

Arvo Sijoitusosuuskunta

Seurannan aloitus

12/2020

Monipuolinen sijoitussalkku hallitulla riskitasolla

Aloitamme Privanetissä kaupan käynnissä olevan Arvo Sijoitusosuuskunnan seurannan. Päivitämme näkemystämme Arvosta kaksi kertaa vuodessa, mutta emme kommentoi uutisvirtaa raporttien välissä. Emme anna Arvolle tavoitehintaa tai suositusta, mutta kommentoimme näkemystämme Arvon markkinahinnasta suhteessa osuudelle määrittämäämme käypään arvoon. Arviomme mukaan Arvon hyvin hajautetun sijoitussalkun osien summa -menetelmällä määrittämämme käypä arvo on selvästi osuuden hintaa korkeampi. Nousuvaraa arvioitaessa suosittelemme sijoittajien kuitenkin ottamaan huomioon Arvon osuuden ohuen likviditeetin ja sijoitusyhtiöiltä tavallisesti vaadittavan sijoitusyhtiöalennuksen.

Arvo on alueellinen pitkän tähtäimen sijoittaja

Arvo Sijoitusosuuskunta on ylivieskalainen osuuskuntamuotoinen pitkän aikavälin (vähemmistö)omistaja ja velkasijoittaja. Arvo kehittää ja rahoittaa pk-yrityksiä Keski- ja Pohjois-Pohjanmaan alueella ja myös valtakunnallisesti. Arvolla on tämän lisäksi merkittävä finanssisijoitussalkku, joka muodosti kesäkuussa 2020 noin 62 % osuuskunnan sijoitusvarallisuudesta. Arvon sijoitusstrategian ydinajatuksena on tuottaa jäsenistölle lisäarvoa ja vahvistaa Keski- ja Pohjois-Pohjanmaan elinkeinoelämää hallitulla riskitasolla. Tavoitteiden saavuttaminen vaatii Arvolta toistuvia onnistuneita osakesijoituksia pk-yrityksiin, hyvää riskienhallintaa listaamattomissa velkasijoituksissa sekä suotuisaa pääomamarkkinoiden kehitystä. Arvon voitonjakopolitiikka on melko avokätinen, joten pitkällä aikavälillä arvioimme pääosan sijoittajien tuotoista realisoituvan osuuskorkojen muodossa. Arvon track-record on sijoitustoiminnasta on vielä melko lyhyt, mutta mielestämme osuuskunnan hajautetussa portfoliossa on nyt tasapainoinen tuotto/riski-profiili.

Määritämme Arvon osuuden käyvän hinnan osien summa -menetelmällä

Arvonmäärityksemme perustana olemme käyttäneet osien summa -mallia, jossa olemme lähestyneet Arvon salkkua omaisuuslajikohtaisesti ja jakaneet sen finanssisijoituksiin, listaamattomiin osakesijoituksiin sekä lainasijoituksiin listaamattomille yrityksille. Osuuden arvonnäytöksessä sijoituskohteiden käyvästä arvosta mielestämme täytyy vähentää vielä emoyhtiön ja konsernin sijoitusyhtiö Arvo Invest Nordicin nettovelat sekä operatiiviset kulut. Nämä komponentit huomioiden saamme Arvon osuuden käyväksi arvoksi ennen sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipreemiota 99 MEUR tai 1211 EUR per osuus. Käyvästä arvosta yli 60 % on perusteltavissa Arvon finanssisalkulla, kun taas loppuosa jakautuu noin puoliksi listaamattomien osake- ja velkasijoitusten kesken.

Emme pidä Arvon osuuden hintaa korkeana suhteessa käypään arvoon

Arvon osuudella on viimeaikoina käyty kauppaa Privanetissä 630-670 euron hinnalla, joten osuus on hinnoiteltu 45 %:n alennuksella määrittämäämme käypään arvoon. Suosittelemme sijoittajan huomioivan nousuvaraa arvioitaessa kuitenkin osuuden toistaiseksi matalan likviditeetin ja sijoitusyhtiöiltä tyypillisesti vaadittavan sijoitusyhtiöalennuksen (yleensä 0-30 % track-recordista riippuen). Nämä tekijätkään huomioiden emme pidä osuuden nykyhinnoittelua erityisen vaativana ja nykyhinta tarjoaa mielestämme myös tiettyä puskuria pääomamarkkinan heilahduksia ja yksittäisten sijoitusten epäonnistumista vastaan. Osuuskoron kautta tulevan Arvon lähivuosien kassavirtatuoton arvioimme olevan 5-8 %:n tasolla, mutta tämä edellyttää toki onnistunutta pääoman kierrätystä ja vuositasolla osuuskoroissa voi olla vaihtelua.

Analytytikot



Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



Aapeli Pursimo

+358 40 719 6067

aapeli.pursimo@inderes.fi

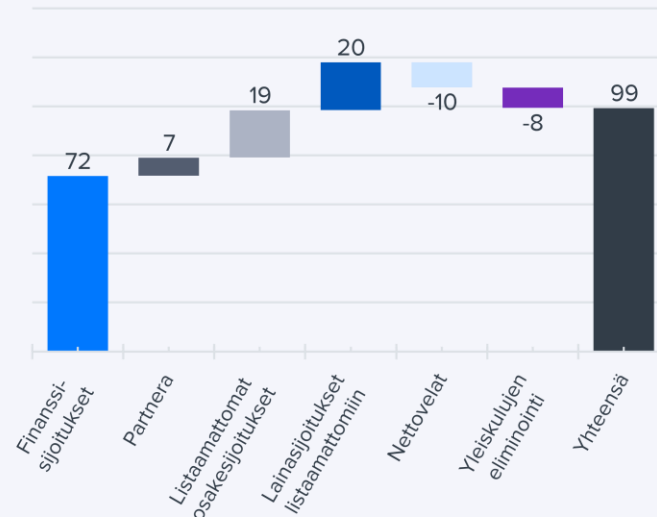
Näkemyks käyvästä arvosta

1211 EUR (ei sis. sijoitusyhtiöalennusta tai likviditeettipreemiota)

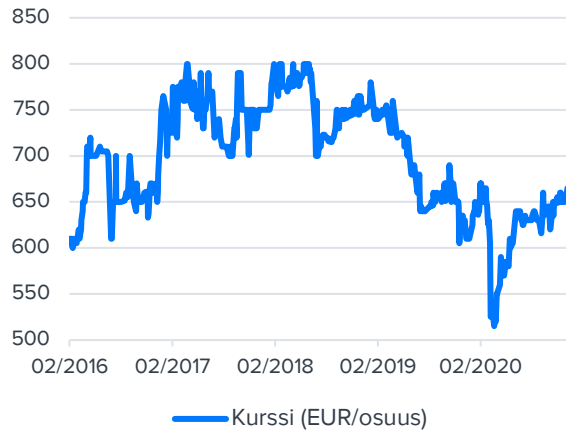
Viimeisin markkinahinta Privanetissä

660 EUR (21.12.2020)

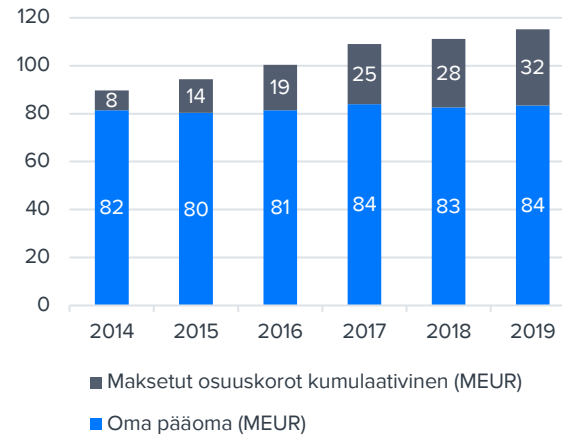
Osien summa -laskelma (MEUR)



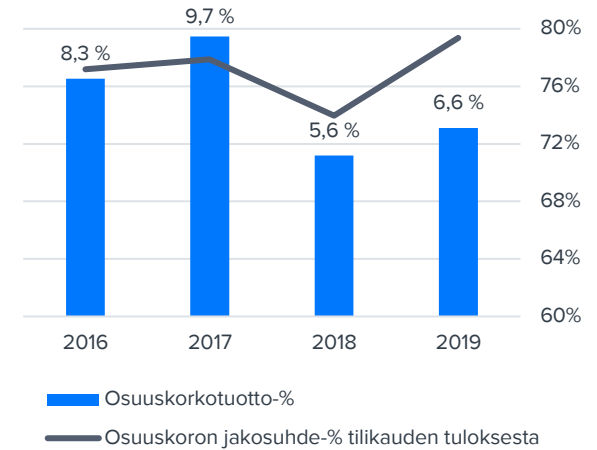
Kurssikehitys



Arvon historiallinen kehitys



Osuuskoron tuotto ja jakosuhte



MCAP
54
MEUR

Yritysarvo (EV)
64
MEUR (arvio)

P/Osien
summa*
0,55x
2020e

Osuuskorko-%
6,6 %
2019 TOT



Arvoajurit

- Osuuden hyväksyttävän arvostuksen nousu
- Uusien sijoitusmahdollisuuksien hyödyntäminen
- Sijoituskohteiden hyvä operatiivinen kehitys (ts. oman pääoman nousu ja piiloarvon kertyminen taseeseen)
- Pääoman palauttaminen sijoittajille osuuskoron kautta



Riskitekijät

- Epäonnistuminen uusissa tai nykyisissä sijoituskohteissa
- Osittain paikallisuuteen nojaavan sijoituspolitiikan aiheuttamat rajoitteet
- Suomen talous (alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset ovat kotimarkkinavetoisia pk-yrityksiä)
- Näyttöjen puute
- Osuuden heikko likviditeetti



Arvostus

- Mielestämme osuuden hinta suhteessa yhtiön omaisuuserien käypään arvoon on maltillinen, vaikka sijoittajien kannattaa vaatia Arvolta sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipreemiota
- Näkemyksemme mukaan Arvolla on edellytyksiä ylläpitää hyvää osuuskoron tuottoa lähivuosina
- Arvo on hinnoiteltu oikeutetusti tasepohjaisesti pörssin sijoitusyhtiöitä alemmas, mutta osuuden hinta ei ole tästäkään kilmasta erityisen korkea

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprosessi	6-9
Finassisijoitukset ja Partnera	10-15
Listaamattomat osakesijoitukset	16-17
Lapwall	18-20
Keliber	21-22
Real Machinery	23-25
Valve	26-27
Nordic Option	28-32
LaserComp, QFox ja Champion Door	33
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	34-35
Sikla-konserni	36
Pesmel	37
Suomen Maastorakentajat	38
Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili	39-40
Sijoitusprofiili	41
Käypä arvo ja hinnoittelu	42-45
Vastuuvapauslauseke	46

Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunta lyhyesti

Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunta -konsernin muodostavat emoyhtiö Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunnan lisäksi tytäryhtiöt Arvo Invest Nordic, San Group sekä useat osakkuusyritykset. Osuuskunta tekee vähemmistö- ja lainasijoituksia suomalaisiin pk-yrityksiin. Arvo Sijoitusosuuskunnalla on lisäksi merkittävä arvopaperisalkku.

1914

Perustamisvuosi

2016

Listautuminen Privanetin listaamattomien arvopaperien markkinapaikalle

113 MEUR

Sijoitussalkun raportoitu substanssiarvo H1'20:n lopussa

62 % / 20 % / 18 %

Arvopaperisalkun / Valtakunnallisten / Alueellisten sijoitusten osuus Arvon sijoitusportfoliosta

33,3 % / 33,3 % / 33,3 %

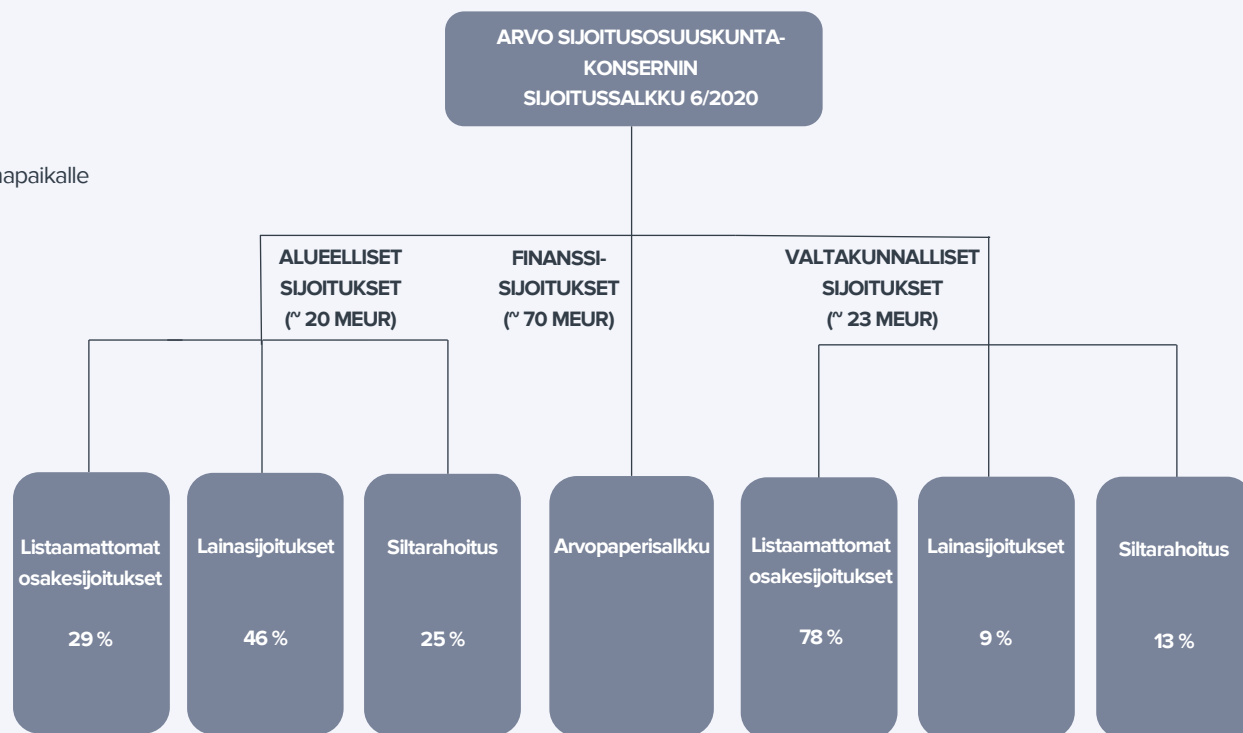
Arvopaperisalkun / Valtakunnallisten / Alueellisten sijoitusten tavoiteallokaatio vuonna 2025

52 € (2017-2019 keskiarvo)

Osuuskorko per osuus

4 kpl

Emoyhtiön keskimääräinen henkilömäärä 2019



Yhtiökuvaus ja sijoitusprosessi 1/3

Lyhyt yhtiökuvaus

Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunnan (vuoteen 2018 asti Osuuskunta PPO) historia ulottuu vuoteen 1914 Keski-Pohjanmaan Puhelinosuuskunnan perustamiseen. Vuonna 2013 osuuskunta sai nykyisen muotonsa sijoitusosuuskuntana, kun yhtiö myi ICT-liiketoimintansa Elisalle noin 100 MEUR:lla. Arvon sijoitusvarallisuus muodostui tästä kauppahinnasta ja olemassa olleista sijoituksista (n. 50 MEUR). Sijoitusvarallisuuden kehityksen kannalta on hyvä huomata, että Elisa-kaupasta saatuja myyntivoittoja osuuskunta jakoi osuuskoron muodossa osuudenomistajilleen yli 41 MEUR:n edestä heti seuraavana vuonna. Osuuskunnan osuuksille avattiin kauppapaikka Privanet Securities Oy:n listaamattomien yhtiöiden markkinapaikalla vuonna 2016.

Arvo Sijoitusosuuskunta on pitkäjänteinen sijoittaja ja (vähemmistö)omistaja, joka kehittää ja rahoittaa suomalaisia pk-yrityksiä etenkin Keski- ja Pohjois-Pohjanmaan alueella ja myös valtakunnallisesti. Lisäksi Arvo-konsernilla on merkittävä julkisesti noteeratuista arvopapereista koostuva sijoitussalkku.

Arvon omistajakunta on erittäin laaja ja määrältään verrannollinen pörssiyrityksiin, sillä osuudenomistajia osuuskunnassa oli 24 667 kesäkuun 2020 lopussa. Yhteensä osuuksia osuuskunnassa on 82 075 (6/2020 lopussa), mikä tarkoittaa osuuskunnan markkina-arvon olevan noin 54 MEUR yhden osuuden hinnan ollessa tällä hetkellä (21.12.2020) 660 euroa Privanetissa. Osuuskunnan toimitusjohtajana toimii Jari Pirinen.

Missio, visio ja arvot

Arvo Sijoitusosuuskunnan missiona on tehdä tuottoa omistajille ja olla mahdollistamassa alueellisten yritysten kasvua. Visiona osuuskunnalla on puolestaan kasvattaa omistaja-arvoa vastuullisella ja ammattitaitoisella sijoittamisella. Arvo Sijoitusosuuskunta on itse ilmoittanut arvoikseen (uudistettu joulukuussa 2020) olla alueellinen, rohkea, vastuullinen ja osaava. Mielestämme nämä asiat kuvaavat Arvon tavoitteita tuottoa hakevana sekä myös osittain alueellisella arvopohjalla operoivana sijoittajana.

Osuuskoron maksu vaatii kassavirtaa

Arvo Sijoitusosuuskunta on omasta taseestaan sijoittava sijoitusyhtiö, jonka tarkoituksena on tuottaa rahavirtaa omistajilleen vuosittain maksettavan osuuskoron kautta (60-80 % tilikauden tuloksesta). Tämä erottaa Arvon monista muista pääomasijoittajista, joiden fokus on yleensä vahvemmin kohdeyrityiden arvonnousussa kuin tasaisessa vuosituotossa. Sijoittajien on kuitenkin hyvä huomata, että Arvon maksaman osuuskoron määrä voi heilua paljonkin vuosien välillä, sillä osuuskoron määrä on sidottu tilikauden tulokseen. Käytännössä Arvo saa kassavirtansa velkasijoitusten koroista, finanssisalkun koroista ja osingoista sekä sijoitusten myynneistä.

Arvo eroaa myös perinteisistä pääomasijoitusyhtiöistä selvästi sen osuuskuntamuodon takia, vaikka tällä ei ole suurta merkitystä sen operatiivisen toimintaan. Sijoittajien kannalta osuuskuntamuodolla on vaikutusta

kuitenkin siten, että jokaisella omistajalla on yleisesti vain yksi ääni riippumatta omistettujen osuuksien määrästä (joissain vanhoissa osuuksissa enintään kolme ääntä).

Konsernirakenne

Arvon omistusosuudet sijoituskohteissa vaihtelevat merkittävästi (5-50 %). Arvolla on myös kaksi tytäryhtiötä: sijoitusyhtiö Arvo Invest Nordic (100 % omistusosuus), joka ei ole varsinainen sijoituskohde, vaan konsernin sijoitusyhtiö sekä San Group (50 % omistusosuus), joka on vielä kehitysvaiheessa eikä siten merkittävä kokonaisuuden kannalta. Tytäryhtiöiden tuloslaskelmat ja taseet konsolidoidaan luonnollisesti konserniin. Vähemmistöosijoituksia Arvolla on puolestaan useita sekä alueellisessa että valtakunnallisessa salkussaan.

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Arvon oma sijoitustoiminta ja sijoituskohteiden sekä osuuskunnan operatiivinen toiminta. Sijoituskohteet toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Osuuskunnan kulut puolestaan voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Mielestämme konsernituloksen kehityksellä ei myöskään ole merkittävää roolia osuuden arvon kannalta ja tuloskehityksen seuraaminen voi jopa ohjata sijoittajia väärin johtopäätöksiin. Huomio kannattaa kiinnittää etenkin sijoitusten arvojen suuntaan ja mielestämme Arvo Sijoitusosuuskunnan osuus tuleekin hinnoitella osien summa -menetelmällä.

Yhtiökuvaus ja sijoitusprosessi 2/3

Arvon sijoitustoiminta

Osuuskunnan sijoitustoiminta voidaan jakaa kolmeen eri osaan: alueellisiin sijoituksiin, valtakunnallisiin sijoituksiin ja finanssisijoituksiin. Alueelliset sijoitukset ja valtakunnalliset sijoitukset koostuvat osakesijoituksista listaamattomiin yhtiöihin sekä pidempiaikaisesta lainarahoituksesta (vaihtovelkakirja-, pääoma- ja juniorilainat) ja lyhytaikaisesta (enintään 24 kk) siltarahoituksesta.

Sijoitettava summa voi vaihdella alueellisissa sijoituksissa 0,1-5,0 MEUR:n välillä ja valtakunnallisissa sijoituksissa 1,0-5,0 MEUR:n välillä, jolloin yksittäisillä kohteilla ei ole portfolioissa huomattavan suurta painoarvoa. Tyypillinen sijoitusaika alueellisissa sijoituksissa on 5-7 vuotta ja valtakunnallisissa sijoituksissa 5-10 vuotta ja hyvissä osingonmaksajissa jopa tätä pidempi. Toimialarajoituksia kohdeyhtiöiden valinnassa ei ole.

Sijoitusstrategia

Osuuskunnan sijoitusstrategiana on alueen (Keski- ja Pohjois-Pohjanmaa) elinkeinoelämän toimintaedellytysten vahvistaminen ja tätä toteutetaan alueellisen sijoitustoiminnan kautta. Alueellisesti Arvolla on arviomme mukaan etulyöntiasema potentiaalisia kohteita haarukoitaessa. Toisaalta osin alueellinen strategia rajaa kuitenkin selvästi yhtiölle potentiaalisten sijoituskohteiden avaruutta, minkä takia kokonaisuutena alueellinen strategia on mielestämme mieluummin lievä heikkous kuin mahdollisuus. Valtakunnallisilla sijoituksilla ja finanssisijoituksilla Arvo pyrkii hajauttamaan sijoitussalkkuaan ja niiden tarkoituksena on myös kerryttää kassavirtaa vuotuista voitonjakoa varten.

Arvon sijoituskohteet ovat pk-yrityksiä, joiden selvästi tärkein toiminta-alue on Suomi. Näin ollen Arvon sijoitussalkun menestys on myös osin Suomen talouden kehityksestä kiinni.

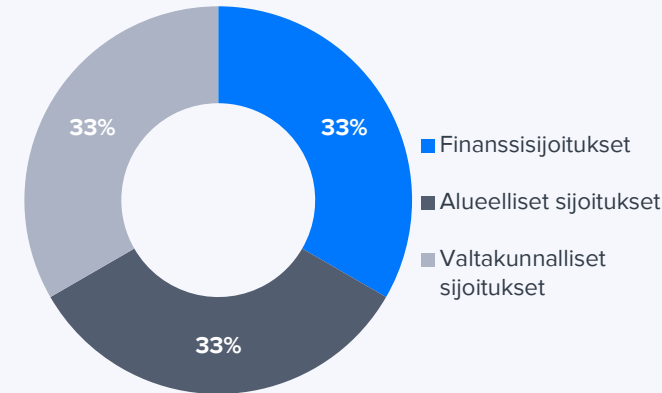
Konsernitasolla Arvo osuuskunta tavoittelee sijoitusjakaumaa, jossa varallisuus jakautuisi vuonna 2025 tasan (1/3) kaikkien omaisuusluokkien (finanssisijoitukset, alueelliset sijoitukset ja valtakunnalliset sijoitukset) välille. Tällä allokatiolla Arvo tavoittelee vuotuista 5-7 % sijoitustuoton saavuttamista normaalissa markkinatilanteessa yli ajan. Mielestämme kyseisellä allokatiolla Arvolla on edellytykset pitää kassavirta osuuskoron maksun näkökulmasta riittävänä sekä toisaalta kasvattaa tasesubstanssia onnistuneiden sijoitusten arvonnousun kautta. Arvon tasesubstanssin kasvua rajoittaa kuitenkin merkittävästi sen varsin vuolas voitonjakopolitiikka.

Osuuskunnan tavoitetasoon on vielä reilusti matkaa, sillä sijoitusten jakauma oli vielä 6/2020 lopussa selvästi painottunut finanssisijoituksiin (62 % portfolioista). Vaikka Arvo raportoi sijoitusportfolionsa kyseisellä tavalla, tarkastelemme osuuskunnan käypää arvoa määrittäessämme sijoituksia omaisuuslajeittain (finanssisijoitukset, listaamattomat osakesijoitukset ja lainarahoitus listaamattomille yrityksille).

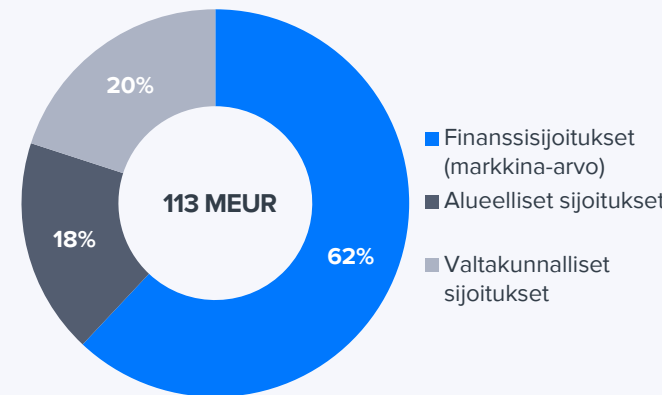
Arvo on vähemmistösjoittaja

Arvo on sijoitusstrategiassaan tietoisesti valinnut vähemmistösjoittajan roolin suorissa osakesijoituksissa kohdeyhtiöihin, eikä osuuskunnalla ole toistaiseksi tarkoitusta lähteä hankkimaan kohdeyhtiöistään enemmistöosuuksia. Arvo on päätenyt tähän ratkaisuun salkun riskienhallinnan näkökulmasta.

Sijoitussalkun tavoiteallokaatio 2025



Sijoitusten jakauma 6/2020



Yhtiökuvaus ja sijoitusprosessi 3/3

Ymmärtääksemme myös useimmat pääomasijoittajat tavoittelevat kohdeyhtiöistä enemmistöosuutta sekä päätösvaltaa. Joillekin yrityksille ja yrittäjille vähemmistösijoittaja voi olla myös päätösvaltaa hakevaa enemmistösijoittajaa matalamman kynnyksen yhteistyökumppani. Mielestämme erottautumisen tavoittelu sijoittajana on positiivista, sillä yleisesti kilpailu hyvistä ja kehityskelpoisista sijoituskohteista on mm. keskuspankkien ylläpitämän korkean likviditeetin takia kovaa. Siten hyvien ja kohtuuhintaisten kohteiden löytäminen on arviomme mukaan sijoittajille kasvava haaste, jonka ratkaisemisessa onnistuminen on tulevaisuuden tuottojen kannalta yksi keskeisimpiä asioita.

Osuuskunta ei ole kuitenkaan sulkenut mahdollisuutta, että se yhdistäisi voimiaan enemmistöä hakevan pääomasijoittajan kanssa ja lähtisi ostokohteeseen vähemmistösijoittajaksi ja on tehnytkin yhteistyötä pääomasijoittajien kanssa (mm. CapMan Growth Equity, Tesi, Helmet Capital). Lisäksi Arvo osallistuu tyypillisesti omistustaan vastaavalla äänimäärällä yhtiöiden kehittämiseen hallitustyöskentelyn kautta.

Tämän lisäksi Arvo tarjoaa kohdeyhtiöilleen rahoitusta oman ja/tai vieraan pääoman ehtoisen (pääasiallisesti vaihtovelkakirjalainoina tai lyhytaikaisena siltarahoituksena) instrumentin kautta, koska osuuskunta on havainnut, että suurin osa pääomasijoittajista on lukkiutunut private equity -tyyppiseen sijoitustoimintaan ja pk-yrityksillä on kysyntää myös muunlaiselle rahoitukselle. Velkasijoituksilla Arvo saa luonnollisesti myös vuotuista kassavirtaa osuuskorkojen maksuun, mikä on positiivista yhtiön tavoitteiden kannalta. Lisäksi kassavirtatuotto vähentää Arvolta painetta

kierrättää pääomaa sijoituskohteesta toiseen ja mahdollistaa pykälän pitkäjänteisemmän sijoitustoiminnan.

Sijoitusprosessi

Arvon sijoitusprosessi etenee yleensä siten, että sijoituskohteet nousevat esille osuuskunnan oman aktiivisuuden tai yhteistyöverkoston kautta. Arvo on pyrkinyt rakentamaan sijoitussalkkunsu sisälle arvoketjua, joka tuo potentiaalisia sijoituskohteita Arvon tietoisuuteen ja myös Arvoa tutuksi kohteille. Arvoketjun alkupään muodostavat Fundun sekä Innovatorin hallinnoimat rahastot, joihin Arvo on sijoittanut. Nämä rahastot sijoittavat varhaisen vaiheen teknologiayhtiöihin ja Arvo voikin ohjata nykystrategiansa ulkopuolelle jäävät varhaisen vaiheen yhtiöt rahastojen tietoisuuteen. Näissä yhtiöt pääsevät kasvamaan ja kypsyään Arvoa tai sen osakkuusyhtiö Nordic Optionia kiinnostavaan kokoluokkaan ja toisaalta myös Arvo pääsee omistustensa kautta tutustumaan kohteisiin ja sulattelemaan mahdollisuutta yhteistyön syventymiseen. Tämän jälkeen arvoketjun muodostavat Arvon osakkuusyhtiö Nordic Option sekä Arvon omat sijoitukset listaamattomiin yrityksiin. Nordic Optionin sijoitukset muodostuvat kasvuvaiheen listaamattomista teknologiayrityksistä etenkin Pohjois-Suomen alueella. Arvon omat sijoitukset ovat puolestaan perinteisesti keskittyneet vahvasti rakennus- ja teollisuussektorille, mutta viime aikoina suorissa sijoituksissa on pyritty vähentämään toimialapainoa ja suhtaudummekin tähän myönteisesti. Arvoketjun loppupään muodostaa puolestaan finanssisijoitukset, jotka keskittyvät yleisesti jo vakaampiin pörssilistattuihin toimijoihin.

Potentiaalisen kohteen löytymisen jälkeen Arvon sijoitustyöryhmä suodattaa osuuskunnan hallitukselle hankkeita, jotka se käsittelee ja hyväksyy tai hylkää. Jos esitys hyväksytään, tästä seuraa usein aiesopimus, jonka jälkeen esitys palautuu takaisin sijoitustyöryhmälle, joka suorittaa yhdessä tai ulkopuolisen tahon kanssa vielä tarkemmat arvioinnit sijoituskohteesta (mm. due dilligence). Tämän jälkeen esitys palautuu vielä hallituksen käsiteltäväksi, minkä jälkeen lopullinen sopimus voidaan solmia, jos hallitus hyväksyy esityksen. Koko prosessiin yhden kohteen osalta menee yleensä vähintään 2-3 kuukautta (joissakin suoraviivaisissa ja rahalliselta arvoltaan vähäisissä sijoituksessa toiminta voi olla nopeampaankin), joten Arvo saa päätöksiä aikaan verrattain nopeasti ja tästä voi olla osuuskunnalle ainakin tietyissä tapauksissa etua.

Arvon tavoitteena olisi vuositasona tehdä 3-5 uutta sijoitusta, mikä edellyttää kuitenkin, että myös luopumisia vanhoista kohdeyhtiöistä tulee suurin piirtein yhtä monta. Pidämme kuitenkin myös luopumisia tärkeinä, sillä jatkuvat kassavirtatuotot eivät riitä nykyisen osuuskoron maksun ylläpitämiseen vaan tähän tarvitaan myös onnistuneista sijoituksista kertyneitä myyntivoittoja. Pääoman kierrätystarpeen takia mielestämme on myös tärkeää, että Arvolla on salkussaan eri vaiheissa eteneviä kohteita, jotta vetäytymiset ja uudet sijoitukset on mahdollista toteuttaa yritysten elinkaarten perspektiivistä jokseenkin optimaalisissa vaiheissa. Uusissa sijoituksissa fokusalueena on etenkin alueelliset sijoitukset, mikä on luonnollista yhtiön portfolion nykyinen allokaatio ja tavoitetaso huomioiden.

Arvon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



Finanssisijoitukset 1/5

Finanssisijoitukset suurin osuus portfolioista

Merkittävin osuus Arvon sijoitusportfolioista muodostuu julkisesti noteeratuista arvopaperisijoituksista, joiden painoarvo oli kesäkuun 2020 lopussa noin 62 % koko portfolioista. Siten finanssisijoitusten markkina-arvo oli kesäkuun lopussa 69,8 MEUR. Finanssisalkun sisältö koostuu osakesijoituksista, korkosijoituksista sekä vaihtoehtoisista sijoituskohteista. Arvo-konsernin finanssisijoituksista vastaavat osuuskunnan ja tytäryhtiö Arvo Invest Nordicin oma henkilökunta, minkä lisäksi osuuskunnalla on kaksi täyden valtakirjan salkunhoitajaa (Danske Varainhoito ja Nordea Investment Management).

Sijoituspolitiikka

Osuuskunnan sekä Arvo Invest Nordicin sijoituspolitiikat vastaavat hyvin pitkälti toisiaan Poliitikkojen mukaan:

- Neutraalissa sijoitusallokaatiossa sijoitusten jakauma on 40 % osakeisiin, 30 % korkopapereihin (2/3 yrityslainoihin) ja 30 % vaihtoehtoisiin sijoituksiin
- Neutraalissa sijoitusallokaatiossa 90 % sijoituksista on euromääräisiä
- Likvideille rahamarkkinoille sijoitettuna on vähintään 1 % salkusta ja
- Lähtökohtaisesti Arvo ei käy päiväkauppaa (Arvo Invest Nordic voi käydä poikkeustilanteessa)

Eri omaisuuslajeille on sijoituspolitiikassa määritelty vielä tiukempia rajauksia, joista olemme tehneet listauksen olennaisimpien kohtien osalta.

Osakesijoitukset

- Sijoituksia voidaan tehdä listattuihin osakkeisiin, osakerahastoihin sekä ETF-indeksirahastoihin.
- Tasapainoinen toimialahajautus.

Yksittäistä suoraa osakesijoitusta koskevat rajoitteet:

- Sijoituskohteeseen tehtävän sijoituksen enimmäismäärä 5 % koko salkusta (Arvo Invest Nordic 7,5 %)
- Kohteen markkina-arvo lähtökohtaisesti yli 250 MEUR
- Osakkeella oltava riittävä likviditeetti
- Yhtiöllä hyvä osingonmaksukyky ja -historia
- Yhtiöllä on vahva tase
- Yhtiöllä on vahva markkina-asema
- Jos sijoituskohde ei täytä kriteereitä, se tulee myydä pois

Korkosijoitukset

- Sijoituksia voidaan tehdä mm. rahamarkkinatalletuksiin, valtion velkakirjoihin, yrityslainoihin tai näihin sijoittaviin korkorahastoihin tai ETF-rahastoihin
- Suorat joukkovelkakirjalainat pyritään pitämään salkussa eräänymiseen saakka
- Yksittäisen liikkeeseenlaskijan velkakirjaan tehtävän sijoituksen enimmäismäärä 5 % (Arvo Invest Nordic 7,5 %)
- High Yield -luokituksen korkosijoituksiin enintään 1 % (Arvo Invest Nordic 3 %)

- Korkopaperiin ilman luottoluokitusta enintään 1 % (Arvo Invest Nordic 5 %)

Vaihtoehtoiset sijoitukset

- Sijoituksia voidaan tehdä mm. hedge-rahastoihin, kiinteistö- ja raaka-ainerahastoihin, erikoissijoitusrahastoihin, listaamattomien yhtiöiden yritysainoihin sekä vaihtoehtoisiin sijoituskohteisiin sijoittaviin ETF-rahastoihin
- Sijoituskohteeseen tehtävän sijoituksen enimmäismäärä 3 % koko salkusta (Arvo Invest Nordic 7,5 %)

Finanssisalkun sisältö

Olemme käyneet finanssisalkun sisältöä tarkemmin läpi Arvon 11/2020-sijoitusraportista (yksityiskohtainen sijoitusraportti ei ole julkinen) osuuskunnan toiveesta. Finanssisijoitusten markkina-arvo oli marraskuun 2020 lopussa 71,6 MEUR (vrt. Arvon H1-raportin mukaan finanssisalkun arvo oli 6/2020 lopussa 69,8 MEUR). Allokaatio finanssisalkussa oli pysynyt hyvin samana suhteessa kesäkuun loppuun ja salkun arvon lievä noin 3 %:n nousu suhteessa kesäkuun lopun tilanteeseen on johtunut pääomamarkkinan hyvästä kesän ja syksyn kehityksestä. Salkun varallisuudesta isoin osuus (45 %) oli täyden valtakirjan salkunhoitajien hallinnoitavana. Salkun loppuosuus jakautui omaisuuslajeittain: osakesijoitukset 19 %, korkosijoitukset 19 %, kiinteistösijoitukset 12 % ja muut vaihtoehtoiset sijoitukset 5 %. Syyskuun lopussa finanssisalkun sijoituksista 87 % oli euromääräisiä sijoituksia, mikä on hieman alle Arvon tavoitteleman neutraalin sijoitusallokaation valuuttajakauman. Tästä huolimatta valuuttariski Arvon finanssisijoitusten osalta on arviomme mukaan hyvin rajallinen.

Finanssisijoitukset 2/5

Mielestämme Arvon finanssisijoitukset ovat hajautettu laajalti eri omaisuuslajien välille. Sijoitukset ovat myös hajautettu maantieteellisesti sekä eri toimialojen välille. Profiililtaan Arvon finanssisalkku on suhteellisen matalariskinen ja vahvasti niistä saatavan kassavirtaan keskittynyt (osingot ja korot). Tämä vastaa Arvon sijoitusstrategiaa, mutta toisaalta myös osittain rajaa finanssisijoitusten tuotto-odotusta.

Avaamme hieman finanssisalkun sisältöä omaisuuslajeittain. Emme silti ota kantaa yksittäisiin sijoituskohteisiin salkussa eikä yksittäisillä kohteilla ole erittäin hajautetussa salkussa käytännön merkitystä portfolion kokoluokka huomioiden.

Osakesijoitukset

Arvon finanssisalkun osakesijoitukset (13,7 MEUR, ei sis. täyden valtakin salkkujen osakesijoituksia) koostuvat sekä suorista osakesijoituksista kotimaisiin ja ulkomaisiin osakkeisiin sekä osake- ja ETF-rahastoihin. ETF-rahastosijoitukset ovat suurin yksittäinen erä (6,0 MEUR) Arvon osakesijoituksista. ETF-sijoitukset on tehty hajautetusti suurimpiin indekseihin ympäri maailmaa. ETF-rahastojen tuotto-odotus on laajan maantieteellisen hajautuksen johdosta noin globaalin (sis. kehittyvät markkinat) indeksituoton tasolla, mutta tulevaisuuden indeksituoton tasoa on toki hyvin vaikea ennustaa varsinkaan lyhyellä aikavälillä. Historiallisesti MSCI ACWI -indeksin vuosittainen tuotto on ollut noin 5,9 % vuodesta 2001 alkaen, mikä mielestämme antaa kohtuullista lähtökohtaa tulevaisuuden pitkän ajan tuottotason arviointiin.

Osakerahastosijoitukset vastaavat mielestämme

luonteeltaan hyvin Arvon sijoituspolitiikka ja ne ovat luonnollinen osa Arvon osakeportfolion hajautusta. Rahastot koostuvat ymmärtääksemme suurista globaaleista yhtiöistä ja ainakin osa näistä on vakaita osingonmaksajia.

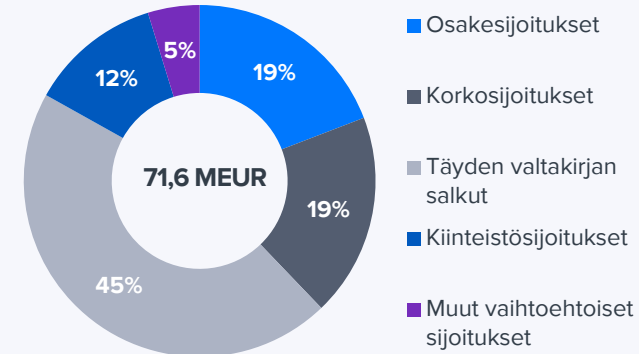
Suorat kotimaiset sijoitukset ovat kohdistuneet lähinnä Large Cap -osakkeisiin hajautetusti eri toimialoille. Profiililtaan sijoituskohteet ovat mielestämme suhteellisen defensiivisiä ja yhtiöt ovat historiallisesti olleet vakaita osingonmaksajia. Arviomme mukaan Arvo on pääosin noudattanut omaa sijoituspolitiikkaansa osakesijoitusten kohteiden valinnan suhteen. Syyskuun lopussa suorien osakesijoitusten joukossa oli mielestämme kuitenkin kaksi pienehköä kohdetta, jotka eivät mielestämme täytä sijoituspolitiikan kriteereitä. Niiden merkitys kokonaisuuden kannalta on kuitenkin vähäinen.

Mielestämme tämän hetken salkkuyhtiöiden kehityksen voidaan tulevaisuudessa odottaa kehittyvän hyvin samansuuntaisesti OMXH25-indeksin kanssa (keskimääräinen vuosituotto ollut noin 7 % ilman osinkoja vuosina 1990-2020) ja niistä saatavan osinkotuoton ylittävän hieman Helsingin pörssin keskiarvon tulevina vuosina. Suorat ulkomaiset osakesijoitukset ovat arviomme mukaan sekä profiililtaan että tuotto-odotukseltaan suurin piirtein samalla tasolla suomalaisten osakkeiden kanssa.

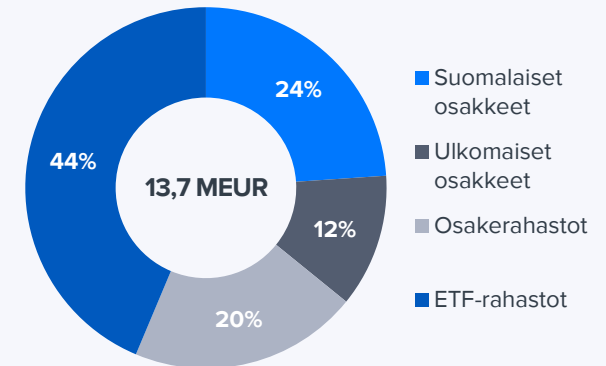
Korkosijoitukset

Arvon 11/2020-sijoitusraportin mukaan sen yhteensä noin 13,4 MEUR:n korkosijoituksista 8,5 MEUR oli sijoitettu likvideihin rahamarkkinatalletuksiin..

Finanssisalkun allokaatio 11/2020



Osakesijoitusten allokaatio 11/2020



Finanssisijoitukset 3/5

Tämän lisäksi Arvo oli tehnyt yritysten laskemiin JVK-lainoihin yhteensä noin 3,5 MEUR:n sijoitukset. Kuponkikorot lainoissa vaihtelivat 3-9 %:n välillä

Yrityslainaportfolio koostui mielestämme suhteellisen turvallisista eri toimialoille hajautetuista yhtiöistä lukuun ottamatta pientä osuutta portfolioista, joka oli sijoitettu yhdelle koronapandemian pahiten runtelemista toimialoista. Näiden yhtiöiden lainoihin liittyvät riskit ovat mielestämme edelleen jossain määrin koholla. ETF-lainasijoitukset on tehty globaaleille lainamarkkinoille ja näiden riskiprofiiliin uskomme olevan suhteellisen maltillinen. Arvon itse hallinnoiman korkosalkun duraatio oli syyskuun lopussa hieman alle vuoden, mikä on mielestämme todella matala taso ja kuvastaa, kuinka suurin osa sijoituksista (63 %) oli talletettuna lyhyen aikavälin vähäriskisiin ja likvideihin rahamarkkinasijoituksiin. Kaikkien korkosijoitusten (sis. täyden valtakirjan salkkujen korkosijoitukset) keskimääräinen duraatio oli syyskuun lopussa puolestaan noin 3,1 vuotta, mikä on mielestämme myös suhteellisen matalalla tasolla ja kuvastaa Arvon riskiprofiilia finanssisijoitusten osalta.

Täyden valtakirjan salkut

Arvo teki varainhoitosopimukset Danske Bankin ja Nordean kanssa vuonna 2013, kun sijoitustoimintaa aloitettiin harjoittamaan ICT-liiketoiminnan myynnin jälkeen. Sijoituksista vastaavat varainhoitajien salkunhoitajat Arvon kanssa sovittujen periaatteiden mukaisesti. Arvon sijoituspolitiikan mukaisesti täyden palvelun varainhoidossa salkut jakaantuvat korkorahastojen ja osakerahastojen välille 50 % / 50 %. Täyden

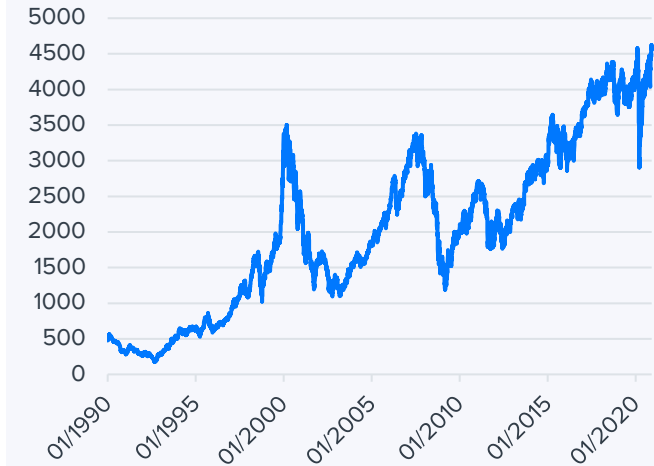
valtakirjan varainhoidossa taktinen allokaatio (sijoituskohteiden valinta ja ajoittaminen) on kuitenkin sopimuksen mukaisesti varainhoitajan vastuulla. Syyskuun lopussa 2020 täyden valtakirjan salkuissa osakepaino oli hieman koholla (n. 57 %), joka arviomme mukaan johtui ainakin osittain osakemarkkinoiden viimeaikaisesta myönteisestä kehityksestä.

Molempien täyden valtakirjan salkkujen keskimääräiset vuosituotot ovat olleet noin 5 %:n tasolla alkuperäisten sijoitusten tekohetkestä syyskuun loppuun 2020. Arviomme mukaan täyden valtakirjan salkkujen tulevaisuuden tuotto-odotus on suurin piirtein historiallisella tasolla ja samalla tasolla (tai hieman korkeammalla) Arvon suorien sijoitusten kanssa. Arvo on vuosien saatossa tehnyt nostoja myös täyden valtakirjan salkuistaan tavoiteallokaationsa saavuttamiseksi. Syyskuun lopussa täyden valtakirjan salkkujen varallisuus (32,4 MEUR) oli jakautunut käytännössä tasan Danske Bankin ja Nordean välille.

Kiinteistösijoitukset ja muut vaihtoehtoiset sijoitukset

Vaihtoehtoisten sijoitusten arvosta merkittävä osuus muodostuu kiinteistösijoituksista (8,7 MEUR), jotka on tehty Evli Vuokratuotto -rahaston kautta. Arvo oli syksyn 2020 aikana keventänyt omistustaan rahastossa noin 2 MEUR:n arvosta. Evli Vuokratuotto -rahaston historiallinen vuosituotto on ollut korkea 6 %, mutta lähivuosina tuottotaso tulee arviomme mukaan jäämään jonkun verran tämän tason alapuolelle 3-4 %:iin viime vuosina heikentyneiden kiinteistöjen tuotto-odotusten kanssa. Muut vaihtoehtoiset sijoitukset

OMXH 25-hintaindeksin kehitys



Helsingin pörssin osinkotuotto-%



Finanssisijoitukset 4/5

(3,7 MEUR) pitävät sisällään erilaisia vaihtoehtoisii sijoituskohteisiin sijoittavia rahastoja mm. Fundun ja Innovestorin private equity -rahastot sekä listaamattomien yritysten yritysrahoitust. Mielestämme vaihtoehtoiset sijoitukset täydentävät hyvin Arvon laajalle hajautettua finanssisijoitusten portfoliota.

Finanssisijoitusten kassavirta keskiössä osuuskoron maksun kannalta

Arvo Sijoitusosuuskunnan tarkoituksena on jakaa merkittävä osuus tilikauden tuloksesta omistajilleen osuuskorkona ja tämän maksamisessa korostuu finanssisijoituksista saatava kassavirta osinkojen, korkojen ja mahdollisten lunastusten kautta. Viime vuosina Arvo on käsityksemme mukaan nostanut saadut osingot ja korot finanssisalkusta ulos ja tehnyt myös joitakin omaisuuden myyntejä. Finanssisijoitusten myynnit liittyvät Arvon strategiseen tavoiteallokaation saavuttamiseen, jossa finanssisijoitusten määrää on tavoitteena laskea kolmasosaan koko sijoitusvarallisuudesta. Finanssisijoituksista saatavaa kassavirtaa Arvo voi käyttää myös alueellisten ja valtakunnallisten sijoitusten rahoittamiseen, mille finanssisalkun omaisuuserien keskimäärin muuta portfoliota selvästi korkeampi likviditeetti luo hyvää pohjaa.

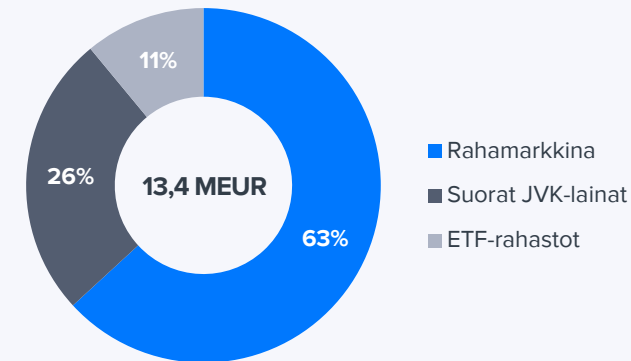
Arvon tekemien finanssisijoitusten määrä (tasearvo) on laskenut vuosien 2014-2019 välillä hieman alle 70 MEUR:sta hieman alle 60 MEUR:oon tehtyjen lunastusten takia, joilla Arvo pyrkii saavuttamaan tavoiteallokaationsa. Sijoitusten käyvät arvot (markkina-arvot) ovat

ylittäneet jokaisena vuonna niiden tasearvon ja vuoden 2019 lopussa finanssisijoitusten käyvät arvot ylittivät tasearvot noin 10 MEUR:lla (6/2020-tilanteessa noin 12,7 MEUR). Tällä tavoin ei voida kuitenkaan suoraan arvioida Arvon finanssisijoitusten menestystä, koska tässä huomioiduksi eivät tule likvidoinneista saatavat myyntivoitot/-tappiot tai uusien sijoitusten ajankohta, jotka muuttavat sijoitusten tasearvon ja markkina-arvon suhdetta. Myöskään tällä tavoin osingot tai korot eivät tule huomioiduksi.

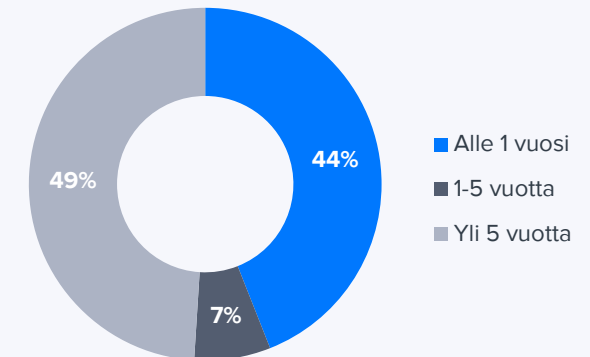
Arvo-konserni merkittävä osakkeenomistaja Partnerassa

Arvo-konsernilla on myös Arvo Sijoitusosuuskunnan sekä tytäryhtiö Arvo Invest Nordicin kautta yhteensä n. 10,8 % omistusosuus Partnerassa (sijoituksen markkina-arvo 7,4 MEUR), joka listautui Nasdaq Helsingin First North -listalle syyskuussa 2020. Partnera raportoitii 6/2020-luvuissa valtakunnallisissa listaamattomissa osakesijoituksissa. Arvo tulee myös jatkossa käsittelemään sijoitustaan valtakunnallisena sijoituksena (listautumisesta huolimatta) sijoituksen luonteen takia. Partnera-sijoituksen luonne eroaa Arvon kannalta merkittävästi muista finanssisalkun osakesijoituksista, sillä Arvon suhteellinen omistusosuus on Partnerassa huomattavasti korkeampi kuin muissa finanssisalkun yhtiöissä (vrt. Arvo omistaa Partnerasta 10,8 %, kun taas muissa finanssisalkun yhtiöistä suhteellinen omistus on marginaalinen). Lisäksi Partnera ei täytä kaikkia muitakaan Arvon finanssisijoituksilta vaadittavia ominaisuuksia (markkina-arvon ja likviditeetin osalta).

Korkosijoitusten allokaatio 11/2020



Korkosalkun duraatio



Finanssisijoitukset 5/5

Sijoittajan on hyvä huomioida, että tarkastelemme raportissa Arvon sijoituksia omaisuuslajeittain ja tästä syystä käsittelemme Partneraa finanssisijoitusten yhteydessä, vaikka Arvo omassa raportoinnissaan tullee sisällyttämään sen myös jatkossa osaksi valtakunnallisia sijoituksia. Käsittelemme Partneraa finanssisijoituksena, koska kyseessä on nykyään julkisesti noteerattu yhtiö ja Arvon käyvän arvon määrittelyssä käytämme Partneran viimeisintä markkina-arvoa.

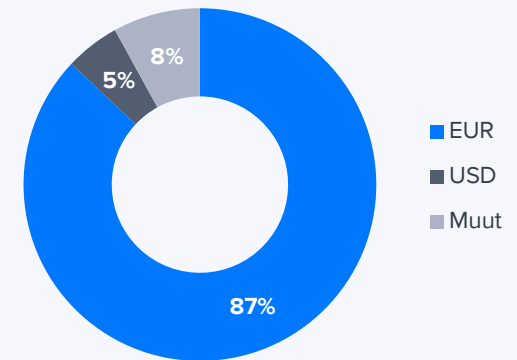
Finanssisijoitusten arvon määrittäminen

Arviomme mukaan sijoitussalkun suorien osakesijoitusten ja osakerahastojen voi olettaa tuottavan jokseenkin samassa tahdissa aiemmin mainitun Helsingin pörssin OMXH25-indeksin kanssa. Finanssisalkun suorien osakesijoitusten osinkotuottojen arvioimme olevan noin Helsingin Pörssin keskimääräisten osinkotuottojen tasolla (ulkomaiset osakkeiden osinkotuotot suomalaisia alemmalla tasolla). ETF-osakerahastojen tuotto-odotukset vastaavat alueellisia indeksituottoja (sisältää myös sijoituksia kehittyville markkinoille) ja näiden tuotto-odotus vastaa mielestämme suhteellisen hyvin MSCI ACWI -indeksiä. Näistä saa mielestämme kohtuullista kuvaa markkinasalkun osakekomponenttien tuottopotentialista, mutta lyhyellä tähtäimellä tuotto voi tuki heilua rajustikin molempiin suuntiin markkinoiden mukana. Sen sijaan korkosijoitusten kuponkikoroista saatava korkotuotto on tämän hetken portfoliolla noin 5 %:n tasolla.

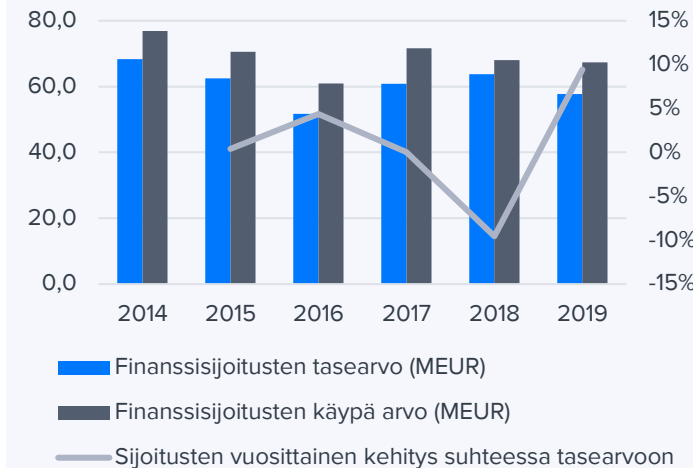
Arvostamme Arvon käypää arvoa laskiessamme

finanssisijoitukset 11/2020-sijoitusraportin markkina-arvojen perusteella 71,6 MEUR:oon, johon lisäämme Partnera-omistuksen 7,4 MEUR käyttäen viimeisintä markkinahintaa (21.12.2020). Osakesijoitusten markkina-arvo on saattanut muuttua tämän jälkeen hieman, mutta emme usko tämän kuitenkaan olennaisesti muuttaneen finanssisijoitusten arvoa marraskuun lopun tilanteesta (emme myöskään voi tietää finanssisalkusta mahdollisesti tehdyistä lunastuksista). Arvon koko portfolio huomioiden emme usko mahdollisen eron olevan merkittävä ja siten käänteentekevä osuuden arvonmäärityksen tai sijoittajan sijoituspäätöksen kannalta.

Finanssisalkun valuuttajakauma 11/2020



Finanssisijoitusten kehitys



Partnera

Partnera on Arvolle merkittävä sijoituskohde arvonsa johdosta ja kuuluu osaksi Arvon valtakunnallisia sijoituksia. Partneran historiallisesti vahvan osingonmaksukyvyyn takia emme arvioi, että irtaantuminen lähitulevaisuudessa on todennäköistä.

Yhtiökuvaus

Partnera on liiketoimintakonserni, jonka emoyhtiö Partnera Oyj on sijoitusyhtiö, joka vastaa liiketoimintakonsernin kehittämistä ja uusien omistuskohteiden hankinnasta. Partneralla on tällä hetkellä neljä kohdeyhtiötä.

Sijoitustarina

Arvo-konserni omistaa Partnerasta yhteensä 10,76 % osuuden tytäryhtiö Arvo Invest Nordicin (10,19 %) ja Arvo Sijoitusosuuskunnan (0,57 %) kautta. Partnera omistaa Arvon omistusyhteisyrittäjä Nordic Optionista vastaavan osuuden Arvon kanssa (~34 %).

Liiketoimintamalli

Partnera sijoittaa pääasiassa omasta taseestaan yksityisen ja julkisen sektorin rajapinnassa toimiviin listaamattomiin yrityksiin. Partnera pyrkii olemaan vaikuttavuussijoittaja ja sen omistamat yhtiöt tuottavat palveluita ja tuotteita megatrendien (kuluttajien arvomaailman muuttuminen, väestön keskittyminen ja digitalisaatio) ympärille.

Kilpailuetu

Partnera on käytännössä sijoitusyhtiö, jonka kilpailuetu perustuu siihen, että se löytää hyviä sijoituskohteita markkinoilta edulliseen hintaan ja hyötyy sijoituskohteiden arvonnoususta myyntihetkellä.

Arvio tulokasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



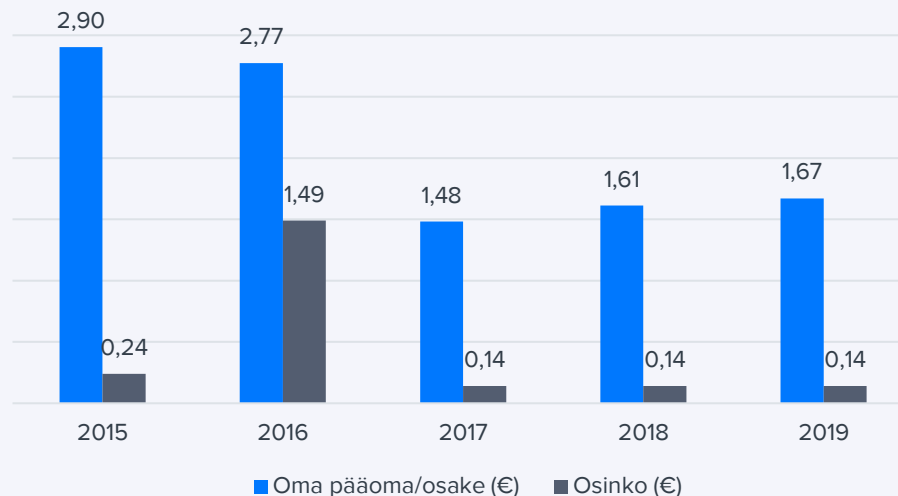
MCAP
68,8
MEUR

Arvon
omistusosuus
10,8 %
(30.11.2020)

Omistus
7,4
MEUR

Avainluvut:

Oman pääoman ja osingon kehitys



Arvoajurit

- Sijoituskohteiden kannattava kasvu on pitkällä aikavälillä kriittinen ajuri
- Onnistuneet yritysjärjestelyt
- Osakkeen likviditeetin parantuminen
- Vahva osinkotuotto



Riskitekijät

- Sijoituskohteiden heikko kehitys
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Kiristynyt kilpailu sijoituskohteista
- Suomen talouden merkittävä heikentyminen



Arvostus

- Partnera hinnoitellaan Helsingin pörssissä n. 1,0 P/B-kertoimella, joka on sijoitusyhtiölle mielestämme suhteellisen neutraali arvostustaso
- Tämän hetken osakkeen hinnalla osinkotuotto lähes 8 % viimeisen kolmen vuoden keskimääräisellä osingolla (0,14 euroa/osake)

Listaamattomat osakesijoitukset 1/2

Valtakunnalliset sijoitukset hallitsevat portfoliota

Arvo raportoi 6/2020 julkaistussa puolivuositarkastuksessaan, että osuuskunnan sijoitukset listaamattomiin osakkeisiin oli yhteensä 23,7 MEUR. Tästä summasta noin 75 % muodostui valtakunnallisista suorista osakesijoituksista listaamattomiin yhtiöihin (sisältäen Partnera-omistuksen, joka oli arviolta 7-8 MEUR kokonaisuudesta) ja 25 % alueellisista sijoituksista. Arvo teki puolivuositarkastuksen jälkeen 2 MEUR:n osakesijoituksen Valve Groupiin, joka on osa valtakunnallisia sijoituksia ja tämän sekä Partneran listautumisen myötä valtakunnallisten sijoitusten osuus on tällä hetkellä arviomme mukaan noin 2/3 listaamattomista osakesijoituksista.

Sijoitukset koostuvat vähemmistöosuuksista kohdeyhtiöistä (pl. San Group), mikä on myös Arvon sijoitusstrategian mukaista. Arvo lähtee lähtökohtaisesti alueellisiin ja valtakunnallisiin sijoituksiin aina vähemmistösijoittajana ja/tai mahdollisesti jonkin toisen pääomasijoittajan kanssa yhdessä enemmistöksi. Arvo on pyrkinyt luomaan sijoituksilleen arvoketjua siten, että osuuskunta tekee start up -vaiheen yhtiöihin sijoitukset epäsuorasti Fundun ja Innovestorin ylläpitämien rahastojen kautta. Näin ollen Arvo pystyy tarjoamaan ratkaisuja myös yhtiön nykystrategian ulkopuolelle jäävien varhaisemman vaiheen yhtiölle. Kehityksen onnistuessa nämä kohteet voivat myös kasvaa myöhemmin Arvoa kiinnostavaan kokoluokkaan, jolloin Arvo voisi mahdollisesti auttaa yhtiöitä myöhempien rahoitustarpeiden kattamisesta omasta taseestaan tehtävillä sijoituksella. Teknologiasektorin kasvuvaiheen listaamattomiin yhtiöihin sijoitukset tehdään käytännössä omistusyhteisyrittäjä Nordic

Optionin kautta (Arvon sekä Partneran omistusosuus Nordic Optionista myös 34 %).

Historiallisesti Arvon omassa listaamattomien osakesijoitusten salkussa rakentamisen ja teollisuussektorin paino on ollut korkea. Viime aikoina suorissa sijoituksissa on pyritty purkamaan toimialapainoa ja viimeisimmät sijoitukset ovatkin Arvon osalta kohdistuneet palveluliiketoiminnan yrityksiin (suora osakesijoitus markkinointi- ja viestintäyhtiö Valve Group:iin sekä vvk-lainasijoitus konsulttitoimisto Korkia Oy:öön), mitä pidämme järkevänä muun muassa portfolion syklisyyden hallinnan näkökulmasta. Arvon irtaantumiset listaamattomissa kohdeyhtiöissä ovat tähän mennessä olleet pieniä ja osuuksien myynnit ovat kohdistuneet lähinnä kohdeyhtiöiden johdolle. Näin ollen Arvon sijoitusstrategian näyttöihin on vaikea ottaa vielä tarkemmin kantaa, mutta jatkossa toki irtautumisia pitäisi tulla enemmän, sillä portfoliossa on ollut useita 3-4 vuotta salkussa olleita kohteita. Näin ollen sijoittajien kannattaa jatkossa seurata tarkasti irtautumishintoja ja sijoituksilla saatuja tuottoja.

Arvon merkittävimmät listaamattomat osakesijoitukset

Arvon merkittävimmät listaamattomat osakesijoitukset muodostuvat mielestämme kahdesta alueellisesta sijoituksesta (Keliber ja Lapwall) sekä kolmesta valtakunnallisesta sijoituksesta (Nordic Option, RealMachinery ja Valve Group). Arviomme merkittävyydestä perustuvat kohdeyhtiöiden kokoon, Arvon omistusosuuteen kohdeyhtiöissä sekä näiden arvonluontipotentialiin.

Merkittävät alueelliset listaamattomat osakesijoitukset*



LapWall

Merkittävät valtakunnalliset listaamattomat osakesijoitukset*

RealMachinery



* Inderesin arvio sijoitusten merkittävyydestä

Listamattomat osakesijoitukset 2/2

Suoritamme näille kaikille viidelle yhtiölle erillisen arvonmäärityksen, joita käytämme myös osien summa -laskelmissamme määrittäessämme Arvo Sijoitusosuuskunnan käypää arvoa. Yksittäisten yhtiöiden arvonmäärityksessä on hyvä huomioida, että arvonmääritykset ovat subjektiivisia näkemyksiämme liiketoiminnoille itsenäisinä yhtiönä track-recordeihin ja rajallisella näkyvyydellä tehtyihin lyhyen aikavälin ennusteisiin pohjautuen. Esimerkiksi yritysjärjestelytilanteissa yhtiöiden arvo voi tietyntyyppiselle vastapuolelle olla merkittävästi korkeampikin esimerkiksi teollisten synergioiden, merkittävän pitkän aikavälin potentiaalin tai ostettavan teknologian ansiosta, jolloin myös arvostuskertoimet voivat venyä huomattavasti arvioimaamme korkeammaksi. Listamattomien yhtiöiden ennusteisiin liittyy myös huomattavaa epävarmuutta rajallisesta näkyvyydestä johtuen.

Arvo Sijoitusosuuskunnan 100 % tytäryhtiölle Arvo Invest Nordicille emme tee erillistä arvonmääritystä, koska tämä ei ole varsinaisesti Arvon sijoituskohde, vaan kyseessä on puhtaasti konsernin sijoitusyhtiö, jonka arvo muodostuu 10,19 % omistusosuudesta Partnerassa sekä finanssisijoituksista, jotka tulevat huomioiduksi jo muualla.

Muut listamattomat osakesijoitukset

Arvolla on tällä hetkellä lisäksi arviomme mukaan viisi kokonaisuuden kannalta vähemmän merkityksellistä suoraa osakesijoitusta listamattomiin yhtiöihin (QFox, LaserComp, San

Group, Champion Door ja Kuntokeskus Sisü). Tästä syystä arvostamme nämä sijoitukset arvioimaamme tasearvoon emmekä suorita näille varsinaista arvonmääritystä.

Muut listamattomat osakesijoitukset*



Lapwall

Lapwall on Arvolle yksi merkittävimmistä ja alueellisista listaamattomista osakesijoituksista. Arviomme mukaan sijoituksen ajoitus oli heikohko kannattavuuden romahtaessa sijoitusvuonna. Lapwallin onnistunut kannattavuuskäänte ja sen jatkuminen mahdollistavat arvonluonnin kuitenkin vielä tulevaisuudessa.

Yhtiökuvaus

Vuonna 2011 perustettu Lapwall on volyymiltaan Euroopan suurin puuelementtejä taloteollisuudelle valmistava yritys. Yhtiön tuotantopaikat sijaitsevat Pyhännällä ja Pälkäneellä. Lapwallin päämarkkina on Suomessa.

Liiketoimintamalli

Lapwall tarjoaa LEKO-tuotemerkkinsä kautta puurakentamiseen katto- ja seinäelementtejä sekä näiden asennustyötä. Lapwallin pääasialliset asiakkaat ovat rakennusliikkeet.

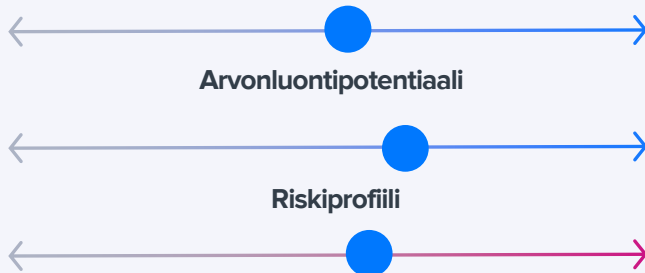
Sijoitustarina

Arvo hankki 15 % osuuden Lapwallista vuonna 2017 5 MEUR:lla. Arvo on aktiivisesti mukana kohdeyhtiön kehittämisessä hallitustyöskentelyn kautta.

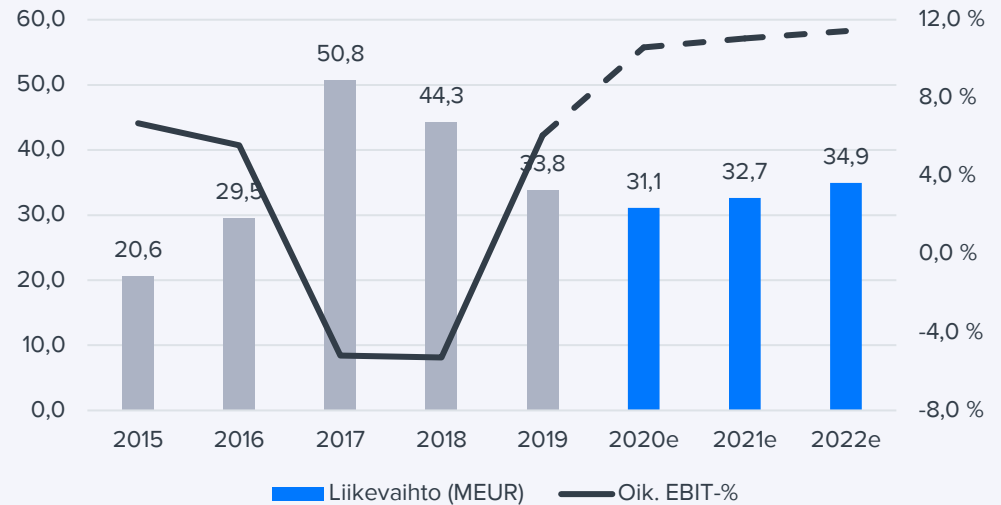
Kilpailuetu

Lapwallilla on laaja tuotevalikoima ja modernit puuelementtitehtaat, jotka mahdollistavat tehokkaan tuotannosuunnittelun. Yhtiö on myös Suomen johtava puuelementtivalmistaja, joka tarjoaa yhtiölle mittakaavaetuja.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Avainluvut ja ennusteet:



Arvoajurit

- Kannattavuustason stabiloiminen ja keskipitkällä aikavälillä sen nostaminen projektinhallinnan kautta
- Puurakentamisen kasvu tukee yhtiötä tulevaisuudessa
- LEKO-tuotemerkki
- Tehokas valmistusprosessi
- Hyväksyttävän arvostuksen nousu



Riskitekijät

- Lapwallin asiakkaiden projektiliiketoiminnan ongelmat
- Kilpailun kiristyminen puurakentamisessa sekä elementtien valmistuksessa
- Rakennusalan syklisyys ja lähivuosien osalta vaisulta näyttävä suhdanne



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä oik. EV/EBIT-kertoimella 8-12x (2020-2022e)
- Arviomme mukaan Arvon omistuksen arvo on noin alkuperäisen sijoitussumman 5,0 MEUR:n verran

Lapwall 1/2

Puuelementtien valmistaja

Lapwall on pyhäntäläinen puuelementtien valmistamiseen ja toimittamiseen erikoistunut yhtiö. Lapwallin tärkeimmät tuotteet ovat puusta valmistetut seinä-, välipohja- ja kattoelementit. Lapwall myy elementtejä sekä näiden asennuspalveluita rakennusliikkeille, jotka ovat samalla Lapwallin merkittävimpiä kilpailijoita oman tuotantonsa osalta (esim. Lehto). Yhtiön päämarkkinat sijaitsevat Suomessa, minkä lisäksi yhtiöllä oli tytäryhtiö Ruotsissa, joka ajettiin kuitenkin syksyllä 2020 alas. Nykyään Lapwall keskittyy Ruotsin osalta ainoastaan vientiin, joka ymmärtääksemme on toistaiseksi melko vähäistä.

Projektiriskit realisoituivat matkan varrella

Yhtiön liikevaihdon kasvu oli voimakasta Arvon sijoitusvuonna 2017, kun liikevaihto nousi 30 MEUR:sta 50 MEUR:oon. Kasvun taustalla oli yhtiön voimakkaat kasvupanostukset omaan projektiliiketoimintaan, joissa epäonnistuminen kuitenkin painoi kannattavuuden tappiolle 2017-2018. Strategisten muutosten jälkeen yhtiön liikevaihto on palautunut lähelle vuoden 2016 tasoa (n. 30 MEUR:oon) ja samalla yhtiön kannattavuus on palautunut hyvälle tasolle tehokkaan tuotantomallin ansiosta.

Puurakentaminen tukee kysyntää

Lapwallin sijoitustarina eteni vuonna 2019 oikeaan suuntaan, kun strategisten muutosten jälkeen yhtiön kannattavuus saatiin nostettua jälleen hyvälle tasolle. Lokakuun 2020 loppupuolella yhtiön omassa viestinnässään julkaisemien kommenttien perusteella kannattavuuskäänte on jatkanut edelleen raiteillaan koronapandemiasta huolimatta (liikevaihdon oletetaan olevan yli 30

MEUR ja liikevoitto-%:n kohoavan hyvälle tasolle n. 10 %:iin). Oletamme liikevaihdon kuitenkin laskevan jonkin verran edellisvuodesta (-8 %) heijastellen koronapandemian aiheuttamia haasteita toimintaympäristössä. Vaikka meillä ei olekaan tarkempaa näkyvyyttä yhtiön liikevaihdon kehitykseen tai tilauskertymään, epäilemme, että Lapwallilta on todennäköisesti ainakin siirtynyt joitain tilauksia vuodelta 2020 eteenpäin.

Uskomme, että yhtiö lähtee tavoittelemaan liikevaihdon kasvua tulevina vuosina, mutta tällä kertaa hallituimmin riskein (kasvu oman ydinliiketoiminnan kautta) ja säilyttämällä hyvä kannattavuustaso. Hyvän kannattavuustason säilyttäminen onkin mielestämme yhtiölle tärkeää lähivuosina huomioiden vuosien 2017-2018 kertyneet suurehkot tappiot.

Yhtiön kasvua lähivuosina tukee puurakentamisen suosion kasvu energiatehokkaampana ja ympäristöystävällisempänä rakennusmuotona, joka vähentää rakennusten hiilijalanjälkeä elinkaaren aikana, minkä lisäksi puurakenteet toimivat hiilinieluinä. Lisäksi mielestämme puurakentamisen kasvunäkymät ovat perinteistä rakentamista paremmat keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Samaan aikaan on kuitenkin hyvä huomioida, että rakennuselementtivalmistajat elävät pitkälti rakennusliikkeiden suhdanteiden mukaisesti ja yleisten rakennusmäärien kehitykseen liittyvä epävarmuus hillitsee yhtiön kasvunäkymiä osittain. Uskomme kuitenkin, että (puu)rakentamisessa siirrytään kokoajan voimakkaammin kohti elementtirakentamista ja modulaarisuutta, mikä tukee myös Lapwallia. Tällä tavoin tuotantoa ja prosesseja pystytään nopeuttamaan, vaikka toistaiseksi elementtirakentamisen kulut ovat hieman

korkeammat kuin perinteisen rakentamisen.

Ennusteet 2021-2022

Ennustamme Lapwallin liikevaihdon kasvuksi 5-7 % vuosina 2021-2022, joka tarkoittaisi, että yhtiön liikevaihto ylittäisi vuoden 2019 tason vuonna 2022. Arviomme mukaan tämä kasvutaso ylittäisi Suomen lähivuosisien rakennusmarkkinan kasvun, mutta puurakentamiseen keskittyneelle pienehkölle toimijalle emme pidä tätä mahdollisena.

Yhtiön kannattavuutta liikevoittotasolla rasittaa suurehkot poistot (2019: n. 1,8 MEUR), mitä yhtiölle kertyi vuonna 2017 tehdyn yritysoston seurauksena, kun Lapwall hankki Metsä Woodin Pälkäneellä sijainneen projektiliiketoiminnan sekä tuotantolaitoksen. Kaupan seurauksena yhtiölle kertyi myös liikearvoa, jota poistetaan vuosittain 0,4 MEUR vuoteen 2026 asti. Kannattavuuden osalta uskomme, että yhtiö pystyy vakiinnuttamaan liikearvopoistoilla oikaistun liikevoittonsa 10,5-11,5 %:iin lähivuosina. Arviomme mukaan yhtiön tehokkaalla tuotantomallilla on mahdollisuus saavuttaa tätäkin korkeampi kannattavuustaso, kun yhtiön poistopohja pienenee asteittain. Tämä toki sisältää oletuksen, että yhtiön ei tarvitse kasvun kiihdyttämiseksi tehdä merkittäviä investointeja vaan nykyiset tuotantolaitokset pystyvät vastaamaan mahdollisesti kasvavaan kysyntään.

Yhtiöllä on oikea suunta

Käytämme Lapwallin arvonmäärittämisessä hyväksemme pääasiallisesti tulosperusteisia arvostuskertoimia. Olemme pyrkineet määrittämään yhtiön käypää arvoa hieman pidemmän aikavälin näkemyksellä.

Lapwall 2/2

Nykyinen koronapandemian aiheuttama talouden epävarmuus, rakennusalan suhdanteen heikompi vaihe, listaamattomuus sekä yhtiön lähihistorian tappiolle painunut tuloskunto rajaa osaltaan hyväksyttävää arvostustasoa. Yhtiön kommentit vuoden 2020 tulostasosta kuitenkin nostivat luottamustamme merkittävästi tuloskäänteen kestävyuden osalta huomioiden edellä mainitut asiat. Lisäksi yhtiö viesti taseasemansa samalla vahvistuneen merkittävästi vuoden 2020 aikana.

Käytämme arvonmäärityksessä tulos pohjaisista kertoimista ensisijaisesti EV/EBIT- ja P/E-kerrointa. Hyväksyttävä arvostushaarukka näille molemmille on arviomme mukaan 8-12x. Käytämme toistaiseksi arvonmäärityksessä haarukoiden keskikohtaa yhtiön listaamattomuuden ja viime vuosien volatiiliin, mutta tällä hetkellä paranevan ja tasaantuvan tuloskunnon takia. Näiden rinnalla käytämme myös EV/EBITDA-kerrointa (arvioimamme hyväksyttävä arvostushaarukka 5-8x), jolla pystymme arvioimaan eri osaa yhtiön tuloksesta ja huomioimaan tuloksen ilman suurehkoja poistoja (arviomme mukaan yhtiön lähivuosien vuosittainen investointitarve on myös selvästi matalampi kuin vuosittaiset poistot). Yhtiön käyttökate on viime vuosina vastannut hyvin sen operatiivista kassavirtaa, jonka avulla yhtiö pystyy laskemaan myös sen markkina-arvon kehityksen kannalta olennaista nettovelkojen suhteellisen korkeaa määrää (2019: 6,2 MEUR).

Liikevoiton osalta olemme käyttäneet vuosien 2020-2022e keskimääräistä oikaistua liikevoittoa (olemme oikaisseet liikevoitosta liikearvopoistot sekä kulut Ruotsin tytäryhtiön alajajosta), koska tällä tavalla saamme paremman kuvan yhtiön normalisoidusta kannattavuudesta. Tällä

menetelmällä olemme arvioineet yhtiön velattomaksi arvoksi (EV) 36,3 MEUR. Lapwallin nettovelat olivat vuoden 2019 lopussa noin 6,2 MEUR. Uskomme yhtiön pystyneen laskemaan nettovelkoja noin 3,5 MEUR:n verran vuonna 2020 vahvan operatiivisen kassavirran (EBITDA 2020e: 4,5 MEUR), matalan investointitason (2018-2019 investoinnit keskimäärin 0,3 MEUR vuodessa) sekä vuosina 2017-2018 kertyneiden tappioiden verovähennysten ansiosta.

Tämän perusteella Arvon sijoituksen käyväksi arvoksi muodostuisi 5,0 MEUR, mikä vastaa myös Arvon Lapwalliin alun perin tekemää sijoitusta. EV/EBIT-pohjainen yritysarvo indikoi 2020-2022e käyttökateella noin 7,8x EV/EBITDA-kerrointa, joka on arvioimamme hyväksyttävän arvostushaarukan ylälaidassa. Tämä vastaa myös noin 1,1x EV/S-kerrointa 2020-2022e liikevaihtotasolla, joka on arviomme mukaan hieman koholla, mutta vielä hyväksyttävällä tasolla. P/E-pohjaisella arvonmääritystavalla saamme vuosien 2020-2022e tilikauden liikearvopoistoilla oikaistulla keskimääräisellä tuloksella Arvon osuuden arvoksi 4,8 MEUR, joka on linjassa EV-pohjaiseen arvonmääritykseen.

Näemme Lapwallissa arvonnousupotentiaalia melko lyhyelläkin tähtäimellä, jos yhtiö pääsee ennusteitamme vahvemmalle kasvu-uralle ja/tai kannattavuustasolle, mitä emme pidä täysin poissuljettuna taloustilanteen parantuessa koronapandemian aiheuttamien poikkeustoimien oletettavasti väistyessä ensi vuoden aikana. Tarvitsemme yhtiöltä kuitenkin vielä lisää näyttöjä kannattavuustason säilyttämisestä ennusteiden nostamiseksi. Tämän lisäksi vakiintuva tulostaso nostaisi yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Arvostuskertoimet	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2020-2022e)	5	-	8
EV/EBIT (oik.) (2020-2022e)	8	-	12
P/E (oik.) (2020-2022e)	8	-	12

Arvon osuuden arvo		
Yritysarvo (EV)	36,3	MEUR
Nettovelat (2020e)	2,7	MEUR
Markkina-arvo	33,6	MEUR
Arvon osuus	5,0	MEUR
Arvon sijoitus (2017)	5,0	MEUR

Keliber

Keliber on Arvolle yksi merkittävimmistä alueellisista yksittäisistä listaamattomista osakesijoituksista. Keliberin liiketoiminnan potentiaalinen skaala huomioiden Arvon omistuksella voi olla tuntuvaa nousuvaraa, mutta kehitysprojektin riskit ovat myös suuret

Yhtiökuvaus

Keliber omistaa useita pitkälle tutkittuja litiumesiintymiä Keski-Pohjanmaalla. Litiummalmivarojen ja mineraalivarantojen on arvioitu olevan merkittäviä Euroopan mittakaavassa ja esiselvitysten perusteella kaivoksen tuotantokustannusten pitäisi olla hyvin kilpailukykyisiä.

Liiketoimintamalli

Yhtiön kaivostoiminta on vasta kehitysvaiheessa ja hankkeen rakentaminen on tarkoitus aloittaa arviolta 2022, kun kaivokselle on saatu vaadittavat ympäristöluvat. Yhtiön toiminta-ajatus nojaa akkumateriaalien kysynnän kasvuun (sähköautojen yleistyminen) ja sen myötä nousevaan litiumhydroksidin hintaan.

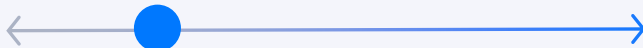
Sijoitustarina

Arvolla on noin 5 % osuus Keliberistä. Keliberin kehitysaste huomioiden arvioimme, että tuotanto kaivoksella voi alkaa aikaisintaan vuosikymmenen puolivälissä, joten kyseessä tulee todennäköisesti olemaan pitkän aikavälin korkeariskinen ja suuren tuottopotentialin sijoitus Arvolle.

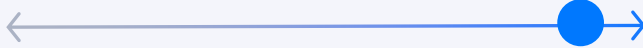
Kilpailuetu

Esiselvitysten perusteella Keliberin tuotantokustannukset voivat olla maailman kärkipäätä, mikä antaisi yhtiölle kestävästi kilpailijoita paremman aseman sopeutua lopputuotteen hinnan vaihteluihin.

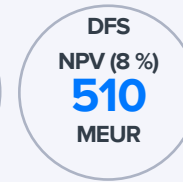
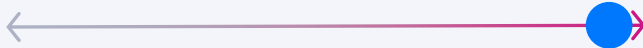
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali

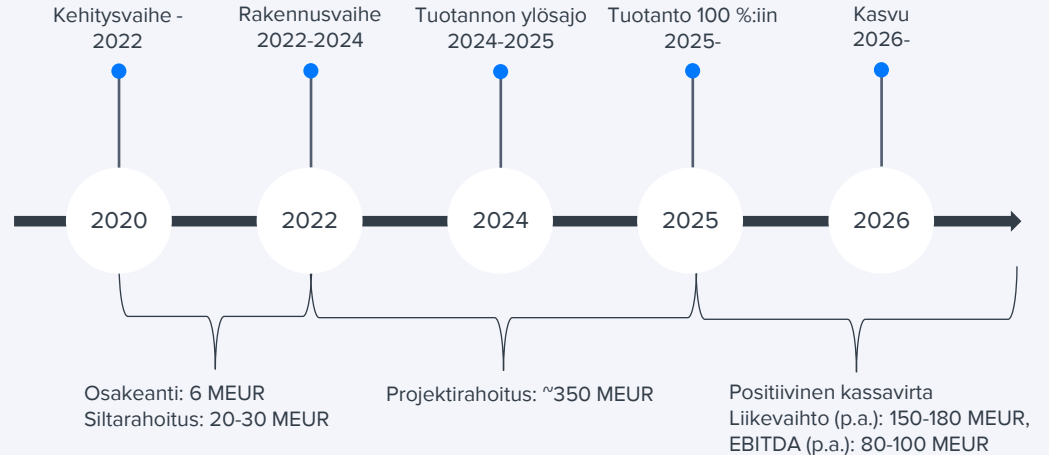


Riskiprofiili



Projektiakataulu:

Projektin odotettu kehitysaikataulu ja rahoitustarve



Arvoajurit

- Sähköautojen yleistymisen myötä kasvava akkumateriaalien kysyntä
- Nopean kysynnän kasvun odotetaan kiristävän litiumhydroksidin kysyntä/tarjonta-kuvaa ja nostavan hintaa
- Projektiriskin pienentäminen ja hankkeen eteneminen
- Teollisten sijoittajien kiinnostus hankkeeseen



Riskitekijät

- Negatiiviset yllätykset kehitystyössä
- Sähköautojen kysynnän kasvun jääminen odotuksista ja litiumhydroksidin nykyisin matalan hintatason pitkittyminen
- Merkittävät pääomatarpeet ja kasvurahoituksen saatavuus ja hinta
- Nykyisten omistajien omistusten laimentuminen



Arvostus

- Viimeisen toteutettujen rahoituskierrosten pohjalta koko Keliberin osakekannan arvo olisi noin 60 MEUR, mitä pidämme nykytilassa helposti perusteltavana lattiانا
- Projektin edetessä ja riskien laskiessa arvostuksessa voi olla asteista ja ajan yli huomattavaakin nousuvaraa
- Merkittävää nousuvaraa (NPV 510 MEUR) indikoi myös yhtiön vuoden 2019 DFS-tutkimus, vaikka pidämme tuottovaatimusta alhaisena

Keliber

Keliber kehittää litium-kaivosta

Useita vuosia litiumkaivoshanketta Keski-Pohjanmaalla kehittäneellä Keliberillä on projektissa noin 13 vuoden tuotantovolyymiä vastaava määrä litiummineraaleja ja ulkoisilla raaka-aineistoilla hankkeen elinkaari on saatu venytettyä 20 vuoteen. Lähivuosina Keliber keskittyy todennäköisesti lähiaikoina kerättävän noin 30 MEUR:n siltarahoituksen turvin hankekehityksen jatkamiseen ja ympäristölupien hankkimiseen. Tämän kehitysjakson jälkeen yhtiön pitäisi kerätä yhteensä reilut 300 MEUR projektirahoitusta kaivoksen, rikastamon ja infran rakentamiseen ja tuotantoon Keliber voisi päästä kuluvan vuosikymmenen puolivälissä.

Sähköautojen yleistymisen odotetaan kirstävän litiumhydroksidin markkinaa

Vuosina 2019-2020 litiumhydroksidin hinta on laskenut, kun ensin kauppasota ja sen jälkeen koronapandemia ovat rajoittaneet kysyntää ja toisaalta tarjonta on pysynyt korkealla. Tästä huolimatta rakenteelliset sähköautoja ja energiavarastojen tarpeellisuutta tukevat kestävä kehityksen periaatteiden mukaiset tekijät eivät ole kuitenkaan poistuneet ja esimerkiksi EU on arvioinut, että litiumia tarvitaan 60 kertaa nykyistä enemmän vuoteen 2050 mennessä. Näin ollen esimerkiksi Roskilde ennustaa, että litiumin kysyntä/tarjonta-tilanne kiristyy 2020-luvun puolivälin tienoilla pulan puolelle ja luonnollisesti skenaarion toteutuminen heijastuisi pitkällä aikavälillä litiumin hintaan positiivisesti.

Keliberissä on iso mutta vielä epävarma potentiaali Arvolle

Keliber on julkaissut vuonna 2019 projektistaan

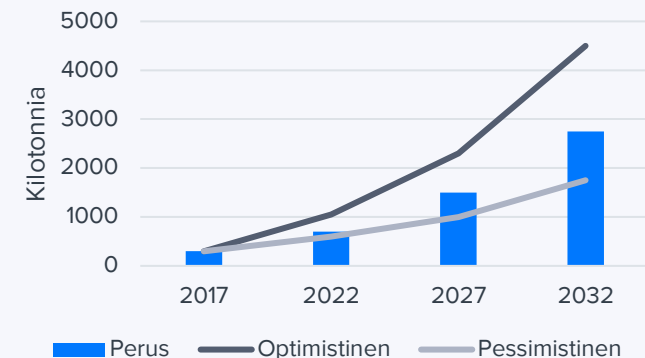
tehdyn tarkan toteutettavuus selvityksen (DFS), jonka taloudellinen arviointi osoitti tuolloin hankkeelle 510 MEUR:n nettonykyarvoa 8 %:n diskonttauskorolla. Vastaavasti hankkeen verojen jälkeinen IRR oli houkutteleva 24 %. Mielestämme DFS:n tulos tukee ehdottomasti hankkeen eteenpäin viemistä. Emme kuitenkaan nojaa näkemystämme Arvon Keliber-osuuden käyvästä hinnasta DFS:ään, sillä mielestämme mallissa käytetty tuottovaatimus on matalahko korkeariskiselle kaivoskehitysprojektille. DFS antaa kuitenkin kuvaa Arvon Keliber sijoituksen merkittävästä potentiaalista siinä tapauksessa, että kaivoskehitys onnistuu odotusten mukaisesti ja yhtiön markkina-analyysi osuu oikeaksi.

Nojaamme Keliberin arvomäärityksessämme toistaiseksi yhtiö viimeisiin oman pääoman ehtoihin rahoituskierroksiin, jotka antavat konkretiaa siitä, millaisilla ehdoilla sijoittajat ovat valmiita tällä hetkellä Keliberiin uutta rahaa laittamaan ja millaisella arvostuksella Keliber on valmis laimentamaan osakesarjaansa. Keliberin vuoden 2019 noin 10 MEUR:n rahoituskierros tehtiin laskelmiemme mukaan 42 euron osakekohtaisella hinnalla, kun taas kevään 2020 hieman pienemmän kierroksen hinta oli 49 euroa/osake. Käytämme näiden kierrosten keskiarvoa käypänä hintana, sillä vuonna 2020 rahoitusmarkkinoiden koronapandemiasta johtuneet poikkeukselliset olosuhteet ovat saattaneet rokotaa hintaa, kun taas vuoden 2019 jälkeen lyhyen tähtäimen litiumin markkinaolosuhteet ovat heikentyneet. Näillä oletuksella Keliberin markkina-arvoksi tulisi noin 60 MEUR ja Arvon osuuden arvoksi 3 MEUR. Pidämme tätä melko konservatiivisena arviona, mutta korkeiden riskien takia tähän on syynsä.

Projektin tämän hetken oletukset:

- Kaivoksen elinkaari: 13 vuotta
 - Ulkoisin raaka-aineostoin 20 vuotta
- Keskimääräinen vuosittainen kaivostuotanto: 573 kt
- Keskimääräinen vuosittainen rikastetuotanto: 113 kt
- Vuosittainen myytävä akkukäyttöinen litiumhydroksidi: 12 112 tonnia
- Akkukäyttöisen litiumhydroksidin tonnihinta vuosina 2019-2032: 12.470-15.472 \$/t

Skenaarioanalyysi litiumkarbonaatti ekvivalentin arvioituista kulutusmääristä



RealMachinery

RealMachinery on Arvon merkittävimpiä valtakunnallisia sijoituskohteita. Tähän mennessä sijoituksen arvonkehitystä ovat hidastaneet ERP-projektissa ilmenneet ongelmat sekä koronapandemia. Näemme kannattavuuskäänteen kuitenkin realistisena, kun taloustilanne normalisoituu.

Yhtiökuvaus

RealMachinery on vuonna 2010 perustettu täyden palvelun maanrakennuskonetalo. Lisäksi konsernissa on viisi muutakin yritystä, jotka ovat erikoistuneet konekauppaan, maahantuontiin, nostolaitteiden ja trukkien myyntiin sekä lisälaitekauppaan.

Liiketoimintamalli

RealMachinery-konserni myy, vuokraa ja maahantuo mm. Doosan, Bobcatin ja Mecalac in kaivinkoneita sekä pyöräkuormaajia. Lisäksi yhtiö tarjoaa kattavia huolto- ja korjauspalveluita kalustolle.

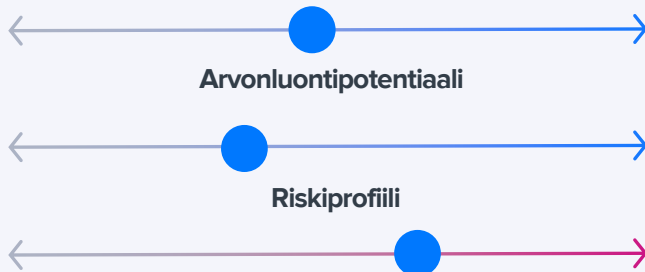
Sijoitustarina

Arvo teki vuoden 2018 lopussa 3 MEUR sijoituksen RealMachinery-konsernin emoyhtiöön, joka auttoi yhtiötä laajentumaan Ruotsin markkinoille vuonna 2019.

Kilpailuetu

Toimialalla on haastavaa saavuttaa merkittävää kilpailuetua ja asiakkaat usein kilpailuttavat eri toimijoiden tarjoukset (vrt. autokauppa). RealMachinery on pyrkinyt kasvun kautta rakentamaan itselleen brändiä sekä tarjoamaan huoltoliiketoimintaa koneilleen ja näin toimimaan kokonaisvaltaisena kumppanina asiakkailleen.

Arvio tuloskasvunopeudesta

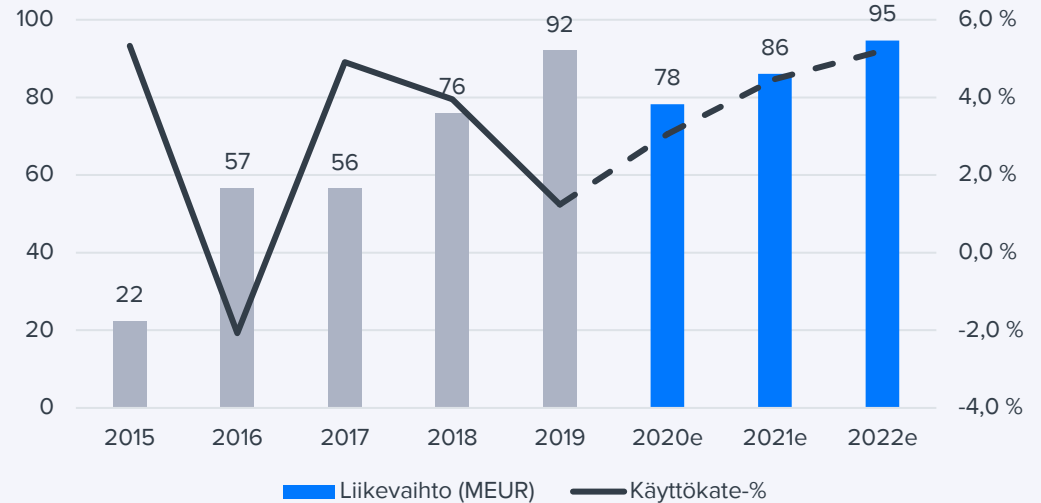


Arvioitu EV
28,1
MEUR

Omistussuus
15 %

Omistus
3,0
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen
- Markkinaosuuden kasvattaminen
- Vuokrausasteen nostaminen
- Yksittäisen asiakassuhteen arvon kasvattaminen
- Varaston kiertonopeuden nopeuttaminen



Riskitekijät

- Vuokrausliiketoiminnan heikko kehitys
- Omasta taseesta vuokrattujen koneiden mahdolliset myynnin ongelmat
- Riippuvuus Doosanin yksinoikeusjakelusta
- ERP-projektin ongelmien venyminen
- Koronan vaikutukset liiketoiminnan kehittämiseen



Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä sekä EV/EBITDA-kertoimella 6,5x-7,5x että EV/Sales-kertoimella 0,3x-0,4x 2020-2022 ennusteilla
- Arviomme mukaan Arvon omistuksen arvo on tällä hetkellä alkuperäisen 3,0 MEUR:n sijoituksen verran

RealMachinery 1/2

Täyden palvelun maanrakennuskonetalo

RealMachinery toimii maanrakennuskoneiden maahantuojana ja vähittäismyyjänä. Konserni tuo maahan yksinoikeudella eteläkorealaisen Doosanin maanrakennuskoneita. Konsernin liikevaihdosta merkittävin osa muodostuu konemyynnistä, jonka lisäksi konsernin yhtiöt tarjoavat huolto- ja varaosapalveluita sekä harjoittaa koneiden vuokraustoimintaa omasta taseestaan. Arviomme mukaan vuokraamisen liiketoimintamalli sisältää myös vuokrauskäytössä olleiden koneiden myyntiä käytettyjä koneita haluaville asiakkaille, missä RealMachinery pyrkinee tähtäämään pieniin myyntivoittoihin. Näytöt liiketoimintamallin toimivuudesta ovat kuitenkin vähäiset.

RealMachineryn päämarkkinana toimii Suomi, mutta yhtiöllä on vuokraustoimintaa myös Ruotsissa. Yhtiön suurimmat toimipisteet sijaitsevat Lempäälässä sekä Keravalla, minkä lisäksi yhtiöllä on viisi muuta toimipistettä Suomessa (Hamina, Jyväskylä, Kuopio, Oulu sekä Turku). Ruotsin vuokraustoiminta tapahtuu Tukholman alueella.

Kasvuhakuinen yhtiö

RealMachinery on viime vuosina ollut voimakkaassa kasvumoodissa ja liikevaihto on yli nelinkertaistunut vuodesta 2015 vuoteen 2019 (CAGR 42,5 %). Tähän ovat vaikuttaneet merkittävästi RealMachineryn tekemät yrityskaupat. Arvo lähti myös vuonna 2018 omalta osaltaan tukemaan RealMachineryn kansainvälistä kasvua tekemällä 3 MEUR:n osakesijoituksen yhtiöön. Voimakas kasvu on kuitenkin tapahtunut

osittain kannattavuuden kustannuksella ja konsernin käyttökatemarginaali on ollut heikolla tasolla (-2-5 %) vuosien 2016-2019 aikana. Vuoden 2019 kannattavuuteen vaikutti etenkin ERP-projektissa ilmenneet haasteet yhdessä yhtiön liiketoimintayksikössä, joiden ratkaisemisessa uskomme yhtiön kuitenkin päässeen eteenpäin.

Korona vaikuttanut liiketoimintaan

Koronapandemia on ymmärtääksemme vaikuttanut melko voimakkaasti RealMachineryn volyymeihin teollisen aktiviteetin supistumisen kautta ja arvioimmekin yhtiön liikevaihdon putoavan merkittävästi (-15 %) tänä vuonna. Käsitksemme mukaan etenkin RealMachineryn vuokraustoiminta on kärsinyt koronan tuomista haasteista, vaikka varsinainen laitemyynti on pysynyt lähes edellisen vuoden tasolla. Liikevaihdon laskusta huolimatta uskomme RealMachineryn kannattavuuden parantuneen viime vuodesta, kun ERP-projektin aiheuttamat ongelmat on saatu selätettyä, mutta kokonaisuudessaan vuodesta 2020 tulee välivuosi yhtiön kasvutarinaan.

Odotamme konsernin liikevaihdon palautuvan ensi vuonna talouden normalisoituessa, kun eri rajoitustoimenpiteitä päästään todennäköisesti purkamaan entistä enemmän viimeaikaisten positiivisten koronavirusrokoteutusten johdosta. Arviomme mukaan liikevaihto tulee ylittämään vuoden 2019 tason kuitenkin vasta vuonna 2022, jolloin taloustilanne on todennäköisesti normalisoitunut. Odotamme yhtiön kannattavuuden jatkuvan nousu-uralla ensi vuonna ja yhtiön pääsevän jälleen vuoden 2018

tasolle käyttökate-%:n osalta.

Ennustamamme kannattavuustaso on tyydyttävällä tasolla ja uskomme, että yhtiön liiketoimintamallilla on mahdollista saavuttaa selvästi yli 5 %:n käyttökatemarginaali. Positiivisempien ennusteiden taakse tarvitsimme yhtiöltä kuitenkin lisää näyttöjä kannattavuuden kohottamisesta. Tämän lisäksi uskomme, että viimeistään taloustilanteen normalisoituessa yhtiö lähtee jälleen vauhdittamaan kasvuun. Haasteeksi kasvuhakuisuuden yhteydessä voi tulla kannattavuuden säilyttäminen. Arvon sijoituksen kannalta tulee kuitenkin huomioida, että sijoitus RealMachineryyn on vielä suhteellisen tuore ja irtaantuminen on oletettavasti edessä vasta useamman vuoden päästä. Tämän takia yhtiön kannattavuutta ehditään skaalaamaan ylöspäin, kun kasvutavoitteet on saavutettu, vaikka lyhyellä aikavälillä tulos pohjainen arvonkehitys olisi suhteellisen hidasta.

Arvostuskuva

Käytämme arvonmäärittämisessä yritysarvopohjaisia (EV) menetelmiä, jotka huomioivat yrityksen taserakenteen. Käytämme sekä tulos pohjaista EV/EBITDA-menetelmää että liikevaihtopohjaista EV/S-menetelmää, sillä ainoastaan yksittäisen kertoimen käyttöön liittyy riskejä väärästä tulkinnasta ja näitä molempia käyttämällä on mahdollista saada kokonaisvaltaisempi kuva yrityksen arvosta. Käytämme sekä kannattavuuden että liikevaihdon osalta vuosien 2020-2022 ennusteidemme keskiarvoa, koska mielestämme se antaa paremman kuvan yhtiön normalisoidusta tulos- ja liikevaihtotasosta.

RealMachinery 2/2

Lisäksi yhtiöstä saatavan rajallisen informaation (julkisesti noteeraamaton yhtiö) ja ennusteisiin liittyvän hälinän takia yksittäisen vuoden ennusteisiin liittyy liikaa epävarmuutta.

Olemme määrittäneet hyväksyttävän tulos pohjaisen arvostushaarukan käyttämällä verrokkina Sievi Capitalin tytäryhtiö KH-Koneet Groupin arvostusta (EV/EBITDA 6,8-7,5x). Olemme arvottaneet RealMachineryn maltillisella alennuksella (hyväksyttävä arvostushaarukka 6,5-7,5x) suhteessa KH-Koneet Groupiin johtuen KH-Kone Groupin vakaammasta liikevaihtoennusteesta (2020-2022e: 106-110 MEUR) sekä korkeammasta kannattavuustasosta (käyttökate-% 2020-2022e: n. 7 %). Käyttämämme kerroin 7,0x on keskellä arvostushaarukkaa. Vuosien 2020-2022 ennusteillamme olemme määritelleet tulos pohjaisesti RealMachineryn velattomaksi arvoksi 26,1 MEUR.

Mielestämme RealMachinerylle hyväksyttävä EV/S-kerroin tällä hetkellä on 0,3-0,4x. Tätä tukee myös KH-Koneille ennustetut 0,4x EV/S-kertoimet vuosille 2020-2021. Mielestämme RealMachineryä tulee hinnoitella myös EV/S-pohjaisesti pienellä alennuksella suhteessa KH-Koneisiin ja olemme käyttäneet arvonmäärityksessä hyväksytyyn arvostushaarukan keskikohtaa. Täten olemmekin määrittäneet liikevaihtopohjaisesti 2020-2022 liikevaihdon ennusteillamme RealMachineryn velattomaksi arvoksi 30,2 MEUR.

Pidämme perusteltuna käyttää RealMachineryn arvonmäärityksessä näiden kahden menetelmän

keskiarvoa, jolla saamme yhtiön velattomaksi arvoksi 28,1 MEUR. Konsernilla oli puolestaan korollista nettovelkaa vuoden 2019 lopussa noin 8,2 MEUR, jossa emme usko tapahtuneen merkittäviä muutoksia. Vähentämällä nettovelat RealMachineryn velattomasta arvosta saamme Arvon omistusosuuden arvoksi 3,0 MEUR, joka vastaa myös Arvon alkuperäistä sijoitussummaa.

Vuoden 2019 tuloksen pilanneen ERP-projektin takia sijoituksen kanssa onkin mielestämme palattu takaisin lähtöruutuun olettaen, että yhtiön kannattavuustaso on jälleen normalisoitunut. Lähivuosien kannattavuusennusteemme eivät ole äärimmäisen haastavia (vrt. KH-Koneiden 7 %:n käyttökatemarginaali), mutta viime vuoden ERP-projektin ongelmista ja koronapandemiasta johtuen etenkin kannattavuusparannuksen kulmakertoiimeen liittyy pientä epävarmuutta. Jos RealMachinery pääsee lähivuosina takaisin kasvu-uralle koronapandemian väistyessä taka-alalle, näemme yrityksen arvonkehityksen saavan tukea parantuvasta kannattavuudesta ja tämän myötä nousevista hyväksyttävistä arvostuskertoimista. Kannattavuuden noustessa yhtiön on myös mahdollista lyhentää korollista velkaansa, mikä nostaisi yhtiön markkina-arvoa.

Arvostuskertoimet	Minimi		Maksimi
EV/EBITDA (2020-2021e)	6,5	-	7,5
EV/S (2020-2021e)	0,3	-	0,4

Arvon osuuden arvo			
Yritysarvo (EV)	28,1	MEUR	
Nettovelat	8,2	MEUR	
Markkina-arvo	19,9	MEUR	
Arvon osuus	3,0	MEUR	
Arvon sijoitus (2018)	3,0	MEUR	

Valve Group

Valve Group on Arvon viimeisimpiä sijoituksia sekä kuuluu osuuskunnan merkittävimpiin valtakunnallisiin sijoituskohteisiin. Arvo hankki vähemmistöosuuden (n. 22 %) Valve Groupista H2'20:lla.

Yhtiökuvaus

Valve Group on markkinointi- ja viestintäalan-konserni, joka koostuu kolmesta liiketoiminta-alueesta ja kuudesta yhtiöstä (Valve Branding, Wakeone ja Valve Motion sekä konsernin osaomistukset kolmesta yhtiöstä: Folk, Dakar ja Cambri).

Sijoitustarina

Arvo teki 2 MEUR:n vähemmistösijoituksen Valve Groupin kasvuun ja kansainvälistymiseen syksyllä 2020, joten Arvon sijoitustarina on vasta lähtörudussa. Arvolla on käsityksemme mukaan oikeus tehdä vuoden 2021 alkupuolella 1 MEUR:n lisäsijoitus Valveeseen samalla valuaatiolla.

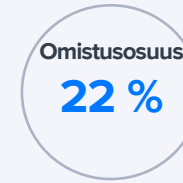
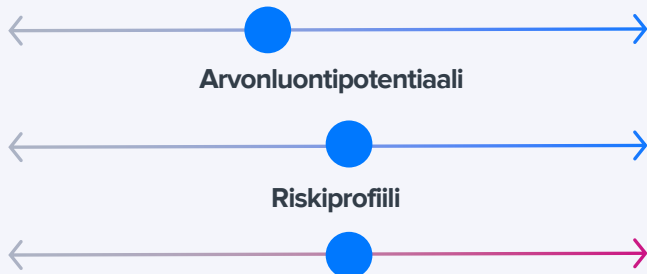
Liiketoimintamalli

Valve Group tarjoaa erilaisia markkinoinnin ja viestinnän palveluita sekä teknologisia ratkaisuja asiakkailleen (etenkin julkiselle sektorille) uusien liiketoimintaratkaisujen löytämiseen ja toteuttamiseen.

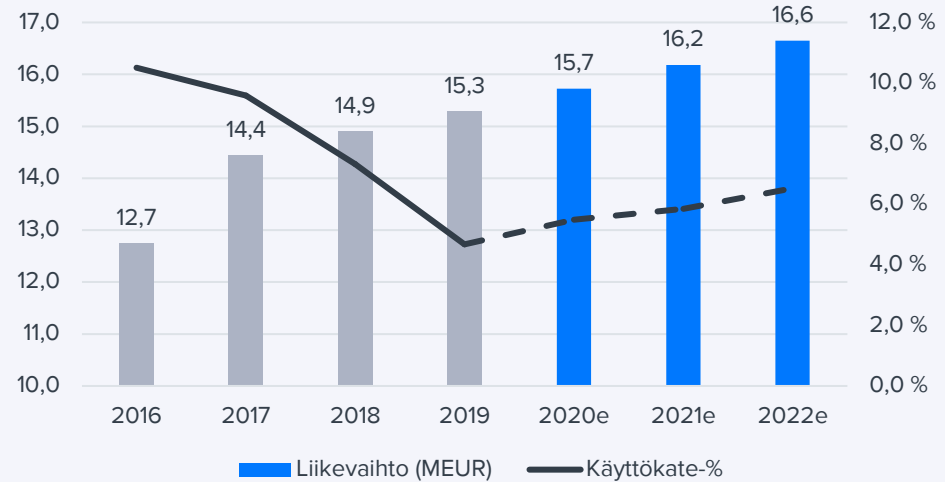
Kilpailuetu

Valveen kilpailuetuna voidaan nähdä vahva jalansija julkisen puolen asiakkaisissa, jossa näkemyksemme mukaan kysyntä digitaalisille palveluille on hyvällä tasolla. Pitkällä tähtäimellä konkreettista ja kestävää kilpailuetua liiketoiminnassa on silti mielestämme vaikea luoda.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Avainluvut ja ennusteet:



Arvoajurit

- Digitalisaatio (orgaaninen kasvu)
- Asiakassuhteiden syventäminen ja koko arvoketjun tarjoaminen (orgaaninen kasvu)
- Kannattavuuden maltillinen parantaminen
- Yrityssostot



Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen etenkin julkisen puolen asiakkaisissa
- Projektiriskit
- Epäonnistuminen yritysostoissa



Arvostus

- Arvostamme Valve Groupin toistaiseksi sen hankintahintaan eli 2 MEUR:oon, joka vastaa 2020-ennusteillamme noin 0,4x EV/S-kerrointa
- Arviomme mukaan Valve Groupin markkina-arvo on noin 9,0 MEUR

Valve Group

Valve Group on monipuolinen markkinointikonserni

Valve Groupin tarkoituksena on muuttaa perinteistä mainostoimintaa digitaaliseksi ja samalla kasvaa sekä kansainvälistyä. Valve Groupista etenkin Valve Branding on vahvasti fokusoitunut julkisen puolen asiakkaisiin, joilla on merkittävä tarve astua 2020-luvulle oman viestintänsä kanssa. Muut merkittävät osat konsernista muodostavat Wakeone, joka on fokusoitunut interaktiivisen viestinnän palveluihin (ohjelmistot, videot) sekä liikkuvaan kuvan suunnitteluun ja tuotantoon erikoistunut Valve Motion, joka taas on mukana tekemässä esimerkiksi MTV:n uutisten live-lähetysten grafiikoita.

Yhtiön liikevaihdosta ymmärtääksemme suurin osa tulee toistaiseksi projekteista, jotka julkisella puolella myönnetään kilpailutuksen kautta. Valve on kuitenkin saanut jalkansa oven väliin julkiselle puolelle ja päässyt hyväksytyjen tarjoajien joukkoon ja täten Valveen puitesopimukset ovat voimassa useita vuosia. Näemme tämän tärkeänä asiana Valveen kannalta, sillä yhtiöllä pitäisi olla tällä saralla mahdollista saada tyydyttävää jatkuvuutta liikevaihdon osalta. Seuraavana toimenpiteenä riskitason laskemiseksi ja arvon kasvattamiseksi näkisimme toimenpiteet jatkuvan liikevaihdon kasvattamiseksi.

Ennusteet lähivuosille

Ymmärtääksemme Valveen strategisena tavoitteena on jatkaa kasvupanostuksia tulevana vuosina ja jatkaa epäorgaanista kasvua

yrityskauppojen kautta. Uskomme, että Valve tavoittelee tulevilla yrityskaupoilla palveluportfolionsa laajentamista etenkin teknologiapuolelle, jolla se pystyisi kasvattamaan tarjoamaansa arvoketjua asiakkailleen. Emme ole kuitenkaan sisällyttäneet yritysjärjestelyjä ennusteisiimme, koska yrityskauppojen yksityiskohtia on mahdoton ennustaa.

Valve on kasvanut viimeiset kolme vuotta keskimääräisesti hieman alle 3 % vuodessa ja odotamme kasvun säilyvän samalla tasolla ennustejaksoimme loppuun asti. Kannattavuuden odotamme puolestaan kääntyvän maltilliselle nousu-uralle haastavan viime vuoden jälkeen. Heikentyneen kannattavuuden taustalla ovat etenkin olleet liiketoiminnan muiden kulujen kasvu, jotka arviomme mukaan tulevat kasvupanostuksista (markkinointi, yritysjärjestelyihin liittyvät kulut). Vuonna 2019 liiketoiminnan muiden kulujen suhde liikevaihtoon oli 22 % (vrt. 2017: 17 %), jonka uskomme laskevan suhteellisesti koronapandemian aiheuttamien sopeutustoimien kautta (vrt. myös useimmat pörssi-yhtiöt). Kannattavuuskehitykseen tulee tulevien vuosien aikana vaikuttamaan merkittävästi myös mahdolliset yritysjärjestelyt, jotka voivat lyhyellä tähtäimellä painaa kannattavuutta, mutta pidemmällä tähtäimellä paremman kokonaistarjonnan pitäisi näkyä myös marginaaleissa. Arviomme mukaan yhtiön lähivuosien strategiana on edetä kasvu edellä ja säilyttää siedettävä kannattavuus, jota yritysostostrategian jälkeen lähdetäisiin skaalaamaan ylöspäin.

Tuoreessa sijoituksessa on potentiaalia, mutta ei vielä piiloarvoa

Arvo teki sijoituksen Valve Groupiin vuoden 2020 syksyllä ja käytämmekin vielä toistaiseksi Valve Groupin arvonmäärittämisessä toteutunutta 2 MEUR:n kauppahintaa, jolla Arvo hankki n. 22 %:n omistusosuuden Valve Groupista. Mielestämme toteutunut kauppa antaa toistaiseksi hyvän kuvan Valve Groupin käyvästä arvosta, sillä mielestämme sopuun hinnasta päässeet osapuolet ovat olleet jokseenkin tasaväkisessä neuvotteluasemassa. Käsityksemme mukaan Arvolla on myös mahdollisuus tehdä 1 MEUR:n lisäsijoitus Valveeseen samalla valuaatiolla vuoden 2021 alkupuolella, minkä jälkeen Arvon omistusosuus nousisi 33 %:iin.

Tämän perusteella Valve Groupin markkina-arvo tällä hetkellä olisi noin 9,0 MEUR. Vuoden 2020 ennusteillamme kauppahinta vastaisi 0,4x EV/S-kerrointa huomioiden, että konsernilla oli noin 2,1 MEUR:n nettokassa 2019 lopussa, missä emme usko tapahtuneen oleellisia muutoksia. Pidämme toteutunutta kauppahintaa varsin maltillisena. Vuoden 2021-2022 ennusteillamme Valveen tulos pohjainen EV/EBITDA-arvostus (2021e: 7,3x ja 2022e: 6,3x) näyttää mielestämme myös maltilliselta. Samalla kuitenkin huomautamme, että ennusteisiin liittyy epävarmuutta etenkin yhtiön yrityskauppastrategian takia. Alustavasti näemme sijoituksessa kuitenkin tuntuvaan arvonluontipotentiaalia, jos yhtiö onnistuu strategiassaan ja saa skaalattua liiketoiminnan volyyymiä ylöspäin ja myöhemmin nostamaan kannattavuuttaan korkeammalle tasolle.

Nordic Option

Nordic Option on Arvon merkittävimpiä valtakunnallisia sijoituskohteita. Arvolla on noin 34 % omistususuus Nordic Optionista.

Arvioitu
markkina-arvo
16,3
MEUR

Omistususuus
34 %

Omistus
5,6
MEUR

Yhtiökuvaus

Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Nordic Optionilla on tällä hetkellä omistususuutta 8 kohdeyrityksessä.

Sijoitustarina

Finnvera myi pääomistuksensa Nordic Optionista Arvolle ja Partneran edeltäjälle Oulu ICT Sijoitus Oy:lle vuonna 2014. Arvo on aktiivisesti mukana yhtiön hallitustyöskentelyssä ja oli uudistamassa Nordic Optionin strategiaa vuonna 2017, minkä jälkeen rahaston kehitys on kääntynyt jälleen positiiviseksi.

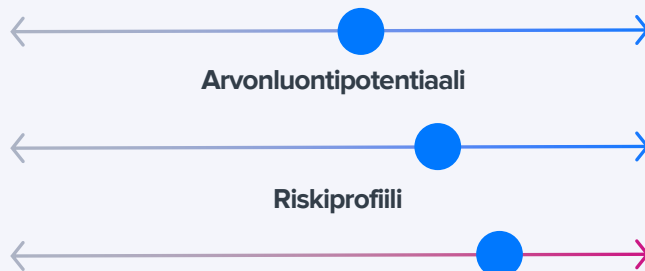
Liiketoimintamalli

Nordic Optionin sijoitusstrategia nojaa vahvasti pohjoissuomalaisten pk-yritysten kehittämiseen. Nordic Option on fokusoitunut kasvuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen, niiden kehittämiseen ja sijoituskohteesta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu.

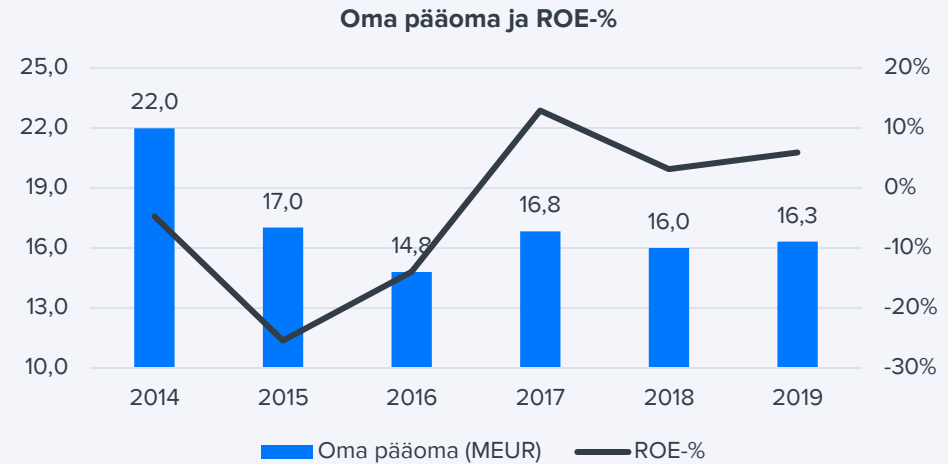
Kilpailuetu

Nordic Option on pääomasijoitusrahasto, jonka kilpailuetu perustuu siihen, että se löytää hyviä sijoituskohteita markkinoilta edulliseen hintaan ja hyötyy sijoituskohteiden arvonnoususta myyntihetkellä.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Avainluvut:



Arvoajurit

- Sijoituskohteiden kannattava kasvu on pitkällä aikavälillä kriittinen ajuri
- Onnistuneet yritysjärjestelyt
- Tulevaisuudessa mahdollisesti avattavat uudet rahastot



Riskitekijät

- Sijoituskohteiden heikko kehitys
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Kiristytävä kilpailu sijoituskohteista
- Suomen talouden merkittävä heikentyminen



Arvostus

- Arvostamme Nordic Option sen viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon (16,3 MEUR), joka tekee Arvon sijoituksen arvoksi n, 5,6 MEUR
- Yhtiön oman pääoman tuotto on parantunut viime vuosina, mutta on edelleen korkeintaan tyydyttävällä tasolla, joten mielestämme yhtiön tasearvon ylittävälle preemiohinnoittelulle ei ole ainakaan vielä perusteita

Nordic Option 1/2

1990-luvulla perustettu rahasto

Nordic Option (aik. Teknoventure Oy) on jo 1990-luvun alkupuolella perustettu osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, jota olivat perustamassa Finnvera yhdessä Pohjois-Suomen kuntien kanssa. Finnvera myi pääomistuksensa Nordic Optionista vuonna 2014 Arvolle sekä Partneralle (molempien omistusosuus 34,23 %). Nordic Optionin strategiaa lähdettiin uudistamaan vuonna 2016 suurimpien omistajien toimesta (Arvo, Partnera sekä Oulun kaupunki) ja yhtiölle palkattiin ulkopuolinen toimitusjohtaja ja vuonna 2019 täysipäiväinen sijoitusjohtaja. Rahaston kehitys on kääntynyt strategiauudistuksen jälleen positiiviseksi, mutta oman pääoman tuotot ovat pysytelleet kuitenkin keskimäärin vielä alle 10 %:ssa. Arvo on aktiivisesti mukana Nordic Optionin hallitustyöskentelyssä.

Arvon kannalta Nordic Optionin käyvän arvon kehittymisen lisäksi merkittävässä osassa ovat Nordic Optionin maksamat vuosittaiset osingot. Ymmärtääksemme Nordic Optionin jakamien osinkojen kassavirta muodostuu kohdeyhtiöiden myyntivoitoista, eikä kohdeyhtiöiden osingoista. Pidemmällä aikavälillä tämä edellyttää siis kohdeyhtiöiden myyntejä. Näkemyksemme mukaan kannattavuuskäänteen ansiosta taseaseman osalta lähivuosien osingonjako ei pitäisi olla uhattuna, jota tukee myös marraskuun lopussa tehty irtaantuminen Spectral Imagingista.

Rahaston sijoitusperiaatteet

Rahasto sijoittaa omasta taseestaan ja yhtiön omavaraisuusaste oli 99 % vuoden 2019 lopussa. Yhtiön sijoitusfokuksessa on etenkin Pohjois-Suomen alueen kasvuvaiheen pk-yritykset.

Ensisijoitusten koko on 0,5-2,5 MEUR ja

jatkosijoituksia voidaan tehdä harkinnan mukaan. Yhteen sijoituskohteeseen on mahdollista sijoittaa maksimissaan 15 % rahaston varallisuudesta.

Nordic Optionilla on tarkoitus tehdä vuosittain uusia sijoituksia sekä irtaantumisia kohdeyhtiöistä. Mielestämme vuosittaiset irtaantumiset ovat osittain pakollista suhteellisen pienelle rahastolle, jotta uusia sijoituksia voidaan tehdä. Rahaston kokoa olisi tuki mahdollista kasvattaa sen pääomittamisella, mutta tämän vaihtoehdon todennäköisyyttä on vaikea arvioida ja lähtökohtaisesti emme odota pääomittamista tapahtuvan ainakaan lähiaikoina.

Tällä hetkellä Nordic Optionin rahastossa on kahdeksan sijoituskohdetta (Enhancell, Taitonetti, Tactotek, 9Solutions, Screentec, Haltian, Valtavalo sekä Best Glass). Rahaston sijoituskohteet ovat kasvuvaiheen pk-yrityksiä ja tällä hetkellä rahaston toimialapainotus on selvästi teknologiavoittainen, mihin osittain vaikuttaa Oulun seudun kasvuvaiheen teknologiayritysten korkea lukumäärä.

Nykyinen portfolio lyhyesti

Enhancell on oululainen ohjelmistoalan yritys, joka on keskittynyt langattomien sisätilverkkojen testaukseen ja tunnistamiseen. Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Oulussa ja Bostonissa. Enhancellin liikevaihto oli 2,4 MEUR vuonna 2019. Nordic Option teki sijoituksen Enhancelliin vuonna 2020.

Taitonetti on Suomen suurin käytettyjen tietokoneiden vähittäismyyjä. Yhtiö tarjoaa sekä kuluttajille että yrityksille kunnostettuja yritystietokoneita. Taitonetin liikevaihto oli 6,4

MEUR 6/2020 päättyneellä tilikaudella. Nordic Option teki sijoituksen Taitonettiin vuonna 2020.

Tactotek on muovin valetun rakenteellisen elektroniikan (IMSE-teknologian) markkinajohtaja, jonka kohdemarkkinoina ovat auto- ja kodinkoneteollisuus. Yhtiö pääsi myös Talouselämän kasvuyritykset 2020 -listaukselle. Tactotek-konsernin liikevaihto oli vuonna 2019 2,8 MEUR. Nordic Option teki sijoituksensa yhtiöön vuonna 2019.

9Solutions on paikantavien turva- ja viestintäjärjestelmien sekä älykkäiden hoivaratkaisujen toimittaja. 9Solutions on ollut Suomen nopeimmin kasvavien yritysten joukossa useina vuosina. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2019 7,8 MEUR. Nordic Option teki sijoituksen 9Solutionsiin vuonna 2019.

Screentec Oy on korkean teknologian yhtiö ja valmistaa esimerkiksi painetun elektroniikan ratkaisuja medical-sektorin tarpeisiin. Ymmärtääksemme yhtiön nopea reagointi koronapandemiaan ja visiirituotannon aloittaminen nostaa kuluvan tilikauden liikevaihtoa merkittävästi. Screentecin liikevaihto oli 1,9 MEUR 3/2020 päättyneellä tilikaudella. Nordic Option teki sijoituksen Screenteciin vuonna 2018.

Haltian Oy keskittyy IoT-kokonaisratkaisuihin kiinteistöjen, kylpyhuoneiden ja tehtaiden ylläpitoon. Yhtiö on erikoistunut myös tuotekehitystalona ja kehittääkin yhdessä asiakkaidensa kanssa varhaisen kehitysvaiheen ideoista kaupallisia tuotteita. Haltian-konsernin liikevaihto oli vuonna 2019 6,3 MEUR. Nordic Option teki sijoituksen Haltianiin vuonna 2017.

Nordic Option 2/2

Valtavallo Oy on oululainen LED-valoputkivalmistaja. Valtavalon liikevaihto oli 5/2020 päättyneellä tilikaudella 4,1 MEUR. Nordic Option teki sijoituksen Valtavaloon vuonna 2015.

Best Glass Oy on nivalalainen eristyslasia valmistava yritys. Yhtiön asiakkaina ovat ovi-, ikkuna- ja talotehtaat. Best Glass-konsernin liikevaihto oli 4/2020 päättyneellä tilikaudella 26,1 MEUR. Nordic Option teki sijoituksen yhtiöön vuonna 2011.

Viimeisin irtaantuminen marraskuussa 2020

Viimeisin irtaantuminen kohdeyhtiöstä tapahtui marraskuun 2020 lopussa, kun Konica Minolta Sensing Europe B.V. ilmoitti tehneensä sitovan ostotarjouksen Nordic Optionin kohdeyhtiö hyperspektrikameroiden toimittajasta Spectral Imagingista (Specim). Kauppahintaa ei julkistettu, mutta uskomme Nordic Optionin saaneen Specimistä hyvän hinnan ja selkeän myyntivoiton, sillä Specimin liiketoiminta on kehittynyt suotuisasti (2019: liikevaihto 13,4 MEUR, EBITDA-% 16,7 %) ja ostajalla on strateginen intressi Specimin liiketoimintaan (ml. synergioita ja kansainvälistä skaalauspotentiaalia). Kaupan toteutuminen odottaa vielä tavanomaisia viranomaishyväksyntöjä, mutta uskomme näiden olevan vain muodollisuuksia. Ymmärtääksemme myös osa tämän hetken Nordic Optionin muista kohdeyhtiöistä kiinnostaa kansainvälisiä sijoittajia.

Specimin myynti oli mielestämme looginen jatkumo Nordic Optionin strategiassa, koska kyseessä oli yksi rahaston pitkäaikaisemmista sijoituksista (sijoitus tehty 2015). Kokonaisuutena kauppa vahvistaakin luottamustamme yhtiöön ja sen uusittuun ammattimaiseen sijoitusstrategiaan.

Specim-kaupan jälkeen salkun sijoituksista kaksi (Best Glass Oy ja Valtavallo Oy) on tehty vuonna 2015 tai ennen sitä ja uskomme näistä irtaantumisen olevan yhtiön tavoitteessa salkun kierron parantamiseksi. Viime vuosien kehityksen perusteella näistä kahdesta Best Glass on kehittynyt myönteisesti ja rahasto voisikin mahdollisesti saada tulevaisuudessa myyntivoittoja irtaantumisen yhteydessä. Sen sijaan Valtavalolla viime vuodet ovat olleet haastavampia.

Nordic Optionin kohdeyhtiöiden kanssa on kuitenkin hyvä huomata, että kohdeyhtiöiden teknologiapainotuksen johdosta mahdollisten yrityskauppojen myyntihintaan vaikuttavat muutkin seikat (mm. teknologia sis. patentit ja ostajan saamat synergiat) kuin pelkästään taloudelliset luvut, jos tuotetta/teknologiaa päästään myymään sopivalle ostajalle, kuten Specimin tapauksessa.

Toimialahajautusta Arvon salkkuun

Kuten aiemmin todettua on Arvolla strategisena tavoitteena rakentaa sijoituskohteiden välille arvoketjua ja Nordic Optionilla on tässä tärkeä rooli. Arvoon verrattuna Nordic Option sijoittaa eri toimialalle (teknologiasektorille), mutta kuitenkin suurin piirtein saman kasvuvaiheen (hieman varhaisemman kasvun) yrityksiin. Arvo pystyy myös ohjaamaan potentiaalisia sijoituskohteita Nordic Optionille, jos Arvo katsoo, että Nordic Optionilla on paremmat edellytykset kasvattaa niiden arvoa (esimerkiksi toimialaan liittyvistä syistä) ja päinvastoin. Pidämme kyseistä arvoketjustrategiaa alustavasti hyvinkin potentiaalisena tapana ohjata kohdeyhtiöt sopivimmalle omistajalle niiden kehittämistä varten. Tämä mahdollistaa pitkässä juoksussa

myös omistaja-arvon luomisen sekä Arvolle että Nordic Optionille.

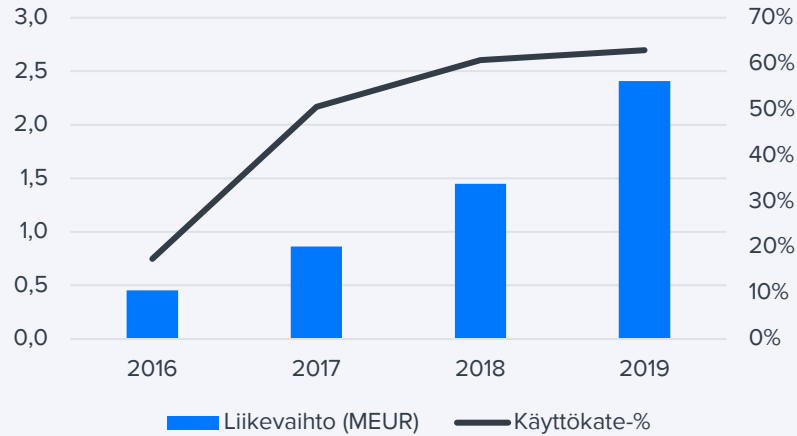
Lyhyt track-record uuden strategian aikana

Arvostamme Nordic Optionin toistaiseksi sen taseen oman pääoman perusteella, joka oli vuoden 2019 lopussa noin 16,3 MEUR. Arvo omistaa puolestaan Nordic Optionista n. 34 %, joten Arvon osuuden arvoksi muodostuu noin 5,6 MEUR. Arviomme mukaan tämä on myös suhteellisen lähellä Arvon taseessa olevaa sijoituksen arvoa. Pidämme hyvinkin todennäköisenä, että irtaantuminen Specimistä oli omistaja-arvoa luova (omaa pääomaa kasvattava), mutta koska Nordic Optionin omistusosuus ei ole tiedossamme, arvostamme Nordic Optionin toistaiseksi edellisen tilinpäätöksen oman pääoman mukaisesti ja tarkennamme näkemyksemme tilinpäätöspäivityksemme yhteydessä.

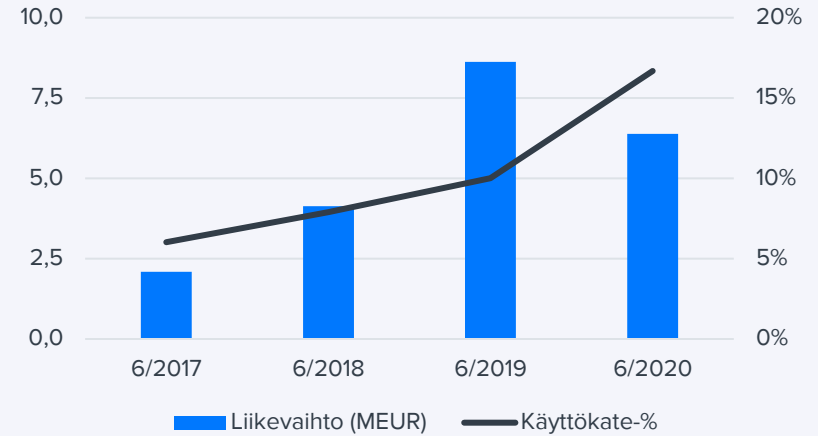
Rahaston oman pääoman tuottokehitys on strategisten muutosten jälkeen kehittynyt jälleen positiiviseksi, mutta pysytellyt silti keskimäärin alle 10 %:ssa. Tämän takia emme pidä perusteltuna arvostaa Nordic Optionia yli sen tasearvon toistaiseksi, sillä kaipaamme pidemmän ajan positiivisen track-recordin rahaston sijoituskohteiden kehityksestä ja irtaantumisista ennen kuin voisimme hyväksyä Nordic Optionille preemioarvostuksen. Mielestämme tämäntyyppisen kasvuvaiheen teknologiaportfolion tuottovaatimus on kaksinumeroinen ja preemiohinnoittelu vaatisi siten selvästi kaksinumeroista oman pääoman tuottoa Nordic Optionilta esimerkiksi 3 vuoden rullaavana keskiarvona laskettuna.

Nordic Optionin kohdeyhtiöiden kehitys 1/2

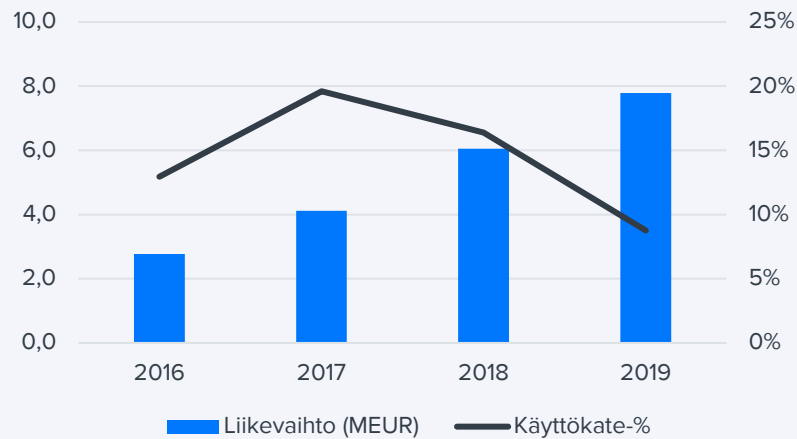
Enhancell Oy



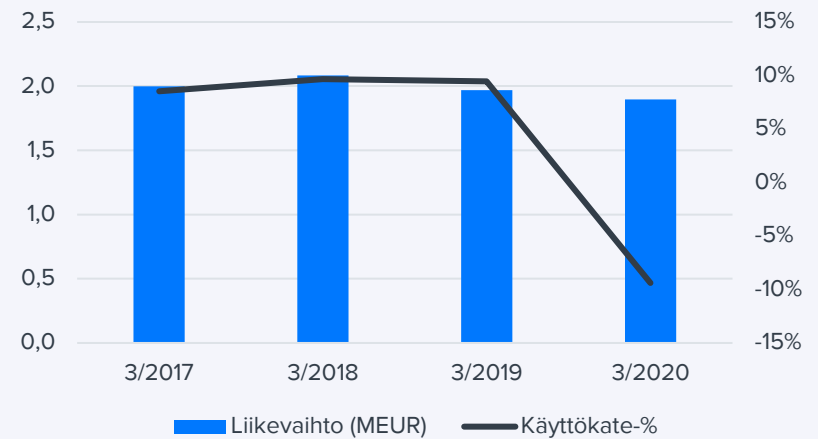
Taitonetti Oy



9Solutions Oy

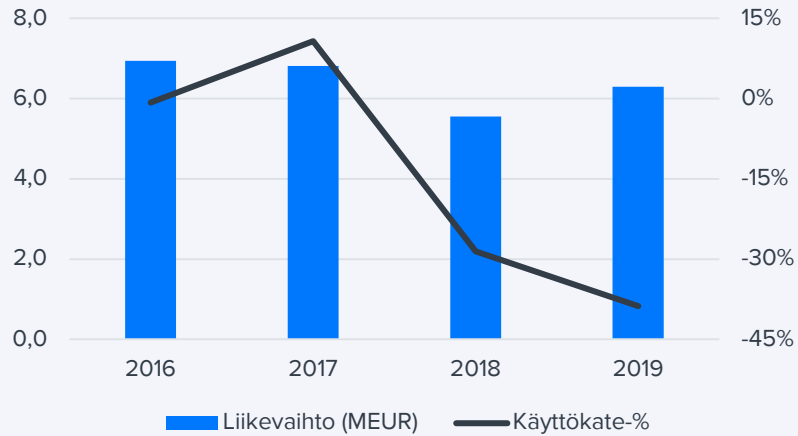


Screentec Oy

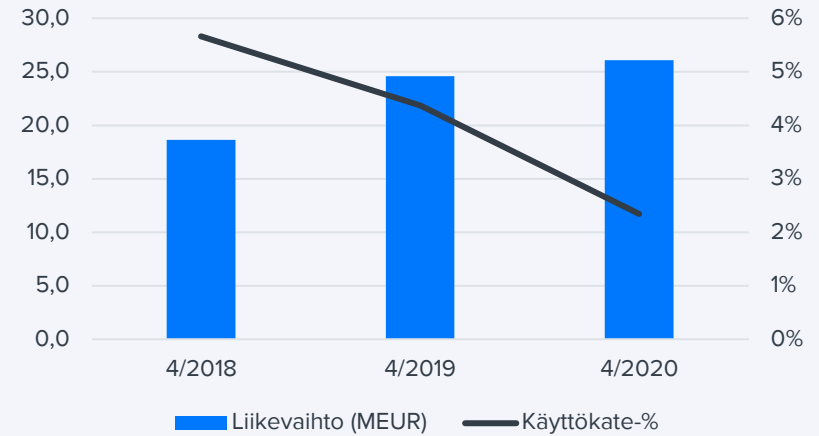


Nordic Optionin kohdeyhtiöiden kehitys 2/2

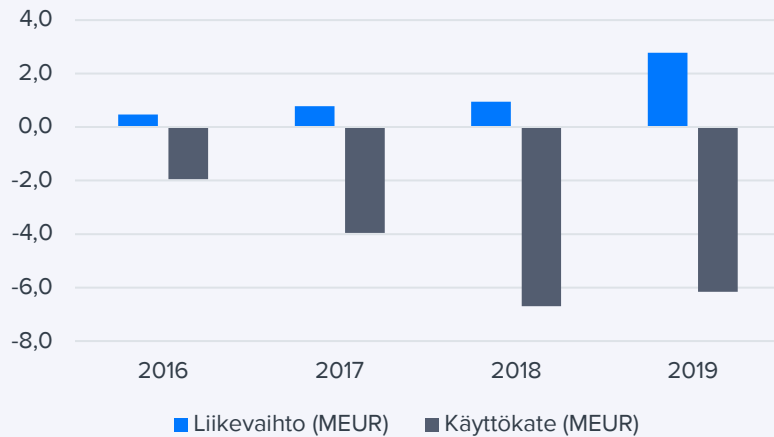
Haltian-konserni



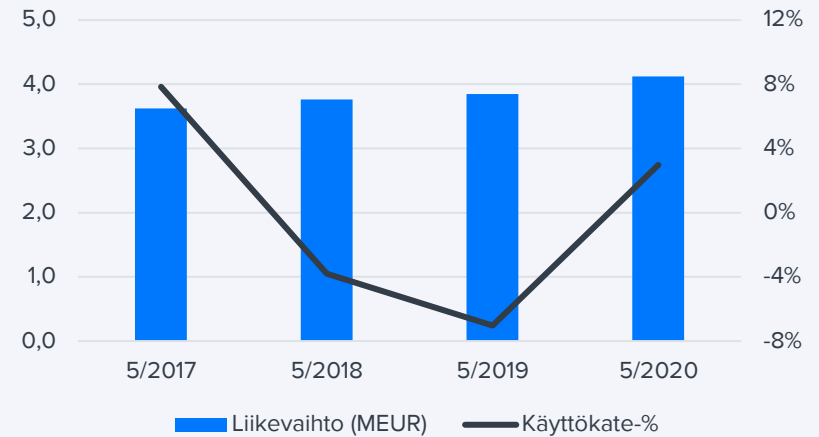
Best Glass-konserni



Tactotek-konserni



Valtavallo Oy



LaserComp, QFox ja Champion Door

Arvo (yht.)

0,8*
MEUR

* Yhtiöt on arvotettu arvioituun tasearvoon eikä niille ole tehty erillistä arvonmäärittystä. Summa sisältää myös arviot San Group Oy:stä sekä Kuntokeskus Sisu Oy:stä, mutta niiden pienen koon vuoksi ne on jätetty tarkastelun ulkopuolelle.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

LaserComp on nivalalainen laserleikkaukseen erikoistunut alihankintayritys. LaserComp-konserniin kuuluu myös Celermec Oy, joka on keskittynyt ohutlevymekaniikkaan, koneistukseen, maalaukseen ja kokoonpanoihin.

Sijoitustarina

Arvo lähti omistajaksi (25 % omistusosuudella) ja rahoittajaksi LaserCompiin vuonna 2015, kun yhtiö hankki itseään isomman Celermecin vahvistamaan palvelukonseptiaan. LaserCompin käypä arvo saattaa olla korkeampi kuin sen tasearvo Arvon taseessa, mutta tästä huolimatta sen merkitys Arvon kokonaisuudessa on rajallinen.

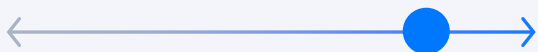
Kilpailuetu

LaserComp-konserni on suhteellisen pieni toimija alle 10 MEUR:n liikevaihdolla emmekä näe LaserCompilla tai Celermecillä oleellisia kilpailuetuja sopimusvalmistajien välisessä kilpailussa.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

QFox on turkistarhaajien yhteishankkeena toteutettu kettu- ja supinahkojen esikäsitteilylaitos Kalajoella. Yhtiö tarjoaa turkistarhaajille kokonaisvaltaisia palveluita sekä erikoispalveluita liittyen turkisten valmistukseen.

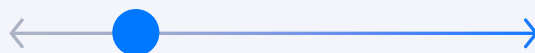
Sijoitustarina

Arvo teki sijoituksen QFoxiin vuonna 2017 hankkimalla n. 25 % omistusosuuden yhtiöstä. Arvo on mukana QFoxin kehityksessä vähemmistö-omistajana hallitustyöskentelyn kautta. Yhtiön tulokunto on ollut toistaiseksi negatiivinen, mutta samalla on muistettava, että QFox on hyvin nuori yhtiö ja tämän takia sen potentiaali on vielä kysymysmerkki.

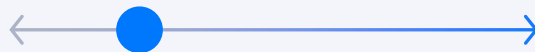
Kilpailuetu

Yhtiö pystyy tarjoamaan monipuolisesti erilaisia palveluita turkistarhaajille Keski- ja Pohjois-Pohjanmaan alueella.

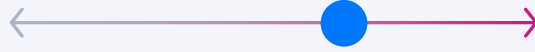
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Champion Door valmistaa teollisuusovia, siltanosturiaukkoja, palorullaovia sekä varastojen suojaovia mm. lentokentille ja satamiin. Yhtiö toimii pääasiallisesti kansainvälisillä markkinoilla.

Sijoitustarina

Arvo teki vähemmistö-sijoituksen teollisuusovien valmistaja Champion Dooriin vuonna 2016 (nykyinen omistusosuus 28 %). Sijoituksen merkitys Arvolle ei ole kokonaisuus huomioiden olennainen. Viime vuosina yhtiön tulokunto on kääntynyt tappiolle. Jos Champion Doorin tulos ei elvy, niin Arvolle voi kohdistua alaskirjaurisriskiä sijoituksesta, mutta myös niiden merkitys olisi pieni.

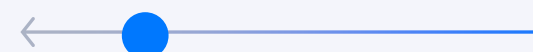
Kilpailuetu

Champion Doorin merkitys sijoituksena Arvolle on rajallinen ja yhtiön kilpailuetuja ei ole tarkemmin kartoitettu. Viime vuosina tappiolle painunut tulokunto kuitenkin viittaa siihen, että markkinatilanne on tällä hetkellä hankala.

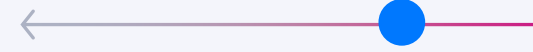
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 1/2

Lainasijoitukset osana portfolion hajautusta

Kolmas osa-alue Arvon sijoitusportfoliossa käsittää lainasijoitukset Arvon alueellisille ja valtakunnallisille listaamattomille kohdeyrityksille. Lainaportfolionsa kautta Arvo hakee hajautusta alueellisiin ja valtakunnallisiin sijoituksiin listaamattomien osakesijoitusten rinnalle. Lisäksi lainaportfolion kautta Arvo saa jatkuvaa kassavirtaa osuuskorkojen maksua varten lainojen korkotulojen muodossa.

Arviomme mukaan Arvon myöntämät lainat ovat arvoltaan 0,1-5,0 MEUR:n välissä riippuen sijoituskohteesta. Pk-yritysten lainoissa riskit ovat keskimäärin selvästi suuryhtiöitä korkeammat, minkä myötä arviomme Arvon listaamattomien sijoitusten korkotason olevan noin 8 %:n tasolla. Listaamattomien yhtiöiden lainasalkun koko ja keskiporkko huomioiden on myös selvää, että listamaattomilla lainasijoituksilla on keskeinen rooli osuuskunnan kassavirran tuottamisessa ja siten osuuskoron maksun mahdollistamisessa.

Puolivuosikatsauksen (6/2020) yhteydessä Arvo raportoi, että sen sijoitusportfoliosta n. 17 % (19,5 MEUR) muodostui lainasijoituksista listaamattomiin yrityksiin. Lainasijoituksista 74 % oli myönnetty alueellisille sijoituskohteille ja 26 % valtakunnallisille sijoituskohteille. Näin ollen lainasalkku painottuu selvästi alueellisiin sijoituksiin, kun taas osakepuolella valtakunnallisten sijoitusten rooli oli suurempi. Mielestämme tämä on loogista sijoitusmahdollisuuksien rajoitteet huomioiden.

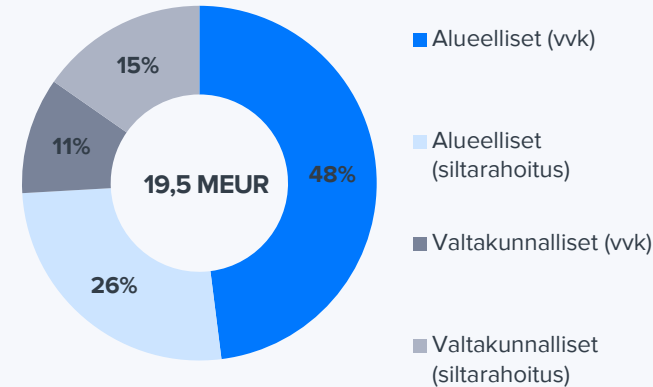
Rahoitusmuodot

Arvo tarjoaa kohdeyhtiöilleen käytännössä kahden

tyyppisiä rahoitusratkaisuja: 1) pitkäaikaisempia vaihtovelkakirjalainoja n. 60 % myönnettyistä lainoista) sekä 2) lyhytaikaista siltarahoitusta (n. 40 % myönnettyistä lainoista). Tyypillisesti vvk-lainojen ehdot voivat vaihdella tapauskohtaisesti sijoituskohteiden erisuurista riskiprofiileista ja lainojen juoksuajoista johtuen huomattavasti ja ymmärtääksemme näin on myös Arvon myöntämien vvk-lainojen tapauksessa. Käytännössä arviomme Arvon listaamattomien yhtiöiden velkasalkun keskiporkkojen vaihtelevan 6-12 %:n välillä keskiporkon ollessa noin mainittu 8 %. Korkotasoa nostaa arviomme mukaan myös lainojen jälkimarkkinoiden/likviditeetin puute (ts. Arvo pitää lainoja salkussaan niiden takaisinmaksuun tai konversioon asti). Mielestämme tämä korkotaso ja vvk-rakenteen mahdollistama potentiaaliseen osakkeen arvonnousuun kiinni pääsy tarjoavat jo kohtuullisen kassavirtakorvauksen kohdeyhtiöiden riskeistä.

Vvk-lainat tarjoavat kohdeyhtiölle mahdollisuuden saada velkarahoitusta strategiselta kumppanilta tai vaihtoehtoisesti mahdollisuuden parantaa taserakennetta oman pääoman ehtoisella pääomalainalla menettämättä omistusosuutta sijoitusketkellä. Vastaavasti lainanmyöntäjälle (tässä tapauksessa Arvolle) mahdollisuuden hyötyä kohdeyhtiön arvonnoususta laina-ajan päättyessä tai esimerkiksi irtautumistilanteissa, jolloin Arvo voisi konvertoida lainapääomaa kohdeyhtiön osakkeiksi ennalta sovittujen ehtojen mukaisesti. Käsityksemme mukaan Arvon myöntämien lainojen ehdoissa on osakekonversion mahdollisuus, mutta ei velvollisuutta. Siten lainasijoitusten ei-toivottua muuttumista osakesijoituksiksi ei pitäisi tapahtua, kunhan.

Lainasijoitusten jakauma 6/2020 lopussa



Merkittävimmät kohdeyhtiöt



Loput kohdeyhtiöt



Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 2/2

kohdeyhtiöt eivät kriisiydy ja kykenevät hoitamaan lainavelvoitteensa vähintään korkojen osalta

Tämä rajaa vvk-sijoitusten riskejä ja pidämmekin vvk-rakennetta Arvon perspektiivistä pääosin hyvänä ja puhdasta velkarakennetta parempana vaihtoehtona. Toisaalta kuitenkin arvioimme muun muassa terveistä lainakoroista johtuen, että vvk:n lainaehdot eivät mahdollista huomattavan suuria arvonnousuja mahdollisissa osakemuunnoissa vaan mahdolliset konversiohinnat peilaisivat esimerkiksi oman pääoman ehtoisten sijoittajien exit-hintoja noin 10-20 %:n alennuksella.

Toinen merkittävä rahoitusmuoto, jota Arvo tarjoaa on lyhytaikainen (enintään 24 kuukauden ajanjaksolle) siltarahoitus. Lyhytaikaisen siltarahoituksen lainaehdoissa on vähemmän vaihtelua yritysten välillä (korko, laina-aika). Arvon myöntämän siltarahoituksen käyttötarkoituksena voi kohdeyhtiöllä olla esimerkiksi projektirahoitus. Käsitksemme mukaan Arvo ei kuitenkaan tarjoa siltarahoitusta taloudellisiin ongelmiin syystä tai toisesta ajautuneille yhtiölle, mikä rajaa niin ikään pääomien menettämisen riskiä selvästi. Arviomme mukaan siltarahoituksen keskikorko on kuitenkin hieman vvk-lainoja korkeampi (n. 10 %).

Merkittävin onnistuminen vvk-sijoituksista on toistaiseksi ollut 5 MEUR:n sijoitus Lehto Groupiin vuonna 2015. Lehto listautui pörssiin heti seuraavana vuonna ja vvk-laina konvertoitui listautumisen yhteydessä osakkeiksi 8 %:n alennuksella normaaliin antihintaan nähden. Kokonaisuudessaan osuuskunta teki sijoituksella 1,8 MEUR:n voiton lyhyellä sijoitusajalla. Arvolla on realisoitunut myös tappioita vvk-sijoituksista, kun Ferrovan Oy:n meni konkurssiin vuonna 2019.

Arvolla oli vvk-saamiaisia sekä näihin liittyviä optioita yhteensä 3,5 MEUR:n edestä. Nämä osuuskunta kuitenkin sai katettua vuosittain tehtävällä arvonalennusvarauksella ja arviomme mukaan todelliset lainasaamiset olivat huomattavasti pienemmät.

Arvo lanseerasi siltarahoituksen puolestaan tilikaudella 2019, josta osuuskunta sai viime tilikaudella jo 0,7 MEUR:n tuotot. Pidämme osuuskunnan harjoittamaa lyhytaikaista siltarahoitusta varsin kannattavana liiketoimintana (Arvo saa erittäin edullista velkarahaa markkinoilta) lyhyen aikavälin näyttöjen perusteella. Huomautamme samalla, että sijoitusmuotoon sisältyy myös yleensä tavallista velkasijoittamista korkeammat riskit yhtiöiden riskiprofiilien ja esimerkiksi projektiriskien realisoitumisen osalta.

Osuuskunnan saamat korot lainoista ovat nousseet merkittävästi viime vuosina. Vielä vuonna 2016 osuuskunnan saamat korkotulot olivat n. 0,2 MEUR, mutta vuonna 2019 ne olivat jo 1,1 MEUR. Korkotulojen määrää on kasvattanut etenkin siltarahoituksen mukaantulo vuonna 2019 sekä osuuskunnan viime vuosina kasvaneet lainanannot. Vuonna 2020 arvioimme Arvon saavan 1,5-1,6 MEUR:n korkotuotot listaamattomista lainasijoituksista.

Merkittävimmät lainasijoitukset

Sikla-konserni on rakennus- ja talotekniikka-alan konserni, jonka emoyhtiöön Arvo teki 5 MEUR:n oman pääoman ehtoisen vvk-sijoituksen vuonna 2018. Käsitämme Arvo on myös onnistuneesti siltarahoittanut Siklaa sijoitusaikana eri projektien yhteydessä ja tämä rahoitusvaihtoehto on myös jatkossa mahdollinen.

Pesmel on kauhajokelainen konepajayritys, jolle Arvo myönsi 2 MEUR:n vvk-lainan keväällä 2019 sekä 3 MEUR:n siltarahoituksen kesällä 2020. Arvo on myös aikaisemmin siltarahoittanut Pesmeliä onnistuneesti.

Suomen Maastorakentajat on vaativien kohteiden rakentamiseen erikoistunut yhtiö, johon Arvo teki 2 MEUR:n oman pääoman ehtoisen vvk-sijoituksen loppuvuodesta 2019 ja osallistuu myös yhtiön hallitustyöskentelyyn. Arvo on myöntänyt Suomen Maastorakentajille myös 2 MEUR:n siltarahoituksen vuonna 2020.

Lainasijoitusten arvon määrittäminen

Arvo ei yleisesti raportoi lainojen ehtoja, eikä kaikkien sen myöntämien lainojen tarkkoja summia, joten Arvon portfolioissa olevien yksittäisten lainojen mahdollisten arvonmuutosten arvioiminen on lähes mahdotonta. Kuten todettua, pk-yritysten lainoilla ei myöskään ole jälkimarkkinoita. Tämän takia olemme käsitelleet Arvon listaamattomien lainasijoitusten arvoa yhtiön oman lainojen nimellisarvoja (tasearvoja) vastaavan arvonmäärityksen mukaisesti. Arviomme mukaan yhtiön oma arvonmääritys vastaa jokseenkin kohteisiin alun perin sijoitettujen pääomien summaa. Tämä on mielestämme hyvä lähtökohta, mihin, kun huomioidaan lainojen keskikorko ja vvk-lainojen rakenne ja vastapuoliin keskimäärin liittyvät riskit. Tätä arviota tukee myös se, että lainaportfoliossa ei käsitksemme mukaan huomattavan huonoon suuntaan kehittyneitä kohteita (ts. lainojen takaisinmaksu / uudelleenrahoituskykyä olisi syytä epäillä).

Sikla-konserni

Rakennus- ja talotekniikka-alan Sikla-konserni on Arvolle yksi merkittävimmistä alueellisista vvk-sijoituksista. Sikla on kasvanut viime vuosien aikana voimakkaasti, mutta käsityksemme mukaan koronaviruspandemia on hidastanut Siklan kasvua vuonna 2020.

Yhtiökuvaus

Sikla on vuonna 2007 perustettu rakennusalan ja kiinteistökehityksen konserni. Sikla-konserni muodostuu konsernin emoyhtiöstä Sikla Oy:stä sekä kolmesta tytäryhtiöstä Siklaelementit Oy:stä, Siklatilat Oy:stä sekä SiklaInvest Oy:stä.

Liiketoimintamalli

Sikla-konsernin keskittyy yhtiömuotoisten kotien rakentamiseen kasvukeskusten alueelle sekä koulujen, hoiva- ja päiväkotien sekä toimitilojen rakentamiseen ympäri Suomea. Sikla hankkii myös usein raakamaat tai tontit rakentamilleen kiinteistöilleen.

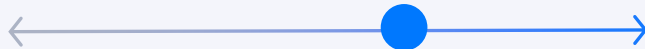
Sijoitustarina

Sikla on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja näemme, että Arvo voisi päästä hyötymään Siklan myönteisestä kehityksestä irtaantumisvaiheessa riippuen alkuperäisistä lainaehdoista. Rakennusalan suhdanne ja koronapandemian tuomat haasteet yleiseen taloustilanteen saattavat viivästyttää ajankohtaa.

Kilpailuetu

Yleisesti ottaen kilpailu rakennusallalla on voimakasta ja pitkäaikaisten kilpailuettujen saavuttaminen on usein vaikeaa (pl. suuren kokoluokan projektit mm. suuret kauppakeskukset), mutta arviomme mukaan Sikla on onnistunut vuosien varrella löytämään hyväkattaisia projekteja, mikä on mahdollistanut panostukset kasvuun.

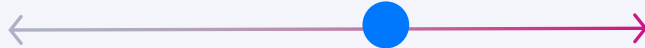
Kassavirtapotentiaali



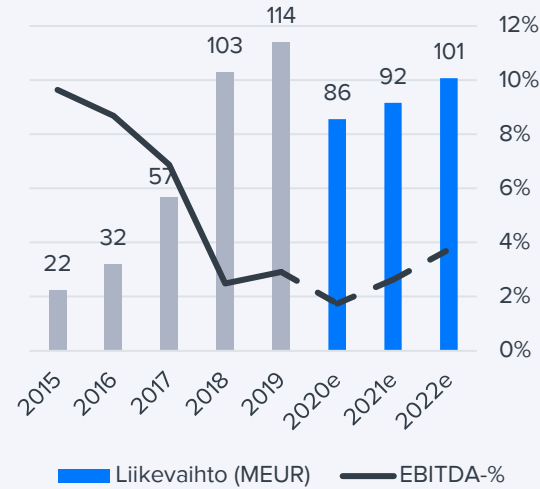
Kassavirtaan liittyvä riskitaso



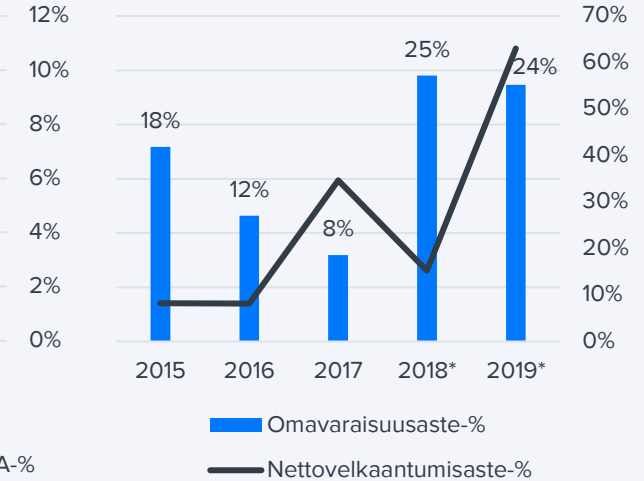
Taseeseen liittyvä riskitaso



Avainluvut:



* HUOM: Oma pääoma sisältää 5 MEUR:n pääomallainan Arvolta



Arvoajurit

- Aseman vahvistaminen nopeammin kasvavilla markkinoilla (hoiva-, päiväkoti- ja koulutuotanto)
- Kannattavuuden nostaminen asteittain taloustilanteen parantuessa
- Mahdollisuus selvittää suhteellisen voittajana rakennusalaan voimakkaasti vaikuttavasta taantumasta
- Projekti- ja taloushallinnan kehittäminen uuden ERP-järjestelmän myötä



Riskitekijät

- Rakennusalan sykliisyys
- Työvoiman saatavuus
- Kilpailun kiristyminen ja katemarginaalien pysyminen sektorilla alhaisella tasolla
- Jos koronapandemian takia siirtyneet tilaukset muuttuvat peruuntumisiksi
- Suomen yleinen talouskehitys
- Uuden ERP-järjestelmän käyttöönoton yhteydessä mahdollisesti esiintyvät haasteet



Arvostus

- Arviomme mukaan Sikla selviytyy lähivuosina lainakoroistaan
- Pidämme tällä hetkellä todennäköisenä, että Arvon vvk-omistuksella on positiivinen konversio-optio irtaantumishetkellä, vaikka aikataulu tämän suhteen on saattanut pitkittyä koronapandemian takia

Pesmel

Konepajayhtiö Pesmel on Arvolle yksi suurimmista valtakunnallisista vvk-sijoituksista. Arviomme mukaan Pesmelin kannattavuus ei ole yltänyt viime vuosina tyydyttäväksi, minkä taustalla ovat volatiili liikevaihto ja kasvurahoituksen saatavuuteen liittyvät haasteet

Yhtiökuvaus

Pesmel on konepajayhtiö, joka valmistaa automatisoituja materiaalinkäsittely-, lastaus-, ja pakkausjärjestelmiä metsä-, metalli- ja rengasteollisuuteen. Pesmelin myynnistä valtaosa tulee viennistä ja yhtiöllä on asiakkaita globaalisti.

Sijoitustarina

Pesmelin kannattavuus on arviomme mukaan kaukana potentiaalistaan, mutta kannattavuushaasteen ratkaisemiseksi yhtiön pitäisi todennäköisesti pystyä kasvamaan uuteen kokoluokkaan ja/tai laajentamaan omistus- ja rahoituspohjaansa.

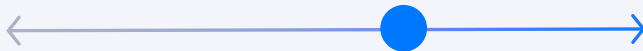
Liiketoimintamalli

Pesmel toimittaa asiakkailleen pääosin 10-25 MEUR:n järjestelmiä projektitoimituksina, minkä lisäksi yhtiöllä on jatkuvampaa huoltoliiketoimintaa olemassa olevan asennetun laitekannan puitteissa. Yhtiön laitteet valmistetaan pääosin Pesmelin omalla konepajalla Virossa.

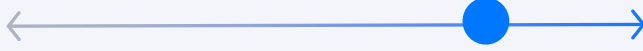
Kilpailuetu

Arviomme mukaan Pesmelin itse kehittämät tuotteet ja teknologiset ratkaisut ovat melko kilpailukykyisiä ja tälle pohjalle tulevaisuuden kasvua on hyvä rakentaa. Sen sijaan yhtiön haasteena on ollut korkea rahoituksen hinta, joka on sekä vaikeuttanut Pesmelin kasvua että nakertanut kannattavuutta.

Kassavirtapotentiaali



Kassavirtaan liittyvä riskitaso



Taseeseen liittyvä riskitaso

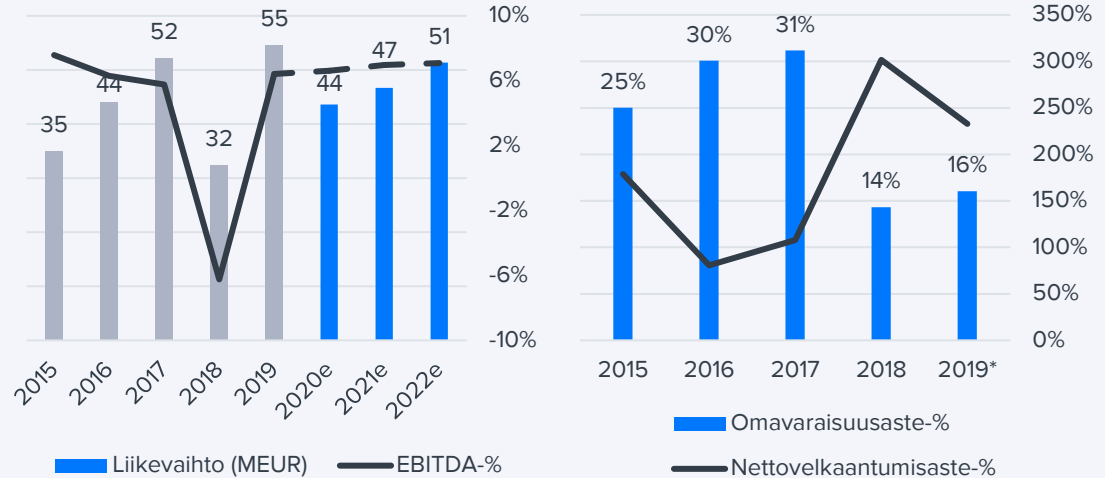


Vvk-laina
2,0
MEUR

Arvioitu
lainakorko
10 %
(Inderes)

Sijoitus-
vuosi
2019

Avainluvut:



Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu etenkin Aasian kehittyvillä markkinoilla
- Kannattavuus on vielä kaukana potentiaalistaan, kun huomioidaan yhtiön omiin tuotteisiin ja omaan teknologiaan pohjautuvan liiketoimintamallin rakenne
- Rahoituskustannusten alentaminen
- Yhtiön teknologia voi kiinnostaa alan pelureita



Riskitekijät

- Yhtiön nykyinen omistus- ja rahoitusrakenne ei mahdollista liiketoiminnan optimaalista ajoa
- Investointivetonen kysyntä on syklistä
- Kehittyvien markkinoiden liiketoimintariskit
- Yhtiöllä on kokoonsa nähden isoja projekteja ja projekteihin liittyy kulu-, aikataulu- ja laajuusriskejä



Arvostus

- Arviomme mukaan Pesmel selviytyy lähivuosina lainakoroistaan emmekä näe yhtiössä akuuttia kriisiytymisen uhkaa
- Lainojen takaisinmaksu ilman uutta rahoitusta vaatii kassavirran parantamista
- Arvon vvk-omistuksella voi olla positiivinen konversio-optio, jos Pesmel pystyisi rahoitusongelmaan tarvittavaa ratkaisua haettaessa hinnoittelemaan itsensä teknologian pohjalta.

Suomen Maastorakentajat

Vaativien kohteiden rakentamiseen erikoistunut Suomen Maastorakentajat on Arvolle yksi merkittävimmistä alueellisista vvk-sijoituksista. Arvionne mukaan yhtiön viime vuosien kannattavuuteen on vaikuttanut merkittävästi realisoituneet projektiriskit

Yhtiökuvaus

Suomen Maastorakentajat on vaativien kohteiden rakentamiseen erikoistunut yhtiö, jonka palvelutarjonta koostuu vesirakentamisesta, liikenneväylien rakentamisesta sekä erikoisrakentamisesta. Yhtiön omistaa 80 %:sti infrastruktuuripalveluihin erikoistunut Andament Group.

Liiketoimintamalli

Yhtiön liiketoiminta koostuu useista eri projektirakentamisen alueista kuten siltaurakoista, isoista tiehankkeista, veden käyttöön liittyvästä rakentamisesta (mm. vedenkäsittelylaitokset, putkistot, vesivoimalaitokset) sekä erikoisrakentamisesta (mm. bio- ja lämpövoimalat, tuulipuistot).

Sijoitustarina

Suomen Maastorakentajat on tällä hetkellä käänneyhtiö, jonka fokuksessa on kannattavuuden nosto hallitummilla projektiriskeillä. Yhtiö laajensi kesällä 2020 palvelutarjoomaansa fuusioitumalla Niskasen Maansiirto Oy:n kanssa. Käsitksemme mukaan samalla yhtiön taseasema vahvistui jonkun verran.

Kilpailuetu

Merkittävänä kilpailuetuna Suomen Maastorakentajille toimii tietyillä sektoreilla (mm. energiarakentamisessa) korkea alalle tulon kynnyks, joka johtuu merkittävästä regulaatiosta ja rakentamisen luvanvaraisuudesta.

Kassavirtapotentiaali



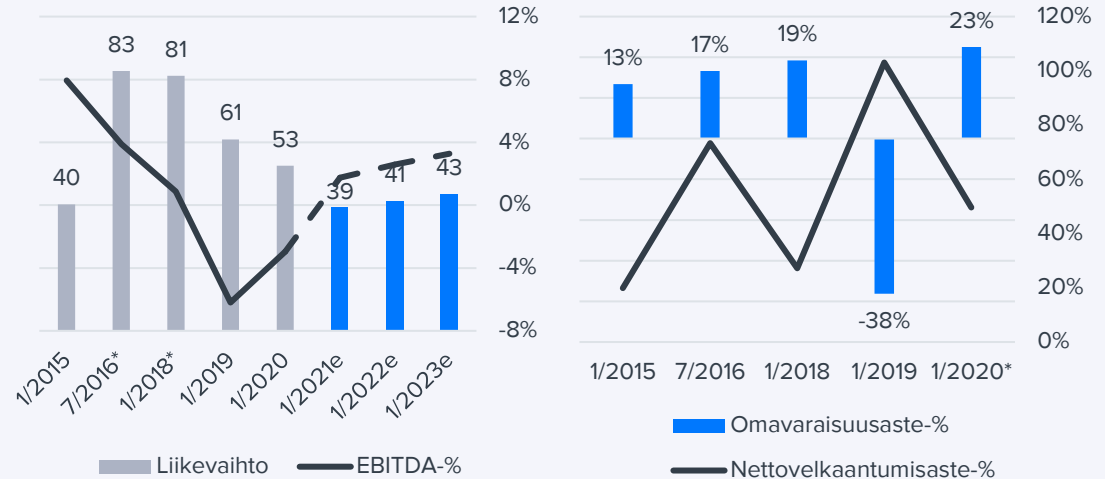
Kassavirtaan liittyvä riskitaso



Taseeseen liittyvä riskitaso



Avainluvut:



* HUOM: Oma pääoma sisältää 2 MEUR:n pääomalainan Arvolta

* HUOM: 18kk tilikausi



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen parempikatteisten projektien hankkimisen kautta
- Palveluliiketoiminnan nostaminen merkittävämpään asemaan
- Energiaarakentamisen osuuden nosto
- Liikenneväylärakentamisen osuuden asteittainen supistaminen (katetasot matalia)



Riskitekijät

- Projektiriskit
- Sektorin kireä kilpailu
- Yhtiön oma pääoma vajosi negatiiviseksi 2019 kahden suuren projektin alaskirjauksista johtuen. Tämän jälkeen tasetta on vahvistettu Arvon oman pääoman ehtoisella lainalla ja käsityksemme mukaan yhtiön omavaraisuusaste parani myös kesän yritysjärjestelyn yhteydessä



Arvostus

- Arvionne mukaan yhtiö selviytyy lähivuosina lainakoroistaan ja emme näe yhtiössä akuuttia kriisiytymisen uhkaa fuusion parannettua taseasemaa (yhtiön kassan ja tuloksen kehitystä tulee tarkkailla kuitenkin lähiaikoina)
- Arvon vvk-omistuksella voi olla positiivinen konversio-optio, jos projektiriskit eivät jatkossa realisoidu (sijoitushetkellä SMR:n taseasema oli hyvin heikko)

Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 1/2

Vahva tase

Arvon tase on vahva niin emoyhteisö- kuin konsernitasolla. Arvo Sijoitusosuuskunnan omavaraisuusaste oli vuoden 2019 lopussa (viimeisin julkinen raportti emoyhtiön osalta) 86,9 % ja konsernin omavaraisuusaste oli 6/2020 lopussa 86,6 %.

Emoyhtiön taseen vastaava-puoli muodostui 2019 lopussa valtaosin sekä sijoituksista (45 % taseen loppusummasta), jotka sisältävät osuudet tytäryhtiöistä, omistusyhteisyrityksistä sekä pitkäaikaisia lainasaamisia kohdeyhtiöiltä että vaihto-omaisuudesta (46 %), joka sisältää finanssisijoitusten arvopaperit. Tämän lisäksi osuuskunnalla oli lyhytaikaisia lainasaamisia siltarahoituksesta kohdeyhtiöiltään (8 %). Osuuskunnan kassassa oli rahaa 2019 lopussa noin 0,6 MEUR (alle 1 %). Osuuskunnan vastattavaa-puoli sen sijaan muodostui 2019 lopussa valtaosin omasta pääomasta (83,5 MEUR) ja pitkäaikaisesta korollisesta lainasta (12,2 MEUR).

Lainapääomaa nostettiin alun perin vuonna 2018 kiinteistösijoitusten järjestelyä (myytiin Evli-Vuokratuottorahastolle) ja siltarahoituksen aloittamista varten. Velkarahan käyttö siltarahoituksessa mahdollistaa vakavaraiselle Arvolle tehokkaan pääoman allokoinnin, koska osuuskunta saa lähtökohtaisesti edullista lainaa pankista (arvioimme lainan koron olevan noin 1 %:n tasolla), jota se voi ohjata siltarahoituksen muodossa korkeammalla korolla eteenpäin (arvioimamme siltarahoituksen korko 8-12 %). Oletammekin, että lainataso tulee pysymään suhteellisen vakaana jatkossa, eikä ainakaan laske, niin kauan kun siltarahoittaminen tarjoaa tuottavia

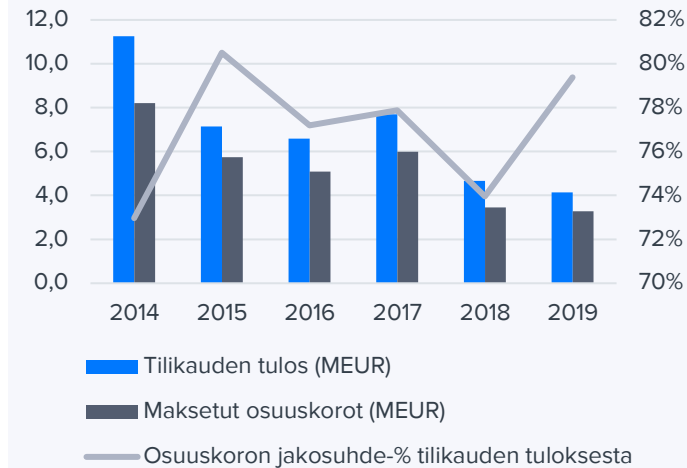
mahdollisuuksia osuuskunnalle. Loput alle 1 % taseen loppusummasta muodostui puolestaan lyhytaikaisista veloista.

Arvo-konsernin tase on suuruudeltaan lähtökohtaisesti hyvin vastaava osuuskunnan kanssa. Erona konsernitaseessa vastaavaa-puolella on oikeastaan ainoastaan, että siinä tytäryhtiöt (Arvo Invest Nordic ja San Group) yhdistellään ja tämän seurauksena emoyhtiön taseessa oleva Arvo Invest Nordic -omistus eliminoidaan ja Arvo Invest Nordicin omaisuus esitetään konsernitaseessa käytännössä pitkäaikaisissa sijoituksissa (Partnera) ja vaihto-omaisuudessa (finanssisijoitukset). Konsernitaseen vastattavaa-puoli oli 6/2020 jakaumaltaan hyvin samanlainen kuin osuuskunnan vuonna 2019.

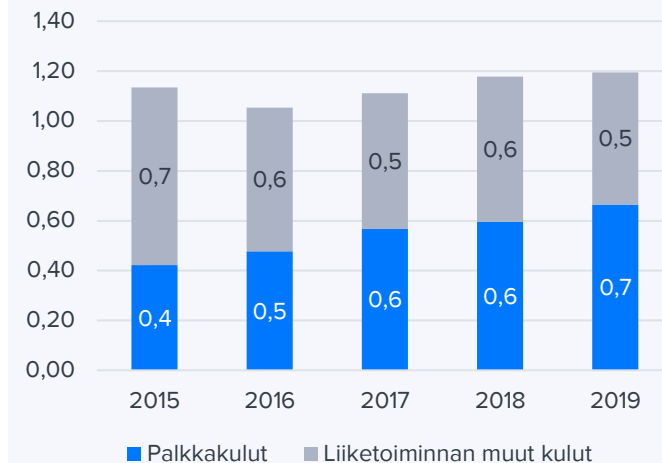
Kulurakenne

Sijoittajan on hyvä ymmärtää, että osuuskunnan kulut voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Osuuskunnan (sisältää myös konsernin sijoitusyhtiö Arvo Invest Nordicin) operatiiviset kulut muodostuvat sekä 0,7 MEUR:n henkilöstökuluista, jotka jakautuvat noin puoleksi työntekijöiden ja hallinnon (sis. hallitus ja hallintoneuvosto) välille että myös noin 0,5 MEUR:n tasolla olevista liiketoiminnan muista kuluista, jotka sisältävät mm. due diligence -selvitykset sijoituskohteista, tilintarkastusmaksut sekä vuokrat. Hallinnointikulut ovat viime vuosina olleet yhteensä noin 1,2 MEUR vuodessa. Suhteutettuna tämä koko portfolion arvoon (6/2020: 113 MEUR) ovat hallinnointikulut vuodessa noin 1,1 %, mikä on mielestämme suhteellisen hyvin linjassa muihin vastaaviin sijoitusyhtiöihin/rahastoihin.

Tilikauden tulos vs. maksettu osuuskorko



Hallinnointikulujen kehitys (MEUR)



Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 2/2

Osuuskorko tarkoitus rahoittaa kassavirralla

Arvon tavoitteena on maksaa osuuskorkoa 60-80 % tilikauden tuloksesta. Voitonjako on tarkoitus rahoittaa kokonaan sijoituksista saatavilla korko- ja osinkotuloilla sekä mahdollisilla lunastuksilla finanssisijoituksista. Näiden kassavirtojen vastaavuus on ainakin pidemmällä tähtäimellä merkki tasapainoisesta osuuskorkopolitiikasta. Luonnollisesti kassavirtaa korkeampi voitonjako ei ole pitkässä juoksussa mahdollista ja toisaalta voitonjaon rahoittaminen finanssisijoituksia myymällä laskisi osuuskunnan tulevaisuuden kassavirran tuottokykyä. Näin ollen Arvon olisikin mielestämme tärkeää pitää pitkässä juoksussa voitonjako ja kassavirta tasapainossa, mutta yksittäisinä vuosina epätasapaino ei toki ole ongelma.

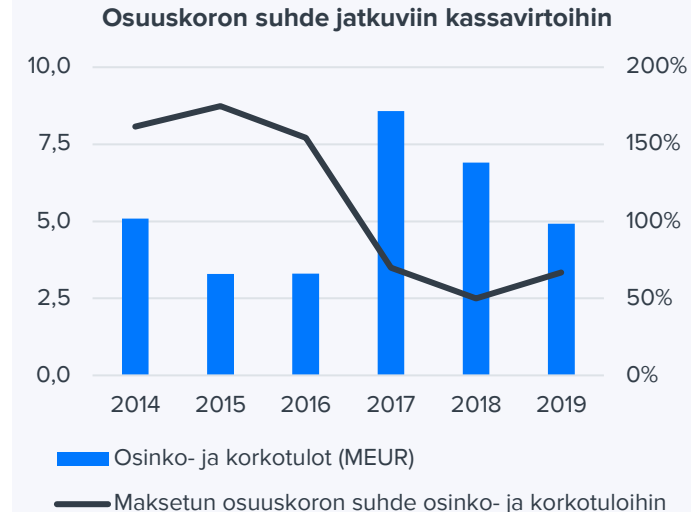
Vuosina 2014-2019 osuuskoron jakosuhte on ollut 73-81 % tilikauden tuloksesta. Viimeisenä kolmena vuotena (2017-2019) osuuskorko on pystytty rahoittamaan täysin sijoituksista saatavilla korko- ja osinkotuloilla, mutta 2014-2016 osuuskorkoa maksettiin noin 1,5-kertainen määrä suhteessa saatuihin korko- ja osinkotuloihin. Tämä johtui osittain myös siitä, että Arvo päätti jakaa ICT-liiketoiminnastaan saatuja voittovaroja omistajilleen useamman tilikauden aikana.

Samaan aikaan on hyvä huomioida, että emoyhtiön tulostrendi on ollut laskusuunnassa tämän ajanjakson ajan (tilikauden tulos 2014 11,3 MEUR ja vuonna 2019 4,1 MEUR), kun vastaavasti osinko- ja korkotulot ovat olleet keskimäärin

hieman yli 5 MEUR ajanjakson aikana. Vaikka liikevaihto ei ole sijoitusyhtiölle relevantti mittari (voi vaihdella huomattavasti vuosien välillä sijoitusten myyntien ajoituksista johtuen), huomaa Arvon historiallisista luvuista selvästi miten yhtiön sijoitustoiminta on muuttunut viimeisten vuosien aikana (liikevaihto 2014-2015 n. 80 MEUR ja 2017-2019 20-30 MEUR).

Koska Arvon osuuskoron suuruus on sidottu tilikauden tulokseen, on odotettavissa, että maksettavan osuuskoron määrä voi vaihdella myös suuresti vuosien välillä. Yksittäisen tilikauden tulokseen voi esimerkiksi vaikuttaa useampi korkeakatteinen myyntivoitto tai alaskirjaus kohdeyhtiöistä tai vastaavasti luovutusvoitot/-tappiot finanssisijoituksista.

Osuuskoron maksun rahoittamiseen käytettävät korko- ja osinkotulojen kehitys on puolestaan näkemyksemme mukaan vahvasti sidottu yleiseen taloustilanteeseen. Emme usko, että Arvon saamat kassavirrat koroista ja osingoista tulevat oleellisesti muuttumaan viimeisten vuosien keskiarvotasosta (n. 5,3 MEUR/v.), ellei osuuskunta muokkaa portfolionsa allokaatiota selvästi toisenlaiseksi. Pidämme kuitenkin varsin todennäköisenä, että tilanteessa, jossa tilikauden tulos ylittäisi selvästi Arvon saamat korko- ja osinkotulot osuuskunta tekisi lunastuksia finanssisijoituksistaan (ainakin siihen asti, että portfolion tavoiteallokaatio on saavutettu) osuuskorkopolitiikkansa turvaamiseksi ja mahdollistaakseen uudet investoinnit alueellisiin ja valtakunnallisiin sijoituksiin.



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Arvo Sijoitusosuuskunta sopii sijoittajalle, joka haluaa sijoittaa suomalaisiin pk-yrityksiin ja olla mukana alueellisessa kehitystoiminnassa. Arvon kautta sijoittaja saa vahvan hajautuksen useisiin eri omaisuusluokkiin, joista osaan on tyypillisesti melko vaikea sijoittaa. Arvo profiloituu myös samalla vakaana osuuskoronmaksajana, joten Arvo sopii kassavirtaa sijoituksiltaan kaipaavalle sijoittajille. Kaupankäynnin korkeiden kuluja takia Arvo vaatii sijoittajalta tiettyä pitkäjänteisyyttä.

Arvoajurit ja potentiaali

- **Hyväksyttävän arvostuksen nousu:** Arvo hinnoitellaan merkittävällä alennuksella suhteessa omaisuuden käypään arvoon ja näemme alennuksessa pitkässä juoksussa supistumisen varaa. Sijoitusyhtiötä arvioidaan usein niiden track-recordin perusteella, joka Arvon tapauksessa on vielä melko lyhyt sijoitustoiminnan osalta. Näemme, että Arvon sijoitusyhtiöalennuksen laskuun vaaditaan todisteita hyvästä pääoman allokoituvuudesta kohdeyhtiöiden valinnan ja irtaantumisen suhteen. Myös osuuden likviditeetin nousu voisi johtaa alennuksen supistumiseen.
- **Osuuskoron kasvu:** Monille osuuskuuntaan sijoittaville kilpailukykyinen osuus korko ja sen vakaus on merkittävässä roolissa. Koska osuus korko on sidottu tilikauden tulokseen vaatii sen nosto hyviä irtaantumisia sekä osinko- ja korkotuottoja.
- **Oman pääoman kasvu:** Sijoitusyhtiön arvon kehityksen kannalta merkittävässä roolissa on sen oman pääoman kasvu. Tämä vaatii taakseen sijoitusten onnistunutta kierrätystä ja

uusien hyvin kohteiden löytämistä ja niistä irtaantumista hyvään hintaan. Oman pääoman kasvun hidaste on toki runsas voitonjako

- **Yhteistyö muiden sijoittajien kanssa:** Mielestämme Arvon strategia toimia yhdessä muiden sijoittajien (esim. CapMan) kanssa parantaa mahdollisuuksia hyvien sijoitusten löytämiselle sekä näihin sisään pääsemiseen. Tämä voi antaa Arvolle etua kisassa kohteista.

Riskit ja heikkoudet

- **Alueellinen sijoitustoiminta:** Arvon harjoittama alueellinen sijoitustoiminta saattaa sitoa pääomia heikommin tuottaviin kohteisiin osuuskunnan lähiympäristössä, minkä takia parempia sijoituskohteita jää hyödyntämättä valtakunnallisissa kohteissa. Tämä on määritelty osuuskunnan sijoituspolitiikkaan ja on arvopohjainen päätös, jolla osuuskunnan toiminta-alueella pyritään kehittämään elinkeinotoimintaa. Sijoittajan on kuitenkin hyvä tiedostaa tämä asia.
- **Suomen talouden kehitys:** Arvon sijoitusportfolion listaamattomien yritysten liiketoiminnat sijaitsevat lähes täysin Suomessa ja täten listaamattomien yritysten kehitys on mielestämme hyvin vahvasti riippuvainen Suomen yleisestä talouskehityksestä. Lisäksi myös finanssisijoituksista merkittävä osa on sijoitettu suomalaisiin yhtiöihin tai rahastoihin. Tämä on Arvon sijoitusstrategian mukaista, mutta sijoittajan on hyvä huomioida, että pelkästään sijoituskohteiden määrällä ei pystytä hajauttamaan maantieteellistä riskiä.
- **Likviditeettiriski:** Arvon listaamattomissa osakesijoituksissa on mielestämme myös

suurehko likviditeettiriski sekä sijoitusaikojen venymisen että vähemmistö-sijoitusten järkevän myyntihinnan suhteen, koska markkinat näille eivät välttämättä ole erityisen aktiiviset. Tämä koskee mielestämme kuitenkin vain lähinnä Arvon pienimpiä sijoituskohteita, joiden merkitys koko portfolion kannalta on rajallinen.

- **Syklisten sektorien osuus arvon sijoitusportfoliossa:** Syklisten sektoreiden osuus Arvon portfoliossa on edelleen varsin merkittävä, joka tuo heilahtelua yritysten tuottoihin. Arvo on myös tunnistanut asian ja viimeisimpien sijoitusten yhteydessä reagoinut asiaan, mitä pidämme positiivisena signaalina. Syklisten sektoreiden korkeahko osuus nostaa silti vielä portfolion riskitasoa.
- **Track-recordin puute:** Yksi merkittävä mittari, joilla sijoitusyhtiötä arvioidaan on niiden track-record. Koska Arvo on vielä suhteellisen nuori sijoitusyhtiöksi, ei sille ole kerennyt muodostua vahvaa track-recordia etenkin irtaantumisista listaamattomista sijoituksista. Tämä myös painaa mielestämme Arvolle hyväksyttävää arvostusta jossain määrin alaspäin toistaiseksi. Lisäksi osuuskunnan tulokunto sekä absoluuttinen osuus korko ovat olleet viime vuosina laskutrendeissä, mitkä olisivat tärkeitä saada käännettyä arvostuskuvan kannalta.
- **Pääomamarkkinan kehitys:** Arvon finanssisalkun arvonmuutosta ajaa arviomme mukaan etenkin yleinen pääomamarkkinan suunta, jonka lyhyellä ajan kehitys on vaikeasti ennustettavaa ja riskistä. Siten pääomamarkkinan muutokset voivat heiluttaa etenkin Arvon finanssisalkkua tuntuvasti, mutta pitkällä perspektiivillä aika on sijoittajien puolella.

Käypä arvo ja hinnoittelu 1/3

Annamme näkemyksemme Arvon käyvästä arvosta

Koska Arvo Sijoitusosuuskunnan osuus ei ole pörssi- ja kaupankäynnissä ja myös Arvon tiedotusvelvollisuus on pörssi-yhtiötä vähäisempi, emme seuraa Arvoa jatkuvasti, vaan päivitämme näkemystämme Arvosta tilinpäätösten sekä puolivuotiskatsausten yhteydessä. Näin ollen emme anna Arvo Sijoitusosuuskunnan osuudelle sijoitussuositusta emmekä tavoitehintaa vaan kommentoimme päivityksissämme näkemystä osuuden ja sijoitusosuuskunnan käyvästä arvosta päivityshetkellä. Näkemyksemme mukaan määrittämämme käypä arvo heijastelee hintaa, joka omistuksista olisi likvidoitavissa saavutettavissa neutraalissa skenaariossa (ts. listaamattomat yhtiöt itsenäisenä, käytännössä yrityskauppatilanteessa arvonmääritykseen ja saavutettavaan hintaan voivat vaikuttaa useat tekijät ostajan strategisista intresseistä omistajien tavoitteisiin) päivityshetkellä.

Käypää arvoa ei tule suoraan tulkita tavoitehinnaksi eikä käyvän arvon ja markkinahinnan erotusta nousupotentiaaliksi, sillä tavoitehintaan vaikuttaisi lisäksi sijoitusyhtiöltä tyypillisesti vaadittava alennus sekä alhaisen likviditeetin osakkeiden likviditeettipremio. Mielestämme sijoittajien kannattaakin ottaa myös nämä tekijät huomioon Arvon osuuden hinnan nousupotentiaalia ja tavoitehintaa arvioidessaan.

Osien summa

Mielestämme Arvon kaltaista sijoitusyhtiötä täytyy arvottaa etenkin osien summa -analyysillä. Tässä tapauksessa oleelliset osat mielestämme ovat:

- 1) Arvo Osuuskunnan ja sen tytäryhtiö Arvo Invest Nordicin finanssisijoitukset, joiden arvona käytämme viimeisintä raportoitua lukua 11/2020 tilanteesta.
- 2) Arvon listaamattomat osakesijoitukset, joiden arvot olemme määrittäneet aiemmin.
- 3) Arvon lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin, joiden arvona käytämme saatavien tasearvoa, mikä vastaa melko hyvin lainattujen pääomien määrää.
- 4) Emoyhtiön ja Arvon Invest Nordicin korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Emme huomioi tässä korollisia saatavia, koska ne tulevat huomioiduksi lainasijoitusten yhteydessä. Nettovelat olivat vuoden 2019 lopussa yhteensä 10,2 MEUR emmekä odota tässä tapahtuneen merkittäviä muutoksia ja käytämme viime tilikauden lukua laskelmissamme.
- 5) Emoyhtiön ja Arvo Invest Nordicin operatiiviset kulut, jotka täytyy eliminoida. Nämä kulut ovat osuudenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja, joihin he eivät voi suoraan vaikuttaa. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.

Näkemyksemme Arvo Sijoitusosuuskunnan käyvästä arvosta muodostuu näiden komponenttien summasta. Peilaamme Arvon osuuden hintaa myös suhteessa emoyhtiön oman pääoman arvoon (ml. vertailu joihinkin pörssin sijoitusyhtiöihin) sekä saavutettuja osuuskoron tuottoja.

Nettovelkojen käsittely

Arvon vähemmistösisjoitusten arvot olemme määrittäneet markkina-arvopohjaisesti, joten vähennämme osien summa -laskelmassa emoyhtiön ja sen tytäryhtiön Arvo Invest Nordicin korolliset nettovelat (tai lisäämme nettokassan), sillä vähemmistöomistusten korolliset nettovelat ovat sisällä markkina-arvoissa. Emme ole erikseen laskeneet Arvo Invest Nordicin markkina-arvoa, sillä kyseessä on konsernin sijoitusyhtiö, jonka tase muodostuu käytännössä finanssisijoituksista, jotka olemme sisällyttäneet samaan tarkasteluun osuuskunnan finanssisijoitusten kanssa.

Kuten todettua, emoyhtiöllä ja Arvo Invest Nordicilla oli 2019 lopussa 10,2 MEUR:n nettovelat. Puolivuotiskatsauksessaan Arvo raportoi taseasemansa konsernitasolla, joka mahdollistaisi myös tuoreemman informaation käyttämisen. Arvo ei ole kuitenkaan 6/2020-raportissaan eritellyt korollisia ja korottomia velkojaan, joten käytämme vuoden 2019 lukuja, joiden emme usko oleellisesti muuttuneen vuoden aikana (6/2020-raportin perusteella nettovelkojen määrässä ei ole voinut tapahtunut oleellista muutosta). Lisäksi mahdollinen korollisen velan nousu peilaisi todennäköisesti kassavirtaa Arvolle tuottavan siltarahoituksen lisääntymistä ja/tai siltarahoituksen ajoitustekijöitä.

Konsernikulujen eliminointi

Merkittävänä elementtinä olemme vähentäneet osien summasta Arvo Osuuskunnan sekä Arvo Invest Nordicin operatiivisten kulujen nykyarvot. Olemme huomioineet laskelmassa myös Arvo Invest Nordicin kulut, koska sen toiminnasta vastaa Arvo Osuuskunnan henkilökunta.

Käypä arvo ja hinnoittelu 2/3

Vaikka nämä kulut (noin 1,2 MEUR tai 1,2 % salkun raportoidusta arvosta vuonna 2019) ovat pienet, ne ovat kuitenkin merkittäviä omistajien kannalta. Olemme laskeneet operatiivisille kuluille nykyarvon diskonttaamalla seuraavan kymmenen vuoden oletetut kulut nykypäivään käyttämällä keskimääräistä pääomakustannusta (WACC), mikä antaa kulujen nykyarvoksi noin 8,3 MEUR. Summa on huomattava suhteessa Arvon käypään arvoon, mutta tämä on kuitenkin käytännössä liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä pakollinen kulu. Olemme käyttäneet laskelmassamme maltillista 1 %:n vuosittaista kustannusten nousua ja 8,3 %:n keskimääräistä pääoman kustannusta.

Sijoitusyhtiön alennus / preemio

Sijoitusyhtiöt arvotetaan markkinoilla niiden tyyppin ja menestyksen perusteella joko alennuksella tai preemiolla suhteessa niiden substanssiarvoon. Arvo ei ole lähtenyt määrittämään omistuksilleen subjektiiviseen näkemykseen perustuva substanssiarvoa, minkä takia Arvon lukuihin perustuvaa NAV-pohjaista arvostusta ei käytännössä voida käyttää. Osien summa -laskelmamme on kuitenkin verrannollinen substanssiarvoon, joten mielestämme sijoittajien kannattaa peilata vaadittava alennusta / preemiota tähän lukuun. Tyypillisempää on sijoitusyhtiön hinnoittelu alennuksella suhteessa substanssiarvoon tai käypään arvoon. Alennukset voivat vaihdella esimerkiksi pörssiyhtiössä 0-30 % välillä. Joissakin harvinaisissa tapauksessa (esim. Berkshire Hathaway) sijoitusyhtiö voi ansaita preemion suhteessa substanssiarvoon, mutta käytännössä tämä vaatii poikkeuksellista pitkän ajan track-recordia sijoitustoiminnan tuotoista.

Mielestämme sijoitusyhtiön alennuksen tai preemion suhteessa substanssiin tai käypään arvoon peruseräteen pitäisi olla sijoitusyhtiön järjestelmällisesti luoman omistaja-arvon määrä ja tämän jatkuminen tulevaisuudessa. Arvon track-record on näiltä osin vielä lyhyt etenkin listaamattomien sijoitusten osalta, koska isompia irtaantumisia listaamattomista osakesijoituksista ei ole vielä ehtinyt kertymään. Arvon sijoitusstrategialla on mielestämme mahdollisuus tuottaa ylituottoja tulevaisuudessa, mutta näemme monissa tämän hetken sijoituksissa myös riskejä. Siten tietyn vähintään tavanomaisen sijoitusyhtiöalennuksen vaatiminen Arvolta ei mielestämme ole tässä vaiheessa kohtuutonta.

Osuuden likviditeetti on ollut heikko

Osuuskunnan arvostukseen vaikuttaa myös niiden osuuksilla käytävän kaupan likviditeetti. Arvon osuuksilla kauppaa käydään Privanetin listaamattomien yhtiöiden markkinapaikalla, jossa likviditeetti Arvon osuuksille on hyvin matala. Vuoden 2019 aikana Arvon osuuksilla tehtiin yhteensä 707 kauppaa Privanetin kauppapaikalla, mikä vastaa alle 1 % kaikista osuuksista. Tämän lisäksi osuuskunnan toimistolla tehtiin yhteensä 1124 osuuden siirtoa, mutta nämä olivat lähinnä perikuntien siirtopyyntöjä. Näin ollen sijoittajien voi olla halutessaan vaikea ja/tai hidasta päästä osuuksista eroon. Siten sijoittajien kannattaakin toistaiseksi vaatia Arvolta likviditeettipreemiota, jonka mittakaavaan vaikuttaa mielestämme etenkin kunkin sijoittajan omistusosuus ja likviditeettitarpeen hinnoittelu.

Markkinahinta selvästi näkemyksemme mukaisen käyvän arvon alapuolella

Osien summa komponentit huomioiden Arvon käypä arvo on näkemyksemme mukaan noin 99 MEUR. Vastaavasti yhden osuuden käyväksi Arvoksi tulee näkemyksemme mukaan 1196 euroa. Privanetissä Arvon osuuden viimeisin hinta on 660 euroa, joten Arvoa hinnoitellaan tälle hetkellä 0,55x P/Osien summa -kertoimella. Siten vallitsevan markkinahinnan alennus suhteessa näkemyksemme Arvon käyvästä arvosta on noin 45 %. Pidämme arvostusta maltillisena, vaikka mielestämme toistaiseksi sijoitusyhtiöalennuksen ja likviditeettipreemion vaatiminen Arvolta ei mielestämme ole lainkaan kohtuutonta ja kunkin sijoittajan tulee harkita näitä parametrejä omaan tuottotavoitteeseensa ja positiionsa peilaten. Alennuksen purkautumisen aikataulua ja mittakaavaa on kuitenkin mielestämme vaikea arvioida, mikä johtuu osaltaan osuuden vähäisestä kaupankäyntivolyymistä Privanetissä.

Huomautamme myös, että jos osuuskunta voitaisiin purkaa tehokkaasti ja sijoitukset realisoida, sijoitusyhtiöalennus tai likviditeettipreemio eivät vaikuttaisi arvostukseen ja siten osuuskunnan osuuden arvo voisi nousta käypää arvoamme ylemmäs. Lisäksi tämän hetken Arvon markkina-arvo 54 MEUR on perusteltavissa esimerkiksi pelkästään sillä, että likvidit finanssisijoitukset (pl. Partnera) myytäisiin ja saadut varat jaettaisiin omistajille nettovelkojen maksun jälkeen. Lähtökohtanamme on kuitenkin, että toiminta jatkuu suunnitellusti ja myös emoyhtiön raportoidut kulut ovat jatkossakin suunnilleen nykyistä vastaavalla tasolla. Näin ollen sijoittajien ei mielestämme kannata rakentaa sijoituspäätöksiään osuuskunnan alasajon kautta purkautuvan arvon varaan.

Käypä arvo ja hinnoittelu 3/3

Tasesubstanssi toimii kohtuullisen hyvin

Sijoitukset ovat Arvon taseessa lähtökohtaisesti arvotettu hankintahintaan tai sitä alhaisempaan hintaan, minkä vuoksi omistusten arvonnousu ei heijastu tasearvoihin. Tämän takia positiivisesti kehittyvät sijoitukset luovat taseeseen ns. piiloarvoa. Piiloarvoa taseeseen on syntynyt finanssisijoitusten kautta, jota Arvon puolivuosisraportin (6/2020) perusteella olisi kertynyt noin 12,7 MEUR (finanssisijoitusten käyväksi arvoksi ilman Partneraa oli raportoitu 69,8 MEUR ja tasearvoksi puolestaan 57,1 MEUR). Listaamattomien osakesijoitusten ja Partneran osalta taseeseen on kertynyt piiloarvoa arviolta noin 1,1 MEUR (käyvät arvot yhteensä n. 26,8 MEUR vs. tasearvot 6/2020 23,7 MEUR + 2 MEUR:n sijoitus Valveeseen), luultavasti joidenkin vähäisten alaskirjausten myötä. Käypien arvojen osalta täytyy kuitenkin muistaa, että arvioihin liittyy suurta epävarmuutta, koska näkyvyys listaamattomiin sijoituksiin on hyvin heikko. Lainasijoitukset puolestaan arvostamme lähtökohtaisesti tasearvoon.

Arvo Osuuskunnan P/B-luku, joka on mielestämme sijoitusyhtiölle hyödyllinen indikaattori, on tällä hetkellä 0,65x käyttäen vuoden 2019 tilinpäätöksen tasearvoa. Arvostustaso on mielestämme maltillinen, vaikka siihen lisättäisiinkin sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipreemiota. Helsingin Pörssin sijoitusyhtiöistä Sievi Capitalin P/B-luku on 0,8x (2020-21e), Panostajan 0,9x (2020-21e) ja Partneran 1,0x (viimeisin markkina-arvo jaettuna 6/2020 tasearvolla). Siten Arvon tasepohjainen arvostus on pörssiverrokkeja selvästi alempi, joskin huomautamme, että tietty alennus onkin

paikallaan listaamattomuuden ja keskimäärin verrokkeja heikomman likviditeetin takia.

Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Käsityksemme mukaan Arvon omistajille tärkeää on tasainen, mahdollisimman korkea ja mieluiten kasvava osuuskorko. Arvon osuuskorkoprosentti on historiallisesti Privanet-listauksen aikana vaihdellut 6-10 %:n välillä, mikä on mielestämme korkea taso sijoittajien saamalle kassavirtatuotolle (huomautus: Privanetin osuuden päätöskurssit eivät välttämättä ole luotettavia heikon likviditeetin takia). Näkemyksemme mukaan tietty osuuskoron taso on turvattu tulevina vuosina finanssi- ja lainasijoituksista saatavien kassavirtojen kautta, mutta osuuskoron kehitys on sidottu Arvon tilikauden tulokseen, mitä emme ole ennustaneet. Osuuskoron tason lisäksi tulevaisuuden osuuskorkoprosenttiin vaikuttaa luonnollisesti myös osuuden hinnan kehitys.

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan mieltää myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko pysyy vuoden 2019 tasolla 40 eurossa tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 410 euroa käyttämällämme hieman alle 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Puolestaan, jos odotamme, että Arvo pystyisi nostamaan ensi vuoden osuuskorkoaan 5 %:lla ja säilyttämään saman 5 %:n vuotuisen osuuskoron kasvun ikuisesti, saisimme yhden osuuden arvoksi 884 euroa. Tämä hyvin yksinkertaistettu esimerkki kuvastaa, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä sijoittajalle, jonka tärkein yksittäinen tekijä

sijoituspäätöksen takana on sijoituksesta saatava vakaa ja kasvava kassavirta. Osuuskoron jatkuva kasvu vaatii taas Arvolta etenkin kohtuullisesti hinnoiteltujen sijoituskohteiden löytämistä, kohteiden hyvää kehitystä, sijoituskohteista irtaantumista sekä finanssimarkkinan nousujohteista pitkän ajan kehitystä.

Yhteenveto

Näkemyksemme mukaan Arvo Sijoitusosuuskunta hinnoitellaan tällä hetkellä selvästi alle osuuden osien summa –menetelmällä määrittämämme käyvän arvon Privanetissä. Tavoitehintaa ja osuuden nousupotentiaalia määriteltäessä sijoittajien tulisi kuitenkin mielestämme harkita tavanomaisen sijoitusyhtiöalennuksen ja likviditeettipreemion vaatimista Arvolta, sillä osuuden kaupankäynti Privanetissä on vähäistä ja toisaalta osuuskunnalla ei ole vielä näyttää vahvaa track-recordia jatkuvasti arvoa luovasta sijoitustoiminnasta. Mielestämme markkinahinnan ja käyvän arvon erotusta tyypillinen sijoitusyhtiöalennus ja likviditeettipremio eivät kuitenkaan selitä täysin. Käyvän arvon ja markkinahinnan suurehkon erotuksen takia Arvon osuudella pitäisi mielestämme olla myös kohtuullista puskuria markkinasalkun laskun ja/tai yksittäisen sijoituksen epäonnistumisen varalle.

Osuudessa piilevän tietyn nousuvaran lisäksi pidämme todennäköisenä, että Arvo tarjoaa lähivuosina sijoittajille myös 5-8 %:n kassavirtapohjaista tuottoa osuuskoron muodossa (osuuden nykyiselle hinnalle). Näiden tuottotasojen saavuttaminen vaatii osuuskunnalta kuitenkin onnistuneita luopumisia sijoituskohteista ja/tai finanssisalkun arvonnousua.

Osien summa -laskelma (ei sis. sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeetti-preemiota)

Sijoitusryhmät	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset *)	72	61 %
Partnera *)	7	6 %
Listamattomat osakesijoitukset	19	16 %
Lainasijoitukset listamattomiin yrityksiin	20	17 %
Yhteensä	118	100 %

*) Sisältää Arvo Osuuskunnan ja Arvo Invest Nordicin sijoitukset

Arvo Osuuskunnan markkina-arvo

Omistusten arvo	118	MEUR
Emoyhtiön ja Arvo Invest Nordicin nettovelat	10	MEUR
Emoyhtiön ja Arvo Invest Nordicin kulujen eliminointi	8	MEUR

Arvon markkina-arvo	99	MEUR
Osuuksien määrä	82075	kpl
Osuuden laskennallinen arvo	1211	EUR

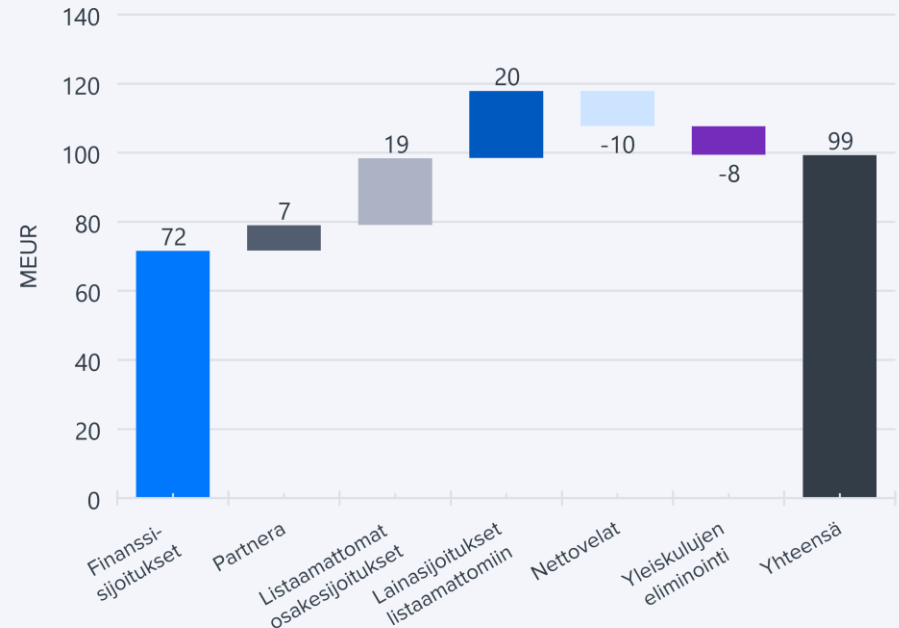
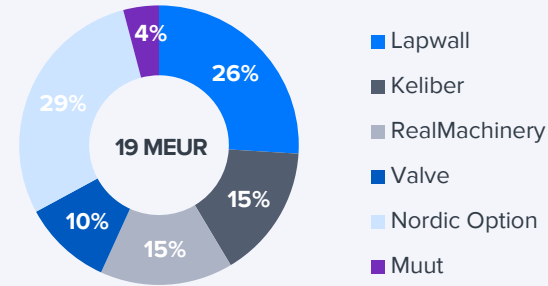
Lähde: Inderes

Arvo Osuuskunnan kulujen eliminointi

Tilikauden 2019 kulut	1,2	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1 %	
Käytetty WACC	8,3 %	
Kulujen summa (10 vuotta)	8,3	MEUR

Lähde: Inderes

Listamattomien osakesijoitusten arvon jakautuminen



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä 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.

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 sijoituspäätöstensä 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.

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 sijoitavassa 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 sijoittajaviestinnän 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 on tehnyt tässä raportissa tutkimuksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Käyvän arvon* historia

Pvm	Käypä arvo*	Kurssi
22.12.2020	1 211 €	660 €

*Inderesin näkemys käyvästä arvosta ennen sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipremiota

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**