

# Arvo Sijoitusosuuskunta

Laaja raportti

20.06.2024 8.10 EEST



Aapeli Pursimo  
+358 40 719 6067  
aapeli.pursimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Hajautettu sijoitussalkku isolla alennuksella

Arvo on pitkäjänteistä sijoitustoimintaa harjoittava osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö, jolla on laajalle eri omaisuuslajien välille hajautettu sijoitussalkku. Olemme raportin yhteydessä tehneet pieniä tarkistuksia osien summa -mallimme taustalla oleviin parametreihin, mutta konsernitasolla näiden vaikutus jäi rajalliseksi. Arvioimme mukaan osuutta hinnoitellaan tällä hetkellä huomattavalla alennuksella osien summaamme nähden osin oikeutetustikin viime vuosina keskimäärin matalalle jääneiden pääoman tuottojen myötä. Mielestämme alennus on kuitenkin revennyt jo turhan leveäksi. Tätä kokonaiskuvaa peilaten toistamme 62 euron tavoitehintamme, mutta nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää) kurssilaskun myötä.

## Arvo on omasta taseestaan sijoittava osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö

Arvo on tehnyt kevään aikana pieniä tarkennuksia sijoitusstrategiaansa ja nykyisin sen sijoitustoiminta voidaan jakaa kahteen osaan: finanssisijoituksiin ja suoriin sijoituksiin (aik. alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset). Suorat sijoitukset koostuvat vähemmistöisijoituksista listaamattomiin yhtiöihin sekä pitkä- ja lyhytaikaisesta lainarahoituksesta kohdeyhtiöille. Sen sijaan suurempi osuus raportoidusta sijoitusvarallisuudesta koostuu finanssisijoituksista (2023: 57 % käyvin arvoin). Kokonaisuutena portfolion riskitaso on mielestämme varsin maltillinen laajaa hajautusta peilaten. Vastapainona tälle näemme tämän painavan salkun tuotto-odotusta. Mielestämme Arvolle ei ole vielä kertynyt vahvaa track-recordia sijoitusyhtiöhistoriansa aikana (vrt. mm. 2019-2023 ROE-% 4,3 %), mutta samanaikaisesti arvioimme sen salkussa olevan myös potentiaalisia arvonluojia (mm. suora listaamaaton osakesijoitus Leden Groupiin). Kokonaisuutena Arvon sijoitusstrategian ytimessä on tuottaa rahavirtaa omistajilleen vuosittain maksettavan osuuskoron kautta (60–80 % emo-osuuskunnan tilikauden tuloksesta).

## Ainoastaan pieniä tarkennuksia osien summaan

Tarkistimme päivityksen yhteydessä arvioimme merkittävimpien listaamattomien osakesijoitusten ennusteitamme viime vuoden toteutuneiden lukujen perusteella niiden yhtiöiden osalta, joiden tilinpäätökset oli julkistettu (Leden Group, Nordic Option). Näistä Nordic Optionin arvioimamme arvo pysyi ennallaan, kun taas Leden Groupin laski hieman kasvaneiden investointien nostaessa nettovelkaennustettamme. Teimme myös muita pieniä tarkistuksia osien summamme parametreihin, mutta kokonaisuutena mallin indikoima arvo pysyi lähes ennallaan 91 MEUR:ssa (aik. 93 MEUR) tai 111 eurossa osuudelta (aik. 114 €).

## Alennus alkaa olemaan turhan leveä, vaikka selkeät lyhyen aikavälin ajurit puuttuvat

Näemme, että Arvon sijoitusyhtiöalennus voisi asettua pidemmällä aikavälillä 15-25 %:iin, mihin peilattuna nykyinen markkina-alennus (~55 %) on erittäin huomattava. Arvioimme alennuksen olennaisen kaventumisen vaativan kuitenkin lisää näyttöjä sijoitustoiminnan arvonluonnin osalta eli pääoman tuottojen nousua viime vuosien tasoilta (2019-2023 ROE-%: 4,3 %, ROI-%: 6,2 %) sekä Arvon sijoitusstrategiaa peilaten osuuskoron kasvua. Tämä tulee taas viemään aikaa useampia vuosia salkun optimaalisen kierronkin näkökulmasta (ml. uudet sijoitukset ja exit-mahdollisuudet). Nykykurssilla näemme osuuden perustellun laskuvaran kuitenkin hyvin rajallisena (2023 tot. P/B 0,4x). Arvioimmekin alennuksen asteittaisesta purkautumisesta sekä ennustamastamme melko vakaasta 7-8 % osuuskorkotuotosta muodostuvan tuotto-odotuksen tukevan positiivista näkemystä. Nykyistä markkinatilannetta (ml. irtaantumiskokona) peilaten emme kuitenkaan näe selviä lyhyen aikavälin ajureita osien summan merkittävälle purkautumiselle, mutta tätä toisaalta kompensoi nykyinen huomattavan leveä alennus osien summaan nähden.

## Suositus

### Osta

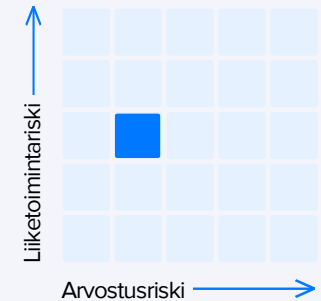
(aik. Lisää)

**62,00 EUR**

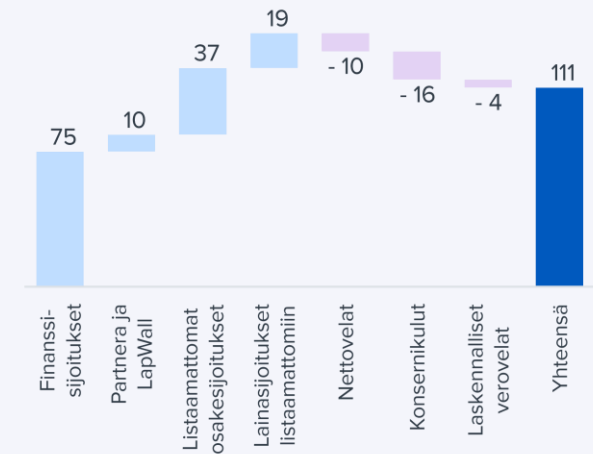
(aik. 62,00 EUR)

### Osakekurssi:

49,97



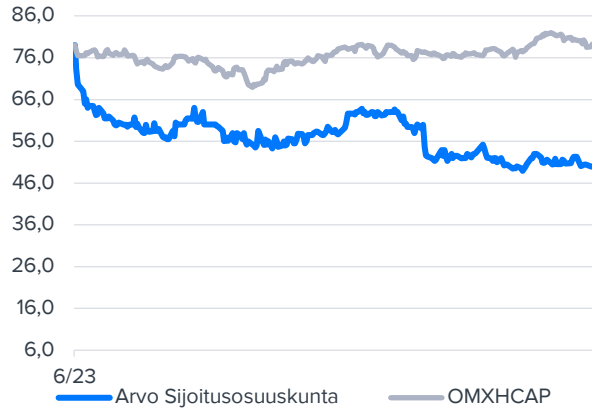
## Osien summa per osuus ilman sijoitusyhtiöalennusta



## Ohjeistus

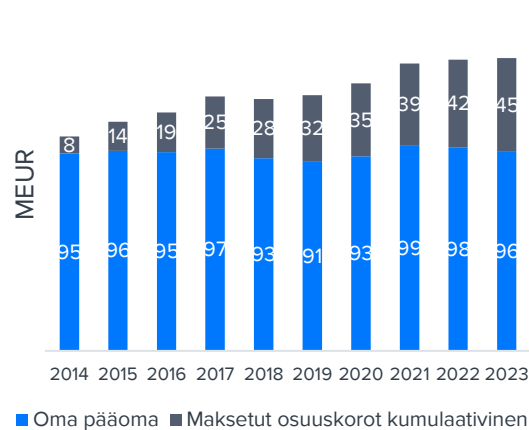
Ei ohjeistusta

## Osaakekurssi

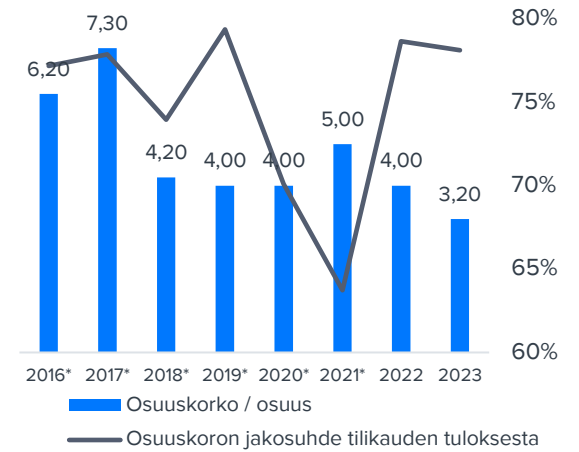


Lähde: Millistream Market Data AB

## Arvon historiallinen kehitys



## Osuuskorko ja jakosuuhde



## Arvoajurit

- Osuuden hyväksyttävän arvostuksen nousu (mm. track-recordin kertyessä)
- Uusien sijoitusmahdollisuuksien hyödyntäminen
- Sijoituskohteiden hyvä operatiivinen kehitys (ts. oman pääoman tuoton nousu ja piiloarvon kertyminen taseeseen)
- Pääoman palauttaminen sijoittajille osuuskoron kautta
- Yhteistyö muiden sijoittajien kanssa



## Riskitekijät

- Epäonnistumiset uusissa tai nykyisissä sijoituskohteissa
- Osittain paikallisuuteen nojaavan sijoituspolitiikan aiheuttamat rajoitteet
- Suomen talous (alueelliset ja valtakunnalliset) sijoitukset ovat kotimarkkinavetoisia pk-yrityksiä)
- Pidemmän ajan track-recordin puute suuremmista listaamattomista sijoituskohteista irtaantumista
- Pääomamarkkinoiden kehitys
- Riskit listaamattomien omistusten omistusaikojen venymisestä
- Osuuden mahdollisesti matalaksi jäävä likviditeetti

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osuuskurssi</b>	50,0	50,0	50,0
<b>Osuuksien määrä, milj. kpl</b>	0,81	0,81	0,81
<b>Markkina-arvo</b>	41	41	41
<b>Yritysarvo (EV)</b>	47	46	45
<b>P/B</b>	0,4	0,4	0,4
<b>Osuuskorko / tulos (%)</b>	68,8 %	77,4 %	76,5 %
<b>Osuuskorkotuotto-%</b>	7,0 %	8,0 %	8,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	<b>5-6</b>
Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys	<b>7-13</b>
Finanssisijoitukset	<b>14-18</b>
Listaamattomat osakesijoitukset	<b>19-20</b>
Leden Group	<b>21-25</b>
Nordic Option	<b>26-28</b>
Valve	<b>29</b>
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	<b>30-32</b>
Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili	<b>33-34</b>
Ennusteet	<b>35-36</b>
Sijoitusprofiili	<b>37</b>
Arvonmääritys	<b>38-43</b>
Taulukot	<b>44-47</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>48</b>

# Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunta lyhyesti

Arvo Sijoitusosuuskunta on omasta taseestaan sijoittava osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö. Arvo-konsernin muodostavat emoyhtiön lisäksi tytäryhtiö Arvo Invest Nordic sekä useat osakkuusyritykset. Osuuskunta tekee vähemmistö- ja lainasijoituksia suomalaisiin pk-yrityksiin. Arvolla on lisäksi merkittävä arvopaperisalkku.

**1914**

Perustamisvuosi

**2023**

Listautuminen

**115 MEUR**

Sijoitussalkun raportoitu käypä arvo 2023 lopussa

**4,3 % (2019-2023 ka.)**

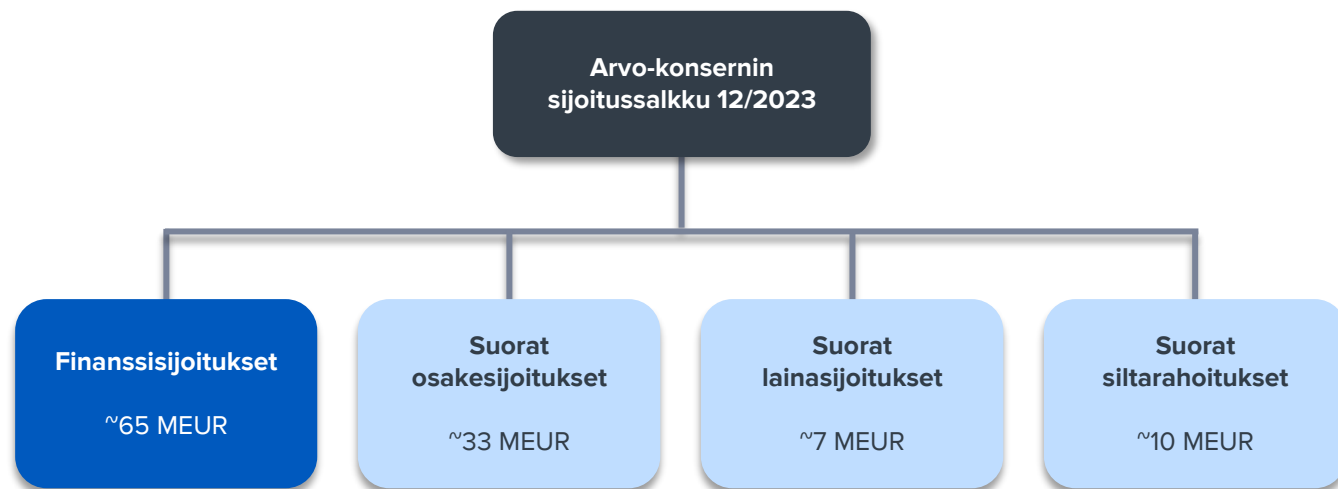
Konsernin oman pääoman tuotto

**4,04 € (2019-2023 ka.)**

Osuuskorko per osuus\*

**5 kpl**

Henkilömäärä vuoden 2023 lopussa



\*Oikaistu vuoden 2023 maksuttomalla osuusannilla (ts. osuusmäärän kymmenkertaistumisella)

Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta / Inderes

# Yhtiökuvaus

## Lyhyt yhtiökuvaus

Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunnan historia ulottuu vuoteen 1914 Keski-Pohjanmaan Puhelinosuuskunnan perustamiseen. Vuonna 2013 osuuskunta sai nykyisen muotonsa, kun se 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.

Arvo on pitkäjänteinen vähemmistösjoittaja ja -omistaja, joka kehittää ja rahoittaa suomalaisia pk-yrityksiä. Lisäksi Arvo-konsernilla on merkittävä julkisesti noteeratuista arvopapereista koostuva sijoitussalkku. Koko portfolion arvo oli vuoden 2023 lopussa käyvin arvoin noin 115 MEUR.

Osuuskunnan omistajakunta on myös erittäin laajalle hajautunut, sillä arvo-osuusjärjestelmään siirtyneitä osuudenomistajia Arvolla oli toukokuun 2024 lopussa 19 026.

## Missio, visio ja arvot

Arvon missiona on toimia kasvun mahdollistajana ja luoda sijoitustoiminnallaan hyvinvointia ja elinvoimaa. Visiona osuuskunnalla on puolestaan luoda lisäarvoa omistajille ja kohdeyrityksille vastuullisella sijoittamisella. Arvo on itse ilmoittanut arvoikseen olla aito, rohkea, vastuullinen ja osaava. Mielestämme nämä asiat kuvaavat Arvon tavoitteita tuottoa hakevana sekä

arvopohjaisena sijoittajana.

## Osuuskunnassa on tiettyjä eroja tavalliseen pääomasijoittajaan nähden

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

Arvo eroaa myös perinteisistä pääomasijoitusyhtiöistä selvästi sen osuuskuntamuodon takia, vaikka tällä ei ole suurta merkitystä sen operatiivisen toimintaan. Sijoittajien kannalta osuuskuntamuodon merkittävin vaikutus on, että osuudenomistajan äänivalta ei kasva omistuksen suhteessa (vrt. osakeyhtiö). Käytännössä tämä tarkoittaa, että yhdellä osuudella saa yhden ääneen, mutta kuitenkin niin, että kullakin omistajalla on korkeintaan kolme ääntä riippumatta osuuksien kokonaismäärästä. Näemme tämän hieman negatiivisena asiana osuuden kannalta, sillä arvioimme sen saattavan rajata potentiaalisten sijoittajatahojen kiinnostusta (mm. institutionaaliset sijoittajat). Tämä myös

käytännössä poistaa mahdollisuuden Arvoon kohdistuvaan ostotarjoukseen. Kokonaisuutena tällä voidaankin nähdä mielestämme olevan negatiivista vaikutusta osuuden likviditeettiin.

## Konsernirakenne

Arvolla on yksi tytäryhtiö: Arvo Invest Nordic (AINO, 100 %:n omistusosuus), joka ei ole varsinainen sijoituskohde, vaan konsernin sijoitusyhtiö. Suoria vähemmistösjoituksia Arvolla on puolestaan useita, missä sen omistusosuus vaihtelee myös huomattavasti.

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Arvon oma sijoitustoiminta sekä sijoituskohteiden ja osuuskunnan operatiivinen toiminta. Sijoituskohteet toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Osuuskunnan kulut voidaan puolestaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Mielestämme Arvon tuloksen lyhyen aikavälin kehityksellä ei myöskään ole merkittävää roolia osuuden arvon kannalta ja yksittäisten vuosien tuloskehityksen seuraaminen voi jopa ohjata väärin johtopäätöksiin. Luonnollisesti sijoituskohteiden positiivisen kehityksen tulisi kuitenkin heijastua myös Arvon tuloksessa pidemmällä aikavälillä esimerkiksi irtaantumisten tai omistusten kasvavan voitonjaon kautta. Tätä kokonais kuvaa peilaten huomiomme kiinnittyy kuitenkin etenkin sijoitusten arvojen suuntaan ja mielestämme Arvon osuuden hinnoittelussa tulee käyttää osien summa -menetelmää.

# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 1/6

## Arvon sijoitustoiminta

Osuuskunnan sijoitustoiminta voidaan jakaa nykyisin kahteen eri osaan: suoriin sijoituksiin (aik. alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset) sekä finanssisijoituksiin. Arvon suorat sijoitukset koostuvat osakesijoituksista listaamattomiin yhtiöihin sekä pidempiaikaisesta lainarahoituksesta (vaihtovelkakirja-, pääoma- ja juniorilainat) ja lyhytaikaisesta siltarahoituksesta (enintään 24 kk). Jaottelun osalta on kuitenkin hyvä huomata, että osuuskunnan käypää arvoa määrittäessämme tarkastelemme sijoituksia omaisuuslajeittain (ts. finanssisijoitukset, listaamattomat osakesijoitukset ja lainarahoitus listaamattomille yrityksille).

Suorissa sijoituksissa sijoitettava summa voi vaihdella 0,1–5,0 MEUR:n välillä, jolloin yksittäisillä kohteilla ei ole portfoliossa huomattavan suurta painoarvoa. Tyypillinen sijoitusaika suorissa sijoituksissa on sen sijaan 5–10 vuotta ja vahvojen osingonmaksajien kohdalla pidempikin. Varsinaisia toimialarajoituksia kohdeyhtiöiden valinnassa ei ole. Arvo on kuitenkin tehnyt linjauksen, ettei se sijoita suoraan kiinteistöhankeisiin tai startup-yrityksiin. Sen sijaan käännetyhtiöissä se voi olla mukana, mikäli kannattavuuskäänteen tapahtuminen on selkeästi osoitettavissa.

## Sijoitusstrategia

Arvo on tehnyt kevään aikana tarkennuksia sijoitusstrategiaansa, minkä yhteydessä se myös yhdisti aiemmat alueellisten ja valtakunnallisten sijoitusten salkut yhdeksi suorien sijoitusten salkuksi. Tämän myötä se myös poisti aiemman

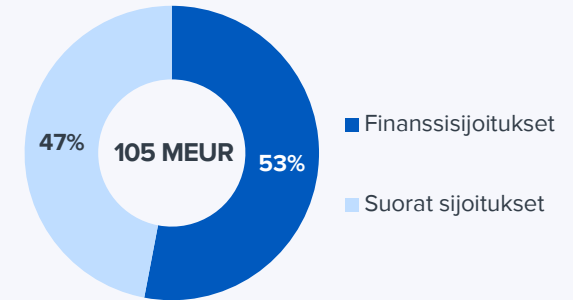
tavoitteensa portfolion allokaation osalta, jossa se tavoitteli, että sen varallisuudesta olisi keskitettynä 2/3 alueellisiin ja valtakunnallisiin sijoituksiin vuoden 2025 lopussa.

Nykyisin sijoitusstrategian keskiössä on sen sijaan olla kasvun mahdollistaja kasvua tavoitteleville pk-yrityksille. Sen mukaan sillä on myös aktiivinen rooli kohdeyritysten kehittämisessä ja toimialajärjestelyjen mahdollistajana. Tätä se pyrkii vastaavasti toteuttamaan pitkäjänteisen sijoitustoiminnan ja vahvan hajautuksen (ml. sijoituskohteiden lukumäärä, toimialat, sijoitusinstrumentit) kautta. Lisäksi se toimii usein kanssasijoittajana isommissa järjestelyissä toisten sijoittajien kanssa. Kokonaisuutena sijoitustoiminnan keskeisenä tavoitteena onkin sijoitusstrategian mukaisen vuositulon saavuttaminen ja sijoitustoiminnan tuottojen palauttaminen omistajille. Samalla on kuitenkin hyvä tiedostaa, että Arvon suorien sijoitusten ollessa kotimaisia pk-yrityksiä, minkä myötä sijoitussalkun kehitys on myös osin kiinni Suomen talouden kehityksestä.

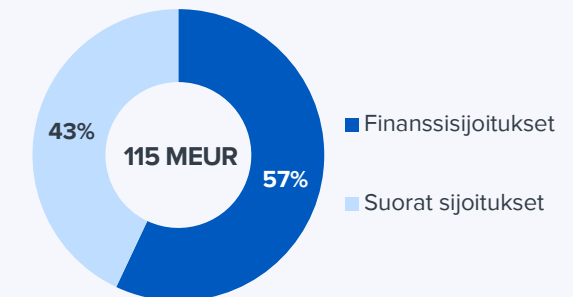
## Arvo on vähemmistösjöittäjä

Arvo on sijoitusstrategiaansa tietoisesti valinnut vähemmistösjöittäjän roolin suorissa osakesijoituksissa kohdeyhtiöihin. Tyypillisesti osuuskunta tavoittelee 5–30 %:n vähemmistöosuutta kohdeyhtiöissä. Tämä puolestaan mahdollistaa pienemmät sijoitussummat ja tätä kautta laajemman hajautuksen käytettävissä oleville varoille (ts. salkun riskienhallintaa).

## Sijoitusjakauma vuoden 2023 lopussa (tasearvo)



## Sijoitusjakauma vuoden 2023 lopussa (käypä arvo)



# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 2/6

Vastapainona vähemmistösjoittamiselle voidaan nähdä, että Arvon vaikutusmahdolliset kohdeyhtiöiden toimintaan ovat rajallisemmat, kuin enemmistöomistajana olisi. Arvo osallistuu kuitenkin tyypillisesti ainakin suurempien omistustensa kehittämiseen hallitustyöskentelyn kautta omistustaan vastaavalla äänimäärällä.

Suorien osakesijoitusten lisäksi Arvo tarjoaa kohdeyhtiöilleen rahoitusta oman ja/tai vieraan pääoman ehtoisen (pääasiallisesti vaihtovelkakirjalainoina tai lyhytaikaisena siltarahoituksena) instrumentin kautta, sillä osuuskunta on havainnut, että pk-yrityksillä on kysyntää myös muunlaiselle rahoitukselle. Arvo ei kuitenkaan pyri kilpailemaan suoran pankkirahoituksen kanssa, vaan pyrkii tarjoamaan erilaisia joustavia rahoitusratkaisuja.

Velkasijoitusten kautta osuuskunta saa luonnollisesti vuotuista kassavirtaa osuuskorkojen maksuun, mikä on positiivista tavoitteiden kannalta. Lisäksi kassavirtatuotto vähentää Arvolta painetta kierrättää pääomaa sijoituskohteesta toiseen ja mahdollistaa pykälän pitkäjänteisemmän sijoitustoiminnan.

## Kilpailutilanne

Käsittääksemme useimmat pääomasijoittajat tavoittelevat kohdeyhtiöistä enemmistöosuutta sekä päätösvaltaa. Arvoon nähden useimmat pääomasijoittajat etsivät myös usein kertaluokkaa suurempia kohdeyhtiöitä. Tätä tuki myös Arvon viime vuonna julkaisema listautumisesite, sillä sen perusteella vähemmistöosakesijoittajia on

Suomessa huomattavasti vähemmän kuin enemmistösjoittajia. Esitteen mukaan Arvon kanssa samassa kokoluokassa toimivia vähemmistösjoittajia oli Pääomasijoittajat ry:n mukaan Suomessa 13, emmekä oleta tässä tapahtuneen suurempaa muutosta. Osalla toimijoista on myös toimialarajoituksia, toisin kuin Arvolla.

Esimerkkeinä samantyyppisistä toimijoista mainittiin Evli Growth Partners ja Nordic Option, joista Evlin rahastossa Arvo on myös itse sijoittajana ja Nordic Optionissa omistajana. Arvon näkökulmasta nämä eivät ole myöskään suoria kilpailijoita, vaan sen omaa sijoitussalkkua laajentavia kumppaneita. Arvo on myös historiassaan tehnyt ja tekee parhaillaankin yhteistyötä muiden pääomasijoittajien kanssa (mm. CapMan, Evli, Mandatum, Tesi, Helmet Capital).

Samoista sijoituskohteista Arvon kanssa voisi osuuskunnan mukaan kilpailla myös varakkaat yksityishenkilöt ja yksityishenkilöiden yhteenliittymät. Kokonaisuutena kilpailukenttä vaikuttaa kuitenkin arviomme mukaan toistaiseksi suhteellisen rajalliselta, mikä on luonnollisesti positiivista Arvon kannalta.

Arviomme vähemmistösjoittajan voivan olla myös joillekin yrityksille ja yrittäjille päätösvaltaa hakevaa enemmistösjoittajaa matalamman kynnyksen yhteistyökumppani. Mielestämme erottautumisen tavoittelu sijoittajana onkin positiivista, sillä yleisesti kilpailu hyvistä ja kehityskelpoisista sijoituskohteista on kovaa. Siten

hyvien ja kohtuuhintaisten kohteiden löytäminen on arviomme mukaan sijoittajille haaste, jonka ratkaisemisessa onnistuminen on tulevaisuuden tuottojen kannalta yksi keskeisimpiä asioita.

## Taloudelliset tavoitteet

Arvo on tehnyt pieniä muutoksia taloudellisiin tavoitteisiinsa, jotka ovat nyt:

- Sijoitetun pääoman annualisoitu tuotto vähintään 7,5 %
- Omavaraisuusaste yli 60 %
- Tasainen voitonjako: 60–80 % emon osuuskunnan tuloksesta osuuskorkona jäsenille
- Hajautettu sijoitussalkku usealla eri tasolla: toimialojen välillä, lukuisiin kohdeyrityksiin, instrumenttitasolla ja ajallisesti
- Riittävä kassavirtatuotto osinko- ja korkotuottojen kautta
- Tehokas rahankierto: tavoitteena investoida ja irtaantua joka vuosi

Viimeisen viiden vuoden aikana Arvo on saavuttanut pääoman tuottotavoitteensa vuosina 2021–2022, mutta keskimäärin pääoman tuotto on jäänyt kuitenkin tavoitetason alle (2019–2023 ka. 6,2 %). Mielestämme osuuskunnalla pitäisi olla edellytykset ylittää pääoman tuoton tavoitteeseensa, mutta kunnianhimoisena tavoitetasoa ei voi mielestämme pitää. Osaltaan tähän vaikuttaa arviomme mukaan osuuskunnan erittäin hajautettu sijoitussalkku, millä se pyrkii rajaamaan myös sijoitustoiminnan riskitasoa.



# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 3/6

Lisäksi on hyvä huomioida, että pääoman tuotot voivat vaihdella vuosien välillä huomattavastikin mahdollisten suurempien irtaantumisten tai alaskirjausten vuoksi. Näemme pörssin mittakaavassa maltillisen tavoitetason ja viime vuosien pääomatuottojen painavan kuitenkin osaltaan hyväksyttävää tasepohjaista arvostusta.

Tavoiteltua hajautusta sekä sijoitetun pääoman tuoton tavoitetta peilaten Arvolla on mielestämme edellytykset pitää kassavirta osuuskoron maksun näkökulmasta riittävänä sekä toisaalta kasvattaa tasesubstanssia onnistuneiden sijoitusten arvonnousun kautta (kts. tarkemmin kappaleesta Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili). Arvon tasesubstanssin kasvua rajoittaa kuitenkin merkittävästi sen varsin vuolas voitonjakopolitiikka.

Konsernin omavaraisuusaste on ollut viime vuosina lähes 90 %, joten Arvon tulisi saavuttaa tavoite helposti ilman suurempia strategisia muutoksia velkavivun suuremmaksi käyttämiseksi sijoitustoiminnassa.

Sen sijaan suhtaudumme positiivisesti siihen, että Arvo on luopunut aiemmin läpikäydystä portfolion allokaatiotavoitteesta (ts. alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset 2/3 ja finanssisijoitukset 1/3 portfoliosta vuoden 2025 loppuun mennessä). Mielestämme Arvon portfolio on nykyisellään varsin hyvin hajautettu ja aiemman tavoiteallokaation saavuttaminen olisi erittäin haastavaa nykyinen portfolion jakauma (finanssisijoitukset 57 % portfoliosta) sekä houkuttelevien sijoituskohteiden lukumäärä

huomioiden. Mielestämme nykyinen tavoite ei myöskään sido osuuskunnan päätöksiä uusia sijoituspäätöksiä tehdessä, minkä näemme positiivisena omistaja-arvon luomisenkin näkökulmasta. Kuten aiemmin todettua näemme kuitenkin, että erittäin hajautunut sijoitussalkku voi osaltaan rajata Arvon sijoitustoiminnan tuottoja.

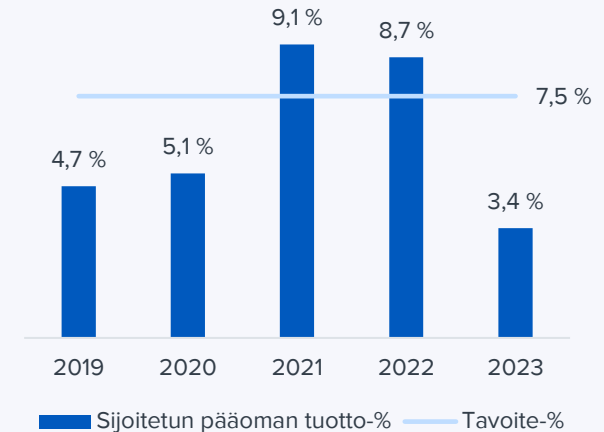
Vastaavasti uusien sijoitusten tekeminen edellyttää arviomme mukaan luopumisia nykyisistä kohdeyhtiöistä tai mahdollisia finanssisijoitusten realisoimista. Pidemmällä aikavälillä uusien sijoitusten ja irtaantumisen listaamattomista kohdeyhtiöistä tulisi myös vastata suurin piirtein toisiaan, sillä jatkuvien kassavirtatuottojen lisäksi osuuskoron kasvattamiseksi vaaditaan myös onnistuneista sijoituksista kertyneitä myyntivoittoja.

Pääoman kierrätystarpeen takia on mielestämme myös tärkeää, että Arvolla on salkussaan eri vaiheissa eteneviä kohteita, jotta vetäytymiset ja uudet sijoitukset on mahdollista toteuttaa yritysten elinkaarten perspektiivistä jokseenkin optimaalisissa vaiheissa.

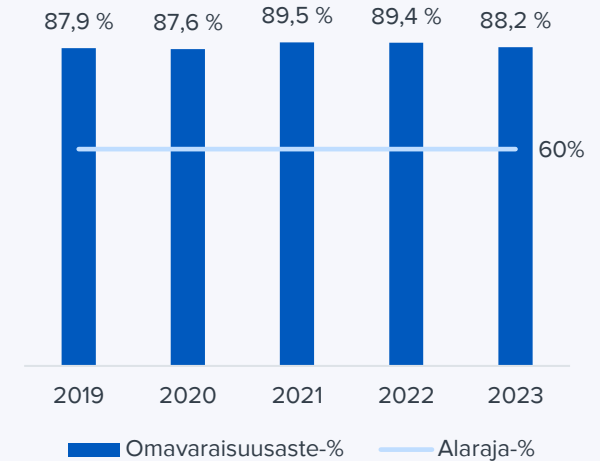
## Sijoitusprosessi

Käsityksemme mukaan 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.

## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



## Omavaraisuusaste-%:n kehitys



# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 4/6

Arvoketjun alkupään muodostavat varhaisen vaiheen teknologiayhtiöihin sijoittavat rahastot, joihin Arvo on sijoittanut finanssisijoitusten kautta. Tämän jälkeen arvoketjun muodostavat Arvon osakkuusyhtiö Nordic Option sekä Arvon omat sijoitukset listaamattomiin yrityksiin. Nordic Optionin sijoitukset muodostuvat melko varhaisen kasvuvaiheen listaamattomista teknologiayrityksistä etenkin Pohjois-Suomen alueella. Arvoketjun loppupään muodostaa puolestaan finanssisijoitukset, jotka keskittyvät yleisesti jo vakaampiin pörssilistattuihin toimijoihin.

Potentiaalisen kohteen löytymisen jälkeen Arvon sijoitustyöryhmä tai toimiva johto suodattaa osuuskunnan hallitukselle hankkeita, jotka se käsittelee ja hyväksyy tai hylkää. Jos esitys hyväksytään, tästä seuraa usein aiesopimus, jonka jälkeen sijoituskohteesta suoritetaan vielä tarkemmat arvioinnit (mm. due diligence).

Tämän jälkeen esitys palautuu vielä hallituksen käsiteltäväksi, minkä jälkeen lopullinen sopimus voidaan solmia, jos hallitus hyväksyy esityksen. Käsittelemme mukaan prosessiin yhden kohteen osalta menee yleensä vähintään 2–3 kuukautta (joissakin suoraviivaisissa ja rahalliselta arvoltaan vähäisissä sijoituksessa toiminta voi olla nopeampaa), mutta kokonaisuutena Arvo saa päätöksiä aikaan mielestämme verrattain nopeasti ja tästä voi ainakin tietyissä tapauksissa olla etua.

## Historiallinen kehitys

Arvo on määritellyt varsinaisen sijoitusyhtiöhistoriansa alkaneen vuodesta 2015.

Tästä eteenpäin osuuskunta on maksanut jäsenilleen osuuskorkoja yhteensä noin 36,8 MEUR sisältäen vuosina 2016–2024 maksetut osuuskorot (ts. osuuskorot vuosien 2015–2023 tuloksista). Vastaavalla ajanjaksolla konsernin oma pääoma on pysynyt käytännössä samalla tasolla (2023: 95,7 MEUR vs. 2015: 96,1 MEUR). Tätä peilaten se on pystynyt tuottamaan omalla pääomalla keskimäärin noin 4,3 %:n vuotuista kassavirtatuottoa omistajille osuuskoron muodossa.

Vastaavasti sijoitusyhtiölle merkittävä oman pääoman kasvu on jäänyt käytännössä nolliin. Tämän taustalla on varsin vuolas voitonjako sekä keskimäärin matalalle jäänyt oman pääoman tuotto, joka edellä kuvailtua kehitystä peilaten on keskimäärin ollut aavistuksen voitonjakoa matalampi. Sinällään oman pääoman kasvattaminen ei itsessään ole Arvon tavoite, sillä tämän edelle kiilaa tasaisen osuuskoron maksaminen. Mielestämme oman pääoman kasvattaminen linkittyy kuitenkin osaltaan Arvon sijoitusstrategiaan (vrt. sijoitetun pääoman tuoton tavoite).

Tätä kehitystä heijastellen Arvolle ei ole mielestämme vielä muodostunut vahvaa track-recordia arvoa luovasta sijoitustoiminnasta sijoitusyhtiöhistoriansa aikana (vrt. keskimääräinen oman pääoman tuotto). Osaltaan tähän vaikuttaa myös vielä rajallinen otanta suorista sijoituksista tehdyistä irtaantumisista (ts. mahdolliset myyntivoitot eivät ole voineet realisoitua).

Oman pääoman kehitys ja maksettu osuuskorko (MEUR)



# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 5/6

Samalla on hyvä huomata, että Arvon sijoitusstrategia on muovautunut matkan varrella ja näin ollen nykyisen sijoitustoiminnan onnistumista voidaan mielestämme tarkastella paremmin vasta muutaman vuoden sisällä. Arviomme mukaan Arvolla ei ole myöskään varsinaisia esteitä nostaa oman pääoman tuottoansa tulevina vuosina. Historiallista kehitystä peilaten sijoittajan on kuitenkin mielestämme toistaiseksi perusteltua vaatia osuudelta tyypillistä sijoitusyhtiöalennusta.

Olemme tarkastelleet seuraavaksi tarkemmin viime vuosina listaamattomista osakesijoituksista tehtyjä suurimpia irtaantumisia sekä velkasijoitusten onnistumisia/epäonnistumisia. Olemme jakaneet tarkastelun alun perin suorina osakesijoituksina tehtyihin sijoituksiin sekä velkasijoituksiin (ml. vvk-lainasta osakesijoitukseksi konvertoituneet sijoitukset) alkuperäisten sijoitusmuotojen vertailtavuuden helpottamiseksi. On kuitenkin hyvä huomata, että käytännössä Arvon vvk-sijoitukset tehdään samalla periaatteella osakesijoitusten kanssa konversio-option myötä ja mahdollisen konversion jälkeen nämä eivät eroa suorista osakesijoituksista. Vvk-sijoitusten korkokomponentin tarjoamaa kassavirtatuottoa sekä konversio-optiota peilaten arviomme sijoitusmuodon mahdollistavan positiivisessa skenaariossa myös suoria osakesijoituksia korkeammat tuotot.

**Osakesijoituksista irtaantumista vielä rajalliset näytöt, mutta Keliber-sijoitus oli erinomainen**

Tähän mennessä Arvon suurin yksittäinen

onnistuminen alun perin suorana osakesijoituksena tehdystä omistuskohdeesta tapahtui, kun se irtaantui litiumkaivoshanketta Keski-Pohjanmaalla kehittäneestä Keliberistä kaivosalan jättiläisen Sibanye-Stillwaterin otettua pääroolin Keliberin rahoittajana. Arvo sijoitti Keliberiin kahdessa erässä vuosina 2017 ja 2020 noin 2,9 MEUR. Syyskuussa 2022 osuuskunta kertoi myyneensä omistuksensa noin 11,5 MEUR:lla, josta se kirjasi 8,7 MEUR:n myyntivoiton. Siten sijoitus olikin Arvon kannalta erinomainen.

Toinen merkittävämpi irtaantuminen alun perin suorana osakesijoituksena tehdystä kohteesta on vuodelta 2021, kun Arvo myi osuutensa RealMachinerystä. Osuuskunta teki alun perin 3 MEUR:n sijoituksen yhtiöön vuonna 2018. Tarkkaa irtaantumishintaa ei julkaistu, mutta käsityksemme mukaan Arvo sai kirjattua sijoituksesta pienen myyntivoiton, mutta tämä sijoitus jäi arviomme mukaan korkeintaan keskinkertaiseksi.

Näitä lukuun ottamatta irtaantumiset alun perin suorina osakesijoituksina tehdyistä kohteista ovat olleet selvästi pienempiä kokoluokaltaan. Siten tekemämme jaon perusteella suorien osakesijoitusten näyttöihin on vaikea ottaa vielä tarkemmin kantaa suurempien irtaantumisten rajallisen otannan vuoksi. Puolestaan vvk-sijoituksista osakesijoituksiksi konvertoituista sijoituksista Arvolla on kertynyt enemmän otantaa.

Keskkipitkällä aikavälillä irtautumisia alun perin suorina osakesijoituksista tehdyistä omistuksista pitäisi tulla enemmän, sillä portfoliossa on kypsempään vaiheeseen edenneitä kohteita (mm. LapWall ja Leden Group). LapWallin kohdalla on

kuitenkin hyvä huomata, että Arvon aikaisemmin listaamattoman sijoituksen listautuminen ei suoraan tarkoita, että osuuskunta etsisi nopeaa irtaantumista kohdeyhtiöstään. Pidämme tätä silti todennäköisenä lähivuosien aikana salkun kierron optimoinnin kannalta. Puolestaan Leden Group on kertonut tavoittelevansa listautumista tulevaisuudessa. Siten arvioimmekin Arvon irtaantumisen tapahtuvan lähtökohtaisesti vasta tämän jälkeen tai mahdollisen suuremman teollisen järjestelyn kautta. Yleisesti sijoittajien kannattaa kuitenkin jatkossa seurata tarkasti irtautumishintoja ja sijoituksilla saatuja tuottoja.

## Lainasijoitusten merkittävimmät onnistumiset/epäonnistumiset

Merkittävimpänä onnistumisena vvk-sijoitusten osalta Arvolla on toistaiseksi ollut 2 MEUR:n sijoitus Suomen Maastorakentajiin (myöh. Skarta Group, nyk. NYAB) vuonna 2019. Skarta Group listautui Helsingin First North -listalle kesällä 2021 ja tässä yhteydessä Arvon vvk-laina konvertoitiin alennuksella osakkeiksi. Arvo myi tämän jälkeen omistuksensa ja kirjasi tästä myyntivoittoa 2,6 MEUR vuodelle 2021 ja vuodelle 2022 peräti 3,9 MEUR. Tämä kuvaa mielestämme alun perin suhteellisen korkeariskisen käännetarinan onnistumisen potentiaalia. Emme kuitenkaan lähtökohtaisesti usko, että Arvo voisi keskimäärin päästä vastaaviin tuottoihin vvk-sijoitusten kautta. Kauempaa historiasta onnistuneena vvk-sijoituksena voidaan mainita myös Arvon 5 MEUR:n vvk-sijoitus Lehto Groupiin vuonna 2015, josta osuuskunta kirjasi irtaantumisvaiheessa 1,8 MEUR:n voiton lyhyellä sijoitusajalla.

# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 6/6

Arvolla on realisoitunut myös tappioita vvk-sijoituksista, kun rakennus- ja talotekniikka-alan konserni Sikla hakeutui toissa vuodenvaihteessa yrityssaneeraukseen. Osuuskunta oli tehnyt yhtiöön alun perin 5,0 MEUR:n vvk-sijoituksen, jota Sikla ehti lyhentämään 0,8 MEUR:lla. Käsityksemme mukaan jäljellä ollut summa konvertoitiin ennen yrityssaneerausta Siklan osakkeiksi. Tämän lisäksi osuuskunta oli myöntänyt konsernille yhteensä 5,5 MEUR osin vakuudellista rakennusaikaista rahoitusta yksittäisiin projekteihin (arviomme mukaan osa velkapääomasta oli kertyneitä maksamattomia korkoja). Yrityssaneerauksen myötä Arvo joutui kuitenkin tekemään vuoden 2022 tilinpäätöksessä 4,9 MEUR:n tulospaikkausvaikutteiset alaskirjaukset (osakesijoitus ja osa veloista).

Puolestaan vuoden 2023 aikana Arvo joutui tekemään lisäarvonalennuksia yhteensä noin 1,9 MEUR:lla Sikla-konserniin kuuluvan Siklatilojen konkurssin myötä. Arvon mukaan nykyiset alaskirjaukset ovat tasoltaan riittäviä ja alaskirjausten jälkeisille lainoille on turvaava ja juridisesti pätevä vakuus. Tästä huolimatta rakennustoimialan realisointiriski voi muuttaa tilannetta negatiiviseen suuntaan. Nykyistä rakennustoimialan näkymää peilaten emme pidäkään täysin poissuljettuna, että Arvo voisi joutua vielä kirjaamaan jäljellä olevia lainasijoituksiaan alas tänä vuonna. Tämän todennäköisyyttä on kuitenkin varsin vaikea arvioida nykytiedoilla. Toisaalta toimialan näkymien parantuessa ja yhtiön onnistuessa kääntämään liiketoimintansa voisi

osakesijoituksessa Siklaan olla vielä tulevaisuudessa arvoa, vaikka pidämmekin tätä lähinnä epätodennäköisenä optiona.

Mielestämme kuitenkin tämä esimerkki kuvastaa kokonaisuutena lainasijoituksiin kohdistuvaa riskiä sekä korostaa riskienhallinnan tärkeyttä. Osuuskunta ei mielestämme täysin onnistunut tässä Siklan rahoittamisen osalta, kun huomioidaan, että yhtiöön oli sijoitettu maksimimäärä yhtiön pidempään jatkuneista haasteista huolimatta. Siklaan liittyneiden alaskirjausten myötä myös esimerkiksi vuoden 2022 konsernitulos jäi vain tyydyttävälle tasolle huolimatta vuoden aikana tehdyistä erinomaisista Keliber- ja Skarta Group -irtaantumisista. Tähän toki vaikutti osaltaan myös finanssisijoitusten heikko kehitys pääomamarkkinoiden yleisen negatiivisen kehityksen myötä.

Toinen lainasijoitus, josta Arvo joutui kirjaamaan aikanaan isommat tappiot tapahtui Ferrovan Oy:n mennessä 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.

Lainasijoitusten osalta on kuitenkin yleisesti hyvä huomata, että niistä saatavat varsin terveellä tasolla olevat korot osaltaan tukevat niiden riski/tuotto-suhdetta ja tätä kautta ne ovat myös tärkeässä roolissa osuuskoron maksun kannalta (kts. tarkemmin kappaleesta Lainasijoitukset

listaamattomiin yrityksiin).

# Arvon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



# Finanssisijoitukset 1/3

## Finanssisijoitukset muodostavat suurimman osan Arvon salkusta

Merkittävin osuus Arvon sijoitusportfoliosta muodostuu finanssisijoituksista eli julkisesti noteeratuista arvopaperisijoituksista. Arvo raportoi, että näiden sijoitusten painoarvo oli käyvin arvoin vuoden 2023 lopussa noin 57 % koko portfoliosta. Siten finanssisijoitusten markkina-arvo oli 65,3 MEUR. Finanssisalkun sisältö koostuu osakesijoituksista, korkosijoituksista sekä vaihtoehtoisista sijoituskohteista. Arvo-konsernin finanssisijoituksista vastaavat osuuskunnan ja tytäryhtiö AINO:n oma henkilökunta, minkä lisäksi osuuskunnalla on kaksi täyden valtakirjan salkunhoitajaa (Danske Varainhoito ja Nordea Investment Management).

## Sijoituspolitiikka

Viime vuotisen listautumisesitteen mukaan finanssisijoitusten sisäisessä allokaatiossa osakesijoitusten tavoitepaino on 40 %, korkosijoitusten 30 % ja vaihtoehtoisten sijoitusten 30 %. Emme usko tässä tapahtuneen myöskään olennaisia muutoksia. Tämän lisäksi sijoituspolitiikassa on määritelty myös tiukempia rajoituksia eri omaisuuslajeille, joita ei esitteessä ollut finanssisijoitusten osalta avattu tarkemmin. Olemme vanhemmissa raporteissa käyneet tarkemmin läpi silloisen sijoituspolitiikan eri omaisuuslajeihin liittyviä rajoituksia. Arvioimme, että sijoituspolitiikassa ei ole tapahtunut olennaisia muutoksia ja tätä peilaten olemme tehneet listauksen eri omaisuuslajien osalta mielestämme olennaisimmista kohdista (huom. rajauksissa on voinut tapahtua muutoksia).

## Osakesijoitukset

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

Yksittäistä suoraa osakesijoitusta koskevat rajoitteet:

- Sijoituskohteeseen tehtävän sijoituksen enimmäismäärä 5 % koko salkusta (AINO 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 erääntymiseen saakka
- Yksittäisen liikkeeseenlaskijan velkakirjaan tehtävän sijoituksen enimmäismäärä 5 % (AINO 7,5 %)
- Yksittäiseen High Yield -luokituksen

korkosijoitukseen enintään 1 % (AINO 3 %)

- Korkopaperiin ilman luottoluokitusta enintään 1 % (AINO 5 %)

## Vaihtoehtoiset sijoitukset

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

## Finanssisalkun sisältö

Arvo raportoi, että vuoden 2023 lopussa salkun varallisuudesta isoin osuus (46 %) oli täyden valtakirjan salkunhoitajien hallinnoitavana. Salkun loppuosuus eli konsernin hallinnoima osuus jakautui omaisuuslajeittain puolestaan seuraavasti: rahastosijoitukset 14 %, suorat osakesijoitukset 12 %, kiinteistösijoitukset 12 %, muut vaihtoehtoiset sijoitukset 9 % ja suorat korkosijoitukset 7 %. Siten Arvon finanssisijoitukset olivatkin mielestämme hajautettu varsin laajalti eri omaisuuslajien välille sijoituspolitiikan mukaisesti.

Vaikka Arvo ei ole julkistanut tarkempia yksittäisiä sijoituksiaan, on sen finanssisalkku profiililtaan käsityksemme mukaan suhteellisen matalariskinen ja vahvasti niistä saatavan kassavirtaan keskittynyt (osingot ja korot). Tämä vastaa Arvon sijoituspolitiikka, mutta toisaalta osittain rajaa finanssisijoitusten tuotto-odotusta.

# Finanssisijoitukset 2/3

Arvo on arvioinut, että finanssisijoitusten markkina-arvot kehittyvät tyypillisesti samansuuntaisesti sijoitusmarkkinoiden yleisen kehityksen kanssa. Tätä peilaten arvioimme finanssisijoitusten tuotto-odotuksen olevan vuositason keskimäärin noin 5–10 %. Huomioiden salkun matalampi riskiprofiili voi tuotto-odotuksen odottaa kuitenkin mielestämme olevan keskimäärin lähempänä haarukan alalaitaa. Tätä tukee myös se, että salkun pitkällä aikavälillä korkeimman tuotto-odotuksen sijoitukset (ts. osakesijoitukset) muodostuvat käsityksemme mukaan suorien sijoitusten osalta pitkälti suurista kotimaisista yhtiöistä, joiden tuottokehityksen voi arviomme mukaan odottaa seuraavan pitkälti OMXH25-indeksiä (keskimääräinen vuosituotto ollut noin 5 % ilman osinkoja vuosina 2002–2023). Kun taas vastaavasti sijoitukset osakerahastoihin koostuvat pääosin erilaisista globaaleista ETF-indeksituotteista (vrt. historiallisesti MSCI ACWI -indeksin vuosittainen tuotto on ollut euroissa noin 5,7 % vuodesta 2001 alkaen).

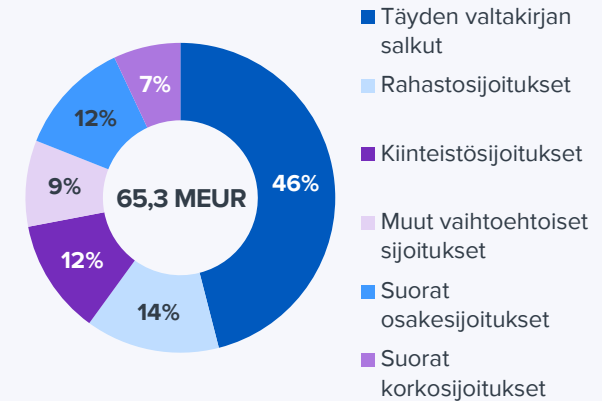
Raportoitujen suorien korkosijoitusten osalta on hyvä huomioida, että nämä sisältävät myös konsernin käteiset varat (3,8 MEUR), jotka oikaisemme osien summa -laskelmassamme finanssisijoituksista. Finanssisijoitusten osalta on hyvä tiedostaa, että Arvo kirjaa finanssisijoitukset taseeseen vaihto-omaisuuteen niiden hankinta-arvolla tai sitä alempaan arvoon. Siten sijoitussalkun mahdollinen positiivinen kehitys ei heijastu osuuskunnan tulokseen tai taseeseen vasta kuin myyntihetkellä.

## Finanssisijoitusten kassavirta tärkeässä roolissa

Arvon 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. Finanssisijoituksista saatavaa kassavirtaa Arvo voi käyttää myös suorien sijoitusten rahoittamiseen, mille finanssisalkun omaisuuserien keskimäärin muuta portfoliota selvästi korkeampi likviditeetti luo hyvää pohjaa.

Arvon vaihto-omaisuuteen kirjattavien finanssisijoitusten määrä (tasearvo) on laskenut vuosien 2014–2022 välillä hieman alle 70 MEUR:sta hieman reiluun 58 MEUR:oon tehtyjen lunastusten takia (vaihto-omaisuus sisälsi myös omistukset LapWallissa ja Partnerassa, jotka Arvo luokittelee suoriin sijoituksiin). On hyvä huomata, että mahdollisten allokaatiomuutosten myötä tasearvoissa voi esiintyä heiluntaa, kun vanhoja sijoituksia vaihdetaan uusiin (ts. tasearvo voi kasvaa). Lisäksi alun perin listaamattomien suorien sijoitusten mahdolliset listautumiset voivat kasvattaa taseen vaihto-omaisuuden arvoa, vaikka niiden status ei muutu finanssisijoituksiksi (esim. LapWall ja Partnera). Tätä peilaten Arvon finanssisijoituksiksi luokittelemien sijoitusten arvoa ei voi myöskään suoraan seurata taseen kautta.

## Finanssisijoitusten jakauma vuoden 2023 lopussa



## OMXH25-hintaindeksin kehitys





# Finanssisijoitukset 3/3

Puolestaan sijoitusten käyvät arvot (markkina-arvot) ovat ylittäneet jokaisena vuonna niiden tasearvon ja vuoden 2023 lopussa finanssisijoitusten käyvät arvot ylittivät tasearvot vajaalla 10 MEUR:lla. 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 osingot tai korot eivät tule tällä tavoin huomioiduksi. Tämä antaa kuitenkin osittaista kuvaa taseessa finanssisijoitusten osalta olevasta piiloarvosta.

## Merkittävät omistusosuudet Partnerassa ja LapWallissa

Arvo-konsernilla on myös merkittävät omistusosuudet First North -listatuissa yhtiöissä Partnerassa (n. 10,8 %) ja LapWallissa (n. 10,6 %). Näitä sijoituksia yhtiö käsittelee kuitenkin osana suoria sijoituksia niiden luonteen takia. Tämän taustalla on, että Arvon suhteellinen omistusosuus on yhtiöissä huomattavasti korkeampi kuin finanssisalkun muissa yhtiöissä. Lisäksi nämä sijoitukset eivät muutenkaan täytä kaikkia muitakaan Arvon finanssisijoituksilta vaatimia ominaisuuksia (mm. markkina-arvon ja likviditeetin osalta). Taseen puolella sijoitukset raportoidaan kuitenkin aiemmin kuvatusti osana vaihto-omaisuutta.

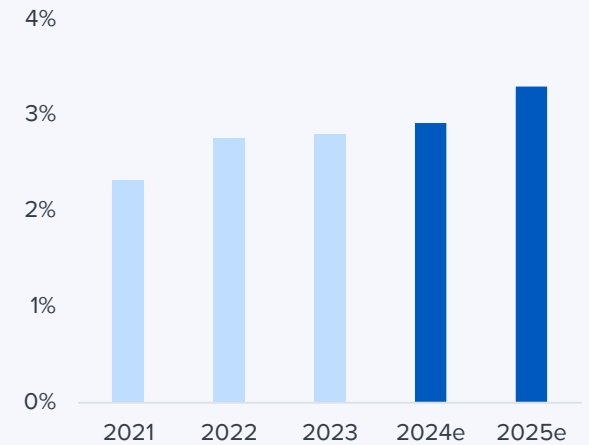
Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomioida, että tarkastelemme raportissa Arvon sijoituksia

omaisuuslajeittain ja tästä syystä käsittelemme Partneraa sekä LapWallia finanssisijoitusten yhteydessä. Arvonmäärittämisessä käytämme yhtiöiden julkisia markkinahintoja.

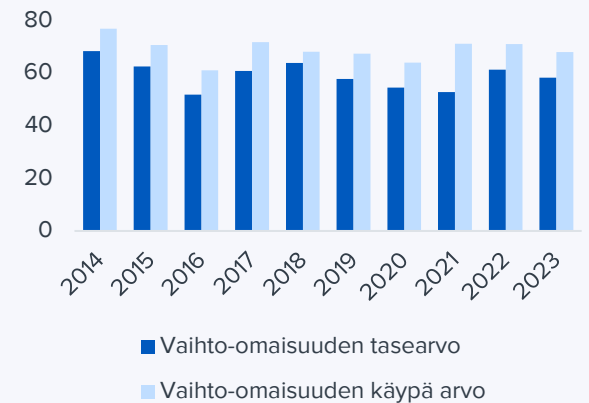
## Finanssisijoitusten arvon määrittäminen

Arvostamme Arvon käypää arvoa laskiessamme finanssisijoitukset lähtökohtaisesti viimeisimpään raportoituun käypään arvoon (12/2023) markkina-arvojen perusteella (65,3 MEUR), johon lisäämme Partnera- ja LapWall -omistusten markkina-arvot. Lisäksi oikaisemme tästä loppusummasta pois käteisen osuuden korkosijoituksista (ts. vuoden 2023 lopun kassa 3,8 MEUR), jotka tulevat huomioiduksi nettovelan laskennan kautta.

Helsingin pörssin osinkotuotto-  
%



Vaihto-omaisuuden  
sijoitussalkkujen kehitys  
(MEUR)





# LapWall

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

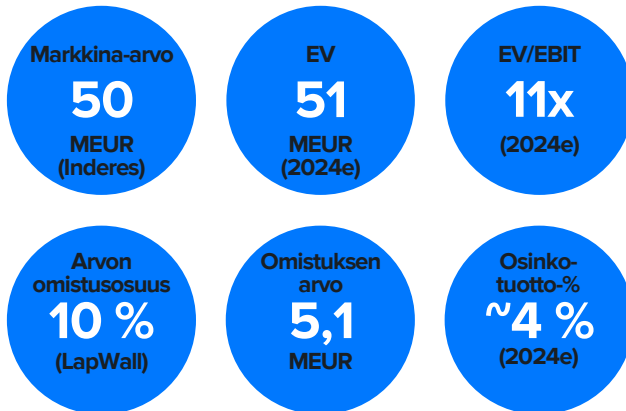
LapWall on rakennusmateriaaliyhtiö, joka on keskittynyt puusta valmistettujen seinä- ja kattoelementtien valmistamiseen Suomessa. LapWall operoi rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa sekä elementtituotteita että niihin suoraan liitännäisiä asennuspalveluita. LapWallin päätuotteita ovat etenkin LEKO-brändillä myytävät yksi- ja monikerroksiset seinä-, julkisivu- ja kattoelementit sekä kattoelementtijärjestelmät. Tuore laaja raportti LapWallista on luettavissa [täältä](#).

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki alkuperäisen sijoituksen LapWalliin vuonna 2017. Sijoituksen alkutaival lähti synkästi liikkeelle, mutta kannattavuuskäanteen myötä LapWall listautui First North -listalle keväällä 2022. LapWall hankki ennen listautumistaan myös kattoelementtivalmistaja Termaterin. Vuonna 2022 LapWallin tuloskunto oli erittäin vahvalla tasolla, kun taas viime vuonna kehitystä painoi erittäin heikko rakentamisen markkina. Tästä huolimatta yhtiö on pystynyt puolustamaan kannattavuuttaan. Yhtiöllä on tällä hetkellä käynnissä merkittävä laajennusinvestointi Pyhännän tehtaalle.

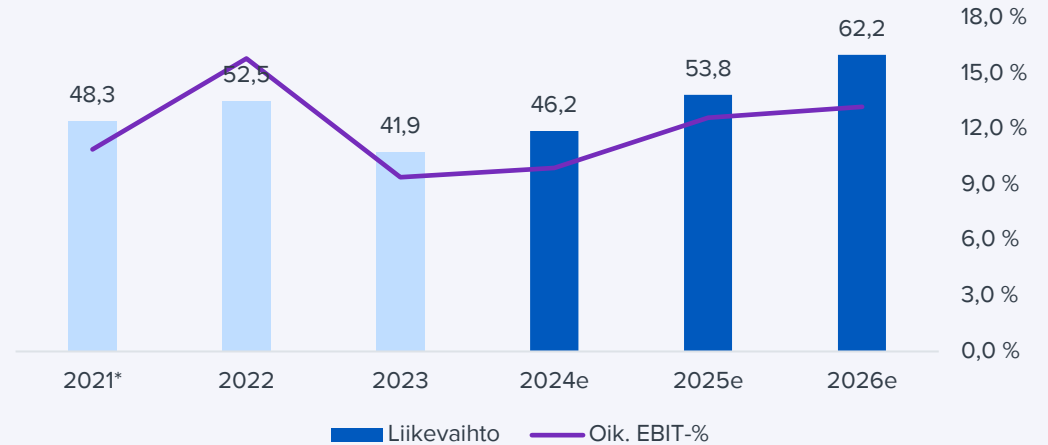
## Arvonmääritys

Olemme määrittäneet LapWallin arvon viimeisen kuukauden keskipurssin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 5,1 MEUR (aik. 4,6 MEUR).



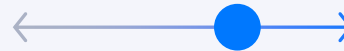
## Suhdannekestävyys todistettu

### Avainluvut ja ennusteet

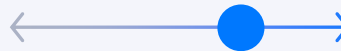


\* Termater-yrityskaupan huomioivat pro forma -luvut

### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

- Yhtiö on hyvin asemoitunut puurakentamisen kasvuun
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- Termater-liiketoimintakaupan synergiahyödyt ja Kastelli-yhteistyön myyntipotentiaali
- Tuottavuudessa on parantamisen varaa investointien kautta
- Maltillinen arvostus jättää arvostuskertoimille nousuvaraa

### Riskitekijät

- Suomen talous- ja rakennusuhdanne
- Inflaatio ja hinnoitteluvoima mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- Ympäristötrendien ja puurakentamisen läpilyönnin hidastuminen
- Projektiriskit
- Pyhännän investointisuunnitelma on taseeseen suhteutettuna erittäin iso

### Arvostus

- Vuosien 2024 ja 2025 ennusteillamme LapWallin oik. P/E-luvut ovat 14x ja 10x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 11x ja 8x. Tasot ovat mielestämme suhteellisen neutraalit
- Arvioimme yhtiön maksavan 4-5 %:n osinkotuottoa lähivuosina

# Partnera

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

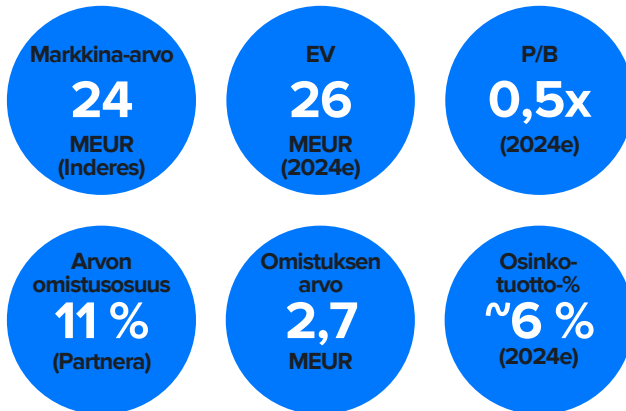
Partnera on liiketoimintakonserni, jonka tarkoituksena on luoda vastuullisempaa yhteiskuntaa ja myönteisiä ympäristövaikutuksia. Tällä hetkellä Partnera-konserniin kuuluu lasinkierrätys- ja vaahtolasinvalmistaja Foamit Group, jonka liiketoimintaa Partnera kehittää aktiivisesti enemmistöomistajana. Lisäksi Partneralla on omistusosuus osakeyhtiömuotoisesta pääomasijoitusrahasto Nordic Optionista. Laajempi seurannan aloitus -raportti Partnerasta on luettavissa [täältä](#).

## Sijoitustarinan kehitys

Partnera-sijoitus kehittyi erittäin heikosti vuosina 2022–2023 sen entisen operatiivisen tytäryhtiö KPA Uniconin ongelmien vuoksi, joka haettiin lopulta vuonna 2023 konkurssiin. Vastaavasti uuden strategiansa yhtiö julkaisi H2'23-tuloksensa yhteydessä. Arvioimme yhtiön liikkuvan jälleen kohti lähemmäksi perinteistä sijoitusyhtiötä uuden strategiansa myötä. Käsittelimme Partneran uutta strategiaa tarkemmin [täällä](#). Toukokuun lopussa 2024 yhtiö teki sen sijaan isomman peliliikkeen myydessä koko Finda-omistuksensa, jonka kautta yhtiön taloudellinen liikkumattila kasvoi myös huomattavasti. Käsittelimme myyntiä tarkemmin [täällä](#).

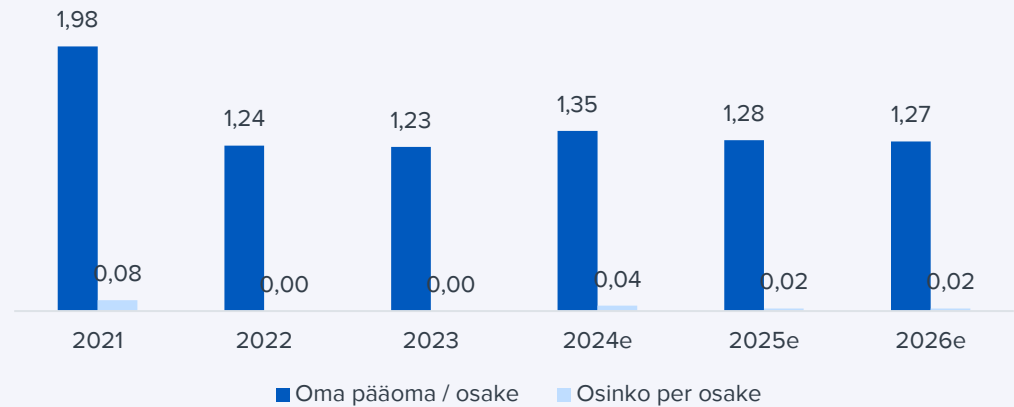
## Arvonmääritys

Olemme määrittäneet Partneran arvon viimeisen kuukauden keskipurssin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 2,7 MEUR (aik. 2,6 MEUR).



## Taseessa olevaa arvoa vapautettiin

### Avainluvut ja ennusteet



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

- Merkittävän nettokassan ohjaaminen strategiaan sijoituskohteisiin
- Foamit Groupilla hyvät kysyntäajurit
- Yritysosot
- Nordic Optionin myynti keskipitkällä aikavälillä

### Riskitekijät

- Epäonnistuminen strategian toteutuksessa
- Yleinen talouskehitys
- Keskittynyt omistajuus
- Strategian ulkopuolisten sijoituskohteiden heikko likviditeetti kohottaa riskiä niiden pitoajan venymiseen ja epäsuotuisaan kauppahintaan
- Pääomamarkkinoiden kehitys

### Arvostus

- Vuoden 2024 ennusteillamme Partnera hinnoitellaan noin 0,5x P/B-kertoimella
- Viimeisimmän päivityksemme yhteydessä osien summa -mallimme indikoima Partneran osakkeen arvo oli noin 1,2 euroa osakkeelta
- Arvioimme yhtiön maksavan 3-6 %:n osinkotuottoa lähivuosina

# Listamattomat osakesijoitukset 1/2

## Yksi uusi osakesijoitus tilinpäätöksen jälkeen

Arvo raportoi vuoden 2023 lopussa, että osuuskunnan sijoitukset suorien osakesijoitusten kautta oli käyvin arvoin laskelmiemme perusteella yhteensä noin 33,1 MEUR. On hyvä huomata, että Arvon raportoimia arvoja nostivat finanssisijoitusten yhteydessä käsitellyt omistukset LapWallissa ja Partnerassa.

Tilinpäätöksen jälkeen Arvo on tehnyt yhden suoran osakesijoituksen, kun se osallistui muovien työstöä ja tukkukauppaa harjoittavan Aikolon Oy:n suunnattuun antiin käyttöpääoman vahvistamiseksi ja kasvuun suunnitelmien toteuttamiseksi. Sijoituksen kokoluokkaa ei ole kerrottu, mutta sijoituksen myötä Arvo sai yhtiöstä noin 19 %:n omistusosuuden. Arvo oli aiemmin viime kesänä myöntänyt Aikolonille miljoonan euron lainasijoituksen. Vastaavasti irtaantumisia osuuskunta ei ole tehnyt tilinpäätöksen jälkeen.

## Merkittävimmät listamattomat osakesijoitukset

Arvon merkittävimmät listamattomat osakesijoitukset muodostuvat mielestämme sijoituksista Leden Groupiin, Nordic Optioniin sekä Valve Groupiin. Arviomme merkittävydestä perustuvat kohdeyhtiöiden nykyiseen kokoon, Arvon omistusosuuteen kohdeyhtiöissä sekä näiden arvonluontipotentialiin.

Suoritamme näille yhtiölle erillisen arvonmäärityksen, joita käytämme myös osien summa -laskelmissamme määrittäessämme osuuskunnan 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 tietyn tyyppiselle 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.

Olemme raportin yhteydessä myös poistaneet merkittävimpien listamattomien sijoitusten joukosta kylmälaitekonserni Festivo Finlandin yhtiön heikon kehityksen sekä haastavan markkinatilanteen myötä. Olimme edellisessä päivityksessämme arvottaneet sijoituksen 0,7 MEUR:oon (vrt. alkuperäinen sijoitus 2,0 MEUR), emmekä oleta sijoituksen kehittyneen positiiviseen suuntaan tästä. Yhtiö ei ole vielä julkaissut tilinpäätöstä vuodelta 2023, joten myöskään sen nykytilanteen arviointi ei ole mahdollista. Tätä kokonaisuutta peilaten olemme leikanneet sijoituksen arvoa entisestään ja arvostamme sen nykyisellään 0,3 MEUR:oon. Tulemme tarkentamaan arviotamme tilinpäätöksen valmistumisen jälkeen.

## Merkittävät suorat listamattomat osakesijoitukset\*

LEDEN



\*Inderesin arvio sijoitusten merkittävydestä  
Lähde: Inderes, yhtiöt

# Listaamattomat osakesijoitukset 2/2

Puolestaan osuuskunnan tytäryhtiölle Arvo Invest Nordicille emme tee erillistä arvonmääritystä, koska tämä ei ole varsinaisesti sijoituskohde, vaan kyseessä on puhtaasti konsernin sijoitusyhtiö, jonka arvo tulee huomioiduksi finanssisijoitusten yhteydessä.

## Muut listaamattomat osakesijoitukset

Näemme pidemmän aikavälin potentiaalia etenkin Arvon viime vuosina tekemissä sijoituksissa kalastus- ja metsästyliike Ruotoon (1,6 MEUR), kasvipohjaisia tuotteita valmistavaan OddlyGood Globaliin (2,0 MEUR), teollispalveluyhtiö Elcolineen (3,0 MEUR) sekä jalkineiden välipohjia valmistavaan Hikinoroon (~1 MEUR).

Arvon pienempien omistusosuuksien (Ruoto 8%, OddlyGoodin, Elcolinen ja Hikinoron osalta ei tiedotettu, mutta oletettavasti matalahkot rahoituskierrosten struktuureja peilaten) sekä sijoitusten tuoreuden vuoksi arvostamme nämä ainakin toistaiseksi niiden hankintahintaan arvonmäärityksen yhteydessä. Näistä sijoituksista on myös hyvä huomata, että Arvo toteutti sijoitukset OddlyGoodiin, Elcolineen ja Hikinoroon (Arvo teki myös velkasijoituksen Hikinoroon) kansasijoittajana osana suurempia sijoittajaryhmiä.

Muista sijoituksista potentiaalisimpina mahdollisina listautujina voidaan pitää OddlyGoodia ja Elcolinea Pääomasijoittajat ry:n hiljattain julkaisemaa katsaustakin peilaten. Pidämme silti näiden kohdalla teollisia järjestelyjäkin hyvin mahdollisina. Oletamme

OddlyGoodin hakevan lähivuosina merkittävää kansainvälistä kasvua, missä onnistumisen arvioimme määrittävän myös pitkälti Arvon sijoituksen arvonluontipotentiaalin. Puolestaan Elcoline tähtää voimakkaaseen epäorgaaniseen kasvuun Suomessa ja Ruotsissa, mitä kautta yhtiöllä on mielestämme mahdollisuuksia luoda omistaja-arvoa ja toisaalta onnistuneen kasvun myötä pidämme yhtiön listautumista yhtenä vaihtoehtona muutaman vuoden sisällä.

Näiden lisäksi Arvolla on useampia kokonaisuuden kannalta vähemmän merkityksellisiä osakesijoituksia (mm. Pesmel, GISGRO, Champion Door, Aikolon, Festivo Finland Sikla, QFox, San Group). Arvostamme nämä sijoitukset tästä syystä karkeasti arvioimaamme tasearvoon (2,5 MEUR + Festivo 0,3 MEUR) emmekä suorita näille varsinaista arvonmääritystä. Emme ole huomioineet tässä Arvon Aikoloniin tekemää sijoitusta, sillä sijoitussumaa ei ole julkistettu. Nähdäksemme sijoituksen tuoreuden takia tämä on kuitenkin perusteltua arvostaa sijoitussumman mukaan ja siten sijoitus tulee huomioiduksi nettovelan kautta. Arvioimme pienempien sijoituskohteiden arvoista saattaa olla konservatiivinen, mutta toisaalta arvioimme näihin likviditeettiriskin olevan myös selvästi suurempia sijoituksia korkeampi.

Pienemmistä sijoituksista merkittävimmät Arvolle ovat konepajayhtiö Pesmel, jolle osuuskunta on tarjonnut myös projektirahoitusta siltarahoituksen muodossa vuosien varrella, teollisuusovia valmistava Champion Door sekä innovatiivisia ratkaisuja 3D-

rakennetarkastuksiin ja 3D-datan hyödyntämiseen veden ala- ja yläpuolisten rakenteiden kunnon sekä pohjan olosuhteiden selvittämiseksi tarjoava GISGRO (aik. VRT Finland). Näistä GISGROlla on mielestämme mahdollista tulevaisuudessa nousta arvonluojaksi, mikäli se onnistuu jatkuvalaskutteen myynnin kasvattamisessa. Puolestaan Pesmel ja Champion Door ovat kehittyneet suotuisasti viime aikoina, mitkä voivat arvioimme mukaan lisätä ulkopuolista sijoittajakiinnostusta ja tarjota mahdollisuuksia irtaantumiselle.

Historiallisesti Arvon listaamattomien osakesijoitusten salkussa rakentamisen ja teollisuussektorin paino on ollut korkea. Viimeisimpien sijoitusten myötä toimialapainoa on kuitenkin saatu pääosin purettua, mitä pidämme positiivisena portfolion syklisyyden hallinnan näkökulmasta. Toisaalta omistusten vahvan kotimarkkinavetoisuuden myötä tätä on vaikea päästä kokonaan karkuun.

# Leden Group

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

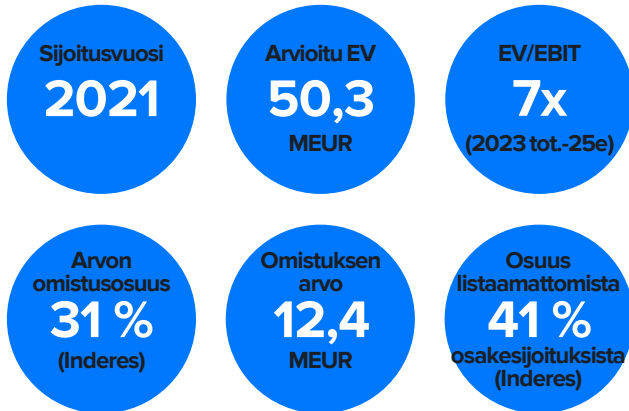
Leden Group on metalli- ja sähkömekaniikan sopimusvalmistaja, joka muodostui neljän yhtiön (LaserComp, Celermec, Ojala-Yhtymä ja Favor AS) fuusioituessa keväällä 2021. Leden Groupin tarjoamaan kuuluvat kaikki osavalmistuksen vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen hallinnassa ja logistiikassa. Leden Groupilla on toistaiseksi kolme tehdasta Pohjois-Pohjanmaalla ja yksi Virossa, mikä mahdollistaa tuotannon optimoinnin asiakkaan toimipaikan mukaan ja tukee kasvumahdollisuuksia mm. Keski-Euroopan suuntaan.

## Sijoitustarinan kehitys

Yhtiö fuusioi tänä vuonna Suomen liiketoiminnot Leden Finlandiksi ja Viron toimintonsa Leden Estoniaksi. Tällä hetkellä sillä on käynnissä merkittävä tehdasinvestointi Oulaisiin. Käsittääksemme yhtiön pyrkimyksenä on kasvattaa kokoaan mahdollista listautumista silmällä pitäen, mikä voisi markkinatilannetta peilaten olla mahdollista vuonna 2025.

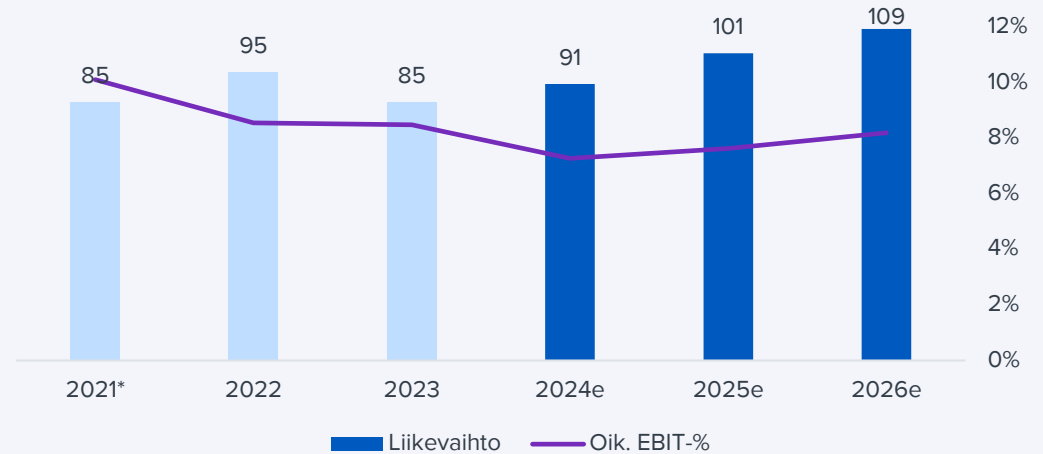
## Tehdyt muutokset

Teimme pieniä tarkistuksia ennusteisiimme tilinpäätöksen perusteella. Yhtiön näkymissä ei ollut tapahtunut merkittäviä muutoksia. Nostimme kuitenkin hieman kasvuennusteita ja laskimme marginaaliennusteita kommentteja peilaten. Nostimme myös investointioletuksiamme, mikä yhdessä laskeneen kuluvan vuoden tulosenusteemme kanssa nostivat nettovelan ennustettamme. Tätä peilaten arvioimme omistuksen arvo laski noin 12,4 MEUR:oon (aik. 14,6 MEUR).

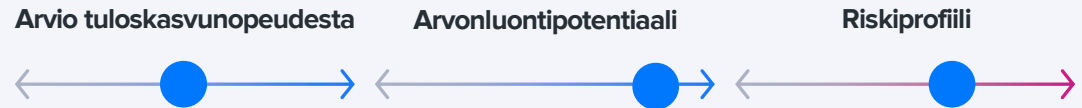


## Kuluvana vuonna suuri tehdasinvestointi päätökseen

### Avainluvut ja ennusteet



\*Pro forma -luvut



### Arvoajurit

- Ulkoistamisasteen nousu
- Tämän hetken kannattavuustaso mahdollistaa hyvän pääoman tuoton sekä vahvan kassavirran
- Kasvu Keski-Eurooppaan
- Liiketoiminnan pääomakeveys
- Yritysosotot ovat yhtiön työkalupakissa kasvun kiihdyttämiseksi

### Riskitekijät

- Haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen kovana
- Asiakastoimialojen syklisyys
- Kilpailun kiristyminen
- Mahdolliset epäjatkuvuuskohdat toimintojen keskittämisen yhteydessä
- Epäonnistuminen yritysjärjestelyissä

### Arvostus

- Arvostamme yhtiöiden lyhyttä yhteistä historiaa peilaten Ledenin 2023 toteutuneilla luvuilla ja 2024–2025 ennusteillamme 6x-8x oik. EV/EBIT-kertoimella sekä 7x-10x oik. P/E-kertoimella
- Kertoimissa on mielestämme lievää nousuvaraa kasvustrategian onnistuessa tai listautumisen myötä
- DCF-malli kerroin pohjaisen arvostuksen yläpuolella (~59 MEUR)

# Leden Group 1/3

## Teollisuuden sopimusvalmistaja

Leden Groupin muodostavat aikaisemmista yhtiöistä fuusioidut Leden Finland sekä Leden Estonia. Leden Groupilla on noin 1000 asiakasta ja työntekijöitä sillä oli vuoden 2023 lopussa 431.

Ledenin tarjoamaan kuuluvat kaikki osavalmistuksen (mm. ohutlevymekaniikan, kokoonpanojen, koneistamisen ja profiilivalmistuksen sopimusvalmistus) vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen hallinnassa ja logistiikassa. Lisäksi yhtiöllä on oma teräspalvelukeskus. Leden on tällä hetkellä kolme tehdasta Pohjois-Pohjanmaalla ja yksi Virossa, mikä mahdollistaa tuotannon optimoinnin asiakkaan toimipaikan mukaan ja tukee kasvumahdollisuuksia etenkin Keski-Euroopan suuntaan.

Yhtiöllä on myös tällä hetkellä rakenteilla huomattavan kokoinen ja erittäin moderni tuotantolaitos Suomeen Oulaisiin, minkä pitäisi tukea tavoiteltua kasvua. Tuotannon uudella tehtaalla olisi puolestaan tarkoitus alkaa syksyllä 2024. Käsittelemme mukaan uusi tuotantolaitos tulee kasvattamaan yhtiön kapasiteettia nykyisellä tuotantomixillä noin 30–35 %. Samalla arvioimme uuden tuotantolaitoksen mahdollistavan pidemmällä aikavälillä toimintojen tehostamisen, kasvun toteutuessa (mm. kiinteiden kulujen lasku, tuotannon suunnittelun optimointi), mutta voivan aiheuttaa tiettyjä epäjatkuvuuskohtia prosessin ja uuden tehtaan ylösajon aikana. Tehokkuuden nousu edellyttää kuitenkin sekä uuden että vanhan kapasiteetin korkeita käyttöasteita, mikä on taas riippuvaista uusmyynnin onnistumisesta. Tätä

peilaten tehdasverkoston mahdollinen tarkastelu (ts. tuotannon keskittäminen) jollain aikavälillä ei ole poissuljettua, mikäli käyttöasteet jäävät kokonaisuutena liian matalalle tasolle.

## Kasvua haetaan orgaanisesti ja epäorgaanisesti

Kuten todettua yhtiö muodostui useamman sopimusvalmistajan fuusioiduttua vuonna 2020 ja kasvua on ymmärtääksemme tarkoitus jatkaa myös yritysjärjestelyjen kautta, sillä toimialan orgaaninen kasvuvauhti on historiallisesti ollut rajallinen (Balance Consultingin mukaan 2015–2019 CAGR: ~5 %). Käynnissä olevaa tehdasinvestointia peilaten arvioimme yhtiön kartoittavan yritysostokohteita etenkin asiakashankinnan näkökulmasta, sillä arvioimme mukaan lisäkapasiteetille yhtiöllä ei ole lähiaikoina tarvetta Oulaisten uuden tuotantolaitoksen myötä ilman useampia uusia merkittäviä asiakkuuksia.

Fusion jälkeen yhtiö on käsityksemme mukaan saanut nostettua myös orgaanista kasvuaan etenkin volyymitasolla, sillä hintakomponentti on ollut varsin volaattili viime vuosina, mikä on myös hyvä huomioida lukujen osalta. Tämän taustalla on käsityksemme mukaan se, että suuremman kokoluokan myötä se nähdään asiakkaiden puolelta houkuttelevampana kumppanina. Lisäksi suurempi kokoluokka/useammat tehtaat mahdollistavat yhtiölle myös monia kilpailijoita tehokkaamman tuotannosuunnittelun.

Vuonna 2023 yhtiön liikevaihto laski 85,2 MEUR:oon (2022 95,0 MEUR) ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali oli vuonna 2023 toimialaan suhteutettuna hyvällä tasolla 8,5 %:ssa (2022 8,5 %). Yhtiön mukaan liikevaihdon laskun taustalla oli etenkin

materiaalien hintojen laskuun liittyvät tekijät. Lisäksi tilinpäätöksen mukaan H2'23:lla oli merkkejä kysynnän laskusta Viron toimintojen osalta, kun taas Suomen toimintojen kasvu ylitti odotukset. Tähän kokonaisuuteen peilattuna yhtiön vakaata suhteellista kannattavuutta voikin pitää hyvänä suorituksena, kun huomioidaan myös, että yhtiön tulostasoa tuki 2021–2022 korkea teräksen hinta, mikä siivitti Ledenin teräksen tukkumyynnin kasvua ja kannattavuutta.

Kokonaisuutena arvioimme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset kasvaa lähivuosina tehdasinvestoinnin tukemana, mutta arvioimme mukaan olennaisesti viime vuosia korkeampiin marginaaleihin yhtiön on vaikea ylittää sopimusvalmistuksen lainalaisuuksiakin peilaten (ml. haastava arvoketjuasema, asiakastyytyväisyys). Sen sijaan arvioimme tehdasinvestoinnin ja kohoavan automaatioasteen tuoman tehokkuusparannuksen tukevan marginaalien pitävyyttä uusmyynnin onnistuessa.

## Suhteellinen asema vahvistunut viime vuosina

Käsityksemme mukaan toimintaympäristön viime vuosien haasteet (mm. inflaatio, saatavuushaasteet, korkojen nousu) eivät ole vaikuttanut merkittävästi yhtiön toimintaan ja se on käsityksemme mukaan selviytynyt suhteellisenä voittajana haastavammassa olosuhteissa. Yhtenä merkittävänä tekijänä oli myös yhtiön oma teräksen tukkukauppa, jonka kautta se pystyi varmistamaan raaka-aineiden saatavuuden ja toisaalta myymään materiaaleja varastosta korkealla katteella viime vuosina. Leden sai käsittääksemme myös uusia asiakkaita kilpailijoiden toimitusvaikeuksien myötä.

## Leden Group 2/3

Tilin päätöksen yhteydessä yhtiö arvioi, että sen kuluvan vuoden liikevaihto tulee kasvamaan viime vuodesta, mutta liikevoittotaso laskemaan. Liikevoittoon yhtiön mukaan vaikuttaa tiettyjen asiakassegmenttien kiristynyt kilpailu sekä Oulaisten tehdashankkeen loppuunsaattaminen (ml. poistotason kasvu).

Tätä kokonaiskuva peilaten arvioimme, että yhtiön kysyntätilanteessa ei ole volyymien osalta tapahtunut merkittävää heikentymistä. Toisaalta ainakaan kuluvana vuonna yhtiön kasvu ei tule myöskään saamaan tukea rakentamisen palautumisesta (mm. rakennusprofiilit). Siten kasvun kulmakertoimen keskiössä onkin uusasiakashankinnassa onnistuminen sekä mahdollisen kiristyneen hintakilpailun onnistunut taklaaminen. Lisäksi riskinä liikevaihdon kehitykselle näemme talouden epävarmuuden jatkumisen ja esimerkiksi Euroopan teollisuustaantumien pitkittymisen/syvenemisen.

Tätä kokonaiskuva peilaten odotamme nykyisellään yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 7 % 91,2 MEUR:oon. Puolestaan yhtiön marginaalitaso odotamme olevan paineessa viime vuoteen verrattuna, mutta säilyvän kuitenkin toimialaan nähden hyvällä tasolla (oik. EBIT-% 7,3 %).

Vastaavasti vuonna 2025 odotamme yhtiön kasvun olevan kaksinumeroisella tasolla tehdasinvestoinnin tuoman kapasiteetin kasvun ja teollisuuden piristymisen myötä (ml. rakentaminen). Tehdasinvestointiin myötä näemme yhtiöllä myös edellytyksiä kasvaa alan keskimääräistä vauhtia nopeammin keskipitkällä aikavälillä. Ennustemme Ledenin liikevaihdon

kasvavan vuosina 2026–2027 noin 6–8 % vuositasolla. Vastaavasti kannattavuuden arvioimme kohoavan kuluvasta vuodesta liikevaihdon kasvun myötä ja olevan suhteellisen vakaalla tasolla viime vuosiin peilattuna (2025e–2027e oik. EBIT-% 7,6–8,5 %).

Alemmilla riveillä odotamme yhtiön rahoituskulujen nousevan lähivuosina tehdasinvestoinnin myötä kasvavaa velkamäärää peilaten, kun taas verojen pysyvän suhteellisen vakaalla tasolla. Tätä heijastellen odotamme nettotulosprosentin vähemmistöosuusien jälkeen olevan 3,9–5,5 % vuosina 2024–2027.

### Arvostuskuva

Näkemyksemme mukaan Leden tulee hinnoitella kannattavan kasvuyhtiön tavoin ensisijaisesti tulos pohjaisesti. Mielestämme kaikki arvostuskertoimet ovat Ledenin kohdalla jokseenkin käyttökelpoisia, mutta suosimme arvonmäärityksessä nettotulos pohjaista P/E-lukua sekä yritys arvo pohjaista EV/EBIT-lukua, sillä käyttämämme verrokkiyhtiöt ovat pörssilistattuja ja täten liikearvo poistoista oikaistu liikevoittopohjainen kerroin on kirjanpito standardien eroavaisuuksista johtuen paremmin vertailukelpoinen. Ledenin merkittävyyden vuoksi olemme laatineet sille myös havainnollistavan DCF-laskelman, mutta lyhyehkön toimintahistorian, viime vuosien melko poikkeuksellisen markkinatilanteen sekä suureen tehdasinvestointiin liittyvän tietyn epävarmuuden myötä emme nojaa siihen vielä arvonmäärityksessä. Se antaa mielestämme kuitenkin kuvaa yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalista.

Arvostuskertoimet	Minimi	Maksimi
Oik. EV/EBIT (2022-2024e)	6	8
Oik. P/E (2022-2024e)	7	10

Arvon osuuden arvo		
Yritysarvo EV/EBIT-pohjaisesti	50,3	MEUR
Nettovelat (2024e)	11,6	MEUR
Markkina-arvo (EV/EBIT-pohjaisesti)	38,7	MEUR
Markkina-arvo (P/E-pohjaisesti)	40,9	MEUR
<b>Arvon osuus</b>	<b>12,4</b>	<b>MEUR</b>



# Leden Group 3/3

Tarkastelemme yhtiön hyväksyttävää arvostusta ensisijaisesti Helsingin pörssin läheisimpien verrokkien (Incap ja Scanfil) historiallisten sekä vuosien 2024e–2025e kertoimien kautta. Käytämme arvostusta vuoden 2023 toteutuneille luvuille sekä 2024–2025 ennusteidemme keskiarvoille. Incapiin ja Scanfiliin nähden yhtiö positioituu arviomme mukaan nykyisellä portfoliollaan arvoketjussa hieman varhaisempaan vaiheeseen ja myös paikallisemmaksi toimijaksi. Mielestämme tämä rajaa osaltaan hyväksyttävää arvostusta suhteessa näihin yhtiöihin.

Yleisellä tasolla sopimusvalmistuksen tietyiltä osin haastava luonne ja sykliset riskit ovat myös rajanneet toimialan yhtiöiden (2019–2023 Incap: P/E 12x, EV/EBIT 8x ja Scanfil: P/E 12x, EV/EBIT 11x) arvostusta verrattuna esimerkiksi Helsingin pörssin pidemmän aikavälin arvostuksen (mediaani P/E 14x–15x, mediaani EV/EBIT 11x–14x) kanssa. Myös Scanfilin viimeisen 10 vuoden 12 kuukautta eteenpäin katsovat kertoimet tukevat tätä (P/E 11x, EV/EBIT 9-10x). Vastaavasti tällä hetkellä Scanfiliä arvostetaan eteenpäin katsovilla kertoimilla diskontolla suhteessa historiaansa, kun taas Incapia preemiolla (2024e–2025e Incap: EV/EBIT 9x–12x ja P/E 14x–17x ja Scanfil: EV/EBIT 7x–8x ja P/E 10x–11x). Mielestämme Ledenin hyväksyttävää arvostusta on syytä peilata ennen kaikkea verrokkiyhtiöiden historiallisiin tasoihin sen vielä rajallisesta toimintahistoriasta ja track-recordista johtuen. Tätä heijastellen sitä tulee myös arviomme mukaan arvostaa alennuksella suurempiin listattuihin ja pidemmän track-recordin omaaviin toimijoihin nähden.

Mielestämme Ledenin hyväksyttävä arvostustaso on oikaistulla EV/EBIT-kertoimella 6x–8x ja

oikaistulla P/E-kertoimella 7x–10x. Vuoden 2023 toteutuneilla luvuilla ja vuosien 2024–2025 ennusteillamme olemme määritelleet tulos pohjaisesti sen markkina-arvoksi 32–48 MEUR. Tämä puolestaan indikoisi Arvon omistuksen arvoksi 12,4 MEUR (aik. 14,6 MEUR). Laskua edelliseen päivitykseen nähden selittää etenkin kasvanut nettovelkaennusteemme nostamiemme investointien nusteita sekä hieman laskeneita tulosennusteitamme peilaten.

## DCF-laskelma

Olemme määrittäneet Ledenin arvoa myös rahavirtamallin (DCF) avulla. Vaikka DCF-malli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujille, antaa se mielestämme parhaan kuvan Ledenin pidemmän aikavälin potentiaalista.

Ennustemallimme pohjautuu aikaisemmin läpikäydyille lähivuosien ennusteille sekä pidemmän aikavälin oletuksillemme, joissa ennustamme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen ja kannattavuuden laskevan myös hieman nykyisiltä tasoilta kiristyvän kilpailun myötä (huom. suurempien kilpailijoiden lukumäärän kasvaessa alan todennäköisesti konsolidoituessa). Puolestaan terminaalivaiheen kasvun olemme asettaneet 2 %:iin ja liikevoittomarginaalin 7,0 %:iin. Toimialan keskipitkän aikavälin historialliseen kasvuun ja yhtiön nykyiseen suorituskykyyn nähden parametrit ovat maltillisia, mutta toisaalta pitkän aikavälin maailmantalouden kasvuennusteisiin ja toimialan kannattavuustasoon suhteutettuna neutraaleita.

Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC 10,6 % ja oman pääoman kustannus 11,9 %) on arviomme mukaan jonkin verran nykyisen

pörssin keskimääräisen tuottovaatimuksen yläpuolella. Tämä heijastelee yhtiön listaamattomuutta sekä muita riskiprofiilia kohottavia tekijöitä (mm. lyhyt track-record, riippuvuus talouskasvusta, tilauskannan lyhyys, suuren asiakkaan menettäminen, haastava arvoketjuasema, iso tehdasinvestointi).

DCF-mallimme mukainen osakekannan arvo on noin 59 MEUR, mikä on selvästi kerroin pohjaisen arvostuksen keskikohdan yläpuolella. Siten yhtiöön liittyy mielestämme reipasta pidemmän aikavälin potentiaalia. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirroista on myös neutraali (50 %).

## Sijoitus on ollut tähän mennessä erinomainen

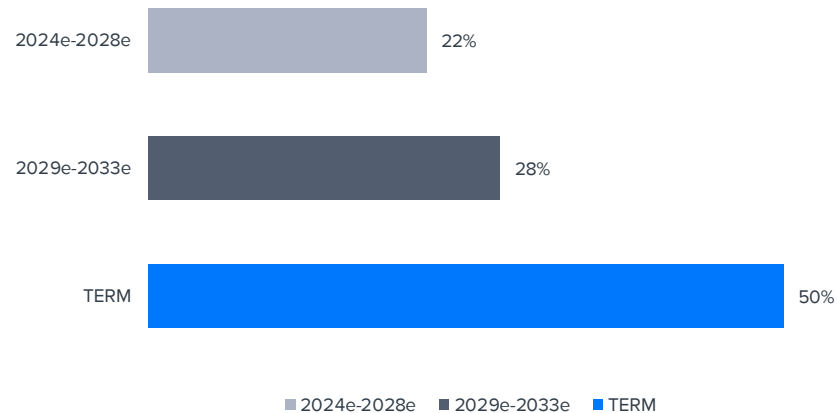
Tähän mennessä sijoitus on ollut Arvon näkökulmasta erinomainen (alkuperäinen sijoitus arviolta n. 4 MEUR) ja mielestämme Ledenillä on kaikki edellytykset jatkaa arvoa luovalla uralla myös tulevaisuudessa. Aikaisemmin yhtiön esiin nostama listautumisstrategia (2021 tilinpäätös) huomioiden emme oleta Arvon olevan irtaantumassa Ledenistä lähitulevaisuudessa ilman mahdollista teollista järjestelyä. Mielestämme Ledenillä on edellytykset nostaa hyväksyttävää arvostusta asteittain toimintahistorian pidentyessä, jos yhtiön kehitys jatkuu odotetulla polulla. Myös mahdolliset onnistuneet yrityskaupat ja tätä kautta kasvava kokoluokka mahdollistaisivat hieman korkeamman arvostuksen. Lisäksi listayhtiönä ja osakkeen likviditeetin parantuessa olisi arvostuksessa nousuvaraa. Toimialan luonne huomioiden kertoimien nousuvara on kuitenkin rajallinen ja arvostuksen nousu edellyttää selvästi pidemmän track-recordin kerryttämistä erityyppisissä taloudellisissa suhdanteissa.



# Leden Groupin DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-10,3 %	7,0 %	11,0 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,9 %	6,7 %	7,1 %	7,7 %	8,0 %	7,7 %	7,5 %	7,5 %	7,3 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,2</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>	<b>9,9</b>	
+ Kokonaispoistot	2,7	3,3	4,6	4,5	4,4	4,2	4,1	4,0	3,6	3,4	3,4	
- Maksetut verot	-0,8	-0,7	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,2	-1,5	-1,6	-1,3	-1,0	-0,9	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>10,7</b>	<b>7,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,2	-13,1	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>4,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,5	-6,1	5,5	6,8	7,7	7,7	7,8	8,1	7,8	7,5	7,3	86,3
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-5,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>32,9</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		65,5	71,2	66,5	61,3	55,9	51,1	46,7	42,5	38,8	35,7	32,9
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>65,5</b>										
- Korolliset velat		-8,7										
+ Rahavarat		6,0										
-Vähemmistöosuus		-4,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>59</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,6 %</b>

Lähde: Inderes

# Nordic Option

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan ensisijaisesti Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 15 kohdeyrityksessä. Sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti kasvuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen, niiden kehittämiseen ja sijoituskohteesta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo hankki osuuden yhtiöstä Finnveralta vuonna 2014. Nordic Option teki vuonna 2023 yhden uuden sijoituksen sekä yhden irtaantumisen. Puolestaan viime vuoden tuloksen veti pakkaselle kahteen kohdeyritykseen tehdyt 1,9 MEUR:n alaskirjaukset. Vuonna 2024 Nordic Option on tehnyt yhden uuden sijoituksen.

## Tehdyt muutokset

Emme ole tehneet Nordic Optionin arvonmääritykseen muutoksia edelliseen päivitykseen nähden. Käsityksemme mukaan nykyisen markkinaepävarmuuden myötä irtaantumisikkuna sijoituksista ei ole vielä kukaan kokonaisuutena otollisin. Emme pidä tätä merkittävänä ongelmana, kunhan salkun kierto ei hyödy useammaksi vuodeksi ja yhtiöt kehittyvät keskimäärin positiivisesti.

Sijoitusvuosi

2014

Arvioitu  
markkina-arvo

16,7  
MEUR

P/B

1,0x  
(2023 tot.)

Arvon  
omistusosuus

34 %  
(Inderes)

Omistuksen  
arvo

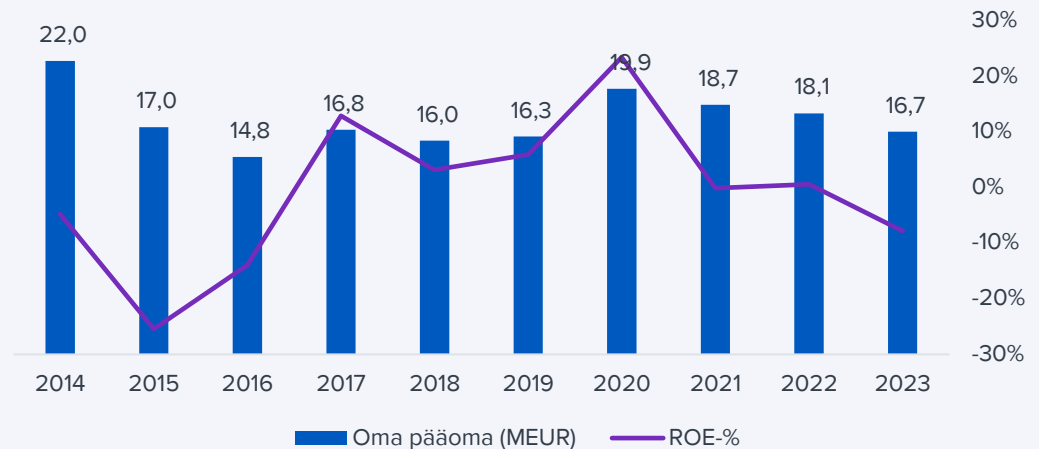
5,7  
MEUR

Osuus  
listaamattomista  
osakesijoituksista  
(Inderes)

19 %

## Irtautumismarkkinan aktiviteetin alkamista odotellessa

### Avainluvut



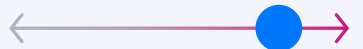
### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

- Sijoituskohteiden heikko kehitys
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Kirstyvä kilpailu sijoituskohteista
- Suomen talouden merkittävä heikentyminen
- Korkojen ja tuottovaateiden nousun myötä riskit omistusaikojen venymiseen nousut



### Arvostus

- Arvostamme Nordic Option yleisesti viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon (16,7 MEUR)
- Tasearvon ylittävälle hinnoittelulle ei ole perusteluja keskimäärin heikolla tasolla olleiden pääoman tuottojen takia

# Nordic Option 1/2

## 1990-luvulla alkupuolella perustettu rahasto

Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, jonka pääomistuksen Finnvera myi vuonna 2014 Arvolle sekä Partneralle (molempien omistusosuus 34,2 %). 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 jälkeen parempaan suuntaan, mutta oman pääoman tuotot ovat pysytelleet silti keskimäärin selvästi yksinumeroisella tasolla.

## Rahaston sijoitusperiaatteet

Rahasto sijoittaa omasta taseestaan ja yhtiön omavaraisuusaste oli 99 % vuoden 2023 lopussa. Se keskittyy sijoituskohteissaan ensisijaisesti Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin ja sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti omistustensa kehittämiseen ja lopulta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 15 yrityksessä. Rahaston toimialapainotus on selvästi teknologiavoittoinen, mihin osittain vaikuttaa Oulun seudun kasvuvaiheen teknologiayritysten korkea lukumäärä. Yhtiön sijoitusstrategiassa allokaation osalta on määriteltä, että 80 % rahaston varoista tulee sijoittaa Pohjois-Suomen alueelle, mutta enintään 20 % on mahdollista kanssajoihtaa yhdessä muiden sijoittajien kanssa toimialueen ulkopuolelle.

Ensisijoitusten koko vaihtelee 0,5–2,5 MEUR:in välillä ja jatkosijoituksia voidaan tehdä harkinnan mukaan ja yhteen kohteeseen voidaan sijoittaa

enintään 15 % rahaston varallisuudesta. Sijoituksen tyypillinen pitoaika on puolestaan 4–6 vuotta, mutta yhtiöllä 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 toki mahdollista kasvattaa sen pääomittamisella, mutta tämän vaihtoehdon todennäköisyyttä on vaikea arvioida. Käsitksemme mukaan Nordic Optionin maksamat osingot ovat myös pitkälti riippuvaisia onnistuneista irtaantumisista.

## Nykyinen portfolio lyhyesti

**Profilence** on IT-alan yhtiö, jonka kehittämä ohjelmistoratkaisu auttaa Android-pohjaisten laitteiden analysointiin ja optimointiin. Sen liikevaihto oli vuonna 2022 1,6 MEUR (2023: 1,3 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2024.

**Prometec** on asiantuntija- ja teknologiayritys, joka tarjoaa asiakkailleen automatisoituja biomassojen näytteenotto- ja analyysijärjestelmiä ja näihin liittyviä palveluita. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2022 2,2 MEUR (2021: 0,7 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2023.

**VRKiwi** on VR-pelien ja -sisältöjen kehittäjä, joka tarjoaa myös räätälöityjä ohjelmistokehitys- ja web-palveluja yritysasiakkaille. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2023 0,6 MEUR (2022: 0,9 MEUR). Sijoitus on vuodelta vuonna 2022.

**Brightplus** on biomateriaaliyhtiö, jonka ratkaisut pohjautuvat patentoituun BrightBio-tekniikkaan. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2023 1,8 MEUR (2022: 1,2 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Rajobit** on ohjelmistorobottiikkayhtiö, joka tarjoaa rutiinitöiden automatisointia kaiken kokoisille yrityksille eri toimialoilla. Yhtiön liikevaihto vuonna 2022 1,2 MEUR (2021: 0,9 MEUR) Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**SensorFu** on kyberturvayhtiö, joka valmistaa yrityksille suunnattuja tietoturvaratkaisuja. Yhtiön liikevaihto oli 6/2023 päättyneellä tilikaudella 435 TEUR (6/2022: 326 TEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Sensmet** on veden analysointitekniikkaan ja datan hyödyntämiseen keskittynyt yhtiö. Sen asiakaskunta koostuu monipuolisesti eri teollisuuden alan yhtiöistä. Yhtiön liikevaihto oli 3/2023 päättyneellä tilikaudella 255 TEUR (3/2022: 123 TEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Owatec** on oululainen vesi- ja ympäristöalan yhtiö, joka toimittaa asiakkailleen teknologia- ja palveluratkaisuja veden ja jätteiden käsittelyyn laaja-alaisesti eri teollisuuden aloille. Vuonna 2023 yhtiön liikevaihto oli 5,0 MEUR (2022: 3,9 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Enhancell** on oululainen ohjelmistoalan yritys, joka on keskittynyt langattomien sisätilaverkkojen testaukseen ja tunnistamiseen. Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Oulussa ja Bostonissa. Enhancellin liikevaihto oli 2,1 MEUR vuonna 2023 (2022: 2,1 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2020.

**Tactotek** on muovin valetun rakenteellisen elektroniikan (IMSE-tekniikka) markkinajohtaja, jonka kohdemarkkinoina ovat auto- ja kodinkoneteollisuus. Tactotek-konsernin liikevaihto oli vuonna 2022 1,0 MEUR (2021: 1,8 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2019.

# Nordic Option 2/2

**9Solutions** on paikantavien turva- ja viestintäjärjestelmien sekä älykkäiden hoivaratkaisujen toimittaja. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2022 8,2 MEUR (2021: 6,4 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2019.

**Screentec** on korkean teknologian yhtiö ja valmistaa esimerkiksi painetun elektroniikan ratkaisuja medical-sektorin tarpeisiin. Yhtiön liikevaihto oli 3/2023 päättyneellä tilikaudella 3,9 MEUR (3/2022 3,4 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2018.

**Haltian** 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 2022 19,8 MEUR (2021: 15,5 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2017.

**Valtavallo** on LED-valoputkivalmistaja. Yhtiön liikevaihto oli 5/2023 päättyneellä tilikaudella 3,1 MEUR (5/2022: 4,1 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2015.

**Best Glass** on eristyslasia valmistava yritys. Yhtiön asiakkaina ovat ovi-, ikkuna- ja talotehtaat. Best Glass-konsernin liikevaihto oli 4/2023 päättyneellä tilikaudella 37,5 MEUR (4/2022: 33,2 MEUR). Sijoitus tehtiin 2011.

## Vuoden 2020 irtaantuminen oli erittäin onnistunut, tämän jälkeen hiljaisempaa

Nordic Option teki erinomaisen irtaantumisen hyperspektrikameroiden toimittajasta Specimistä loppuvuodesta 2020, mikä nosti myös oman pääoman tuoton vahalle tasolle 23 %:iin vuonna

2020. Tämän jälkeen salkusta on myyty ainoastaan Taitonetti vuoden 2023 puolella, josta arvioimme Nordic Optionin päässeen kirjaamaan pienen myyntivoiton. Viime vuonna tehdyt alaskirjaukset kohdeyhtiöihin kuitenkin peittivät tämän alleen. Kokonaisuutena arvioimme markkinan kuitenkin etsivän vielä uutta tasapainotilaa varhaisen kasvuvaiheen yhtiöiden valuaatioiden osalta korkojen ja tuottovaateiden nousun myötä. Tämä taas voi johtaa omistusaikojen venymiseen.

Tällä hetkellä salkussa on kaksi sijoitusta (Best Glass ja Valtavallo), jotka on tehty vuonna 2015 tai ennen ja uskomme ainakin näistä irtaantumisen olevan yhtiön tavoitteissa salkun kierron parantamiseksi. Näistä Best Glassin kehitys on palannut viime vuosina myönteiseksi. Sen sijaan Valtavallolle viime vuodet ovat olleet haastavia, emmekä odota sen nykyisellä tuloskunnolla irtaantumisen johtavan myyntivoittoihin. 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

Arvoon verrattuna Nordic Optionin sektoripaino on selvästi teknologiavoittoinen ja samalla se sijoittaa hieman varhaisemman kasvuvaiheen yrityksiin. Arvo pystyy näin myös ohjaamaan potentiaalisia sijoituskohteita Nordic Optionille, jos Arvo katsoo, että Nordic Optionilla on paremmat

edellytykset kasvattaa niiden arvoa (esimerkiksi toimialaan liittyvistä syistä) ja päinvastoin. Tämä mahdollistaa taas pitkässä juoksussa myös omistaja-arvon luomisen sekä Arvolle että Nordic Optionille.

## Lyhyt track-record uuden strategian aikana

Emme ennusta Nordic Optionin kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista ja niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta. Ilman niitä arvioimme yhtiön tuloksen olevankin noin nolllilla tai painuvan hieman pakkaselle riippuen kohdeyhtiöille myönnettyjen lainojen ja niiden korkojen määrästä.

Arvostamme Nordic Optionin toistaiseksi sen taseen oman pääoman perusteella. Rahaston oman pääoman tuottokehitys on strategisten muutosten jälkeen parantunut, mutta pysytellyt silti keskimäärin noin 5 %:ssa. Tämän takia emme pidä perusteltuna arvostaa Nordic Optionia yli sen tasearvon ainakaan ennen mahdollisia pidempiä näyttöjä rahaston sijoituskohteiden positiivisesta kehityksestä ja irtaantumisista. Mielestämme tämäntyyppisen kasvuvaiheen teknologiaportfolion tuottovaatimus on myös kaksinumeroinen ja preemiohinnoittelu vaatisi siten selvästi kaksinumeroista oman pääoman tuottoa Nordic Optionilta esimerkiksi kolmen vuoden rullaavana keskiarvona laskettuna.

Merkittävimminä riskeinä näemme sijoituskohteiden heikon kehityksen, kiristyvän kilpailun sijoituskohteista, epäonnistumiset yritysjärjestelyissä sekä Suomen talouden merkittävän heikentymisen.

# Valve Group

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

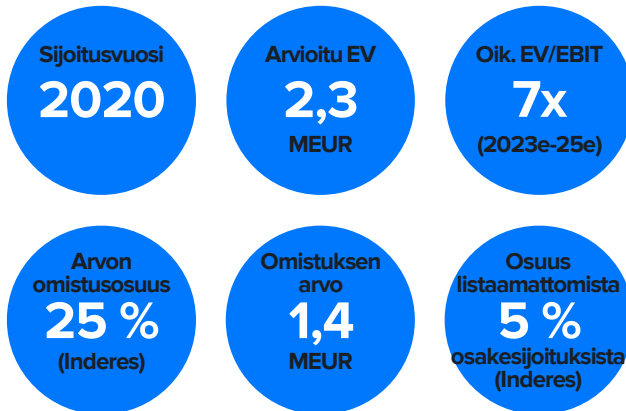
Valve Group on markkinointi- ja viestintäalankoserni. Yhtiö tarjoaa erilaisia markkinoinnin ja viestinnän palveluita sekä teknologisia ratkaisuja asiakkailleen uusien liiketoimintaratkaisujen löytämiseen ja toteuttamiseen. Yhtiön asiakaskunta koostuu sekä julkisen että B2B-puolen asiakkaista ja käsittääksemme suurin osa sen liikevaihdosta on projektiluontoista. Valve on kuitenkin saanut jalkansa oven väliin julkiselle puolelle ja täten osa puitesopimuksista on voimassa useita vuosia. Yhtiö on pyrkinyt myös lisäämään yksityisen puolen asiakkaiden määrää.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo sijoitti Valveeseen alun perin 2 MEUR vuonna 2020. Viime vuosien kehitys on ollut pettymys yhtiön kasvustrategia huomioiden ja myös kannattavuus on kasvupanostuksia peilaten jäänyt vaatimattomaksi. Vuoden 2022 tilinpäätöksessä yhtiö odotti liikevoittonsa paranevan. Sen sijaan kasvua odotamme yhtiön hakevan erityisesti epäorganisesti.

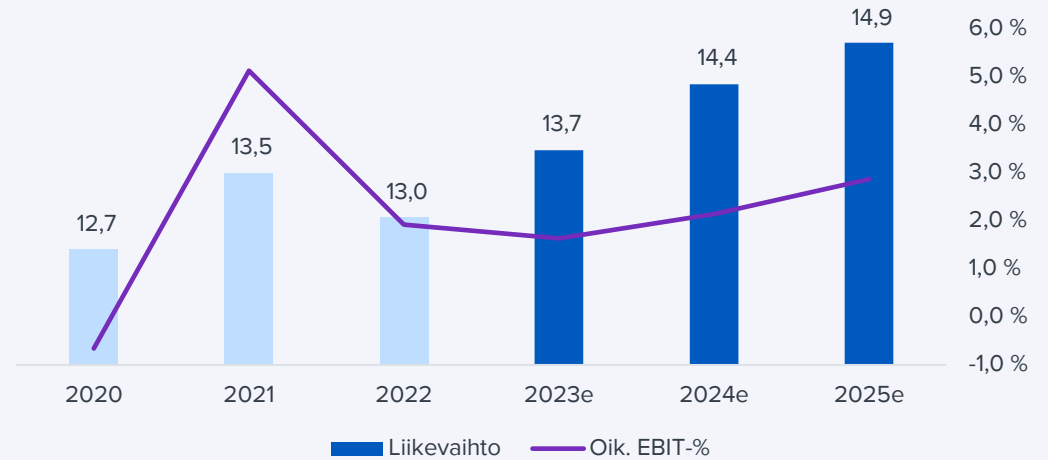
## Tehdyt muutokset

Emme ole tehneet muutoksia Valveen ennusteisiin tai arvonmäärittelykseen, sillä yhtiön viime vuoden tilinpäätöstä ei ole vielä julkaistu. Yhtiön näkymät ovat käsittääksemme pitkälti ennallaan, organisen kasvun ollessa tiukassa markkinointipanostusten laskun myötä. Vastaavasti pienten yritysostojen osalta yhtiö aktivoitui viime syksynä ja odotamme näiden jatkuvan tänä vuonna. Tätä kokonaisuutta peilaten Arvon omistuksen arvo säilyi 1,4 MEUR:ssa.

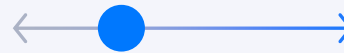


## Ei muutoksia ennusteisiin

### Avainluvut ja ennusteet



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

- Digitalisaatio (organainen kasvu)
- Asiakashankinnassa menestyminen
- Asiakassuhteiden syventäminen ja koko arvoketjun tarjoaminen (organainen kasvu)
- Kannattavuuden parantaminen
- Yritysostot

### Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen etenkin julkisen puolen asiakkaissa heikommassa suhdanteessa
- Projektiriskit
- Epäonnistuminen yritysostoissa
- Suurten asiakkuuksien menettäminen
- Työvoiman saatavuus

### Arvostus

- Arvostamme yhtiön EV/EBIT-kertoimella 6x-8x, osin Fondian lähivuosien kertoimiin perustuen (2024e-25e EV/EBIT: 7x-9x)
- Tämä vastaa lähivuosille matalia noin 0,2x EV/S-kertoimia nettokassan myötä
- Strategian onnistuessa on kertoimissa nousuvaraa ja sijoituksessa potentiaalia
- Yritysjärjestelyt voivat muuttaa arvostuskuvaa nopeasti

# Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 1/3

## Lainasijoitukset osana portfolion hajautusta

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

Vuoden 2023 lopussa Arvon sijoitusportfoliosta noin 14 % (16,4 MEUR) muodostui laskelmiemme mukaan lainasijoituksista listaamattomiin yrityksiin.

Arvo tarjoaa kohdeyrityksilleen käytännössä kahden tyyppisiä rahoitusratkaisuja: 1) pitkäaikaisempia vaihtovelkakirjalainoja tai juniorilainoja (42 % myönnettyistä lainoista) sekä 2) lyhytaikaisempaa siltarahoitusta (58 % myönnettyistä lainoista). Pidempiaikaisten lainojen summat voivat vaihdella sijoituspolitiikan mukaisesti 0,1–5,0 MEUR:n välillä. Tämän lisäksi osuuskunta voi myöntää määräaikaista (enintään 24 kk) siltarahoitusta. Listautumisesitteen perusteella siltarahoituksen osalta ehtoina ovat myös, että alkusijoitus on suuruudeltaan enintään 5 MEUR ja hyvien kokemusten myötä on mahdollisuus myös 3 MEUR:n lisäsijoitukseen.

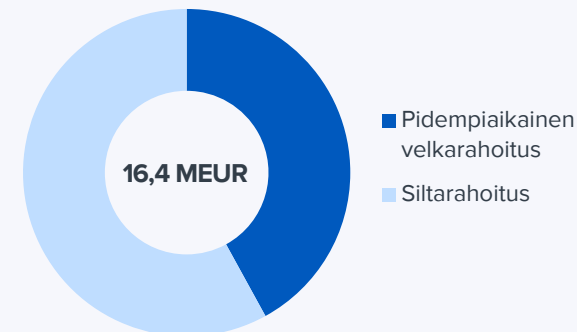
Jos siltarahoitusta kuitenkin myönnetään olemassa olevalle kohdeyritykselle, on siltarahoituksen enimmäismäärä enintään 5 MEUR. Siten enimmäisriski per yhtiö voi olla enintään 10 MEUR per kohdeyritykselle. Mielestämme tämä on varsin perusteltua riskienhallinnan näkökulmasta ja näin suuren kokonaissijoituksen listaamattomaan yhtiöön tulee olla varsin hyvin perusteltu.

## Vvk-lainat

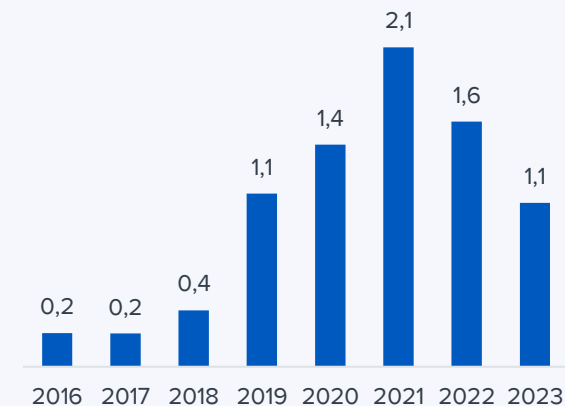
Tyypillisesti vvk-lainojen ehdot voivat vaihdella tapauskohtaisesti sijoituskohteiden erisuurista riskiprofiileista ja lainojen juoksuajoista johtuen huomattavasti ja ymmärtääksemme näin on myös Arvon myöntämien vvk-lainojen tapauksessa. Arviomme mukaan Arvon myöntämien lainojen koot vaihtelevat huomattavasti sijoituspolitiikkaa peilaten. Puolestaan pk-yritysten lainojen keskimäärin korkeampaa riskitasoa heijastellen arviomme mukaan Arvon myöntämien lainojen koot vaihtelevat huomattavasti sijoituspolitiikkaa peilaten. Puolestaan pk-yritysten lainojen keskimäärin korkeampaa riskitasoa heijastellen arviomme mukaan Arvon myöntämien lainojen koot vaihtelevat huomattavasti sijoituspolitiikkaa peilaten. Puolestaan pk-yritysten lainojen keskimäärin korkeampaa riskitasoa heijastellen arviomme mukaan Arvon myöntämien lainojen koot vaihtelevat huomattavasti sijoituspolitiikkaa peilaten. Puolestaan pk-yritysten lainojen keskimäärin korkeampaa riskitasoa heijastellen arviomme mukaan Arvon myöntämien lainojen koot vaihtelevat huomattavasti sijoituspolitiikkaa peilaten. Puolestaan pk-yritysten lainojen keskimäärin korkeampaa riskitasoa heijastellen arviomme mukaan Arvon myöntämien lainojen koot vaihtelevat huomattavasti sijoituspolitiikkaa peilaten.

Kohdeyrityksille vvk-lainat tarjoavat mahdollisuuden saada velkarahoitusta strategiselta kumppanilta tai vaihtoehtoisesti mahdollisuuden parantaa taserakennetta oman pääoman ehtoisella pääomalainalla menettämättä omistusosuutta sijoitushetkellä. Vastaavasti lainanmyöntäjälle (tässä tapauksessa Arvolle) mahdollisuuden hyötyä kohdeyrityksen arvonnoususta laina-ajan päättyessä tai esimerkiksi irtautumistilanteissa, jolloin Arvo voisi konvertoida lainapääomaa kohdeyrityksen osakkeiksi ennalta sovittujen ehtojen mukaisesti.

## Listaaamattomien lainasijoitusten jakauma vuoden 2023 lopussa



## Saadut korot myönnettyistä lainoista (MEUR)



# Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 2/3

Käsityksemme mukaan Arvon myöntämien lainojen ehdoissa on osakekonversion mahdollisuus, mutta ei velvollisuutta. Siten lainasijoitusten ei-toivottua muuttumista osakesijoituksiksi ei pitäisi tapahtua, kunhan 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.

## Merkittävimmät vvk-sijoitukset

**Antell** on oululainen henkilöstöravintolayritys, jolle Arvo myönsi lyhytaikaisen 1,5 MEUR:n vvk-lainan kesällä 2021, jolla edistettiin yhtiön toipumista koronapandemian vaikutuksista.

**Korkia** on sijoitusyhtiö, johon Arvo teki 1,5 MEUR:n sijoituksen vuonna 2020. Korkian rahastot keskittyvät kestäväen kehityksen ympärille ja myös Arvo on sijoittanut näihin rahastoihin, kuten syksyllä 2021 julkistettuun tuulivoimaprojektiin. Tämän myötä Arvon kokonaissijoitukset Korkiaan ovatkin lainasijoitusta merkittävämmät. Osien summassa nämä huomioidaan finanssisijoitusten kautta.

## Siltarahoitus

Toinen merkittävä rahoitusmuoto, jota Arvo tarjoaa on lyhytaikainen siltarahoitus. Lyhytaikaisen siltarahoituksen lainaehdoissa on arviomme mukaan vähemmän vaihtelua yritysten välillä (korko, laina-aika). Siltarahoituksen vähimmäiskorko oli viime vuonna listautumisesitteen mukaan 8,5 %. Emme odota tässä myöskään tapahtuneen olennaisia muutoksia. Arvon myöntämän siltarahoituksen käyttötarkoituksena voi kohdeyhtiöllä olla esimerkiksi projektirahoitus. Käsityksemme 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 hieman vvk-lainoja korkeampi (n. 10–12 %). Huomautamme kuitenkin samalla, että sijoitusmuotoon sisältyy tavallista velkasijoittamista korkeammat riskit yhtiöiden riskiprofiilien ja esimerkiksi projektiriskien realisoinnin osalta.

Vuonna 2019 lanseeratun siltarahoituksen arviomme olleen suhteelliseen kannattavaa liiketoimintaa Arvolle, vaikkakin leikkaukset Siklan saataviin liittyen himmentävätkin kehitystä. Muutoin kannattavan kehityksen taustalla oli etenkin nollakorko-aika, jolloin Arvo sai erittäin edullista velkarahaa markkinoilta, jota se pystyi ohjaamaan eteenpäin korkeammalla korolla. Oletamme kuitenkin korkojen nousun kaventaneen sijoitusmuodon tuottopotentialiaa (ts. korkokatetta), sillä arviomme mukaan

siltarahoituksen korkotaso ei jousta vastaavalla voimakkuudella ylöspäin (vrt. nollakorko-aika) ilman volyymin laskua tai riskitasojen reippaampaa kasvattamista. Oletamme kuitenkin, että lainataso tulee pysymään suhteellisen vakaana jatkossa ainakin niin kauan kuin siltarahoittaminen tarjoaa riski/tuotto-suhteeltaan houkuttelevia mahdollisuuksia.

Osuuskunnan saamat korot lainoista (ml. pitkä- ja lyhytaikaiset lainat) ovat nousseet viime vuosina. Vielä vuonna 2016 osuuskunnan saamat korkotulot olivat n. 0,2 MEUR, kun vuonna 2021 ne olivat 2,1 MEUR. Korkotulojen määrää on kasvattanut etenkin siltarahoituksen mukaantulo vuonna 2019 sekä osuuskunnan kasvanut lainananto. Korkotulojen määrä kääntyi kuitenkin laskuun vuonna 2022 (1,6 MEUR) ja sama trendi jatkui viime vuonna korkotulojen oltua vain 1,1 MEUR, vaikka lainasaatavien määrä on pysynyt melko vakaalla tasolla. Arviomme tämän taustalla olleen Siklan maksukykyyn liittyneiden ongelmien sekä sen, että osuuskunta todennäköisesti teki muitakin helpotuksia osan kohdeyhtiöiden lainaehtoihin nopeasti muuttuneen markkinaympäristön myötä (mm. inflaatio, pankkilainojen korkojen nousu). Kokonaisuutena listaamattomien yhtiöiden lainasalkun koko ja keskikorko huomioiden on selvää, että listamaattomilla lainasijoituksilla on keskeinen rooli osuuskunnan kassavirran tuottamisessa ja siten osuuskoron maksun mahdollistamisessa.



# Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 3/3

Siltarahoituksen kohteiden suhteellisen nopean kiertonopeuden myötä yksittäisten kohteiden kommentointi on yleisesti melko hankalaa osuuskunnan ulkopuolelta. Esimerkkinä siltarahoituskohteesta voidaan mainita infra-alan toimija **TerraWise**, jolle Arvo myönsi viime vuonna kausirahoitusta 1,5 MEUR kiirekaudelle. Lainan onnistuneen takaisinmaksun myötä Arvo kertoi tilinpäätöksen yhteydessä myöntäneensä yhtiölle tälle vuodelle vastaavanlaisen uuden kausirahoituksen. Arvioimme kyseisen siltarahoituksen olevan melko tyypillinen luonteeltaan Arvolle, vaikkakin hieman keskimääräistä siltarahoituspakettia suurempi.

## 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 osuuskunnan oman lainojen viimeisimmän nimellisarvoja (tasearvoja) vastaavan arvonmäärityksen mukaisesti. Arvioimme mukaan osuuskunnan oma arvonmääritys vastaa jokseenkin kohteisiin alun perin sijoitettujen pääomien summaa. Tämä on mielestämme hyvä lähtökohta, kun huomioidaan lainojen keskikorko ja vvk-lainojen rakenne ja vastapuoliin keskimäärin liittyvät riskit.

Emme myöskään ole sisällyttäneet edellisen

raportointikauden jälkeisiä mahdollisia lainanantoja osien summa -mallimme, vaan päivitämme tätä raportoinnin myötä.

Olemme kuitenkin edelleen säilyttäneet puskuria Siklatilojen lainasaataviin liittyen. Teimme jo viimevuotisen laajan raportin yhteydessä 2,5 MEUR:n varauksen Siklatilojen lainasaataviin, joista viime vuonna alaskirjattiin 1,9 MEUR. Kuten aiemmin todettua Arvo myös kommentoi, että sen näkemyksen mukaan Siklatiloille myönnetuille alaskirjausten jälkeisille lainoille (käsityksemme mukaan 3,1 MEUR) on turvaava ja juridisesti pätevä vakuus ja se arvioi nykyisten alaskirjausten olevan riittäviä. Toisaalta rakennustoimialan realisointiriski voi sen mukaan muuttaa tilannetta negatiiviseen suuntaan. Tätä peilaten olemme sisällyttäneet arvonmäärityksessämme Siklatilojen saataviin liittyen vielä aikaisemmin tekemästämme varauksesta jäljellä olevan 0,6 MEUR. Laskimme tekemämme varausta edelliseen päivitykseemme nähden, minkä taustalla oli tarkentunut käsityksemme viime vuoden alaskirjausten kohdistumisista (aik. 1,1 MEUR). Arvioimme jäljellä olevan varauksen tuovan kuitenkin kohtuullista puskuria negatiivisempaankin skenaarioon. Samaan aikaan on hyvä huomata, että arvioimme voi osoittautua turhan pessimistiseksi.



# Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 1/2

## Vahva tase

Konsernin pitkäaikaiset varat muodostuivat vuoden 2023 lopussa pääosin sijoituksista (27 % taseen loppusummasta). Sijoitukset pitivät sisällään omistukset omistusyhteisyrityksistä (25,5 MEUR), muut osakkeet (3,7 MEUR) sekä pitkäaikaiset lainasaamiset kohdeyhtiöiltä (5,0 MEUR). Puolestaan lyhytaikaiset varat muodostuivat etenkin vaihto-omaisuudesta (58,2 MEUR), joka muodostuu konsernin finanssisijoitukset (ml. LapWall ja Partnera). Tämän lisäksi Arvolla oli lyhytaikaisia saamia kohdeyhtiöiltä 11,4 MEUR ja kassassa konsernilla oli noin 3,8 MEUR.

Vastattavaa-puoli muodostui sen sijaan valtaosin omasta pääomasta (95,7 MEUR). Lisäksi Arvolla oli 12,1 MEUR pitkäaikaista korollista lainaa sekä 0,7 MEUR korottomia lyhytaikaisia velkoja. Siten konsernin tase oli erittäin vahva ja sen omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 88 %.

Arviomme Arvon pyrkivän hyödyntämään velkarahaa etenkin siltarahoituksessa, sillä se mahdollistaa vakavaraiselle Arvolle suhteellisen tehokkaan pääoman allokoinnin. Tämän taustalla on edellisessä kappaleessa käyty logiikka, jossa osuuskunta saa lähtökohtaisesti edullisempaa lainaa pankista (arviomme mukaan korkojen nousun myötä lainan korko voisi olla noin 5 %), jota se voi ohjata korkeammalla korolla eteenpäin (arviomamme siltarahoituksen korko 8,5–12,5 %).

Emo-osuuskunnan tase on hieman konsernia pienempi (103 MEUR), mutta rakenteeltaan hyvin vastaava. Ero on lähinnä, että emo-osuuskunnassa AINOn varat esitetään omistuksina tytäryhtiöissä.

Vuoden lopussa emo-osuuskunnan omavaraisuusaste oli 85 %

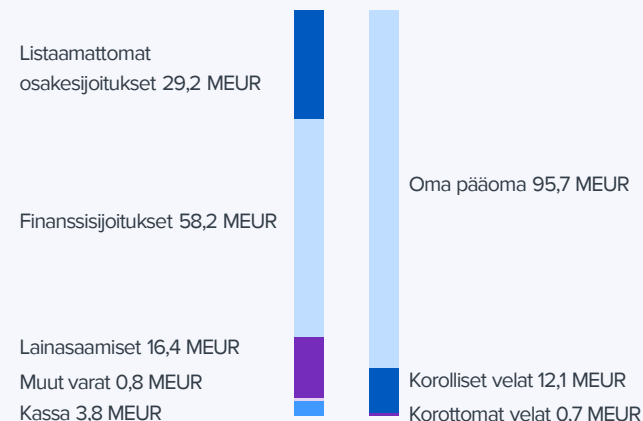
## Kulurakenne

Sijoittajan on hyvä ymmärtää, että osuuskunnan kulut voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Konsernin operatiiviset kulut muodostuivat viime vuonna sekä 0,9 MEUR:n henkilöstökuluista (sis. hallitus ja hallintoneuvosto) että noin 1,4 MEUR:n liiketoiminnan muista kuluista, jotka sisältävät mm. due dilligence -selvitykset sijoituskohteista, konsultointi- ja tilintarkastusmaksut sekä vuokrat.

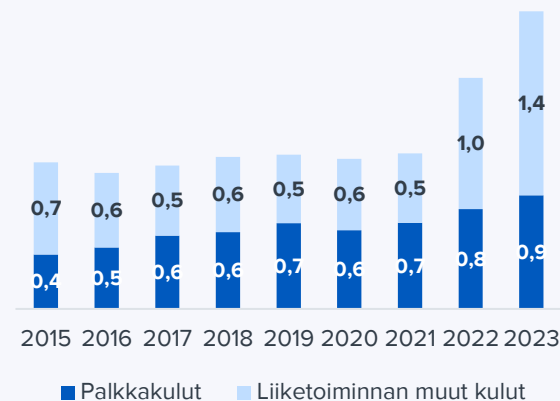
Hallinnointikulut olivat ennen listautumisen valmistelun aloittamista (ts. ennen vuotta 2022) olleet noin 1,2 MEUR vuodessa. Viime vuosina kulutasoa arvioimme nostaneen listautumiseen liittyneiden kulujen (ml. arvo-osuusjärjestelmään liittyminen) sekä henkilöstömäärän nousun neljästä viiteen. Esimerkiksi vuonna 2023 näiden kulujen Arvo kertoi olleen vajaat 0,6 MEUR.

Mielestämme viime vuoden kulutasoa näistä kertaluonteisista kuluista oikaistuna voi pitää jatkon kannalta kohtuullisen hyvänä arviona, kun huomioidaan listautumisen myötä hieman kasvavat hallinnolliset kulut (ml. henkilöstömäärä). Suhteutettuna tämä koko portfolion arvoon (12/2023: 115 MEUR) ovat hallinnointikulut vuodessa noin 1,5 %, mikä on mielestämme kohtuullisen hyvin linjassa muihin vastaaviin sijoitusyhtiöihin/rahastoihin. Pidemmällä aikavälillä suhdeluvun painaminen alaspäin olisi luonnollisesti positiivista ja indikoisi myös todennäköisesti sijoitustoiminnan onnistumisesta (ts. substanssiarvon kasvusta).

## Konsernitase vuoden 2023 lopussa (108 MEUR)



## Hallinnointikulujen kehitys (MEUR)



Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes

# Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 2/2

## Osuuskorko tarkoitus rahoittaa kassavirralla

Arvon tavoitteena on maksaa osuuskorkoa 60–80 % emo-osuuskunnan tilikauden tuloksesta. Voitonjako on tarkoitus rahoittaa etenkin sijoituksista saatavilla korko- ja osinkotuloilla sekä mahdollisilla lunastuksilla finanssisijoituksista. Lisäksi voitonjakoa voivat tukea myös onnistuneet irtaantumiset listaamattomista kohdeyhtiöistä, mutta näiden ajoittumiseen liittyy luonnollisesti suurempaa epävarmuutta.

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 pelkästään osuuskoron maksamiseksi laskisi tulevaisuuden kassavirran tuottokykyä. Näin ollen Arvon olisi mielestämme tärkeää pitää voitonjako ja kassavirta tasapainossa, mutta yksittäisinä vuosina epätasapaino ei toki ole ongelma.

Vuosina 2014–2023 osuuskoron jakosuhte on ollut 64–81 % emo-osuuskunnan tuloksesta. Viimeisenä seitsemänä vuotena osuuskorko on pystytty rahoittamaan käytännössä täysin emo-osuuskunnan sijoituksista (ml. AINO) saatavilla korko- ja osinkotuloilla, mutta vuosina 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. Vastaavasti viimeisenä neljänä vuotena maksettu osuuskorko on vastannut pitkälti konsernin korko-

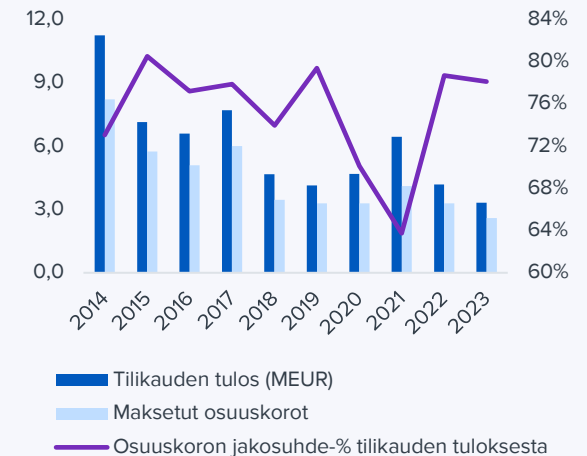
ja osinkotuloja (jakosuhte 95 % konsernin sijoituksista saamista korko- ja osinkotuloista).

Samaan aikaan on hyvä huomioida, että emo-osuuskunnan tulos on laskenut ajanjakson aikana (tilikauden tulos 2014 11,3 MEUR vs. 2023 3,3 MEUR), kun vastaavasti emo-osuuskunnan osinko- ja korkotulot ovat olleet keskimäärin 4,9 MEUR ajanjakson aikana, vaikkakin raportointitavan muutoksesta johtuen kassavirtaluvut eivät ole täysin vertailukelpoisia (ml. konsernin lukuja ei ole mahdollista laskea auki koko ajanjaksolta).

Koska Arvon osuuskoron suuruus on sidottu emo-osuuskunnan tilikauden tulokseen, tulisi osuuskoron määrän teoriassa vaihdella vuosien välillä. Tämän taustalla on, että yksittäisen tilikauden tulokseen voi vaikuttaa useampi korkeakatteinen myyntivoitto tai alaskirjaus kohdeyhtiöistä tai vastaavasti luovutusvoitot/-tappiot finanssisijoituksista. Oletamme Arvon pyrkivän kuitenkin mahdollisimman vakaaseen voitonjakoon ja näin tasaavan osuuskoronmaksua hyödyntämällä voitonjakosuhteen vaihteluväliä sekä mahdollisia konserniavustuksia.

Osuuskoron maksun rahoittamiseen käytettävät korko- ja osinkotulojen kehitys on puolestaan näkemyksemme mukaan vahvasti sidottu yleiseen taloustilanteeseen. Emme usko, että konsernin saamat kassavirrat koroista ja osingoista tulevat oleellisesti muuttumaan viimeisen neljän vuoden keskiarvotasosta (n. 3,5 MEUR/v.), ellei osuuskunta muokkaa portfolionsa allokaatiota selvästi toisenlaiseksi. Siten suuremmat muutokset olisivatkin todennäköisesti liittännäisiä myyntivoittoihin/-tappioihin tai alaskirjauksiin.

## Emo-osuuskunnan tilikauden tulos vs. maksettu osuuskorko



## Osuuskoron suhde emo-osuuskunnan saamiin jatkuviin kassavirtoihin



\*Osinko- ja korkotulojen esitystapaa muokattu vuoden 2021 raportoinnissa alkaen, minkä takia vuodet 2020-2023 eivät täysin vertailukelpoisia

# Ennusteet 1/2

## Emme ennusta Arvon tuloslaskelman kehitystä

Emme ole laatineet Arvolle tuloslaskelmaan erillistä ennustemallia, sillä rivit voivat vaihdella voimakkaasti vuosien välillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti epärelevantteja.

Nettotulosennusteemme perustuu käytännössä oletukselle, että konsernin oman pääoman tuotto pysyisi lähivuosina staattisesti viimeisen viiden vuoden keskiarvotasolla 4,3 %:ssa. Tähän tasoon vaikuttaa luonnollisesti huomattavasti mahdolliset isommat finanssisijoitusten myynnit tai irtaantumiset listaamattomista sijoituskohteista, joita on käytännössä mahdotonta mallintaa.

Vaikka emme ole luoneet varsinaista erillistä ennustemallia, on sijoittajan mielestämme hyvä ymmärtää Arvon tuloslaskelman pääpiirteet ja staattisen mallimme perusoletukset (kts. liitteistä sivuilta 45–46). Liikevaihdon oletuksena olemme käyttäneet myös viimeisen viiden vuoden keskimääräistä tasoa. Sijoitusyhtiön luonteen takia liikevaihto muodostuu arvopaperikaupan myynneistä (ml. näiden osingot ja korot), joten liikevaihdon taso voi vaihdella huomattavasti mahdollisten allokaatiomuutosten takia vuosien välillä. Vastaavasti materiaalit ja palvelut muodostuvat arvopaperikauppaan liittyvistä ostoista. Puolestaan henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen voi mielestämme odottaa pysyvän konsernitasolla aikaisemmin todetusti noin vakaalla tasolla 1,8 MEUR:ssa (huomioitu arvonmäärityksessä). Arvio voi kuitenkin tarkentua kuluvan vuoden aikana, kun mahdolliset oikaisemattomat kulut arvo-osuusjärjestelmään liittymisestä ja listautumisesta

poistuvat. Kiinteää pääomaa liiketoiminta ei puolestaan sido, joten poistoja Arvolla ei käytännössä ole.

Puolestaan liiketuloksen alapuolella rahoitustuotot ja -kulut muodostuvat käytännössä osuuksista osakkuusyriyten tuloksesta, vähemmistöomistuksista saaduista osingoista, myönnettyjen lainojen koroista, mahdollisista listaamattomien osakesijoitusten myyntivoitoista/alaskirjauksista (ml. lainasijoitukset) sekä Arvon korkokuluista. Vuoden lopun lainasaamisten määrää (16,4 MEUR) ja nykyistä listaamattomien osakesijoitusten portfoliota peilaten mielestämme juoksevien rahoitustuottojen (ts. ei sisällä irtaantumisia) voi odottaa pysyvän suhteellisen vakaalla tasolla viime vuosiin nähden. Olemme odottaneet näiden pysyvän staattisella tasolla noin 3,5 MEUR:ssa. Puolestaan rahoituskulujen määrän voi mielestämme nykyistä lainatasoa peilaten arvioida olevan noin 0,5–0,6 MEUR:ssa. Veroja puolestaan Arvo maksaa pidemmällä aikavälillä Suomen verokannan mukaisesti 20 % tuloksestaan.

## Varsinaisia esteitä pääoman tuoton saavuttamiseksi ei kuitenkaan ole

Pidämme 7,5 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoitetta (ROI) nykyisellä portfoliolla ja sijoitusstrategialla Arvolle sinällään realistisena etenkin keskipitkällä aikavälillä. Tavoitteiden mukainen pääoman tuotto vaatii kuitenkin nähdäksemme reippaampia finanssisalkun realisoiteja tai listaamattomista osakesijoituksista tapahtuvia onnistuneita irtaantumisia. Tätä havainnollistaa myös staattiset

tulosennusteemme, joilla konsernin lähivuosien sijoitetun pääoman tuotto jäisi keskimäärin noin 5,3 %:iin. Siten Arvon tulostason tulisikin nousta 2–3 MEUR:lla staattisista ennusteistamme yltääkseen tavoitetasoon.

Arviomme mukaan kuluvana vuonna tavoitteeseen pääsyä hankaloittaa nykyinen markkinatilanne, sillä irtaantumisikkuna suuremmista listaamattomista sijoituksista ei ole otollisin. Lisäksi suuremmista listaamattomista sijoituksista kypsemässä vaiheessa on mielestämme ainoastaan Leden Group, josta voisi olla saatavissa suurempi myyntivoitto. Pidämme kuitenkin varsin epätodennäköisenä, että Arvo tulisi irtaantumaan kohteesta kuluvana vuonna tavoiteltua listautumista peilaten ilman mahdollista teollista järjestelyä.

Siten tason saavuttaminen vaatisikin nähdäksemme reippaampia finanssisalkun realisoiteja. Tuloskehitystä voisi lyhyellä aikavälillä toki tukea myös esimerkiksi Nordic Optionin onnistuneet irtaantumiset, mutta näiden varaan on mielestämme vaikea laskea. Lyhyen aikavälin potentiaalisimpina irtaantumiskandidaateina salkussa pidämme Pesmeliä sekä Champion Dooria, mutta näistä irtaantumistilanteissa saataviin hintoihin liittyy epävarmuutta ja ne olisivat todennäköisesti kokoluokaltaan rajallisempia. Vastapainona näille näemme alaskirjaurisriskiä liittyvän ainakin Festivo-sijoitukseen sekä edelleen pientä riskiä Siklatilojen saatavien realisoiteihin (emme ole huomioineet näitä staattisissa ennusteissamme).

## Ennusteet 2/2

Puolestaan pidemmällä aikavälillä tavoitteiden mukaisen pääoman tuoton saavuttaminen edellyttää Arvolta sekä onnistumisia nykyisten kohdeyhtiöiden kehittämisessä että myös uusien sijoituskohteiden valinnassa.

### Nykyisen osuuskoron näemme olevan vakaalla pohjalla

Vähintään tänä vuonna lasketun osuuskoron tason (2023: 3,2 euroa / osuus) näemme sen sijaan olevan turvattu keskipitkällä aikavälillä osuuskunnan vahvan taseen, lainasijoitusten kassavirtaprofiilin sekä likvidien finanssisijoitusten myötä. Tätä kuvastaa myös staattiset tulostenusteemme, jonka perusteella samantasoinen osuuskoron jakosuhte konsernin tilikauden tuloksesta olisi 63 %. Oletammekin kuluvan vuoden osuuskoron nousevan hieman viime vuodesta ja Arvon maksavan tämän vuoden tuloksestaan 3,5 euron osuuskohtaisen osuuskoron (jakosuhte 69 %). Positiivisena ajurina osuuskoron nostolle näemme listautumiseen liittyvien kulujen sekä viime vuoden 1,4 MEUR:n nettoalaskirjausten (ml. Siklatilat 1,9 MEUR) poistumisen. Vastaavasti rajoittavina tekijöinä näemme nykyisen markkinatilanteen (ml. rajalliset irtaantumismahdollisuudet) sekä mahdolliset alaskirjaukset sijoituksiin (etenkin Festivo).

Ensi vuodesta eteenpäin odotamme osuuskoron nousevan noin viimeisen viiden vuoden keskiarvotasolle 4,0 euroon osuudelta, mikä vastaisi 76–77 %:n jakosuhdetta staattisista konsernitason ennusteistamme. Vuosittaisen osuuskoron tason vaikuttaa kuitenkin

huomattavasti tulevat irtaantumiset ja näistä saatavien myyntivoittojen summat ja tulemmekin päivittämään osuuskoron ennusteitamme näiden myötä. Lisäksi on hyvä huomioida, että mahdolliset konserniavustukset voivat vaikuttaa osuuskoron tasoon, sillä Arvo voi pyrkiä tasaamaan emo-osuuskunnan tulostasoa, jonka perusteella osuuskorkoa jaetaan. Pidämmekin todennäköisenä, että mahdollisten yksittäisten suurempien myyntivoittojen tapauksessa Arvo tasaisi näin tulostaan mahdollistaakseen taloudellisen tavoitteensa mukaisen tasaisen voitonjaon.

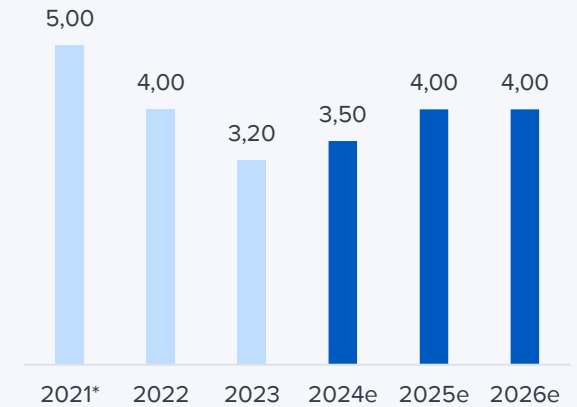
Pidemmällä aikavälillä osuuskoron kestävä kasvattaminen vaatii taakseen samoja elementtejä pääoman tuoton kasvun kasvattamisen kanssa eli toisin sanoen sijoitustoiminnassa onnistumista.

### Uusia sijoituksia ja irtaantumisia lähivuosina

Oletamme Arvon pyrkivän lähivuosina tekemään tasaisesti uusia sijoituksia sekä irtaantumisia. Emme kuitenkaan mallinna uusia sijoituksia tai irtaantumisia ennen niiden realisoitumista, koska näitä on käytännössä mahdotonta mallintaa ja fokuksemme on etenkin sijoituskohteiden arvon kehityksessä (ts. osien summan kehityksessä).

Kuten aikaisemmin todettua on suurempia irtaantumisia mielestämme nykyisellään vaikea nähdä tapahtuvan tänä vuonna. Sen sijaan sijoituskohteiden kypsyessä odotamme salkun kierron nousevan lähivuosien aikana, minkä myötä Arvon sijoitustoiminnan onnistumista päästään myös arvioimaan tarkemmin.

### Osuuskoron kehitys (euroa per osuus)



\*Oikaistu vuoden 2023 maksuttomalla osuusannilla (ts. osuusmäärän kymmenkertaistumisella)

# Sijoitusprofiili

## Sijoitusprofiili

Arvo sopii sijoittajalle, joka haluaa olla sijoittamassa suomalaisiin pk-yrityksiin. Arvon kautta sijoittaja saakin 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. Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomioida Arvon osuuskuntamuoto ja tähän liittyvät erityispiirteet (mm. äänivalta ei kasva omistusosuuden suhteessa).

## Arvoajurit ja potentiaali

- **Osuuskoron kasvu:** Kilpailukykyinen osuuskorko ja sen vakaus on merkittävässä roolissa osuuden houkuttelevuuden kannalta. Koska osuuskorko on sidottu tilikauden tulokseen, vaatii sen nosto hyviä irtaantumisia sekä osinko- ja korkotuottoja.
- **Oman pääoman tuoton nousu:** Sijoitusyhtiön arvon kehityksen kannalta keskeisessä roolissa on sen hallinnoimille pääomille aikaan saatu tuotto. Tämä vaatii puolestaan taakseen sijoitusten onnistunutta kierrätystä ja uusien hyvin kohteiden löytämistä ja niistä irtaantumista hyvään hintaan. Viime vuosina keskimäärin vaisulle tasolle jääneen oman pääoman tuoton nousu tukisikin siten tasepohjaista arvostusta.
- **Oman pääoman kasvu:** Arviomme mukaan edellä mainittu oman pääoman tuoton kasvu johtaisi myös varallisuuden (ts. oman pääoman)

kasvuun. Toisaalta oman pääoman kasvun hidaste on runsas voitonjako.

- **Yhteistyö muiden sijoittajien kanssa:** Mielestämme Arvon strategia toimia yhdessä muiden sijoittajien kanssa parantaa mahdollisuuksia hyvien sijoitusten löytämiselle sekä näihin mukaan pääsemiseen esimerkiksi rinnakkaissijoittajana.

## Riskit ja heikkoudet

- **Suomen talouden kehitys:** Arvon sijoitusportfolion listaamattomien yritysten liiketoiminnat sijaitsevat lähes täysin Suomessa ja täten listaamattomien yritysten kehitys on mielestämme hyvin riippuvainen Suomen talouskehityksestä. Pidämme todennäköisenä, että myös ainakin osa finanssisijoituksista on sijoitettu suomalaisiin yhtiöihin tai rahastoihin. Tämä on Arvon sijoitusstrategian mukaista, mutta 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 vähemmistöisijoitusten 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. Huolimatta listautumisesta, arvioimme osuuden likviditeettiin voivan vaikuttaa negatiivisesti

osuuskuntamuotoisuuden.

- **Syklisten sektorien osuus arvon sijoitusportfoliossa:** Syklisten sektoreiden osuus Arvon portfoliossa on edelleen merkittävä, vaikka osuuskunta onkin saanut purettua yksittäiset toimialakeskittymät. Syklisten sektorien osuus nostaa kuitenkin portfolion riskitasoa, mutta samalla on hyvä huomata, että Suomen vientivetoisen talouden myötä tämä on melko luonnollista.
- **Track-recordin puute:** Yksi merkittävä mittari, joilla sijoitusyhtiötä arvioidaan, on niiden track-record. Mielestämme Arvolle ei ole vielä muodostunut vahvaa track-recordia arvoa luovasta sijoitustoiminnasta (vrt. pääoman tuotot). Osaltaan tähän vaikuttaa myös, että Arvo on vielä suhteellisen nuori sijoitusyhtiöksi, minkä myötä sille on kerennyt muodostua vain rajallinen otanta suorista sijoituksista tehdyistä irtaantumisista (ts. mahdolliset myyntivoitot eivät ole voineet realisoitua). Viime vuosina se on tehnyt erinomaiset irtaantumiset Skarta Groupista (nyk. NYAB) sekä Keliberistä, mutta näiden vastapainona on Siklaan tehdyt suuret alaskirjaukset.
- **Pääomamarkkinan kehitys:** 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.

# Arvonmääritys 1/5

## Osien summa -laskelma

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 vuoden 2023 lopun tilanteesta (65,3 MEUR), josta oikaisemme käteiskassan (3,8 MEUR).
- 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 (pl. Siklatilojen saataviin tekemämme 0,6 MEUR:n varaus).
- 4) Emoyhtiön ja Arvo Invest Nordicin korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Emme huomioi tässä korollisia saatavia, koska ne tulevat huomioiduksi lainasijoitusten yhteydessä. Koska emme ole laatineet Arvolle varsinaista ennustemallia, käytämme nettovelkojen osalta viimeisintä raportoitua lukua (2023 lopussa 8,3 MEUR). Alkuvuodesta tehty Aikolon-sijoitus sisältyy siten vielä nettovelkaan, sillä tähän tehtyä sijoitussummaa ei julkistettu. Tällä ei ole kuitenkaan vaikutusta laskelman lopputuloksen kannalta.
- 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.

- 6) Laskennalliset verovelat, jotka täytyy huomioida sijoituskohteissa, joissa käypä arvo ylittää tasearvon, jotta irtaantumistilanteissa realisoituva verorasitus tulee huomioiduksi.
- 7) Lopulliseen arvioomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa mahdollinen alennus tai preemio suhteessa osien summa -arvoon, mikä määräytyy pääasiassa sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (track-recordilla merkittävä paino). Tämän lisäksi huomioimme näkemyksessämme tuotto-odotuksen aika arvon, sillä osien summa ei lähtökohtaisesti realisoidu ilman irtaantumisia tai kasvavaa voitonjakoa.

Näkemyksemme Arvo Sijoitusosuuskunnan käyvästä arvosta muodostuu näiden komponenttien summasta. Peilaamme Arvon osuuden hintaa myös tasepohjaiseen arvostukseen, verrokkiarvostukseen sekä saavutettuihin osuuskorkotuottoihin (ml. DDM-malli).

## Nettovelkojen käsittely

Arvon vähemmistösijoitusten arvot olemme määrittäneet markkina-arvopohjaisesti, joten vähennämme osien summa -laskelmassa emoyhtiön ja sen tytäryhtiön AINOn korolliset nettovelat (tai lisäämme nettokassan), sillä vähemmistöomistusten korolliset nettovelat ovat sisällä markkina-arvoissa.

## Konsernikulujen eliminointi

Merkittävänä elementtinä olemme vähentäneet osien summasta konsernikulujen (ts. emo-osuuskunnan sekä AINOn operatiiviset kulut) nykyarvot. Olemme huomioineet laskelmassa myös AINOn kulut, koska sen toiminnasta vastaa osuuskunnan henkilökunta. Vaikka nämä kulut (noin 1,8 MEUR tai noin 1,5 % salkun raportoidusta käyvästä arvosta vuonna 2023) ovat pienet, ne ovat kuitenkin merkittäviä omistajien kannalta. Olemme laskeneet operatiivisille kuluille nykyarvon diskonttaamalla seuraavan kymmenen vuoden oletetut kulut nykypäivään käyttämällä keskimääraistä pääomakustannusta (WACC), mikä antaa kulujen nykyarvoksi noin 12,9 MEUR. Summa on huomattava suhteessa Arvon käypään arvoon, mutta tämä on kuitenkin käytännössä liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä pakollinen kulu. Olemme käyttäneet laskelmassamme 2 %:n vuosittaista kustannusten nousua ja 8,7 %:n keskimääraistä pääoman kustannusta.

## Laskennalliset verovelat

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. Piiloarvon kertyminen itsessään on positiivinen asia, mutta tämän osalta laskelmassa täytyy kuitenkin huomioida irtaantumisvaiheessa realisoituva verorasitus laskennallisten verovelkojen kautta.



# Arvonmääritys 2/5

Vaikka emme tiedä yksittäisen sijoitusten tarkkoja tasearvoja, otamme laskennalliset verot huomioon niiden sijoituskohteiden (finanssisalkku sisältäen Partneran ja LapWallin, Leden Group) osalta, joihin laskennallista veroa on arviomme mukaan kertynyt merkittävästi. Näiden vaikutus osien summaan on noin 3,6 MEUR.

Nykytilanteessa arvioimme muiden sijoitusten verovaikutusten jäävän rajallisiksi ja jokseenkin netottavan toisensa, joten emme ole huomioineet näitä mahdollisten verovelkojen tai -saamisten osalta. Veroista on hyvä huomioida, että voittojen realisoinnin yhteydessä otaksumme Arvon pyrkivän minimoimaan tai ainakin vähentämään verorasitusta esimerkiksi realisoimalla samalla mahdollisesti tappiollisia sijoituksia. Pidämme myös hyvin epätodennäköisenä, että finanssisijoitusten verovelka realisoituisi kerralla (ts. finanssisalkku likvidoitaisiin kerralla), mutta olemme huomioineet tämän kokonaisuutena.

## Sijoitusyhtiön alennus/premio

Sijoitusyhtiöt arvotetaan markkinoilla niiden tyyppin ja menestyksen perusteella joko alennuksella tai premiolla suhteessa niiden substanssiarvoon. Arvo ei ole määrittänyt omistuksilleen isompien sijoitusyhtiöiden tyyppillisesti raportoimaa subjektiiviseen näkemykseen perustuvaa substanssiarvoa (NAV), johon sijoitusyhtiöalennusta myös tyyppillisesti peilataan. Osien summa -laskelmamme on kuitenkin pitkälti verrannollinen substanssiarvoon, joten mielestämme sijoittajien kannattaa peilata vaadittavaa alennusta/premiota tähän lukuun.

Sijoitusyhtiötä hinnoitellaan tyyppisemmin

alennuksella suhteessa substanssiarvoon. Alennukset voivat vaihdella esimerkiksi pörssi-yhtiössä 0–30 %:n välillä, joka perustuu arviomme mukaan luotuun omistaja-arvoon ja tämän jatkumiseen tulevaisuudessa (ts. portfolion laatu ja selkeys). Joissakin harvinaisissa tapauksessa (esim. Berkshire Hathaway) sijoitusyhtiö voi ansaita preemion suhteessa substanssiarvoon, mutta käytännössä tämä vaatii poikkeuksellista pitkän ajan track-recordia sijoitustoiminnan tuotoista.

Arvon track-record on vielä lyhyt listaamattomien sijoitusten irtaantumisten osalta huolimatta erinomaisista Keliber- ja Skarta Group -sijoituksista. Erinomaisten irtaantumisen vastapainona ovat sijoitustoimintaan liittyvien riskien realisoituminen (vrt. Sikla). Käytännön tasolla alennukseen vaikuttaa negatiivisesti arviomme mukaan myös Arvon hallinnoimilleen pääomille saamat keskimäärin matalalle jääneet tuotot (vrt. 2019–2023 ROE-% 4,3 %, ROI-% 6,2 %). Tämän myötä emme oleta markkinoiden olevan myöskään valmiita hinnoittelemaan osuutta omistusten käypään arvoon, sillä emme odota osuuskunnan myöskään pyrkivän purkamaan tasettaan ylimääräisen voitonjaon kautta. Siten osuuden arvottaminen selvällä alennuksella osien summaan verrattuna on mielestämme perusteltua ennen pidemmän track-recordin kerryttämistä (sis. pääoman tuoton nousu).

Lisäksi kuten todettua on mielestämme todennäköistä, että osuuskuntamuotoisuus rajaa tiettyjä sijoittajatahojen kiinnostusta osuuteen äänivallan kasvattamisen ollessa mahdotonta. Arvon yhtiömuoto myös käytännössä poistaa

mahdollisuuden mahdollisen alennuksen purkautumiselle ostotarjouksen kautta. Arvioimme näiden näkyvän myös osuuden likviditeetissä, mikä myös osaltaan perustelee selvää alennusta (ts. korkeampaa tuottovaatimusta).

## Arvon purkautuminen vie aikaa

Osien summan komponentit huomioiden Arvon laskennallinen arvo on näkemyksemme mukaan 91 MEUR tai 111 euroa osuudelta (aik. 114 €/osuus).

Arvioimme edellisessä laajassa raportissamme, että osuuden hinnoittelussa olisi perusteltua soveltaa 15–25 %:n sijoitusyhtiöalennusta. Pidämme tätä haarukkaa edelleen pidemmällä aikavälillä perusteltuna tasona, mutta arviomme mukaan markkinoiden nykyisin hinnoitteleman alennuksen (~55 %) olennainen kaventuminen vaatisi kuitenkin selvästi lisänäyttöjä sijoitustoiminnan arvonaluonnin osalta eli pääoman tuottojen selkeää kestäväää nousua viime vuosien tasoilta. Tämä tulee taas arviomme mukaan viemään aikaa useampia vuosia salkun optimaalisen kierronkin näkökulmasta (ml. uudet sijoitukset ja exit-mahdollisuudet).

Toisaalta melko selkeänä ja nopeana tapana alennuksen supistamiseksi ja osissa olevan arvon purkamiseksi näkisimme ylimääräiset pääoman palautukset omistajille, mikä nostaisi omistajien saamaa kassavirtatuottoa. Tämä kuitenkin johtaisi pidemmän päälle suhteellisesti huomattavasti kasvaviin hallinnollisiin kuluihin, mikä vaikeuttaisi jälleen arvonaluontia tulevaisuudessa. Emme myöskään pidä tätä todennäköisenä Arvon strategia ja voitonjakopolitiikka huomioiden.





# Arvonmääritys 4/5

Yhtiöiden välillä arvostuksessa on selkeitä eroja ja myös niiden historiallisissa arvostuksissa on heiluntaa. Verrattuna Arvoon ruotsalaiset yhtiöt ovat keskimäärin kooltaan selvästi suurempia ja omaavat pidemmän track-recordin. Niiden sijoitustoiminnassa on myös eroavaisuuksia Arvoon (tyypillisesti Arvoa fokuosituneempia, esimerkiksi merkittäviä omistajia rajallisessa määrässä suuria ruotsalaisia pörssiyhtiöitä) ja toistensa kanssa. Siten yhtiöt eivät ole parhaita verrokkeja Arvolle, mutta mielestämme niiden historialliset arvostukset antavat kokonaisuutena viitteitä Arvon hinnoittelun matalalle painetusta arvostuksesta.

## Tasepohjainen arvostus

Mielestämme myös tasepohjainen P/B-kerroin on sijoitusyhtiölle varsin hyödyllinen indikaattori. Nykyisellä kurssitasolla (49,97 euroa) ja vuoden 2023 konsernitaseen (oma pääoma/osuus 117,4 euroa) perusteella saamme osuuden P/B-kertoimeksi vajaat 0,4x. Nykyinen tasearvostus onkin varsin hyvin linjassa viimeisen viiden vuoden toteutuneeseen oman pääoman tuottoon (ROE-% 2019–2023: 4,3 %) ja käyttämäämme 10 %:n oman pääoman kustannukseen. On kuitenkin hyvä huomata, että sijoitusyhtiön luonteen vuoksi tuottojen osalta voi olla reipasta heiluntaa irtaantumisten ajoittumista peilaten. Siten nykyistä tasearvostusta ei voi pitää kuitenkaan haastavana, kun huomioidaan taseeseen kertynyt piiloarvo tiettyjen sijoitusten osalta (finanssisalkku, Leden Group), jotka realisoituvat vasta irtaantumisen yhteydessä. Näemme kuitenkin perustellun tasepohjaisen arvostuksen nousuvaran olevan

riippuvainen pääoman tuoton noususta.

## Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Mielestämme arvonmääritystä voidaan tarkastella myös osuuskorkojen kautta, Arvon avokätisen voitonjakopolitiikan takia. Odotamme Arvon maksavan osuuskorkoa lähivuosina 3,5–4,0 euroa osuudelta, mikä puolestaan tarkoittaa 7–8 %:n osuuskorkotuottoa nykyisellä kurssitasolla. Siten osuus tarjoaakin arviomme mukaan varsin mukavaa pohjatuottoa tätä kautta.

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan miettiä myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko säilyisi viimeisen viiden vuoden keskiarvon tasolla 4,04 eurossa tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 40,4 euroa käyttämällämme 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Siten DDM-malli on varsin hyvin linjassa tasepohjaisen arvostuksen kanssa ja indikoi, että pelkästään historiallinen osuuskoron taso ei perustele nykyistä kurssitasoa tai osien summan mukaista arvoa osuudelle.

Puolestaan odottamalla, että Arvo onnistuisi kasvattamaan osuuskorkoaan tästä ikuisuuteen vakaasti 5 %:lla vuosittain, saisimme yhden osuuden arvoksi 84 euroa, mikä olisi linjassa määrittämämme käyvän markkina-arvon kanssa (ts. määrittämämme sijoitusyhtiöalennuksen haarukan ylälaidan tasolla). Yksinkertaistettu esimerkki kuvastaakin, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä sijoittajan pääasiallisen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osuuskurssi	50,0	50,0	50,0
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	47	46	45
P/B	0,4	0,4	0,4
Osuuskorko / tulos (%)	68,8 %	77,4 %	76,5 %
Osuuskorkotuotto-%	7,0 %	8,0 %	8,0 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 5/5

## Yhteenveto

Arvostamme Arvoa etenkin osien summa -mallin kautta, mikä huomioi Arvon omaisuuserät. Tällä hetkellä mallimme indikoi yhden osuuden arvoksi noin 111 euroa, mihin peilattuna markkinoiden hinnoittelema alennus on erittäin huomattava.

Toisaalta nykyistä kurssitasoa voi pitää melko perusteltuna taaksepäin katsovan tasepohjaisen arvostuksen tai DDM-mallimme kautta, minkä taustalla ovat Arvon historiallisesti matalalle jääneet pääoman tuotot (vrt. osuuskorkoa ei ole saatu kasvatettua). Tähän kokonaiskuvaan peilattuna Arvoa onkin mielestämme perusteltua arvostaa selvällä alennuksella osien summaan nähden. Mielestämme tätä tukee myös se, että tällä hetkellä ei ole merkkejä, että Arvo pyrkisi purkamaan osien summaa esimerkiksi jakamalla taseessa olevia varoja omistajilleen ylimääräisen voitonjaon kautta.

Kokonaisuutena näemme nykyisen alennuksen kuitenkin jo turhan leveänä ja osuuden perustellun laskuvaran hyvin rajallisena. Tätä kuvastaa, että nykyisellä markkinahinnalla sijoittaja pääsee käytännössä ilmaiseksi kiinni Arvon listaamattomiin suoriin sijoituksiin.

Pidemmällä aikavälillä näemme, että Arvon sijoitusyhtiöalennus voisi asettua 15–25 %:iin. Markkinoiden nykyisin hinnoitteleman alennuksen (~55 %) olennainen kaventuminen vaatisi kuitenkin selvästi lisää näyttöjä sijoitustoiminnan arvonnun osalta eli pääoman tuottojen selkeää kestävää nousua viime vuosien tasolta sekä

Arvon sijoitusstrategiaa peilaten osuuskoron kasvua. Tämä tulee taas arviomme mukaan viemään aikaa useampia vuosia salkun optimaalisen kierronkin näkökulmasta (ml. uudet sijoitukset ja exit-mahdollisuudet).

Käytännössä ennallaan säilynyttä osien summan laskennallista arvoa ja tuotto-odotuksen aika-arvoa peilaten toistamme 62 euron tavoitehintamme, mutta kurssilaskun myötä nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää). Näemmekin alennuksen asteittaisesta purkautumisesta sekä melko vakaasta osuuskorosta muodostuvan tuotto-odotuksen tukevan vahvaa positiivista näkemystä. Nykyistä markkinatilannetta (ml. irtaantumisikkuna) peilaten emme kuitenkaan näe selviä lyhyen aikavälin ajureita osien summan merkittävälle purkautumiselle (ts. pääoman tuoton selvälle nousulle), mutta tätä toisaalta kompensoi nykyinen huomattavan leveä alennus osien summaan nähden.

# Osien summa -laskelma

Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset*	61	53 %
Partnera ja LapWall	8	7 %
Listaamattomat osakesijoitukset	30	26 %
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin **)	16	14 %
<b>Yhteensä</b>	<b>115</b>	<b>100 %</b>

\* Oikaistu korkosijoitusten käteisvaroilla

\*\* Oikaistu Siklatilojen saataviin tekemillämme alaskirjauksilla (0,6 MEUR jäljellä)

## Arvo Osuuskunnan markkina-arvo

<b>Omistusten arvo</b>	<b>115</b>	<b>MEUR</b>
Nettovelat (H2'23)	8	MEUR
Konsernikulujen eliminointi	13	MEUR
Laskennalliset verovelat	4	MEUR
<b>Laskennallinen arvo</b>	<b>91</b>	<b>MEUR</b>
Osuuksien määrä (2/2024)	814 830	kpl
<b>Osuuden laskennallinen arvo</b>	<b>111</b>	<b>EUR</b>
Sijoitusyhtiöalennus	15-25	%
<b>Osuuden käypä markkina-arvo (3-5 vuotta)</b>	<b>84-95</b>	<b>EUR</b>

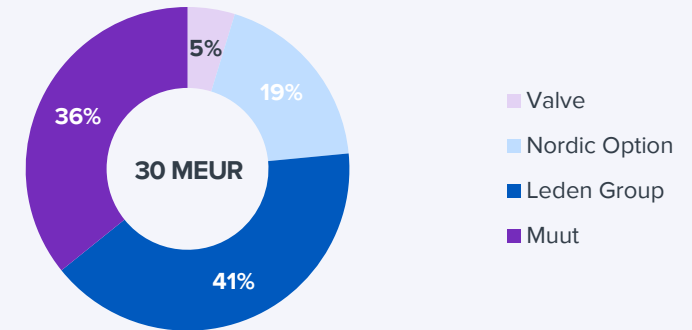
Lähde: Inderes

## Konsernikulujen eliminointi

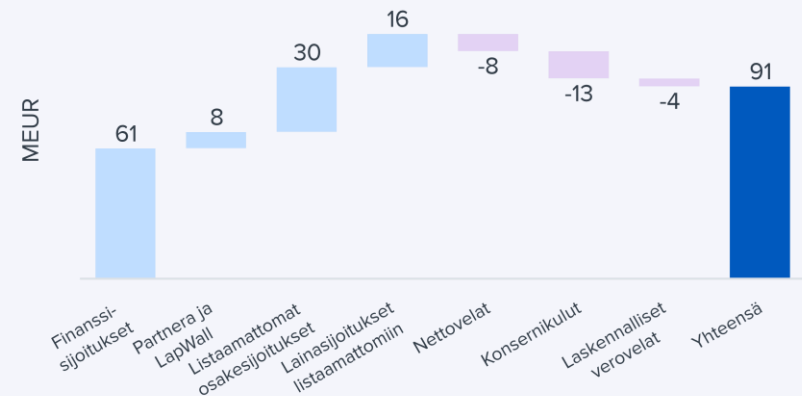
Tilikauden 2023 kulut	1,8	MEUR
Kulujen kasvu (%)	2 %	
Käytetty WACC	8,7 %	
<b>Kulujen summa (10 vuotta)</b>	<b>12,9</b>	<b>MEUR</b>

Lähde: Inderes

## Listaamattomien osakesijoitusten arvon jakautuminen



## Laskennallinen arvo ilman sijoitusyhtiöalennusta (MEUR)

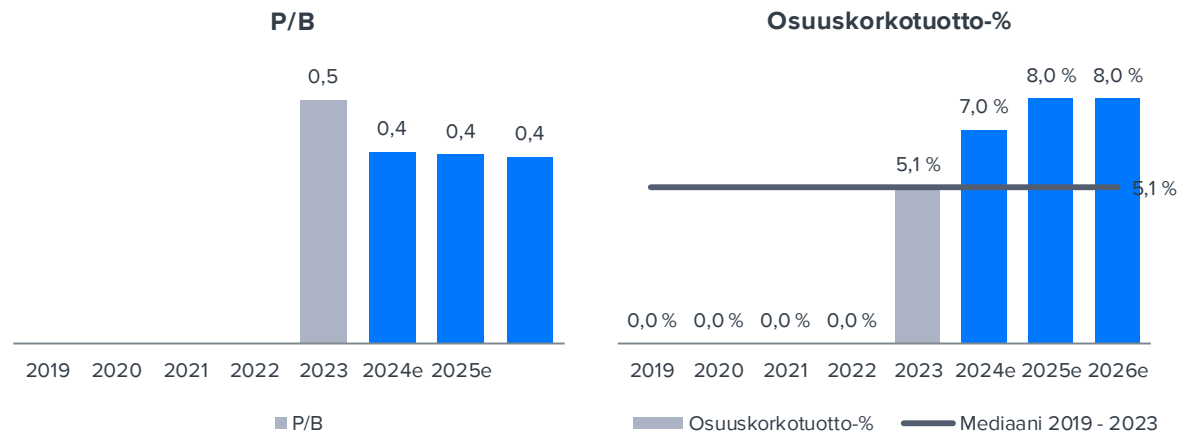


Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osuuskurssi					62,6	50,0	50,0	50,0	50,0
Osuuksien määrä, milj. kpl					0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo					51	41	41	41	41
Yritysarvo (EV)					59	47	46	45	44
P/B					0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Osuuskorko / tulos (%)					183,0 %	68,8 %	77,4 %	76,5 %	75,8 %
Osuuskorkotuotto-%					5,1 %	7,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	14,3	6,2	9,0	15,2	10,1	10,1	20,2	20,2	20,2	20,2
Käyttökate	-2,7	1,1	1,0	2,1	1,1	1,1	2,1	2,2	2,3	2,3
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,7	1,6	1,0	2,6	1,1	1,1	2,1	2,2	2,3	2,3
Liikevoitto	-2,7	1,1	1,0	2,1	1,1	1,1	2,1	2,2	2,3	2,3
Nettorahoituskulut	7,2	0,0	-0,3	-0,3	1,6	1,4	3,0	3,0	3,0	3,0
Tulos ennen veroja	4,6	1,1	0,7	1,8	2,7	2,5	5,2	5,2	5,3	5,3
Verot	-1,8	-0,3	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,8	0,8	0,6	1,4	2,1	2,0	4,1	4,2	4,3	4,3
EPS (oikaistu)	3,39	1,57	0,85	2,42	2,64	2,45	5,09	5,17	5,23	5,28
EPS (raportoitu)	3,39	1,01	0,74	1,75	2,64	2,45	5,09	5,17	5,23	5,28

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-45,0 %	-33,0 %	79,5 %	6,7 %	63,1 %	11,6 %	32,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-145,2 %	-25,5 %	-121,8 %	-198,1 %	-33,5 %	1,4 %	-19,6 %	3,8 %	2,7 %	2,2 %
Käyttökate-%	-18,7 %	18,4 %	10,8 %	13,9 %	10,5 %	10,6 %	10,5 %	10,9 %	11,2 %	11,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	-18,7 %	25,5 %	11,6 %	17,2 %	10,4 %	10,5 %	10,4 %	10,8 %	11,1 %	11,4 %
Nettotulos-%	19,4 %	13,3 %	6,7 %	9,3 %	21,3 %	19,8 %	20,5 %	20,8 %	21,1 %	21,3 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>28,1</b>	<b>34,3</b>	<b>34,3</b>	<b>34,3</b>	<b>34,3</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	28,0	34,2	34,2	34,2	34,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>81,0</b>	<b>74,1</b>	<b>76,4</b>	<b>77,4</b>	<b>78,4</b>
Vaihto-omaisuus	61,2	58,2	58,2	58,2	58,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	13,7	12,1	12,1	12,1	12,1
Likvidit varat	6,0	3,8	6,1	7,1	8,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>109</b>	<b>108</b>	<b>111</b>	<b>112</b>	<b>113</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>97,6</b>	<b>95,7</b>	<b>97,2</b>	<b>98,6</b>	<b>99,6</b>
Osakepääoma	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Kertyneet voittovarot	66,2	64,3	65,8	67,2	68,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10,0</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	10,0	12,1	12,1	12,1	12,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Korolliset velat	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,5	0,7	1,0	1,0	1,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>109</b>	<b>108</b>	<b>111</b>	<b>112</b>	<b>113</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	26,0	14,3	15,2	20,2	20,2	EPS (raportoitu)	10,72	3,39	1,75	5,09	5,17
Käyttökate	5,9	-2,7	2,1	2,1	2,2	EPS (oikaistu)	10,72	3,39	2,42	5,09	5,17
Liikevoitto	5,9	-2,7	2,1	2,1	2,2	Operat. kassavirta / osake	5,61	-19,04	6,77	2,48	2,19
Voitto ennen veroja	10,2	4,6	1,8	5,2	5,2	Vapaa kassavirta / osake	6,07	-2,22	-0,88	2,47	2,18
Nettovoitto	8,8	2,8	1,4	4,1	4,2	Omapääoma / osake	120,52	119,51	117,39	119,28	120,95
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	Osinko / osake	5,00	4,00	3,20	3,50	4,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	110,5	109,1	108,5	110,7	111,7	Liikevaihdon kasvu-%	26 %	-45 %	7 %	33 %	0 %
Oma pääoma	98,9	97,6	95,7	97,2	98,6	Käyttökateen kasvu-%	265 %	-145 %	-179 %	0 %	4 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	267 %	-145 %	-198 %	-20 %	4 %
Nettovelat	3,8	4,0	8,3	6,4	5,0	EPS oik. kasvu-%	57 %	-68 %	-28 %	110 %	2 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	22,8 %	-18,7 %	13,9 %	10,5 %	10,9 %
Käyttökate	5,9	-2,7	2,1	2,1	2,2	Oik. Liikevoitto-%	22,8 %	-18,7 %	17,2 %	10,4 %	10,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,5	-12,5	3,8	0,3	0,0	Liikevoitto-%	22,8 %	-18,7 %	13,6 %	10,4 %	10,8 %
Operatiivinen kassavirta	4,6	-15,5	5,5	2,0	1,8	ROE-%	9,1 %	2,8 %	1,5 %	4,3 %	4,3 %
Investoinnit	0,4	13,7	-6,2	0,0	0,0	ROI-%	9,1 %	8,7 %	3,4 %	5,5 %	5,2 %
Vapaa kassavirta	5,0	-1,8	-0,7	2,0	1,8	Omavaraisuusaste	89,5 %	89,4 %	88,2 %	87,8 %	88,3 %
						Nettovelkaantumisaste	3,8 %	4,1 %	8,6 %	6,6 %	5,1 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,7	3,1	3,9	2,3	2,3						
EV/EBITDA	7,6	neg.	28,0	22,1	20,7						
EV/EBIT (oik.)	7,6	neg.	22,6	22,3	20,9						
P/E (oik.)	4,7	14,8	25,8	9,8	9,7						
P/B	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4						
Osinkotuotto-%	10,0 %	8,0 %	5,1 %	7,0 %	8,0 %						

Lähde: Inderes



# 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 (välttömät 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 sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osuuskurssi
21.6.2023	Lisää	86,00 €	78,99 €
30.8.2023	Osta	86,00 €	57,21 €
22.2.2024	Lisää	62,00 €	54,62 €
20.6.2024	Osta	62,00 €	49,97 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### Inderes Oyj

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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**