

Arvo Sijoitusosuuskunta

Yhtiöraportti

22.12.2022 8:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Irtautuminen Keliberistä piti käyvän arvon kasvussa

Olemme päivittäneet näkemyksemme Arvo Sijoitusosuuskunnan osuuden käyvästä arvosta. Päivitetyn arviomme mukaan Arvon osuuden käypä arvo on tällä hetkellä 1 358 euroa/osuus (aik. 1 336 euroa). Osien summan niukasti positiiviseen kehitykseen vaikutti etenkin erinomainen irtautuminen Keliberistä. Puolestaan heikentyneiden talousnäkymien perusteella tarkastimme listaamattomien osakesijoitusten ennusteita alaspäin. Käyvän arvon määrittämisemme ei sisällä kuitenkaan likviditeettipreemiota eikä sijoitusyhtiöiltä tavallisesti vaadittavaa sijoitusyhtiöalennusta, mitkä suosittelemme huomioimaan myös Arvon tapauksessa. Kesäkuussa julkaistu edelleen ajankohtainen laaja raportti Arvosta on luettavissa [täältä](#).

Vuonna 2022 kaksi onnistunutta irtautumista, Arvo tavoittelee First North -listautumista

Arvo Sijoitusosuuskunnan H1'23 eteni varsin mallikkaasti. Konsernin tulos nousi 4,3 MEUR:oon (H1'21: 3,7 MEUR) etenkin onnistuneen Skarta-irtautumisen myötä, mistä kaudelle kohdistui 3,9 MEUR:n myyntivoitto. Lisäksi Arvo sai korkotuottoja alueellisista ja valtakunnallisista sijoituksistaan. Puolestaan keväällä nopeasti heikentyneen markkinaympäristön myötä osuuskunnan mukaan sen finanssisijoitukset laskivat noin kokonaismarkkinan mukaisesti, eikä finanssisalkusta saatu näin tuottoja H1:lle. Raportin yhteydessä Arvo kertoi myös päättäneensä käynnistää prosessin tavoitteenaan listautua Helsingin pörssin First North-listalle H1'23:n aikana. Puolestaan katsauskauden jälkeen osuuskunta kertoi myyneensä Keliber-sijoituksensa 11,5 MEUR:lla, josta se kirjaa peräti 8,7 MEUR:n myyntivoiton. Käsittääksemme listaamattomien lainasalkun tilanne on pysynyt yleisesti jokseenkin samana kuin laajan raportin yhteydessä.

Heikentyneiden näkymien myötä listaamattomien yhtiöiden ennusteissa painetta alaspäin

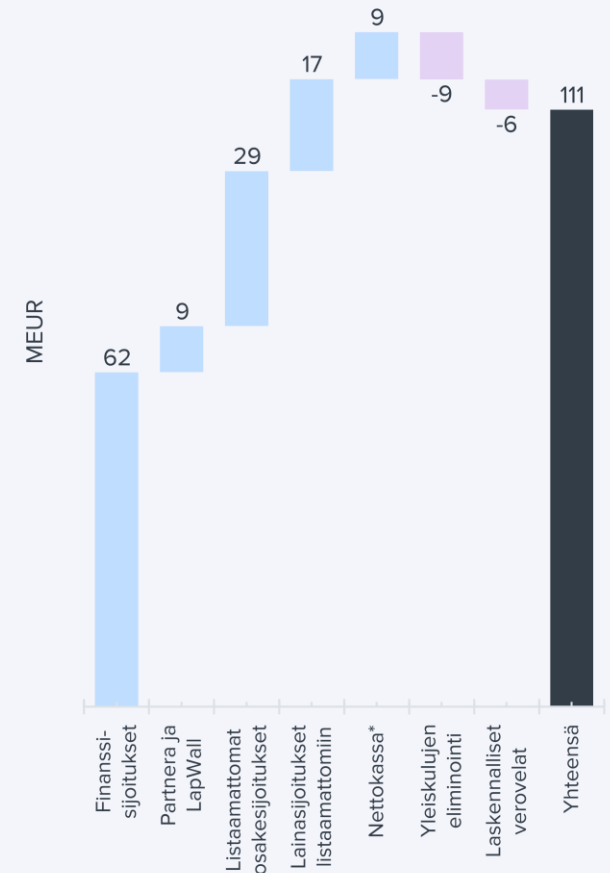
Tarkistimme listaamattomien yhtiöiden ennusteita alaspäin käymiemme keskustelujen ja yleisesti heikentyneen markkinatilanteen myötä, mutta ennustemuutokset jäivät valtaosin melko vähäisiksi. Suurimmat muutokset teimme Leden Groupin kasvuennusteiden osalta, sillä käsittääksemme yhtiön näkymiin vaikuttaa huomattavasti viillentyneet rakentamisen näkymät. Yhtiöiden hyväksyttäviin arvostuksiin emme sen sijaan tehneet muutoksia. Tulemme tarkentamaan ennusteitamme jälleen tarkemmin keväällä, kun yhtiöiden tilinpäätöstiedot ovat saatavilla. Listaamattomien yhtiöiden lainasalkun osalta tarkkailun alla on edelleen Arvon suurin vvk-sijoitus Sikla, jolle viime vuodet ovat olleet vaikeita. Nyt lisähaasteita yhtiölle aiheuttaa arviomme mukaan voimakkaasti heikentyneet rakentamisen näkymät. Pidämme yhtiön arvostuksen toistaiseksi ennallaan, mutta tarkennamme näkemystämme keväällä tilinpäätöstietojen yhteydessä.

Osien summa nousi 111 MEUR:oon erinomaisen Keliber-irtautumisen myötä

Päivitimme myös muut osien summa -laskelmamme parametrit, jonka myötä Arvon käypä arvo ennen sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipreemiota nousi 111 MEUR:oon (aik. 110 MEUR) tai 1 358 euroon osuudelta (aik. 1 336 euroa/osuus). Käyvän arvon nousun taustalla oli etenkin erinomainen irtautuminen Keliberistä. Sen sijaan nousua kavensi arvioimamme listaamattomien osakesijoitusten arvot, kun taas finanssisijoitusten arvo pysyi käytännössä ennallaan. Vastatuulta arvonkehitykselle tuli myös valtakunnallisen salkun Partnera-sijoituksen kurssilaskusta. Sijoittajan on hyvä huomioida omassa arvioinnissaan, että Arvon osuudelle ei ole toistaiseksi kauppapaikkaa, mikä vaikuttaa osuuden likviditeettiin selvästi heikentävästi. Nykyisten suunnitelmien pohjalta tähän on kuitenkin luvassa tehostumista vuoden 2023 aikana.

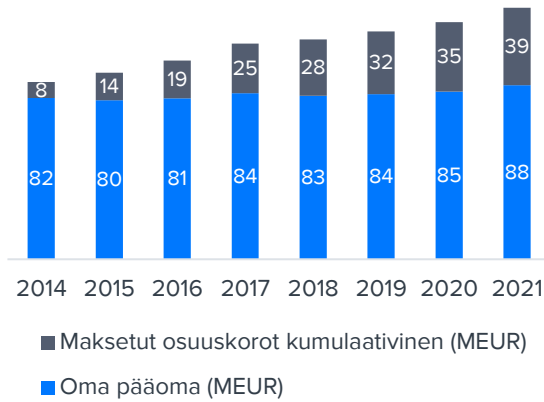
Näkemys käyvästä arvosta

1 358 EUR (ei sis. sijoitusyhtiöalennusta tai likviditeettipreemiota
(aik. 1 336 EUR))

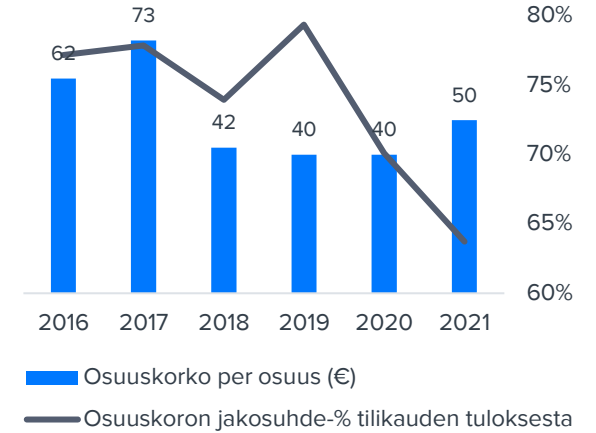


* Nettovelat ovat oikaistu Skarta- ja Keliber-myyneillä sekä Festivo- ja Ruoto -sijoituksilla

Arvon historiallinen kehitys



Osuuskorko ja jakosuhte



Osien summa*

111

MEUR

(Inderes)

Osuuden
käypä arvo

1 358

EUR

(Inderes)

Osien
summan* kehitys

+ 2 %

Vs. edellinen

päivitys

Osuuskorko

50

EUR / osuus

2021 TOT



Arvoajurit

- Osuuden hyväksyttävän arvostuksen nousu (mm. First North -listauksen kautta)
- 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
- Pääomamarkkinoiden kehitys



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

Vuoteen 2022 on mahtunut kaksi hyvää irtaantumista

Ensimmäisellä vuosipuoliskolla hyvää kehitystä

Arvo Sijoitusosuuskunnan H1'23 eteni varsin mallikkaasti ja konsernin tulos nousi 4,3 MEUR:oon (H1'21: 3,7 MEUR) etenkin onnistuneen Skarta-irtaantumisen myötä, josta kaudelle kohdistui 3,9 MEUR:n myyntivoitto. Lisäksi Arvo sai korkotuottoja alueellisista ja valtakunnallisista sijoituksistaan. Puolestaan keväällä nopeasti heikentyneen markkinaympäristön myötä osuuskunnan mukaan sen finanssisijoitukset laskivat noin kokonaismarkkinan mukaisesti (12-15 %), eikä finanssisalkusta saatu näin tuottoja H1:lle. Konsernin sijoitussalkun jakaumassa ei ollut tapahtunut H1:n loppuun mennessä merkittäviä muutoksia edelliseen vuoden 2021 lopusta ja odotamme Arvon etenevän rauhassa kohti vuoden 2025 tavoitettaan sijoitusjakauman osalta.

First North -listaus tavoitteena vuonna 2023

H1-raportin yhteydessä Arvo kertoi myös päättäneensä käynnistää prosessin tavoitteenaan listautua Helsingin First North-listalle. Tavoitteena osuuskunnalla on, että listautuminen voisi tapahtua H1'23:n aikana. Käsityksemme prosessi on edennyt toistaiseksi tavoiteaikataulussa. Listautumissuunnitelmaa peilaten emme ole enää tarkastelleet Arvon tarkempaa sijoitusraporttia (sijoitusraportti ei ole julkinen). Olemmekin käyttäneet osien summassa finanssisalkun H1:n lopun raportoitua käypää arvoa (66,4 MEUR), josta olemme vähentäneet salkun käteissijoitukset (4,0 MEUR), jotka tulevat huomioiduksi nettovelan laskennassa.

Laajan raportin jälkeen uusia sijoituksia ja erinomainen irtaantuminen Keliberistä

Kesäkuussa ilmestyneen laajan raporttimme jälkeen Arvo on tiedottanut neljästä uudesta sijoituksesta. Merkittävin näistä oli kesäkuun lopussa tiedotettu kalastus- ja metsästysliike Ruoto, jonka osakeannissa

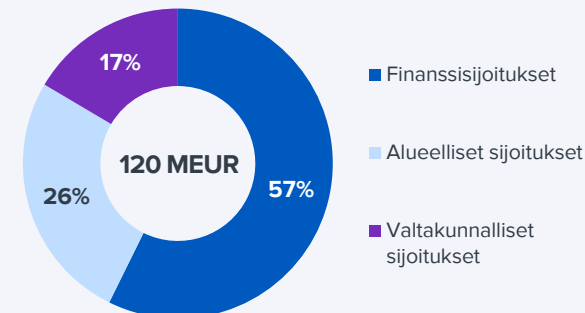
Arvo merkkasi yhtiön osakkeita 1,6 MEUR:lla (kts. tarkemmin sivulta 11). Vastaavasti marraskuussa osuuskunta kertoi osallistuneensa Äkäslompolossa mm. majoitusvälitystä ja kiinteistöhuoltoa tarjoavan Destination Laplandin rahoituspakettiin 1 MEUR:n vvk-sijoituksella. Arvo on tiedottanut myös pienemmistä sijoituksista Raahen Valimoon ja Saaga Traveeliin.

Puolestaan syyskuussa osuuskunta kertoi myyneensä Keliber-sijoituksensa 11,5 MEUR:lla, josta Arvo kirjaa peräti 8,7 MEUR:n myyntivoiton. Olimme arvioineet omistuksen arvon konservatiivisesti osuuden hankintahintaan eli 2,9 MEUR:oon. Siten sijoitus onnistuikin mielestämme erinomaisesti ja antoi tukea osien summan kehitykselle. Osuuskunta kertoi tiedotteen yhteydessä, että finanssisijoituksista on kuluvalle vuodelle tulossa negatiivista tulosvaikutusta. Toisaalta H1:n tulos huomioiden voi kuluva vuodesta mielestämme odottaa hyvää ilman merkittäviä negatiivisia yllätyksiä loppuvuoden aikana, vaikka emme Arvon tuloskehitystä ennustakaan.

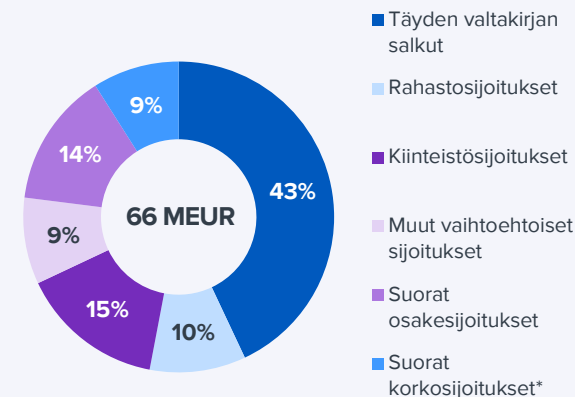
Lainasalkun osalta Sikla seurannan alla

Käsityksemme mukaan Arvon listaamattomien lainasalkun tilanne on pysynyt yleisesti jokseenkin samana kuin laajan raportin yhteydessä. Sen sijaan voimakkaasti heikentyneiden rakentamisen näkymien ja viime vuoden lopun tukalan kassatilanteen myötä tarkennamme seurantaan Arvon suurimman listaamattoman lainasijoituksen Siklan osalta. Pidämme yhtiön arvostuksen toistaiseksi ennallaan, mutta tulemme tarkentamaan näkemystämme keväällä tilinpäätöstietojen yhteydessä. Kuten laajan raportin yhteydessä jo kommentoimme, niin emme nykytilanteessa pidä Arvon vvk-sijoituksella potentiaalia positiiviseen konversioon. Sen sijaan riskit pakkokonversioon / lisäpääomistukseen ovat arviomme mukaan kasvaneet. Tilanne voisi kuitenkin muuttua syklin parantuessa / kassan vahvistuessa.

Sijoitusjakuma 6/2022 (käypä arvo, raportoitu)



Finanssisalkun jakauma 6/2022 (käypä arvo, raportoitu)



* Suorat

Partnera

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

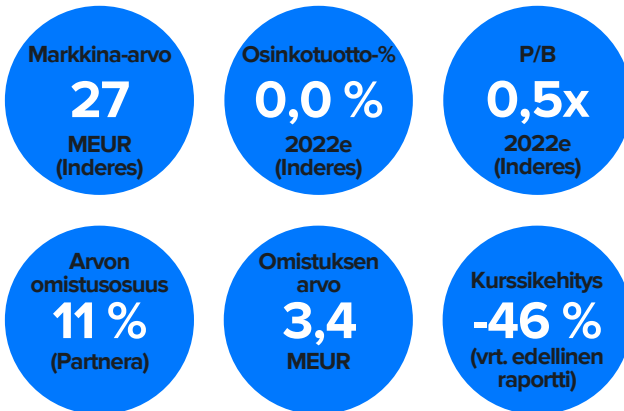
Partnera on liiketoimintakonserni, jonka tarkoituksena on omistaa ja kehittää pitkäjänteisesti kestävää kehitystä edistäviä yrityksiä murrenosta läpikäyvillä toimialoilla, kuten esimerkiksi energia-alalla sekä kiertotaloudessa. Yhtiöllä on tällä hetkellä kolme strategista omistusta: 1) lasinkierrätys- ja vaahtolasinvalmistaja Foamit Group, 2) puhtaan energiantuotannon ratkaisujen toimittaja KPA Unicon sekä 3) osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto Nordic Option. Laajempi seurannan aloitus -raportti Partnerasta on luettavissa [täältä](#).

Sijoitustarinan kehitys

Projektihaasteet ja heikko kassatilanne ovat vaikuttaneet negatiivisesti KPA Uniconin kehitykseen tänä vuonna, minkä myötä Partneran operatiivinen liikevoitto oli selvästi pakkasella H1:llä (-7,4 MEUR). Tätä peilaten yhtiö on ohjeistanut, että se odottaa operatiivisen liikevoittonsa olevan merkittävästi tappiollinen kuluvana vuonna. Olemme käyneet yhtiön tilannetta läpi tarkemmin viimeisimmässä [yhtiöraportissamme](#).

Tehdyt muutokset

Päivitimme Partnera-omistuksen arvon edellisen kuukauden keskipäivän mukaiseksi. Partneran kurssi on laskenut selvästi edelliseen päivitykseen nähden. Tämän myötä Arvon omistuksen arvo laski 3,4 MEUR:oon (aik. 6,4 MEUR). Arvon omistususuudessa ei ole tapahtunut muutoksia.



KPA Uniconin epävarmuus painaa arvostusta

Avainluvut



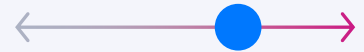
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Varallisuuden keskittäminen strategiaan sijoituskohteisiin
- Nykyisten strategisten omistusten tuloskasvu
- Operatiivisilla tytäryhtiöillä hyvät kysyntäajurit
- Yritysosot
- KPA Uniconin rahoitustilanteen selkiytyminen



Riskitekijät

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



Arvostus

- Vuoden 2023 ennusteillamme Partnera hinnoitellaan noin 17x P/E-kertoimella ja 0,5x P/B-kertoimella
- Viimeisimmän päivityksemme yhteydessä osien summa -mallimme indikoima Partneran osakkeen arvo oli hieman alle 1,2 euroa osakkeelta
- Emme odota Partneran maksavan osinkoa vuoden 2022-2023 tuloksistaan

LapWall

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

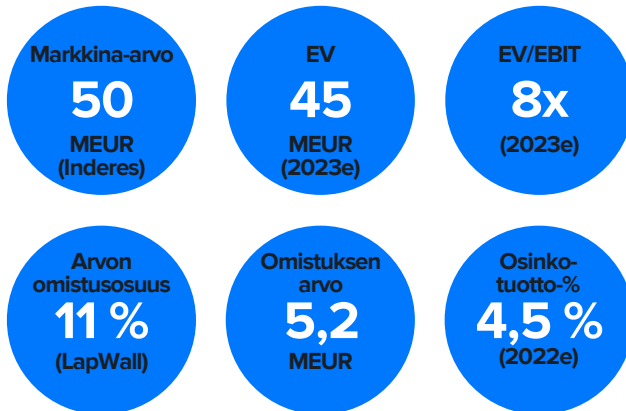
LapWall on rakennusmateriaaliyhtiö, joka on keskittynyt puusta valmistettujen seinä- ja kattoelementtien valmistamiseen Suomessa. LapWall operoi rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa sekä elementtituotteita että niihin suoraan liitännäisiä asennuspalveluita. LapWallin päätuotteita ovat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

Sijoitustarinan kehitys

Sijoituksen alkutaival lähti synkästi liikkeelle, mutta viime vuosien myönteisen kehityksen myötä LapWall listautui First North -listalle keväällä 2022. Kuluvana vuonna yhtiön meno on ollut erittäin vahvaa, mutta yleinen talouskehitys aiheuttaa epävarmuutta ensi vuoden näkymien ylle. Viimeisin yhtiöraportti on luettavissa [täältä](#).

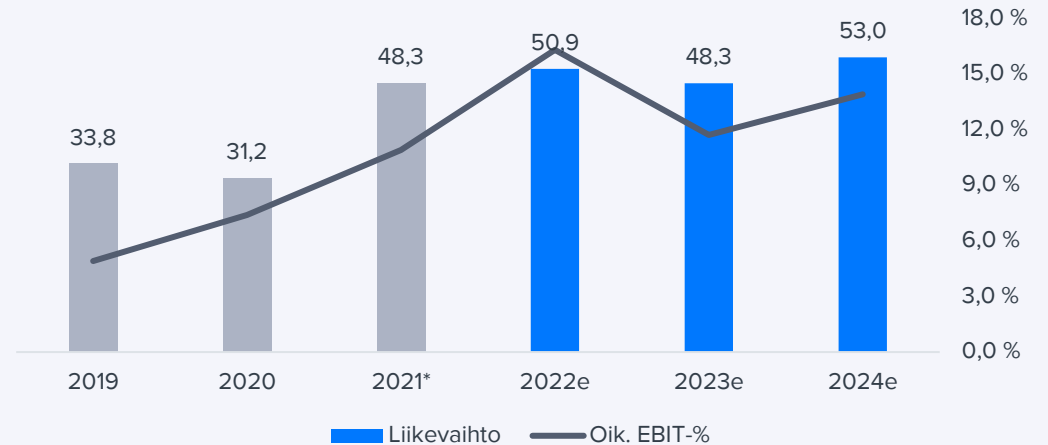
Tehdyt muutokset

Päivitimme LapWallin arvon edellisen kuukauden keskipurssin mukaiseksi ja Arvon nykyisen omistusosuuden mukaiseksi. Edellisen kuukauden keskipurssilla Arvon omistuksen arvo on noin 5,2 MEUR (aik. 4,4 MEUR).



Vahvaa menoa, mutta ensi vuoden näkymissä epävarmuutta

Avainluvut ja ennusteet

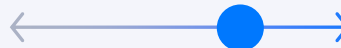


* Termater-yrityskaupan huomioivat pro forma -luvut

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Suomen talous- ja rakennusuhdanne
- Inflaatio ja hinnoitteluvoima
- Uudentyyppinen vahvempi kilpailu
- Ympäristötrendien ja puurakentamisen läpilyönnin hidastuminen
- Projektiriskit

Arvostus

- Vuosien 2022 ja 2023 ennusteillamme LapWallin P/E-luvut ovat 8x ja 12x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 6x ja 8x. Tasot ovat mielestämme maltillisella tasolla
- Arvioimme yhtiön tarjoavan myös noin 5 %:n osinkotuottoa lähivuosina
- Arvon omistuksen arvo on noin 5,2 MEUR (aik. 4,4 MEUR)

Leden Group

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

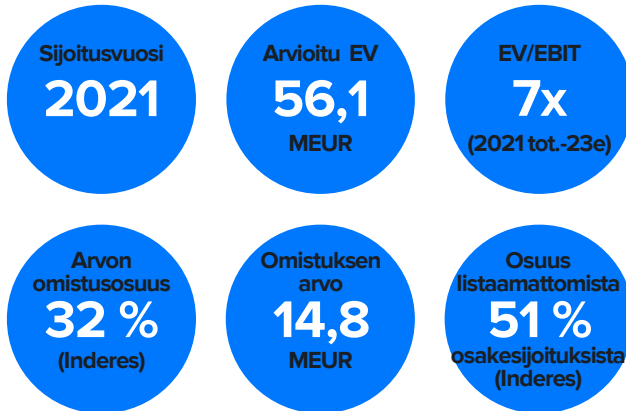
Leden Group on metalli- ja sähkömekaniikan sopimusvalmistaja, joka muodostui neljän yhtiön (LaserComp, Celermec, Ojala-Yhtymä ja Favor AS) fuusioituessa keväällä 2021. Leden Groupin tarjoamaan kuuluvat kaikki osavalmistuksen vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen 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

Käsityksemme fuusion integraatio on edennyt hyvin ja kysyntänäkymät ovat edelleen kohtalaisella tasolla, vaikka etenkin rakentamisen heikentyneet näkymät vaikuttavat yhtiöön (rakennusprofiilien kysynnän heikentyminen). Käsittääksemme yhtiöllä on edelleen kasvattaa kokoaan ja toimintaa siten, että listautuminen olisi mahdollista tulevaisuudessa. Arviomme mukaan tämä voisi olla mahdollista H2'23-2024.

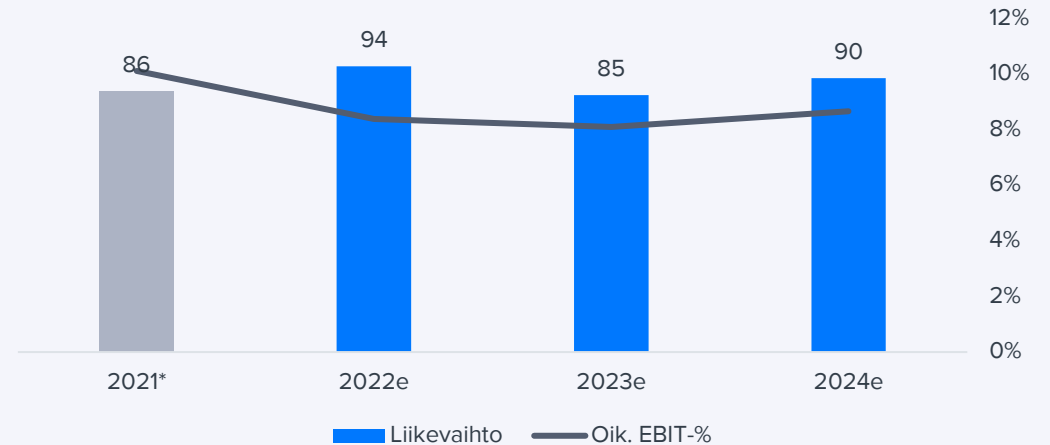
Tehdyt muutokset

Olemme laskeneet lähivuosien kasvuennusteitamme reippaasti (6-19 %) edellisen päivityksemme jälkeen. Tämän taustalla ovat heikentyneet markkinanäkymät ja toisaalta teräksen laskenut hinta, jonka arvioimme kiertäneen kasvua ja kannattavuutta yhtiön oman teräksen tukkumyynnin kautta. Tätä peilaten laskimme hieman kannattavuusennusteitamme, mutta odotamme kannattavuuden pysyvän kuitenkin hyvällä tasolla. Muutoksia peilaten Arvon osuus laski 14,8 MEUR:oon (aik. 17,5 MEUR).



Rakentamisen heikentyneet näkymät painavat kasvua

Avainluvut ja ennusteet

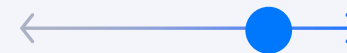


* Pro forma -luvut

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



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 fuusioitumisen jälkeiset haasteet integraatioissa
- Epäonnistuminen yritysjärjestelyissä

Arvostus

- Arvostamme Leden Groupin 2021 toteutuneilla luvuilla ja 2022-2023 ennusteillamme 6x-8x oik. EV/EBIT-kertoimeen sekä 7x-10x oik. P/E-kertoimeen
- Tämä vastaa 2021-2022e vajaata 6x EV/EBITDA-kerrointa
- Arvostuskertoimissa on mielestämme vielä lievää nousuvaraa kasvustrategian onnistuessa tai listautumisen myötä

Valve Group

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

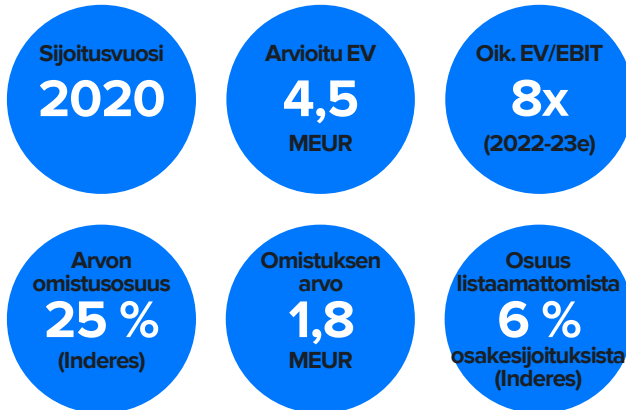
Valve Group on markkinointi- ja viestintäalan-konserni. Valve Group tarjoaa erilaisia markkinoinnin ja viestinnän palveluita sekä teknologisia ratkaisuja asiakkailleen uusien liiketoimintaratkaisujen löytämiseen ja toteuttamiseen. Yhtiön asiakaskunta koostuu sekä julkisen että B2B-puolen asiakkaista.

Sijoitustarinan kehitys

Viime vuosien kehitys on ollut selkeää pettymys yhtiön kasvustrategia huomioiden. Vuonna 2021 yhtiön kannattavuus kääntyi paremmaksi, mutta tilinpäätös sisälsi paljon kertaluontoisia eriä, joten normalisoidun kannattavuuden arviointi on toistaiseksi hankalaa. Arvioimme yhtiön tavoittelevan kasvua jatkossa etenkin epäorgaanisen kasvun kautta.

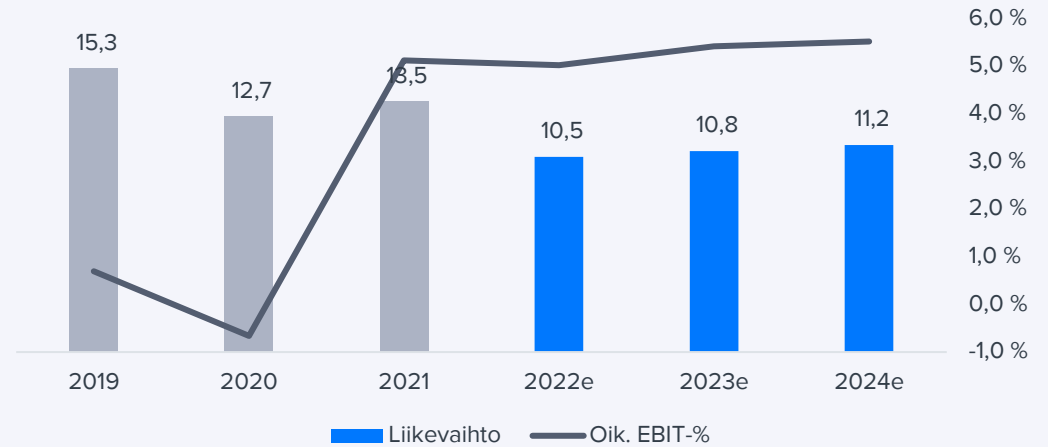
Tehdyt muutokset

Laskimme hieman lähivuosien liikevaihtoennusteitamme. Käsityksemme mukaan taloustilanteen heikentyminen ja toimintaympäristön epävarmuus on heijastunut varovaisuutena asiakkaiden hankintapäätöksissä. Myös kilpailutilanne on käsittääksemme tämän myötä melko tiukka. Laskeneita volyymejä ja kilpailutilannetta peilaten laskimme myös aavistuksen kannattavuusennusteitamme. Absoluuttisesti muutokset jäivät kuitenkin rajallisiksi.



Talouden epävarmuus heijastuu kysyntätilanteeseen

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen etenkin julkisen puolen asiakkaissa
- Projektriskit
- Epäonnistuminen yritysostoissa
- Suurten asiakkuuksien menettäminen
- Työvoiman saatavuus
- Yleinen talouskehitys

Arvostus

- Arvostamme Valve Groupin 2022-2023 ennusteillamme EV/EBIT-kertoimella 8,0x, mikä tekee Arvon sijoituksen arvoksi 1,8 MEUR (aik. 2,0 MEUR)
- Tämä vastaa lähivuosille noin 0,4x EV/S-kerrointa
- Kasvustrategian onnistuessa ja kannattavuuden parantuessa on sijoituksessa potentiaalia
- Yritysjärjestelyt voivat muuttaa arvostuskuvaa nopeasti

Nordic Option

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

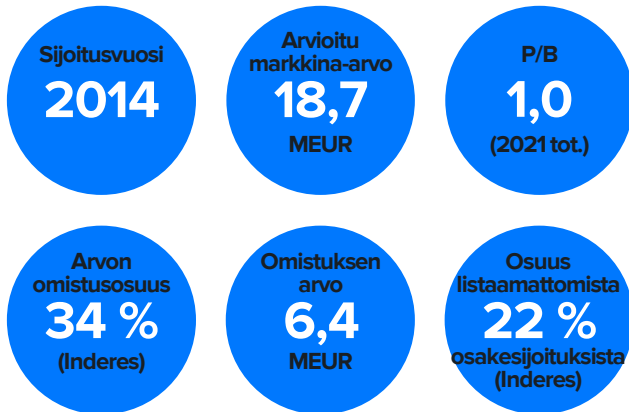
Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 14 kohdeyrityksessä. Sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti pohjoissuomalaisiin kasvuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen, niiden kehittämiseen ja sijoituskohteesta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo hankki osuuden Nordic Optionista Finnveralta vuonna 2014. Arvo on aktiivisesti mukana yhtiön hallitustyöskentelyssä ja oli uudistamassa yhtiön strategiaa vuonna 2017, minkä jälkeen rahaston kehitys on kääntynyt jälleen positiiviseksi. H2'22:n aikana yhtiö on tehnyt yhden uuden sijoituksen VR-pelien ja -sisältöjen kehittäjään MeKiwiin. Irtaantumisia ei ole tapahtunut 2020 joulukuun jälkeen.

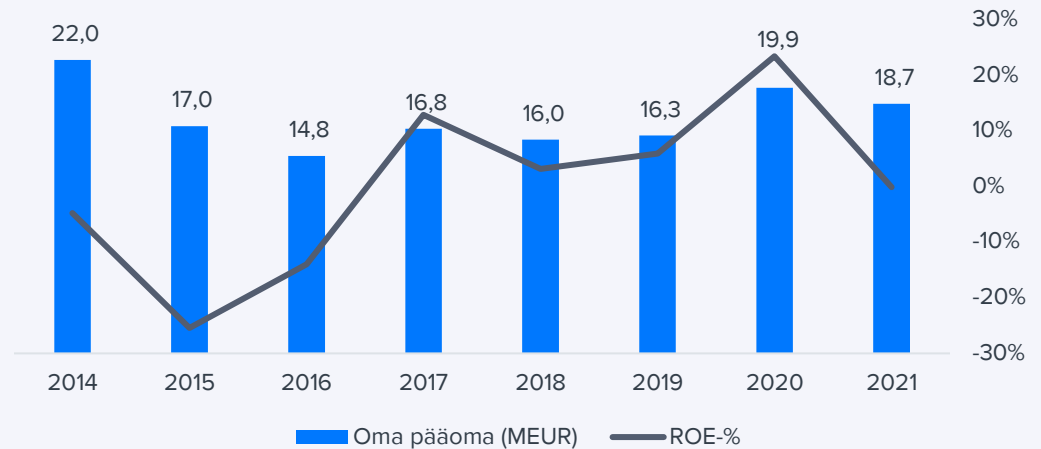
Tehdyt muutokset

Emme ole tehneet muutoksia Nordic Optionin valuaatioon, sillä emme ennusta yhtiön kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista ja ilman niitä tulos kääntyy tappiolle. Käsityksemme mukaan nykyisen markkinaepävarmuuden myötä irtaatumisikkuna ei ole myöskään otollisin. Emme pidä tätä kuitenkaan suurena ongelmana, kunhan salkun kierto ei hydy useammaksi vuodeksi ja salkkuyhtiöt kehittyvät keskimäärin positiivisesti.



Yksi uusi sijoitus H2:lla

Avainluvut



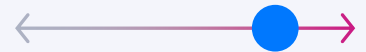
Arvio tuloskasvunopeudesta



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

Arvostus

- Arvostamme Nordic Option sen viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon (18,7 MEUR), joka tekee Arvon sijoituksen arvoksi n, 6,4 MEUR
- Yhtiön oman pääoman tuotto on parantunut viime vuosina, mutta on keskimäärin korkeintaan tyydyttävällä tasolla (pl. 2020), joten mielestämme tasearvon ylittävälle premiohinnoittelulle ei ole ainakaan vielä perusteita

Festivo Finland

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

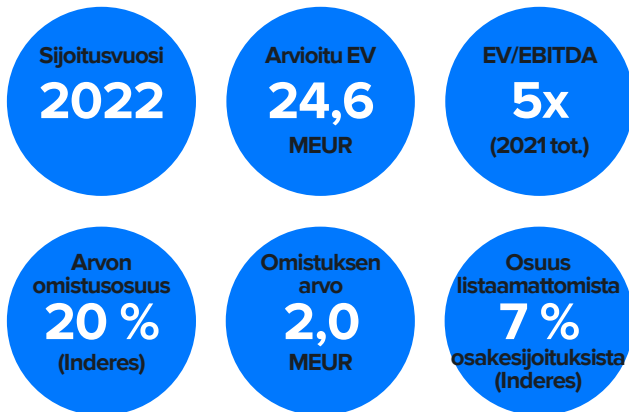
Festivo Finland on johtava suomalainen kylmälaitekonserni, jonka tuotemerkkejä ovat Festivo ja Porkka. Festivon tuotevalikoimaan kuuluvat kodin kylmälaitteet sekä ammattikäyttöön suunnitellut laitteet. Porkan tuotevalikoimaan kuuluvat puolestaan ammattikäyttöön suunnitellut laitteet elintarvikkeiden säilytykseen sekä energiatehokkaat ja ympäristöystävälliset jäähdytysratkaisut. Konsernin liikevaihto oli vuonna 2021 46,1 MEUR ja käyttökate 3,5 MEUR. Konsernin palveluksessa toimii 270 henkilöä.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki 2 MEUR:n sijoituksen Festivo Finlandiin kesäkuussa 2022. Festivo ja Porkka yhdistyivät vuoden 2019 lopussa, jonka jälkeen synergioita on haettu ulkomaan tytäryhtiöiden kautta. Seuraavaksi huomio on kotimaan toimintojen tehostamisessa, joissa käsityksemme on edistytty hiljalleen. Arvo osallistuu yhtiön hallitustyöskentelyyn.

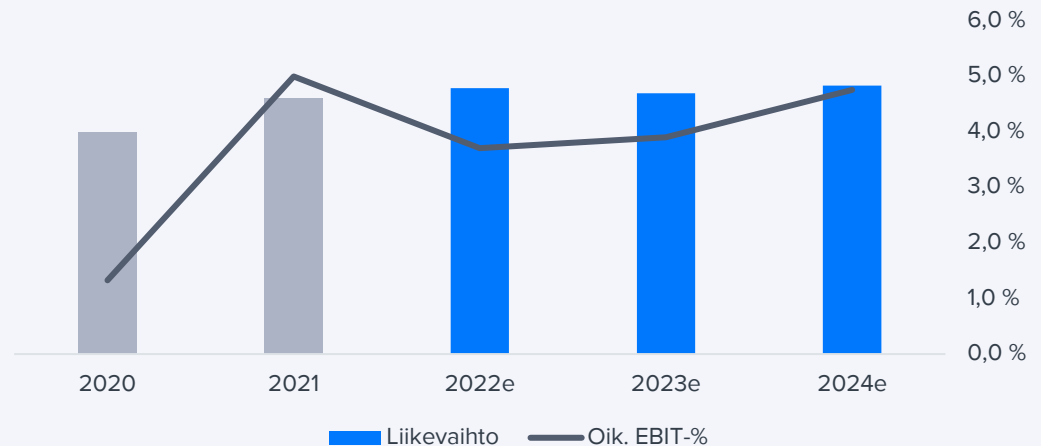
Tehdyt muutokset

Arvo teki 2,0 MEUR:n sijoituksen Festivoon kesäkuussa 2022, jolla sai noin 20 %:n omistusosuuden yhtiöstä. Sijoituksen tuoreuden takia arvostamme sen hankintahintaan. Käsityksemme mukaan lähivuosien strategisena painopistealueena on kannattavuuden parantaminen orgaanisen kasvun ollessa yksinumeroisella tasolla. Käsittääksemme yhtiön kysynnän osalta on näkyvissä hieman viilenemisen merkkejä, minkä myötä laskimme hieman lähivuosien ennusteitamme.



Markkinassa viilenemisen merkkejä

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen
- Vahvat markkina-asetat pienemmissä asiakassegmenteissä, jota tukee myös korvauskysyntä (esim. terveydenhuollon kylmäkaapit)
- Brändäyksen terävöittäminen, sillä Festivo on ainoa kotimainen toimija kodinkylmän puolella

Riskitekijät

- Raaka-aineiden hinnat ja saatavuus
- Yleinen talouskehitys
- Merkittävien asiakkaiden menettäminen
- Yrityskaupan toteuttamiseksi hankitun rahoituspaketin korkeat rahoituskustannukset syövät tulosta tällä hetkellä ja uuden rahoituspaketin neuvotteluun liittyvät haasteet, mikäli kannattavuuskäänne ei etene suunnitellusti

Arvostus

- Arvostamme yhtiön toistaiseksi sen hankintahintaan
- Vuoden 2021 toteutuneella tuloksella kaupan arvostuskertoimet olivat laskelmiemme mukaan oik. EV/EBITDA 5x, oik. EV/EBIT 11x, EV/S 0,5x ja P/E 25x
- EV-pohjaiset kertoimet ovat mielestämme neutraalit, mutta korkeat rahoituskulut nostavat nettotulospohjaista arvostusta

Ruoto

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Ruoto on Suomen suurin kalastus- ja metsästystuotteisiin erikoistunut vähittäis- ja verkkokauppa. Yhtiön liiketoiminnan ytimessä ovat suurmyymälät Ruoto Mega Storet, joita on tällä hetkellä 4 kappaletta (Tuusula, Tampere, Kaarina ja Oulu) sekä kasvava verkkokauppa, joiden kautta se tarjoaa laajaa valikoimaansa (valikoima ~50 000 tuotetta). Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2021 14,3 MEUR ja käyttökate 1,5 MEUR. Ruodon henkilöstömäärä oli vuoden 2021 lopussa 24.

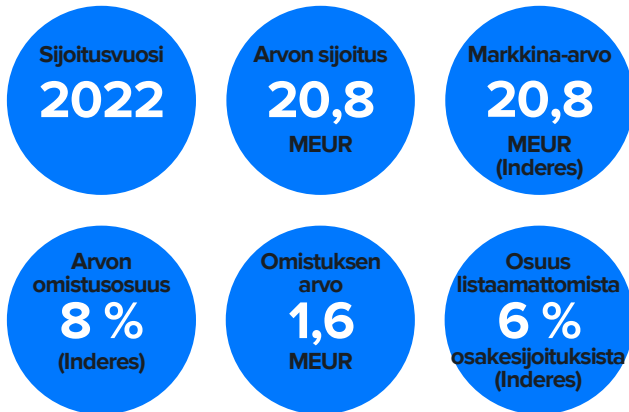
Sijoitustarinan kehitys

Arvo osallistui Ruodon osakeantiin kesäkuussa 2022 1,6 MEUR:n sijoituksella. Ruodon strategian ytimessä on voimakas kannattava kasvu orgaanisesti ja epäorgaanisesti. Yhtiö tavoittelee kuluvalta vuodelta noin 20 MEUR:n liikevaihtoa. Puolestaan 3-5 vuoden tavoitteena on saavuttaa yli 50 MEUR:n liikevaihtotaso ja yhtiön EBITDA-%-tavoite on 12-15 %.

Pidemmän aikavälin tavoitteena on myös pörssilistaus.

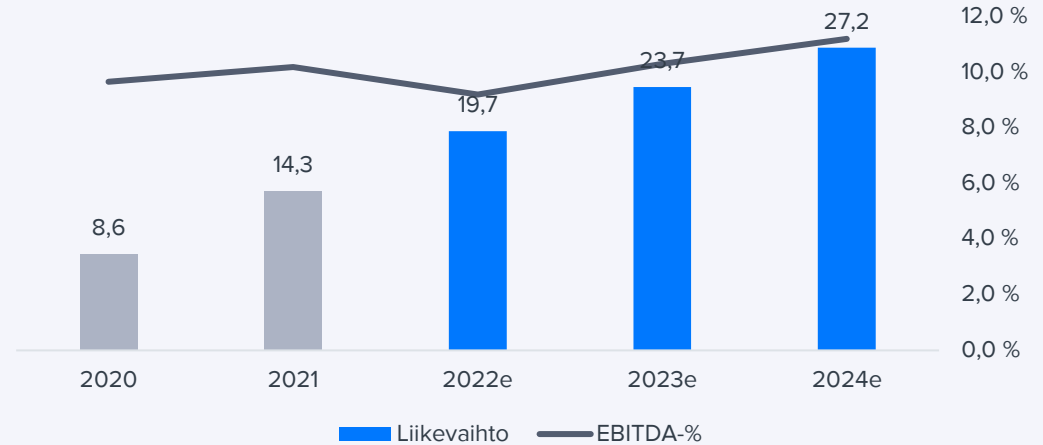
Tehdyt muutokset

Arvo sai sijoituksellaan käsityksemme mukaan vajaan 8 %:n omistusosuuden yhtiöstä. Arvon sijoituksen ja omistusosuuden perusteella Ruodon markkina-arvoksi muodostuu noin 20,8 MEUR. Sijoituksen tuoreuden takia arvostamme sen hankintahintaan. Mielestämme sijoituksessa on kuitenkin merkittävää potentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu strategiassaan.

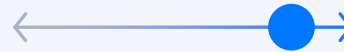


Uusi sijoituskohte salkkuun

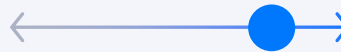
Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Kannattavan kasvun jatkaminen mm. uusien myymälöiden avaamisen kautta
- Vahva markkina-asema Suomessa
- Kansainvälinen kasvu
- Verkkokaupan kasvussa onnistuminen
- Yritysosotot

Riskitekijät

- Suomen ja Pohjoismaiden talouskehitys
- Kasvunostoksissa epäonnistuminen
- Kilpailun mahdollinen kiristyminen
- Toimittajien menettäminen / hinnankorotukset
- Avainhenkilöiden menettäminen
- Yrityskaupoissa epäonnistuminen

Arvostus

- Arvostamme yhtiön toistaiseksi sen hankintahintaan 1,6 MEUR:oon
- Tilikauden aikana konsernin emoyritykseksi vaihtui vasta perustettu Ruoto Invest, jonka myötä yhtiön tarkemmasta tasetilanteesta ei ole vielä virallista tietoa. Tämän myötä tuleamme tarkastelemaan yhtiön arvonmäärittystä tarkemmin keväällä.

Erinomainen Keliber irtaantuminen piti käyvän arvon kasvussa

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 likviditoitaessa saavutettavissa neutraalissa skenaariossa (ts. listaamattomat yhtiöt itsenäisenä, käytännössä yrityskauppatilanteessa arvonnäilytykseen 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 toistaiseksi ennen First North -listausta olemassa kauppapaikkaa tai markkinahintaa. Mielestämme sijoittajan kannattaa ottaa myös nämä tekijät huomioon Arvon osuuden houkuttelevuutta sijoituskohteena arvioidessaan.

Osien summa nousi 111 MEUR:oon

Tarkistimme listaamattomien osakesijoitusten ennusteet sekä muut osien summa-mallimme komponentit (kts. [laaja raportti](#)). Nykyistä inflaationäkymää peilaten nostimme konsernikulujen vuosittaisen kasvuvauhdin 2 %:iin (aik. 1%), jonka myötä kulujen nykyarvo nousi 8,8 MEUR:oon (aik. 8,4 MEUR). Päivitetyt osien summa komponentit huomioiden Arvon käypä arvo on näkemyksemme mukaan noussut noin 111 MEUR:oon (aik. 110 MEUR). Vastaavasti yhden osuuden käyväksi Arvoksi tulee

näkemyksemme mukaan 1 358 euroa (aik. 1 336 euroa/osuus). Olemme huomioineet käyvän arvon laskelmassamme Skarta- ja Keliber -myynneistä vapautuneet ja toisaalta Festivo- ja Ruoto-sijoituksiin sitoutuneet varat laskelmassamme nettoveloissa ja laskennallisissa veroveltoissa. Osien summaa edelliseen päivitykseen nähden nosti erinomainen irtaantuminen Keliberistä ja tämän myötä Arvon laskeneet nettovelat. Muita pienempiä tänä vuonna tehtyjä uusia sijoituksia emme ole kuitenkaan sisällyttäneet laskelmaan, jotta nämä varat eivät tule huomioituksi kahteen kertaan. Päivitämme nämä laskelmaamme laajan raportin yhteydessä keväällä.

Pörssiverrokkien arvostus

Sijoittajat voivat hakea tukea omaan arvonnäilytykseen Helsingin pörssin verrokkien arvostuksesta. Tällä hetkellä sijoitusyhtiöille hyödyllinen P/B-luku on pörssiverrokeista Sievi Capitalilla 0,8x (2022e) ja Panostajalla 0,9x (2022e). Vuonna 2021 Arvon osuuden markkinahinta vaihteli Privanetissä ennen kauppapaikan sulkemista oli 680-770 eurossa. Tämä puolestaan tarkoittaisi vuoden 2021 lopun tasearvolla noin 0,6x-0,7x P/B-lukua, mikä mielestämme on maltillisella tasolla. Huomautamme kuitenkin, että tietty alennus suhteessa pörssiverrokkeihin on paikallaan listaamattomuuden ja markkinapaikattomuuden vuoksi.

Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan miettiä myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko pysyy vuoden 2021 tasolla 50 eurossa

tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 513 euroa käyttämällä hieman alle 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Puolestaan, jos odotamme, että Arvo pystyisi nostamaan ensi vuoden osuuskorkoaan 5 %:lla ja säilyttämään saman 5 %:n vuotuisen osuuskoron kasvun ikuisesti, saisimme yhden osuuden arvoksi 1 105 euroa. Tämä hyvin yksinkertaistettu esimerkki kuvastaa, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä sijoittajalle, jonka tärkein yksittäinen tekijä sijoituspäätöksen takana on sijoituksesta saatava vakaa ja kasvava kassavirta. Osuuskoron jatkuva kasvu vaatii taas Arvolta etenkin kohtuullisesti hinnoiteltujen sijoituskohteiden löytämistä, kohteiden hyvää kehitystä, sijoituskohteista irtaantumista sekä finanssimarkkinan nousujohteista pitkän ajan kehitystä.

Yhteenveto

Arvon osuudella ei ole toistaiseksi kauppapaikkaa eikä sen myötä julkista markkinahintaa ja täten osuuden arvonnäilytyspotentiaalia 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, vaikka viimeaikaiset näytöt ovatkin olleet melko hyviä. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että Arvo tarjoaa lähivuosina sijoittajille vakaata kassavirtapohjaista tuottoa osuuskoron muodossa. Osuuskoron maksu vaatii osuuskunnalta kuitenkin onnistuneita luopumisia sijoituskohteista (kuten Skarta Group ja Keliber) ja/tai finanssisalkun arvonnousua.

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

Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset (H1-raportista)	62	47 %
Partnera ja LapWall *)	9	6 %
Listaamattomat osakesijoitukset	29	22 %
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	17	13 %
Skarta Group ja Keliber myynnit	16	12 %
Yhteensä	133	100 %

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

Arvo Osuuskunnan markkina-arvo		
Omistusten arvo	133	MEUR
Emoyhtiön ja AINOn nettovelat (2021)**	7	MEUR
Emoyhtiön ja AINOn kulujen eliminointi	9	MEUR
Laskennalliset verovelat	6	MEUR
Arvon markkina-arvo	111	MEUR
Osuuksien määrä	82 063	kpl
Osuuden laskennallinen arvo	1 358	EUR

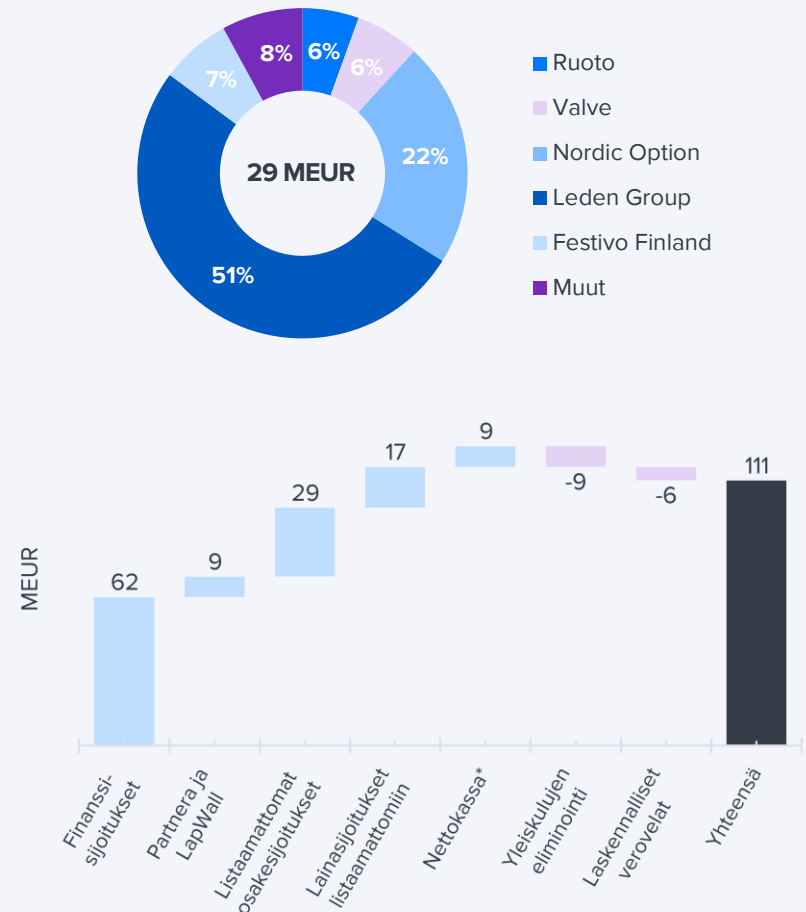
** Oikaistu vuonna 2022 tehdyillä Festivo- ja Ruoto -sijoituksilla

Lähde: Inderes

Arvo Osuuskunnan kulujen eliminointi		
Tilikauden 2021 kulut	1,2	MEUR
Kulujen kasvu (%)	2 %	
Käytetty WACC	8,3 %	
Kulujen summa (10 vuotta)	8,8	MEUR

Lähde: Inderes

Listaamattomien osakesijoitusten arvon jakautuminen



* Nettovelat ovat oikaistu Skarta- ja Keliber-myyneillä sekä Festivo- ja Ruoto -sijoituksilla

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 sijoittavassa 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 €	-
22.6.2022	1 336 €	-
22.12.2022	1 358 €	-

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

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.**