

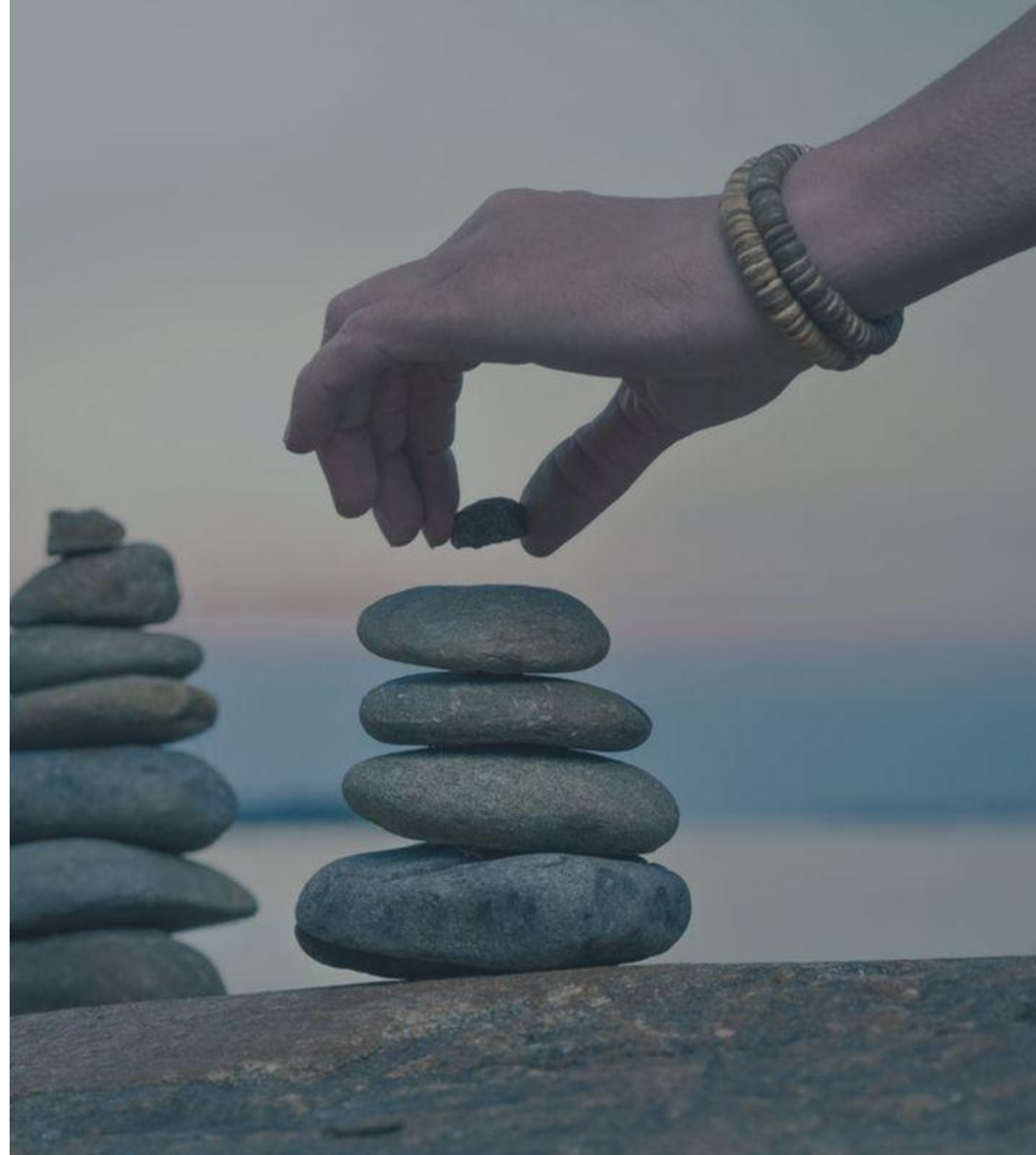
ARVO SIJOITUSOSUUSKUNTA

21.08.2026 09.25 EET



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Väkevä ensimmäinen vuosipuolisko

Toistamme 89 euron tavoitehintamme ja Lisää-suosituksemme. Arvon vahva H1'26 oli jo tiedossa suuren HANZA-myyntivoiton myötä, mutta tulosta realisoitui muutenkin mukavasti, vaikka myös negatiivisia eriä osui vuosipuoliskolle. Osien summa -laskelmamme nousi hieman edellisestä päivytyksestä, vaikka Arvo maksoi keväällä 5,77 euron osuuskoron. Matala arvostus suhteessa laskelmaamme (-36 %), liiketoiminnan hyvä trendi ja ennustamamme ensi kevään 7,5 %:n osuuskorko tekevät tuotto-odotuksesta mielestämme houkuttelevan.

Vahva vuosipuolisko

Emme ennusta Arvon tuloslaskelmaa sijoitusyhtiölle tyypillisen rivien voimakkaan heilunnan takia. Olennaisinta on seurata sijoitusten käyvän arvon kehitystä, joka realisoituu vasta irtaantumisissa. H1-konsernitulos oli erittäin vahva 7,0 MEUR eli 8,57 euroa osuudelta (H1'25 3,26 €). Tulosta ajoi HANZA-osakkeiden myynnistä kirjattu 6,9 MEUR:n myyntivoitto sekä lisäksi tulosta syntyi vanhojen osakeomistusten realisoinnista. Toiseen suuntaan painoivat Summa Defencen 1,2 MEUR:n arvonalentuminen sekä varovaisuusperiaatteella tehdyt lainasaamisten arvonmuutokset, jotka olivat nettona -0,4 MEUR. Emoyhtiön tulos oli 4,8 MEUR. Vertailukaudella tytäryhtiö maksoi 1 MEUR osinkoa, jota ei nyt maksettu. Konsernitulos kuvaa vuosipuoliskoa paremmin ja odotamme Arvon tasaavan osuuskoron pohjana olevaa emoyhtiön tulosta loppuvuonna lähemmäs vuoden todellista tasoa. Konsernin sijoitetun pääoman annualisoitu tuotto nousi 17,0 %:iin (10,3 %), mikä ylittää selvästi yhtiön 7,5 %:n tavoitetason.

Kohdeyhtiöiden kehitys painottui positiiviselle puolelle

Sijoitussalkun käypä arvo nousi 130,6 MEUR:oon (+2,8 % H1'25:stä) erityisesti HANZA-irtaantumisen ja osakerahastojen vetämänä. Kohdeyhtiöiden kehitys oli kokonaisuutena myönteistä. Erityisen positiivista oli Ruodon vahva kehitys, kun liikevaihto kasvoi 24 % ja kannattavuus parani. Pidämme Ruotoa yhtenä Arvon kiinnostavimmista omistuksista. Suhteessa odotuksiimme oikeastaan vain Elcolinen kehitys vaikutti jääneen vaisuksi heikossa kunnossapitomarkkinassa. Suurista omistuksista myös Nordic Bites

Groupin kehitys vaikuttaa olleen positiivista niin kuin myös listatun LapWallin. Arvo teki kolme uutta suoraa sijoitusta ja yhden lisäsijoituksen. Arvo kommentoi hankeputkeaan mielestämme melko positiiviseen sävyyn ja odotamme kuulevamme uusista sijoituksista vielä loppuvuonna.

Osien summa -mallimme jatkoi pienessä kasvussa

Osien summa -mallimme mukainen Arvon osuuden laskennallinen arvo nousi aavistuksen 124 euroon osuudelta (aik. 123 €) huolimatta kevään 5,77 euron jaetusta osuuskorosta. Positiivisina ajureina toimivat arviomme mukaan finanssisijoitusten hyvä kehitys ja listatut osakemyynnit sekä LapWallin ja Ruodon arvon nousu, kun taas negatiivisella puolella Summa Defencen jatkoi laskuaan ja on painunut hyvin pieneksi (0,4 MEUR). Listaamattomista muuttimme vain Ruodon arvoa, jonka nostimme vahvan kehityksen ansiosta 4,0 MEUR:oon (3,1 MEUR). Pitkän aikavälin staattinen konsernitulosennusteemme on ennallaan, ja arvioimme Arvon yltävän noin 4,7 %:n oman pääoman tuottoon (viim. 5v keskiarvo), jossa on pientä nousupainetta, mikäli loppuvuosikin sujuu hyvin. Ennustamme ensi keväänä Arvon jakavan 6,00 euron osuuskoron, josta se laskee asteittain 4,26 euroon ja kasvaa sitten 1 %:n vuosittain.

Tuotto-odotus on houkutteleva

Arvo arvostetaan selvällä alennuksella sen omaisuuserien arvoon nähden (-36 % alennus osien summa -laskelmaamme). Tavoitehintamme vastaa 28 %:n alennusta osien summa -laskelmaamme nähden, mikä on edelleen suurempi kuin arvioimamme käypä taso (15-25 %). Arvioimme osuuskorkotuoton olevan keskimäärin 6,6 % seuraavat kolme vuotta ja ensi keväänä 7,5 % vahvan tuloksen siivittämänä. Vahva osuuskorkonäkymä yhdistettynä matalaan tasepohjaiseen arvostukseen ja hyvään liiketoiminnan trendiin tekee tuotto-odotuksesta houkuttelevan. Arvon tasainen profiili, matala arvostus ja hyvin hajautettu salkku korostuvat edukseen nykyisessä hyvin heiluvassa markkinassa, jossa arvostustasot keskimäärin ovat nousseet selvästi.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

89,00 EUR

(aik. 89.00 EUR)

Osakekurssi:

79,51 EUR

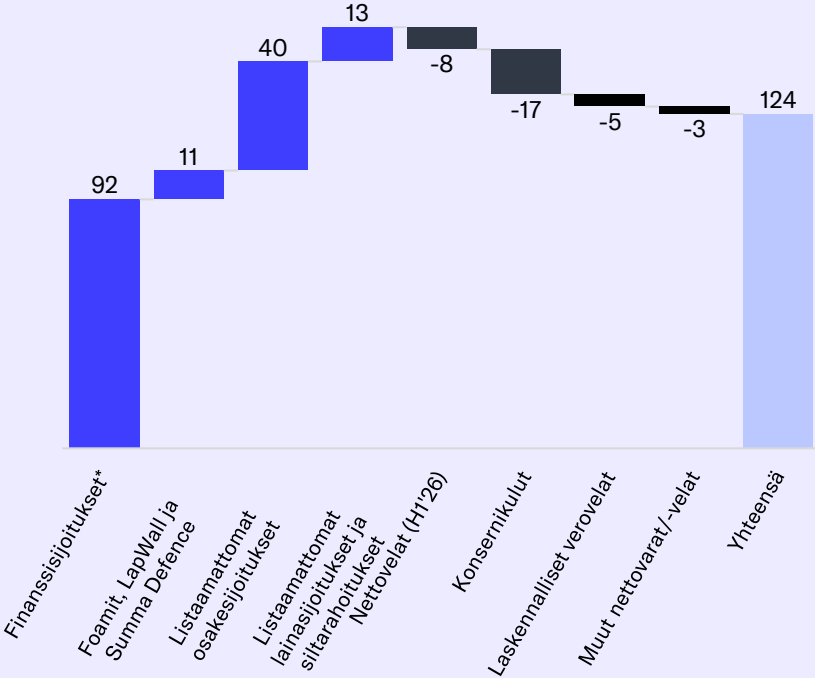
Liiketoimintariski



Arvostusriski



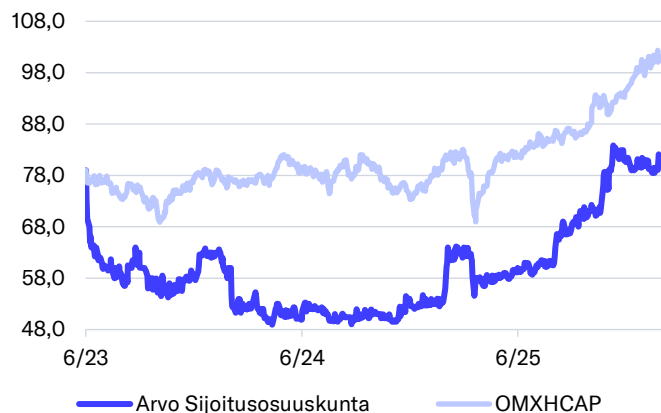
Osien summa euroa per osuus ilman sijoitusyhtiöalennusta



Ohjeistus

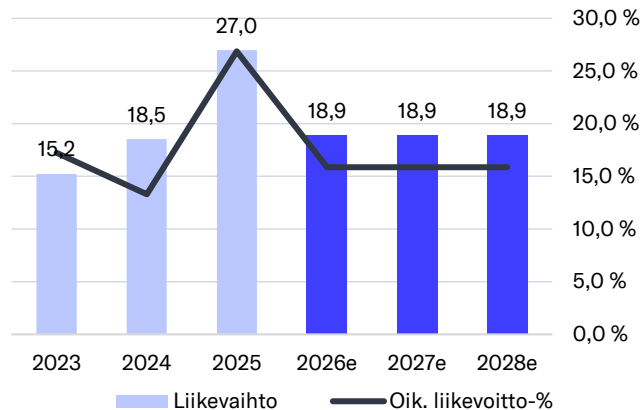
(Ei ohjeistusta)

Osakekurssi



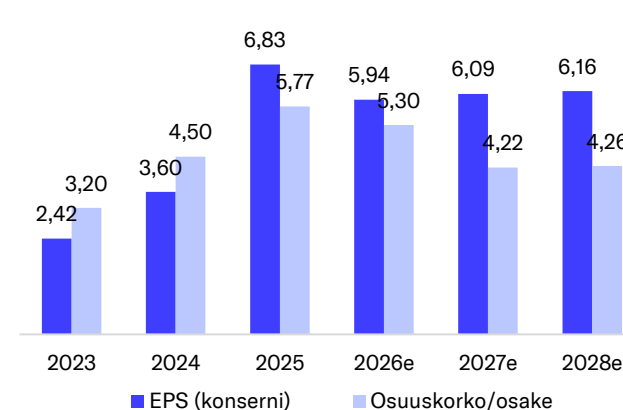
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Osuuden hyväksyttävän arvostuksen nousu
- 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
- Piristynä Suomen taloustilanne

Riskitekijät

- Epäonnistumiset uusissa tai nykyisissä sijoituskohteissa
- Suomen talous (merkittävä osa sijoituksista ovat kotimarkkinavetoisia pk-yrityksiä)
- Pidemmän ajan track-recordin puute suuremmista listaamattomista sijoituskohteista irtaantumisista
- Pääomamarkkinoiden kehitys
- Riskit listaamattomien omistusten omistusaikojen venymisestä

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osuuskurssi	79,5	79,5	79,5
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	60	60	59
P/B	0,64	0,64	0,63
Osuuskorko / tulos (%)	58,2 %	90,3 %	69,2 %
Osuuskorkotuotto-%	7,5 %	6,9 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Arvon asemoituminen kilpailukentässä



Arvolla melko vähän täysin suoria kilpailijoita

Suomessa on vähän yhtiöitä, jotka tekevät Arvon kaltaisia vähemmistösisjoituksia alle 10 MEUR kokoluokan yrityksiin. Tämän takia Arvolla on melko vähän suoria kilpailijoita, mutta kilpailu parhaista sijoituskohteista on silti tyypillisesti kovaa. Arvo erottautuu mielestämme erityisesti joustavana (rahoitusmuodot, sopimusehdot, hallinnan tiukkuus) kumppanina yrittäjille, mikä ei kuitenkaan ole sijoittajan kannalta automaattisesti aina hyvä asia.

Arvo tekee myös yhteistyötä kanssasijoittajana sijoituskohteissa useiden muiden sijoitusyhtiöiden kanssa (Juuri, Mandatum, Evli, Tesi, Helmet Capital, CapMan).

Arvon kilpailijoista yksikään ei ymmärryksemme mukaan tee osakesijoitusten rinnalla juniorilainasijoituksia. Arvo on tämän takia

haluttu kanssasijoittaja perinteisille pääomasijoittajille, kun se pystyy tarjoamaan laajan kattauksen erilaisia rahoitusinstrumentteja.

Arvon liiketoiminnan keskeisiä eroja muihin pääomasijoittajiin

- Tuoton lähteet (yritysten arvonnousu, osingot, korkotuotot ja irtautumiset) hajautuneet verrattuna tyypilliseen pääomasijoittajaan (pääosin exit-vaiheen tuotot).
- Jatkuva kassavirta ulos portfoliosta pakottaa priorisoimaan myös kassavirtatuottoa.
- Portfolion tuottama jatkuva kassavirta ja liiketoiminnan pitkäjänteisyys (ei rahastokautta) lisäävät joustavuutta toimintaan.
- Erittäin laajalle hajautettu portfoliorakenne ja melko pienet resurssit pakottavat Arvon nojautumaan myös kumppaneihin sijoitusten hallinnassa.

- Suorissa sijoituksissa vähemmistöomistusten myötä vähemmän vaikutusmahdollisuuksia

Sijoittajan kannalta Arvon keskeisiä eroja muihin pääomasijoittajiin:

- Jatkuva kassavirta sijoittajille osuuskorkojen muodossa ja pienempi keskittyminen puhtaaseen NAV:n kasvuun.
- Likvidi sijoituskohte ja hyvä läpinäkyvyys julkisten tilinpäätösten ja ulkopuolisen riippumattoman analyysin myötä.
- Erittäin hajautettu portfoliorakenne toimialoittain ja erilaisin sijoitustyypeittäin. Suorien sijoitusten lisäksi likvidejä finanssisijoituksia, mikä pienentää yksittäisten sijoitusten merkitystä vaikutusta ja portfolio kokonaisuutena matalariskinen.

Tulosta realisoitui muutenkin kuin HANZA-myyntivoitosta

Konsernin tulos vahva HANZA-myyntivoiton vetämänä

Emme ennusta Arvon tuloslaskelman kehitystä, sillä tuloslaskelman rivit vaihtelevat voimakkaasti vuosien välillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti myös epärelevantteja (vrt. sijoitusten kehitys, joka realisoituu vasta myyntitilanteessa). Sijoittajan onkin keskeisintä seurata sijoitussalkun käyvän arvon kehitystä.

Konsernin liikevoitto nousi 8,5 MEUR:iin (H1'25: 6,5 MEUR) ja tulos 7,0 MEUR:iin (2,7 MEUR). Tulokasvun keskeisin ajuri oli HANZA-osakkeiden noin 6,9 MEUR:n myyntivoitto, joka vastasi täsmälleen arviotamme. Tulosta kasvatti myös tytäryhtiön Arvo Invest Nordic Oy:n pitkään omistuksessa olleiden pörssiosakkeiden valikoidut myynnit. AINO teki tulosta 2,1 (0,8) miljoonaa euroa. Pääosa myyntituotoista sijoitettiin uusiin pörssiosakkeisiin.

Myös muut osakemyynnit, joista realisoitui tuottoja, kasvattivat tulosta. Osuuskohtainen tulos konsernissa nousi 8,57 euroon (3,26 euroa), ja sijoitetun pääoman annualisoitu tuotto kohosi peräti 17,0 %:iin (10,3 %).

Summa Defence -sijoituksen markkina-arvon lasku aiheutti 1,2 MEUR:n negatiivisen tulosvaikutuksen. Sijoituksen markkina-arvo oli heinäkuun lopussa enää noin 0,5 MEUR hankintamenon ollessa noin 1,7 MEUR. Vastaavasti mahdollista hankintamenon ylittävää kurssinousua ei kirjattaisi tulokseen. Summan rahoitustilanne näyttää mielestämme erittäin vaikealta, emmekä näkisi järkevänä, että Arvo tekee lisäsijoituksia yhtiöön tässä vaiheessa. Summa-omistus on painunut niin pieneksi (nyt 0,4 MEUR),

ettemme tee enää siitä erillistä analyysia. Lisäksi negatiivisesti tulokseen vaikuttivat varovaisuusperiaatteella tehdyt lainasaamisten arvonmuutokset, jotka olivat nettomäärältään yhteensä -0,4 MEUR.

Emoyhtiön tulos oli niin ikään vahva, mutta laski 4,8 MEUR:iin (H1'25: 7,8 MEUR) ja osuuskohtainen tulos 5,88 euroon (9,60 euroa). Vertailukelpoisuutta heikentää merkittävästi se, ettei tytäryhtiö Arvo Invest Nordic Oy maksanut katsauskaudella lainkaan osinkoa emoyhtiölle, kun vertailukaudella erä oli 1 MEUR. Tämä on huomionarvoista osuuskorkoennusteemme (6,00 euroa vuodelle 2026) kannalta, sillä osuuskorko maksetaan emoyhtiön tuloksesta. Mielestämme on todennäköistä, että Arvo Invest Nordic maksaa osinkoa loppuvuonna, ja arvioimme kevään osuuskoron heijastelevan erittäin vahvaa konsernitulosta.

Muutama uusi merkittävä omistus

Arvo toteutti H1:llä kolme uutta vähemmistö-sijoitusta ja yhden lisäsijoituksen.

Tammikuussa Arvo laajensi salkkuaan kiinteistöihin ostamalla 20 %:n osuuden Kempeleen kauppakeskus [Zeppelinistä](#). Suorat kiinteistö-sijoitukset ovat osuuskunnalle poikkeuksellisia, eikä Arvo suunnittele lisäävänsä kiinteistö-sijoituksia tulevaisuudessa. Arvo kommentoi hintatasojen kiinteistömarkkinoilla laskeneen tasolle, joka tarjoaa sijoittajalle houkuttelevan arvonkehitysnäkymän tuleville vuosille. Arvo teki H1:llä uudet vähemmistö-sijoitukset [Oskutuotteeseen](#) (0,5 MEUR) ja [Quarken Boatsiin](#) (1,5 MEUR). Lisäksi yhtiö teki lisäsijoituksen [Nordic Bites Groupiin](#), joka

osti yhdeksän uutta Subway-ravintolaa Suomessa osana pohjoismaista kasvusuunnitelmaansa.

Arvo kommentoi toimintaympäristön kohentuneen katsauskauden loppua kohden, mikä vastaa myös Suomen talouden piristymistä. Arvon vahva tase (omavaraisuusaste 88,6 %) ja finanssisijoitusten suuri osuus antavat kapasiteettia hyödyntää uusia sijoitusmahdollisuuksia. Arvioimme Arvon jatkavan sijoitusten tekemistä, ja osuuskunta kommentoikin hankeputken olevan lupaava.

Sijoitussalkun käypä arvo kasvoi 2,8 % vertailukaudesta

Sijoitussalkun käypä arvo nousi 130,6 MEUR:oon (H1'25: 127,1 MEUR). Kehitystä tukivat erityisesti HANZA ja osakerahastot, mutta sitä painoi Summa Defence. Salkusta suorat sijoitukset muodostivat 40 % (45 %) ja finanssisijoitukset 60 % (55 %). Finanssisalkun paino kasvoi tilapäisesti, kun HANZA-osakkeiden myynti realisoitui käteiseksi. Arvon tavoitteena on kasvattaa suorien sijoitusten osuutta selkeästi tulevana tilikausina, ja mm. Nordea Korko I -rahasto (5,0 MEUR) on tarkoitus lunastaa kuluvalle tilikaudella suoran sijoitustoiminnan tarpeisiin. Suorien sijoitusten salkussa (52,0 MEUR) osakesijoitukset muodostivat 80 % ja lainasijoitukset 20 %. Siltarahoituksia palautui 7,2 MEUR:n edestä eikä uusia myönnetty, joten siltarahoitusten osuus on nyt väliaikaisesti nollassa. Tämä mielestämme kertoo osaltaan jossain määrin parantuneesta rahoitusympäristöstä, mutta on myös puhtaasti ajoituksellinen tällä kertaa.

Kohdeyhtiöiden kehitys jälleen positiivista (1/2)

Kohdeyhtiöillä kokonaisuutena vahvaa kehitystä myös alkuvuonna 2026

Arvo avasi H1-raportin yhteydessä myös kohdeyhtiöidensä kehitystä alkuvuoden 2026 osalta. Kokonaisuutena kohdeyhtiöiden kehitys painottui jälleen positiiviselle puolelle, joskin toimialakohtaisia eroja oli havaittavissa. Kommentoimme tässä suurimpia omistuksia lyhyesti. Dansken globaalin osakerahaston osuus nousi peräti 9 %:iin, minkä taustalla on arviomme mukaan hyvä kehitys ja HANZAsta vapautuneet varat.

Kalastus- ja metsästysliikeketju **Ruodon** alkuvuosi sujui erittäin hyvin. Jokaisen myymälän liikevaihto kasvoi vertailukaudesta, kokonaisuutena liikevaihto kasvoi 24 % ja samalla kannattavuus parani. Kasvua tulee tällä hetkellä melko tasaisesti kolmesta kanavasta eli kotimaan myymälöistä sekä kotimaan ja ulkomaan verkkokaupoista. Katsauskaudella yhtiö kehitti erityisesti ulkomaille suunnattua verkkokauppaa sekä urheiluammunnan ja reserviläistoiminnan tuotevalikoimaa. Panostukset omaan maahantuontiin ja tuotemerkkeihin jatkuivat, ja urheilukalastuksen tuotemerkki Saxa on noussut jo viiden myydyimmän merkin joukkoon. Kuluvalle tilikaudelle Ruoto ennustaa 32–33 MEUR:n (2025: 27 MEUR) liikevaihtoa ja selkeästi yli 2 MEUR:n käyttökate (2025: 1,7 MEUR). Eli vahvaa kehitystä myös numeropuolella. Ruoto on mielestämme edelleen yksi Arvon tämän hetken mielenkiintoisimmista omistuksista ja yhtiön arvo nousi papereissamme.

Teollisuuden teknisiä palveluita tarjoavan **Elcoline**-konsernin alkuvuosi oli liikevaihdollisesti hieman odotuksia vaisempi hiljaisen kunnossapitomarkkinan sekä isompien turbiini- ja generaattorikunnostustöiden kausiluonteisuuden vuoksi. Puolustusteollisuuden asiakkuuksissa kasvu kuitenkin jatkui, samoin Suomen projektiliiketoiminnassa, jonka kannattavuus parani merkittävästi. Strategisissa

kehityskohteissaan yhtiö etenee kommenttien perusteella erinomaisesti, ja suhteellisen kannattavuuden arvioidaan olevan budjetoidulla tasolla (vertailukauden EBITDA 2025: 5,5 %). Tehtyjen kehitystoimien pitäisi vahvistaa yhtiön asemaa seuraavien 6–12 kuukauden aikana.

Nordic Bites Group Oy jatkoi kunnianhimoisen kasvusuunnitelmansa toteuttamista, ja Arvo lisäsi maaliskuussa sijoitustaan yhtiössä tämän ostaessa yhdeksän Subway-ravintolaa Turusta, Tampereelta, Nokialta ja Salosta. Subway-ketjun pohjoismaisella Master franchise -kumppanilla on yli sata omaa ravintolaa Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa, ja yhtiö avaa Tanskaa parhaillaan uutena markkinana. Tilikaudella 2025 yhtiön liikevaihto kasvoi 32 %. Seuraamme tarkasti, miten ravintolaverkoston laajennusohjelma etenee ja millaiseen kannattavuustasoon yhtiö yltää lähivuosina. Arvon kokonaissijoitus yhtiössä on nyt 4,7 MEUR (uusi 1,7 MEUR:n osakesijoitus) ja se on yksi salkun suurimpia. Pidämme yhtiötä arvonluontipotentiaaliltaan mielenkiintoisena.

Markkinointi- ja viestintäkonserni **Valve Groupissa** (ent. Faster Horse) saatettiin päätökseen strategiatyö, jonka toimeenpanon myötä Advance B2B ja Valve Branding yhdistivät toimintansa B2B-yritysten markkinoinnin, myynnin ja teknologian ratkaisuihin keskittyvän Valve One -brändin alle. Kolmas Polvi ja Indieplace puolestaan yhdistyivät Valve Creative Oy:ksi, joka tarjoaa strategia-, brändi-, viestintä-, vaikuttajamarkkinointi- ja luovat palvelut yhtenä kokonaisuutena. Vuoden toisella puoliskolla painopiste on uuden strategian mukaisen kasvun toteuttamisessa ja tehtyjen tehostustoimien ulosmittaamisessa sekä tekoälyosaamisen entistä laajemmassa hyödyntämisessä palvelutuotannossa ja asiakastyössä. Markkinatilanne on jatkunut arviomme mukaan edelleen vaikeana. Suomen piristynyt taloustilanne voisi tuoda helpotusta sektoriin pitkän vaikean jakson jälkeen.

Yhtiö	Meur	osuus %
 Danske Invest Select Global Equity Solution -rahasto	11,7	9,0 %
 Nordea Global Enhanced Fund	6,4	4,9 %
 Nordic Option Oy	6,1	4,6 %
 Nordea Korko I EUR -rahasto	5,0	3,9 %
 LapWall Oyj	4,7	3,6 %
 Nordic Bites Group	4,7	3,6 %
 Nordea Global Equity Allocation Fund I growth	4,4	3,3 %
 Korkia Uusiutuva Energia	3,6	2,7 %
 Käyttötili Nordea	3,4	2,6 %
 Foamit Oyj	3,2	2,5 %
 Faster Horse Oy	3,1	2,4 %
 Mypel Oy	3,1	2,4 %
 Elcoline Group Oy	3,0	2,3 %
 Ruoto Invest Oy	3,0	2,3 %
 Festivo-kokonaisuus	2,4	1,8 %
 OddlyGood	2,1	1,6 %
 Enico Oy	2,1	1,6 %
 Mandatum AM Senior Secured Loan Fund A	2,0	1,6 %
 Tunturipalo (Ylläs)	1,9	1,4 %
 Danske Invest Select-Tactical Asset Allocation EURO, class EUR W	1,8	1,4 %
Salkun loppuosuus	52,8	40,4 %
Yhteensä	130,6	100 %

Kohdeyhtiöiden kehitys jälleen positiivista (2/2)

Puurakenteisia seinä- ja kattoelementtejä valmistavan **LapWall Oyj:n** kannattava kasvu jatkui. Ensimmäisen vuosipuoliskon liikevaihto oli 23,3 (H1'25: 18,8) MEUR ja liikevoitto ilman liikearvon poistoja 2,0 (1,1) MEUR. Pyhännälle rakentuva yhtiön historian suurin tehdasinvestointi eteni suunnitellussa aikataulussa, ja sen valmiusaste oli kesäkuun lopussa noin 95 %. Uusi tehdas kolminkertaistaa Pyhännän yksikön tuotantokapasiteetin. Ennätysvahva 25,4 (20,2) MEUR:n tilauskanta tukee kasvun jatkumista myös loppuvuoden aikana. Analyysimme LapWallin Q2-tuloksesta voi lukea [täältä](#).

Pääomasijoitusyhtiö **Nordic Option Oy:n** alkuvuosi oli varsin aktiivinen. Yhtiö irtautui kokonaan kajaanilaisesta liikuntapeliyhtiöstä CSE Simulationista myymällä omistuksensa CapMan Growth Equity -rahastolle, ja sijoituksesta saatu tuotto ylitti Nordic Optionin tavoitteet merkittävästi. Vapautunutta pääomaa kanavoitiin katsauskaudella kahteen uuteen kohteeseen. Helmikuussa tehtiin jatkosijoitus lupaavasti edenneeseen tietoturvyhtiö SensorFuun ja maaliskuussa varhaisen vaiheen sijoitus teollisuuden konenäkö- ja tekoälyratkaisuja kehittävään Vireumiin yhdessä Gorilla Capitalin kanssa.

Foamit Oyj jatkoi strategista muutostaan lasinkierätykseen ja vaahtolasin valmistukseen keskittyväksi teolliseksi kiertotalousyhtiöksi. Forssan laajennusinvestointi valmistui alkuvuonna ja kaksinkertaisti pienten vaahtolasijakeiden tuotantokapasiteetin, mikä mahdollistaa myynnin kasvattamisen talonrakennussegmentissä. Vientimyynti Keski-Eurooppaan käynnistyi maaliskuussa belgialaisen Argexin kanssa solmitulla sopimuksella, ja lisäksi yhtiö tiedotti aiesopimuksesta vaahtolasitehtaan rakentamisesta Belgiaan yhteistyössä Sterhoek NV:n kanssa. Foamit julkaisee Q2-tuloksensa tiistaina 25.8.

Ammattikäyttöön kylmälaitteita ja -tiloja valmistavan

Festivo-Porkan alkuvuosi eteni suunnitellusti yhtiön strategisten painopisteiden mukaisesti. Kannattavuutta ja operatiivista tehokkuutta parantavia kehitystoimia edistettiin ja vientimarkkinoiden kysyntä säilyi vakaana. Meriteollisuuden vahva projektikanta tukee tulevien vuosien näkymiä, ja myös lääke- ja laboratorioskylmäsäilytysratkaisujen liiketoiminnan kehittämiseen on panostettu. Muistutamme, että Arvo on alaskirjannut Festivo-omistustaan aiempina vuosina merkittävästi, joten kääntein toteutuessa tulosvaikutus olisi positiivinen.

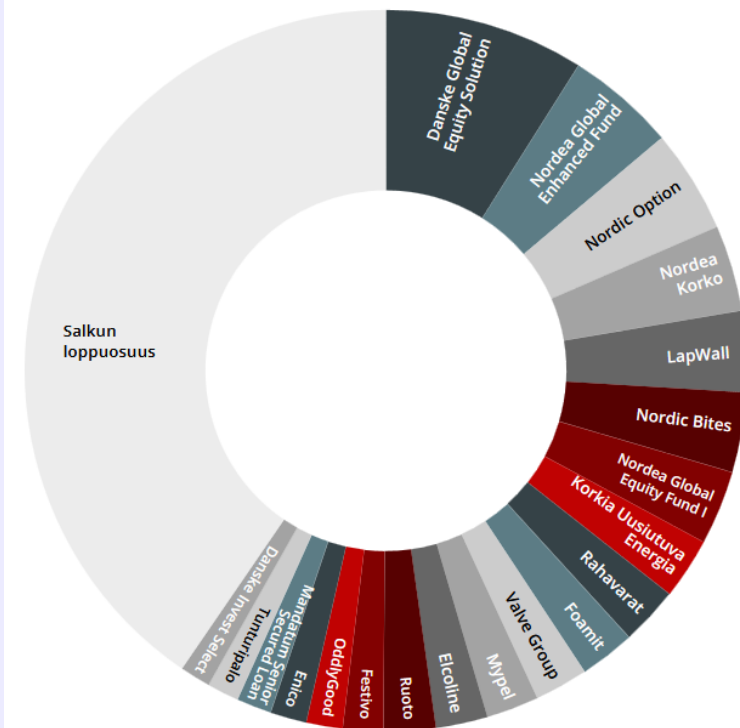
Kasvipohjaisia tuotteita kehittävä **Oddlygood** jatkoi kansainvälistä kasvuaan, ja konsernin liikevaihdosta jo noin 70 % tulee Suomen ulkopuolelta. Yhtiö onnistui myös parantamaan kannattavuuttaan merkittävästi, vaikka markkina pysyi alkuvuonna edelleen haastavana.

Sähköenergian hallinta- ja varastointiratkaisuja toimittavan **Enicon** tarjous- ja tilauskanta jatkoi kasvupolullaan, ja hankekanta sisältää jo yli 200 MWh:n edestä suunnittelutai tuotantovaiheessa olevia projekteja. Energiavarastojen kysyntäajurit ovat laajentumassa mm. datakeskuksiin, sähköistyvään meriliikenteeseen ja kriittiseen infrastruktuuriin. Yhtiö hakee kasvua myös laajemmin Euroopasta, minne se on rakentanut jo vahvan tarjouskannan.

Näkemyksemme merkittävien yhtiöiden arvosta ovat lähes ennallaan

Näkemyksemme muiden yhtiöiden arvoista ovat lähes ennallaan, mutta nostimme Ruodon osuuden arvon 4,0 MEUR:oon yhtiön vahvan kehityksen siivittämänä (katso seuraava sivu).

TOP20-OMISTUKSET



Ruoto – Kasvu kiihtyy

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Ruoto Invest Oy on kotimainen kalastus- ja metsästystuotteisiin erikoistunut vähittäiskauppakonserni. Yhtiö toimii monikanavaisesti yhdistäen verkkokaupan ja kivijalkaverkoston kuudella paikkakunnalla. Ruodon kilpailuetu perustuu syvään lajiosaamiseen, korkeaan asiakastytyväisyyteen ja korkealaatuiseen asiakaspalveluun.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo sijoitti Ruotoon 1,6 MEUR vuonna 2022 ja kasvatti vuonna 2024

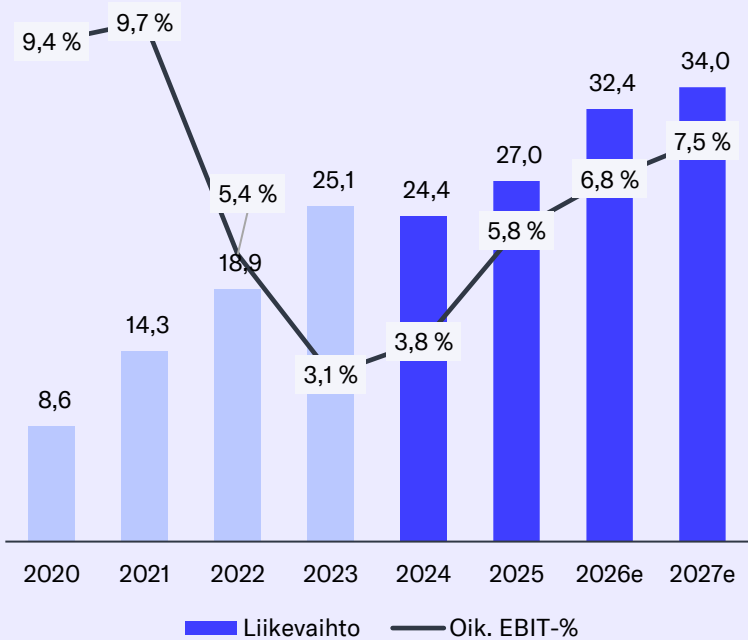
osuutensa 20 %:iin. Ruoto on jatkanut vahvaa orgaanista kasvua koronavuoden jälkeen ja laajentunut myös yritysostoin, joiden myötä yhtiön markkina-asemasta on tullut vahva valtakunnallisesti. Viime vuosina myös kannattavuus on kehittynyt positiivisesti. Ruoto kasvoi vuonna 2025 noin 11 %, veturinaan omien tuotemerkkien ja maahantuonnin vahvistaminen, mikä paransi myös myyntikatetta ja kannattavuutta. Verkkokauppa kasvoi selvästi, ja yhtiö pyrkii laajentumaan Eurooppaan tekoälyavusteisesti. Vuonna 2025 myös oik. EBIT-% nousi noin 6 %:iin. Ruoto on mielestämme

Arvon portfolioon houkuttelevimpia kohteita arvonluonnin näkökulmasta. Ruoto on mielestämme potentiaalinen listautuja vuosikymmenen lopulla. H1'26 käynnistyi erittäin hyvin, kun liikevaihto kasvoi 24 % ja samalla kannattavuus parani. Kuluvalle tilikaudelle Ruoto ennustaa 32–33 MEUR:n (2025: 27 MEUR) liikevaihtoa ja selkeästi yli 2 MEUR:n käyttökatetta (2025: 1,7 MEUR).

Arvonmääritys ja ennustemuutokset

Arvioimme Arvon osuuden arvoksi 4,0 MEUR (aik. 3,1 MEUR) perustuen 2026e EV/EBIT 9,5x -kertoimeen. Taustalla on yhtiön vahva tuloskasvu.

Avainluvut ja ennusteet



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu
- Kannattavuuden nosto skaalan kasvaessa
- Myyntikatteiden nousu omien tuotemerkkien osuuden kasvaessa
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Kansainvälinen laajentuminen



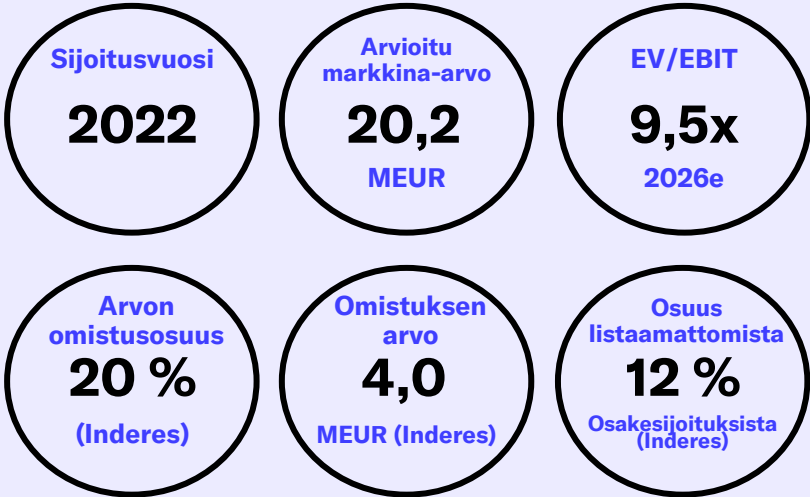
Riskitekijät

- Kilpailun lisääntyminen
- Suomen heikon taloustilanteen pitkittyminen
- Kansainvälistymisinvestointien heikko takaisinmaksu



Arvostus

- Hyväksymme Ruodolle tällä hetkellä EV/EBIT 9,5x-tason.
- Hyväksytty arvostustaso heijastelee yhtiön hyvää kannattavaa kasvuprofiilia ja Helsingin pörssin vähittäiskauppatoimijoiden arvostustasoja sekä pientä kokoluokkaa ja likviditeettipreemiota.



Arvonmääritys 1/3

Osuuden tuotto-odotus on edelleen houkutteleva

Arvo arvostetaan selvällä 36 %:n alennuksella sen omaisuuserien arvoon nähden (osien summa -laskelmamme). Leveänä pysyvä alennus tarjoaa mielestämme houkuttelevan lähtökohdan, kun pääoman tuotoissa on samalla nähtävissä asteittaista parannusta onnistuneiden irtaantumisten myötä. Sijoittajan tuotto saa lisäksi vahvaa tukea ennustamastamme ensi kevään 7,5 %:n osuuskorkotuotosta ja ennustamastamme lähivuosien 5–7 %:n tuotosta. Kokonaisuutena arvioimme osuuden tuotto-odotuksen ylittävän 10 %:n oman pääoman tuottovaateemme, mikä yhdessä vahvan kassavirtapohjaisen pohjatuoton kanssa puoltaa positiivista näkemystä osuudesta.

Osien summa jatkoi pientä nousuaan

Osien summa -mallimme mukainen Arvon osuuden laskennallinen arvo nousi 101 MEUR:oon (aik. 100 MEUR) tai 124 euroon osuudelta (aik. 123 €), vaikka Arvo jakoi merkittävän 5,77 euron osuuskoron. Positiivisina ajureina toimivat arviomme mukaan finanssisijoitusten hyvä kehitys ja listatut osakemyynnit sekä LapWallin ja Ruodon arvon nousu, kun taas negatiivisella puolella Summa Defencen arvo laski selvästi. Olemme käyneet laskelman komponentit seikkaperäisesti [laajassa raportissa](#) läpi.

Mielestämme osuuden hinnoittelussa olisi perusteltua soveltaa 15–25 %:n sijoitusyhtiöalennusta pitkällä aikavälillä. Arvon osuuden alennus osien summa -laskelmaamme nähden on edelleen selkeä (~36 %). Piristystä pääomamarkkina, omistusten painottuminen likvideihin eriin, vahva osuuskorkonäkymä sekä HANZA-irtaantumisen osoittama kyky realisoida omistusten arvoa tuovat mielestämme osuudelle ajureita alennuksen kaventumiseen myös jatkossa.

Selkein ja nopein tapa alennuksen supistamiseksi ja osissa olevan arvon purkamiseksi olisi ylimääräiset pääoman palautukset omistajille. Esimerkiksi finanssisalkku voitaisiin

realisoida hyvinkin nopeasti suurelta osin. Tämä kuitenkin johtaisi pidemmän päälle suhteellisesti huomattavasti kasvaviin hallinnollisiin kuluihin, mikä vaikeuttaisi jälleen arvonluontia tulevaisuudessa. Emme myöskään pidä tätä todennäköisenä Arvon strategia ja voitonjakopolitiikka huomioiden.

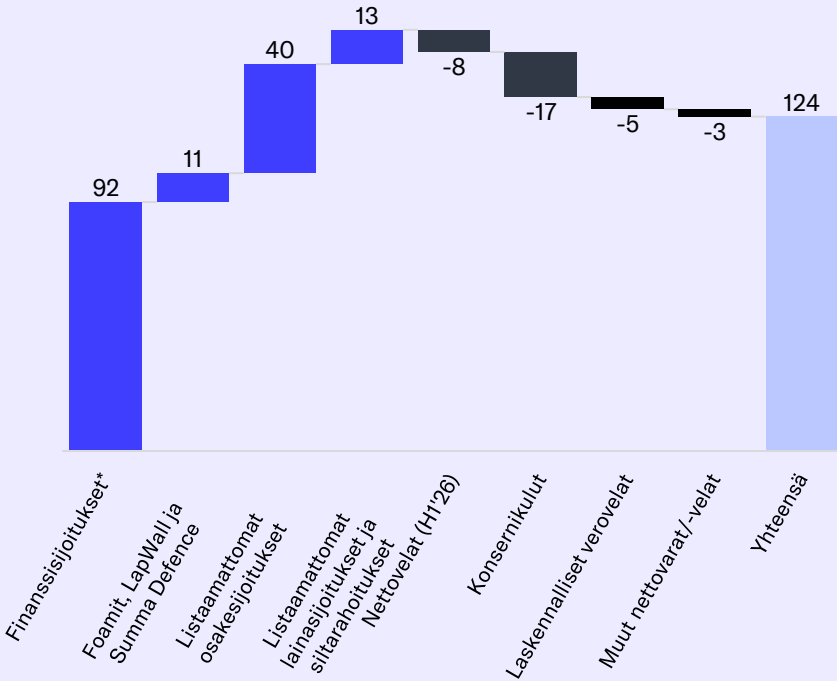
Tekemällä yksinkertaisen oletuksen, että osien summamme säilyisi ennallaan ja Arvo saisi onnistuneiden irtaantumisten sekä uusien sijoitustensa kautta nostettua sijoitetun pääoman tuottoonsa useamman vuoden tarkastelussa yli tavoitetasonsa (ROI-% 7,5 %), näkisimme sijoitusyhtiöalennuksella edellytykset kaventua arvioimaamme haarukkaan (15–25 %, 93–105 €/osuus). Mikäli tämä tapahtuisi seuraavan kolmen vuoden aikana, olisi sijoittajan vuosituotto noin 5–10 % pelkän arvon purkautumisen kautta. Vastaavasti mikäli tässä kestäisi viisi vuotta, olisi vuosittainen tuotto-odotus tätä kautta noin 3–6 %. Näiden päälle sijoittaja saa arviomme mukaan noin 6 %:n vuosittaisen kassavirtatuoton osuuskoron kautta. Kolmen vuoden skenaariossa kokonaistuotto-odotus on siten noin 11–16 % ja viiden vuoden skenaariossa noin 9–12 %, eli tuotto-odotus ylittää kolmen vuoden skenaariossa selvästi 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksemme ja on viiden vuoden skenaariossa vähintään linjassa sen kanssa. HANZA-irtaantumisen kaltaiset onnistumiset tukevat mielestämme näkemystä pääoman tuottojen asteittaisesta noususta, mikä luo edellytyksiä alennuksen kaventumiselle.

Esitettyihin vuosittaisiin tuotto-odotuksiin kannattaa suhtautua suuntaa antavina, mutta ne kuvastavat mielestämme osuuden tuotto/riski-suhdetta melko hyvin. Selkeä alennus tarjoaa lisäksi turvamarginaalia, minkä vuoksi näemme osuuden perustellun laskuvaran rajallisena ja tuotto/riski-suhteen houkuttelevana. On myös hyvä huomioida, että laskelmamme on varsin konservatiivinen konsernikulujen vähentämisen takia.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osuuskurssi	79,5	79,5	79,5
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	60	60	59
P/B	0,64	0,64	0,63
Osuuskorko / tulos (%)	58,2 %	90,3 %	69,2 %
Osuuskorkotuotto-%	7,5 %	6,9 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Osien summa euroa per osuus ilman sijoitusyhtiöalennusta



Arvonmääritys 2/3

Teoreettinen NAV-alennus

Arvo ei ole määrittänyt omistuksilleen isompien sijoitusyhtiöiden tyypillisesti raportoimaa subjektiiviseen näkemykseen perustuvaa substanssiarvoa (NAV), johon sijoitusyhtiöalennusta tyypillisesti peilataan. Keskimäärin on tyypillisempää, että sijoitusyhtiötä hinnoitellaan alennuksella suhteessa substanssiarvoon. Alennukset voivat vaihdella esimerkiksi pörssiyhtiössä 0–30 %:n välillä, mikä perustuu arviomme mukaan luotuun omistaja-arvoon ja tämän jatkumiseen tulevaisuudessa (ts. portfolion laatu ja selkeys).

Verrattuna perinteiseen NAV-arvoon keskeisin ero käyttämämme osien summan osalta on, että osien summassa on huomioitu myös konsernikulujen nykyarvo (ei huomioida sijoitusyhtiöiden määrittämässä substanssiarvossa). Nykyisellä markkina-arvolla NAV-alennus on peräti 44 %, mitä voi pitää yhä suurena.

Alennusta voidaan tarkastella myös vertaamalla tätä

keräämiemme ruotsalaisten sijoitusyhtiöiden historiallisiin NAV-alennuksiin, jotka ovat olleet viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 1 %:ssa ja mediaanina 6 %:ssa (huom. tilinpäätösten lukemat). Arvon osuuden selvästi tätä suurempi alennus korostaa mielestämme hinnoittelun varovaisuutta suhteessa sektoriin ja jättää tilaa alennuksen kaventumiselle. Tällä hetkellä verrokkien keskimääräinen NAV-alennus on -10 %.

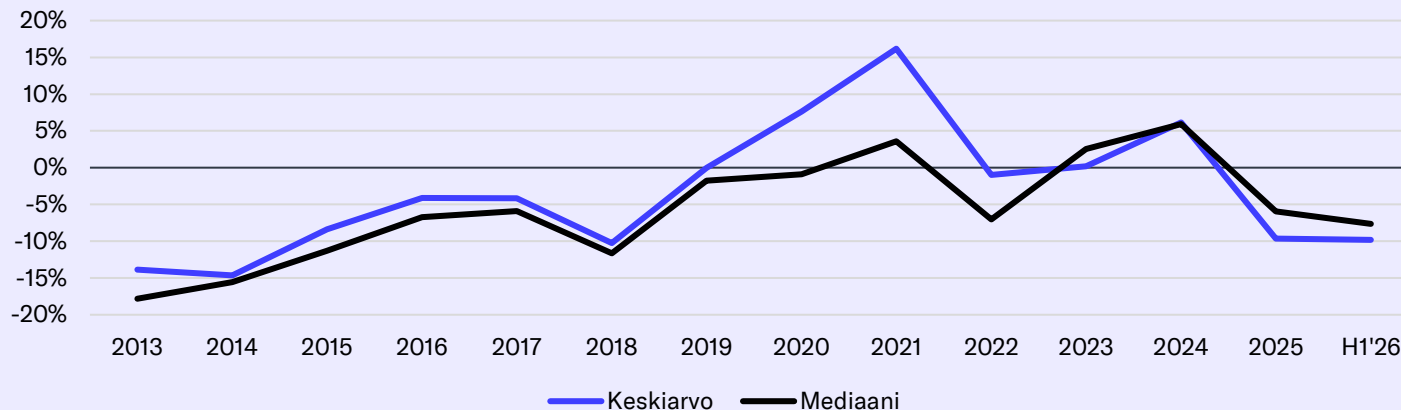
Yhtiöiden välillä arvostuksessa on selkeitä eroja ja myös niiden omissa historiallisissa arvostuksissa on heiluntaa. Ruotsalaiset sijoitusyhtiöt ovat keskimäärin kooltaan selvästi suurempia ja omaavat pidemmän tuottohistorian kuin Arvo. Lisäksi niiden sijoitustoiminnassa on eroavaisuuksia Arvoon nähden. Siten nämä eivät ole Arvolle parhaita verrokkeja, mutta toimivat mielestämme hyvänä kuumemittarina sektorin arvostustasolle.

Tasepohjainen arvostus

Mielestämme myös tasepohjainen P/B-kerroin on Arvolle varsin

hyödyllinen indikaattori. Nykyisellä kurssitasolla (79,5 euroa) ja vuoden 2025 konsernitaseen (oma pääoma/osuus 120 euroa) perusteella saamme osuuden P/B-kertoimeksi 0,64x. Taso on selvästi yli hyväksytyn arvostustason (0,54x), mikäli se johdetaan suoraan viimeisen viiden vuoden toteutuneesta oman pääoman tuotosta (ROE-% 2021–H1'26: 5,4 %) ja käyttämästämme 10 %:n oman pääoman kustannuksesta. Sijoitusyhtiön luonteen vuoksi toteutuneissa tuotoissa on kuitenkin reipasta heiluntaa irtaantumisten ajoittumisen mukaan, eikä historiallinen ROE siten anna välttämättä hyvää kuvaa arvonluontikyvystä.

Sijoitusyhtiöiden keskimääräinen NAV-alennus/premio



Arvonmääritys 3/3

Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Arvon osuuskorkopainotteisen sijoitusprofiilin takia arvostusta pitää mielestämme tarkastella myös osuuskorkopohjaisesti. Odotamme Arvon maksavan osuuskorkoa lähivuosina 4,26–6,00 euroa osuudelta, mikä puolestaan tarkoittaa 5,4–7,5 %:n osuuskorkotuottoa nykyisellä kurssitasolla. Siten osuus tarjoaakin hyvää pohjatuottoa tätä kautta.

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan miettiä myös diskontattujen osinkojen mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko lähtee tasolta 4,5 € ja kasvaa 1 %:n vauhtia tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 49,9 euroa käyttämällä 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Sekä DDM-malli että tasepohjainen arvostus jäävät siten selvästi nykyisen kurssitason alle, mikä indikoi, että pelkästään historiallinen osuuskoron taso ei perustele nykyistä kurssitasoa tai osien summan mukaista arvoa osuudelle.

Mikäli Arvo onnistuisi kasvattamaan osuuskorkoaan tästä ikuisuuteen (mistä on saatu näyttöjä viime aikoina) vakaasti 5 %:lla vuosittain, saisimme yhden osuuden arvoksi 82,4 euroa, mikä on lähellä nykyistä kurssitasoa mutta selvästi alle määrittämämme sijoitusyhtiöalennuksen haarukan (93–105 €). Yksinkertaistettu esimerkki kuvastaakin, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osuuskurssi	79,5	79,5	79,5
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	60	60	59
P/B	0,64	0,64	0,63
Osuuskorko / tulos (%)	58,2 %	90,3 %	69,2 %
Osuuskorkotuotto-%	7,5 %	6,9 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Osien summa -laskelma

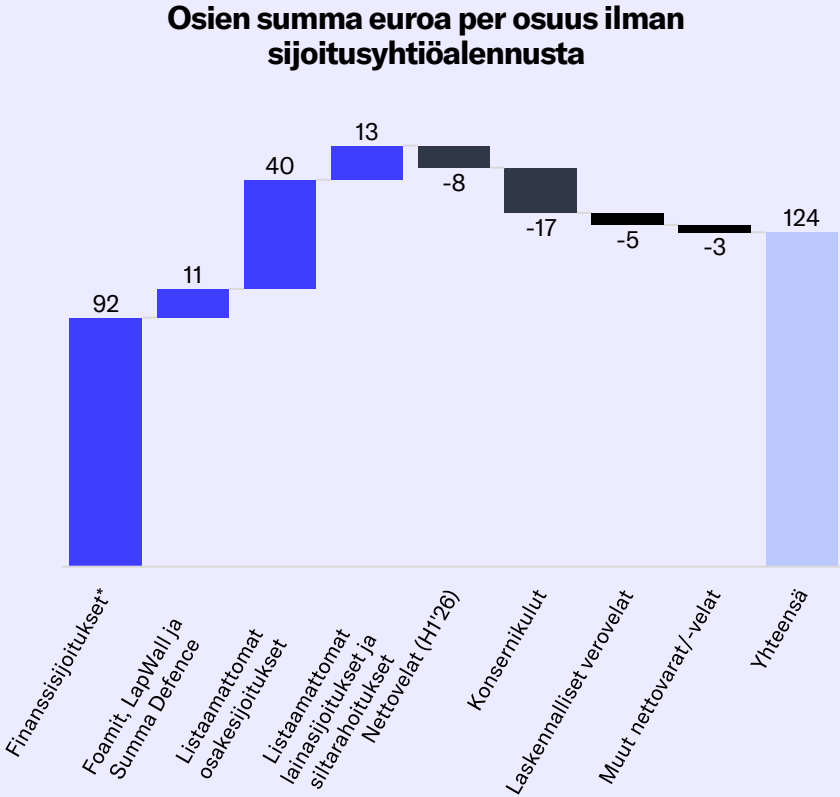
Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset*	75,1	59 %
Foamit, Summa ja LapWall	9	7 %
Listaamattomat osakesijoitukset	32,9	26 %
Suorat lainasijoitukset ja siltarahoitukset listaamattomiin yrityksiin (tasearvo)**	10,3	8 %
Yhteensä	127	100 %
* Oikaistu korkosijoitusten käteisvaroilla **Sis. kaikki lyhytaikaiset lainasaamiset		

Arvo Osuuskunnan markkina-arvo		
Omistusten arvo	127	MEUR
Nettovelat (H1'26)	6,57	MEUR
Konsernikulujen eliminointi	13,72	MEUR
Laskennalliset verovelat	3,64	MEUR
Muut nettovarot/-velat	-2,16	MEUR
Laskennallinen arvo	101	MEUR
Osuuksien määrä (6/2026)	814 470	kpl
Osuuden laskennallinen arvo	124	EUR
Sijoitusyhtiöalennus	15-25	%
Osuuden käypä markkina-arvo	93-105	EUR

Lähde: Inderes

Arvo Osuuskunnan kulujen eliminointi		
Tilikauden 2025 kulut	2,000	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,7 %	
Käytetty WACC	9,3 %	
Kulujen summa (10 vuotta)	13,7	MEUR

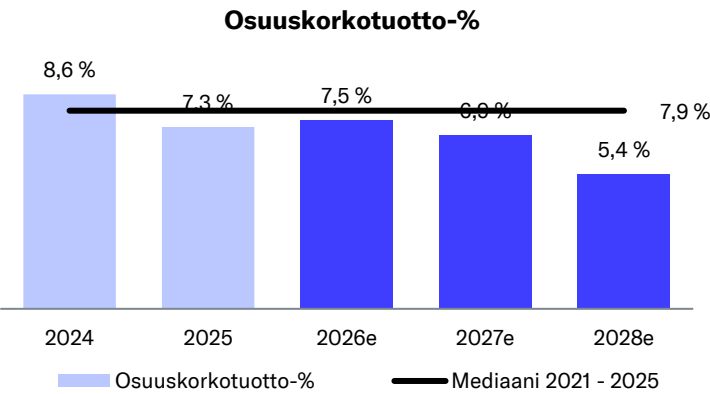
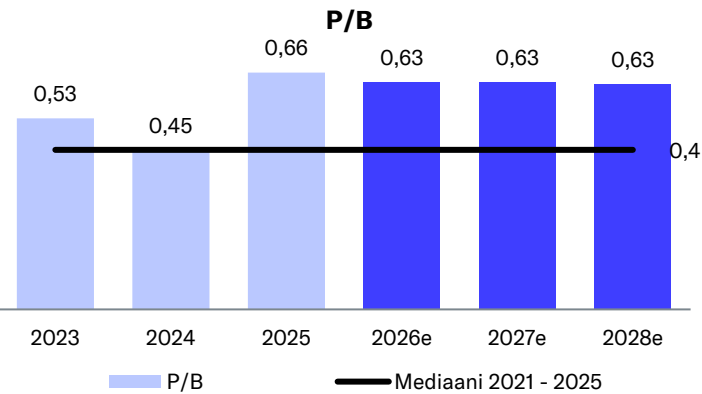
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osuuskurssi				52,5	79,5	79,5	79,5	79,5	79,5
Osuuksien määrä, milj. kpl				0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo				43	65	65	65	65	65
Yritysarvo (EV)				47	74	143	59	58	57
P/B	0,0	0,0	0,53	0,45	0,66	0,63	0,63	0,63	0,62
Osuuskorko / tulos (%)				124,9 %	84,5 %	54,5 %	90,3 %	69,2 %	69,1 %
Osuuskorkotuotto-%				8,6 %	7,3 %	7,5 %	6,9 %	5,4 %	5,4 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	18,5	17,5	9,5	27,0	33,8	9,5	43,3	18,9	18,9	18,9
Käyttökate	2,5	2,5	4,8	7,3	8,6	1,5	10,1	3,0	3,0	3,0
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,5	2,5	4,7	7,2	8,5	1,5	10,0	3,0	3,0	3,0
Liikevoitto	2,5	2,5	4,7	7,2	8,5	1,5	10,0	3,0	3,0	3,0
Nettorahoituskulut	0,7	1,9	-2,5	-0,6	0,2	1,0	1,2	3,1	3,1	3,2
Tulos ennen veroja	3,2	4,4	2,2	6,6	8,7	2,5	11,2	6,1	6,1	6,2
Verot	-0,2	-1,9	0,8	-1,1	-1,8	-0,5	-2,3	-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
Nettotulos	2,9	2,5	3,0	5,6	7,0	2,0	9,0	5,0	5,0	5,1
EPS (oikaistu)	3,60	3,12	3,71	6,83	8,56	2,45	11,02	6,09	6,16	6,23
EPS (raportoitu)	3,60	3,12	3,71	6,83	8,56	2,45	11,02	6,09	6,16	6,23

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	21,7 %	269,6 %	-31,5 %	45,4 %	93,1 %	-0,1 %	60,4 %	-56,3 %	0,0 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-6,1 %	139,3 %	234,1 %	193,9 %	241,2 %	-68,4 %	38,5 %	-70,1 %	0,0 %	0,0 %
Käyttökate-%	13,5 %	14,4 %	50,4 %	27,0 %	25,3 %	16,1 %	23,3 %	15,9 %	15,9 %	15,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,3 %	14,3 %	50,2 %	26,9 %	25,2 %	15,9 %	23,2 %	15,9 %	15,9 %	15,9 %
Nettotulos-%	15,8 %	14,5 %	32,0 %	20,6 %	20,6 %	21,2 %	20,7 %	26,2 %	26,6 %	26,9 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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 sijoitusuusituksia 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osuuskurssi
21/06/2023	Lisää	86,0 €	79,0 €
30/08/2023	Osta	86,0 €	57,2 €
22/02/2024	Lisää	62,0 €	54,6 €
20/06/2024	Osta	62,0 €	50,0 €
28/08/2024	Osta	62,0 €	51,1 €
13/12/2024	Lisää	62,0 €	55,5 €
Analyytikko vaihtuu			
20/02/2025	Lisää	66,0 €	60,2 €
25/08/2025	Lisää	69,0 €	64,0 €
21/11/2025	Lisää	79,0 €	75,3 €
19/02/2026	Vähennä	83,0 €	82,0 €
11/03/2026	Lisää	89,0 €	80,3 €
21/08/2026	Lisää	89,0 €	79,5 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**