

# Arvo Sijoitusosuuskunta

## Sijoitustutkimus

18.6.2023 12:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen Arvo Sijoitusosuuskunnasta ("Osuuskunta").

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Osuuskunnan, sen osuuksien tai muiden arvopaperien tarjoamisena tai markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Osuuskunta ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä. Osuuskunnalle on tarjottu mahdollisuus tutustua raporttiin ennen raportin julkaisua.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Osuuskunnasta, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Tämä tutkimus ei sisällä kaikkia merkityksellisiä tietoja Osuuskunnasta eikä tutkimus yritä esittää kaikkia Osuuskuntaa koskevia merkityksellisiä tietoja. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Osuuskuntaan liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Osuuskunnasta ja markkinoista, joilla Osuuskunta toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Osuuskunnan todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevissa lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetyistä seikoista. Inderes tai Osuuskunta ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Osuuskunnan toimeksiannosta, tutkimus ei ole esiasetuksen (EU) 2017/1129 mukainen esite tai First North -sääntöjen mukainen yhtiöesite taikka markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoa Osuuskunnan osakkeiden tai muiden arvopaperien hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus ei ole arvopapereiden myyntitarjous Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa eikä missään Euroopan talousalueen maassa.

Osuuskunta ei ole rekisteröinyt, eikä sen tarkoituksena ole rekisteröidä, mitään osaa mahdollisesta tarjouksesta Yhdysvalloissa, eikä sen tarkoituksena ole tarjota arvopapereita yleisölle Yhdysvalloissa. Tarjousta ei tehdä missään sellaisessa maassa, missä joko tarjous tai siihen osallistuminen olisi kiellettyä tai edellyttäisi Suomen lainsäädännön mukaisten toimenpiteiden lisäksi esitteen laatimista, rekisteröintiä tai muita toimenpiteitä.

Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa julkaiseminen tai levittäminen olisi lainvastaista.

# Pitkäjänteistä sijoitustoimintaa hajautetulla portfoliolla

Arvo Sijoitusosuuskunta on pitkäjänteistä sijoitustoimintaa harjoittava osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö, jolla on laajalle eri omaisuuslajien välille hajautettu sijoitusosake. Tätä peilaten Arvoa tulee mielestämme tarkastella osien summa -menetelmän kautta, sillä sijoitusyhtiölle tyypillisen tapa on arvonkehitys on riippuvaista omistusten kehityksestä. Mielestämme pörssissä osuuskuntaa on kuitenkin perusteltua arvostaa alennuksella osien summan nähden vielä lyhyehkön track-recordin sekä historiallisesti matalalle jääneen oman pääoman tuoton vuoksi.

## Arvo on omasta taseestaan sijoittava osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö

Osuuskunnan sijoitustoiminta voidaan jakaa kolmeen eri osaan: alueellisiin sijoituksiin, valtakunnallisiin sijoituksiin ja finanssisijoituksiin. Alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset koostuvat vähemmistöosuuksista listaamattomiin yhtiöihin sekä pitkä- ja lyhytaikaisesta lainarahoituksesta kohdeyhtiöille. Raportoidusta sijoitusvarallisuudesta suurin osa koostuu kuitenkin finanssisijoituksista (2022: 59 % käyvin arvoin). Portfolion riskitaso on mielestämme maltillinen laajaa hajautusta peilaten, mutta arvioimme tämän osaltaan painavan salkun tuotto-odotusta. Tämän taustalla on Arvon tavoite omistaja-arvon vakaasta kasvattamisesta sekä sijoitusstrategian arvopohjainen valinta Keski- ja Pohjois-Pohjanmaan elinkeinoelämän toimintaedellytysten vahvistamisesta. Sijoitustoimintansa kautta se pyrkii myös tuottamaan rahavirtaa omistajilleen osuuskoron kautta (60-80 % emo-osuuskunnan tuloksesta). Vuolaan voitonjaon myötä odotamme sijoittajan tuottojen realisoituvan ensisijaisesti osuuskorkojen muodossa. Arvon track-record on mielestämme kohtuullisen lyhyt suurien listaamattomien omistusten osalta, vaikka matkalle onkin mahtunut erinomaisia irtaantumisia ja sen salkussa on arviomme mukaan myös potentiaalisia arvonnoujia.

## Osuuskuntaa tulee tarkastella etenkin osien summa -menetelmällä

Emme ole laatineet Arvolle tuloslaskelmaa erillistä ennustemallia, sillä rivit voivat vaihdella voimakkaasti vuosien välillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti epärelevantteja. Huomiomme kiinnittyykin sijoitusten arvojen kehitykseen ja mielestämme osuuden arvonmäärityksessä tulee käyttää osien summa -menetelmää. Olemme jakaneet Arvon salkun omaisuuslajikohtaisesti finanssisijoituksiin, listaamattomiin osakesijoituksiin sekä lainasijoituksiin listaamattomille yrityksille. Arvonmäärityksessä sijoitusvarallisuudesta täytyy vähentää vielä konsernin nettovelat, operatiiviset kulut sekä laskennalliset verovelat. Komponentit huomioiden saamme salkun laskennalliseksi arvoksi 94 MEUR tai 114 euroa osuudelta. Puolestaan vuoden 2022 tasoisen osuuskoron (4 euroa/osuus) näemme olevan turvattu lähivuosina vahvan taseen, lainasijoitusten kassavirtaprofiiliin sekä likvidien finanssisijoitusten myötä.

## Mielestämme selkeän sijoitusyhtiöalennuksen vaatiminen on ainakin toistaiseksi perusteltua

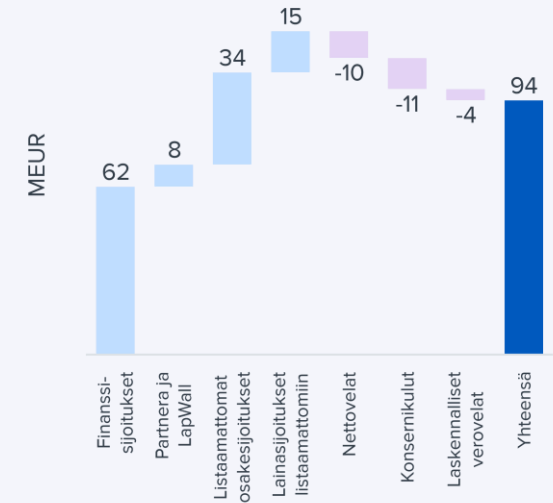
Mielestämme käyvän markkina-arvon määrittämisessä tulee huomioida vielä sijoitusyhtiöiltä tyypillisesti vaadittava sijoitusyhtiöalennus. Lyhyehkön track-recordin sekä historiallisesti matalalle tasolle jääneen oman pääoman tuoton (ROE-% 2018-2022: 4,5 %) myötä osuudelta on mielestämme toistaiseksi perusteltua vaatia selkeää alennusta. Arvioimme myös osuuskuntamuotoisuuden rajaavan tiettyjen sijoittajien kiinnostusta äänivallan kasvattamisen ollessa mahdotonta. Näitä peilaten osuutta on mielestämme perusteltua arvottaa 15-25 %:n alennuksella osien summaan nähden, minkä myötä osuuden käyväksi markkina-arvoksi muodostuu 86-97 euroa. Tämä vastaisi puolestaan vuoden 2022 toteutuneilla luvuilla P/B-kerrointa 0,7x-0,8x ja viime vuosien osuuskoroilla noin 4-5 %:n osuuskorkotuottoa, joiden näemme tukevan osuuden arvostusta. Näemme sijoitusyhtiöalennuksen laskun sekä tasepohjaisen nousuvaran olevan liitännäisiä pääoman tuoton nousuun sekä track-recordin kerryttämiseen.

## Arvostus

### Inderesin arvio osuuden käyvästä arvosta ennen First North -listautumista

86-97 EUR

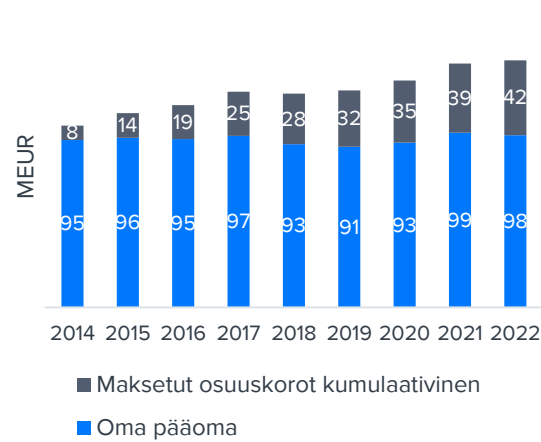
### Osien summa ilman sijoitusyhtiöalennusta



## Ohjeistus

(Ei ohjeistusta)

## Arvon historiallinen kehitys



## Osuuskorko ja jakosuhde



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



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	<b>6-7</b>
Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys	<b>8-14</b>
Finanssisijoitukset	<b>15-19</b>
Listaamattomat osakesijoitukset	<b>20-21</b>
Leden Group	<b>22-26</b>
Nordic Option	<b>27-29</b>
Valve	<b>30</b>
Festivo Finland	<b>31</b>
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	<b>32-34</b>
Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili	<b>35-36</b>
Ennusteet	<b>37-38</b>
Sijoitusprofiili	<b>39</b>
Arvonmääritys	<b>40-43</b>
Taulukot	<b>44-45</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>46</b>

# Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunta lyhyesti

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

**1914**

Perustamisvuosi

**115 MEUR**

Sijoitussalkun raportoitu käypä arvo 2022 lopussa

**59 % / 22 % / 19 %**

Arvopaperisalkun / Valtakunnallisten / Alueellisten sijoitusten osuus Arvon sijoitusportfoliosta 12/2022 lopussa

**67 %**

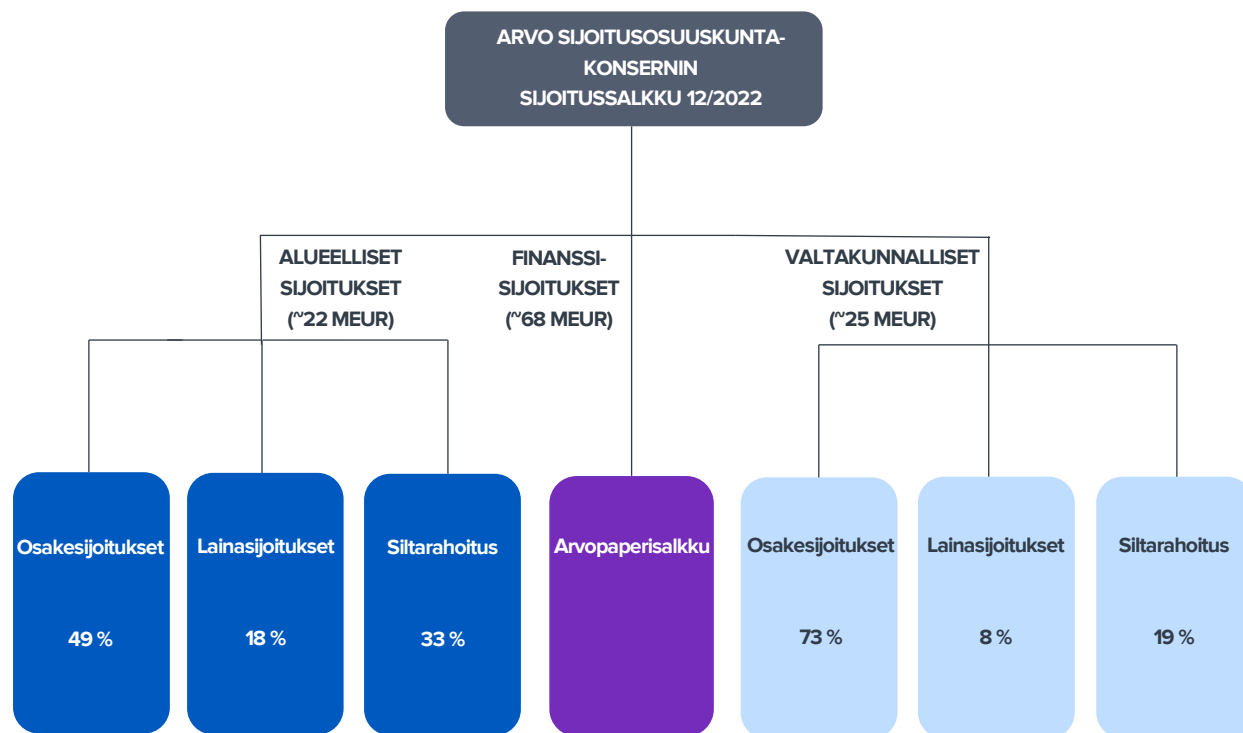
Valtakunnallisten ja alueellisten sijoitusten yhteenlaskettu tavoiteallokaatio vuoteen 2025 mennessä

**4,24 € (2018-2022 keskiarvo)**

Osuuskorko per osuus\*

**5 kpl**

Henkilömäärä 2022



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

Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta / Inderes

# Yhtiökuvaus

## Lyhyt yhtiökuvaus ja listautumisen taustat

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

Arvo on pitkäjänteinen vähemmistösjoittaja ja -omistaja, joka kehittää ja rahoittaa suomalaisia pk-yrityksiä Keski- ja Pohjois-Pohjanmaan alueella ja myös valtakunnallisesti. Lisäksi Arvo-konsernilla on merkittävät julkisesti noteeratuista arvopapereista koostuva sijoitussalkku. Koko portfolion arvo oli vuoden 2022 lopussa käyvin arvoin noin 115 MEUR.

Arvon omistajakunta on ennen listautumista erittäin laaja, sillä osuudenomistajia osuuskunnassa oli 23 881 helmikuun 2023 lopussa. Yhteensä osuuksia osuuskunnassa oli helmikuun lopussa 820 530 tämän vuoden puolella tehdyn maksuttoman osuusannin myötä (osuusmäärä kymmenkertaistui).

Osuuskunnan osuuksilla käytiin kauppaa aikaisemmin Privanet Securitiesin listaamattomien yritysten jälkimarkkinapaikalla ennen markkinapaikan sulkemista kesäkuussa 2021. Nyt suunnitellun First North -listautumisen päätarkoituksena onkin tarjota osuuksille jälleen

markkinapaikka osuuksien likviditeetin lisäämiseksi. Lisäksi tällä tavoitellaan osuuksien läpinäkyvämpää arvostusta sekä Arvon yleisen tunnettavuuden kasvattamista. Kyseessä on tekninen listautuminen, eikä Arvo siten kerää listautumisen yhteydessä uusia pääomia.

## Missio, visio ja arvot

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

## Osuuskunnassa on tiettyjä eroja tavalliseen pääomasijoittajaan nähden

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

Arvo eroaa myös perinteisistä

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

## Konsernirakenne

Arvolla on yksi tytäryhtiö: Arvo Invest Nordic (AINO, 100 %:n omistusosuus), joka ei ole varsinainen sijoituskohde, vaan konsernin sijoitusyhtiö. Vähemmistösjoituksia Arvolla on puolestaan useita sekä alueellisissa että valtakunnallisissa salkussaan ja näissä sen omistusosuus vaihtelee huomattavasti.

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Arvon oma sijoitustoiminta sekä sijoituskohteiden ja osuuskunnan operatiivinen toiminta. Sijoituskohteet toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Osuuskunnan kulut voidaan puolestaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Mielestämme Arvon tuloksen kehityksellä ei myöskään ole merkittävää roolia osuuden arvon kannalta ja yksittäisten vuosien tuloskehityksen seuraaminen voi jopa ohjata vääriin johtopäätöksiin. Huomiomme kiinnittyykin etenkin sijoitusten arvojen suuntaan ja mielestämme Arvon osuuden hinnoittelussa tulee käyttää osien summa -menetelmää.

# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 1/6

## Arvon sijoitustoiminta

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

Sijoitettava summa voi vaihdella alueellisissa sijoituksissa 0,1-5,0 MEUR:n välillä ja valtakunnallisissa sijoituksissa 1,0-5,0 MEUR:n välillä, jolloin yksittäisillä kohteilla ei ole portfolioissa huomattavan suurta painoarvoa. Tyypillinen sijoitusaika molemmissa on 5-7 vuotta. Varsinaisia toimialarajoituksia kohdeyhtiöiden valinnassa ei ole. Listautumisesitteen perusteella Arvo on tehnyt kuitenkin linjauksen, ettei se sijoita suoraan kiinteistöhankeisiin tai startup-yrityksiin ja edellyttää sijoituskohteitaan kannattavaa liiketoimintaa tai uskottavaa näkymää sen saavuttamiseksi lähitulevaisuudessa.

## Sijoitusstrategia

Osuuskunnan sijoitusstrategiana on alueen (Keski- ja Pohjois-Pohjanmaa) elinkeinoelämän toimintaedellytysten vahvistaminen ja jäsenten taloudenpidon tukeminen osuuskorkoa maksamalla. Tätä toteutetaan etenkin alueellisen

sijoitustoiminnan kautta. Alueellisesti Arvolla onkin arviomme mukaan etulyöntiasema potentiaalisia kohteita haarukoitaessa. Toisaalta osin alueellinen strategia rajaa kuitenkin osuuskunnalle potentiaalisten sijoituskohteiden määrää, minkä takia kokonaisuutena pidämme alueellisuutta mieluummin lievänä heikkoutena kuin mahdollisuutena. Alueelliset sijoitukset mahdollistavat kuitenkin osuuskunnan mission ja vision toteuttamisen.

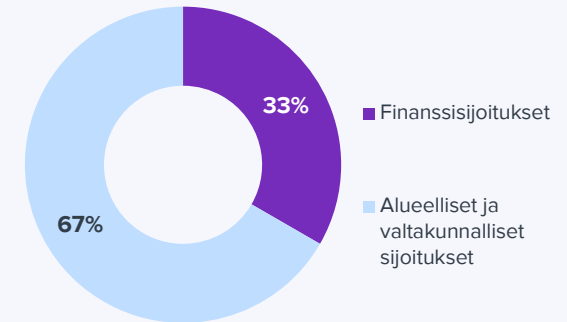
Valtakunnallisilla sijoituksilla ja finanssisijoituksilla Arvo pyrkii hankkimaan lisätuottoja, hajauttamaan sijoitussalkkuaan ja niiden tarkoituksena on myös kerryttää kassavirtaa vuotuista voitonjakoa varten. Arvon alueelliset ja valtakunnalliset sijoituskohteet ovat pk-yrityksiä, joiden selvästi tärkein toiminta-alue on Suomi. Näin ollen Arvon sijoitussalkun menestys on myös osin kiinni Suomen talouden kehityksestä.

Kokonaisuutena sijoitustoiminnan keskeisenä tavoitteena on sijoitusstrategian mukaisen vuosituoton saavuttaminen ja omistaja-arvon vakaa kasvattaminen.

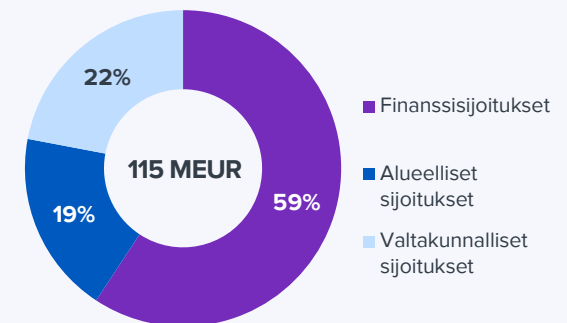
## Arvo on vähemmistösjjoittaja

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

## Sijoitussalkun tavoiteallokaatio 2025



## Sijoitusjakauma vuoden 2022 lopussa (käypä arvo)





# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 2/6

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

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

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

## Alueellisten sijoitusten markkinan erityispiirteet

Listautumisesitteen perusteella Arvon alueellisten sijoitusten maantieteellisellä kohdemarkkinalla (Keski- ja Pohjois-Pohjanmaan talousalue) on nykyisin yhteensä noin 30 000 yritystä. Vastaavasti alueella on esitteen mukaan suhteellisesti paljon valmistavaa teollisuutta ja vähemmän palvelualan yrityksiä, mikä on heijastunut myös Arvon alueellisten sijoitusten historiallisesti korkeaan valmistavan teollisuuden

toimialapainotukseen. Tilannetta heijastellen odotamme myös lähtökohtaisesti valmistavan teollisuuden yritysten painon pysyvän jatkossa suhteellisen korkealla alueellisissa sijoituksissa ja osuuskunnan pyrkivän toimialahajautukseen etenkin valtakunnallisten sijoitusten kautta. Sen sijaan pidämme mahdollisena, että Arvo voisi pyrkiä toimimaan alueellisesti saman toimialan sisäisen konsolidaation myötävaikuttajana mittakaavaetujen saavuttamiseksi (esim. Leden Groupin muodostaminen vuonna 2020). Arvioimme mukaan tämänäyttöisillä järjestelyillä osuuskunnalla voisi olla myös edellytyksiä arvonluonnille tulevaisuudessa.

## Kilpailutilanne

Käsittääksemme useimmat pääomasijoittajat tavoittelevat kohdeyhtiöistä enemmistöosuutta sekä päätösvaltaa. Arvoon nähden useimmat pääomasijoittajat etsivät myös usein kertaluokkaa suurempia kohdeyhtiöitä. Tätä tukee myös Arvon listautumisesite, sillä sen perusteella vähemmistöosakesijoittajia on Suomessa huomattavasti vähemmän kuin enemmistöosijoittajia. Arvon kanssa samassa kokoluokassa toimivia vähemmistöosijoittajia oli Pääomasijoittajat ry:n mukaan Suomessa 13. Osalla toimijoista on kuitenkin toimialarajoituksia, toisin kuin Arvolla. Esimerkkeinä samantyyppisistä toimijoista oli mainittu Evli Growth Partners ja Nordic Option, joista Evlin rahastossa Arvo on myös itse sijoittajana ja Nordic Optionissa omistajana. Arvon näkökulmasta nämä eivät ole myöskään suoria kilpailijoita, vaan sen omaa sijoitussalkkua laajentavia kumppaneita. Arvo on myös historiassaan tehnyt muiden

pääomasijoittajien kanssa yhteistyötä (mm. CapMan, Evli, Mandatum, Tesi, Helmet Capital).

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

Arvioimme kuitenkin vähemmistöosijoittajan voivan olla joillekin yrityksille ja yrittäjille päätösvaltaa hakevaa enemmistöosijoittajaa matalamman kynnyksen yhteistyökumppani. Mielestämme erottautumisen tavoittelu sijoittajana onkin positiivista, sillä yleisesti kilpailu hyvistä ja kehityskelpoisista sijoituskohteista on kovaa. Siten hyvien ja kohtuuhintaisten kohteiden löytäminen on arvioimme mukaan sijoittajille haaste, jonka ratkaisemisessa onnistuminen on tulevaisuuden tuottojen kannalta yksi keskeisimpiä asioita.

## Taloudelliset tavoitteet

Arvon taloudelliset tavoitteet listautumisesitteen mukaan ovat:

- Sijoitetun pääoman annualisoitu tuotto vähintään 7,5 %
- Omavaraisuusaste yli 60 %
- Tasainen voitonjako: 60-80 % emo-osuuskunnan tuloksesta osuuskorkona jäsenille
- Hajautettu sijoitussalkku: Alueellisissa ja valtakunnallisissa sijoituksissa 2/3 sijoitusomaisuudesta vuoteen 2025 mennessä

# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 3/6

- Riittävä kassavirtatuotto: Alueellisissa ja valtakunnallisissa sijoituksissa 50 % kassavirtaa tuottavissa lainasijoituksissa ja 50 % osakesijoituksissa
- Tehokas rahankierto: Vuosittain uusia alueellisia/valtakunnallisia sijoituksia vähintään 5 kappaletta ja sijoitussumma vähintään 5-10 MEUR

Viimeisen viiden vuoden aikana Arvo on saavuttanut pääoman tuottotavoitteensa kahtena edellisenä vuotena, mutta keskimäärin pääoman tuotto on jäänyt kuitenkin tavoitetason alle (2018-2022 ka. 6,8 %). Mielestämme nykyisellä ja tavoitellulla allokaatiolla osuuskunnalla on edellytykset yltää pääoman tuoton tavoitteeseensa, mutta erityisen kunnianhimoisena tavoitetasoa ei voi mielestämme pitää. Osaltaan tähän vaikuttaa arviomme mukaan osuuskunnan tavoite omistaja-arvon vakaasta kasvattamisesta sekä arvopohjaiset valinnat. Lisäksi on hyvä huomioida, että pääoman tuotot voivat vaihdella vuosien välillä huomattavastikin mahdollisten suurempien irtaantumisten tai alaskirjausten vuoksi. Näemme pörssin mittakaavassa maltillisen tavoitetason kuitenkin osaltaan painavan osuudelle hyväksyttävää tasepohjaista arvostustasoa.

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

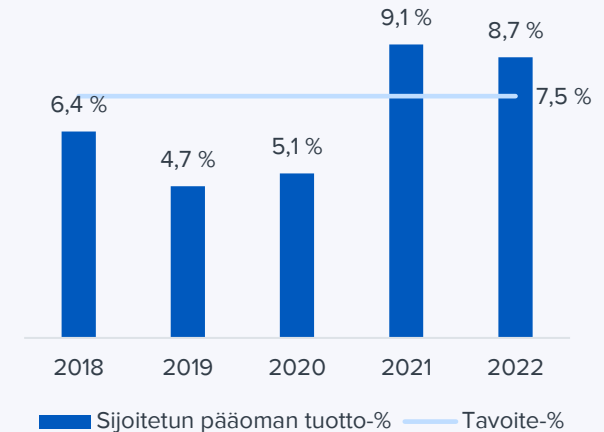
merkittävästi sen varsin vuolas voitonjakopolitiikka. Vuoden 2022 lopussa alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset olivat jakautuneet noin 60 % osakesijoituksiin ja 40 % lainasijoituksiin, mutta emme näe tätä suurena ongelmana ja on myös hyvä huomata, että kyseessä on yksittäinen tarkastelupiste.

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

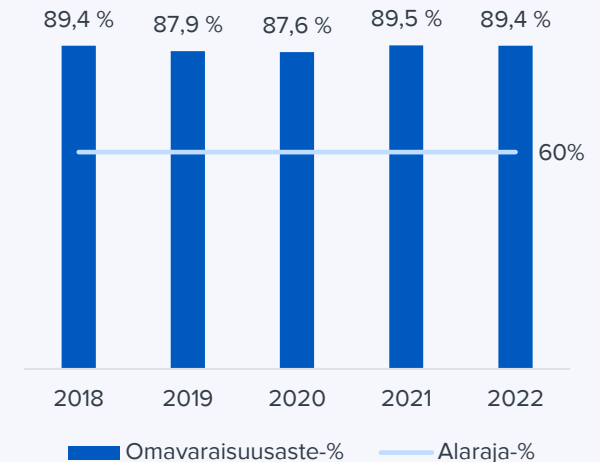
Vastaavasti tavoiteltuun sijoitusjakaumaan on vielä reilusti matkaa, sillä sijoitusten jakauma oli vielä vuoden 2022 lopussa selvästi painottunut finanssisijoituksiin (59 % portfoliosta käyvillä arvoilla). Siten Arvolla on lähivuosina arviomme mukaan suuri työmäärä sijoitusjakaumaan pääsemiseksi, kun huomioidaan houkuttelevien sijoituskohteiden rajallinen määrä. Siten emme yllättyisi, vaikka tavoitetta jouduttaisiin siirtämään eteenpäin jo vakaan omistaja-arvon luomisenkin näkökulmasta.

Arviomme mukaan tavoiteltujen uusien sijoitusten tekeminen edellyttää finanssisijoitusten realisoimisen lisäksi myös luopumisia vanhoista kohdeyhtiöistä. Pidemmällä aikavälillä uusien sijoitusten ja irtaantumisen listaamattomista kohdeyhtiöistä tulisi myös vastata suurin piirtein toisiaan, sillä jatkuvien kassavirtatuottojen lisäksi osuuskoron maksun ylläpitämiseksi ja etenkin kasvattamiseksi vaaditaan myös onnistuneista sijoituksista kertyneitä myyntivoittoja.

## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



## Omavaraisuusaste-%:n kehitys



# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 4/6

Pääoman kierrätystarpeen takia on mielestämme myös tärkeää, että Arvolla on salkussaan eri vaiheissa eteneviä kohteita, jotta vetäytymiset ja uudet sijoitukset on mahdollista toteuttaa yritysten elinkaarten perspektiivistä jokseenkin optimaalisissa vaiheissa. Uusissa sijoituksissa fokusalueena on etenkin alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset, mikä on luonnollista yhtiön portfolion nykyinen allokaatio ja tavoitetaso huomioiden.

## Sijoitusprosessi

Käsityksemme mukaan Arvon sijoitusprosessi etenee yleensä siten, että sijoituskohteet nousevat esille osuuskunnan oman aktiivisuuden tai yhteistyöverkoston kautta. Arvo on pyrkinyt rakentamaan sijoitussalkkunsu sisälle arvoketjua, joka tuo potentiaalisia sijoituskohteita Arvon tietoisuuteen ja myös Arvoa tutuksi kohteille.

Arvoketjun alkupään muodostavat varhaisen vaiheen teknologiayhtiöihin sijoittavat rahastot, joihin Arvo on sijoittanut finanssisijoitusten kautta. Osuuskunta voikin periaatteessa ohjata nykystrategiansa ulkopuolelle jäävät varhaisen vaiheen yhtiöitä rahastojen tietoisuuteen. Näissä yhtiöt pääsevät kasvamaan ja kypsymään Arvoa tai sen osakkuusyhtiö Nordic Optionia kiinnostavaan kokoluokkaan ja toisaalta Arvo pääsee tutustumaan kohteisiin ja sulattelemaan mahdollisuutta yhteistyön syventymiseen. Käsittääksemme sijoituskohteiden siirtymistä arvoketjun sisällä ei ole vielä käytännössä tapahtunut, joten pidämme tätä enemmänkin

mahdollisena optiona tulevaisuudessa.

Tämän jälkeen arvoketjun muodostavat Arvon osakkuusyhtiö Nordic Option sekä Arvon omat sijoitukset listaamattomiin yrityksiin. Nordic Optionin sijoitukset muodostuvat kasvuvaiheen listaamattomista teknologiayrityksistä etenkin Pohjois-Suomen alueella. Arvon omat sijoitukset ovat puolestaan perinteisesti keskittyneet vahvasti rakennus- ja teollisuussektorille, mutta viimeisimpien suorien sijoitusten myötä osuuskunta on pyrkinyt vähentämään toimialapainoa ja suhtaudummekin tähän myönteisesti. Arvoketjun loppupään muodostaa puolestaan finanssisijoitukset, jotka keskittyvät yleisesti jo vakaampiin pörssilistattuihin toimijoihin.

Potentiaalisen kohteen löytymisen jälkeen Arvon sijoitustyöryhmä tai toimiva johto suodattaa osuuskunnan hallitukselle hankkeita, jotka se käsittelee ja hyväksyy tai hylkää. Jos esitys hyväksytään, tästä seuraa usein aiesopimus, jonka jälkeen sijoituskohteesta suoritetaan vielä tarkemmat arvioinnit (mm. due dilligence). Tämän jälkeen esitys palautuu vielä hallituksen käsiteltäväksi, minkä jälkeen lopullinen sopimus voidaan solmia, jos hallitus hyväksyy esityksen. Käsityksemme mukaan prosessiin yhden kohteen osalta menee yleensä vähintään 2-3 kuukautta (joissakin suoraviivaisissa ja rahalliselta arvoltaan vähäisissä sijoituksessa toiminta voi olla nopeampaa), mutta kokonaisuutena Arvo saa päätöksiä aikaan mielestämme verrattain nopeasti ja tästä voi ainakin tietyissä tapauksissa olla etua.

Oman pääoman kehitys ja maksettu osuuskorko (MEUR)



# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 5/6

## Historiallinen kehitys

Listautumisesitteen perustella Arvon on määritellyt varsinainen sijoitusyhtiöhistoriansa alkaneen vuodesta 2015. Tästä eteenpäin osuuskunta on maksanut jäsenilleen osuuskorkoja yhteensä noin 34,2 MEUR sisältäen vuosina 2016-2023 maksetut osuuskorot (ts. osuuskorot vuosien 2015-2022 tuloksista). Vastaavalla ajanjaksolla konsernin oma pääoma on pysynyt hyvin vakaalla tasolla (2022: 97,6 MEUR vs. 2015: 96,1 MEUR). Tätä peilaten osuuskunta on pystynyt tuottamaan omalla pääomalla keskimäärin noin 4,5 %:n vuotuista kassavirtatuottoa omistajille osuuskoron muodossa.

Sijoitusyhtiölle merkittävä oman pääoman kasvu on jäänyt kuitenkin varsin maltilliseksi, minkä taustalla on arviomme mukaan varsin vuolas voitonjako sekä keskimäärin maltilliseksi jäänyt oman pääoman tuotto, joka edellä kuvailtua kehitystä peilaten on keskimäärin ollut vain aavistuksen voitonjakoa korkeampi. Sinällään oman pääoman kasvattaminen ei itsessään ole Arvon tavoite, sillä tämän edelle kiillaa tasaisen osuuskoron maksaminen. Mielestämme oman pääoman kasvattaminen linkittyy kuitenkin osaltaan Arvon sijoitusstrategiaan ja visioon omistaja-arvon vakaasta kasvattamisesta (vrt. sijoitetun pääoman tuoton tavoite).

Tätä peilaten Arvolle ei ole mielestämme vielä muodostunut erityisen vahvaa track-recordia sijoitusyhtiöhistoriansa aikana suurempien sijoitusten onnistuneista irtaantumista (etenkään listaamattomien kohteiden osalta). Sen sijaan

salkun kierron osuuskunta on pystynyt pitämään melko hyvänä, vaikkakin tähän mennessä irtaantumiset ovat keskittyneet pienempään päähän (pl. mahdolliset finanssisalkun myynnit). Pidämme tätä positiivisena pääomien kierron kannalta, mutta toisaalta pienemmän kokoluokan myötä näiden vaikutus isossa kuvassa on huomattavasti rajallisempi.

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

Olemme tarkastelleet seuraavaksi tarkemmin viime vuosina listaamattomista osakesijoituksista tehtyjä suurimpia irtaantumisia sekä velkasijoitusten onnistumisia/epäonnistumisia. Olemme jakaneet tarkastelun alun perin suorina osakesijoituksina tehtyihin sijoituksiin sekä velkasijoituksiin (ml. vvk-lainasta osakesijoitukseksi konvertoituneet sijoitukset).

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

Tähän mennessä Arvon suurin yksittäinen onnistuminen alun perin suorana osakesijoituksena tehdystä omistuskohdeesta

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

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

Näitä lukuun ottamatta irtaantumiset alun perin suorina osakesijoituksina tehdyistä kohteista ovat olleet selvästi pienempiä kokoluokaltaan. Siten Arvon sijoitusstrategian suorien osakesijoitusten näyttöihin on vaikea ottaa vielä tarkemmin kantaa suurempien irtaantumisten rajallisen otannan vuoksi. On kuitenkin hyvä huomata, että vvk-sijoitukset tehdään käsityksemme mukaan usein samalla ajatuksella suorien osakesijoitusten kanssa konversio-option myötä. Näistä Arvolle on kertynyt myös enemmän otantaa.

# Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 6/6

Keskipitkällä aikavälillä irtautumisia alun perin suorina osakesijoituksista tehdyistä omistuksista pitäisi tulla enemmän, sillä portfolioissa on kypsempään vaiheeseen edenneitä kohteita (mm. LapWall ja Leden Group). LapWallin kohdalla on kuitenkin hyvä huomata, että Arvon aikaisemmin listaamattoman sijoituksen listautuminen ei suoraan tarkoita, että osuuskunta etsisi nopeaa irtaantumista kohdeyhtiöstään. Pidämme tätä silti todennäköisenä lähivuosien aikana salkun kierron optimoinnin kannalta. Puolestaan Leden Group on aiemmin kertonut tavoittelevansa listautumista tulevaisuudessa. Siten arvioimmekin Arvon irtaantumisen tapahtuvan lähtökohtaisesti vasta tämän jälkeen tai mahdollisen suuremman teollisen järjestelyn kautta. Yleisesti sijoittajien kannattaa kuitenkin jatkossa seurata tarkasti irtautumishintoja ja sijoituksilla saatuja tuottoja.

## Lainasijoitusten merkittävimmät onnistumiset/epäonnistumiset

Merkittävimpanä onnistumisena vvk-sijoitusten osalta Arvolle on toistaiseksi ollut 2 MEUR:n sijoitus Suomen Maastorakentajiin (myöh. Skarta Group, nyk. NYAB) vuonna 2019. Skarta Group listautui Helsingin First North -listalle kesällä 2021 ja tässä yhteydessä Arvon vvk-laina konvertoitiin alennuksella osakkeiksi. Arvo myi tämän jälkeen omistuksensa ja kirjasi tästä myyntivoittoa vuodelle 2021 2,6 MEUR ja vuodelle 2022 peräti 3,9 MEUR. Tämä kuvaa mielestämme alun perin suhteellisen korkeariskisen käännetarinan onnistumisen potentiaalia. Emme kuitenkaan lähtökohtaisesti usko, että Arvo voisi keskimäärin

päästä vastaaviin tuottoihin vvk-sijoitusten kautta. Kauempaa historiasta onnistuneena vvk-sijoituksena voidaan mainita myös Arvon 5 MEUR:n vvk-sijoitus Lehto Groupiin vuonna 2015, josta osuuskunta kirjasi irtaantumisasiivä 1,8 MEUR:n voiton lyhyellä sijoitusajalla.

Arvolla on realisoitunut myös tappioita vvk-sijoituksista, kun rakennus- ja talotekniikka-alan konserni Sikla hakeutui viime vuodenvaihteessa yrityssaneeraukseen. Osuuskunta oli tehnyt yhtiöön 4,2 MEUR:n vvk-sijoituksen ja käsityksemme mukaan tämä konvertoitiin ennen yrityssaneerausta Siklan osakkeiksi. Tämän lisäksi osuuskunta oli myöntänyt yhtiölle yhteensä 5,5 MEUR osin vakuudellista rakennusaikaista rahoitusta yksittäisiin projekteihin (arvioimme mukaan osa velkapääomasta oli kertyneitä maksamattomia korkoja). Yrityssaneerauksen myötä Arvo joutui kuitenkin tekemään vuoden 2022 tilinpäätöksessä 4,9 MEUR:n tulosvaikutteiset alaskirjaukset (osakesijoitus ja osa veloista).

Huomioiden yrityssaneeraus ja rakentamisen toimialan tämänhetkiset erittäin synkät näkymät pidämme todennäköisenä, että Arvo joutuu vielä kirjaamaan jäljellä olevia sijoituksiaan alas tänä vuonna. Jäljellä olevien lainasaatavien rakennetta (vakuudellisten osuus) ei ole kuitenkaan julkaistu, joten mahdollisten alaskirjausten määrää on vielä vaikea ennakoita. Toisaalta näkyvien parantuessa ja yhtiön onnistuessa kääntämään liiketoimintansa voisi osakesijoituksessa olla vielä tulevaisuudessa arvoa.

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

Toinen lainasijoitus, josta Arvo joutui kirjaamaan aikanaan isommat tappiot tapahtui Ferrovan Oy:n mennessä konkurssiin vuonna 2019. Arvolla oli vvk-saamiaisia sekä näihin liittyviä optioita yhteensä 3,5 MEUR:n edestä. Nämä osuuskunta kuitenkin sai katettua vuosittain tehtävällä arvonalennusvarauksella ja arvioimme mukaan todelliset lainasaamiset olivat huomattavasti pienemmät.

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

# Arvon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



# Finanssisijoitukset 1/3

## Finanssisijoitukset muodostavat suurimman osan Arvon salkusta

Merkittävin osuus Arvon sijoitusportfoliosta muodostuu finanssisijoituksista eli julkisesti noteeratuista arvopaperisijoituksista. Arvo raportoi, että näiden sijoitusten painoarvo oli käyvin arvoin joulukuun 2022 lopussa noin 59 % koko portfoliosta. Siten finanssisijoitusten markkina-arvo oli 68,0 MEUR. Finanssisalkun sisältö koostuu osakesijoituksista, korkosijoituksista sekä vaihtoehtoisista sijoituskohteista. Arvo-konsernin finanssisijoituksista vastaavat osuuskunnan ja tytäryhtiö AINO:n oma henkilökunta, minkä lisäksi osuuskunnalla on kaksi täyden valtakirjan salkunhoitajaa (Danske Varainhoito ja Nordea Investment Management).

## Sijoituspolitiikka

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

## Osakesijoitukset

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

Yksittäistä suoraa osakesijoitusta koskevat rajoitteet:

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

## Korkosijoitukset

- Sijoituksia voidaan tehdä mm. rahamarkkinatalletuksiin, valtion velkakirjoihin, yrityslainoihin tai näihin sijoittaviin korkorahastoihin tai ETF-rahastoihin
- Suorat joukkovelkakirjalainat pyritään pitämään salkussa erääntymiseen saakka
- Yksittäisen liikkeeselaskijan velkakirjaan tehtävän sijoituksen enimmäismäärä 5 % (AINO 7,5 %)

- Yksittäiseen High Yield -luokituksen korkosijoitukseen enintään 1 % (AINO 3 %)
- Korkopaperiin ilman luottoluokitusta enintään 1 % (AINO 5 %)

## Vaihtoehtoiset sijoitukset

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

## Finanssisalkun sisältö

Arvo raportoi, että vuoden 2022 lopussa salkun varallisuudesta (68,0 MEUR) isoin osuus (42 %) oli täyden valtakirjan salkunhoitajien hallinnoitavana. Salkun loppuosuus eli konsernin hallinnoima osuus jakautui omaisuuslajeittain puolestaan seuraavasti: suorat osakesijoitukset 14 %, kiinteistösijoitukset 14%, suorat korkosijoitukset 11 %, rahastosijoitukset 10 % ja muut vaihtoehtoiset sijoitukset 9 %. Siten Arvon finanssisijoitukset olivatkin mielestämme hajautettu varsin laajalti eri omaisuuslajien välille sijoituspolitiikan mukaisesti.

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

# Finanssisijoitukset 2/3

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

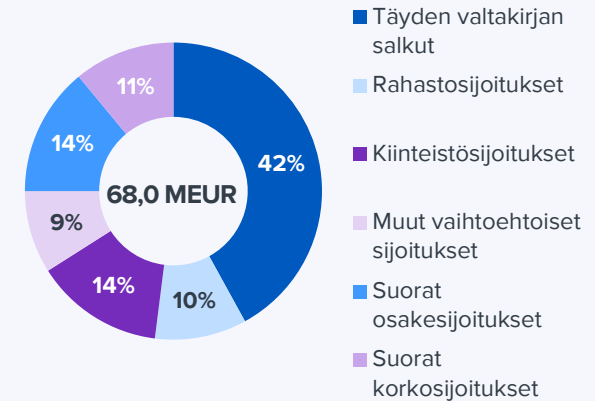
Raportoitujen suorien korkosijoitusten osalta on hyvä huomioida, että nämä sisältävät myös konsernin käteiset varat (6,0 MEUR), jotka oikaisemme osien summa -laskelmassamme finanssisijoituksista. Finanssisijoitusten osalta on hyvä tiedostaa, että Arvo kirjaa finanssisijoitukset taseeseen vaihto-omaisuuteen niiden hankinta-arvolla tai sitä alempaan arvoon. Siten sijoitussalkun mahdollinen positiivinen kehitys ei heijastu osuuskunnan tulokseen tai taseeseen vasta kuin myyntihetkellä.

## Finanssisijoitusten kassavirta tärkeässä roolissa

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

Arvon vaihto-omaisuuteen kirjattavien finanssisijoitusten määrä (tasearvo) on laskenut vuosien 2014-2022 välillä hieman alle 70 MEUR:sta hieman reiluun 60 MEUR:oon tehtyjen lunastusten takia (vuoden 2022 lopussa vaihto-omaisuus sisälsi myös omistukset LapWallissa ja Partnerassa, jotka Arvo luokittelee alueellisiin ja valtakunnallisiin sijoituksiin). On hyvä huomata, että mahdollisten allokaatiomuutosten myötä tasearvoissa voi esiintyä heiluntaa, kun vanhoja sijoituksia vaihdetaan uusiin (ts. tasearvo voi kasvaa). Lisäksi alun perin listaamattomien sijoitusten mahdolliset listautumiset voivat kasvattaa taseen vaihto-omaisuuden arvoa, vaikka niiden status ei muutu finanssisijoituksiksi (esim. LapWall ja Partnera). Tätä peilaten Arvon finanssisijoituksiksi luokittelemien sijoitusten arvoa ei voi myöskään suoraan seurata taseen kautta.

## Finanssisijoitusten jakauma 2022 lopussa



## OMXH25-hintaindeksin kehitys



Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Nasdaq, Inderes



# Finanssisijoitukset 3/3

Puolestaan sijoitusten käyvät arvot (markkina-arvot) ovat ylittäneet jokaisena vuonna niiden tasearvon ja vuoden 2022 lopussa finanssisijoitusten käyvät arvot ylittivät tasearvot vajaalla 10 MEUR:lla. Tällä tavoin ei voida kuitenkaan suoraan arvioida Arvon finanssisijoitusten menestystä, koska tässä huomioiduksi eivät tule likvidoinneista saatavat myyntivoitot/-tappiot tai uusien sijoitusten ajankohta, jotka muuttavat sijoitusten tasearvon ja markkina-arvon suhdetta. Myöskään osingot tai korot eivät tule tällä tavoin huomioiduksi. Tämä antaa kuitenkin osittaista kuvaa taseessa finanssisijoitusten osalta olevasta piiloarvosta.

## Merkittävät omistusosuudet Partnerassa ja LapWallissa

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

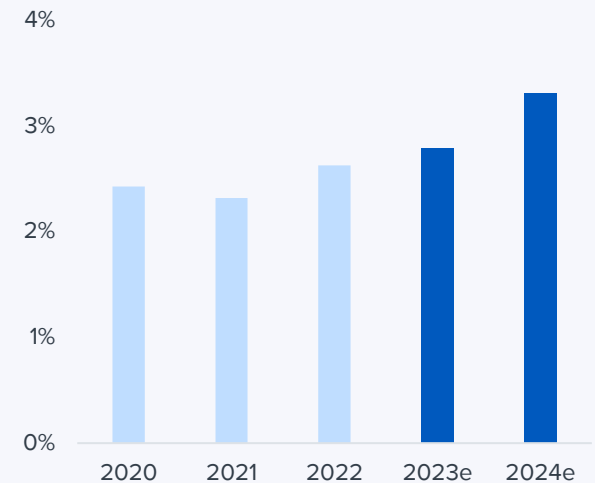
Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomioida, että

tarkastelemme raportissa Arvon sijoituksia omaisuuslajeittain ja tästä syystä käsittelemme Partneraa sekä LapWallia finanssisijoitusten yhteydessä. Arvonmäärityksessä käytämme yhtiöiden julkisia markkinahintoja.

## Finanssisijoitusten arvon määrittäminen

Arvostamme Arvon käypää arvoa laskiessamme finanssisijoitukset lähtökohtaisesti viimeisimpään raportoituun käypään arvoon (12/2022) markkina-arvojen perusteella (68,0 MEUR), johon lisäämme Partnera- ja LapWall -omistusten markkina-arvot. Lisäksi oikaisemme tästä loppusummasta pois käteisen osuuden korkosijoituksista (ts. vuoden 2022 lopun kassa 6,0 MEUR), jotka tulevat huomioiduksi nettovelan laskennan kautta.

## Helsingin pörssin osinkotuotto-%



## Vaihto-omaisuuden sijoitussalkkujen kehitys (MEUR)



# LapWall

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

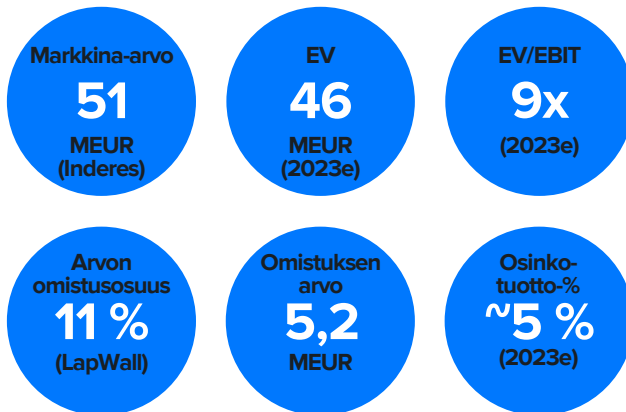
LapWall on rakennusmateriaaliyhtiö, joka on keskittynyt puusta valmistettujen seinä- ja kattoelementtien valmistamiseen Suomessa. LapWall operoi rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa sekä elementtituotteita että niihin suoraan liitännäisiä asennuspalveluita. LapWallin päätuotteita ovat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

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki alkuperäisen sijoituksen LapWalliin vuonna 2017. Sijoituksen alkutaival lähti synkästi liikkeelle, mutta kannattavuuskäänteen myötä LapWall listautui First North -listalle keväällä 2022. LapWall hankki ennen listautumistaan myös kattoelementtivalmistaja Termaterin. Vuonna 2022 LapWallin tuloskunto oli erittäin vahvalla tasolla, mutta lyhyellä aikavälillä sen näkymiä synkentää heikentyneet rakentamisen näkymät. Toukokuussa 2023 LapWall [tiedotti](#) seinäelementtisegmentin kilpailijan KW-Componentin liiketoiminnan hankinnasta ja allekirjoitti samalla pitkäaikaisen toimitussopimuksen Kastelli-talojen kanssa.

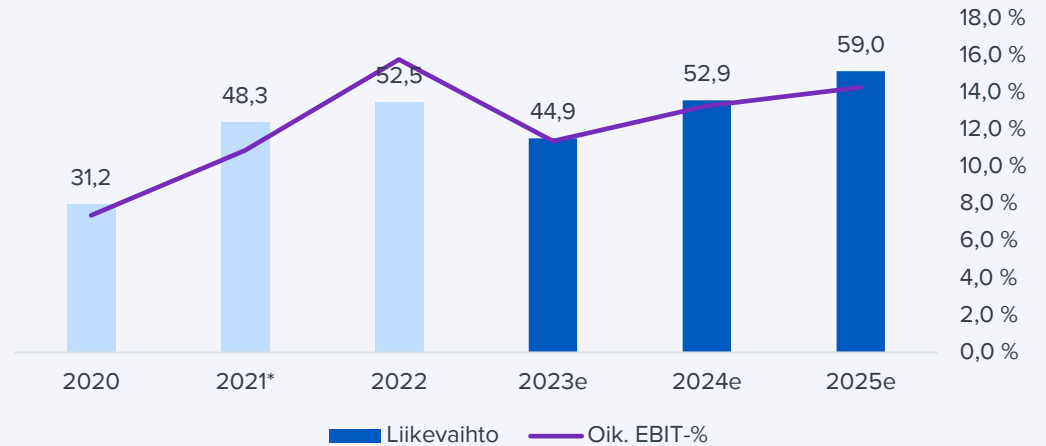
## Arvonmääritys

Olemme määrittäneet LapWallin arvon viimeisen kuukauden keskipurssin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 5,0 MEUR



## Iskussa seuraavaan noususykliin

### Avainluvut ja ennusteet



### 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 2023 ja 2024 ennusteillamme LapWallin P/E-luvut ovat 13x ja 9x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 9x ja 6x. Tasot ovat mielestämme maltilliset
- Arvioimme yhtiön tarjoavan myös 5-6 %:n osinkotuottoa lähivuosina

# Partnera

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

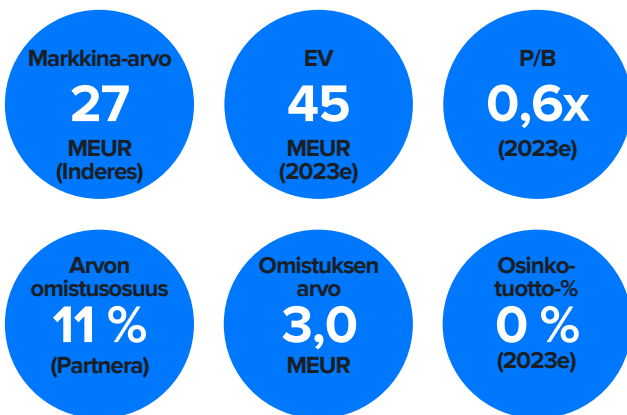
Partnera on liiketoimintakonserni, jonka tarkoituksena on omistaa ja kehittää aktiivisesti kestävästä kehitystä edistäviä yrityksiä murren läpikäyvillä toimialoilla. Yhtiöllä on nykyisin kaksi strategista omistusta: 1) lasinkierätyk- ja vaahtolasinvalmistaja Foamit Group sekä 2) osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto Nordic Option. Laajempi seurannan aloitus -raportti Partnerasta on luettavissa [täältä](#).

## Sijoitustarinan kehitys

Partnera-sijoitus on viimeisen vuoden aikana kehittynyt erittäin heikosti Partneran entisen operatiivisen tytäryhtiö KPA Uniconin ongelmien vuoksi. Ongelmat olivat lopulta niin suuria, että KPA Unicon päätettiin hakea toukokuussa konkurssiin. Viimeisin yhtiöraporttimme on luettavissa [täältä](#). Konkurssia peilaten Partnera tiedotti myös päivittävänsä strategiaansa kesän aikana (kommenttimme aiheesta on luettavissa [täältä](#)). Arvo on nykyisin myös mukana Partneran hallitustyöskentelyssä, sillä osuuskunnan toimitusjohtaja Jari Pirinen aloitti keväällä yhtiön hallituksen puheenjohtajana.

## Arvonmääritys

Olemme määrittäneet Partneran arvon viimeisen kuukauden keskikurssin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 3,0 MEUR.



## Katset kohti KPA Uniconin jälkeistä aikaa

### Avainluvut ja ennusteet



### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

- Varallisuuden keskittäminen strategiaan sijoituskohteisiin
- Foamit Groupilla hyvät kysyntäajurit ja tätä kautta positiiviset tuloskasvunäkymät pidemmällä aikavälillä
- Yrityssostot
- Finda-omistuksen (osittainen) myynti

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Vuoden 2023 ennusteillamme Partnera hinnoitellaan noin 0,6x P/B-kertoimella
- Viimeisimmän päivityksemme yhteydessä osien summa -mallimme indikoima Partneran osakkeen arvo oli hieman alle 1,5 euroa osakkeelta
- Emme odota yhtiön maksavan osinkoja lähivuosina

# Listamattomat osakesijoitukset 1/2

## Valtakunnalliset sijoitukset hallitsevat portfoliota

Arvo raportoi vuoden 2022 lopussa, että osuuskunnan sijoitukset alueellisiin ja valtakunnallisiin yhtiöihin suorien osakesijoitusten kautta oli käyvin arvoin yhteensä 29,0 MEUR. Kokonaisuudesta vajaan 2/3 muodostui valtakunnallisista sijoituksista ja loput alueellisista sijoituksista. On hyvä huomata, että Arvon raportoimia arvoja nostivat finanssisijoitusten yhteydessä käsitellyt omistukset LapWallissa (alueellinen) ja Partnerassa (valtakunnallinen).

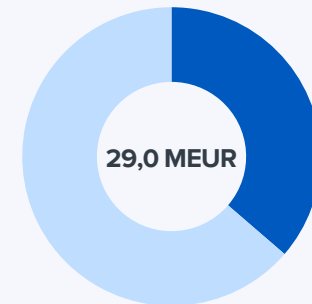
Tilinpäätöksen jälkeen helmikuussa Arvo tiedotti tehneensä 2 MEUR:n valtakunnallisen sijoitussitoumuksen kasvipohjaisia tuotteita valmistavaan OddlyGood Globaliin. Sijoitus toteutettiin Mandatumin tarjoaman sopimuksen kautta, minkä myötä Arvosta tuli OddlyGoodin vähemmistöomistaja käytännössä Mandatumin rinnakaissijoittajana. Mandatumin sijoitussitoumus yhtiöön oli yhteensä 27,5 MEUR (ml. Arvo), joten arvioimme Arvon omistusosuuden jääneen melko pieneksi, kun huomioidaan että Valio säilyi sijoituksen jälkeenkin yhtiön suurimpana omistajana. Oletamme OddlyGoodin hakevan lähivuosina merkittävää kansainvälistä kasvua, missä onnistumisen arvioimme määrittävän myös pitkälti Arvon sijoituksen arvonluontipotentialin.

Puolestaan kesäkuun 2023 alussa Arvo tiedotti olleensa mukana kotimaisessa sijoittajaryhmässä, joka sijoittaa teollisuuspalveluyhtiö Elcolineen. Sijoituskierrosta johtaneen Evliin kuuluvan EAB Private Equityn ja Arvon rinnalla yhtiöön sijoittivat eläkeyhtiö Elo sekä pääomasijoitusyhtiö Tesi. Yhteensä tahot tekevät 20 MEUR:n

pääomasijoituksen Elcolineen, josta Arvon osuus on 3 MEUR. Tätä peilaten odotamme Arvon omistusosuuden myös Elcolinesta jääneen matalaksi, kun huomioidaan, että yhtiön perustajat ja avainhenkilöt jatkavat merkittävinä omistajina sijoituksen jälkeenkin. Sijoituksen toteutuminen edellyttää vielä kilpailuviranomaisten hyväksyntää. Elcoline tähtää voimakkaaseen epäorgaaniseen kasvuun Suomessa ja Ruotsissa, mitä kautta yhtiöllä on mielestämme mahdollisuuksia luoda omistaja-arvoa ja toisaalta onnistuneen kasvun myötä pidämme yhtiön listautumista yhtenä vaihtoehtona muutaman vuoden sisällä.

Arvo tiedotti kesäkuussa myös vajaan 2 MEUR:n laina- ja osakesijoituksesta jalkineiden välipohjia valmistavaan Hikinoroon. Osuuskunta sijoitti uuden pääomistajan Railo Partnersin rinnalla yhtiöön, kun aikaisemmin perheomisteinen yhtiö siirtyi uuteen omistukseen. Arvon sijoituksen jakautumista laina- ja osakesijoituksen välille ei tiedotettu, eikä myöskään saatua omistusosuutta. Arvioimme omistusosuuden jääneen suhteellisen maltilliseksi lainakomponenttia peilaten. Historiallisesti Arvon listamattomien osakesijoitusten salkussa rakentamisen ja teollisuussektorin paino on ollut korkea. Viimeisimpien sijoitusten (2019 sijoitus markkinointi- ja viestintäyhtiö Valve Groupiin, 2021 sijoitus teknologiayhtiö GISGROon, 2022 sijoitus kalastus- ja metsästystuotteiden vähittäiskauppias Ruotoon sekä 2023 OddlyGoodiin ja Hikinoroon) myötä toimialapainoa on kuitenkin pyritty pienentämään. Pidämme tätä järkevänä portfolion syklisyyden hallinnan näkökulmasta.

## Osakesijoitusten jakauma vuoden 2022 lopussa



- Alueelliset sijoitukset (sis. LapWall)
- Valtakunnalliset sijoitukset (sis. Partnera)

## Merkittävät alueelliset listamattomat osakesijoitukset\*

**LEDEN**

## Merkittävät valtakunnalliset listamattomat osakesijoitukset\*

**VALVE**

**FESTIVO**

**NORDIC  
OPTION**

\* Inderesin arvio sijoitusten merkittävytydestä

Lähde: Inderes, yhtiöt

# Listaamattomat osakesijoitukset 2/2

## Merkittävimmät listaamattomat osakesijoitukset

Arvon merkittävimmät listaamattomat osakesijoitukset muodostuvat mielestämme yhdestä alueellisesta sijoituksesta (Leden Group) sekä kolmesta valtakunnallisesta sijoituksesta (Nordic Option, Valve Group sekä Festivo Finland). Arviomme merkittävydestä perustuvat kohdeyhtiöiden nykyiseen kokoon, Arvon omistusosuuteen kohdeyhtiöissä sekä näiden arvonluontipotentiaaliin.

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

Osuuskunnan tytäryhtiölle Arvo Invest Nordicille emme tee erillistä arvonmääritystä, koska tämä ei ole varsinaisesti sijoituskohde, vaan kyseessä on puhtaasti konsernin sijoitusyhtiö, jonka arvo tulee

huomioiduksi finanssisijoitusten yhteydessä.

## Muut listaamattomat osakesijoitukset

Näiden omistusten lisäksi näemme pidemmän aikavälin potentiaalia etenkin tuoreissa sijoituksissa Ruotoon (1,6 MEUR), OddlyGood Globaliin (2,0 MEUR), Elocliseen (3,0 MEUR) sekä Hikinoroon (yksinkertaisuuden vuoksi oletamme sijoituksen jakaantuneen noin tasan laina- ja osakesijoituksen välille ja osakesijoituksen täten olleen 1 MEUR) niiden kasvutarinoiden onnistuessa. Arvon pienempien omistusosuuksien (Ruoto 8%, OddlyGoodin, Elcolinen ja Hikinoron osalta ei tiedotettu, mutta oletettavasti matalahkot rahoituskierron struktuureja peilaten) sekä sijoitusten tuoreuden vuoksi arvostamme nämä toistaiseksi niiden hankintahintaan arvonmäärityksen yhteydessä.

Näiden lisäksi Arvolla on useampia kokonaisuuden kannalta vähemmän merkityksellisiä osakesijoituksia (mm. Pesmel, GISGRO, Siklatilat, Champion Door, QFox, San Group). Arvostamme myös nämä sijoitukset tästä syystä arvioimaamme tasearvoon (2,3 MEUR) emmekä suorita näille varsinaista arvonmääritystä. Näistä sijoituksista merkittävimmät Arvolle ovat konepajayhtiö Pesmel, jolle osuuskunta on tarjonnut myös projektirahoitusta siltarahoituksen muodossa vuosien varrella sekä innovatiivisia ratkaisuja 3D-rakennetarkastuksiin ja 3D-datan hyödyntämiseen veden ala- ja yläpuolisten rakenteiden kunnon sekä pohjan olosuhteiden selvittämiseksi tarjoava GISGRO (aik. VRT Finland). Näistä GISGROlla on mielestämme mahdollista

tulevaisuudessa nousta arvonluojaksi, mikäli se onnistuu jatkuvalaskutteen myynnin kasvattamisessa. Puolestaan Pesmelin tilauskanta on kehittynyt erittäin suotuisasti viime aikoina, mikä voi arviomme mukaan lisätä ulkopuolista sijoittajakiinnostusta ja tarjota mahdollisuuksia irtaantumiselle.

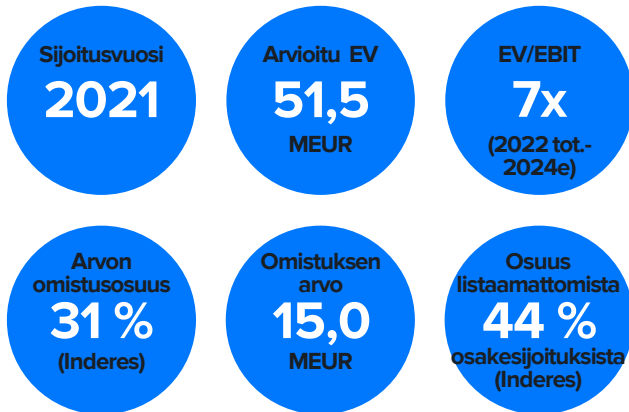
# Leden Group

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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

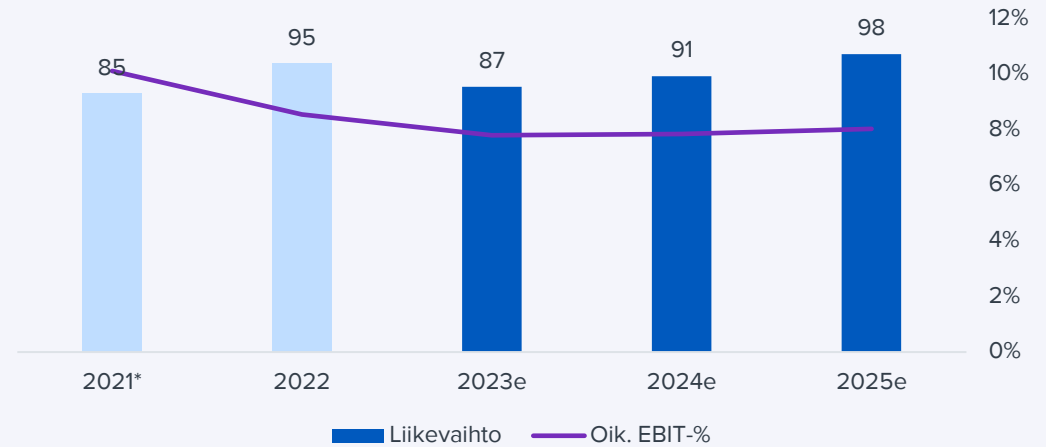
## Sijoitustarinan kehitys

Leden Group fuusioi kesäkuun alussa Suomen liiketoiminnot (Ojala-Yhtymän Suomen toiminnot, LaserComp ja Celermec) Leden Finlandiksi yhteistyön vahvistamiseksi ja asiakaspalvelun parantamiseksi. Yhtiö fuusioi myös Viron toimintonsa (Favor, Ojala-yhtymän Viron toiminnot) Leden Estoniaksi. Yhtiön on myös tarkoitus lähivuosina keskittää valtaosa Suomen toiminnoista uudelle Oulaisten tehtaalle. Käsittääksemme yhtiöllä on edelleen tavoitteena kasvattaa kokoaan ja toimintaa siten, että listautuminen olisi mahdollista tulevaisuudessa. Arviomme mukaan tämä voisi olla mahdollista 2024-2025 operatiivisen toimintaympäristön ja markkinatilanteen (ml. pääomamarkkina) paranemisen myötä. Kasvustrategiaa vauhdittaakseen yhtiö nimitti keväällä uudeksi toimitusjohtajaksi Jukka Haapalaisen. Ledenin kehityksen jatkuessa ennustammallamme polulla, on Arvolla mielestämme edellytykset suuriin myyntivoittoihin irtaantumistilanteessa.



## Hyvässä iskussa

### Avainluvut ja ennusteet

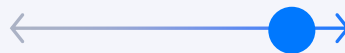


\* Pro forma -luvut

### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

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

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Arvostamme yhtiöiden lyhyttä yhteistä historiaa peilaten Ledenin 2022 toteutuneilla luvuilla ja 2023-2024 ennusteillamme 6x-8x oik. EV/EBIT-kertoimella sekä 7x-10x oik. P/E-kertoimella
- Kertoimissa on mielestämme lievää nousuvaraa kasvustrategian onnistuessa tai listautumisen myötä
- DCF-malli kerroin pohjaisen arvostuksen yläpuolella (~60 MEUR)

# Leden Group 1/3

## Teollisuuden sopimusvalmistaja

Leden Group on metalli- ja sähkömekaniikan sopimusvalmistaja, joka muodostui neljän yhtiön (LaserComp, Celermec, Ojala-Yhtymä ja Favor AS) fuusioituessa keväällä 2021. Leden Group fuusioi kesäkuun alussa Suomen liiketoiminnot (Ojala-Yhtymän Suomen toiminnot, LaserComp ja Celermec) Leden Finlandiksi yhteistyön vahvistamiseksi ja asiakaspalvelun parantamiseksi. Yhtiö fuusioi myös Viron toimintonsa (Favor, Ojala-yhtymän Viron toiminnot) jo Leden Estoniaksi.

Leden Groupin tarjoamaan kuuluvat kaikki osavalmistuksen (mm. ohutlevymekaniikan, kokoonpanojen, koneistamisen ja profiilivalmistuksen sopimusvalmistus) vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen hallinnassa ja logistiikassa. Lisäksi yhtiöllä on oma teräspalvelukeskus. Leden Groupilla on kolme tehdasta Pohjois-Pohjanmaalla ja yksi Virossa, mikä mahdollistaa tuotannon optimoinnin asiakkaan toimipaikan mukaan ja tukee kasvumahdollisuuksia etenkin Keski-Euroopan suuntaan. Yhtiön on kuitenkin tarkoitus keskittää valtaosa Suomen toiminnoista uudelle Oulaisten tehtaalle, minkä käsityksemme mukaan pitäisi tukea myös tavoiteltua kasvua ja pidemmällä aikavälillä mahdollistavan toimintojen tehostamista (kiinteiden kulujen lasku, tuotannon suunnittelun optimointi), mutta voivan aiheuttaa tiettyjä epäjatkovuuskohtia prosessin ja uuden tehtaan ylösajon aikana. Leden Groupilla on noin 1000 asiakasta ja työntekijöitä sillä oli vuoden 2022 lopussa 436 henkilöä.

## Kasvua haetaan myös yritysjärjestelyjen kautta

Kuten todettua yhtiö muodostui useamman sopimusvalmistajan fuusioituttua vuonna 2020 ja kasvua on ymmärtääksemme tarkoitus jatkaa myös yritysjärjestelyjen kautta, sillä toimialan orgaaninen kasvuvauhti on historiallisesti ollut rajallinen (Balance Consultingin mukaan 2015-2019 CAGR: ~5 %). Leden Group on käsityksemme mukaan kuitenkin saanut nostettua myös orgaanista kasvuaan, sillä suuremman kokoluokan myötä se nähdään myös asiakkaiden puolelta houkuttelevampana kumppanina. Alkuperäisen fuusion myötä sen palvelutarjoama laajeni huomattavasti ja suurempi kokoluokka/useammat tehtaot mahdollistavat yhtiölle myös monia kilpailijoita tehokkaamman tuotannosuunnittelun.

Vuonna 2022 yhtiön liikevaihto nousi 95,0 MEUR:oon (2021 pro forma 85,1 MEUR) ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali oli vuonna 2022 toimialaan suhteutettuna hyvällä tasolla 8,5 %:ssa (2021 pf. 10,1 %). Arviomme mukaan kannattavuutta tuki myös viime vuonna korkealla tasolla säilynyt teräksen hinta, mikä siivitti Leden Groupin teräksen tukkumyynnin kasvua ja kannattavuutta. Vastaavasti arvioimme kannattavuuteen vaikuttaneen negatiivisesti nopeaa kuluinflaatio (etenkin Viron palkkainflaatio).

Mielestämme yhtiöllä on kuitenkin hyvät edellytykset yltää tälle tasolle myös tulevaisuudessa uuden tehdasinvestoinnin ja kohoavan automaatioasteen tuoman tehokkuusparannuksen sekä liikevaihtoa

hitaammin nousevien kiinteiden kulujen myötä.

## Toimintaympäristön epävarmuus ei ole vaikuttanut olennaisesti toimintaan

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

Tilinpäätöksen yhteydessä Leden Group arvioi, että sen kuluvan vuoden liikevaihto ja liikevoitto laskevat hieman viime vuodesta raaka-aineiden hintojen laskun myötä. Sen mukaan myös asiakkaiden näkymät tukevat tätä arvioita. Tätä peilaten arvioimme, että kysyntätilanteessa ei ole volyymin osalta tapahtunut merkittävää heikentymistä, vaikka rakentamisen näkymät ovatkin heikentyneet (mm. rakennusprofiilit), mutta yhtiö on vaikuttaa saaneen korvattua tätä uusasiakashankinnalla. Siten kyseessä onkin arviomme mukaan enemmän hintakomponentin tuoma lasku liikevaihtoon ja tulokseen. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että talouden epävarmuuden jatkuminen (ml. inflaatio, korkonäkymät, taantuma) voisi vaikuttaa yhtiön kysyntätilanteeseen laajemminkin.

## Leden Group 2/3

Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme nykyisellään yhtiön liikevaihdon laskevan kuluvana vuonna 8 % 87,4 MEUR:oon. Liikevaihdon laskua heijastellen odotamme yhtiön kannattavuuden laskevan viime vuoteen nähden, mutta säilyvän edelleen hyvällä tasolla (oik. EBIT-% 7,9 %). Talouskasvun hidastumisen myötä odotamme myös tarjontatilanteen normalisoituvan.

Vuonna 2024 odotamme yhtiön kasvun jäävän vielä hieman toimialan historiallisen tason alapuolelle tuotannon keskittämistä peilaten. Näemme kuitenkin, että Leden Groupin suuremman kokoluokan ja tehdasinvestoinnin kapasiteetin sekä tuotannon tehostamisen jatkuvan parantamisen kautta mahdollista kasvaa alan keksimääräistä vauhtia nopeammin pidemmällä aikavälillä. Ennustammekin Leden Groupin liikevaihdon kehittyvän vuosina 2025-2026 noin 7-8 %:n vuositasolla. Parantuvaa tehokkuutta ja kiinteiden kulujen osittaista skaalautumista peilaten odotamme yhtiön oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 7,8-8,4 % vuosina 2024-2026. Alemmilla riveillä odotamme yhtiön rahoituskulujen ja verojen pysyvän puolestaan suhteellisen vakaalla tasolla rajallista velkamäärää peilaten. Tätä heijastellen odotamme nettotulosprosentin vähemmistöosuusien jälkeen olevan 4,9-5,6 % vuosina 2023-2026.

### Arvostuskuva

Mielestämme Leden Group tulee hinnoitella kannattavan kasvuyhtiön tavoin ensisijaisesti tulos pohjaisesti. Mielestämme kaikki

arvostuskertoimet ovat Leden Groupin kohdalla jokseenkin käyttökelpoisia, mutta suosimme arvonmäärittämisessä nettotulos pohjaista P/E-lukua sekä yritys arvo pohjaista EV/EBIT-lukua, sillä käyttämämme verrokkiyhtiöt ovat pörssilistattuja ja täten liikevoittopohjainen kerroin on kirjanpitosstandardien eroavaisuuksista johtuen paremmin vertailukelpoinen. Leden Groupin merkittävyyden vuoksi olemme laatineet sille myös havainnollistavan DCF-laskelman, mutta lyhyehkön toimintahistorian, viime vuosien melko poikkeuksellisen markkinatilanteen sekä Suomen tuotannon keskittämiseen liittyvän tietyn epävarmuuden (ml. investointisummaa eikä tarkkaa aikataulua ole tiedotettu) myötä emme nojaa siihen vielä arvonmäärittämisessä. Se antaa mielestämme kuitenkin kuvaa yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalista.

Tarkastelemme yhtiön hyväksyttävää arvostusta ensisijaisesti Helsingin pörssin läheisimpien verrokkien (Incap ja Scanfil) historiallisten sekä vuosien 2023e-2024e kertomien kautta. Käytämme hyväksyttävää arvostusta ensisijaisesti vuoden 2022 toteutuneille luvuille sekä 2023-2024 ennusteidemme keskiarvoille. Incapiin ja Scanfilin nähden yhtiö positioituu arviomme mukaan nykyisellä portfoliollaan arvoketjussa hieman varhaisempaan vaiheeseen ja myös paikallisemmaksi toimijaksi. Mielestämme tämä rajaa osaltaan hyväksyttävää arvostusta suhteessa näihin yhtiöihin.

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

Arvon osuuden arvo		
Yritys arvo EV/EBIT-pohjaisesti	51,5	MEUR
Nettovelat (2023e)	1,7	MEUR
Markkina-arvo (EV/EBIT-pohjaisesti)	49,7	MEUR
Markkina-arvo (P/E-pohjaisesti)	46,3	MEUR
<b>Arvon osuus</b>	<b>15,0</b>	<b>MEUR</b>



# Leden Group 3/3

Yleisellä tasolla sopimusvalmistuksen tietyiltä osin haastava luonne ja sykliset riskit ovat myös rajanneet toimialan yhtiöiden (2018-2022 Incap: P/E 12x, EV/EBIT 8x ja Scanfil: P/E 12x, EV/EBIT 11x) arvostusta verrattuna esimerkiksi Helsingin pörssin pidemmän aikavälin arvostuksen (mediaani P/E 14x-15x, mediaani EV/EBIT 11x-14x) kanssa. Myös Scanfilin viimeisen 10 vuoden 12 kuukautta eteenpäin katsovat kertoimet tukevat tätä (P/E 11x, EV/EBIT 9-10x). Mielestämme Leden Groupin hyväksyttävää arvostusta on syytä peilata ennen kaikkea Incapin ja Scanfilin historiallisiin tasoihin sen lyhyehköstä toimintahistoriasta ja track-recordista johtuen. Tätä heijastellen Leden Groupia tuleekin arvostaa selkeällä alennuksella suurempiin listattuihin ja pidemmän track-recordin omaaviin toimijoihin nähden etenkin eteenpäin katsovilla kertoimilla (2023e-2024e Incap: EV/EBIT 8x-10x ja P/E 10x-13 ja Scanfil: EV/EBIT 12x ja P/E 13x-14x). Mielestämme Leden Groupin hyväksyttävä arvostustaso onkin listamaattomana yhtiönä oikaistulla EV/EBIT-kertoimella 6x-8x ja oikaistulla P/E-kertoimella 7x-10x. Vuoden 2022 toteutuneilla luvuilla ja vuosien 2023-2024 ennusteillamme olemme määritelleet tulos pohjaisesti Leden Groupin markkina-arvoksi 38-59 MEUR näiden kahden menetelmän keskiarvona. Tämä puolestaan indikoisi Arvon omistuksen arvoksi 15,0 MEUR.

## DCF-laskelma

Olemme määrittäneet Leden Groupin arvoa myös rahavirtamallin (DCF) avulla. Vaikka DCF-malli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujille,

antaa se mielestämme parhaan kuvan Leden Groupin pidemmän aikavälin potentiaalista.

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

Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC 10,4 % ja oman pääoman kustannus 11,7 %) on arviomme mukaan jonkin verran korkojen nousun myötä kohonneen pörssin keskimääräisen tuottovaatimuksen yläpuolella. Tämä heijastelee yhtiön listaamattomuutta sekä muita riskiprofiilia kohottavia tekijöitä (mm. lyhyt track-record, riippuvuus talouskasvusta, tilauskannan lyhyys, suuren asiakkaan menettäminen, haastava arvoketjuasema).

DCF-mallimme mukainen Leden Groupin osakekannan arvo on noin 60 MEUR, mikä on selvästi nykyisen kerroin pohjaisen arvostuksen keskikohdan yläpuolella. Siten yhtiöön liittyy mielestämme reipasta pidemmän aikavälin

potentiaalia. Mallissa terminaalijakson painoarvo kasvavirtojen arvosta on myös varsin neutraali (46 %). Näin ollen parametrit ovat mielestämme järkevällä tasolla eikä ennusteiden ylittäminen ole pitkässä juoksussa mahdotonta.

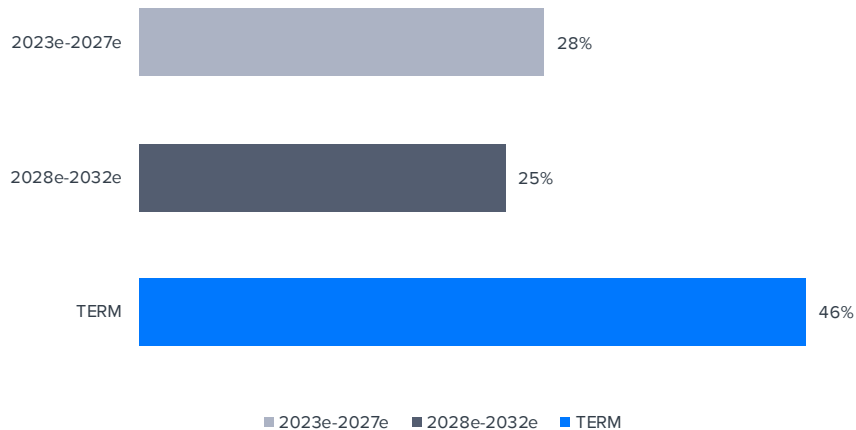
## Sijoitus on ollut tähän mennessä erinomainen

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,5 %	-8,0 %	4,0 %	8,0 %	7,0 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,0 %	7,2 %	7,3 %	7,5 %	7,9 %	8,0 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>9,0</b>	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,4	2,5	2,9	3,1	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	2,1	
- Maksetut verot	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3	-1,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,7	0,9	-0,6	-1,2	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>10,1</b>	<b>8,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,2	-3,1	-5,1	-4,1	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3	-2,1	-2,1	-2,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>6,9</b>	<b>5,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>	<b>6,5</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	6,9	5,6	2,4	3,8	6,5	7,3	7,6	7,2	7,7	7,3	6,7	82,3
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>5,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>32,1</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		69,1	63,9	61,8	58,9	54,3	49,6	45,3	41,5	37,8	34,7	32,1
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>69,1</b>										
- Korolliset velat		-10,6										
+ Rahavarat		5,7										
-Vähemmistöosuus		-4,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>60</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,4 %</b>

Lähde: Inderes

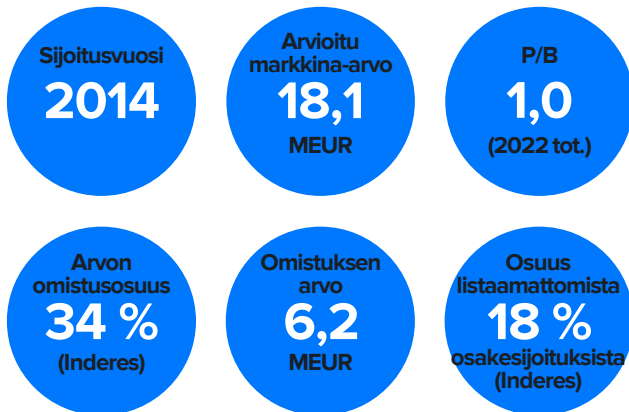
# Nordic Option

## 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.

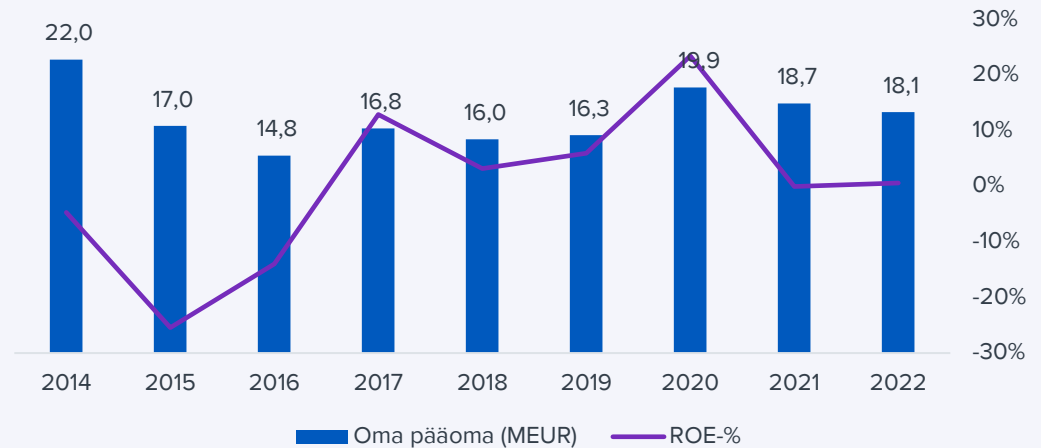
## Sijoitustarinan kehitys

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. Nordic Option ei ole tehnyt irtaantumisia kohdeyrityistä vuoden 2020 joulukuun jälkeen ja arviomme mukaan nykyisen markkinaepävarmuuden ja tuottovaateiden nousun myötä irtautumisikkuna ei ole myöskään otollisin. Emme pidä tätä kuitenkaan suurena ongelmana, kunhan salkun kierto ei hydy useammaksi vuodeksi ja salkkuyhtiöt kehittyvät keskimäärin positiivisesti. Uusia sijoituksia yhtiö teki viime vuonna yhden, kun taas vuonna 2021 peräti viisi kappaletta. Arviomme mukaan uusien sijoitusten tekeminen on tällä hetkellä kuitenkin pitkälti riippuvaista irtaantumisista nykyisistä omistuksista pääomien vapauttamiseksi.



## Edellisestä irtaantumisesta vierähtänyt jo aikaa

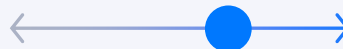
### Avainluvut



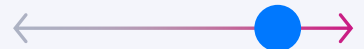
### Arvio tuloskasvunopeudesta



### Arvonluontipotentiaali



### Riskiprofiili



### Arvoajurit

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

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Arvostamme Nordic Option sen viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon (18,1 MEUR), joka tekee Arvon sijoituksen arvoksi 6,2 MEUR
- Yhtiön oman pääoman tuotto on ollut viime vuosina keskimäärin korkeintaan tyydyttävällä tasolla, joten tasearvon ylittävälle preemiohinnoittelulle ei ole mielestämme vielä perusteita

# Nordic Option 1/2

## 1990-luvulla alkupuolella perustettu rahasto

Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, jota olivat perustamassa Finnvera yhdessä Pohjois-Suomen kuntien kanssa. Finnvera myi pääomistuksensa Nordic Optionista vuonna 2014 Arvolle sekä Partneralle (molempien omistusosuus 34,2 %). Nordic Optionin strategiaa lähdettiin uudistamaan vuonna 2016 suurimpien omistajien toimesta (Arvo, Partnera sekä Oulun kaupunki) ja yhtiölle palkattiin ulkopuolinen toimitusjohtaja ja vuonna 2019 täysipäiväinen sijoitusjohtaja. Rahaston kehitys on kääntynyt strategiauudistuksen jälkeen positiiviseksi, mutta oman pääoman tuotot ovat pysytelleet vielä keskimäärin alle 10 %:ssa.

## Rahaston sijoitusperiaatteet

Rahasto sijoittaa omasta taseestaan ja yhtiön omavaraisuusaste oli 99 % vuoden 2022 lopussa. Nordic Option keskittyy sijoituskohteissaan Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin ja sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti omistustensa kehittämiseen ja lopulta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 14 yrityksessä. Rahaston toimialapainotus on selvästi teknologiavoittoinen, mihin osittain vaikuttaa Oulun seudun kasvuvaiheen teknologiayritysten korkea lukumäärä. Yhtiö teki vuonna 2021 strategiapäivityksen vahvan hankevirran myötä. Tässä yhteydessä sijoitusstrategiaa tarkennettiin siten, että 80 % rahaston varoista tulee sijoittaa Pohjois-Suomen alueelle, mutta enintään 20 % on mahdollista kanssasijoittaa yhdessä muiden sijoittajien kanssa toimialueen ulkopuolelle. Suhtaudumme tähän muutokseen positiivisesti,

sillä se lisää potentiaalisten kohteiden määrää huomattavasti.

Ensisijoitusten koko vaihtelee 0,5-2,5 MEUR:on välillä ja jatkosijoituksia voidaan tehdä harkinnan mukaan. Sijoituksen tyypillinen pitoaika on puolestaan 4-6 vuotta, mutta yhtiöllä on tarkoitus tehdä vuosittain uusia sijoituksia sekä irtaantumisia kohdeyhtiöistä. Mielestämme vuosittaiset irtaantumiset ovat osittain pakollista suhteellisen pienelle rahastolle, jotta uusia sijoituksia voidaan tehdä. Rahaston kokoa olisi toki mahdollista kasvattaa sen pääomittamisella, mutta tämän vaihtoehdon todennäköisyyttä on vaikea arvioida. Käsityksemme mukaan Nordic Optionin maksamat osingot ovat myös ainakin osittain riippuvaisia irtaantumisista.

## Nykyinen portfolio lyhyesti

**MeKiwi** on VR-pelien ja -sisältöjen kehittäjä, joka tarjoaa myös räätälöityjä ohjelmistokehitys- ja web-palveluja yritysasiakkaille. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2022 0,9 MEUR (2021: 1,1 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2022.

**Brightplus** on biomateriaaliyhtiö, jonka ratkaisut pohjautuvat patentoituun BrightBio-tekнологiaan. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2022 1,2 MEUR (2021: 0,8 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

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

**SensorFu** on kyberturvayhtiö, joka valmistaa yrityksille suunnattuja tietoturvaratkaisuja. Yhtiön liikevaihto oli 6/2022 päättyneellä tilikaudella 326

TEUR (6/2021: 242 TEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Sensmet** on veden analysointitekнологiaan ja datan hyödyntämiseen keskittynyt yhtiö. Sen asiakaskunta koostuu monipuolisesti eri teollisuuden alan yhtiöistä. Yhtiön liikevaihto oli 3/2022 päättyneellä tilikaudella 123 TEUR (3/2021: 186 TEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Owatec** on oululainen vesi- ja ympäristöalan yhtiö, joka toimittaa asiakkailleen teknologia- ja palveluratkaisuja veden ja jätteiden käsittelyyn laaja-alaisesti eri teollisuuden aloille. Vuonna 2022 yhtiön liikevaihto oli 3,9 MEUR (2021: 1,6 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

**Enhancell** on oululainen ohjelmistoalan yritys, joka on keskittynyt langattomien sisätilaverkkojen testaukseen ja tunnistamiseen. Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Oulussa ja Bostonissa. Enhancellin liikevaihto oli 2,1 MEUR vuonna 2022 (2021: 1,9 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2020.

**Taitonetti** on Suomen suurin käytettyjen tietokoneiden vähittäismyyjä. Yhtiö tarjoaa sekä kuluttajille että yrityksille kunnostettuja yritystietokoneita. Taitonetin liikevaihto oli 8,3 MEUR 6/2022 päättyneellä tilikaudella (6/2021: 9,1 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2020.

**Tactotek** on muovin valetun rakenteellisen elektroniikan (IMSE-tekнологian) markkinajohtaja, jonka kohdemarkkinoina ovat auto- ja kodinkoneteollisuus. Tactotek-konsernin liikevaihto oli vuonna 2021 1,8 MEUR (2020: 1,5 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2019.

# Nordic Option 2/2

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

**Screentec** on korkean teknologian yhtiö ja valmistaa esimerkiksi painetun elektroniikan ratkaisuja medical-sektorin tarpeisiin. Sen nopea reagointi koronapandemiaan ja visiirituotannon aloittaminen nosti vertailukauden liikevaihtoa käsityksemme mukaan merkittävästi (3/2022 päättyneen tilikauden liikevaihto 3,4 MEUR vs. 3/2021: 7,0 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2018.

**Haltian** keskittyy IoT-kokonaisratkaisuihin kiinteistöjen, kylpyhuoneiden ja tehtaiden ylläpitoon. Yhtiö on erikoistunut myös tuotekehitystalona ja kehittääkin yhdessä asiakkaidensa kanssa varhaisen kehitysvaiheen ideoista kaupallisia tuotteita. Haltian-konsernin liikevaihto oli vuonna 2022 19,8 MEUR (2021: 15,5 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2017.

**Valtavallo** on LED-valoputkivalmistaja. Yhtiön liikevaihto oli 5/2022 päättyneellä tilikaudella 4,1 MEUR (5/2021: 3,9 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2015.

**Best Glass** on eristyslasia valmistava yritys. Yhtiön asiakkaina ovat ovi-, ikkuna- ja talotehtaat. Best Glass-konsernin liikevaihto oli 4/2022 päättyneellä tilikaudella 33,2 MEUR (4/2021: 28,0 MEUR). Sijoitus tehtiin 2011.

## Viimeisin irtaantuminen oli onnistunut

Nordic Option teki erinomaisen irtaantumisen hyperspektrikameroiden toimittajasta Specimistä loppuvuodesta 2020, mikä nosti myös oman

pääoman tuoton vahvalle tasolle 23 %:iin vuonna 2020. Tämän jälkeen Nordic Option ei ole tehnyt irtaantumisia ja arvioimme, että korkojen ja tuottovaateiden nousun myötä markkina hakee vielä uutta tasapainotilaansa varhaisen kasvuvaiheen yhtiöiden valuaatioiden osalta, mikä voi johtaa omistusaikojen venymiseen.

Tällä hetkellä salkussa on kaksi sijoitusta (Best Glass ja Valtavallo), jotka on tehty vuonna 2015 tai ennen ja uskomme ainakin näistä irtaantumisen olevan yhtiön tavoitteissa salkun kierron parantamiseksi. Näistä Best Glassin kehitys on palannut viime vuosina myönteiseksi. Sen sijaan Valtavalolle viime vuodet ovat olleet haastavia, emmekä odota sen nykyisellä tuloskunnolla irtaantumisen johtavan myyntivoittoihin. Nordic Optionin kohdeyhtiöiden kanssa on kuitenkin hyvä huomata, että kohdeyhtiöiden teknologiapainotuksen johdosta mahdollisten yrityskauppojen myyntihintaan vaikuttavat muutkin seikat (mm. teknologia sis. patentit ja ostajan saamat synergiat) kuin pelkästään taloudelliset luvut, jos tuotetta/teknologiaa päästään myymään sopivalle ostajalle kuten Specimin tapauksessa.

## Toimialahajautusta Arvon salkkuun

Kuten aiemmin todettua, Arvolla on strategisena tavoitteena rakentaa sijoituskohteiden välille arvoketjua ja Nordic Optionilla on tässä tärkeä rooli. Arvoon verrattuna Nordic Optionin sektoripaino on selvästi teknologiavoittoinen ja samalla se sijoittaa hieman varhaisemman kasvuvaiheen yrityksiin. Arvo pystyy näin myös ohjaamaan potentiaalisia sijoituskohteita Nordic Optionille, jos Arvo katsoo, että Nordic Optionilla on paremmat edellytykset kasvattaa niiden arvoa

(esimerkiksi toimialaan liittyvistä syistä) ja päinvastoin. Pidämme kyseistä arvoketjustrategiaa alustavasti potentiaalisena tapana ohjata kohdeyhtiöt sopivimmalle omistajalle niiden kehittämistä varten. Tämä mahdollistaa pitkässä juoksussa myös omistaja-arvon luomisen sekä Arvolle että Nordic Optionille.

## Lyhyt track-record uuden strategian aikana

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

Arvostamme Nordic Optionin toistaiseksi sen taseen oman pääoman perusteella. Rahaston oman pääoman tuottokehitys on strategisten muutosten jälkeen kehittynyt positiivisesti, mutta pysytellyt silti keskimäärin alle 10 %:ssa. Tämän takia emme pidä perusteltuna arvostaa Nordic Optionia yli sen tasearvon ainakaan ennen mahdollisia pidempiä näyttöjä rahaston sijoituskohteiden positiivisesta kehityksestä ja irtaantumisista. Mielestämme tämäntyyppisen kasvuvaiheen teknologiaportfolion tuottovaatimus on myös kaksinumeroinen ja preemiohinnoittelu vaatisi siten selvästi kaksinumeroista oman pääoman tuottoa Nordic Optionilta esimerkiksi kolmen vuoden rullaavana keskiarvona laskettuna.

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

# Valve Group

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

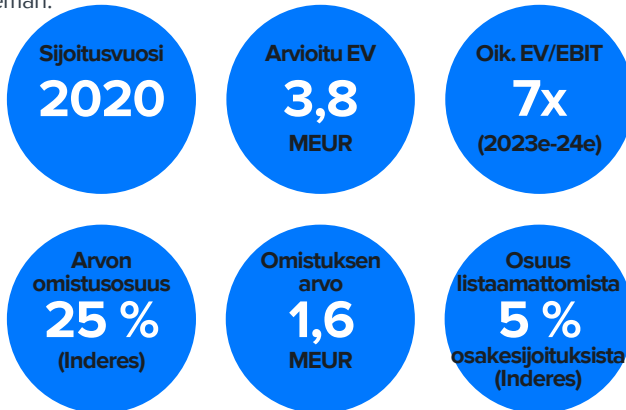
Valve Group on markkinointi- ja viestintäalan-konserni. Yhtiö tarjoaa erilaisia markkinoinnin ja viestinnän palveluita sekä teknologisia ratkaisuja asiakkailleen uusien liiketoimintaratkaisujen löytämiseen ja toteuttamiseen. Yhtiön asiakaskunta koostuu sekä julkisen että B2B-puolen asiakkaista ja käsittääksemme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

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo sijoitti Valveeseen alun perin 2 MEUR vuonna 2020. Viime vuosien kehitys on ollut pettymys yhtiön kasvustrategia huomioiden. Kannattavuus on kasvupanostuksia peilaten jäänyt myös vaatimattomaksi. Tilinpäätöksen yhteydessä yhtiö odotti liikevoittoonsa paranevan kuitenkin tänä vuonna. Arvioimme yhtiön tavoittelevan kasvua jatkossa etenkin yritysjärjestelyillä.

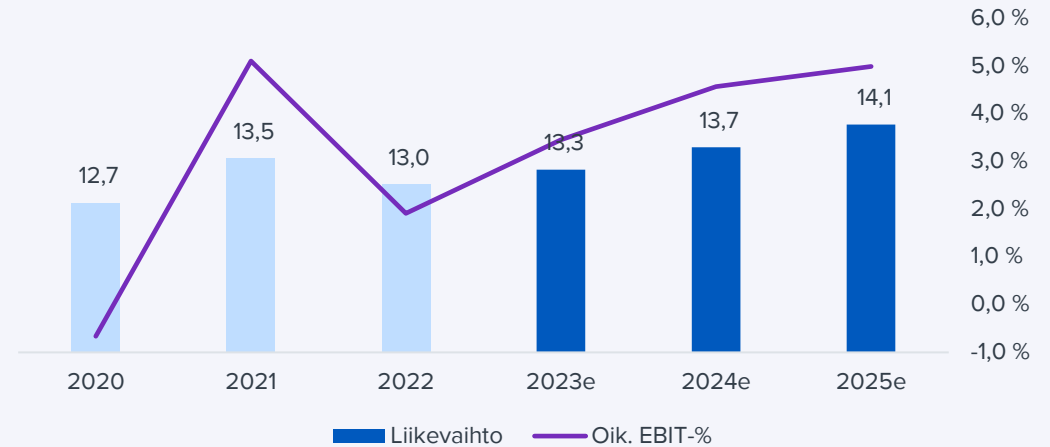
## Lähivuosien ennusteet

Lähivuosien orgaanisen kasvun odotamme olevan 4-5 %:n tasolla lähinnä tehtyjä ja tulevia hinnankorotuksia peilaten. Varjoa kasvun ylle tuo kuitenkin heikentynyt markkinatilanne, mikä voi arviomme mukaan lisätä kilpailua julkisen puolen hankkeista yksityisen puolen hiljentyessä. Odotamme Valveen pyrkivän kasvamaan myös yritysjärjestelyjen kautta ja heikentynyt markkina voi luoda tähän paikkoja vakavaraiselle toimijalle. Annettuja näkymiä peilaten odotamme yhtiön pystyvän parantamaan kannattavuuttaan hieman.



## Kasvua tavoitellaan etenkin yritysjärjestelyiden kautta

### 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 heikommassa suhdanteessa
- Projektiriskit
- Epäonnistuminen yritysostoissa
- Suurten asiakkuuksien menettäminen
- Työvoiman saatavuus

### Arvostus

- Arvostamme yhtiön EV/EBIT-kertoimella 6x-8x, osin Fondian lähivuosien kertoimiin perustuen (2023e-24e EV/EBIT: 8x-10x)
- Tämä vastaa lähivuosille noin 0,3x EV/S-kertoimia, jotka ovat mielestämme matalat
- Strategian onnistuessa on kertoimissa nousuvaraa ja sijoituksessa potentiaalia
- Yritysjärjestelyt voivat muuttaa arvostuskuvaa nopeasti

# Festivo Finland

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

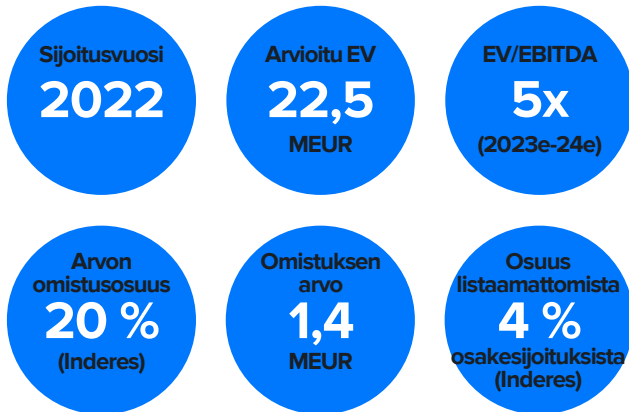
Festivo Finland on johtava suomalainen kylmälaitekonserni, jonka tuotemerkkejä ovat Festivo ja Porkka. Festivon tuotevalikoimaan kuuluvat kodin kylmälaitteet sekä ammattikäyttöön suunnitellut laitteet. Porkkan tuotevalikoimaan kuuluvat puolestaan ammattikäyttöön suunnitellut laitteet elintarvikkeiden säilytykseen sekä energiatehokkaat ja ympäristöystävälliset jäähdytysratkaisut.

## Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki 2 MEUR:n sijoituksen Festivo Finlandiin kesäkuussa 2022. Tällä hetkellä yhtiön huomio on tilinpäätöksen perusteella kotimaan toimintojen tehostamisessa, joissa käsityksemme on edistytty hiljalleen. Viime vuonna kannattavuuskehitystä painoivat raaka-aineiden ja komponenttien saatavuusongelmat sekä kuluinflaatio.

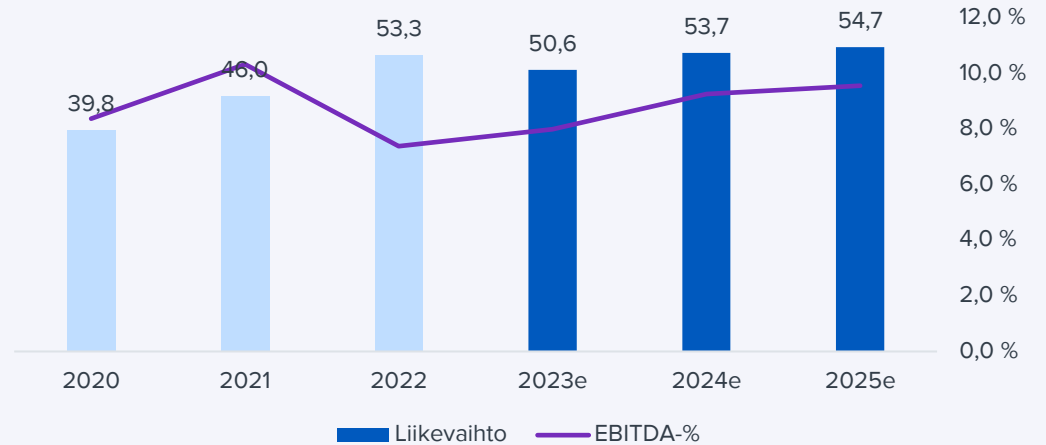
## Lähivuosien ennusteet

Yhtiö kertoi tilinpäätöksen yhteydessä, että sen markkinanäkymissä on edelleen epävarmuutta. Lisäksi sen tilauskanta oli vuoden lopussa viime vuoden alapuolella ja sen kasvutavoite on tälle vuodelle maltillinen fokuksen ollessa kannattavuuden parantamisessa. Tätä peilaten odotamme liikevaihdon laskevan hieman tänä vuonna ja kasvun olevan yksinumeroinen seuraavina vuosina. Sen sijaan tehostustoimenpiteiden odotamme nostavan Festivon kannattavuutta hieman lähivuosina.



## Markkinanäkymissä epävarmuutta

### Avainluvut ja ennusteet



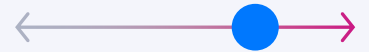
### Arvio tuloskasvunopeudesta



### 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

- Materiaalien hinnat/saatavuus
- Yleinen talouskehitys
- Merkittävien asiakkaiden menettäminen
- Korkeat rahoituskulut syövät tulosta, vaikka yhtiö oli saanut tilinpäätöksen perusteella neuvoteltua lainaehtojaan paremmaksi
- Kannattavuuskäänteessä epäonnistuminen, sillä nykyinen joukkolaina erääntyy tilinpäätöksen mukaan 2024



### Arvostus

- Arvostamme yhtiön ostohinnan EV/EBITDA-kertoimella 5x ennen selvempiä merkkejä kannattavuuskäänteestä (vrt. Electrolux 2023e-2024e 6x-7x)
- Tämä vastaa lähivuosille noin 0,4x EV/S-kerrointa, mikä on yhtiön nykyiseen epävarmaan näkymään nähden suhteellisen neutraali
- Kannattavuuskäänteen ja rahoitusaseman parantuessa kertomissa lievää nousuvaraa

# Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 1/3

## Lainasijoitukset osana portfolion hajautusta

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

Vuoden 2022 lopussa Arvon sijoitusportfoliosta noin 15 % (17,9 MEUR) muodostui laskelmiemme mukaan lainasijoituksista listaamattomiin yrityksiin. Lainasijoituksista 62 % oli myönnetty alueellisille sijoituskohteille ja 38 % valtakunnallisille sijoituskohteille. Näin ollen lainasalkku painottuu selvästi alueellisiin sijoituksiin, kun taas osakepuolella valtakunnallisten sijoitusten rooli oli suurempi. Mielestämme tämä on loogista sijoitusmahdollisuuksien rajoitteet huomioiden.

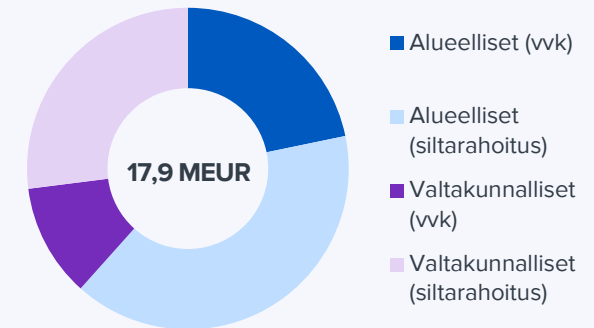
Arvo tarjoaa kohdeyrityilleen käytännössä kahden tyyppisiä rahoitusratkaisuja: 1) pitkäaikaisempia vaihtovelkakirjalainoja tai juniorilainoja (33 % myönnettyistä lainoista) sekä 2) lyhytaikaisempaa siltarahoitusta (67 % myönnettyistä lainoista). Pidempiaikaisten lainojen summat voivat vaihdella sijoituspolitiikan mukaisesti 0,1-5,0 MEUR:n osalta alueellisissa sijoituksissa ja 1,0-5,0 MEUR:n välillä valtakunnallisissa sijoituksissa. Tämän lisäksi osuuskunta voi myöntää määräaikaista (enintään 24 kk) siltarahoitusta. Listautumisesitteen perusteella siltarahoituksen osalta ehtoina ovat myös, että alkusijoitus on suuruudeltaan enintään

5 MEUR ja hyvien kokemusten myötä on mahdollisuus myös 3 MEUR:n lisäsijoitukseen. Jos siltarahoitusta kuitenkin myönnetään olemassa olevalle kohdeyhtiölle, on siltarahoituksen enimmäismäärä enintään 5 MEUR. Siten enimmäisriski per yhtiö voi olla enintään 10 MEUR per kohdeyhtiö. Mielestämme tämä on varsin perusteltua riskienhallinnan näkökulmasta ja näin suuren kokonaissijoituksen listaamattomaan yhtiöön tulee olla varsin hyvin perusteltu.

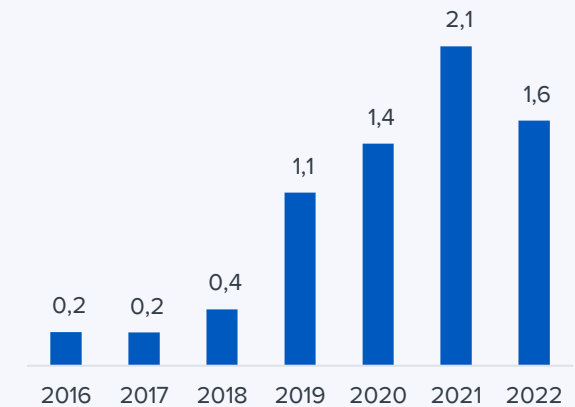
## Vvk-lainat

Tyypillisesti vvk-lainojen ehdot voivat vaihdella tapauskohtaisesti sijoituskohteiden erisuurista riskiprofiileista ja lainojen juoksuajoista johtuen huomattavasti ja ymmärtääksemme näin on myös Arvon myöntämien vvk-lainojen tapauksessa. Arviomme mukaan Arvon myöntämien lainojen koot vaihtelevat huomattavasti sijoituspolitiikkaa peilaten. Puolestaan pk-yritysten lainojen keskimäärin korkeampaa riskitasoa heijastellen arvioimme Arvon listaamattomien yhtiöiden vvk-salkun keskikorkojen vaihtelevan 8-13 %:n välillä keskikoron ollessa tällä hetkellä noin 9-10 % korkotasojen nousu huomioiden (käsityksemme mukaan korot ovat sidottu pääsääntöisesti Euriboriin). Korkotasoa nostaa arviomme mukaan myös jälkimarkkinoiden/likviditeetin puute (ts. Arvo pitää lainoja salkussaan niiden takaisinmaksuun tai konversioon asti). Mielestämme tämä korkotaso ja vvk-rakenteen mahdollistama potentiaaliseen osakkeen arvonnousuun kiinni pääsy tarjoavat jo kohtuullisen kassavirtakorvauksen kohdeyhtiöiden riskeistä.

## Listaaamattomien lainasijoitusten jakauma vuoden 2022 lopussa



## Saadut korot myönnettyistä lainoista (MEUR)





# Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 2/3

Kohdeyhtiöille vvk-lainat tarjoavat mahdollisuuden saada velkarahoitusta strategiselta kumppanilta tai vaihtoehtoisesti mahdollisuuden parantaa taserakennetta oman pääoman ehtoisella pääomalainalla menettämättä omistusosuutta sijoitushetkellä. Vastaavasti lainanmyöntäjälle (tässä tapauksessa Arvolle) mahdollisuuden hyötyä kohdeyhtiön arvonnoususta laina-ajan päättyessä tai esimerkiksi irtautumistilanteissa, jolloin Arvo voisi konvertoida lainapääomaa kohdeyhtiön osakkeiksi ennalta sovittujen ehtojen mukaisesti. Käsitksemme mukaan Arvon myöntämien lainojen ehdoissa on osakekonversion mahdollisuus, mutta ei velvollisuutta. Siten lainasijoitusten ei-toivottua muuttumista osakesijoituksiksi ei pitäisi tapahtua, kunhan kohdeyhtiöt eivät kriisiydy ja kykenevät hoitamaan lainavelvoitteensa vähintään korkojen osalta.

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

## Merkittävimmät vvk-sijoitukset

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

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

## Siltarahoitus

Toinen merkittävä rahoitusmuoto, jota Arvo tarjoaa on lyhytaikainen siltarahoitus. Lyhytaikaisen siltarahoituksen lainaehdoissa on arviomme mukaan vähemmän vaihtelua yritysten välillä (korko, laina-aika). Siltarahoituksen vähimmäiskorko on listautumisesitteen perusteella tällä hetkellä 8,5 %. Arvon myöntämän siltarahoituksen käyttötarkoituksena voi kohdeyhtiöllä olla esimerkiksi projektirahoitus. Käsitksemme mukaan Arvo ei kuitenkaan tarjoa siltarahoitusta taloudellisiin ongelmiin syystä tai toisesta ajautuneille yhtiölle, mikä rajaa niin ikään pääomien menettämisen riskiä selvästi. Arviomme mukaan siltarahoituksen keskikorko on hieman vvk-lainoja korkeampi (n. 10-12 %). Huomautamme kuitenkin samalla, että sijoitusmuotoon sisältyy tavallista velkasijoittamista korkeammat riskit yhtiöiden riskiprofiilien ja esimerkiksi projektiriskien realisoitumisen osalta.

Vuonna 2019 lanseeratun siltarahoituksen arviomme olleen suhteelliseen kannattavaa liiketoimintaa Arvolle, vaikkakin todennäköiset leikkaukset Siklan saataviin liittyen himmentävätkin kehitystä. Muutoin kannattavan kehityksen taustalla oli etenkin nollakorko-aika,

jolloin Arvo sai erittäin edullista velkarahaa markkinoilta, jota se pystyi ohjaamaan eteenpäin korkeammalla korolla. Oletamme kuitenkin korkojen nousun kaventaneen sijoitusmuodon tuottopotentiaalia (ts. korkokatetta), sillä arviomme mukaan siltarahoituksen korkotaso ei josta vastaavalla voimakkuudella ylöspäin (vrt. nollakorko-aika) ilman volyymien laskua tai riskitasojen reippaampaa kasvattamista. Oletamme kuitenkin, että lainataso tulee pysymään suhteellisen vakaana jatkossa ainakin niin kauan kuin siltarahoittaminen tarjoaa riski/tuotto-suhteeltaan houkuttelevia mahdollisuuksia.

Osuuskunnan saamat korot lainoista ovat nousseet merkittävästi viime vuosina. Vielä vuonna 2016 osuuskunnan saamat korkotulot olivat n. 0,2 MEUR, kun vuonna 2021 ne olivat 2,1 MEUR. Korkotulojen määrää on kasvattanut etenkin siltarahoituksen mukaantulo vuonna 2019 sekä osuuskunnan kasvaneet lainanannot. Viime vuonna korkotulojen määrä laski 1,6 MEUR:oon, vaikka lainasaatavien määrä pysyi melko vakaalla tasolla. Arviomme tämän taustalla olleen Siklan maksukykyyn liittyneiden ongelmien sekä sen, että osuuskunta todennäköisesti teki muitakin helpotuksia osan kohdeyhtiöiden lainaehtoihin nopeasti muuttuneen markkinaympäristön myötä (mm. inflaatio, pankkilainojen korkojen nousu). Kokonaisuutena listaamattomien yhtiöiden lainasalkun koko ja keskikorko huomioiden on selvää, että listamaattomilla lainasijoituksilla on keskeinen rooli osuuskunnan kassavirran tuottamisessa ja siten osuuskoron maksun mahdollistamisessa.

# Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 3/3

Siltarahoituksen kohteiden suhteellisen nopean kiertonopeuden myötä yksittäisten kohteiden kommentointi on yleisesti melko hankalaa osuuskunnan ulkopuolelta. Viimeisempänä suurempana siltarahoituskohteena Arvo tiedotti toukokuun lopussa myöntäneensä 1,5 MEUR:n kausirahoituksen infra-alan toimija **TerraWiselle**. Käytämmekin tätä esimerkkinä, sillä arvioimme kyseisen siltarahoituksen olevan melko tyyppillinen luonteeltaan Arvolle, vaikkakin hieman keskimääräistä siltarahoituspakettia suurempi.

## Lainasijoitusten arvon määrittäminen

Arvo ei yleisesti raportoi lainojen ehtoja, eikä kaikkien sen myöntämien lainojen tarkkoja summia, joten Arvon portfolioissa olevien yksittäisten lainojen mahdollisten arvonmuutosten arvioiminen on lähes mahdotonta. Kuten todettua, pk-yritysten lainoilla ei myöskään ole jälkimarkkinoita. Tämän takia olemme käsitelleet Arvon listaamattomien lainasijoitusten arvoa osuuskunnan oman lainojen viimeisimmän nimellisarvoja (tasearvoja) vastaavan arvonmäärityksen mukaisesti. Arviomme mukaan osuuskunnan oma arvonmääritys vastaa jokseenkin kohteisiin alun perin sijoitettujen pääomien summaa. Tämä on mielestämme hyvä lähtökohta, kun huomioidaan lainojen keskikorko ja vvk-lainojen rakenne ja vastapuoliin keskimäärin liittyvät riskit. Emme myöskään ole sisällyttäneet edellisen raportointikauden jälkeisiä mahdollisia lainanantoja osien summa -mallimme, vaan päivitämme tätä raportoinnin myötä. Olemme kuitenkin tehneet Siklan yrityssaneerausta ja sen tulevaisuuteen

liittyvää epävarmuutta heijastellen 2,5 MEUR:n leikkauksen lainasijoituksiin arvonmäärityksessä (listautumisesitteen perusteella Arvolla oli Siklaan liittyen 5,0 MEUR:n edestä lainasaatavia tilinpäätöksen yhteydessä.). Arviomme saattaa osoittautua turhan konservatiiviseksi, kun huomioidaan, että ainakin osa lainasaatavista on vakuudellisia. Nykytiedoin pidämme reipasta leikkausta kuitenkin perusteltuna.

# Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 1/2

## Vahva tase

Konsernin pitkäaikaiset varat muodostuivat vuoden 2022 lopussa pääosin sijoituksista (26 % taseen loppusummasta). Sijoitukset pitivät sisällään omistukset omistusyhteisyrityksistä (21,3 MEUR), muut osakkeet (1,7 MEUR) sekä pitkäaikaiset lainasaamiset kohdeyhtiöiltä (4,9 MEUR). Puolestaan lyhytaikaiset varat muodostuivat etenkin vaihto-omaisuudesta (61,2 MEUR), joka muodostuu konsernin finanssisijoitukset (ml. LapWall ja Partnera). Tämän lisäksi Arvolla oli lyhytaikaisia saamia kohdeyhtiöiltä 13,0 MEUR ja kassassa konsernilla oli noin 6,0 MEUR.

Vastattavaa-puoli muodostui sen sijaan valtaosin omasta pääomasta (97,6 MEUR). Lisäksi Arvolla oli 10 MEUR pitkäaikaista korollista lainaa sekä 1,5 MEUR korottomia lyhytaikaisia velkoja. Siten konsernin tase olikin erittäin vahva ja sen omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 89 %.

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

Emo-osuuskunnan tase on hieman konsernia pienempi (102 MEUR), mutta rakenteeltaan hyvin

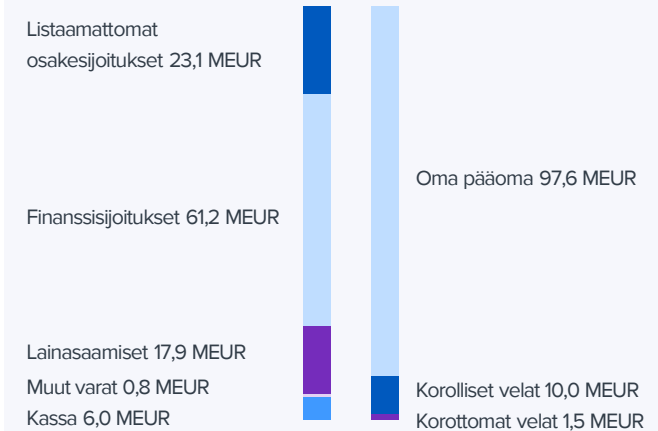
vastaava. Ero on lähinnä, että emo-osuuskunnassa Arvo Invest Nordicin varat esitetään omistuksina tytäryhtiöissä. Vuoden lopussa emo-osuuskunnan omavaraisuusaste oli 90 %

## Kulurakenne

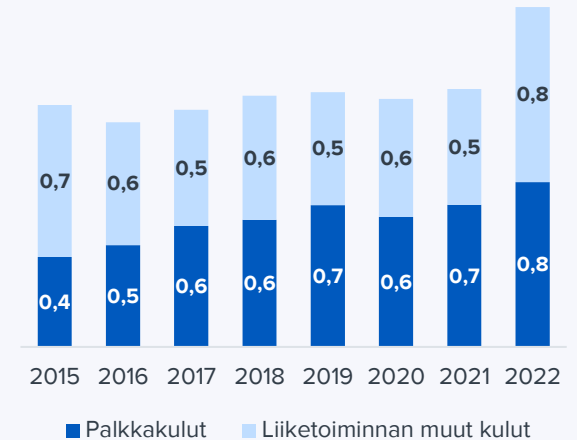
Sijoittajan on hyvä ymmärtää, että osuuskunnan kulut voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Konsernin operatiiviset kulut muodostuivat viime vuonna sekä 0,8 MEUR:n henkilöstökuluista (sis. hallitus ja hallintoneuvosto) että noin 0,8 MEUR:n liiketoiminnan muista kuluista, jotka sisältävät mm. due diligence -selvitykset sijoituskohteista, konsultointi- ja tilintarkastusmaksut sekä vuokrat.

Hallinnointikulut ovat aiempina vuosina olleet noin 1,2 MEUR vuodessa. Viime vuonna kulutasoa arvioimme nostaneen listautumiseen liittyneiden selvitysten sekä henkilöstömäärän nousun neljästä viiteen. Mielestämme viime vuoden kulutasoa voi pitää jatkon kannalta kohtuullisen hyvänä arviona, kun huomioidaan listautumisen myötä hieman kasvavat hallinnolliset kulut (ml. henkilöstömäärä). Suhteutettuna tämä koko portfolion arvoon (12/2022: 115 MEUR) ovat hallinnointikulut vuodessa noin 1,4 %, mikä on mielestämme kohtuullisen hyvin linjassa muihin vastaaviin sijoitusyhtiöihin/rahastoihin. Pidemmällä aikavälillä suhdeluvun painaminen alaspäin olisi luonnollisesti positiivista ja indikoisi myös todennäköisesti sijoitustoiminnan onnistumisesta (ts. substanssiarvon kasvusta).

## Konsernitase vuoden 2022 lopussa (109 MEUR)



## Hallinnointikulujen kehitys (MEUR)



# Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 2/2

## Osuuskorko tarkoitus rahoittaa kassavirralla

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

Näiden kassavirtojen vastaavuus on ainakin pidemmällä tähtäimellä merkki tasapainoisesta osuuskorkopolitiikasta. Luonnollisesti kassavirtaa korkeampi voitonjako ei ole pitkässä juoksussa mahdollista ja toisaalta voitonjaon rahoittaminen finanssisijoituksia myymällä pelkästään osuuskoron maksamiseksi laskisi tulevaisuuden kassavirran tuottokykyä. Näin ollen Arvon olisi mielestämme tärkeää pitää voitonjako ja kassavirta tasapainossa, mutta yksittäisinä vuosina epätasapaino ei toki ole ongelma.

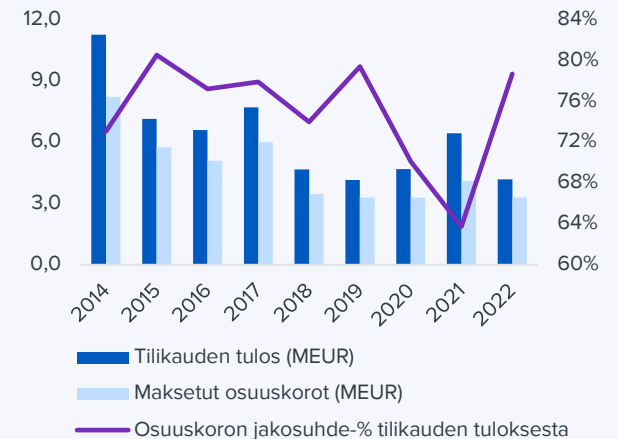
Vuosina 2014-2022 osuuskoron jakosuhte on ollut 64-81 % emo-osuuskunnan tuloksesta. Viimeisenä kuutena vuotena osuuskorko onkin pystytty rahoittamaan käytännössä täysin sijoituksista saatavilla korko- ja osinkotuloilla, mutta vuosina 2014-2016 osuuskorkoa maksettiin noin 1,5-kertainen määrä suhteessa saatuihin korko- ja osinkotuloihin. Tämä johtui osittain myös siitä, että Arvo päätti jakaa ICT-liiketoiminnastaan saatuja voittovaroja omistajilleen useamman tilikauden aikana. Samaan aikaan on hyvä huomioida, että emo-osuuskunnan tulos on laskenut ajanjakson

aikana (tilikauden tulos 2014 11,3 MEUR ja vuonna 2022 4,2 MEUR), kun vastaavasti osinko- ja korkotulot ovat olleet keskimäärin 4,9 MEUR ajanjakson aikana.

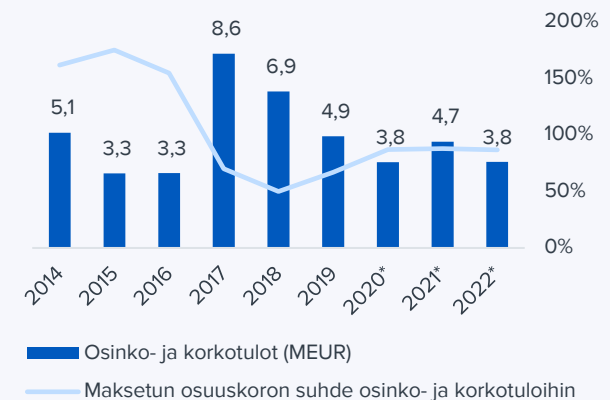
Koska Arvon osuuskoron suuruus on sidottu emo-osuuskunnan tilikauden tulokseen, on odotettavissa, että maksettavan osuuskoron määrä voi vaihdella vuosien välillä. Yksittäisen tilikauden tulokseen voi esimerkiksi vaikuttaa useampi korkeakatteinen myyntivoitto tai alaskirjaus kohdeyhtiöistä tai vastaavasti luovutusvoitot/-tappiot finanssisijoituksista. Oletamme Arvon pyrkivän vakaaseen voitonjakoon ja näin tasaavan osuuskoronmaksua hyödyntämällä voitonjakosuhteen vaihteluväliä sekä mahdollisia konserniavustuksia.

Osuuskoron maksun rahoittamiseen käytettävät korko- ja osinkotulojen kehitys on puolestaan näkemyksemme mukaan vahvasti sidottu yleiseen taloustilanteeseen. Emme usko, että Arvon saamat kassavirrat koroista ja osingoista tulevat oleellisesti muuttumaan viimeisen kolmen vuoden keskiarvotasosta (n. 4,1 MEUR/v.), ellei osuuskunta muokkaa portfolionsa allokaatiota selvästi toisenlaiseksi. Pidämme kuitenkin varsin todennäköisenä, että tilanteessa, jossa tilikauden tulos ylittäisi selvästi Arvon saamat korko- ja osinkotulot, osuuskunta tekisi lunastuksia finanssisijoituksistaan (ainakin siihen asti, että portfolion tavoiteallokaatio on saavutettu) osuuskorkopolitiikkansa turvaamiseksi ja mahdollistaakseen uudet investoinnit alueellisiin ja valtakunnallisiin sijoituksiin.

## Emo-osuuskunnan tilikauden tulos vs. maksettu osuuskorko



## Osuuskoron suhde emo-osuuskunnan saamiin jatkuviin kassavirtoihin



\* Osinko- ja korkotulojen esitystapaa muokattu vuoden 2021 raportoinnissa alkaen, minkä takia vuodet 2020-2022 eivät täysin vertailukelpoisia

Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes

# Ennusteet 1/2

## Emme ennusta Arvon tuloslaskelman kehitystä

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

Nettotulosennusteemme perustuu käytännössä oletukselle, että konsernin oman pääoman tuotto pysyisi staattisesti viimeisen viiden vuoden keskiarvotasolla 4,5 %:ssa. Tähän tasoon vaikuttaa luonnollisesti huomattavasti mahdolliset isommat finanssisijoitusten myynnit tai irtaantumiset listaamattomista sijoituskohteista, joita on käytännössä mahdotonta mallintaa.

Vaikka emme ole luoneet varsinaista erillistä ennustemallia, on sijoittajan mielestämme hyvä ymmärtää Arvon tuloslaskelman pääpiirteet ja staattisen mallimme perusetukset (kts. liitteistä sivulta 44-45). Liikevaihdon oletuksena olemme käyttäneet noin viimeisen kolmen vuoden keskimääräistä tasoa. Sijoitusyhtiön luonteen takia liikevaihto muodostuu arvopaperikaupan myynneistä (ml. näiden osingot ja korot), joten liikevaihdon taso voi vaihdella huomattavasti mahdollisten allokaatiomuutosten takia vuosien välillä. Vastaavasti materiaalit ja palvelut muodostuvat arvopaperikauppaan liittyvistä ostoista. Puolestaan henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen voi mielestämme odottaa pysyvän konsernitasolla aikaisemmin todetusti noin vakaalla tasolla 1,6 MEUR:ssa (huomioitu arvonmäärityksessä). Liiketoiminta ei sido kiinteää omaisuutta, joten poistoja Arvolla ei käytännössä ole.

Puolestaan liiketuloksen alapuolella rahoitustuotot ja -kulut muodostuvat käytännössä osuuksista osakkuusyriytysten tuloksesta, vähemmistöomistuksista saaduista osingoista, myönnettyjen lainojen koroista, mahdollisista listaamattomien osakesijoitusten myyntivoitoista/alaskirjauksista (ml. lainasijoitukset) sekä Arvon korkokuluista. Vuoden lopun lainasaamisten määrää (17,9 MEUR) ja nykyistä listaamattomien osakesijoitusten portfoliota peilaten mielestämme juoksevien rahoitustuottojen (ts. ei sisällä irtaantumisia) voi odottaa pysyvän suhteellisen vakaalla tasolla viime vuosiin nähden. Olemme odottaneet näiden pysyvän staattisella tasolla 3,8 MEUR:ssa. Puolestaan rahoituskulujen määrän voi mielestämme nykyistä lainatasoa peilaten arvioida nousevan 0,5 MEUR:oon. Veroja puolestaan Arvo maksaa pidemmällä aikavälillä Suomen verokannan mukaisesti 20 % tuloksestaan.

## Varsinaisia esteitä pääoman tuoton saavuttamiseksi ei kuitenkaan ole

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

Arvon tulostason tulisikin nousta noin 2 MEUR staattisista ennusteistamme yltääkseen tavoitetasoon.

Mielestämme etenkin kuluvana vuonna tavoitteeseen pääsemistä voi pitää haasteellisena, mikäli osuuskunta joutuu kirjaamaan alas saataviaan liittyen Siklan yrityssaneeraukseen (emme ole huomioineet staattisissa ennusteissamme). Siten tason saavuttaminen vaatisikin nähdäksemme reippaampia finanssisalkun realisoiteja, sillä suurempien listaamattomien sijoitusten osalta tällä hetkellä kypsemmässä vaiheessa on mielestämme ainoastaan Leden Group, josta voisi olla saatavissa suurempi myyntivoitto. Tulokset kehitystä voisi lyhyellä aikavälillä toki tukea myös esimerkiksi Nordic Optionin onnistuneet irtaantumiset, mutta näiden varaan on mielestämme vaikea laskea. Irtautumiskandidaattina salkussa pidämme myös Pesmeliä, mutta tästä irtautumistilanteessa saatavaan hintaan liittyy huomattavaa epävarmuutta.

Pidemmällä aikavälillä tavoitteiden mukaisen pääoman tuoton saavuttaminen edellyttääkin Arvolla sekä onnistumisia nykyisten kohdeyhtiöiden kehittämisessä että myös uusien sijoituskohteiden valinnassa.

# Ennusteet 2/2

## Nykyisen osuuskoron näemme olevan vakaalla pohjalla

Vuoden 2022 tasaisen osuuskoron (4 euroa / osuus) näemme sen sijaan olevan turvattu keskipitkällä aikavälillä osuuskunnan vahvan taseen, lainasijoitusten kassavirtaprofiilin sekä likvidien finanssisijoitusten myötä. Tätä kuvastaa myös staattiset tulosennusteemme, jonka perusteella osuuskoron jakosuhte konsernin tilikauden tuloksesta olisi noin 74 %. Olemme ennustaneet kuluvan vuoden osuuskoron pysyvän viime vuoden tasolla 4,0 eurossa Siklaan liittyvien alaskirjausriskien ja näkemyksemme mukaan rajallisten irtaantumismahdollisuuksien myötä (ts. myyntivoittojen).

Ensi vuodesta eteenpäin odotamme osuuskoron nousevan noin viimeisen viiden vuoden keskiarvotasolle 4,25 euroon osuudelta, mikä vastaisi 78 %:n jakosuhdetta staattisesta konsernitason tulosennusteestamme. Vuosittaisen osuuskoron tasoon vaikuttaa kuitenkin huomattavasti tulevat irtaantumiset ja näistä saatavien myyntivoittojen summat ja tulemmekin päivittämään osuuskoron ennusteitamme näiden myötä. Lisäksi on hyvä huomioida, että mahdolliset konserniavustukset voivat vaikuttaa osuuskoron tasoon, sillä Arvo voi pyrkiä tasaamaan emo-osuuskunnan tulostasoa, jonka perusteella osuuskorkoa jaetaan. Pidämmekin todennäköisenä, että mahdollisten yksittäisten suurempien myyntivoittojen tapauksessa Arvo tasaisi näin tulostaan mahdollistaakseen taloudellisen tavoitteensa mukaisen tasaisen

voitonjaon.

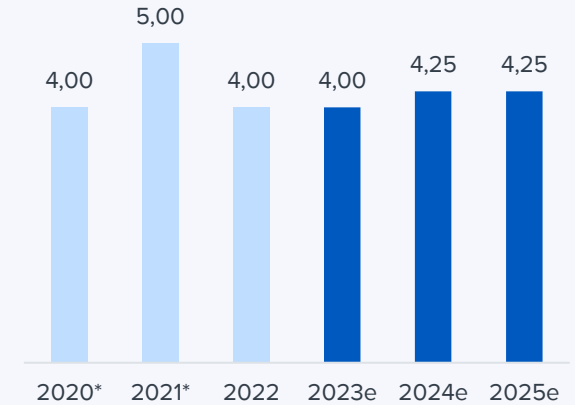
Pidemmällä aikavälillä osuuskoron kestävä kasvattaminen vaatii taakseen samoja elementtejä pääoman tuoton kasvun kasvattamisen kanssa eli toisin sanoen sijoitustoiminnassa onnistumista.

## Uusia sijoituksia ja irtaantumisia lähivuosina

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

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

## Osuuskoron kehitys (euroa per osuus)



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

# Sijoitusprofiili

## Sijoitusprofiili

Arvo sopii sijoittajalle, joka haluaa olla sijoittamassa suomalaisiin pk-yrityksiin sekä olla mukana alueellisessa kehitystoiminnassa. Arvon kautta sijoittaja saa vahvan hajautuksen useisiin eri omaisuusluokkiin, joista osaan on tyypillisesti melko vaikea sijoittaa. Arvo profiloituu myös samalla vakaana osuuskoronmaksajana, joten Arvo sopii kassavirtaa sijoituksiltaan kaipaavalle sijoittajille. Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomioida Arvon osuuskuntamuoto ja tähän liittyvät erityispiirteet (mm. äänivalta ei kasva omistusosuuden suhteessa).

## Arvoajurit ja potentiaali

- **Osuuskoron kasvu:** Kilpailukykyinen osuuskorko ja sen vakaus on merkittävässä roolissa osuuden houkuttelevuuden kannalta. Koska osuuskorko on sidottu tilikauden tulokseen, vaatii sen nosto hyviä irtaantumisia sekä osinko- ja korkotuottoja.
- **Oman pääoman kasvu:** Sijoitusyhtiön arvon kehityksen kannalta merkittävässä roolissa on sen oman pääoman kasvu. Tämä vaatii taakseen sijoitusten onnistunutta kierrätystä ja uusien hyvien kohteiden löytämistä ja niistä irtaantumista hyvään hintaan. Oman pääoman kasvun hidaste on toki runsas voitonjako.
- **Oman pääoman tuoton nousu:** Arviomme mukaan edellä mainittu oman pääoman kasvu johtaisi myös oman pääoman tuoton nousuun, mikä tukisi tasepohjaista arvostusta.
- **Yhteistyö muiden sijoittajien kanssa:** Mielestämme Arvon strategia toimia yhdessä muiden sijoittajien kanssa parantaa

mahdollisuuksia hyvien sijoitusten löytämiselle sekä näihin mukaan pääsemiseen esimerkiksi rinnakkaissijoittajana. Tämä voi antaa Arvolle etua kisassa kohteista.

## Riskit ja heikkoudet

- **Alueellinen sijoitustoiminta:** Arvon harjoittama alueellinen sijoitustoiminta saattaa sitoa pääomia heikommin tuottaviin kohteisiin osuuskunnan lähiympäristössä, minkä takia parempia sijoituskohteita jää hyödyntämättä valtakunnallisissa kohteissa. Tämä on määritelty osuuskunnan sijoituspolitiikkaan ja on arvopohjainen päätös, jolla osuuskunnan toiminta-alueella pyritään kehittämään elinkeinotoimintaa. Sijoittajan on kuitenkin hyvä tiedostaa tämä asia.
- **Suomen talouden kehitys:** Arvon sijoitusportfolion listaamattomien yritysten liiketoiminnat sijaitsevat lähes täysin Suomessa ja täten listaamattomien yritysten kehitys on mielestämme hyvin riippuvainen Suomen talouskehityksestä. Pidämme todennäköisenä, että myös ainakin osa finanssisijoituksista on sijoitettu suomalaisiin yhtiöihin tai rahastoihin. Tämä on Arvon sijoitusstrategian mukaista, mutta on hyvä huomioida, että pelkästään sijoituskohteiden määrällä ei pystyttyä hajauttamaan maantieteellistä riskiä.
- **Likviditeettiriski:** Arvon listaamattomissa osakesijoituksissa on mielestämme myös suurehko likviditeettiriski sekä sijoitusaikojen venymisen että vähemmistöisjoitusten järkevän myyntihinnan suhteen, koska markkinat näille eivät välttämättä ole erityisen aktiiviset. Tämä koskee mielestämme kuitenkin vain lähinnä

Arvon pienimpiä sijoituskohteita, joiden merkitys koko portfolion kannalta on rajallinen. Huolimatta listautumisen myötä tehostuvasta osuuden hinnoittelusta, arvioimme sen likviditeetin voivan vaikuttaa negatiivisesti osuuskuntamuotoisuus (sis. sijoittajan äänivallan kasvattaminen ei ole mahdollista osuuskuntamuodon takia).

- **Syklisten sektorien osuus arvon sijoitusportfoliossa:** Syklisten sektoreiden osuus Arvon portfoliossa on edelleen varsin merkittävä, joka tuo heilahtelua yritysten tuottoihin. Arvo on myös tunnistanut asian ja viimeisimpien sijoitusten yhteydessä reagoinut asiaan, mitä pidämme positiivisena signaalina. Syklisten sektorien korkeahko osuus nostaa silti vielä portfolion riskitasoa.
- **Track-recordin puute:** Yksi merkittävä mittari, joilla sijoitusyhtiötä arvioidaan, on niiden track-record. Koska Arvo on vielä suhteellisen nuori sijoitusyhtiöksi, ei sille ole kerennyt muodostua vahvaa track-recordia etenkin irtaantumista suuremmista listaamattomista sijoituksista. Viime vuosina se on tehnyt erinomaiset irtaantumiset Skarta Groupista (nyk. NYAB) sekä Keliberistä, mutta näiden vastapainona on Siklaan tehdyt suuret alaskirjaukset.
- **Pääomamarkkinan kehitys:** Finanssisalkun arvonmuutosta ajaa arviomme mukaan etenkin yleinen pääomamarkkinan suunta, jonka lyhyellä ajan kehitys on vaikeasti ennustettavaa ja riskistä. Siten pääomamarkkinan muutokset voivat heiluttaa etenkin Arvon finanssisalkkua tuntuvasti, mutta pitkällä perspektiivillä aika on sijoittajien puolella.

# Arvonmääritys 1/3

## Osien summa -laskelma

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

- 1) Arvo Osuuskunnan ja sen tytäryhtiö Arvo Invest Nordicin finanssisijoitukset, joiden arvona käytämme viimeisintä raportoitua lukua vuoden 2022 lopun tilanteesta (68,0 MEUR), josta oikaisemme käteiskassan (6,0 MEUR).
- 2) Arvon listaamattomat osakesijoitukset, joiden arvot olemme määrittäneet aiemmin.
- 3) Arvon lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin, joiden arvona käytämme saatavien tasearvoa, mikä vastaa melko hyvin lainattujen pääomien määrää (pl. Siklaan saataviin tekemämme 50 %:n alaskirjaus).
- 4) Emoyhtiön ja Arvon Invest Nordicin korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Emme huomioi tässä korollisia saatavia, koska ne tulevat huomioiduksi lainasijoitusten yhteydessä. Koska emme ole laatineet Arvolle varsinaista ennustemallia, käytämme nettovelkojen osalta viimeisintä raportoitua lukua (2022 lopussa 4,0 MEUR). Olemme kuitenkin oikaisseet nettovelkaa tilikauden jälkeen tapahtuneilla OddlyGood Global- (2 MEUR), Elcoline- (3 MEUR) ja Hikinoro - osakesijoituksilla (1 MEUR, mikä perustuu Inderesin arvioon sijoituksen jakaantumisesta noin 50/50 oman ja vieraan pääoman välille).
- 5) Emoyhtiön ja Arvo Invest Nordicin operatiiviset

kulut, jotka täytyy eliminoida. Nämä kulut ovat osuudenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja, joihin he eivät voi suoraan vaikuttaa. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.

- 6) Laskennalliset verovelat, jotka täytyy huomioida sijoituskohteissa, joissa käypä arvo ylittää tasearvon, jotta irtaantumistilanteissa realisoituva verorasitus tulee huomioiduksi.
- 7) Lopulliseen arvioomme oikeasta markkina-arvosta vaikuttaa mahdollinen alennus tai premio suhteessa osien summa -arvoon, mikä määräytyy pääasiassa sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (track-recordilla merkittävä paino). Alennusta säättämällä voimme ohjata arvon perustelluksi osakkeenomistajien kannalta, koska osien summa ei lähtökohtaisesti realisoidu ilman yrityskauppoja.

Näkemyksemme Arvo Sijoitusosuuskunnan käyvästä arvosta muodostuu näiden komponenttien summasta. Peilaamme Arvon osuuden hintaa myös osien summan indikoimaan tasepohjaiseen arvostukseen (ml. vertailu joihinkin pörssin sijoitusyhtiöihin) sekä saavutettuihin osuuskorkotuottoihin (ml. DDM-malli).

## Nettovelkojen käsittely

Arvon vähemmistösjoitusten arvot olemme määrittäneet markkina-arvopohjaisesti, joten vähennämme osien summa -laskelmassa emoyhtiön ja sen tytäryhtiön AINOn korolliset

nettovelat (tai lisäämme nettokassan), sillä vähemmistöomistusten korolliset nettovelat ovat sisällä markkina-arvoissa. Emme ole erikseen laskeneet AINOLle markkina-arvoa, sillä kyseessä on konsernin sijoitusyhtiö, jonka tase muodostuu käytännössä finanssisijoituksista. Ne olemme sisällyttäneet samaan tarkasteluun osuuskunnan finanssisijoitusten kanssa.

## Konsernikulujen eliminointi

Merkittävänä elementtinä olemme vähentäneet osien summasta Arvo Osuuskunnan sekä AINOn operatiivisten kulujen nykyarvot. Olemme huomioineet laskelmassa myös AINOn kulut, koska sen toiminnasta vastaa osuuskunnan henkilökunta. Vaikka nämä kulut (noin 1,6 MEUR tai noin 1,4 % salkun raportoidusta käyvästä arvosta vuonna 2022) ovat pienet, ne ovat kuitenkin merkittäviä omistajien kannalta. Olemme laskeneet operatiivisille kuluille nykyarvon diskonttaamalla seuraavan kymmenen vuoden oletetut kulut nykypäivään käyttämällä keskimääräistä pääomakustannusta (WACC), mikä antaa kulujen nykyarvoksi noin 11,4 MEUR. Summa on huomattava suhteessa Arvon käypään arvoon, mutta tämä on kuitenkin käytännössä liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä pakollinen kulu. Olemme käyttäneet laskelmassamme 2 %:n vuosittaista kustannusten nousua ja 8,7 %:n keskimääräistä pääoman kustannusta.



# Arvonmääritys 2/3

## Laskennalliset verovelat

Sijoitukset ovat Arvon taseessa lähtökohtaisesti arvotettu hankintahintaan tai sitä alhaisempaan hintaan, minkä vuoksi omistusten arvonnousu ei heijastu tasearvoihin. Tämän takia positiivisesti kehittyvät sijoitukset luovat taseeseen ns. piiloarvoa. Piiloarvon kertyminen itsessään on positiivinen asia, mutta tämän osalta laskelmassa täytyy kuitenkin huomioida irtaantumisvaiheessa realisoituva verorasitus laskennallisten verovelkojen kautta. Vaikka emme tiedä yksittäisen sijoitusten tarkkoja tasearvoja, otamme laskennalliset verot huomioon niiden sijoituskohteiden (finanssisalkku sisältäen Partneran ja LapWallin, Leden Group) osalta, joihin laskennallista veroa on arvioimme mukaan kertynyt merkittävästi. Näiden vaikutus osien summaan on noin 4,1 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 realisoinnin yhteydessä otaksumme Arvon pyrkivän minimoimaan tai ainakin vähentämään verorasitusta esimerkiksi realisoimalla samalla mahdollisesti tappiollisia sijoituksia. Pidämme myös hyvin epätodennäköisenä, että finanssisijoitusten verovelka realisoituisi kerralla (ts. finanssisalkku likvidoitaisiin kerralla), mutta olemme huomioineet tämän kokonaisuutena.

## Sijoitusyhtiön alennus/premio

Sijoitusyhtiöt arvotetaan markkinoilla niiden tyyppin ja menestyksen perusteella joko alennuksella tai premiolla suhteessa niiden substanssiarvoon.

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

Mielestämme sijoitusyhtiön alennuksen tai preemion suhteessa substanssiin tai käypään arvoon peruseriaatteen pitäisi olla sijoitusyhtiön järjestelmällisesti luoman omistaja-arvon määrä ja tämän jatkuminen tulevaisuudessa. Arvon track-record on näiltä osin vielä lyhyt etenkin listaamattomien sijoitusten osalta, koska useampia irtaantumisia listaamattomista osakesijoituksista ei ole vielä ehtinyt kertymään huolimatta esimerkiksi erinomaisista Keliber- ja Skarta Group -sijoituksista. Arvon sijoitusstrategialla on mielestämme mahdollisuus tuottaa ylituottoja tulevaisuudessa, mutta erinomaisten irtaantumisen lisäksi läsnä ovat sijoitustoimintaan liittyvien riskien realisoituminen (vrt. Sikla). Siten pidämme osuuden arvottamista selvällä alennuksella osien summaan verrattuna perusteltuna ennen pidemmän track-recordin

kerryttämistä. Mielestämme nykyisellään osuutta onkin perusteltua arvostaa noin 15-25 %:n alennuksella osien summan indikoimaan arvoon. Lisäksi kuten aikaisemmin todettua on mielestämme todennäköistä, että osuuskuntamuotoisuus rajaa tiettyjä sijoittajatahojen kiinnostusta osuuteen äänivallan kasvattamisen ollessa mahdotonta. Siten arvioimme osuuden likviditeetin voivan jäädä ainakin pidemmällä aikavälillä rajalliseksi, mikä mielestämme osaltaan perustelee myös selvää alennusta (ts. korkeampaa tuottovaatimusta).

## Osuuden käypä markkina-arvo 86-97 euroa osuudelta

Osien summan komponentit huomioiden Arvon laskennallinen käypä arvo ennen sijoitusyhtiöalennusta on näkemyksemme mukaan 94 MEUR tai 114 euroa osuudelta. Huomioiden käyttämämme sijoitusyhtiöalennuksen vaihteluväliksi saamme osuuden käyväksi markkina-arvoksi 86-97 euroa osuudelta (tarkemmat parametrit esiteltty sivulla 43).

## Tasepohjainen arvostus

Mielestämme myös tasepohjainen P/B-kerroin on sijoitusyhtiölle varsin hyödyllinen indikaattori. Käyttämällä edellä määrittelemääme osuuden käypää arvoa (86-97 euroa/osuus) saamme vuoden 2022 konsernitaseen (oma pääoma/osuus 118,9 euroa) perusteella P/B-kertoimeksi 0,7x-0,8x. Mielestämme kyseinen taso on itsessään suhteellisen neutraali, kun huomioidaan taseeseen osittain kertynyt piiloarvo sekä toisaalta rajallisesta track-recordista johtuva selkeä sijoitusyhtiöalennus.

# Arvonmääritys 3/3

Vastaavasti suhteutettuna pelkästään viimeisen viiden vuoden toteutuneeseen oman pääoman tuottoon (ROE-% 2018-2022: 4,5 %) ja käyttämääme 10 %:n oman pääoman kustannukseen, tasearvostusta ei voitaisi pitää erityisen edullisena. On kuitenkin hyvä huomata, että sijoitusyhtiön luonteen vuoksi tuottojen osalta voi olla reipasta heiluntaa irtaantumisten ajoittumista peilaten. Näemme kuitenkin osuudelta vaadittavan sijoitusyhtiöalennuksen sekä tasepohjaisen olennaisen nousuvaran olevan liittännäisiä pääoman tuoton nousuun sekä track-recordin kerryttämiseen.

Osaltaan tukea arvonmääritykseen voidaan hakea myös Helsingin pörssin verrokkien arvostuksesta, vaikka portfolioiden erilaisuudesta ja yhtiöiden kehitysvaiheista johtuen suora vertaaminen ei olekaan mielestämme mielekäästä. Tällä hetkellä P/B-luku on pörssiverrokeista Panostajalla 0,9x (2023e) ja KH Groupilla 0,7x (2023e), mitkä mielestämme antavat osittaista tukea arvonmäärityksellemme. KH Groupin osalta on kuitenkin hyvä huomioida, että yhtiöllä on käynnissä strategiamuutos sijoitusyhtiömuotoisen toiminnan purkamiseksi.

## Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Mielestämme Arvon osuuden arvonmääritystä voidaan tarkastella myös osuuskorkojen kautta, sillä osuuskunta haluaa profiloitua etenkin vakaan osuuskoron maksajana. Kuten Ennusteet-kappaleessa kävimme läpi, on vähintään nykyinen osuuskoron taso (2022: 4 euroa/osuus) mielestämme turvattu lähivuosille. Vastaavasti

suhteuttamalla tämä arvioimaamme osakkeen käypään arvoon, saisi osuudenomistaja 4,1-4,7 %:n vuotuista kassavirtatuottoa osuuskoron kautta, mikä mielestämme antaa osuuden hinnoittelulle osittaista tukea. Puolestaan viimeisen 5 vuoden keskiarvotasolla (4,24 euroa/osuus) nousisi osuuskorkotuotto 4,4-4,9 %:iin, mitä mielestämme voisi pitää jo kohtuullisena pohjatuottona.

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan mieltää myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko säilyisi viimeisen viiden vuoden tasolla 4,24 eurossa tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 42,4 euroa käyttämälläme 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Siten DDM-mallin indikoikin mielestämme, että pelkästään nykyinen osuuskoron taso ei perustele osien summan mukaista arvoa osakkeelle.

Puolestaan odottamalla, että Arvo onnistuisi kasvattamaan osuuskorkoaan tästä ikuisuuteen vakaasti 5 %:lla vuosittain, saisimme yhden osuuden arvoksi 88,6 euroa, mikä olisi puolestaan melko hyvin linjassa osien summa -mallimme kanssa. Tämä hyvin yksinkertaistettu esimerkki kuvastaa, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä etenkin 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

Mielestämme Arvon kokonaisuutta tulee arvottaa etenkin osien summa -laskelman kautta huomioiden kuitenkin sijoitusyhtiöltä tyypillisesti vaadittava sijoitusyhtiöalennus. Osuuskunnan vielä suhteellisen lyhyen track-recordin takia mielestämme osuudelta voidaan vaatia melko selvää alennusta. Arvon eri omaisuuserät ja sijoitusyhtiöalennus huomioiden osuutta voitaisiin hinnoitella listautumisen jälkeen pörssissä 86-97 euroon osuudelta. Näemme sijoitusyhtiöalennuksessa kaventumisen varaa track-recordin kertyessä arvoa luovasta sijoitustoiminnasta (ml. pääoman tuoton kasvu).

Näemme osuuden vakaan kassavirtatuoton osuuskoron muodossa olevan myös turvattu lähivuosina Arvon vahvan taseen ja finanssisijoitusten likvidiyden turvin. Arvioimaamme osuuden käypään arvoon ja viime vuosien osuuskoron tasoon peilattuna tämä tarkoittaisi noin 4-5 %:n osuuskorkotuottoa, minkä näemme tukevan osuuden arvostusta. Pelkästään vakaalla tasolla säilyvä osuuskorko ei kuitenkaan yksin perustelisi osien summan indikoimaa arvostusta ja siten Arvon tulisikin onnistua kasvattamaan absoluuttista osuuskorkoaan pidemmällä aikavälillä. Osuuskoron kestävä kasvu vaatii luonnollisesti taakseen onnistuneita irtaantumisia sijoituskohteista sekä arvoa luovien kohteiden löytämistä.

# Osien summa -laskelma

Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset*	62	52 %
Partnera ja LapWall	8	7 %
Listaamattomat osakesijoitukset	34	28 %
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin **	15	13 %
<b>Yhteensä</b>	<b>119</b>	<b>100 %</b>

\* Oikaistu korkosijoitusten käteisvaroilla

\*\* Oikaistu Siklan saataviin tekemillämme alaskirjauksilla

Arvo Osuuskunnan markkina-arvo		
<b>Omistusten arvo</b>	<b>119</b>	<b>MEUR</b>
Nettovelat (2022)***	10	MEUR
Konsernikulujen eliminointi	11	MEUR
Laskennalliset verovelat	4	MEUR
<b>Laskennallinen arvo</b>	<b>94</b>	<b>MEUR</b>
Osuuksien määrä	820 530	kpl
<b>Osuuden laskennallinen arvo</b>	<b>114</b>	<b>EUR</b>
Sijoitusyhtiöalennus	15-25	%
<b>Osuuden käypä markkina-arvo</b>	<b>86-97</b>	<b>EUR</b>

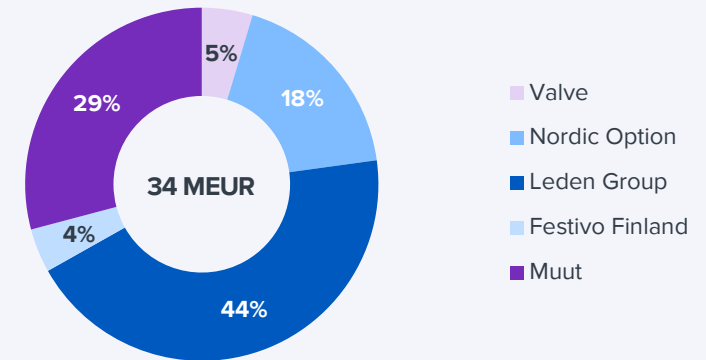
\*\*\* Oikaistu vuonna 2023 tehdyillä OddlyGood-, Elcoline- ja Hikinoro -sijoituksilla

Lähde: Inderes

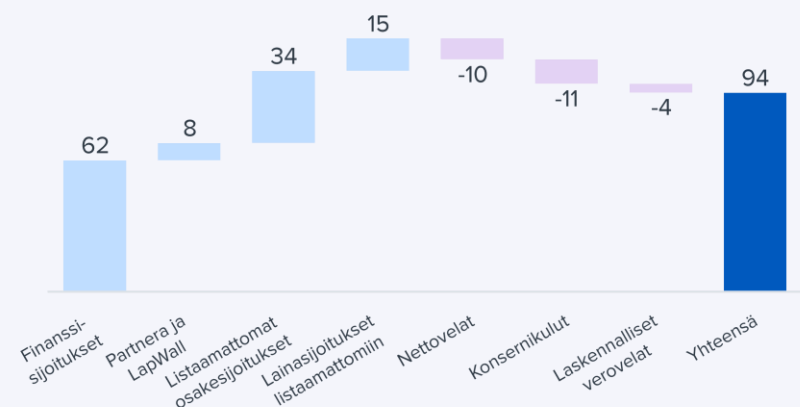
Konsernikulujen eliminointi		
Tilikauden 2022 kulut	1,6	MEUR
Kulujen kasvu (%)	2 %	
Käytetty WACC	8,7 %	
<b>Kulujen summa (10 vuotta)</b>	<b>11,4</b>	<b>MEUR</b>

Lähde: Inderes

Listaamattomien osakesijoitusten arvon jakautuminen



Arvon laskennallinen arvo ilman sijoitusyhtiöalennusta (MEUR)



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	12,1	13,8	26,0	9,2	5,0	14,3	10,0	10,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Käyttökate	2,4	3,6	5,9	2,1	-4,8	-2,7	1,1	1,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	3,6	5,9	2,1	-4,8	-2,7	1,1	1,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Liikevoitto	2,4	3,6	5,9	2,1	-4,8	-2,7	1,1	1,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Nettorahoituskulut	2,0	2,3	4,3	2,8	4,4	7,2	1,7	1,6	3,3	3,3	3,3	3,3
Tulos ennen veroja	4,3	5,9	10,2	4,9	-0,4	4,6	2,8	2,7	5,5	5,5	5,5	5,5
Verot	-0,7	-0,8	-1,4	-0,6	-1,2	-1,8	-0,6	-0,5	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,7	5,1	8,8	4,3	-1,6	2,8	2,3	2,2	4,4	4,4	4,4	4,4
EPS (oikaistu)	4,46	6,26	10,72	5,26	-1,89	3,37	2,77	2,63	5,40	5,40	5,40	5,40
EPS (raportoitu)	4,46	6,26	10,72	5,26	-1,89	3,37	2,77	2,63	5,40	5,40	5,40	5,40

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>41,9</b>	<b>28,1</b>	<b>33,1</b>	<b>33,1</b>	<b>33,1</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	41,8	28,0	33,0	33,0	33,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>68,6</b>	<b>81,0</b>	<b>76,6</b>	<b>77,8</b>	<b>78,7</b>
Vaihto-omaisuus	52,7	61,2	56,0	55,0	54,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	9,8	13,7	14,0	14,0	14,0
Likvidit varat	6,2	6,0	6,6	8,8	10,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>111</b>	<b>109</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>112</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>98,9</b>	<b>97,6</b>	<b>98,7</b>	<b>99,9</b>	<b>101</b>
Osakepääoma	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Kertyneet voittovarot	67,5	66,2	67,3	68,4	69,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,6	1,5	1,0	1,0	1,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>111</b>	<b>109</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>112</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### 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.**