prosenttiin. Yhtiön kustannusrakenteen ollessa todella kiinteä, matalat käyttöasteet rasittivat yhtiön kannattavuutta. Parantaakseen käyttöasteita yhtiön johto uudisti hinnoittelua, ja tiputti tuhkauspäalveluiden hintoja. Vuonna 2018 yhtiö kerrytti liikevaihtoa 350 euroa per tuhkaus, kun vastaava luku vuonna 2020 oli 275€ eli 22% vähemmän.

Uusi hinnoittelu strategia on toiminut todella hyvin. Tuhkaus volyymit kasvoivat viime vuonna noin 50%, kun liikevaihto kasvoi 43%. Yhtiön johdon mukaan se on uuden hinnoittelun avulla onnistunut voittamaan markkinaosuutta puolalaisilta, samalla kun halvemmat hinnat ovat tehneet tuhkauksesta entistä houkuttelevamman vaihtoehdon suhteessa

arkkuhautaukseen. Uuden johdon alaisuudessa K2 LT on palannut historiallisiin kannattavuuslukuihin. Viime vuonna yhtiön käyttökate marginaali nousi 63 prosenttiin ja nettomarginaali noin 47 prosenttiin. Luvut ovat linjassa vuosien 2013–2015 lukujen kanssa, jolloin yhtiö ei karsinut kapasiteetin vajaakäytöstä.

Edellisen johdon alaisuudessa yhtiön tase oli päässyt heikkenemään siinä määrin, että vuonna 2019 yhtiö toteutti pienen osakeannin, jolla se keräsi noin 500 000€ uutta pääomaa ja jätti vuoden 2019 osingot maksamatta. Haasteet taseen kanssa johtuivat hövelistä osinkopolitikasta, tehdyistä laajennusinvestoinneista ja huonosta kannattavuudesta.

Sijoitus case

Suurimmat riskit

- Mahdollinen ylitarjonta tilanteen syntyminen.
- Täydellinen riippuvuus Kédainiai krematoriosta, 96% liikevaihdosta tuhkauksista. Mahdolliset tulipalot yms.
- Maine riski. Hautaustoimistojen maine on krematorio operaattorin käsissä. Prosessissa ei saa tulla virheitä.
- Avain henkilöriski. B. Vilkelis on tehnyt fantastista työtä. Krematorio bisnes tuskin houkuttaa parhaimpia talenteja.
- Yhtiö ottanut vanhan kasvustrategian käyttöön. Laajentuminen uusien palveluihin + uusi krem. kuormittaa tulos- ja tase rivejä.
- Omistuspohja.
- Yhtiöstä saatavilla vähän dataa.
- Poliittiset riskit. Hautaus on monessa mielessä yhteiskunnallinen palvelu. Mahdollinen regulaatio.
- Osakkeen likviditeetti on erittäin matala ja markkinan tehokkuudesta ei ole varmuutta.
- Markkinan absoluuttinen pieni koko. Yhtiöllä rajallinen investointi ja kasvupotentiaali

Kilpailuedut ja potentiaali

- Monopolistinen markkina-asema. Markkina osuus 70%-80%.
- Merkittävät alalle tulon esteet
- Pitkät asiakassuhteet ja hyvä maine.
- Isot volyymit ja tehokas palvelu prosessi mahdollistaa hintakilpailun, jos tarvetta.
- Logistisesti Krematorio sijaitsee maan keskipisteessä. Kaikkialta lyhyt matka.
- Yhtiöllä on erittäin voimakkaat trendit puolellaan. Tuhkaus ylivoimainen palvelu vs. arkkuhautaus.
- Liettuassa matala tuhkaus penetraatioaste.
- Tuhkaus on erittäin kannattavaa. Alalla pystyy luomaan vakaata ylituottoa suhteessa pääoman kustannukseen.
- Ala on erittäin defensiviinen.

Yhtiön tilanne 12.2021 tiivistetysti

- Liikevaihto: 2,044M
- Käyttökate: 1,29M (63%)
- Nettotulos 0,95M (43%)

- ROE%: 28

- SIPO%: 28
- GEARING%: 10
- OMAVAR%: 71

Markkinan koko & kasvu

- Hautausmarkkina 50M
- Tuhkausmarkkina 3M-3,5M
- Kuolleet: 40 000kpl per vuosi
- Kuolleisuuden kasvu 1%
- Tuhkausten CAGR 2013–2020: 20%

Ennusteet

Volyymien kasvu

Tarkemmat ennusteet yhtiön kehityksestä löytyy sivulta 8.

Isossa kuvassa kasvua ajaa kuolleisuuden kehitys, jonka odotetaan kasvavan noin 1% vuosivauhdilla. Keskipitkällä aikavälillä tärkein kasvujuri on kuitenkin tuhkausten suosion kasvu. (penetraatio asteen kehitys). Yhtiön tuhkaus volyymit ovat kasvaneet noin 20% per vuosi vuodesta 2013 lähtien. Odotan tuhkaus volyymien kasvavan tänä vuonna 17%, johtuen erittäin vahvoista Q1 luvuista. Yhtiö raportoi sen volyymien kasvaneen 48% ensimmäisellä kvartaalilla. Keskipitkällä aikavälillä odotan volyymien kasvavan 7% pa. ja pitkällä aikavälillä 5% pa. Näin ollen odotan penetraatio asteen nousevan vuosikymmen loppuun mennessä noin 45%.

Liikevaihdon kasvu

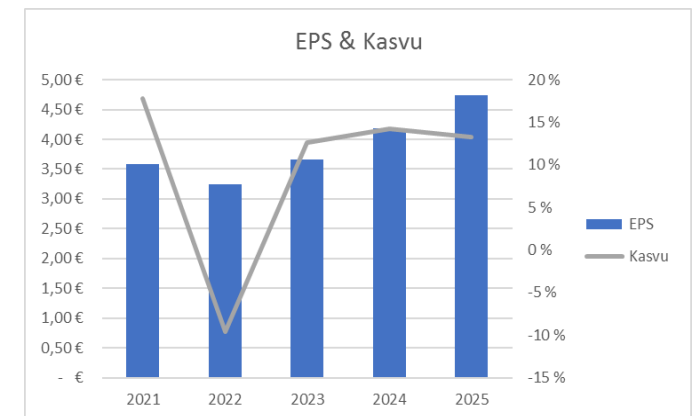
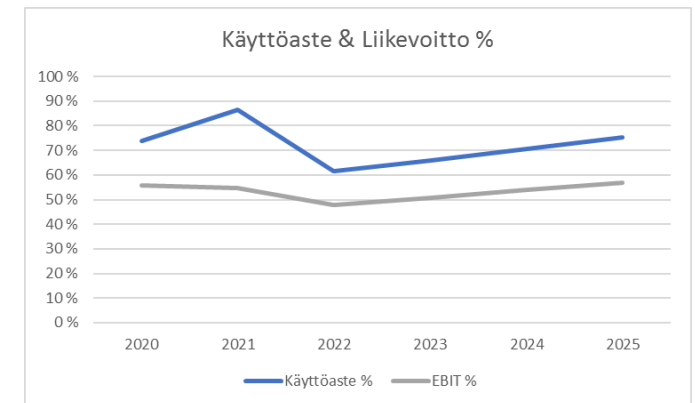
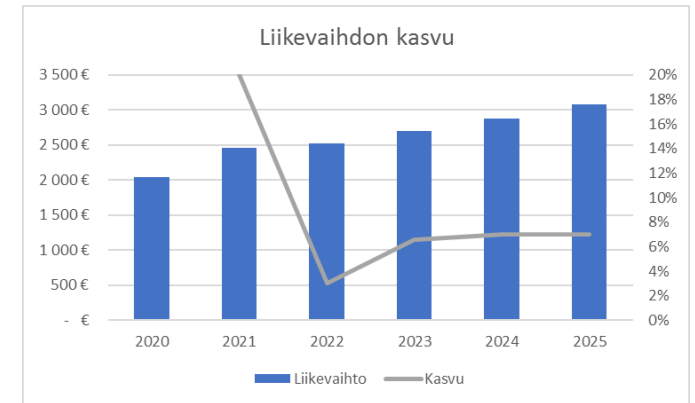
Odotan liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 20%, jota tukee edelle mainittu volyymin kasvu mutta myös uusi palveluliiketoiminta. Yhtiö testaa uudenlaista palvelua, jossa se vuokraa erittäin modernia, täysin perinteisestä kappelista poikkeavaa tilaa hautajaisia/jäähäväisiä varten. Odotan yhtiön generoivan tilavuokria ja muita palvelumaksu noin 84 000€ per vuosi.

Tämä vastaisi noin 7% tuottoa projektiin sitoutuneelle pääomalle. Tämä on erittäin konservatiivinen arvio. Luotan, että johto on laskukykyinen ja allokoii omistajien pääomaa tätä kannattavammin. Haluan kuitenkin säilyttää riittävän turvamarginaalin omiin ennusteisiin. Keskipitkällä aikavälillä odotan liikevaihdon kasvavan hiukan volyymia hitaammin, koska yhtiön johto on indikoinut, että uuden krematorion valmistuttua se pudottaa tuhkausten hintoja. Arvion hintojen tippuvan 275 eurosta 265 euroon. Hintojen laskun seurauksena odotan liikevaihdon kasvavan keskimäärin 5,9% vuosina 2021-2025 vs. volyymit 7% per vuosi.

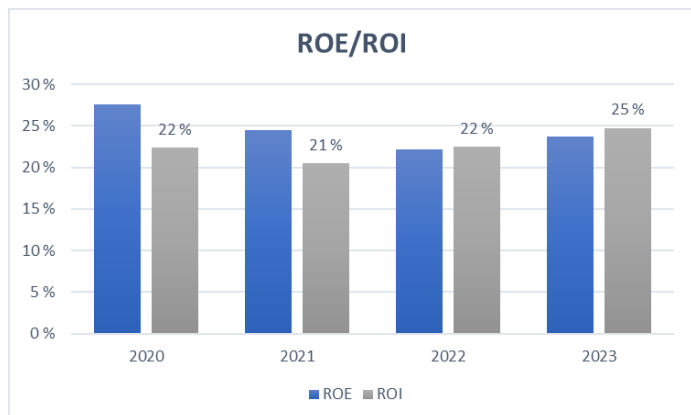
Tuloskasvu

Yhtiön marginaalit ovat lyhyellä aikavälillä paineessa kasvuinvestointien takia, kun uusi seremonia tila ja kolmas tuhkauslinja painavat kannattavuutta. Odotan yhtiön liikevoiton tippuvan viimevuoden 56 prosentista 48 prosenttiin vuoteen 2022 mennessä, jonka jälkeen kasvava volyymi alkaa näkyä parantuneina marginaaleina.

EPS :n kasvu seuraa liikevoiton kehitystä. Odotan yhtiön yltyvän tänä vuonna ennätystulokseen EPS kiivetessä 3,59 euroon. Oman arvioni mukaan parantuneet volyymit kasvattavat EPS :ä keskipitkällä aikavälillä noin 9% per vuosi.



Pääomantuotoissa näkyy samaa heikkenemistä kuin kateluvuissa. Joka tapauksessa sekä oman pääoman tuotto että sijoitetun pääoman tuotto pysyvät hyvällä tasolla. Odotan REO :n olevan noin 25% ja ROI 24% keskipitkällä



Arvonmääritys

Mitä konservatiivinen yritysostoja voisi maksaa edellä kuvatusta bisneksestä? Pyrin haarukoimaan liiketoiminnan arvoa tulos pohjaisten kertoimien, kassavirtamallin ja osinkopohjaisen hinnoittelun avulla.

Taloudellinen lisäarvo ja hyväksytyt kertoimet

Uskon yhtiön pystyvän luomaan merkittävää lisäarvoa omistajilleen lähitulevaisuudessa, ROI:n ylittäessä WACC:n leveällä marginaalilla (ROI 24% ja WACC 8,9%) ja mikä tärkeintä uskallan edellä esitetyn analyysin perusteella väittää, että arvonluonti kyky on kestävällä tasolla. ROI:n ylittäessä WACC leveällä marginaalilla kasvu luo merkittävästi omistaja-arvoa. Tästä syystä pidän perusteltuna maksaa yhtiöstä tämän vuoden tuloksilla P/E 14x–16x ja EV/EBITDA 10x-11x. Edellä esitettyjä P/E kertoimia ja tältä vuodelta odottamaani 1,1M nettotulosta soveltamalla yhtiön käyvänarvon haarukka asettuisi 15,4M ja 17,6M väliin. Vastaavasti käyttökatepohjaisia kertoimia käyttämällä yhtiön arvo asettuisi 15M – 17M haarukkaan. Odotan yhtiön tänä vuonna yltävän noin 1,56M käyttökatteeseen. Osakkeen treidatessa 29 eurossa yhtiö arvostetaan 2021 P/E 8x ja 2021 EV/EBIDA 7x, näin ollen osake hinnoitellaan noin 40% alennuksella suhteessa käyvänarvon alarajaan.

DCF Arvonmääritys

Tarkempi DCF arvonmääritys löytyy sivulta 9.

Kassavirtamallin perusteella yhtiön oman pääoman markkina-arvo asettuu noin 15,3 miljoonaan, eli 49,19 euroon osakkeelta. Arvostus on linjassa käyttämiini tulos pohjaisiin kertoimiin ja DCF malli kielii samasta aliarvostuksesta, kuin tulos pohjainen arvostus.

Odotan yhtiön liikevaihdon kasvavan 2021-2025 noin 6% per vuosi ja samalla ajalla liikevoiton pysyvän keskimäärin 53 prosentissa. Pitkällä aikavälillä odotan liikevaihdon kasvun hidastuvan 2,5 prosenttiin. Tämä johtuu pitkälti siitä, että ennakoin kiristyvän kilpailun johtavan tuhkausten hinnan laskuun. Mallissa tuhkausten hinnat tippuvat 265 eurosta 235 euroon. Odotan myös liikevoiton heikkenevän pitkällä aikavälillä 48%

DCF:ssä käytän 12% oman pääoman tuottovaatimusta ja 1,6% vieraan pääoman kustannusta Taseen rakenne 30% (D/D+E). Näin ollen pääoman keskimääräinen kustannus on 8,9%. Oman pääoman tuottovaatimus perustuu oman subjektiiviseen arviooni yhtiön riskeistä ja kilpailueduista. Terminaaliarvo perustuu ns. exit arvoon, jonka olen määritellyt olevan 10x

vuoden 2030 vapaa kassavirta. Terminaaliarvon osuus 44% koko arvosta.

Osinkopohjainen arvostus

K2 LT on vakaa osinkokone varastettuna lupavalla kasvunäkymällä. Yhtiö ei ole viimeisen kahden vuoden aikana jakanut lainkaan osinkoja mutta uskon yhtiön palaavan osingon maksun piiriin ensi vuonna. Vuodelta 2019 yhtiö jätti osingot maksamatta, jotta se sai tasetta kohennettua entisen johdon jäljiltä. Viime vuodelta ei herunut osinkoja ja uskon sen liittyvän siihen, että yhtiö rahoittaa kolmannen krematorio linjansa pitkälti omasta taseestaan. Arvion uuden linja investoinnin olevan 1,6M. K2 LT genenroi arvioni mukaan noin 1,3M-1,5M operatiivista kassavirtaa, josta se tekee reilu 100 000 ylläpito investoinnit, jonka jälkeen sillä jää reilusti jaettavaa omistajilleen.

Arvion 2022 osinkotuoton olevan noin 11% ja 2023 10%. Uskon yhtiön jakavan 90% nettotuloksestaan ulos osinkoina. Ilman vuolasta osinkoa tai uusia kasvu investointeja yhtiön tase ylikapitalisoituu erittäin nopeasti.

Loistava tuotto-odotus

Yhteenvetona voidaan todeta, että K2 LT osake tarjoaa sijoittajalle erinomaisen tuotto-odotuksen. Edellä esitetyn arvonmäärityksen perusteella yhtiön käypäarvo asettuu 15 ja 17

miljoonan euron väliin. Tarkoittoaen 48€-54€ osakekohtaista arvoa. Oman parhaan arvioni mukaan lähivuosien tuotto-odotus asettuu 20%-25% väliin. Tuotto-odotus on hyvä, vaikka aliarvostus ei purkautuisi. Jos kertoimet pysyvät nykyisen kaltaisina tulokasvun tullessa läpi, on osakkeen tuotto-odotus on noin 20%, joka tulee 9% annualisoidusta tulokasvusta ja +10% osinkotuotosta. Jos taas aliarvostus purkautuu ja osaketta aletaan hinnoitella esim P/E 15x lähivuosien tuotto-odotus nousee lähemmäs 25% pa. Odotan aliarvostuksen purkautuvan samalla kun yhtiö alkaa maksaa osinkoja. Uskon vuolaan osinkotuoton innostavan piensijoittajia ostamaan osaketta, jolloin arvostus alkaisi korjata. Jos edellä esitettyä tuotto-odotusta vertaa yhtiön riskiprofiiliin tuotto-odotusta voi pitää loistavana

Loppuun on hyvä vielä korostaa, että suurin ennusteisiin liittyvä riski on volyymin kasvun tyssääminen ja tätä kautta kroonisesti matalat käyttöasteet (*ylitarjonta*).

Nolla kasvu tilannetta voi pitää BEAR -skena- riona, jossa tuotto-odotus jäisi pelkästään osin- kotuoton varaan, joka tässäkin tilanteessa olisi arvioni mukaan 4%-6%. Toisaalta ennusteeni on laadittu erittäin konservatiivisesti esimer- kiksi volyymin kasvun osalta. Lisäksi pidän DCF :ssä käyttämäni 12% oman päätuottovaati- musta vähintäänkin riittävänä.

Tuloslaskelma	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025
Liikevaihto	2 044 121	2 452 945	2 526 534	2 693 285	2 881 815	3 083 542
Valmistuksen kustannukset	146 340	171 706	176 857	188 530	201 727	215 848
Bruttokate	1 897 781	2 281 239	2 349 676	2 504 755	2 680 088	2 867 694
	93 %	93 %	93 %	93 %	93 %	93 %
Kulut						
Palkat	354 066	375 000	405 000	405 000	405 000	405 000
Muut	282 286	343 000	375 000	397 000	397 000	397 000
Poistot	152 809	223 089	356 655	340 439	325 358	311 333
Kulut yhteensä	789 161	941 089	1 136 655	1 142 439	1 127 358	1 113 333
Liikevoitto	1 140 437	1 340 150	1 213 022	1 362 316	1 552 730	1 754 361
	56 %	55 %	48 %	51 %	54 %	57 %
Korot	21 970	22 600	21 400	20 200	19 000	17 800
Tulos ennen veroja	1 118 467	1 317 550	1 191 621	1 342 116	1 533 729	1 736 561
Verot	167 985	197 632	178 743	201 317	230 059	260 484
Nettotulos	950 483	1 119 917	1 012 878	1 140 799	1 303 670	1 476 077

Tase	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025
Vaihtuvat vastaavat						
Kassa	624 854	820 697	981 151	1 348 185	1 747 540	2 158 485
Saatavat	72 524	87 365	89 986	95 925	102 640	109 825
Varasto	59 138	69 153	71 227	75 928	81 243	86 931
Pysyvät vastaavat						
Sijoitukset	372 624	372 624	372 624	372 624	372 624	372 624
Käyttöomaisuus	3 718 156	5 095 067	4 863 412	4 647 973	4 447 615	4 261 282
Vastaavat yhteensä	4 847 296	6 444 906	6 378 401	6 540 636	6 751 662	6 989 146
Pitkäaikaiset velat						
Lainat rahoituslaitoksilta	464 506	924 506	849 506	774 506	699 506	624 506
Lyhytaikaiset velat						
Ostovelat	100 385	118 077	121 620	129 647	138 722	148 432
Muut velat	342 949	342 949	342 949	342 949	342 949	342 949
Lainat rahoituslaitoksilta	488 001	488 001	488 001	488 001	488 001	488 001
Velat yhteensä	1 395 841	1 873 533	1 802 076	1 735 103	1 669 178	1 603 888
Omapääoma						
Osakepääoma	1 857 765	1 857 765	1 857 765	1 857 765	1 857 765	1 857 765
säilytetyt voittovarat	1 593 690	2 713 607	2 718 560	2 947 768	3 224 719	3 527 493
Omapääoma yhteensä	3 451 455	4 571 372	4 576 325	4 805 533	5 082 484	5 385 258
Velat ja omapääoma yhteensä	4 847 296	6 444 906	6 378 401	6 540 636	6 751 662	6 989 146

Vastuuvapautuslauseke

Analyysin kirjoittaja omistaa K2 LT osakkeita, joka voi vaikuttaa analyysin objektiivisuuteen. Analyysin kirjoittajalla ei ole rahoitusalan koulutusta tai sijoitusneuvojan valtuuksia. Edellä esitetyn analyysin pohjalta ei saa tehdä sijoituspäätöksiä. Jokaisen lukijan on tehtävä omat päätöksensä. Analyysin lähteinä on käytetty julkisia lähteitä, joita kirjoittaja pitää luotettavina. Vaikka kirjoittaja on tehnyt parhaansa arvioidessaan tiedon oikeellisuutta, analyysissä saattaa esiintyä virheitä ja ennusteet saattavat osoittautua vääriksi. Jokainen lukija vastaa omista sijoituspäätöksistä. Tämä raportti ei kehota tai suosittele ostamaan tai myymään mitään rahoitusvälinettä.

