

# Arvo Sijoitusosuuskunta

## Yhtiöraportti

8.12.2021 8:30



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



**Antti Viljakainen**  
+358 44 591 2216  
antti.viljakainen@inderes.fi

# Vakaata arvonkehitystä

Olemme päivittäneet näkemyksemme Arvo Sijoitusosuuskunnan osuuden käyvästä arvosta. Päivitetyn arviomme mukaan Arvon osuuden käypä arvo on tällä hetkellä 1 266 euroa/osuus (aik. 1 248 euroa/osuus). Kesäkuussa suljetun Privanetin kauppapaikan myötä osuudella ei ole tällä hetkellä markkinahintaa, joten emme täten pysty ottamaan kantaa markkinahinnan ja käyvän arvon erotukseen. Käyvän arvon määrittämisemme ei sisällä likviditeettipreemiota sekä sijoitusyhtiöiltä tavallisesti vaadittavaa sijoitusyhtiöalennusta, mitkä suosittelimme sijoittajia huomioimaan myös Arvon tapauksessa. Edelleen ajankohtainen seurannan aloitus -raporttimme on luettavissa [täältä](#), jossa olemme käyneet kokonaisuutta tarkemmin läpi.

## Vuosi 2021 on sujunut tähän mennessä hyvin

Arvo Sijoitusosuuskunnan H1'21 eteni varsin mallikkaasti ja osuuskunnan tulos nousi 4,5 MEUR:oon (H1'20: 2,5 MEUR) etenkin finanssisalkun myönteisen kehityksen tukemana. Arvo on toisella vuosipuoliskolla tehnyt muutamia uusia sijoituksia sekä irtaantunut sen valtakunnallisesta sijoituksesta RealMachinerysta. Lisäksi se on keventänyt omistustaan noin 60 %:lla Skarta Groupista, jonka osakkeiksi Arvon myöntämä vvk-laina konvertoitiin Skartan ja Privanetin yhdistymisen myötä. Laskelmiemme mukaan Skartan myynneistä Arvolle on kertynyt noin 2,7 MEUR myyntivoittoa H2:lle. Sen sijaan RealMachinerysta emme usko kirjattavan merkittävää myyntivoittoa. Vaikka emme ennusta Arvon tuloksen tai siitä riippuvaisen osuuskoron kehitystä, niin H1:n ja myyntien perusteella on vuodesta syytä olettaa näiltäkin osin hyvää, jos finanssimarkkinat eivät joulukuun aikana heikkene merkittävästi.

## Pieniä tarkistuksia ennusteisiimme

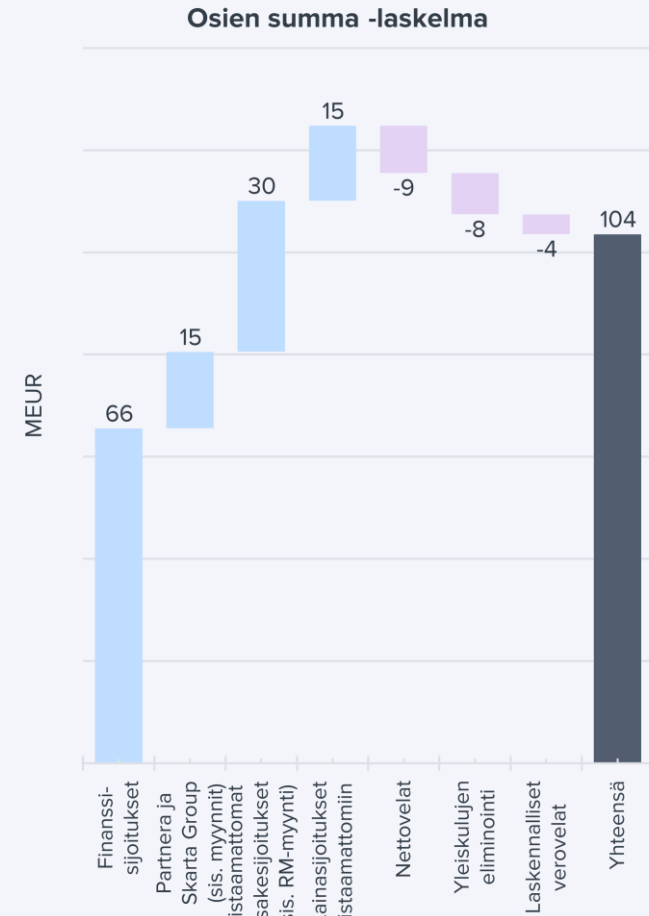
Tarkistimme listaamattomien osakesijoitusten ennusteitamme Arvon johdon kanssa käymiemme keskustelujen perusteella. Huomioimme ennusteissamme myös nousseet raaka-aineiden hinnat sekä kohonneen epävarmuuden uuden virusmuunnoksen myötä. Ennustemuutokset jäivät kuitenkin valtaosin hyvin pieniksi, sillä näkyvyys listaamattomien yhtiöiden kehitykseen on heikko ilman toteutuneita lukuja. Tämän myötä myös yhtiöiden valuaatiot pysyivät lähellä edellistä päivitystämme lukuun ottamatta Leden Groupia, jonka hyväksyttävää arvostusta nostimme hieman hyvin edenneen integraation ja vahvan kysyntäympäristön myötä. Tulemme tarkastelemaan ennusteitamme jälleen tarkemmin keväällä laajan raportin yhteydessä, kun käytössämme ovat tämän vuoden tilinpäätöstiedot. Merkittävien velkasijoitusten osalta emme näe toistaiseksi tuntuvia rahoitusriskejä.

## Osien summa nousi 104 MEUR:oon, mutta kauppapaikka osuudelle puuttuu toistaiseksi

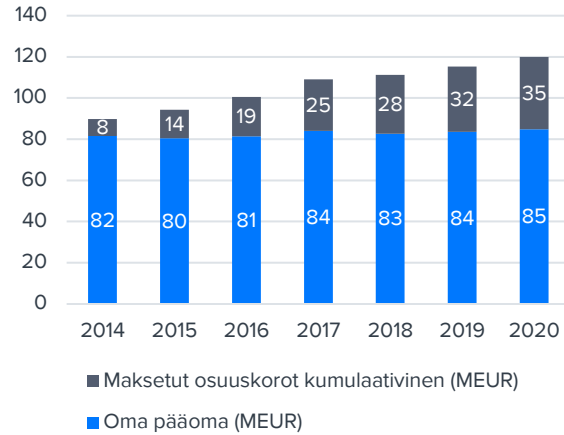
Päivitimme osien summa -laskelmamme parametrit, jonka myötä Arvon käypä arvo ennen sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipreemiota nousi 104 MEUR:oon (aik. 102 MEUR) tai 1 266 euroon osuudelta (aik. 1 248 euroa/osuus). Käyvän arvon nousuun ovat vaikuttaneet etenkin Skarta Groupin osakekonversio ja Leden Groupin positiivinen kehitys. Arvon sijoitusvarallisuudesta finanssisijoitukset (ml. Partnera ja Skarta Group-omistukset) muodostavat noin 61 %. Arvioimme osuuskoron pysyvän edelleen vakaalla tasolla lähivuosina. Kesäkuussa suljetun Privanetin kauppapaikan sulkemisen jälkeen Arvon osuudelle ei ole ollut markkinahintaa tai kaupankäyntialustaa. Käsittelemme mukaan osuuskunnan johto pyrkii mahdollisimman nopeasti ratkaisemaan tämän yllättävän ja ikävän ongelman. Näemme varteenotettavana vaihtoehtona, että Arvo seuraisi KPY:n esimerkkiä ja selvittäisi mahdollisuutta listautua First North -markkinapaikalle. Emme kuitenkaan tiedä Arvon listautumisvalmiudesta tai siitä kuinka kauan mahdollinen prosessi kestäisi, eikä Arvo ole asiaa itsekään millään tavalla kommentoinut.

## Näkemys käyvästä arvosta

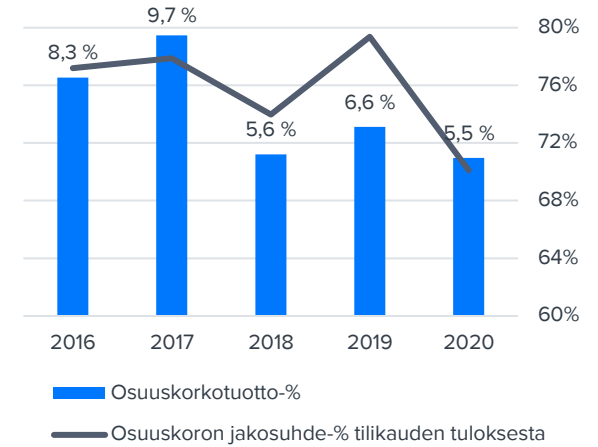
**1 266 EUR** (ei sis. sijoitusyhtiöalennusta tai likviditeettipreemiota  
(aik. 1 248 EUR)



## Arvon historiallinen kehitys



## Osuuskoron tuotto ja jakosuhde



Osien summa\*  
**104**  
MEUR  
(Inderes)

Osuuden  
käypä arvo  
**1 266**  
EUR  
(Inderes)

Osien  
summan\* kehitys  
**+ 1 %**  
Vs. edellinen  
päivitys

Osuuskorko-%  
**5,5 %**  
2020 TOT



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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



### Arvostus

- Mielestämme osuuden hinta suhteessa yhtiön omaisuuserien käypään arvoon on maltillinen, vaikka sijoittajien kannattaa vaatia Arvolta sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipreemiota
- Näkemyksemme mukaan Arvolla on edellytyksiä ylläpitää hyvää osuuskoron tuottoa lähivuosina

# H1 oli vahva osakemarkkinoiden tukemana

## Ensimmäisellä vuosipuoliskolla hyvää kehitystä

Arvo Sijoitusosuoskunnan H1'21 eteni varsin mallikkaasti ja osuoskunnan tulos nousi 4,5 MEUR:oon (H1'20: 2,5 MEUR) etenkin finanssisalkun myönteisen kehityksen vetämänä. Katsauskaudella useampi siltarahoitus palautui osuoskunnalle ja uutta siltarahoitusta Arvo myönsi yhdelle alueelliselle sijoitukselleen. H1:n lopussa siltarahoitukset muodostivat noin 15 % (n. 7,5 MEUR) alueellisista ja valtakunnallisista sijoituksista. Arvon mukaan sen tarjoamien lainojen kysyntä on lisääntynyt ja näiden kasvu mahdollistaisi sille kasvavat kassavirtatuotot lähivuosina. Konsernin sijoitussalkun jakaumassa ei ollut tapahtunut H1:n loppuun mennessä merkittäviä muutoksia edelliseen päivitykseen nähden ja odotamme osuoskunnan etenevän rauhassa kohti vuoden 2025 tavoitettaan sijoitusjakauman osalta. Osien summassa käyttämämme finanssisalkun arvo oli 10/2021 lopussa 65,5 MEUR.

## Toisella vuosipuoliskolla on ollut aktiiviteettia

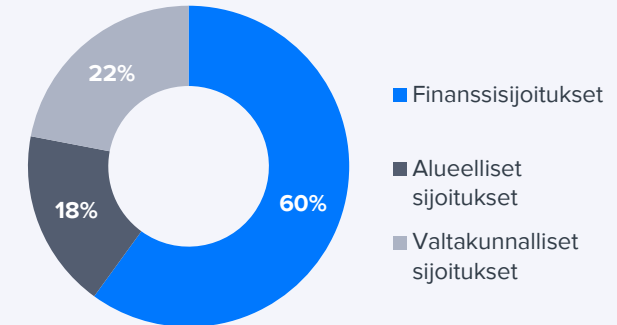
Arvo tiedotti heinäkuussa sopineensa myyvänsä valtakunnallisen listaamattoman osakesijoituksensa RealMachineryn Wihurille. Kauppasummaa ei julkistettu, mutta arvioimme viime vuosien kehityksen perusteella, ettei Arvo päässyt kirjaamaan myynnistä merkittävää myyntivoittoa. Lisäksi alueellisen sijoitussalkun kohdeyhtiön Skarta Groupin listautuminen saatiin valmiiksi ja Arvon 2 MEUR:n vvk-laina konvertoitiin yhtiön osakkeiksi. Arvo on keventänyt tämän jälkeen omistustaan noin 60 %, joista myyntivoittoa on kertynyt laskelmiemme perusteella noin 2,7 MEUR. Täten sijoitusta voidaan pitää erinomaisena. Arvo on tehnyt myös uusia sijoituksia H2:n aikana. Osuoskunta on tehnyt toisella vuosipuoliskolla kaksi velkasijoitusta, kun se myönsi henkilöstöravintola Antellille lyhytaikaisen vvk-lainan sekä sopimalla Suomen Kuntakiinteistöjen kanssa

uudesta rakennusaikaisesta rahoituksesta Oulunsalon suuralueen päiväkotiprojektiin. Käsitksemme mukaan näistä Antellin vvk-laina on merkittävä ja noin 1,5 MEUR:n suuruinen. Lainasijoitusten lisäksi Arvo tiedotti marraskuun lopussa, että se on sitoutunut ankkurisijoittajaksi tuulivoiman hankekehitykseen Pohjois-Pohjanmaalle. Hankkeen taustalla ovat uusiutuvan energian hankekehittäjä Semecon sekä sijoitusyhtiö Korkia. Arvo on sitoutunut hankkeeseen 3 MEUR:n sijoituksella. Mielestämme hanke vaikuttaa alustavasti mielenkiintoiselta lisältä Arvon sijoitussalkkuun, sillä markkinoiden kiinnostus uusiutuvan energiantuotannon investointeja on kohtaan on voimakkaassa kasvussa. Käsitksemme mukaan sijoituksen pitoaika olisi kohtuullisen lyhyt hankekehitysvaiheesta johtuen (~3 vuotta), mutta sen tarkempaa tuottopotentiaalia on kuitenkin tässä vaiheessa vielä hankalaa arvioida.

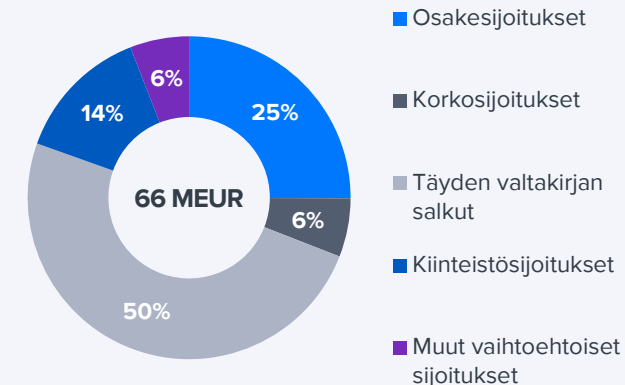
## Markkinapaikka hakusessa

Kesäkuussa suljetun Privanetin listaamattomien arvopapereiden kauppapaikan sulkemisen jälkeen Arvon osuudelle ei ole ollut kaupankäyntialustaa. Puolivuositarkastuksen yhteydessä Arvo kertoi selvittävänsä aktiivisesti muita mahdollisia väyliä helpottaakseen kaupankäyntiä Arvon osuudella. Toistaiseksi osuoskunnan toimistolla käsitellään siirtohakemuksia, joissa osapuolet ovat sopineet luovutuksesta keskenään. Käsitksemme mukaan osuoskunnan johto pyrkii mahdollisimman nopeasti ratkaisemaan tämän yllättävän ja ikävän ongelman. Yhtenä varteenotettavana vaihtoehtona näemme, että Arvo seuraisi KPY:n esimerkkiä ja selvittäisi mahdollisuutta listautua First North -markkinapaikalle. Emme kuitenkaan tiedä Arvon listautumisvalmiudesta ja siitä kuinka kauan mahdollinen prosessi kestäisi Arvon kohdalla (KPY aikaisintaan H1'22 loppupuolella), eikä Arvo ole itsekään asiaa millään tavalla kommentoinut.

Sijoitusjakauma 6/2021



Finanssisalkun jakauma 10/2021



# Partnera

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

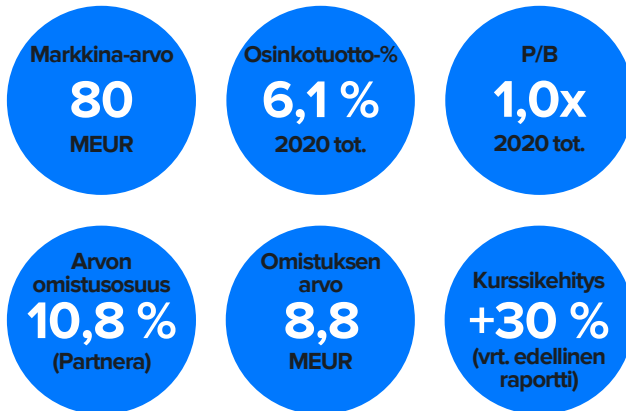
Partnera on liiketoimintakonserni, joka pyrkii luomaan omalla toiminnallaan kestävämpää tulevaisuutta. Partneralla on tällä hetkellä kolme strategista omistusta. Sen omistamat yhtiöt tuottavat palveluita ja tuotteita yhteiskunnan tarpeisiin ja vastaavat liiketoiminnallaan toimintaympäristöä muuttaviin megatrendeihin. Tavoitteena yhtiöllä on käyttää pääomaansa sellaisen liiketoiminnan kehittämiseen, jolla voidaan edistää positiivista vaikutusta yhteiskunnassa sekä kestäväen kehityksen tavoitteita.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo-konserni omistaa Partnerasta n. 10,8 % osuuden tytäryhtiö Arvo Invest Nordicin ja Arvo Sijoitusosuuskunnan kautta. Partnera [tiedotti](#) syksyllä, että sen operatiivinen tytäryhtiö Foamit Group hankki norjalaisen vaahtolasinvalmistusyhtiö Glasoporin. Partnera omistaa Arvon tavoin n. 34 %:n osuuden Nordic Optionista.

## Tehdyt muutokset

Päivitimme Partnera-omistuksen arvon edellisen kuukauden keskipäivän mukaiseksi. Partneran kurssi on laskenut hieman edelliseen päivitykseen nähden. Tämän myötä Arvon omistuksen arvo laski 8,8 MEUR:oon (aik. 9,6 MEUR). Arvon omistusosuus ei ole muuttunut seurannan aloituksen jälkeen.



## Markkina-arvo laskenut hieman

### Avainluvut



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

- Strategisten omistusten tuloskasvu on pitkällä aikavälillä kriittinen ajuri
- Hyväksyttävän arvostuksen nousu keskittämällä varallisuusstrategisiin omistuksiin
- Onnistuneet yritysjärjestelyt
- Osakkeen likviditeetin parantuminen
- Vahva osinkotuotto

### Riskitekijät

- Strategisten omistusten heikko kehitys
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Kiristynyt kilpailu sijoituskohteista
- Suomen talouden merkittävä heikentyminen
- Pääomamarkkinoiden kehitys

### Arvostus

- Partnera hinnoitellaan Helsingin pörssissä n. 1,1 P/B-kertoimella (viimeisin markkina-arvo jaettuna H1'21:n lopun tasearvolla), mihin vaikuttaa osittain Glasopor-yrityskauppa
- Tämän hetken osakkeen hinnalla osinkotuotto n. 6,1 % viimeisen kolmen vuoden keskimääräisellä osingolla (0,13 euroa/osake)

# Skarta Group

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

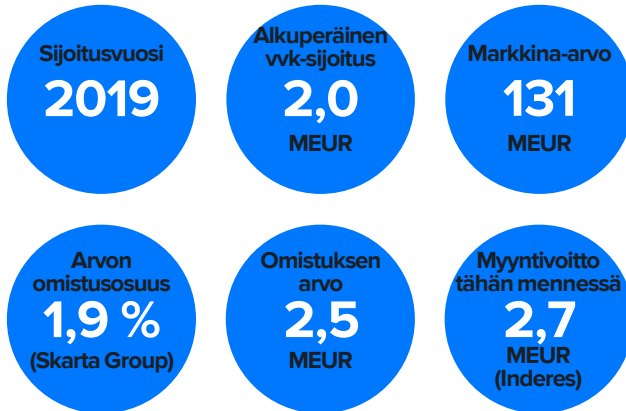
Skarta on vaativien kohteiden rakentamiseen erikoistunut yhtiö. Yhtiön liiketoiminta koostuu useista eri projektirakentamisen alueista kuten siltaurakoista, isoista tiehankkeista, veden käyttöön liittyvästä rakentamisesta (mm. vedenkäsittelylaitokset, putkistot, vesivoimalaitokset) sekä erikoisrakentamisesta (mm. bio- ja lämpövoimalat, tuulipuistot). Skartan pääkonttori sijaitsee Oulussa ja sillä on yli 180 työntekijää eri toimipisteissä Suomessa ja Ruotsissa.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki Skarta Groupiin (aik. Suomen Maastorakentajat) 2 MEUR:n oman pääoman ehtoisen vvk-sijoituksen loppuvuodesta 2019. Tämä vvk-laina konvertoitiin Skarta Groupin osakkeiksi sen ja Privanet Groupin osakevaihtosopimuksen yhteydessä. Tämän lisäksi Arvo on myöntänyt Skarta Groupille myös 2 MEUR:n siltarahoituksen vuonna 2020.

## Tehdyt muutokset

Vvk-lainan konvertoinnissa Arvo sai yhteensä noin 13,3 miljoonaa Skarta Groupin osaketta. Marraskuun loppuun mennessä Arvo oli keventänyt omistustaan noin 60 %. Laskelmiemme perusteella kokonaismyynnit ovat olleet noin 3,9 MEUR ja myyntivoitot puolestaan noin 2,7 MEUR. Tämän perusteella sijoitusta voidaan pitää tässä kohtaa jo erinomaisena huomioiden jäljellä oleva omistusosuus. Myynnit huomioiden odotamme Arvon luopuvan lopustakin osuudestaan lyhyellä/keskipitkällä aikavälillä.



## Erinomainen sijoitus jo tähän mennessä

### Kurssikehitys uusien osakkeiden rekisteröinnin jälkeen



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen
- Markkinaosuuden kasvattaminen
- Palveluliiketoiminnan osuuden nostaminen
- Energiarakentamisen osuuden kasvattaminen

### Riskitekijät

- Projektiriskit
- Kireä kilpailutilanne
- Yleinen markkinakehitys
- Avainhenkilöiden jaksaminen
- Tarjouslaskennan virheet

### Arvostus

- Arvostamme Skarta Groupin sen edellisen 30 päivän keskimääräisen osakekurssin perusteella (0,47 euroa/osake).

# Lapwall

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

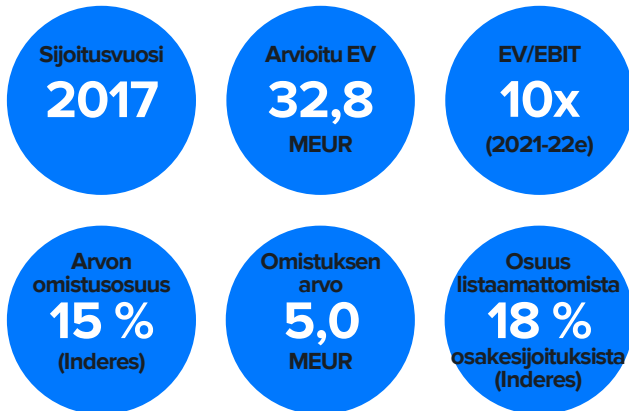
Vuonna 2011 perustettu Lapwall on volyymiltaan Euroopan suurin puuelementtejä taloteollisuudelle valmistava yritys. Yhtiön tuotantopaikat sijaitsevat Pyhännällä ja Pälkäneellä. Lapwall tarjoaa LEKO-tuotemerkkinsä kautta puurakentamiseen katto- ja seinäelementtejä sekä näiden asennustyötä. Sen pääasialliset asiakkaat koostuvat rakennusliikkeistä. Tällä hetkellä yhtiö keskittyy Suomen markkinoille.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo hankki 15 % osuuden Lapwallista vuonna 2017 5 MEUR:lla. Sijoituksen alkutaival lähti synkästi liikkeelle, mutta viime vuosien myönteisen kehityksen ja positiivisen kysyntänäkymän johdosta näemme sijoituksella mahdollisuuden kääntyä vähintäänkin kohtalaiseksi. Arvo on aktiivisesti mukana Lapwallin kehitystyössä hallitustyöskentelyn kautta.

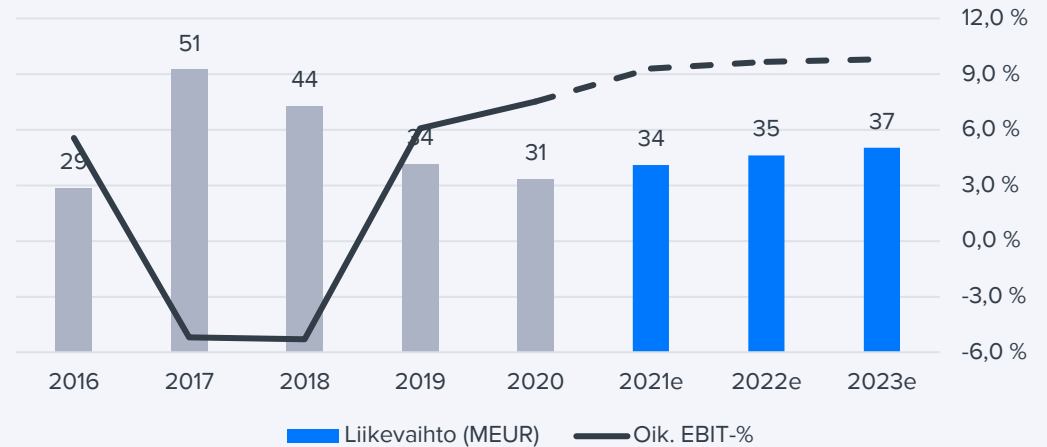
## Tehdyt muutokset

Käsityksemme mukaan Lapwallin kysyntätilanne on tällä hetkellä erittäin hyvä ja kannattavuus on jatkanut parantumistaan. Tämän myötä nostimme aavistuksen lähivuosien kasvuennusteitamme. Sen sijaan kannattavuusennusteitamme leikkasimme hieman viime aikoina nousseiden raaka-aineiden ja energian hintojen johdosta, vaikka käsittääksemme yhtiö on saanut siirrettyä niitä hyvin hinnoitteluunsa. Lisäksi nostimme lähivuosien investointeja hieman.



## Kysyntätilanne on erittäin hyvä

### Avainluvut ja ennusteet



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

- Kannattavuustason stabiloiminen ja keskipitkällä aikavälillä sen nostaminen projektinhallinnan kautta
- Puurakentamisen kasvu tukee yhtiön tuotteiden kysyntää
- Kilpailukykyinen LEKO-tuotemerkki
- Tehokas valmistusprosessi
- Hyväksyttävän arvostuksen nousu

### Riskitekijät

- Lapwallin asiakkaiden projektiliiketoiminnan ongelmat
- Kilpailun kiristyminen puurakentamisessa sekä elementtien valmistuksessa
- Rakennusalan syklisyys

### Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä oik. EV/EBIT-kertoimella 8-12x (2021-22e)
- Pienten ennustetarkistusten myötä yritysarvo (EV) laski hieman 32,8 MEUR:oon (aik. 33,6 MEUR), mikä indikoi 1,0x EV/S-kerrointa (2021-22e)
- Arviomme Arvon omistuksen arvosta laski myös aavistuksen 5,0 MEUR:oon (aik. 5,1 MEUR)

# Keliber

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

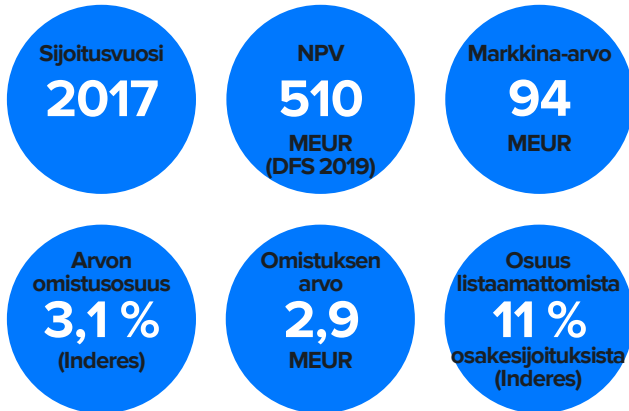
Keliber omistaa useita pitkälle tutkittuja litiumesiintymiä Keski-Pohjanmaalla. Litiummalmivarojen ja mineraalivarantojen on arvioitu olevan merkittäviä Euroopan mittakaavassa ja esiselvitysten perusteella kaivoksen tuotantokustannusten pitäisi olla hyvin kilpailukykyisiä. Yhtiön kaivostoiminta on vielä kehitysvaiheessa ja hankkeen rakentaminen on tarkoitus aloittaa arviolta 2022, kun kaivokselle on saatu vaadittavat ympäristöluvat. Yhtiön toiminta-ajatus nojaa akkumateriaalien kysynnän kasvuun (sähköautot) ja sen myötä nousevaan litiumhydroksidin hintaan.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo on sijoittanut Keliberiin kahdessa erässä vuosina 2017 ja 2020. Vuonna 2021 tehdyn rahoitusjärjestelyn ja Sibanye-Stillwaterin toisen merkinnän jälkeen Arvon omistus laski noin 3,1%:iin (aik. 3,5%). Sibanyen lisäsijoitus toteutettiin samalla valuaatiolla ensimmäisen merkinnän kanssa, mikä indikoisi Arvon osuuden arvoksi 2,9 MEUR.

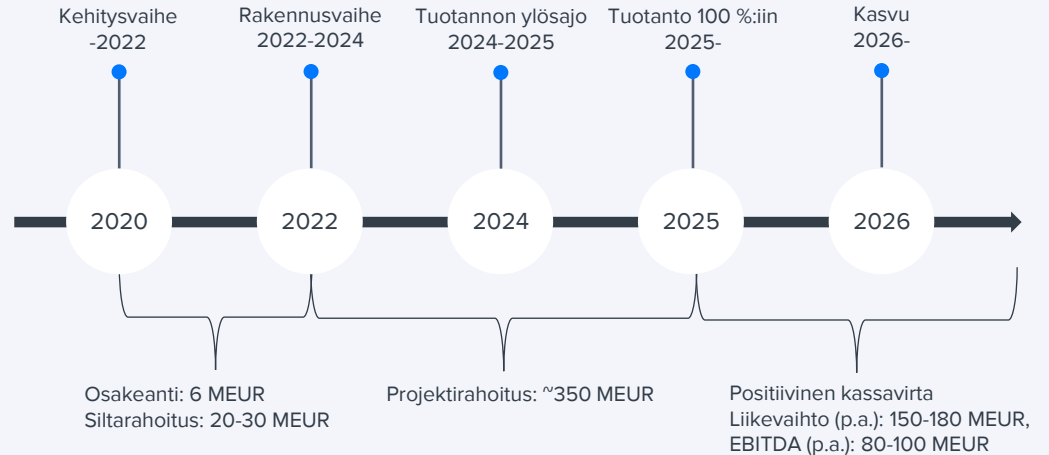
## Tehdyt muutokset

Projekti on ymmärryksemme mukaan edistynyt operatiivisesti suunnitellusti. Tämän myötä Sibanyen on tarkoitus ottaa päärooli Keliberin rahoittajana vuoden 2022 puolivälissä hankkeen edetessä rakennusvaiheeseen. Arviomme mukaan tämän myötä Arvon sijoitusaika on lyhentynyt ja tuottopotentiaali laskenut, mutta toisaalta korkeariskisen projektin negatiivisen skenaarion todennäköisyys on laskenut selvästi. Sijoitus on kuitenkin edelleen korkeariskinen.

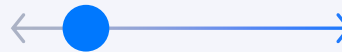


## Projekti on edennyt suunnitellusti

### Avainluvut ja ennusteet



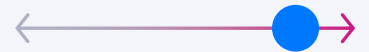
### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

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

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Sibanye-Stillwaterin viimeisimmän sijoituksen myötä Keliberin osakekannan arvo olisi noin 94 MEUR, mitä pidämme nykytilassa helposti perusteltavana lattiana
- Arvon osuuden arvo säilyi 2,9 MEUR:ssa
- Vuoden 2019 DFS-tutkimus indikoi isoa nousuvaraa (NPV 510 MEUR), vaikka pidämmekin tuottovaatimusta alhaisena



# Valve Group

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

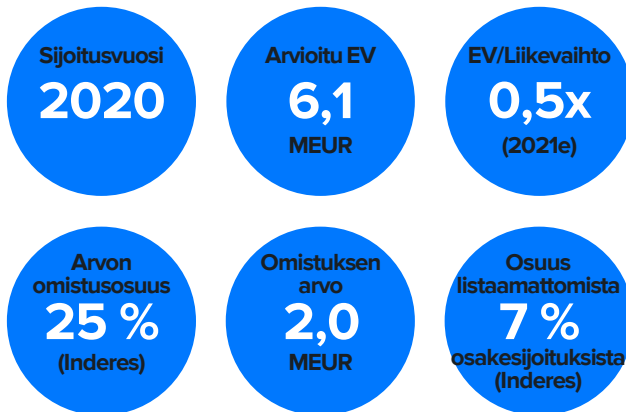
Valve Group on markkinointi- ja viestintäalan-konserni, joka koostuu kolmesta liiketoiminta-alueesta ja kuudesta yhtiöstä (Valve Branding, Wakeone ja Valve Motion sekä konsernin osaomistukset kolmesta yhtiöstä: Folk, Dakar ja Cambri). Valve Group tarjoaa erilaisia markkinoinnin ja viestinnän palveluita sekä teknologisia ratkaisuja asiakkailleen (etenkin julkiselle sektorille) uusien liiketoimintaratkaisujen löytämiseen ja toteuttamiseen.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki 2 MEUR:n vähemmistösjoiituksen Valve Groupin kasvuun ja kansainvälistymiseen syksyllä 2020, joten sijoitustarina on vielä alkuvaiheessa. Viime vuoden kehitys oli selkeä pettymys yhtiön kasvustrategia huomioiden. Arvolla on käsityksemme mukaan oikeus 1 MEUR:n lisäsjoiitukseen alkuperäisellä valuaatiolla vuonna 2021.

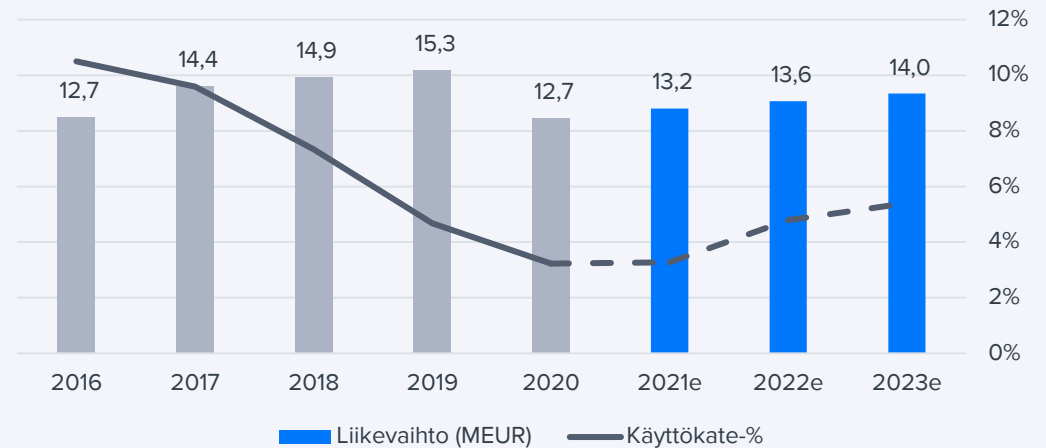
## Tehdyt muutokset

Teimme hyvin pieniä ennustetarkistuksia Valve Groupin lähivuosien ennusteisiimme. Käsityksemme mukaan kysyntätilanne on hyvä ja nostimme aavistuksen liikevaihdon ennusteitamme. Useat loppuvuoteen loppuvuoteen ajoittuvat julkisen puolen kilpailutukset tai yritysjärjestelyt voivat muuttaa lähivuosien näkymiä paljonkin. Sen sijaan odotamme kannattavuuden nousevan vasta ensi vuonna tehtyjen tehostustoimien myötä.



## Marginaalia ennustetarkistuksia

### Avainluvut ja ennusteet



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

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

### Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen etenkin julkisen puolen asiakkaisissa
- Projektiriskit
- Epäonnistuminen yritysostoissa
- Suurten asiakkuuksien menettäminen
- Työvoiman saatavuus

### Arvostus

- Arvostamme Valve Groupin toistaiseksi (ennen 2021 tilinpäätöstä) sen hankintahintaan eli 2 MEUR:oon. Tämä vastaa ennusteillamme matalaa noin 0,5x EV/S-kerrointa (2021e), joka antaa tukea arvostukselle
- Valuaatiossa voi kuitenkin olla painetta tilinpäätöksen yhteydessä heikon tuloksen ja/tai näkymien perusteella

# Nordic Option

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

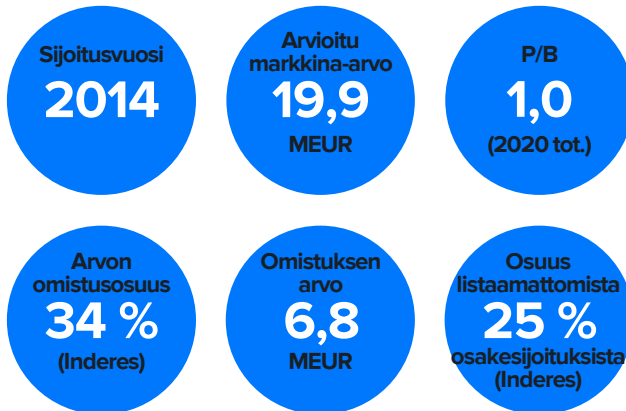
Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 13 kohdeyrityksessä. Sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti pohjoissuomalaisiin kasvuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen, niiden kehittämiseen ja sijoituskohteesta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu.

## Sijoitustarinan kehitys

Finnvera myi pääomituksensa Nordic Optionista Arvolle ja Partneran edeltäjälle Oulu ICT Sijoitus Oy:lle vuonna 2014. Arvo on aktiivisesti mukana yhtiön hallitustyöskentelyssä ja oli uudistamassa Nordic Optionin strategiaa vuonna 2017, minkä jälkeen rahaston kehitys on kääntynyt jälleen positiiviseksi. Vuosi 2020 oli yhtiölle nykymuodossaan sen paras.

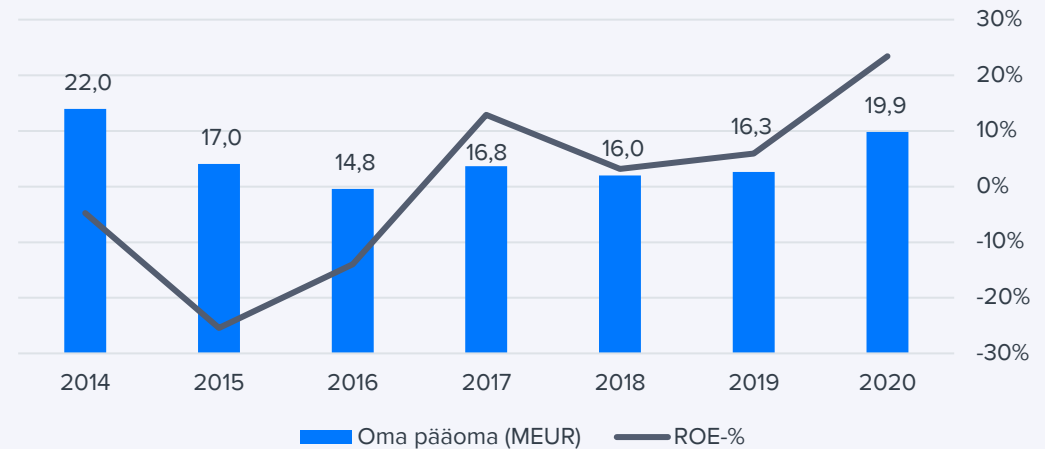
## Tehdyt muutokset

Emme ole tehneet muutoksia Nordic Optionin valuaatioon, sillä emme ennusta Nordic Optionin kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista ja ilman niitä tulos kääntyy tappiolle. Yhtiö ei ole tehnyt vielä tänä vuonna yhtään irtaantumista. Sen sijaan yhtiö on tehnyt neljä uutta sijoitusta syksyn aikana. Uudet sijoitukset ovat veden analysointitekologiaan keskittyvä Sensmet, kyberturvayhtiö Sensorfu, ohjelmistorobottiikkayhtiö Rajobit sekä biomateriaaliyhtiö Brightplus.



## Uusia kohdeyhtiöitä salkkuun

### 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
- Kiristynyt kilpailu sijoituskohteista
- Suomen talouden merkittävä heikentyminen

### Arvostus

- Arvostamme Nordic Option sen viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon (19,9 MEUR), joka tekee Arvon sijoituksen arvoksi n. 6,8 MEUR
- Yhtiön oman pääoman tuotto on parantunut viime vuosina, mutta on edelleen korkeintaan tyydyttävällä tasolla (pl. 2020), joten mielestämme tasearvon ylittävälle preemiohinnoittelulle ei ole ainakaan vielä perusteita

# Leden Group

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

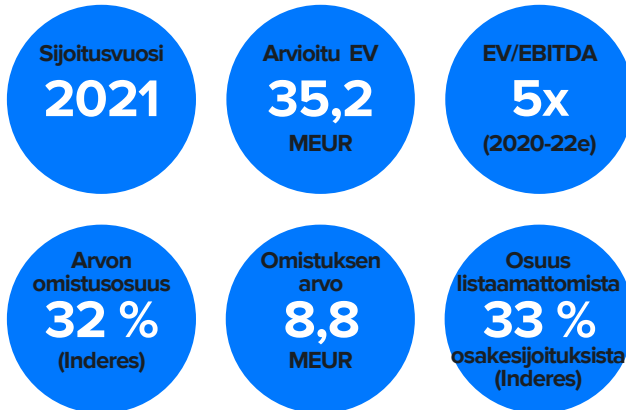
Leden Group on metalli- ja sähkömekaniikan sopimusvalmistaja, joka muodostui neljän yhtiön (LaserComp, Celermec, Ojala-Yhtymä ja Favor AS) fuusioituessa keväällä 2021. Leden Groupin tarjoamaan kuuluvat kaikki osavalmistuksen vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen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

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo toimi merkittävässä roolissa fuusion mahdollistajana, joka toteutui keväällä 2021. Alun perin Arvolla oli noin 25 %:n omistusosuus LaserCompissa, mutta järjestelyn yhteydessä yhtiö nosti omistustaan selvästi ja omistaa uudesta kokonaisuudesta noin 32 %. Käsityksemme mukaan Arvon kokonaissijoitus on ollut noin 4 MEUR.

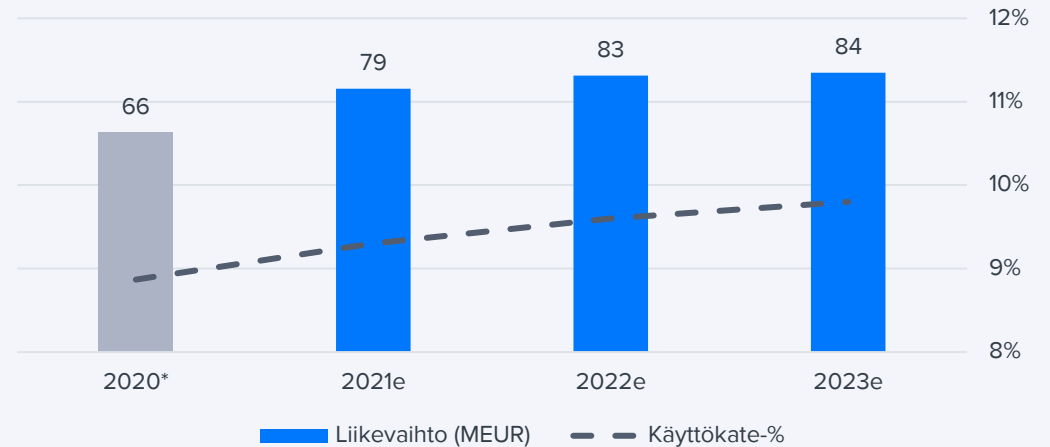
## Tehdyt muutokset

Käsityksemme mukaan myös Leden Groupin kysyntätilanne on tällä hetkellä erinomainen ja myös yhtiöiden välinen integraatio on sujunut hyvin. Fuusio on käsittääksemme tukenut sekä yhtiön kysyntää että hankintavoimaa. Tämän myötä nostimme lähivuosien liikevaihdon ennusteitamme 7-9 %:lla. Kannattavuuden odotamme nousevan puolestaan 2020 tasolta (2020 pro forma EBITDA-%: 8,9%) lähivuosina volyymitasojen noustessa ja tiettyjen kulusynergioiden toteutuessa.



## Integraatio on sujunut käsittääksemme hyvin

### Avainluvut ja ennusteet

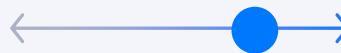


\* Pro forma -luvut

### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

- Ulkoistamisasteen nousu
- Tämän hetken kannattavuustaso mahdollistaa hyvän pääoman tuoton sekä vahvan kassavirran
- Yleis- ja hallintokuluista saatavat synergiat
- Kasvu Keski-Eurooppaan
- Yritysosot ovat yhtiön työkalupakissa kasvun kiihdyttämiseksi

### Riskitekijät

- Haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen kovana
- Asiakastoimialojen syklisyys
- Kilpailun kiristyminen
- Mahdolliset fuusioitumisen jälkeiset haasteet integraatioissa
- Epäonnistuminen yritysjärjestelyissä

### Arvostus

- Nostimme Leden Groupin hyväksyttävän arvostuksen 5,0x (aik. 4,0x) EV/EBITDA-kertoimeen hyvin edenneen integraation myötä
- Tämä vastaa vuoden 2021 ennusteillamme 0,4x EV/liikevaihto-kerrointa
- Arvostuskertoimissa on mielestämme vielä nousuvaraa, jos integraatio etenee ilman ongelmia

# Käypä arvo jatkanut kasvuaan

## Annamme näkemyksemme käyvästä arvosta

Emme anna Arvon osuudelle sijoitussuosituksia tai tavoitehintaa, vaan kommentoimme näkemystämme osuuden käyvästä arvosta päivityshetkellä. Näkemyksemme mukaan määrittämämme käypä arvo heijastelee hintaa, joka omistuksista olisi likvidoituessa saavutettavissa neutraalissa skenaariossa (ts. listaamattomat yhtiöt itsenäisenä, käytännössä yrityskauppatilanteessa arvonmääritykseen ja saavutettavaan hintaan voivat vaikuttaa useat tekijät ostajan strategisista intresseistä omistajien tavoitteisiin) päivityshetkellä.

Käypää arvoa ei tule suoraan tulkita tavoitehinnaksi, sillä tavoitehintaan vaikuttaisi lisäksi sijoitusyhtiöltä tyypillisesti vaadittava alennus. Lisäksi alhaisen likviditeetin takia sijoittajan on perusteltua vaatia likviditeettipreemiota, jonka osalta on huomioitava, että Arvon osuudelle ei ole tällä hetkellä olemassa kauppapaikkaa tai markkinahintaa. Mielestämme sijoittajan kannattaakin ottaa myös nämä tekijät huomioon Arvon osuuden houkuttelevuutta sijoituskohteena arvioidessaan.

## Osien summa nousi 104 MEUR:oon

Tarkistimme listaamattomien osakesijoitusten ennusteet sekä muut osien summa -mallimme komponentit (kts. seurannan aloitus -raportti) sekä lisäsimme laskelmaan laskennalliset verovelat, jotta sijoituskohteiden arvonnousu suhteessa tasearvoon ja tästä irtaantumistilanteessa realisoituva verorasitus tulee huomioiduksi. Vaikka emme tiedä yksittäisten sijoitusten tarkkoja tasearvoja, olemme lisänneet osien summaamme laskennalliset verot niiden sijoituskohteiden (finanssisalkku, Skarta Group ja Leden Group) osalta, joihin laskennallista veroa on arvioimme mukaan kertynyt merkittävästi. Näiden vaikutus osien summaan on noin 4 MEUR.

Nykytilanteessa arvioimme muiden sijoitusten verovaikutusten jäävän rajallisiksi ja jokseenkin nettottavan toisensa, joten emme ole huomioineet näitä mahdollisten verovelkojen tai -saamisten osalta. Veroista on hyvä huomioida, että voittojen realisoimiseen yhteydessä otaksomme 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. Lisäyksestä huolimatta Arvon käypä arvo nousi näkemyksemme mukaan 104 MEUR:oon (aik. 102 MEUR) ja yhden osuuden arvo vastaavasti 1 266 euroon (aik. 1 248 €/osuus). Käyvän arvon laskelmamme huomioi Skarta ja RealMachinery -myyntien yhteydessä vapautuneet varat. H2:n uusia sijoituksia emme ole kuitenkaan sisällyttäneet laskelmaan, jotta nämä varat eivät tule huomioiduksi kahteen kertaan. Päivitämme nämä laskelmaamme laajan raportin yhteydessä keväällä.

## Pörssiverrokkien arvostus

Sijoittajat voivat hakea tukea omaan arvonmääritykseen Helsingin pörssin verrokkien arvostuksesta. Tällä hetkellä sijoitusyhtiöille hyödyllinen P/B-luku on pörssiverrokeista Sievi Capitalilla 1,2x (2021e) ja Panostajalla 0,9x (2021e). Edellisen päivityksessämme Arvon P/B-luku oli 760 euron osuuskohtaisella hinnalla noin 0,7x, mikä mielestämme oli maltillinen. Huomautamme kuitenkin, että tietty alennus suhteessa pörssiverrokkeihin on paikallaan listaamattomuuden ja markkinapaikattomuuden vuoksi.

## DDM:n indikoima arvo pysynyt muuttumattomana

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden

kannalta voidaan miettiä myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko pysyy vuoden 2020 tasolla 40 eurossa tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 410 euroa käyttämälläme hieman alle 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Jos taas odotamme, että Arvo pystyisi nostamaan ensi vuoden osuuskorkoaan 5 %:lla ja säilyttämään saman 5 %:n vuotuisen osuuskoron kasvun ikuisesti, saisimme yhden osuuden arvoksi 884 euroa. Tämä hyvin yksinkertaistettu esimerkki kuvastaa, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä sijoittajalle, jonka tärkein yksittäinen tekijä sijoituspäätöksen takana on sijoituksesta saatava vakaa ja kasvava kassavirta. Osuuskoron jatkuva kasvu vaatii Arvolta etenkin kohtuullisesti hinnoiteltujen sijoituskohteiden löytämistä, niiden hyvää kehitystä, irtaantumisia sekä finanssimarkkinan nousujohteista pitkän ajan kehitystä.

## Yhteenveto

Arvon osuudella ei ole tällä hetkellä kauppapaikkaa eikä sen myötä julkista markkinahintaa ja täten osuuden arvonnoustopotentiaalia määriteltäessä sijoittajien tulisi mielestämme harkita tavanomaisen sijoitusyhtiöalennuksen ja likviditeettipreemion vaatimista Arvolta. Osuuskunnalla ei ole myöskään ainakaan vielä näyttöä vahvaa track-recordia jatkuvasti arvoa luovasta sijoitustoiminnasta. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että Arvo tarjoaa lähivuosina sijoittajille vakaata kassavirtapohjaista tuottoa osuuskoron muodossa. Osuuskoron maksu vaatii osuuskunnalta kuitenkin onnistuneita luopumisia sijoituskohteista (kuten Skarta Group tänä vuonna) ja/tai finanssisalkun arvonnousua.

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

Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset *)	66	52 %
Partnera ja Skarta Group *)	11	9 %
Listaaamattomat osakesijoitukset	26	21 %
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	15	12 %
Skarta Group ja RealMachinery myynnit	7	6 %
<b>Yhteensä</b>	<b>125</b>	<b>100 %</b>

\*) Sisältää Arvo Osuuskunnan ja Arvo Invest Nordicin (AINO) sijoitukset

## Arvo Osuuskunnan markkina-arvo

<b>Omistusten arvo</b>	<b>125</b>	<b>MEUR</b>
Emoyhtiön ja AINOn nettovelat (2020)	-9	MEUR
Emoyhtiön ja AINOn kulujen eliminointi	-8	MEUR
Laskennalliset verovelat	-4	MEUR
<b>Arvon markkina-arvo</b>	<b>104</b>	<b>MEUR</b>
Osuuksien määrä	82 069	kpl
<b>Osuuden laskennallinen arvo</b>	<b>1266</b>	<b>EUR</b>

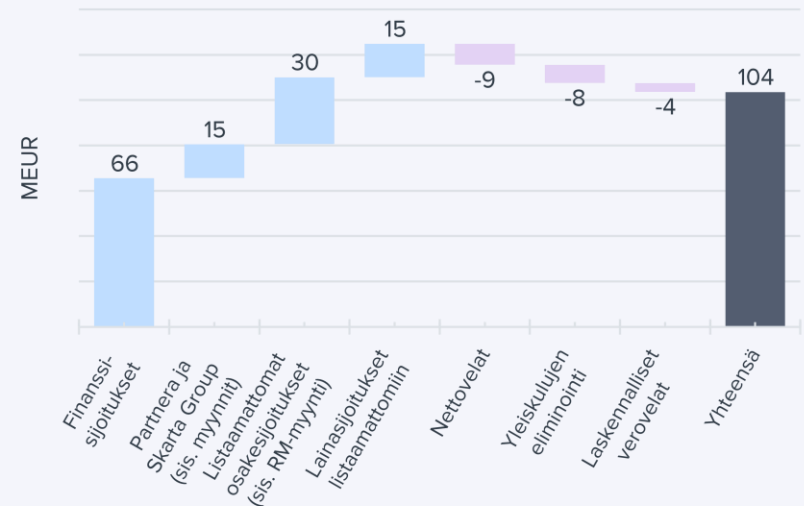
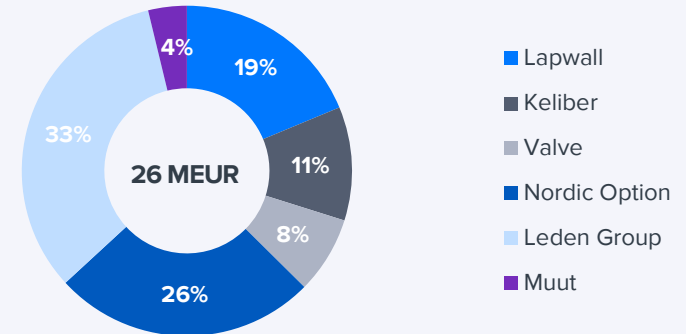
Lähde: Inderes

## Arvo Osuuskunnan kulujen eliminointi

Tilikauden 2020 kulut	1,2	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1 %	
Käytetty WACC	8,3 %	
<b>Kulujen summa (10 vuotta)</b>	<b>8,1</b>	<b>MEUR</b>

Lähde: Inderes

## Listaaamattomien osakesijoitusten arvon jakautuminen



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita

ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

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

## Käyvän arvon historia

Pvm	Käypä arvo	Kurssi
22.12.2020	1 211 €	660 €
3.6.2021	1 248 €	760 €
8.12.2021	1 266 €	-

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

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**