

# Arvo Sijoitusosuuskunta

## Yhtiöraportti

3.6.2021 8:30



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



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

# Käypä arvo kehittynyt suotuisasti

Olemme päivittäneet näkemyksemme Arvolle tämän markkinahinnasta suhteessa osuudelle määrittämäämme käypään arvoon. Päivitetyn arviomme mukaan Arvon osuuden käypä arvo on tällä hetkellä 1 248 euroa/osuus (aik. 1 211 euroa/osuus). Tämä on selvästi yli viimeaikaisen osuuden markkinahinnan, joka on vaihdellut Privanetissä 700-760 euron välillä. Nousuvaraa arvioitaessa suosittelemme sijoittajien ottamaan huomioon Arvon osuuden ohuen likviditeetin ja sijoitusyhtiöiltä tavallisesti vaadittavan sijoitusyhtiöalennuksen. Edelleen ajankohtainen seurannan aloitus -raporttimme on luettavissa [täältä](#), jossa olemme käyneet kokonaisuutta tarkemmin läpi.

## Osuuskunnalla vakaan kehityksen vuosi

Arvo Sijoitusosuuskunnan vuosi 2020 ei sisältänyt suurempia yllätyksiä. Osuuskunnan tulos oli 4,7 MEUR (2019: 4,1 MEUR) ja osuuskorkoa Arvo maksaa jäsenilleen 40 euroa osuudelta (2019: 40e/osuus) eli yhteensä 3,3 MEUR. Tämä tarkoittaa noin 70 %:n voitonjakosuhdetta, joka on keskellä osuuskunnan tavoitetasoa (60-80 % tuloksesta) ja vastaten noin 5,5 %:n osuuskorkotuotto-%. Arvon lainasijoituksista saamat korkotuotot olivat viime vuonna reilut 1,4 MEUR ja siltarahoitusten tuotot edellisvuoden tasolla noin 0,7 MEUR:ssa.

## Kohdeyhtiöiden kehitys oli vaihtelevaa viime vuonna ja ennustamme saman jatkuvan

Viime vuonna Arvon listaamattomien osakesijoitusten kehitys oli hyvin vaihtelevaa. Positiiviselle puolelle kehittyivät mielestämme Nordic Option sekä Lapwall, vaikka jälkimmäinen jäikin hieman kannattavuuden osalta ennusteistamme. RealMachinerylle 2020 oli sen sijaan kaksijakoinen, sillä yhtiön liikevaihto laski odotuksiamme enemmän, mutta kannattavuus kehittyi odotuksiamme myönteisemmin ja yhtiön nettovelka laski selvästi. Pettymyksen puolelle kallistui Valve Group ja mielestämme tulevaisuuden osalta yhtiöllä on paljon epäorgaanisen kasvun varassa. Keliber puolestaan toteutti helmikuussa 2021 suuren rahoitusjärjestelyn, joka laski projektin riskitasoa arviomme mukaan selvästi. Arvo oli myös keväällä 2021 pääarkkitehtinä neuvottelemassa neljän yhtiön fuusiota, jonka myötä sille syntyi uusi merkittävä sijoituskohde sopimusvalmistaja Leden Group. Velkasijoitusten kohdalla emme näe viime vuoden kehityksen perusteella olennaisia rahoitusriskejä.

## Päivitimme osien summa -laskelmamme, jonka myötä osuuskunnan käypä arvo nousi 102 MEUR:oon

Päivitimme osien summa -laskelmamme parametrit, jonka myötä Arvon käypä arvo ennen sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipreemiota nousi 102 MEUR:oon (aik. 99 MEUR) tai 1 248 euroon osuudelta (aik. 1 211 euroa/osuus). Käyvän arvon nousuun vaikutti etenkin positiivisesti kehittyneet listaamattomat osakesijoitukset sekä Partneran viimeaikainen kurssinousu. Arvon sijoitusvarallisuudesta finanssisijoitukset (ml. Partnera-omistus) muodostavat noin 65 %. Viimeaikaisen järjestelyiden jälkeen listaamattomat osakesijoitukset muodostavat noin 2/3 ja listaamattomat velkasijoitukset noin 1/3 loppuosasta.

## Osuuden hinta ei ole korkea suhteessa määrittämäämme käypään arvoon

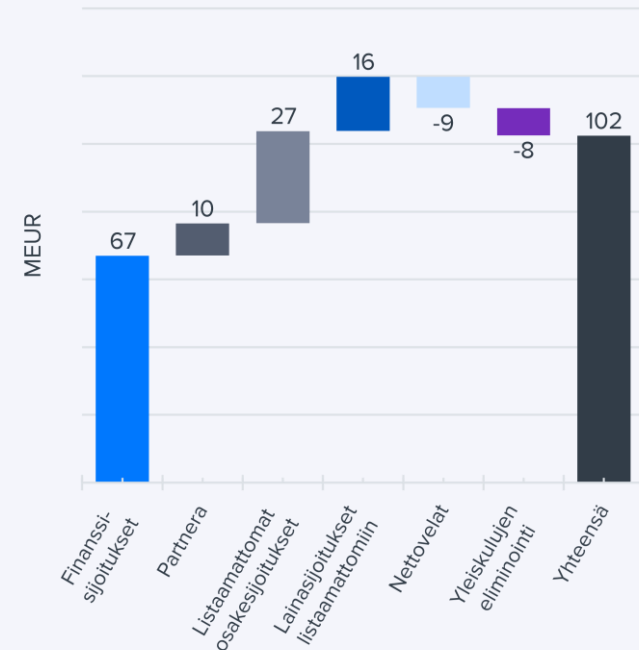
Arvon osuudella on viimeaikoina käyty kauppaa Privanetissä 700-760 euron hinnalla, joten osuus on hinnoiteltu noin 40 %:n alennuksella määrittämäämme käypään arvoon. Huomautamme kuitenkin, että määrittämämme käypä arvo ei sisällä sijoitusyhtiöalennusta tai likviditeettipreemiota. Tästä huolimatta emme pidä osuuden hinnoittelua erityisen vaativana ja nykyhinta tarjoaa myös puskuria pääomamarkkinan heilahduksiin tai yksittäisten sijoitusten epäonnistumisiin. Arvioimme osuuskorkotuoton olevan yhä 5-8 %:n tasolla lähivuosina.

## Näkemys käyvästä arvosta

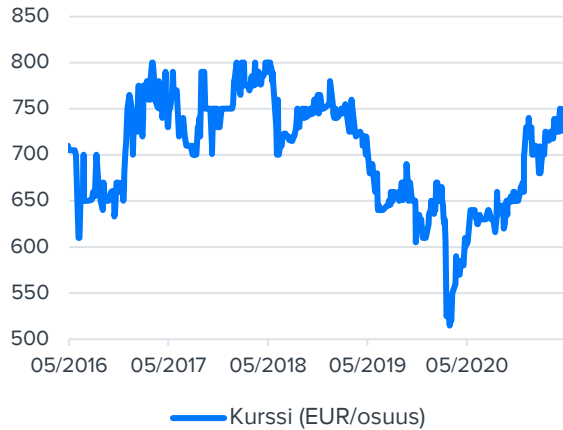
**1 248 EUR** (ei sis. sijoitusyhtiöalennusta tai likviditeettipreemiota  
(aik. 1 211 EUR)

## Viimeisin markkinahinta Privanetissä

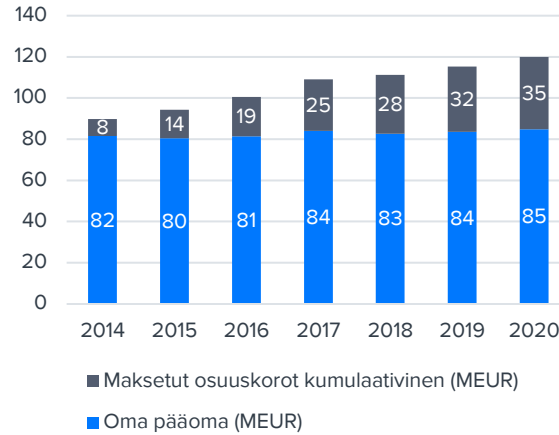
**760 EUR** (2.6.2021)



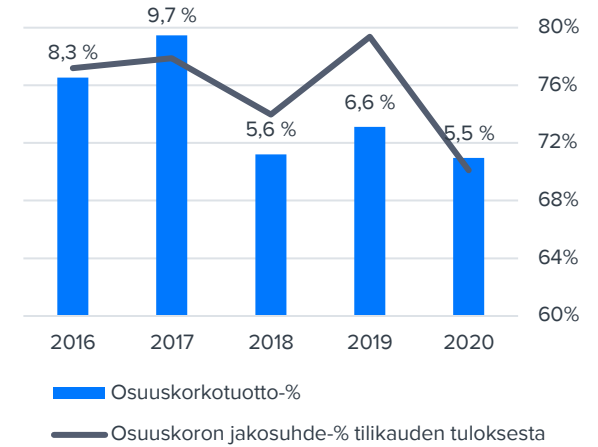
## Kurssikehitys



## Arvon historiallinen kehitys



## Osuuskoron tuotto ja jakosuhte



MCAP

**62**

MEUR

EV

**72**

MEUR (arvio)

P/Osien summa\*

**0,61x**

2021e

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
- Arvo on hinnoiteltu P/B:llä oikeutetusti pörssin sijoitusyhtiöitä alemmas, mutta osuuden hinta ei ole tästäkään kulmasta erityisen korkea

# Strategianmukainen vakaan kehityksen vuosi

## Arvon vuosi 2020 tiivistetysti

Arvo Sijoitusosuuskunnan vuosi 2020 ei sisältänyt suurempaa yllätyksiä. Osuuskunnan tulos oli 4,7 MEUR (2019: 4,1 MEUR) ja osuuskorkoa Arvo maksaa jäsenilleen 40 euroa osuudelta (2019: 40e/osuus) eli yhteensä 3,3 MEUR. Osuuskoron maksupäivä on 16. kesäkuuta (täsmäytyspäivä oli 27.5). Tämä tarkoittaa noin 70 %:n voitonjakosuhdetta, joka on hieman alle edellisen 6 vuoden keskimääräisen 77 %:n tason, mutta keskellä osuuskunnan tavoitetasoa (60-80 % tuloksesta). Privanetin vuoden 2020 päätöskurssilla (730 euroa/osake) tämä vastasi 5,5 %:n osuuskorkotuotto-%. Emme ennusta osuuskunnan tuloksen tai siitä riippuvaisen osuuskoron kehitystä, mutta yleisesti nämä olivat odotetulla vakaalla tasolla.

Koronapandemian värityksenä vuonna 2020 Arvo keskittyi tukemaan kohdeyhtiöitään. Käsityksemme mukaan tarpeen tullen tämä tarkoitti käytännössä ainakin hetkittäisiä helpotuksia kohdeyhtiöiden lainaehtoihin. Ymmärtääksemme helpotukset olivat lyhytaikaisia, eivätkä nämä olisi enää juurikaan tarpeellisia. Lainoista saadut korkotulot olivat 1,4 MEUR helpotuksista huolimatta ja hyvin lähellä ennakoimaamme tasoa. Siltarahoituksesta saadut tulot olivat edellisvuoden tasolla 0,7 MEUR:ssa.

## Tavoitejakaumaa kohti edetään rauhassa

Arvon tavoitteet sijoitusjakauman suhteen ovat ennallaan, missä varallisuus jakautuisi vuonna 2025 tasan (1/3) omaisuusluokkien (finanssisijoitukset, alueelliset sijoitukset ja valtakunnalliset sijoitukset) välille. Tällä allokaatiolla Arvo tavoittelee vuotuista 5-7 %:n sijoitustuoton saavuttamista normaalissa markkinatilanteessa yli ajan. Mielestämme kyseisellä allokaatiolla Arvolla on edellytykset pitää kassavirta osuuskoron maksun näkökulmasta riittävänä sekä toisaalta kasvattaa tasesubstanssia onnistuneiden

sijoitusten arvonnousun kautta. Arvon tasesubstanssin kasvua rajoittaa kuitenkin avokätinen voitonjako.

Tavoitetasoon on vielä reilusti matkaa, sillä sijoitusten jakauma oli vielä vuoden 2020 lopussa selvästi painottunut finanssisijoituksiin (61 % portfoliosta). Odotamme osuuskunnan etenevän rauhassa kohti tavoitettaan seuraavien vuosien aikana ja pitäisimme yllättävänä, jos jakaumassa tapahtuisi isoja nopeita muutoksia. Käsityksemme mukaan Arvolla on kuitenkin jatkuvasti uusia hankkeita selvitystyön alla.

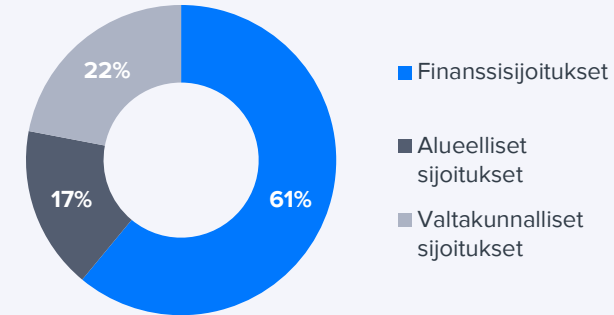
## Teimme finanssisijoitusten laskentaan tarkistuksen

Olemme tehneet finanssisijoitusten laskemiseen tarkistuksen, sillä havaitsimme päivityksen yhteydessä tiettyjä luokitteluseroja kirjanpidon ja Arvon sijoitusraportin (ei julkinen, käyty läpi osuuskunnan toiveesta) välillä, mistä emme olleet vielä seurannan aloitus -raportin yhteydessä tietoisia. Käytännössä oikaisimme laskentatapamme kirjanpitoa vastaavaksi näiden erien osalta. Tarkistus laski finanssisijoitusten arvoa noin 4 MEUR:lla suhteessa edelliseen päivitykseen, mutta isoa kuvaa tämä ei kuitenkaan muuttanut. Tarkennuksen jälkeen Arvon finanssisalkun arvo huhtikuun lopussa oli 67,0 MEUR, eikä tämä ole täysin vertailukelpoinen laajassa raportissa esitellyn kanssa. Salkku on itsessään kehittynyt tasaisesti ja sisältö on hyvin samanlainen kuin marraskuun lopussa eikä sijoitusallokaatioissa ole myöskään tapahtunut olennaisia muutoksia.

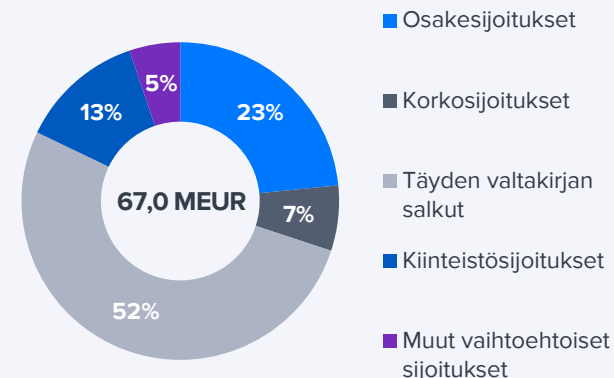
## Partnera-omistus kehittynyt myönteisesti

Yhtiön omassa jaottelussa valtakunnallisiin osakesijoituksiin kuuluva Partnera on kehittynyt edellisen päivityksemme jälkeen positiivisesti, kun sen kurssi on noussut noin 30 %. Omistuksen arvo oli eilisellä 2.6.2021 päätöskurssilla 9,6 MEUR (seurannan aloitus -raportti: 7,4 MEUR).

## Sijoitusjakuma 12/2020



## Finanssisalkun jakauma 4/2021



# Listamattomien sijoitusten viimeaikaiset tapahtumat

## Merkittävimmät listamattomat osakesijoitukset

**Lapwall** jatkoi kannattavuuskäännettään odotetusti vuonna 2020, mutta operatiivinen tulos jäi silti hieman ennusteestämme. Osittain tämä johtui merkitykseltään vähäisen Ruotsin tytäryhtiön viime syksyn alasajosta. Kokonaisuutena 2020 kehitys kääntyi mielestämme lievästi positiivisen puolelle ja puurakentamisen suhdanne on kehittynyt myös alkuvuodesta 2021 mielestämme myönteisesti.

**Keliberin** osalta merkittävin muutos tapahtui helmikuussa 2021, kun se [tiedotti](#) tehneensä 40 MEUR:n rahoitusjärjestelyn eteläafrikkalaisen kaivosyhtiö Sibanye-Stillwaterin kanssa. Tämä laski projektin riskitasoa mielestämme huomattavasti ja suuren toimijan leveät hartiat parantavat hankkeen tuotantoon päätyminen todennäköisyyttä selvästi.

**RealMachinerylle** tilikausi oli odotetusti haastava ja yhtiön liikevaihto jäi vielä hieman matalalle ladattuja ennusteitammekin alemmaksi. Positiivista oli kannattavuuden parantuminen, mikä ylitti ennusteemme ja johti vahvan kassavirran kanssa nettovelan selvään laskuun. Tämä näkyi myös yhtiölle arvioimassamme markkina-arvossa.

**Valve Groupin** vuosi oli selvästi ennakoitua heikompi liikevaihdon osalta, jonka taustalla oli käsittääksemme jotkut asiakasmenetykset, mitkä vaikuttivat myös kannattavuuteen. Positiivista on kuitenkin, että julkisella puolella on käsityksemme mukaan nähtävissä lupaavia avauksia uusien sopimusten suhteen. Yhtiön strategiaan kuuluvat myös yritysjärjestelyt kasvun kiihdyttämiseksi ja se [tiedottikin](#) toukokuun lopussa yhdestä järjestelystä.

**Nordic Optionille** viime vuosi oli sen lähihistorian paras onnistuneen Specim-irtaantumisen myötä. Yhtiön oman pääoman tuotto nousi viime vuonna

vahvalle 23 %:n tasolle. Yhtiö teki keväällä 2021 [uuden sijoituksen](#) oululaiseen vesi- ja ympäristöalan yhtiöön Owatec Group Oy:öön.

Arvolle muodostui keväällä uusi merkittävä sijoituskohde, kun siitä tuli sopimusvalmistaja **Leden Groupin** suurin omistaja. Leden Group muodostui, kun Arvon pienehkö alueellinen sijoitus LaserComp ja sen tytäryhtiö Celermec fuusioituivat Ojala-yhtymän ja virolaisen Favor AS:n kanssa. Arvon näkökulmasta suhtaudumme fuusioon positiivisesti, sillä tämä paransi sen sijoituskohteen asemaa markkinassa suuremman koon ja kasvaneen tarjoaman vuoksi ja toisekseen järjestelyn arvostus oli mielestämme edullinen.

Seuraavilla sivuilla on käyty läpi tarkemmin tehdyt muutokset ja arvonmääritykset merkittävimpien listamattomien osakesijoitusten osalta.

## Merkittävimmät listamattomat velkasijoitukset

Merkittävin toteutunut muutos lainaportfoliossa tapahtui tilikauden jälkeen, kun kannattavuuden ja korkeiden rahoituskulujen kanssa kamppaileessa **Pesmelissä** järjestettiin osakeanti. Samalla Arvon 2 MEUR:n vvk-sijoituksesta arviomme mukaan noin puolet vaihdettiin Pesmelin osakkeiksi ja puolet lainasta maksettiin takaisin. Huomioimme Pesmelin tästä syystä listamattomissa osakesijoituksissa sen arvioidulla tasearvolla osien summa -laskelmassa.

Vuosi 2020 oli haastava **Sikla-konsernille** ja tappiolle valahtaneen tuloksen sekä suuren hankkeen kirjanpidollisten ajoitusten takia yhtiö ei täyttänyt vuoden lopussa pankkilainojen kovenanttiehtoja omavaraisuuden osalta (tähän saatu luotonantajan hyväksyntä). Emme ole asiasta vielä huolissamme, sillä käsittääksemme yhtiön tilauskanta on hyvällä tasolla ja 2021 on lähtenyt

paremmin käyntiin. Sikla on sopinut vähentävänsä vvk-sijoituksensa pääomaa 2020-2021 aikana yhteensä 0,8 MEUR:lla 4,2 MEUR:oon (alkup. 5,0 MEUR ja arviomme 2020 lopussa 4,7 MEUR), jonka olemme huomioineet jo laskelmissamme.

Privanet Group [tiedotti](#) toukokuussa 2021 allekirjoittaneensa esisopimuksen **Skarta Group Oy:n** (ent. Suomen Maastorakentajat) koko osakekannan hankkimisesta osakevaihdolla, mikä on vielä ehdollinen tehtävälle due diligence -tarkastuksille, Skarta Groupin rahoittajien hyväksynnälle sekä tarvittaville Privanet Groupin yhtiökokouspäätöksille. Suhtaudumme järjestelyyn alustavasti positiivisesti, sillä vvk-laina sisältää option (ei pakkoa) konvertoida laina osakkeiksi, jos ehdot tyydyttävät Arvoa tai vastaavasti osuuskunta saa lainapääomansa takaisin jossain vaiheessa. Tarkennamme mielipidettä järjestelyyn kaupan lopputuloksen ja sen lopullisten ehtojen selvittyä.

Lähtökohtaisesti arvostamme Arvon listamattomat velkasijoitukset tasearvojen mukaan (12/2020: 18,6 MEUR). Muutoksista Pesmelissä ja Siklassa johtuen oikaisemme kuitenkin joulukuun tilannetta noin 2,5 MEUR:lla. Skarta Groupin pidämme toistaiseksi velkasijoituksissa. Mielestämme tasearvojen käyttöä tukee, ettei portfoliossa ole käsityksemme mukaan huomattavan huonoon suuntaan kehittyneitä kohteita (ts. lainojen takaisinmaksua / uudelleenrahoituskykyä olisi syytä epäillä). Uusia merkittäviä lainasijoituksia Arvo ei ole tehnyt vuodenvaihteen jälkeen, joten osien summassa käyttämämme arvo on 16,0 MEUR. Viimeaikaiset tapahtumat vaikuttavat näkemyksemme mukaan Arvon korkotuloista saamaan kassavirtaan ja ilman uusia velkasijoituksia uskomme korkotulojen jäävän alle 2020 tason etenkin, jos Skarta Groupin vvk-sijoitus konvertoidaan osakkeiksi.

# Partnera

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

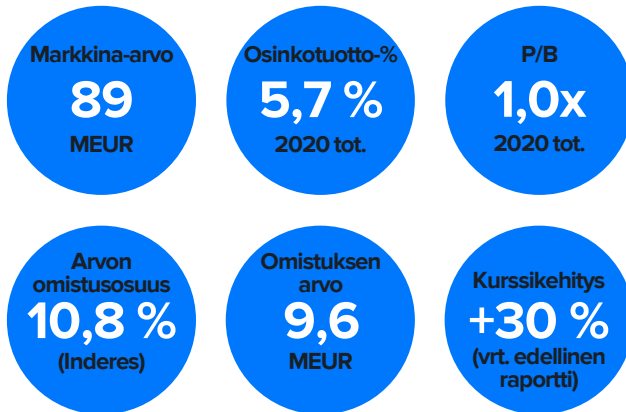
Partnera on liiketoimintakonserni, jonka emoyhtiö Partnera Oyj vastaa liiketoimintakonsernin kehittämisestä ja uusien omistuskohteiden hankinnasta. Partneralla on tällä hetkellä kolme strategista omistusta. Yhtiö sijoittaa pääasiassa omasta taseestaan listaamattomiin yrityksiin ja toimii näissä aktiivisena omistajana ja kumppanina. Partnera pyrkii olemaan vaikuttavuussijoittaja ja sen omistamat yhtiöt tuottavat palveluita ja tuotteita megatrendien (kuluttajien arvomaailman muuttuminen, väestön keskittyminen ja digitalisaatio) ympärille.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo-konserni omistaa Partnerasta n. 10,8 % osuuden tytäryhtiö Arvo Invest Nordicin ja Arvo Sijoitusosuuskunnan kautta. Partnera [tiedotti](#) keväällä hankkineensa 70 %:n omistusosuuden KPA Unicon Groupista, joka on suomalainen puhtaan energiatuotannon ratkaisujen toimittaja. Partnera omistaa Arvon tavoin n. 34 %:n osuuden Nordic Optionista.

## Tehdyt muutokset

Päivitimme Partnera-omistuksen arvon eilisen (2.6.) päätöskurssin mukaiseksi. Partneran kurssikehitys on ollut edellisen päivityksemme jälkeen selvästi positiivista, sillä sen kurssi on noussut noin 30 %. Tämän myötä Arvon omistuksen arvo nousi 9,6 MEUR:oon (seurannan aloitus -raportti 7,4 MEUR). Arvon omistusosuus ei ole muuttunut seurannan aloituksen jälkeen.



## Markkina-arvo noussut selvästi

### Avainluvut



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

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

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Partnera hinnoitellaan Helsingin pörssissä n. 1,2 P/B-kertoimella (viimeisin markkina-arvo jaettuna 12/2020 tasearvolla), mihin vaikuttaa osittain KPA Unicon Group -yrityskauppa
- Tämän hetken osakkeen hinnalla osinkotuotto n. 5,5 % viimeisen kolmen vuoden keskimääräisellä osingolla (0,13 euroa/osake)

# Lapwall

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

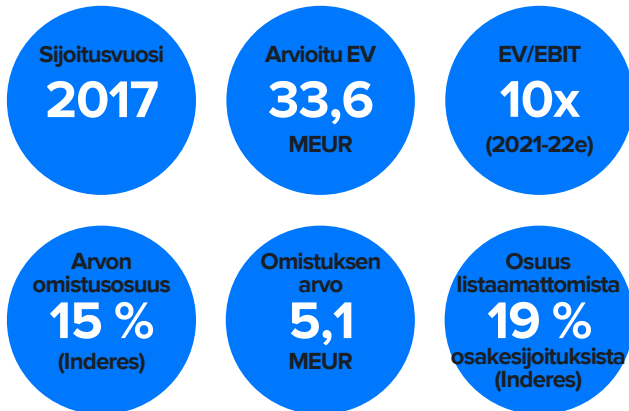
Vuonna 2011 perustettu Lapwall on volyymiltaan Euroopan suurin puuelementtejä taloteollisuudelle valmistava yritys. Yhtiön tuotantopaikat sijaitsevat Pyhännällä ja Pälkäneellä. Lapwall tarjoaa LEKO-tuotemerkkinsä kautta puurakentamiseen katto- ja seinäelementtejä sekä näiden asennustyötä. Sen pääasialliset 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.

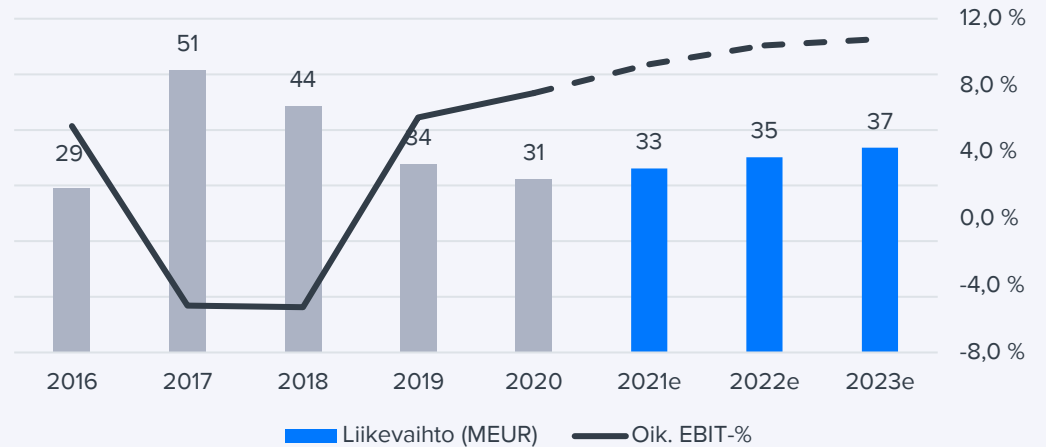
## Tehdyt muutokset

Lapwallin odottamamme kannattavuuskäänte sai vuonna 2020 jatkoa, mutta ei aivan odottamallamme kulmakertoimella (liikearvopoistoilla oik. EBIT-% 7,5 % vs. ennuste 10,6 %). Tähän vaikutti osittain Ruotsin tytäryhtiön alasajosta aiheutuneet liikevoiton yläpuolelle kirjatut erittelemättömät kustannukset (suurin osa rahoituskuluissa). Laskimme kuitenkin hieman kannattavuuden ennusteitamme tämän myötä. Liikevaihdon ennusteet sen sijaan pysyivät lähes ennallaan.



## Positiivinen kannattavuuskehitys jatkui

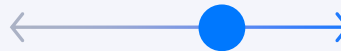
### Avainluvut ja ennusteet



### 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)
- Lievien ennustelaskujen takia yritysarvo (EV) laski hieman 33,6 MEUR:oon (aik. 36,3 MEUR), mikä indikoi 1,0x EV/S-kerrointa (2021-22e)
- Arvon omistus on kuitenkin noussut arviomme mukaan n. 5,1 MEUR:oon (aik. 5,0 MEUR) nettovelan laskettua selvästi



# Keliber

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

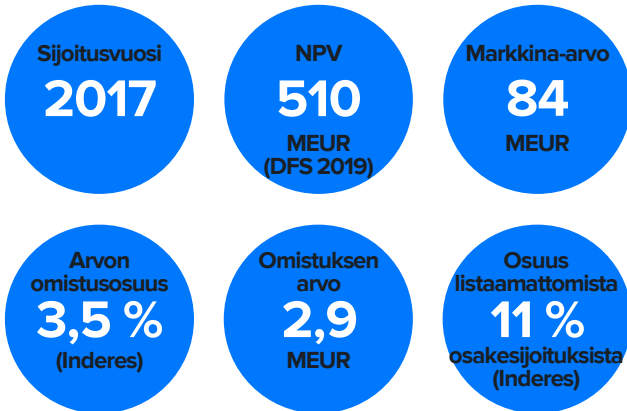
Keliber omistaa useita pitkälle tutkittuja litiumesiintymiä Keski-Pohjanmaalla. Litiummalmivarojen ja mineraalivarantojen on arvioitu olevan merkittäviä Euroopan mittakaavassa ja esiselvitysten perusteella kaivoksen tuotantokustannusten pitäisi olla hyvin kilpailukykyisiä. Yhtiön kaivostoiminta on vielä 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 mukaantulon jälkeen Arvon omistusosuus yhtiöstä laski noin 3,5 %:iin (aik. 5 %). Viimeisin rahoituskierros toteutettiin lähes samalla valuaatiolla ja tämän indikoisi Arvon osuuden arvoksi 2,9 MEUR (aik. 3,0 MEUR).

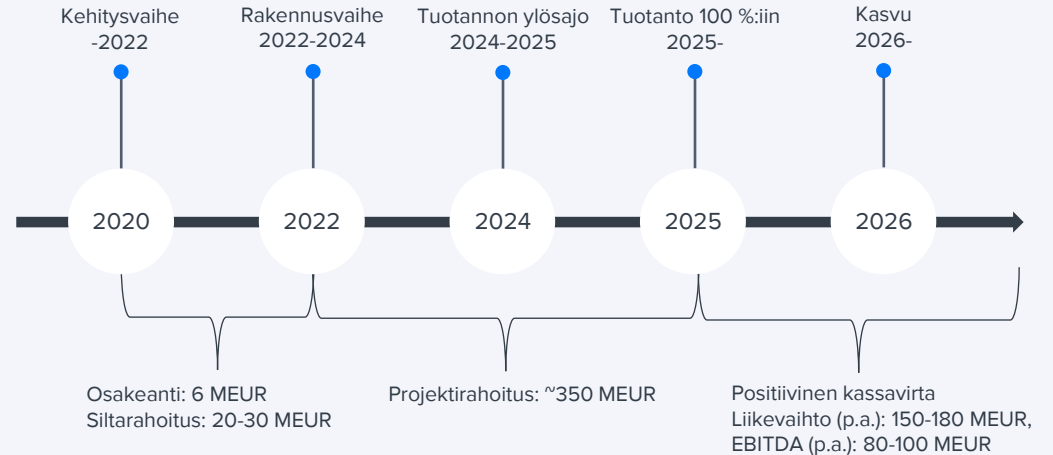
## Tehdyt muutokset

Sibanye-Stillwaterin on tarkoitus ottaa päärooli Keliberin rahoittajana vuoden 2022 puolivälissä hankkeen edetessä rakennusvaiheeseen. Arviomme mukaan tämä indikoi myös sitä, että Arvon sijoituksen omistusaika lyheni merkittävästi aikaisemmasta arviostamme. Samalla järjestely leikkasi arviomme mukaan sijoituksen tuottopotentiaalin ylälaitaa, mutta vastaavasti laski negatiivisen skenaarion todennäköisyyttä selvästi. Sijoitus on silti edelleen korkeariskinen.



## Kansainvälinen toimija mukaan omistajaporttaaseen

### Avainluvut ja ennusteet



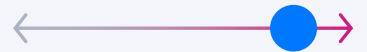
### Arvio tuloskasvunopeudesta



### 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

- Viimeisen rahoituskierroksen pohjalta Keliberin osakekannan arvo olisi noin 84 MEUR, mitä pidämme nykytilassa helposti perusteltavana lattiana
- Arvon osuuden arvo laski viimeisimmän valuaation myötä 2,9 MEUR:oon (aik. 3,0 MEUR)
- Vuoden 2019 DFS-tutkimus indikoi isoa nousuvaraa (NPV 510 MEUR), vaikka pidämmekin tuottovaatimusta alhaisena



# RealMachinery

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

RealMachinery on vuonna 2010 perustettu täyden palvelun maanrakennuskonetoalo. Konserniyhtiöt ovat erikoistuneet konekauppaan, maahantuontiin, nostolaitteiden ja trukkien myyntiin sekä lisälaittekauppaan. RealMachinery-konserni myy, vuokraa ja maahantuo mm. Doosan, Bobcatin ja Mecalacín kaivinkoneita sekä pyöräkuormaajia. Lisäksi yhtiö tarjoaa kattavia huolto- ja korjauspalveluita kalustolle.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki vuoden 2018 lopussa 3 MEUR:n sijoituksen RealMachineryyn. ERP-järjestelmähankkeen pilaaman vuoden 2019 jälkeen yhtiö sai kannattavuuden kääntettyä vuonna 2020. Liiketoiminnan volyymit kärsivät huomattavasti koronapandemian iskiessä niihin. Käsitkemme mukaan markkinatilanne on kuitenkin parantumassa hiljalleen.

## Tehdyt muutokset

Alkuvuoden mittavien koronarajoitusten, hitaasti elpyvän markkinan ja kooltaan pienten divestointien takia laskimme selvästi liikevaihdon ennusteitamme, sillä uskomme vuodesta 2021 tulevan toinen välivuosi yhtiölle. Kannattavuuden ennusteet laskivat volyymien laskun myötä myös lähivuosille. Yhtiön nettovelka laski kuitenkin huomattavasti arviomme mukaan parantuneen kannattavuuden, käyttö pääoman vapautumisen, matalien investointitasojen ja myydyin tytäryhtiön myötä.

Sijoitusvuosi

2018

Arvioitu EV

20,8  
MEUR

EV/EBITDA

6,0x  
(2021-22e)

Arvon omistusosuus

15 %  
(Inderes)

Omistuksen arvo

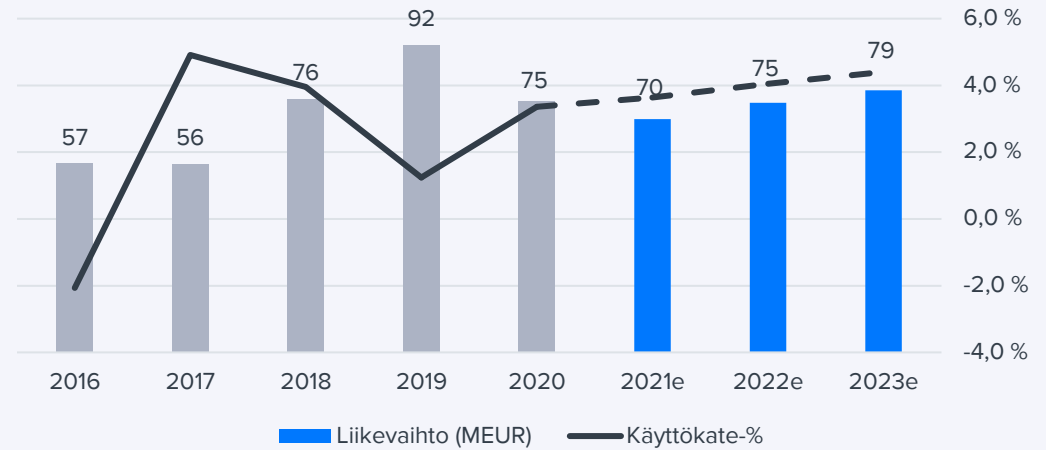
3,1  
MEUR

Osuus listaamattomista

11 %  
osakesijoituksista  
(Inderes)

## Kannattavuus kääntyi ja taseasema vahvistui merkittävästi

### Avainluvut ja ennusteet



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

- Vuokrausliiketoiminnan heikko kehitys
- Omasta taseesta vuokrattujen koneiden mahdolliset myynnin ongelmat
- Riippuvuus Doosanin yksinoikeusjakelusta
- Pandemian mahdolliset vaikutukset kilpailukenttään ja elpymiseen



### Arvostus

- Arvotamme yhtiötä tällä hetkellä sekä EV/EBITDA-kertoimella 5,5x-6,5x että EV/S-kertoimella 0,3x 2021-22e
- Kertoimien lasku johtuu läheisen verrokkiyhtiön (KH-Koneet) laskeneista kertoimista
- Arviomme mukaan Arvon omistuksen arvo on tällä hetkellä 3,1 MEUR (aik. 3,0 MEUR)

# Valve Group

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

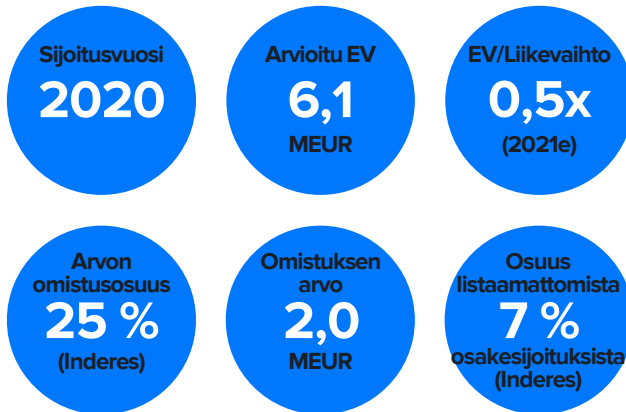
Valve Group on markkinointi- ja viestintäalan-konserni, joka koostuu kolmesta liiketoiminta-alueesta ja kuudesta yhtiöstä (Valve Branding, Wakeone ja Valve Motion sekä konsernin osaomistukset kolmesta yhtiöstä: Folk, Dakar ja Cambri). Valve Group tarjoaa erilaisia markkinoinnin ja viestinnän palveluita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

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki 2 MEUR:n vähemmistösijoituksen 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 lisäsijoitukseen alkuperäisellä valuaatiolla vuonna 2021.

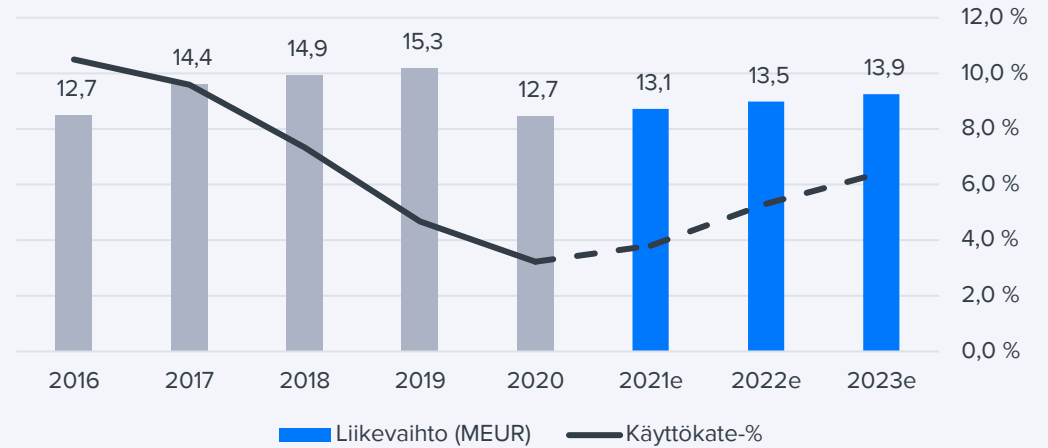
## Tehdyt muutokset

Valve Groupin vuosi 2020 oli selvästi ennakoitua heikompi ja sen liikevaihto laski peräti 17 %, joka heijastui myös selvästi kannattavuuteen. Laskimme ennusteitamme selvästi vuoden 2020 perusteella ja orgaaninen kasvu jää ennusteissamme matalaksi lähivuosien osalta. Valve Groupin strategiaan kuuluu yritysjärjestelyt kasvun kiihdyttämiseksi ja hyvät järjestelyt voivat toteutuessaan muuttaa tilannetta nopeasti,



## Viime vuosi oli vaikea

### 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 asiakkaisissa
- Projektiriskit
- Epäonnistuminen yritysostoissa
- Suurten asiakkuuksien menettäminen
- Työvoiman saatavuus

### Arvostus

- Arvostamme Valve Groupin toistaiseksi sen hankintahintaan eli 2 MEUR:oon. Tämä vastaa vuoden 2021 ennusteillamme mielestämme matalaa noin 0,5x EV/S-kerrointa, joka antaa tukea arvostukselle
- Arviomme mukaan Valve Groupin markkina-arvo on noin 9,0 MEUR

# Nordic Option

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

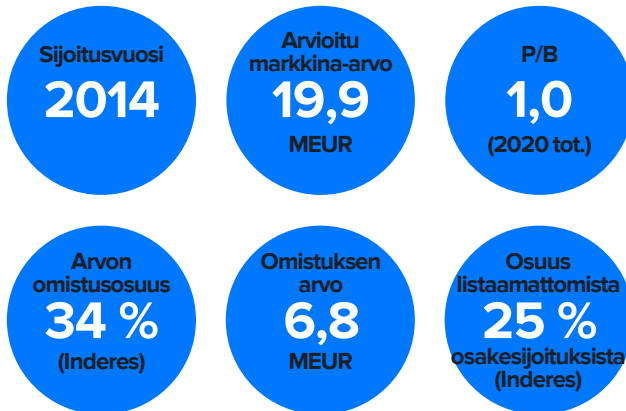
Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 9 kohdeyrityksessä. Sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti pohjoissuomalaisiin kasvuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen, niiden 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.

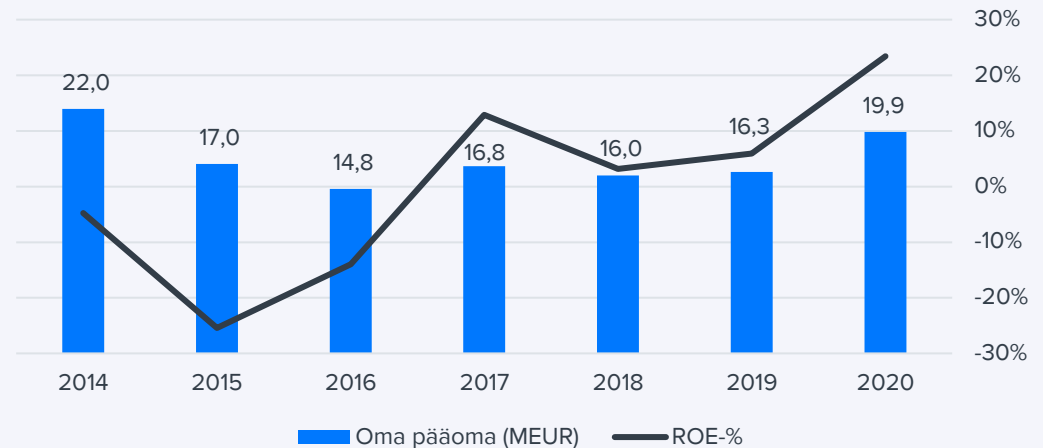
## Tehdyt muutokset

Erinomainen irtaantuminen hyperspektrikameroiden toimittajasta Specimistä loppuvuodesta 2021 nosti Nordic Optionin oman pääoman tasearvon 19,9 MEUR:oon (2019: 16,3 MEUR) ja oman pääoman tuoton vahvalle tasolle 23 %:iin. Emme ennusta Nordic Optionin kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista ja ilman niitä tulos kääntyy tappiolle. Ymmärtääksemme kohdeyrityksissä on sekä pandemiasta hyötyneitä että kärsineitä, mutta kokonaisuutena tilanne on melko hyvä.



## Irtantuminen Specimistä siivitti erinomaiseen tulokseen

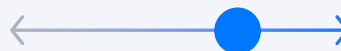
### Avainluvut



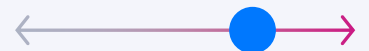
### Arvio tuloskasvunopeudesta



### 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

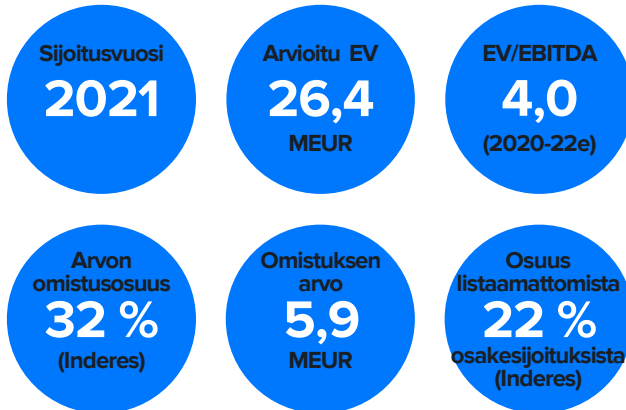
Leden Group on metalli- ja sähkömekaniikan sopimusvalmistaja, joka muodostui neljän yhtiön (LaserComp, Celermec, Ojala-Yhtymä ja Favor AS) fuusioituessa keväällä 2021. Leden Groupin tarjoamaan kuuluvat kaikki osavalmistuksen vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen 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 %. Käsitksemme mukaan Arvon kokonaissijoitus on ollut noin 4 MEUR.

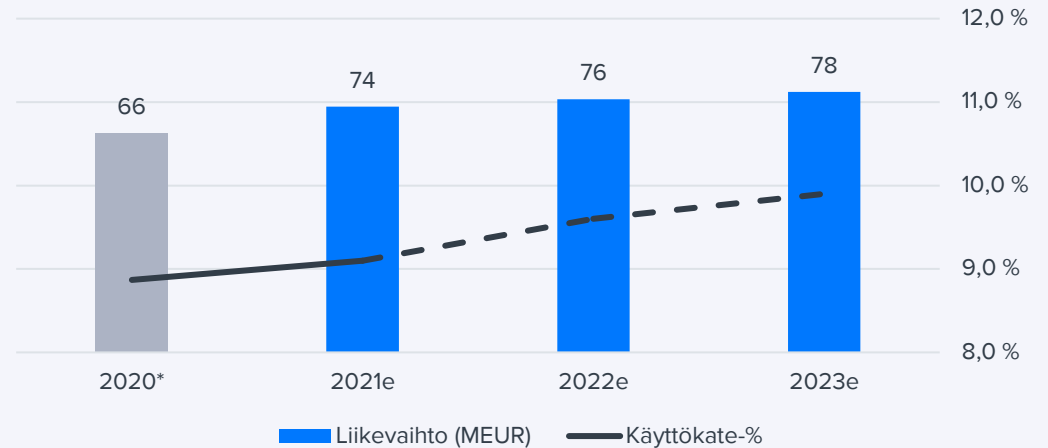
## Tehdyt muutokset

Ennustamme Leden Groupin liikevaihdon nousevan vuonna 2021 12 % koronapandemian väistyessä taka-alalle rokotekattavuuden kasvaessa ja kysynnän palautuessa. Yleisesti odotamme organisen kasvun olevan 2-3 % vuodessa. Yhtiön kannattavuus oli vuoden 2020 pro forma -lukuilla hyvällä tasolla (EBITDA-% 8,9 %) toimialan dynamiikka huomioiden. Odotamme yhtiön kannattavuuden nousevan hieman lähivuosina volyymitasojen noustessa ja tiettyjen kulusynergioiden toteutuessa.

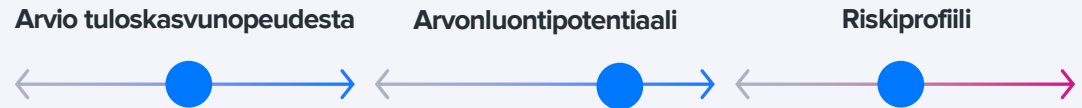


## Fuusiolla uuteen kokoluokkaan

### Avainluvut ja ennusteet



\* Pro forma -luvut



### 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

- Arvostamme Leden Groupin varovaisesti 4,0x EV/EBITDA-kertoimella (2020 pro forma-2022e) uuden kokonaisuuden lyhyestä historiasta johtuen
- Tämä vastaa vuoden 2021 ennusteillamme 0,4x EV/liikevaihto-kerrointa
- Arvostuskertoimissa on selvää nousuvaraa, jos integraatio etenee ilman ongelmia

# Käypä arvo selvästi yli nykykurssin

## Annamme näkemyksemme käyvistä arvosta

Emme anna Arvo Sijoitusosuuskunnan osuudelle sijoitusosuusarvoa emmekä tavoitehintaa vaan kommentoimme päivityksissämme näkemystä osuuden ja sijoitusosuuskunnan käyvistä arvosta päivityshetkellä. Näkemyksemme mukaan määrittämämme käypä arvo heijastelee hintaa, joka omistuksista olisi likvidoitavissa saavutettavissa neutraalissa skenaariossa (ts. listaamattomat yhtiöt itsenäisenä, käytännössä yrityskauppatilanteessa arvonnäkökulmaan ja saavutettavaan hintaan voivat vaikuttaa useat tekijät ostajan strategisista intresseistä omistajien tavoitteisiin) päivityshetkellä. Päivitämme näkemystämme Arvosta tilinpäätösten sekä puolivuotiskatsauksen yhteydessä.

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

## Osien summa nousi 102 MEUR:oon

Päivitimme listaamattomien osakesijoitusten ennusteet sekä muut osien summa-mallimme komponentit (kts. seurannan aloitus-raportti). Tämän myötä Arvon käypä arvo nousi näkemyksemme mukaan noin 102 MEUR:oon (aik. 99 MEUR) ja yhden osuuden arvo vastaavasti 1 248 euroon (aik. 1 211 euroa/osuus). Privanetissä Arvon osuuden viimeisin noteeraus on 760 euroa, joten Arvoa hinnoitellaan tällä hetkellä hieman yli 0,6x P/osien summa-kertoimella. Siten vallitsevan markkinahinnan

alennus suhteessa näkemykseemme Arvon käyvistä arvosta on vajaa 40 %. Pidämme arvostusta maltillisena, vaikka sijoitusyhtiöalennus ja likviditeetti-preemio huomioitaisiin. Sijoittajan tulee kuitenkin harkita näitä parametreja omaan tuottotavoitteeseensa ja positioonsa peilaten. Alennuksen purkautumisen aikataulua ja mittakaavaa on mielestämme vaikea arvioida, mikä johtuu osaltaan osuuden vähäisestä kaupankäyntivolyyminä Privanetissä.

## Arvostus alle pörssiverrokkien

Arvo Osuuskunnan P/B-luku, joka on mielestämme sijoitusyhtiölle hyödyllinen indikaattori, on tällä hetkellä reilu 0,7x käyttäen 2020 tilinpäätöksen tasearvoa. Arvostustaso on mielestämme maltillinen, vaikka siihen lisättäisiinkin sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeetti-preemiota. Helsingin Pörssin verrokeista Sievi Capitalin P/B-luku on 0,9x (2021e), Panostajan 1,0x (2021e) ja Partneran 1,2x (viimeisin markkina-arvo jaettuna 12/2020 tasearvolla). Siten Arvon tasepohjainen arvostus on pörssiverrokkeja selvästi alempi, joskin huomautamme, että tietty alennus onkin paikallaan listaamattomuuden ja keskimäärin verrokkeja heikomman likviditeetin takia.

## DDM 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 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 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 Arvosta etenkin kohtuullisesti hinnoiteltujen sijoituskohteiden löytämistä, niiden hyvää kehitystä, irtaantumisia sekä finanssimarkkinan nousujohteista pitkän ajan kehitystä.

## Yhteenveto

Näkemyksemme mukaan Arvo Sijoitusosuuskunta hinnoitellaan tällä hetkellä selvästi alle osuuden käyvän arvon Privanetissä. Tavoitehintaa ja osuuden nousupotentiaalia määriteltäessä sijoittajien tulisi kuitenkin mielestämme harkita tavanomaisen sijoitusyhtiöalennuksen ja likviditeetti-preemion vaatimista Arvosta, sillä osuuden kaupankäynti Privanetissä on vähäistä ja toisaalta osuuskunnalla ei ole ainakaan vielä näyttöä väkivahvaa track-recordia jatkuvasti arvoa luovasta sijoitustoiminnasta. Mielestämme markkinahinnan ja käyvän arvon erotusta tavanomainen sijoitusyhtiöalennus ja likviditeetti-preemio eivät kuitenkaan selitä täysin. Käyvän arvon ja markkinahinnan suurehkon erotuksen takia Arvon osuudella pitäisi mielestämme olla myös kohtuullista puskuria finanssisalkun laskun ja/tai yksittäisen sijoituksen epäonnistumisen varalle.

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

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

Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset *)	67	56 %
Partnera *)	10	8 %
Listaaamattomat osakesijoitukset	27	23 %
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	16	13 %
<b>Yhteensä</b>	<b>120</b>	<b>100 %</b>

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

## Arvo Osuuskunnan markkina-arvo

Omistusten arvo	120	MEUR
Emoyhtiön ja AINOn nettovelat (2020)	9	MEUR
Emoyhtiön ja AINOn kulujen eliminointi	8	MEUR

Arvon markkina-arvo	102	MEUR
Osuuksien määrä	82 072	kpl
<b>Osuuden laskennallinen arvo</b>	<b>1 248</b>	<b>EUR</b>

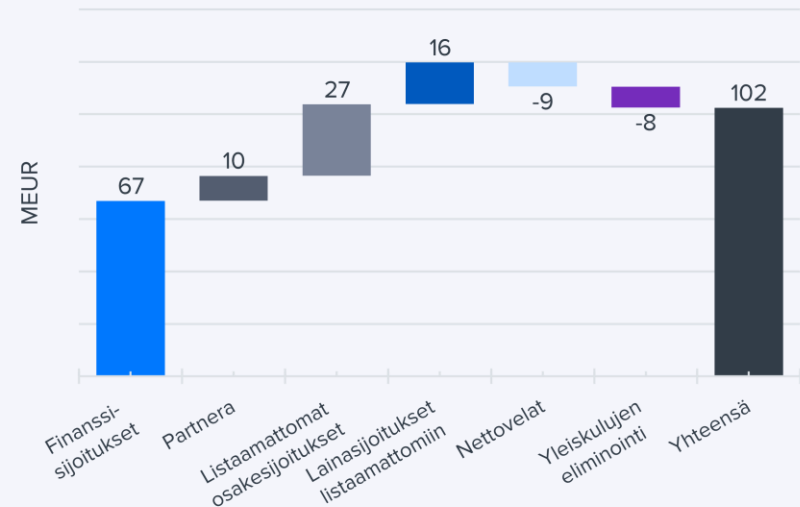
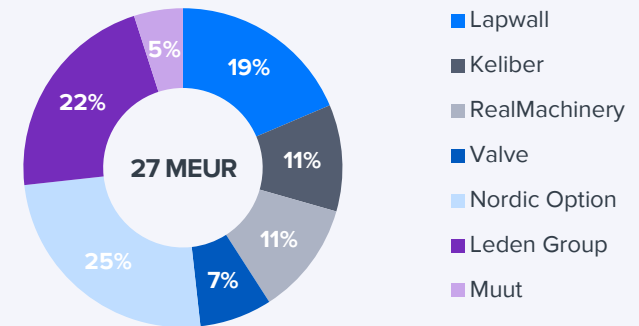
Lähde: Inderes

## 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 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	1 211,0 €	660,00 €
3.6.2021	1 248,0 €	760,00 €



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.**