

ASiantuntijalausunto Sievi Capital Oyj:n hallitukselle yhtiön osakkeita koskevan ostotarjouksen tarjoushinnan kohtuullisuudesta (Fairness Opinion)

Sievi Capitalin osakkeenomistaja Jussi Capital Oy on tiedottanut hankkineensa osakevaihdolla Sievi Capitalin osakkeita määrän, jonka johdosta Jussi Capital Oy:n omistusosuus Sievi Capitalista on noussut 50,07 prosenttiin Sievi Capitalin kaikista osakkeista ja äänistä. Osakehankinnan seurauksena Jussi Capital Oy on tiedottanut, että sille on syntynyt Arvopaperimarkkinalain 11 luvun 10 §:n mukainen velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous muista Sievi Capitalin osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista. Tarjousasiakirjan mukaan ostotarjous ei koske yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Jussi Capital Oy on ilmoittanut Sievi Capitalille, että Finanssivalvonta (FIVA) on 14.4.2014 hyväksynyt Jussi Capital Oy:n ostotarjousta koskevan tarjous-asiakirjan, jonka Jussi Capital Oy on julkaissut 15.4.2014. Tarjousasiakirjan mukaan ostotarjouksen tarjousaika alkaa 15.4.2014 ja päättyy 9.5.2014, jollei tarjousaikaa jatketa.

Sievi Capital Oyj:n hallitus on nimennyt ostotarjouksen arviointia sekä muita ostotarjouksen liittyviä toimenpiteitä varten keskuudestaan riippumattomat jäsenet, jotka ovat hallituksen puheenjohtaja Asa-Matti Lyytinen ja hallituksen jäsen Seppo Laine. Tämä hallituksen toimikunta on pyytänyt allekirjoittaneelta Fairness Opinion –lausuntoa ostotarjouksen tarjoushinnan kohtuullisuudesta taloudellisessa mielessä Sievi Capitalin kaikkien osakkeenomistajien kannalta.

Lausunnon annan riippumattomana asiantuntijana. Olen Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulun liiketaloustiede laskentatoimen professori (emer.). Olen osallistunut muun muassa arvopaperimarkkinalain valmisteluun ja minulla on ollut useita luottamus- ja asiantuntijatehtäviä liittyen arvopaperimarkkinoihin ja yritysten hallintoon. Olen julkaissut useita kirjoja ja artikkeleita laskentatoimen ja rahoituksen alueilta.

Lausunnon antamiseksi käytössäni on ollut Sievi Capital Oyj:n internetsivuillaan julkistama aineisto sekä runsaasti pyytämäni sisäistä aineistoa yhtiön sijoituskohteista sekä niiden arvokehityksestä.

Sievi Capital Oyj:n toiminta ja strategia

Sievi Capital Oyj:n vuosikertomuksessa vuodelta 2013 kuvataan yhtiön toimintaa ja strategiaa seuraavasti:

Sievi Capital Oyj on pörssilistattu (NASDAQ OMX Helsinki) sijoitusyhtiö, jonka tehtävänä on hallinnoida konsernin varallisuutta tehokkaasti ja riskejä hajauttaen. Sijoitusyhtiö sijoittaa varojaan kannattaviin ja kasvupotentiaalia omaaviin yhtiöihin ja kasvattaa sijoituskohteidensa arvoa aktiivisen omistajaohjauksen kautta. Sievi Capital Oyj:n sijoitukset jakautuvat pääomasijoituksiin ja finanssisijoituksiin. Pääomasijoituksia voidaan tehdä listattuihin tai listaamattomiin yhtiöihin toimialasta riippumatta. Pääomasijoitusten pitoaika ja resurssien kohdistaminen määräytyy tapauskohtaisesti omistajastrategian perusteella. Sijoituksia tehdään vakavaraisiin ja kilpailukykyisiin yhtiöihin, joilla on jo vankkaa näyttöä ansaintalogiikkansa toimivuudesta. Sijoituksia arvioidessa painotetaan riski/tuotto -suhdetta sekä sijoituksen sopivuutta portfolion

kannalta. Sijoituskohteista hankitaan merkittävä osuus, jolla saavutetaan vaikutusmahdollisuus kohdeyhtiön kehittämiseen ja strategiaan. Sijoitusyhtiö voi tehdä finanssisijoituksia mm. osakkeisiin, ETF-instrumentteihin, strukturoituihin tuotteisiin, yrityslainoihin sekä muihin korkosijoituksiin. Sijoitustoimintaa tehdään pitkäjänteisesti hallituksen asettamien strategisten ja taktisten allokaatiorajojen puitteissa.

Lausunnon lähtökohdat ja niiden soveltaminen Sievi Capital Oyj:n osakkeisiin

Tarjousvastikkeen kohtuullinen määrä taloudellisessa mielessä on osakkeen käypä hinta. Käypä hinta määräytyy joko tarjousvelvollisen osakkeista maksaman korkeimman hinnan nojalla tai pörssikaupassa toteutuneen hinnan perusteella, ellei näin määräytyvästä hinnasta tule poiketa erityisen syyn vuoksi. Asiasta säädetään arvopaperimarkkinalaissa (pakollisen ostotarjouksen osalta AML 11:23 §).

Jussi Capital Oy on ilmoittanut 7.4.2014 maksavansa Sievi Capital Oyj:n osakkeesta 1,44 euron suuruisen käteisvastikkeen. Tarjousasiakirjan Jussi Capital Oy on julkaissut 15.4.2014. Ilmoituksen 7.4.23004 jälkeen Sievi Capital Oyj:n osakkeen markkinahinta on vakiintunut tarjouksen mukaiseksi. Sitä edeltävän kolmen kuukauden aikana kurssi on vaihdellut 1,12- 1,35 euron välillä. Vuoden 2013 alin kurssi oli 0,94 euroa ja korkein 1,20 euroa. Keski kurssi oli 1,05 euroa. Yhtiön pörssikurssiin nähden tarjottua hintaa voidaan pitää kohtuullisena.

Tiedossani ei ole, että Jussi Capital Oy olisi maksanut arvopaperimarkkinalain mukaisena aikana osakkeista sen pörssikurssia korkeampia hintoja.

Seuraavaksi tarkastelen, onko olemassa muuta erityistä syytä, jonka nojalla tarjottua hintaa ei voitaisi pitää kohtuullisena.

Yrityksen arvon määrittely

Osakkeiden käyvällä arvolla tarkoitetaan osakkeista markkinoilla saatavaa hintaa. Tästä syystä yleisenä käyvän hinnan lähteenä pidetään toimivia osakemarkkinoita. Niillä osakkeen hinta määräytyy laajan kysynnän ja tarjonnan mukaisesti ostajien ja myyjien tarjousten tasapainohintana. Silloinkin kun ei ole kysymys markkinanoteeratusta yhtiöstä, markkinoilla toteutuneista hinnoista voidaan saada johtoa osakkeen arvon määrittelykselle, jos kauppia on tehty runsaasti.

Silloin kun käyvän hinnan määrittely ei ole mahdollista markkinahintojen nojalla, hinta pyritään määrittämään laskennallisesti. Laskennallisten hintojen lähtökohdaksi on taloudellisen päätöksenteon loogisuus; tältä pohjalta on kehitetty markkinahinnan surrogaateiksi osakkeen tuottoarvo ja osakkeen substanssiarvo. Osakkeen tuottoarvolla tarkoitetaan sitä määrää, joka yhtiön tuotoista tulee osaketta kohden. Kun yrityksen toiminta on ajateltu jatkuvaksi, tuottoarvoa laskettaessa selvitetään yrityksen tulevien tuottojen nykyarvo ja se jaetaan osakkeiden lukumäärällä. Substanssiarvolla taas tarkoitetaan yrityksen nettovarallisuuden arvoa osaketta kohden. Yleisesti substanssiarvoa pidetään tarkistusarvona tai vertailuarvona: todellisuudessa yleensä lähtökohdaksi ei ole, että yrityksen toiminta lopetettaisiin, velat maksettaisiin ja jäljelle jäänyt varallisuus maksettaisiin osakkeenomistajille.

Tuottoarvo tulisi määrittää yrityksen tulevien tuottojen nykyarvona. Koska tulevien tuottojen päättely on usein mahdotonta – kuten nyt käsillä olevassa tilanteessa – niiden sijasta johtopäätökset tehdään aiemman tuloskehityksen nojalla ja oletetaan kehityksen kuvaavan yrityksen ansaintatasoa.

Sievi Capital Oyj julkaisi vuoden 2013 vuosikertomuksessaan muun muassa seuraavat toimintansa tuloksellisuutta kuvaavat avainluvut:

| Vuosi | 2013 | 2012 | 2011 |
|-------------------------------------|------|------|-------|
| Tulos/Osake, euroa | 0,00 | 0,08 | -0,08 |
| Sijoitetun pääoman tuotto prosentti | 0,7 | 6,9 | -6,9 |

Yhtiön tähänastisen tuloskehityksen nojalla sille ei näyttäisi muodostuneen sellaista tuottoarvoa, joka ylittäisi se markkinahinnan. Markkinahinnan taso kuvaa paremminkin luottamusta yhtiön sijoitusten tulevaan tuottavuuteen kuin jo realisoituneisiin tuottoihin.

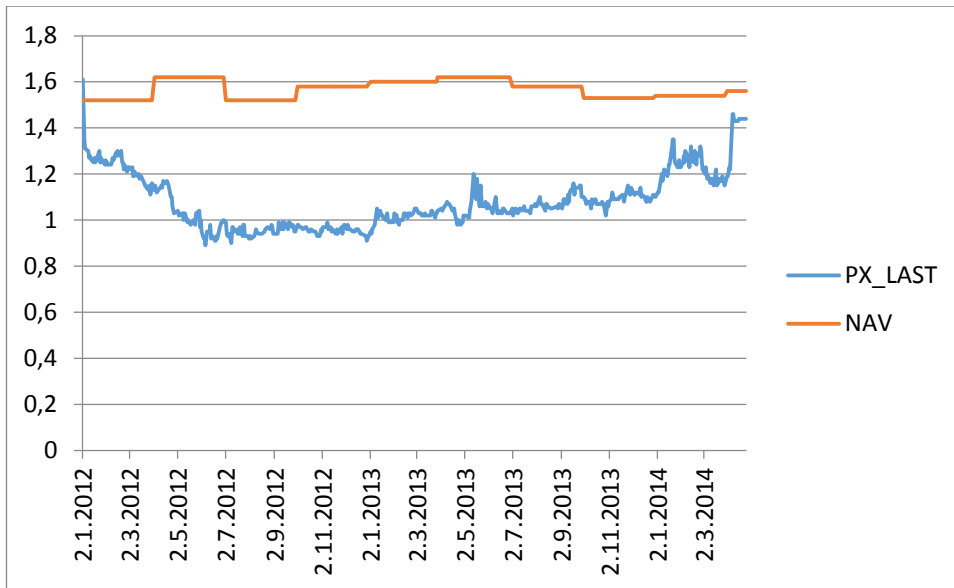
Sievi Capital Oyj julkaisi vuoden 2013 vuosikertomuksessaan muun muassa seuraavan osakkeensa substanssiarvoa koskevan selvityksen:

Sievi Capital Oyj:n osakekohtainen substanssiarvo vuoden 2011 lopussa oli 1,52 euroa, vuoden 2012 lopussa 1,60 euroa ja 31.12.2013 substanssiarvo oli 1,54 euroa. Tilikauden 2013 aikana toteutettiin 0,06 euron pääomanpalautus osakkeenomistajille. Substanssilaskelmassa käytetty ulkona olevien osakkeiden lukumäärä on 57.765.439 kpl. Substanssilaskelman laskentaperusteissa julkisesti noteeratut arvopaperit, sijoitusrahastot ja johdannaiset on arvostettu viimeiseen kaupantekokurssiin. Efore Oyj:n, Kitron ASA:n ja Apetit Oyj:n kohdalla hintana on kuitenkin käytetty arvostuspäivää edeltävän viiden päivän keskiarvoa kaupankäyntimäärillä painotettuna. Muutoin, mikäli kaupantekokurssia ei ole ollut saatavilla, on käytetty ostonoteerausta tai liikkeeseenlaskijan vahvistamaa arvoa. Noteeraamattomat osakkeet ja osuudet on arvostettu viimeiseen hankintahintaan tai käypään arvoon laskennallisia arvonmäärittämissä menetelmiä käyttäen.

Olen saanut käyttööni myös hallituksen sisäisen raportoinnin tiedot substanssiarvolaskelman taustoista (2014 maaliskuun lopun aineistoon saakka). Etenkin finanssisijoituksille arvot on yleensä helppo saada pörssinoteerauksista, pankin hinnoittelusta, rahastojen arvonmäärittämisestä ja toteutuneista kaupoista. Kiinteistön osalta käypä arvo perustuu asiantuntijan arvioon, strategisten listaamattomien sijoitusten osalta arvot ovat laskennallisia. Arvonmäärittämissä menetelmiä muuttamalla myös tällaisen sijoituksen käyvän arvon arvio muuttuisi. Käsitykseni mukaan tavanomaisilla arvonmäärittämisohjeilla substanssin käypä arvo voisi olla enintään noin 0,10 euroa viime vuoden lopun arvon yläpuolella.

Pörssinoteeratuille sijoitusyhtiöille on tavanomaista, että pörssikurssi on substanssiarvoa alempi. Tälle ns. substanssialennukselle on esitetty monia selityksiä, kuten yhtiön toiminnan ja varojen realisoinnin kulut, sijoittajan sijoitustensa realisoinnista menevät verot sekä epäluottamus yhtiön salkunhoitoon.

Sievi Capital Oyj:n pörssikurssin ja substanssiarvon välisestä suhteesta sain yhtiöltä seuraavan selvityksen piirroksena esitettynä (ylempi käyrä kuvaa osakekohtaista substanssia ja alempi pörssikurssia, lopun nousu kurssikäyrässä johtuu tarjoushinnan ilmoittamisesta):



Vaikka Sievi Capital Oyj:n substanssialennus on jonkin verran laskenut vuoden 2013 alusta lukien, se on yhä lähes 30 prosenttia. Jos osakekohtainen substanssi arvioidaan edellä sanotulla tavalla jonkin verran yhtiön soveltamia laskentaperusteita korkeammaksi (1,64 euroa), tarjoushinnan sisältämä substanssialennus (0,20 euroa) on noin 12 prosenttia.

Vertailukohtana todetaan toisen Helsingin Pörssissä noteeratun sijoitusyhtiön, Norvestia Oyj:n vuosikertomuksessaan ilmoittama substanssialennus (osakohtaisen substanssiarvon ja pörssikurssiin välisen erotuksen suhde osakekohtaiseen substanssiarvoon).

| Vuosi | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| Substanssialennus, % | 26,3 | 30,8 | 26,1 | 17,4 | 22,9 |

Tarkastelun lopputuloksena on, ettei Sievi Capital Oyj:n tuotto- tai substanssiarvojen nojalla ole esitettävissä sellaisia erityistekijöitä tai erityistä syytä, jonka nojalla tulisi poiketa markkinahintaan (pörssikurssiin) perustuvasta lopputuloksesta osakkeen käypää arvoa määritettäessä.

Yhteenveto

Esittämäni tarkastelun lopputuloksena, Fairness Opinion-lausuntona, totean Sievi Capital Oyj:n hallitukselle, että käsitykseni mukaan ostotarjouksen tarjoushinta on taloudellisessa mielessä kohtuullinen Sievi Capital Oyj:n kaikkien osakkeenomistajien kannalta ottaen huomioon yhtiön strategiset tavoitteet sijoitusyhtiönä toimimisesta.

Helsingissä 28.4.2014

Jarmo Leppiniemi

kauppat. tri, professori