

ARVO SIJOITUSOSUUSKUNTA

20.02.2025 08.40 EET

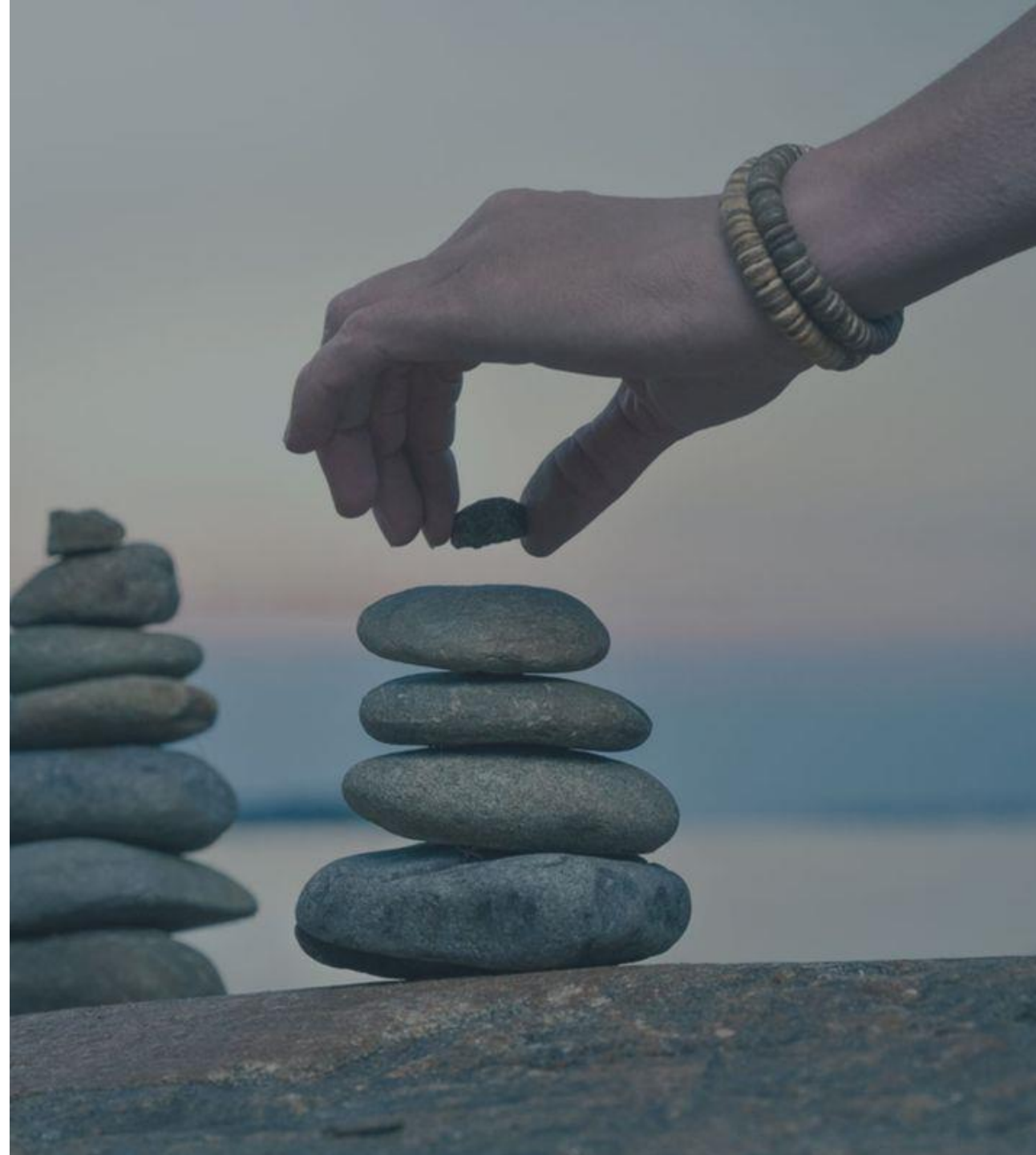


Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Vahvistunut osuuskorkonäkymä tukee arvon purkautumista

Arvon H2-raportin luvut olivat melko yllätyksettömiä, mutta osuuskorkoehdotus ylitti selvästi odotuksemme. Nostimme jonkin verran pidemmän aikavälin tulos- ja osuuskorkoennusteitamme. Lähivuosien vahvistunut osuuskorkotuottonäkymä (7-9 % tuotto) ja onnistuneet irtautumiset sekä piristynvä pääomamarkkina tukevat mielestämme Arvon merkittävän tasealennuksen purkautumista. Nostamme tavoitehintamme 66 euroon (aik. 62 €) ja toistamme lisää-suosituksemme.

Osuuskorkoyllätys

Emme ennusta Arvon tuloslaskelman kehitystä, sillä tuloslaskelman rivit voivat vaihdella voimakkaasti vuosien välillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti myös epärelevantteja (vrt. sijoitusten kehitys, joka realisoituu vasta myyntitilanteessa). Arvon H2-konsernitulos ei sisältänyt liikevoiton yläpuolella suurempia yllätyksiä, ja sen raportoitu liikevoitto oli 1,4 MEUR. Sen sijaan alariveillä tulosta painoivat osakkuusyhtiöiden tappiot (-1,8 MEUR), mihin vaikutti ymmärryksemme mukaan etenkin Aikolonin yrityssaneeraukseen joutuminen ja Leden Groupin uuden tehtaan käynnistämisestä syntyneet kulut. Champion Doorin 1,6 MEUR:n myyntivoitto taas tuki selvästi konsernitulosta, ja rahoitustuotot kehittyivät muuten odotetusti. Tätä kokonaiskuvaa peilaten konsernin nettotulos oli 1,7 MEUR tai 2,12 euroa osuudelta. Emoyhtiön rahoitustuotot olivat kuitenkin selvästi konsernia positiivisemmat ja emoyhtiön H1-tulos nousi 3,5 MEUR:oon. Hyvä kehitys juonsi juurensa arviomme mukaan finanssisalkun pienimuotoisista realisoinneista. Osuuskorkoa Arvo aikaa jakaa 4,5 euroa osuudelta, mikä ylitti selvästi 3,6 euron ennusteemme.

Osakkuusyhtiöiden kehitys oli vaihtelevaa

Arvo kommentoi kokonaisuutena osakkuusyhtiöiden ja muiden kohdeyritysten osalta päättyneen tilikauden olleen toiminnallisesti kohtuullisen hyvä ja positiivisia odotuksia avaava. Arvon kommenttien perusteella kohdeyhtiöiden toimintaympäristöt jatkuivat liki poikkeuksetta vaikeina. Kohdeyhtiöiden kehitystä voisi mielestämme kuvailla kokonaisuutena vaihtelevaksi, mutta ne

johtivat vain hyvin pieniin ennustemuutoksiin. Katsauskauden merkittävin sijoitus oli 1,4 MEUR:n lisäsijoitus kalastus- ja metsästysliike Ruotoon, jonka vuosi sujui hyvin. Arvon omistusosuus nousi vajaaseen 20 %:iin. Vuoden isoin uutinen tuli loppuvuodesta, kun Arvo kertoi myyvänsä Leden Groupin HANZAlle noin 10,8 MEUR:lla, josta Arvo kirjaa noin 6,6 MEUR:n myyntivoiton. Kauppaan sisältyy mahdollinen jopa 4,7 MEUR:n lisäkauppahinta. Kauppa on vielä ehdollinen kilpailuviranomaisten hyväksynnälle ja sen arvioidaan toteutuvan Q1'25:llä, minkä vuoksi myyntivoitto ei näy vielä H2'24-tuloksessa. Kauppahinnasta merkittävä osa maksetaan osakkeilla, minkä myötä Arvosta tulee merkittävä HANZAn osakkeenomistaja. Pitkän aikavälin staattinen konsernitulosennusteemme nousi 6 % ja odotamme edelleen Arvon yltävän noin 4,5 %:n oman pääoman tuottoon. Tulosennusteen vanavedessä vuoden 2026 osuuskorkoennusteemme nousi 4,14 euroon (aik. 4,04 €) ja arvioimme sen nyt kasvavan 1 %:n vuosittain.

Näkymä tasealennuksen purkautumiseen hieman selkeämpi

Mielestämme Arvon tekemät irtautumiset ovat osoittaneet sen omistuksissa olevaa arvoa ja tuoneet tukea arvonmäärittysellemme. Lisäksi lähivuosien vahvistunut osuuskorkonäkymä (2024-2025e osuuskorkotuotto-%: 7,5-9,1%) myös tukee arvon purkautumista. Emme kuitenkaan näe kokonaiskuvan muuttuneen vielä merkittävästi, ja arvioimme nykyisen huomattavan markkina-alennuksen (~47 %) olennaisen kaventumisen vaativan kestäviä näyttöjä arvonalennuksesta. Arviommeikin tämän edelleen vaativan pidemmän aikavälin näyttöjä sekä pääoman tuottojen noususta että osuuskoron kasvusta. Tämä vaatii myös aikaa salkun optimaalisen kierronkin kannalta, minkä myötä arvioimme osien summan purkautumisen kohti aiemmin hahmottelemaamme 25 %:n alennusta vievän useampia vuosia. Näemme osuuden tuotto/riski-suhteen kuitenkin houkuttelevana osien summan asteittaista purkautumista sekä lähivuosien ennustamiamme 7-9 %:n osuuskorkotuottoja (2025e tukee Leden Groupin myynti) heijastellen.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

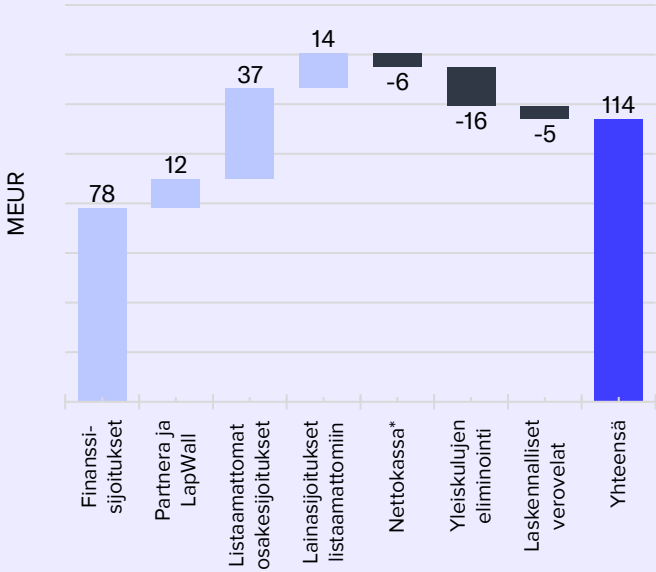
66,00 EUR
(aik. 62,00 EUR)

Osakekurssi:
62,20

Liiketoimintariski



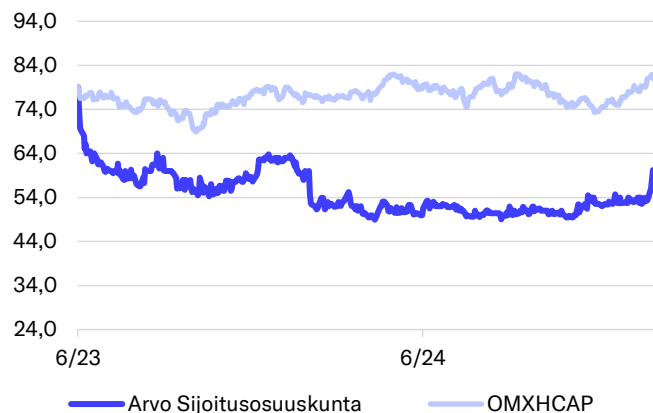
Arvostusriski



Ohjeistus

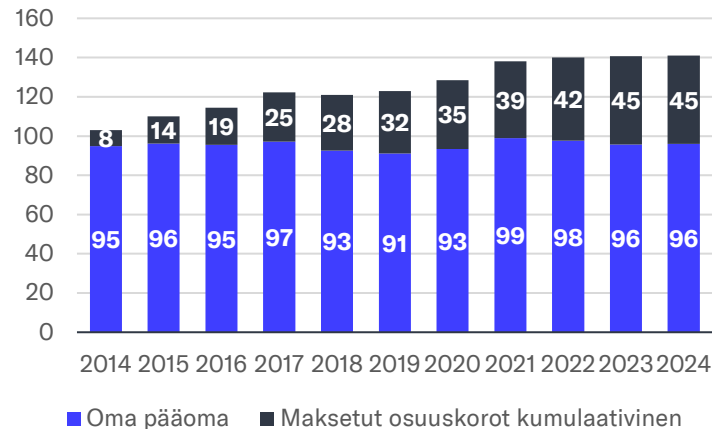
(Ei ohjeistusta)

Osakekurssi

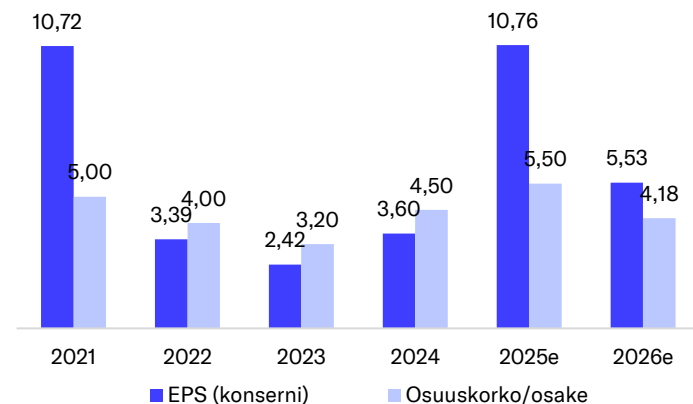


Lähde: Millistream Market Data AB

Arvon historiallinen kehitys



Konsernin EPS ja osuuskorko



Lähde: Inderes

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 irtaantumista
- Pääomamarkkinoiden kehitys
- Riskit listaamattomien omistusten omistusaikojen venymisestä

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osuuskurssi	60,2	60,2	60,2
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	49	49	49
Yritysarvo (EV)	47	47	46
P/B	0,5	0,5	0,5
Osuuskorko / tulos (%)	50,8 %	75,6 %	74,6 %
Osuuskorkotuotto-%	9,1 %	6,9 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Osuuskorkoyllätys

Osuuskorkoehdotus ylitti odotukset

Emme ennusta Arvon tuloslaskelmaan kehitystä, sillä tuloslaskelman rivit voivat vaihdella voimakkaasti vuosien välillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti myös epärelevantteja (vrt. sijoitusten kehitys, joka realisoituu vasta myyntitilanteessa).

Arvon H2-konsernitulos ei sisältänyt liikevoiton yläpuolella suurempia yllätyksiä ja sen raportoitu liikevoitto asettui 1,4 MEUR:oon. Alariveillä tulosta painoivat osakkuusyhtiöiden tappiot (-1,4 MEUR). Merkittävimmät syyt erälle olivat arviomme mukaan Aikolonin yrityssaneeraukseen joutuminen ja Leden Groupin uuden tehtaan käynnistyksestä syntyneet kulut. Champion Doorin 1,6 MEUR:n myyntivoitto vaikutti positiivisesti rahoitustuottoihin, ja kokonaisuutena nettorahoituskulut olivat +0,4 MEUR. Leden Groupista kirjattava merkittävä 6,6 MEUR:n myyntivoitto tuloutuu oletettavasti H1'25:lle, kun kauppa menee maaliin.

Tätä kokonais kuvaa peilaten konsernin nettotulos asettui 1,7 MEUR:oon tai 2,12 euroon osuudelta. Emoyhtiön rahoitustuotot olivat kuitenkin selvästi konsernia positiivisemmat ja emoyhtiön H1-tulos nousi 3,5 MEUR:oon. Hyvä kehitys juonsi juurensa finanssisalkun pienimutoisista realisoinneista. Koko vuodelta tämä tarkoittaa 5,2 MEUR:n tai 6,39 euron osuuskohtaista tulosta. Tämän seurauksena Arvon hallitus ehdotti 4,50 euron osuuskorkoa, joka ylitti selkeästi 3,60 euron ennustemme. Osuuskorko vastaa noin 70 % jakosuhdetta suhteessa emo-osuuskunnan tulokseen. Jakosuhte on Arvon 60-80 %:n tavoitteen keskivälissä.

Irtaantumiset käynnistyivät tosissaan

Arvo teki H2:n aikana kaksi merkittävää irtaantumista. Leden Group myytiin HANZAlle noin 10,8 MEUR:lla, josta Arvo kirjaa noin 6,6 MEUR:n myyntivoiton. Kauppaan sisältyy mahdollinen jopa 4,7 MEUR:n lisäkauppahinta. Kauppa on vielä ehdollinen kilpailuviranomaisten hyväksynnälle ja sen arvioidaan toteutuvan Q1'25:llä, jonka

takia myyntivoitto ei näy vielä H2'24-tuloksessa. Lisäksi Arvo myi Champion Doorin ja kirjasi siitä 1,6 MEUR:n myyntivoiton.

Siltarahoituksen kysyntä säilyi korkeana

Arvon tarjoaman lyhytaikaisen siltarahoituksen kysyntä pysyi korkeana koko tilikauden. Tilikaudella aiemmin myönnettyä siltarahoitusta kotiutui yhteensä 10,4 miljoonan euron edestä ja uutta siltarahoitusta myönnettiin yhteensä 6,3 miljoonalla eurolla. Tilikauden jälkeen alkuvuonna Arvo myönsi 1,9 MEUR siltarahoitusta Porkka Finland Oy:lle ja Quarken Boatsille.

Konsernin sijoitussalkun jakaumassa ei ollut tapahtunut H2:n loppuun mennessä merkittäviä muutoksia H1'24:n lopusta ja finanssisijoitukset muodostivat vielä reippaasti yli puolet (59 % vs. H1'24 58 %) salkun käyvästä arvosta. Arvo kommentoi näkevänsä markkinoilla yrityskauppojen ja irtaantumisten osalta selkeää virkistymistä, mikä on positiivista kuulla.

Ennustetaulukko	H2'23	H2'24	H2'24e	H2'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Käyttökate	1,0	1,4	1,1				35 %	2,5
Tulos ennen veroja	0,7	1,3	2,7				-51 %	3,2
EPS (oik.)	0,85	2,12	2,64				-20 %	3,60
Osuuskorko/osuus	3,20	4,50	3,60				25 %	4,50
Liikevaihdon kasvu-%	-36,7 %	52,6 %	11,6 %				41 %-yks.	21,7 %
Liikevoitto-% (oik.)	11,6 %	10,3 %	10,4 %				-0,1 %-yks.	13,3 %

Lähde: Inderes

Arvo Sijoitusosuuskunta H2'24: Osuuskorkoja odotettua enemmän



Osakkuusyhtiöiden kehitys vaihtelevaa

Osakkuusyhtiöillä vaihtelevaa kehitystä

Arvo avasi H2-raportin yhteydessä tarkemmin myös sen kohdeyhtiöiden kehitystä. Teimme kommenttien perusteella pieniä tarkennuksia määrittämiimme merkittäviin listaamattomiin osakesijoituksiin (Nordic Option, Valve Group). Kokonaisuutena ennustemuutokset jäivät kuitenkin vähäisiksi ja tulemme tarkentamaan ennusteitamme kevään aikana yhtiöiden tilinpäätösten valmistumisen jälkeen.

Nordic Optionin tulos nousi onnistuneiden irtaantumisten myötä jälleen positiiviseksi. Rahastossa toteutui kaksi irtaantumista ja kaksi uutta sijoitusta. Jätevesien puhdistukseen erikoistuneen teknologiayhtiö Owatec Oy:n koko osakekanta myytiin sveitsiläiselle pörssiyhtiö Sulzer AG:lle. Terveysteknologiayhtiö 9Solutions Oy:n omistus siirtyi puolestaan ruotsalaiselle Assa Abloy konsernille. Uudet sijoitukset kohdistuivat kajaanilaiseen liiketunnistukseen perustuvien aktiviteettipelien toimittajaan CSE Entertainment Oy:hyn sekä oululaiseen IT-alan yhtiöön Profilence Oy:hyn.

Elcoline teki merkittävän yritysoston, kun se hankki Fortum-konsernin Turbine and Generator Services (TGS) -liiketoiminnan. Yhtiön numeroita Arvo ei avannut tarkemmin, mutta kehitys vaikuttaa olleen kohtuullisen hyvää ja yhtiötä rakennetaan edelleen kovaa vauhtia suurempaan kokoluokkaan. Yritysoston myötä Elcoline työllistää yhteensä lähes 1000 työntekijää Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa.

Valve Groupin kehitystä Arvo ei kommentoinut kovin tarkasti, mutta yhtiön kehitys näytti jääneen hieman odotuksistamme. Viime vuosi oli erittäin vaikea koko markkinointi- ja viestintäalalle, kun asiakkaat hakivat säästöjä paikoista mistä niitä oli otettavissa.

Arviomme mukaan yhtiö sai kasvatettua kuitenkin markkinaosuuttaan viime vuonna. myös melko hyvin odotustemme kanssa, kun sen liikevaihto kasvoi 13,7 MEUR:oon (enn. 13,0 MEUR). Käsitksemme mukaan yhtiö on saanut kasvatettua markkinaosuuttaan haastavassa markkinassa, minkä lisäksi kasvua on saatua pienten yritysostojen kautta. Vastaavasti yhtiön käyttökate asetui 0,3 MEUR, mikä jäi kuitenkin vajaan 0,5 MEUR:n ennusteestamme.

Kalastus- ja metsästysliike **Ruodon** vuosi oli hyvä niin ikään vaikeassa kuluttajamarkkinassa. Tilikauden 2024 liikevaihto kasvoi 24,3 MEUR:oon ja liikevoitto oli lähes 1 MEUR. Arvo kommentoi kannattavuuden nousseen H2:lla yhtiön historian parhaaksi. Arvo teki 1,4 MEUR:n lisäsijoituksen yhtiöön ja nousi sen toiseksi suurimmaksi omistajaksi 20 vajaan %:n osuudella. Arvo on tehnyt nyt yhtiöön yhteensä 3,0 MEUR:n kokonaissijoituksen. Ruoto on mielestämme yksi salkun potentiaalisimmista arvonluojista.

Osakkuusyhtiöistä **Aikolon** meni yrityssaneeraukseen, ja vaikka saneeraus näyttää menevän hyvin, niin varovaisuuden periaatteen myötä käsityksemme mukaan Arvo teki selkeät alaskirjaukset yhtiöön.

Festivo Finland Oy päätyi hakemaan Suomen liiketoimintayhtiönsä nopeutettuun saneerausmenettelyyn, jossa suurimpien velkojien puollot oli varmistettu jo etukäteen. Yhtiöiden rahoituksellinen asema varmistettiin siten, että toimintaa kyettiin jatkamaan koko menettelyn ajan keskeytyksettä. Yhtiöissä on toteutettu merkittäviä tehostamistoimia, kuten lopetettu kodinkylmän tuotanto ja keskitytty Porkan perinteiseen vahvuusalueeseen ammattitason kylmälaitteiden toimittajana. Olimme jo aiemmin arvioineet Festivo-omistuksen hyvin pieneksi.

LapWall - Ristiaallokossa

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 tulokunto oli erittäin vahvalla tasolla, kun taas vuonna 2023 kehitystä painoi erittäin heikko rakentamisen markkina. Vuonna 2024 yhtiön kannattavuus nousi jälleen hyvälle tasolle vaikeasta rakennusmarkkina huolimatta.

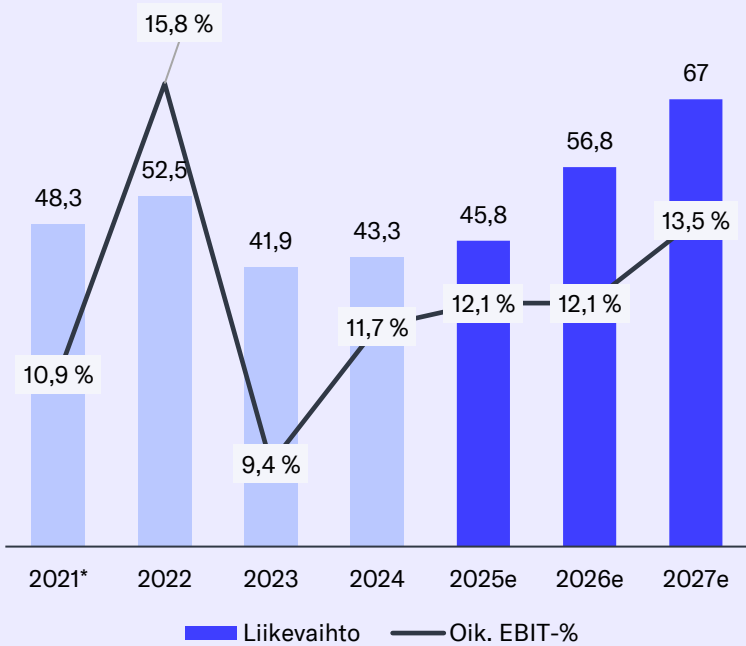
Yhtiöllä on tällä hetkellä käynnissä

merkittävä laajennusinvestointi Pyhännän tehtaalle. Arvo oli myynyt noin 46 tuhatta osaketta joulutammikuussa, mikä vastaa 3 %:a osuuskunnan omistuksista. Vaikuttaakin siltä, että Arvo voisi olla valmis irtaantumaan nykyhintaan LapWall-omistuksestaan ainakin osittain. Viimeisin yhtiöraporttimme on luettavissa [täällä](#).

Arvonmääritys

Olemme määrittäneet LapWallin arvon viimeisen kuukauden keskikurssin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 6,1 MEUR (aik. 4,9 MEUR).

Avainluvut ja ennusteet



Arvoajurit

- Yhtiö on hyvin asemoitunut puurakentamisen kasvuun
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- Termater-liiketoimintakaupan synergiahyödyt ja epäorgaanisesti hankittu Kastelli-yhteistyön myyntipotentiaali
- Tuottavuudessa on parantamisen varaa investointien kautta
- Maltillinen arvostus jättää arvostuskertoimille nousuvaraa



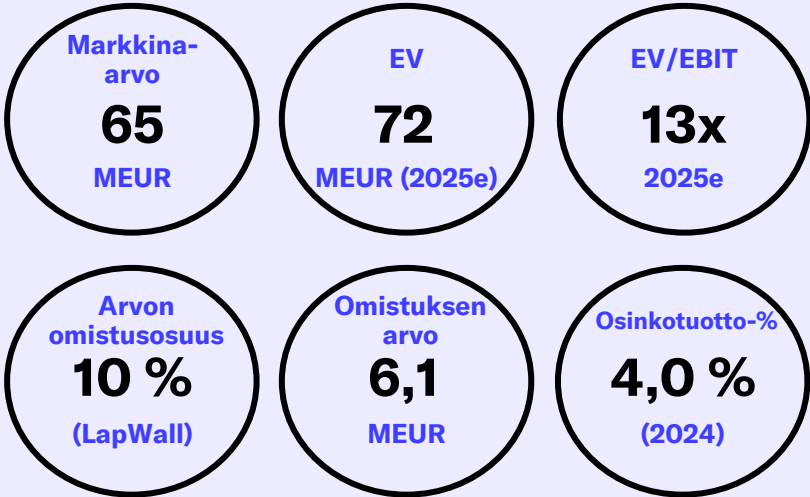
Riskitekijät

- Suomen talous- ja rakennussuhdanne
- Inflaatio ja hinnoitteluvoima
- Uudentyyppinen vahvempi kilpailu
- Ympäristötrendien ja puurakentamisen läpilyönnin hidastuminen
- Projektiriskit
- Pyhännän investointisunnitelma on LapWallin taseeseen suhteutettuna erittäin iso



Arvostus

- Vuosien 2025 ja 2026 ennusteillamme LapWallin oik. P/E-luvut ovat 15x ja 12x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 13x ja 10x.
- Arvioimme yhtiön maksavan 4-5 %:n osinkotuottoa lähivuosina



Partnera - Foamit Groupin loppuvuosi jäi laihaksi

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Partnera on liiketoimintakonserni, jonka tarkoituksena on luoda vastuullisempaa yhteiskuntaa ja myönteisiä ympäristövaikutuksia. Tällä hetkellä Partnera-konserniin kuuluu lasinkierrätys- ja vaahtolasinvalmistaja Foamit Group, jonka liiketoimintaa Partnera kehittää aktiivisesti enemmistöomistajana. Lisäksi Partneralla on omistusosuus osakeyhtiömuotoisesta pääomasijoitusrahasto Nordic Optionista. Laajempi seurannan aloitus -raportti Partnerasta on luettavissa [täältä](#).

Sijoitustarinan kehitys

Partnera-sijoitus kehittyi erittäin heikosti vuosina 2022–2023 sen entisen operatiivisen tytäryhtiö KPA Uniconin ongelmien vuoksi, joka haettiin lopulta vuonna 2023 konkurssiin. Toukokuun lopussa 2024 yhtiö teki sen sijaan isomman peliliikkeen myydessä koko Finda-omistuksensa, jonka kautta yhtiön taloudellinen liikkumatila kasvoi myös huomattavasti. Lisäksi yhtiö päätti nostaa Foamit Groupin kehittämisen Partneran strategian keskiöön H2'24:llä (kts. kommenttimme [täältä](#)). Partneran hallitus ehdotti muukeaa 0,11 euron osinkoa (11 % osinkotuotto

nousseelle kurssille) maksettavaksi vuodelta 2024. Viimeisin yhtiöraporttimme on luettavissa [täällä](#).

Arvonmääritys

Olemme määrittäneet Partneran arvon viimeisen kuukauden keskikurssin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 3,3 MEUR (aik. 2,7 MEUR).

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvoajurit

- Merkittävän nettokassan ohjaaminen strategiaan sijoituskohteisiin
- Foamit Groupilla hyvät kysyntäajurit
- Yrityssostot
- Nordic Optionin myynti keskipitkällä aikavälillä

Arvonluontipotentiaali



Riskitekijät

- Epäonnistuminen strategian toteutuksessa
- Yleinen talouskehitys
- Keskittynyt omistajuus
- Strategian ulkopuolisten sijoituskohteiden (ts. Nordic Option) heikko likviditeetti kohottaa riskiä pitoajan venymiseen ja epäsuotuisaan kauppahintaan
- Pääomamarkkinoiden kehitys

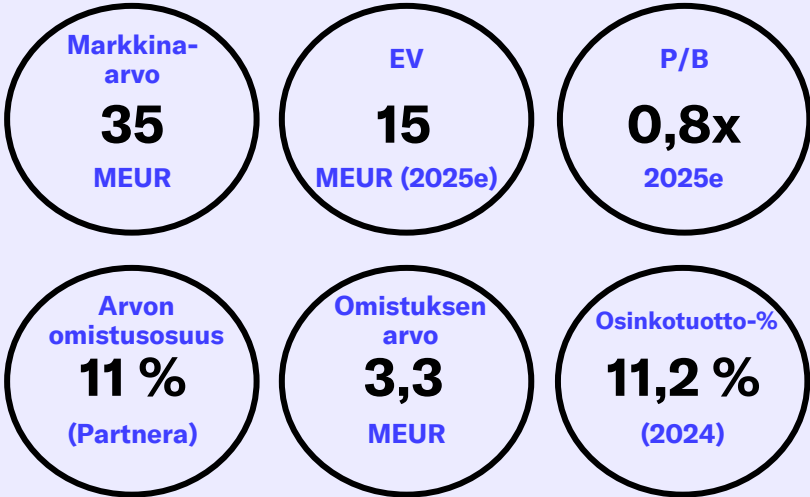
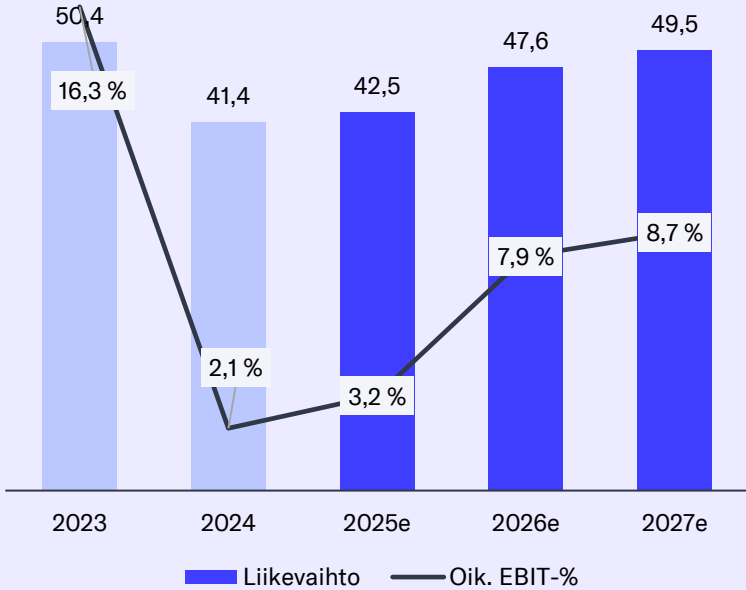
Riskiprofiili



Arvostus

- Vuoden 2025 ennusteillamme Partnera hinnoitellaan noin 0,8x P/B-kertoimella
- Viimeisimmän päivityksemme yhteydessä osien summa -mallimme indikoima Partneran osakkeen arvo oli noin 1,2 euroa osakkeelta
- Osinkotuotto nousee tänä keväänä hurjalle 11,2 %:n tasolle ja lähivuosina arvioimme osinkotuoton olevan noin 2 %

Avainluvut ja ennusteet



Nordic Option – Transaktiomäärä lähti kasvuun

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan ensisijaisesti Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 15 kohdeyrityksessä. Sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti kasvuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen, niiden kehittämiseen ja sijoituskohteesta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu.

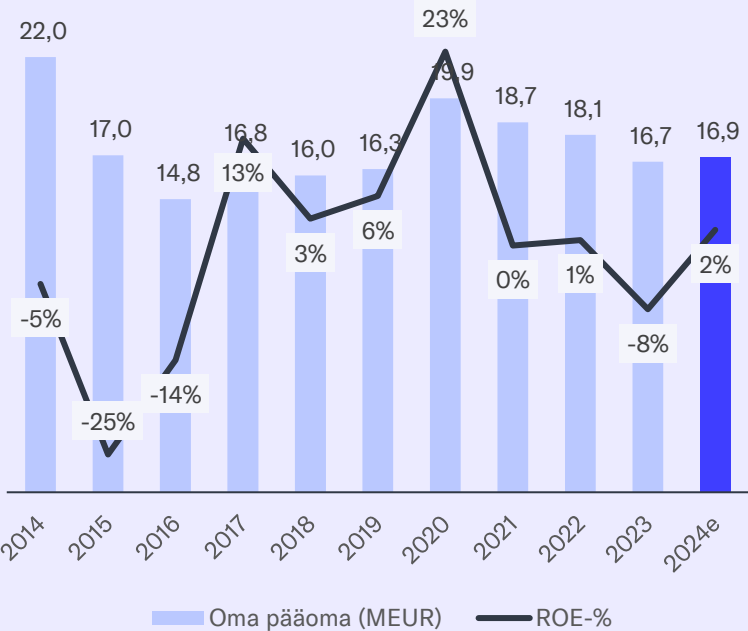
Sijoitustarinan kehitys

Arvo hankki osuuden yhtiöstä vuonna 2014. Viime vuosina kehitykseen on puhaltanut vastatuulta makrotaloudesta (etenkin korkokehitys), mikä on vaikuttanut varhaisen vaiheen teknologiayhtiöiden markkinoiden aktiviteettiin. Vuonna 2024 Nordic Option teki kaksi uutta sijoitusta (Profilence, CSE Entertainment) ja kaksi irtaantumista (Owatec ja 9Solutions). Nordic Optionin tulos nousi positiiviseksi vuonna 2024, mutta jäi vielä matalalle tasolle.

Arvonmääritys

Emme ole tehneet Nordic Optionin arvonmääritykseen muutoksia edelliseen päivitykseen nähden, sillä emme ennusta yhtiön kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista. Viimeaikaisten salkkutapahtumien ja yleisten markkinakommenttien myötä markkinoiden aktiviteetti vaikuttaisi olevan piristymään päin, vaikka epävarmuudesta ja matalista arvostustasoista johtuen irtaantumisikkuna ei vielä arviomme mukaan ole otollisin.

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta

Arvoajurit

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

Arvonluontipotentiaali

Riskitekijät

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

Riskiprofiili

Arvostus

- Arvostamme Nordic Option yleisesti viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon. Nyt käyttämämme arvo 17,0 MEUR perustuu omaan arvioomme vuoden 2024 lopusta.
- Tasearvon yllittävälle hinnoittelulle ei ole perusteluja keskimäärin heikolla tasolla olleiden pääoman tuottojen takia

Sijoitusvuosi 2014 MEUR	Arvioitu markkina-arvo 16,9 MEUR	P/B 1,0x 2024e
Arvon omistusosuus 34 % (Inderes)	Omistuksen arvo 5,8 MEUR	Osuus listaamattomista 19 % Osakesijoituksista (Inderes)

Valve Group – Lyhyt aikaväli säilyy haastavana

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Valve Group on markkinointi- ja viestintäalankonserni. 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 ja myös kannattavuus on kasvupanostuksia peilaten jäänyt vaatimattomaksi. Vuosi 2024 oli Valveelle ja koko sektorille hyvin vaikea. Yhtiö teki muutamia liiketoimintahankintoja, jotka tukevat kuluvaa vuotta. Keskeinen ajuri lyhyellä aikavälillä on nähdäksemme yleinen taloustilanteen parantuminen. Kasvua odotamme yhtiön hakevan lyhyellä aikavälillä epäorgaanisesti.

Arvonmääritys

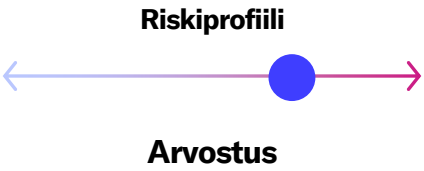
Laskimme hieman 2024 tulosennustettamme, koska Arvo kommentoi vuoden 2024 olleen vaikea. Lähivuosien ennusteemme ovat lähes ennallaan. Odotamme kasvun piristyvän asteittain yleisen talouskuvan parantuessa tänä vuonna ja kannattavuuden nousevan jälleen siedettävälle tasolle lähivuosina. Tätä kokonaisuutta peilaten Arvon omistuksen arvo laski hieman 0,9 MEUR:oon (aik. 1,0 MEUR).



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

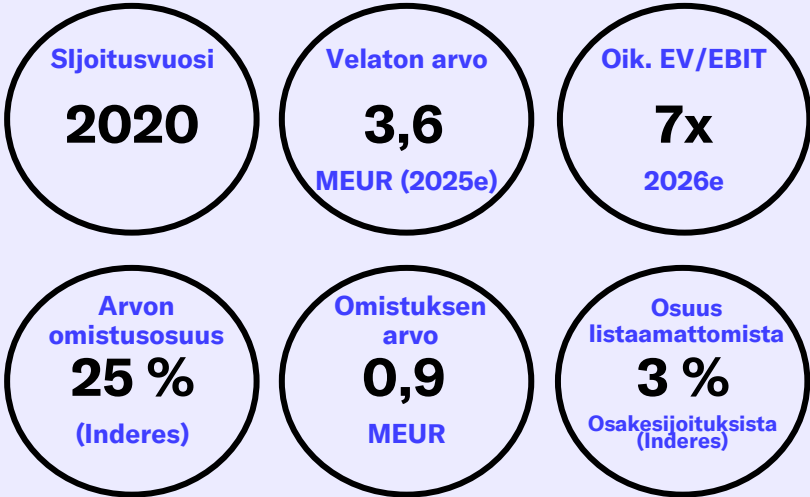
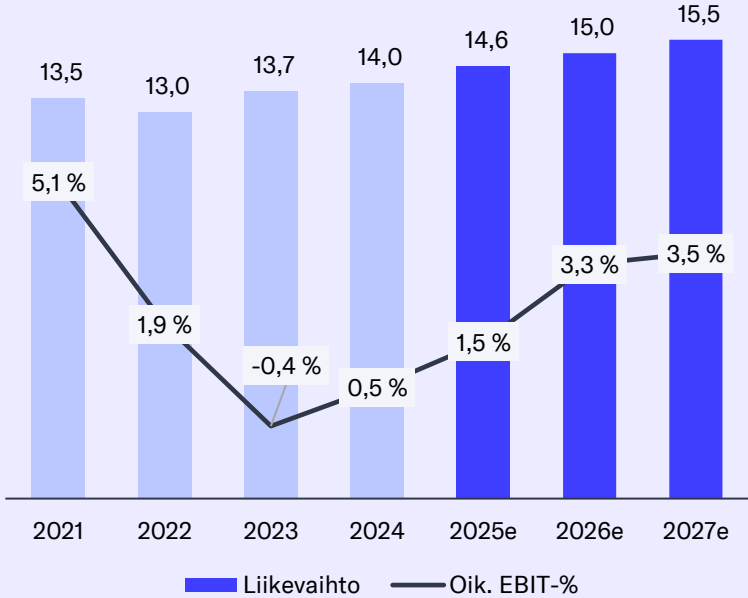


- Kilpailun kiristyminen etenkin julkisen puolen asiakkaissa heikommassa suhdanteessa
- Projektiriskit
- Epäonnistuminen yritysostoissa
- Suurten asiakkuuksien menettäminen
- Työvoiman saatavuus



- Arvostamme yhtiön EV/EBIT-kertoimella 6x-8x perustuen vuosien 2024e-26e keskimääräiseen tulostasoon, osin Fondian lähivuosien kertoiimiin perustuen (2025e-26e EV/EBIT: 6x-8x)
- Tämä vastaa lähivuosille hyvin matalia noin 0,1x EV/S-kertoimia nettokassan myötä
- Strategian onnistuessa on kertoimissa nousuvaraa ja sijoituksessa selvää potentiaalia
- Yritysjärjestelyt voivat muuttaa arvostuskuvaa nopeasti

Avainluvut ja ennusteet



Pieniä ennustenostoja pitkällä aikavälillä

Ennustemuutokset

- Pitkän aikavälin staattinen konsernitulosennustemme nousi 6 % ja odotamme edelleen Arvon yltävän noin 4,5 %:n oman pääoman tuottoon.
- Tulosennusteen vanavedessä vuoden 2026 osuuskorkoennustemme nousi 4,14 euroon (aik. 4,04 €) ja arvioimme sen nyt kasvavan 1 %:n vuosittain.

Ennustemuutokset	2024	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Tot	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	14,8	18,5	25 %	20,2	18,9	-6 %	20,2	18,9	-6 %
Käyttökate	2,1	2,5	17 %	2,2	2,2	0 %	2,3	2,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,1	2,5	17 %	2,2	2,2	0 %	2,3	2,3	0 %
Liikevoitto	2,1	2,5	17 %	2,2	2,2	0 %	2,3	2,3	0 %
Tulos ennen veroja	5,4	3,2	-41 %	11,2	10,9	-3 %	5,3	5,6	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	5,49	3,60	-34 %	11,06	10,76	-3 %	5,23	5,53	6 %
Osakekohtainen osinko	3,60	4,50	25 %	5,50	5,50	0 %	4,00	4,18	4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Osien summa lähes ennallaan, vahvistunut osuuskorkonäkymä tukee arvon purkautumista

Listaamattomien osakesijoitusten ennustetarkistusten sekä raportin myötä tarkentuneiden muiden osien summa -mallimme komponenttien (kts. [laaja raportti](#)) myötä Arvon osuuden laskennallinen arvo nousi hieman 93 MEUR:oon (aik. 91 MEUR) tai 114 euroon osuudelta (aik. 111 €). Listaamattomien osakesijoitusten lievää arvonlaskua sekä nettovelan kasvua paikkasikin pitkälti finanssisijoitusten arvonnousu.

Näkemyksemme mukaan osuutta on kuitenkin perusteltua arvostaa reippaalla alennuksella suhteessa laskennalliseen arvoon ennen pidemmän track-recordin kerryttämistä ja sijoitetun pääoman tuoton vahvistumista. Olemme aiemmin arvioineet, että osuuden hinnoittelussa olisi perusteltua soveltaa 15-25 %:n sijoitusyhtiöalennusta. Pidämme kyseistä haarukkaa edelleen pidemmällä aikavälillä perusteltuna tasona, mutta arviomme mukaan markkinoiden nykyisin hinnoitteleman alennuksen (~54 %) olennainen kaventuminen vaatisi kuitenkin selvästi lisänäyttöjä sijoitustoiminnan arvonluonnin osalta eli pääoman tuottojen selkeää kestävää nousua viime vuosien tasoilta (2020-2024 ROE-%: 4,5 %, ROI-% 6,0 %). Tämä tulee taas arviomme mukaan viemään aikaa useampia vuosia salkun optimaalisen kierronkin näkökulmasta (ml. uudet sijoitukset ja exit-mahdollisuudet). Toisaalta emme odota osuuskunnan myöskään purkavan taseessaan piilevää arvoa esimerkiksi likvidoimalla finanssisijoituksia ja jakamalla näitä osuuskoron muodossa omistajille.

Tekemällä yksinkertaisen oletuksen, että osien summamme säilyisi ennallaan ja osuuskunta saisi onnistuneiden irtaantumisten sekä uusien sijoitustensa kautta nostettua sijoitetun pääoman tuottoonsa useamman vuoden

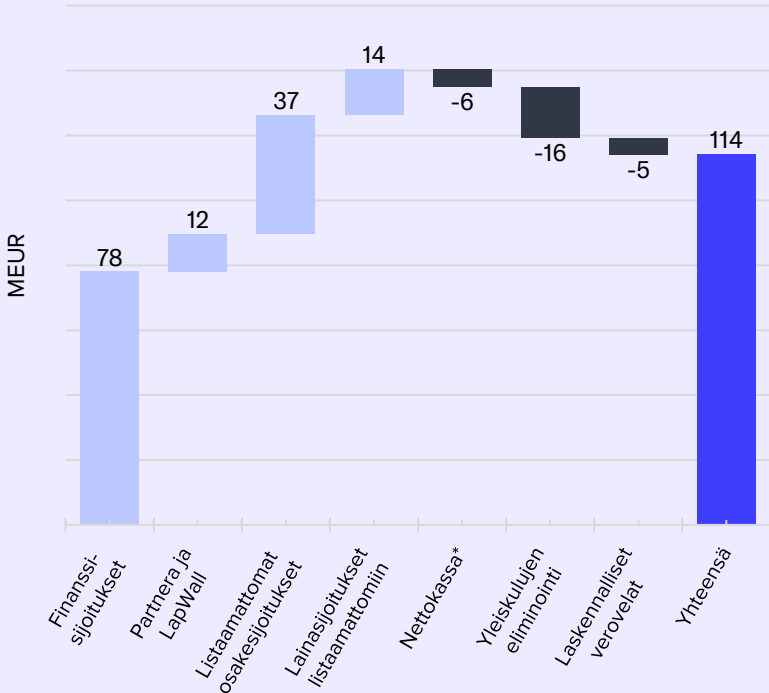
tarkastelussa yli tavoitetasonsa (ROI-% 7,5 %) näkisimme sijoitusyhtiöalennuksella edellytykset kaventua arvioimaamme haarukkaan (25 %, ts. 87-98 euron osuuskohtainen hinta). Mikäli tämä tapahtuisi seuraavan kolmen vuoden ajanjaksolla saisi sijoittaja nykykurssilla noin 13-18 %:n vuosituoton pelkän arvon purkautumisen kautta. Vastaavasti mikäli tässä kestäisi viisi vuotta olisi vuosittainen tuotto-odotus tätä kautta noin 8-10 %. Näiden päälle sijoittaja saisi myös arviomme mukaan vuosittaista kassavirtatuottoa 6–8 % osuuskoron kautta ja siten näistä molemmista skenaarioista muodostuva tuotto-odotus nouseekin selvästi yli käyttämämme 10 %:n oman pääoman kustannuksen, mikä puoltaa positiivista näkemystä osuudessa. Mielestämme lähivuosien vahvistunut osuuskorkonäkymä (2024-2025e osuuskorkotuotto-%: 7,5-9,1 %) myös tukee arvon purkautumista.

Osien summan osittaisen purkautumisen aikajännettä on kuitenkin varsin haastava haarukoida ja se riippuu myös pitkälti edellä esitettyjen ajurien toteutumisesta (ts. pääoman tuottojen noususta). Siten esitettyihin vuosittaisiin tuotto-odotuksiin kannattaakin suhtautua vain suuntaa antavina, mutta ne kuvastavat mielestämme osuuden tuotto/riski-suhdetta kohtuullisesti. Nykyiseen markkinahinnoitteluun pohjautuen näemme osuuden perustellun laskuvaran kuitenkin hyvin rajallisena. Tätä mielestämme kuvastaa hyvin se, että Arvon nykyinen markkina-arvo (49 MEUR) on alle suhteellisen likvidien finanssisijoitusten (ml. LapWall ja Partnera) vähennettynä konsernin nettoveloloilla, laskennallisilla veroveloloilla ja konsernikuluilla. Siten sijoittaja pääsee nykyhinnalla ilmaiseksi kiinni Arvon listaamattomiin kohdeyhtiöihin (osake- ja velkasijoitukset) ja saa option näiden suotuisaan kehitykseen.

Arvostustaso	2024	2025e	2026e
Osuuskurssi	52,5	60,2	60,2
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	43	49	49
Yritysarvo (EV)	47	47	47
P/B	0,4	0,5	0,5
Osuuskorko / tulos (%)	124,9 %	51,1 %	75,6 %
Osuuskorkotuotto-%	8,6 %	9,1 %	6,9 %

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, joka 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). Siten konsernikulujen myötä osien summa -laskelmamme teoreettiseksi NAV-alennukseksi muodostuu 25-34 % suhteessa teoreettiseen NAV:iin (107 MEUR). Puolestaan nykyisellä markkina-arvolla NAV-alennus on peräti 54 %, mitä voi pitää

erittäin suurena.

Alennusta voidaan tarkastella myös vertaamalla tätä keräämiemme ruotsalaisten sijoitusyhtiöiden historiallisiin NAV-alennuksiin, jotka ovat olleet viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 0 %:ssa ja mediaanina 4 %:ssa (huom. tilinpäätösten lukemat). Viime kuukausina verrokkien kurssikehitys on ollut vahvaa ja viimeisimpien raporttien yhteydessä keskimääräinen NAV-pohjainen arvostus oli kääntynyt 5 %:n preemion puolelle.

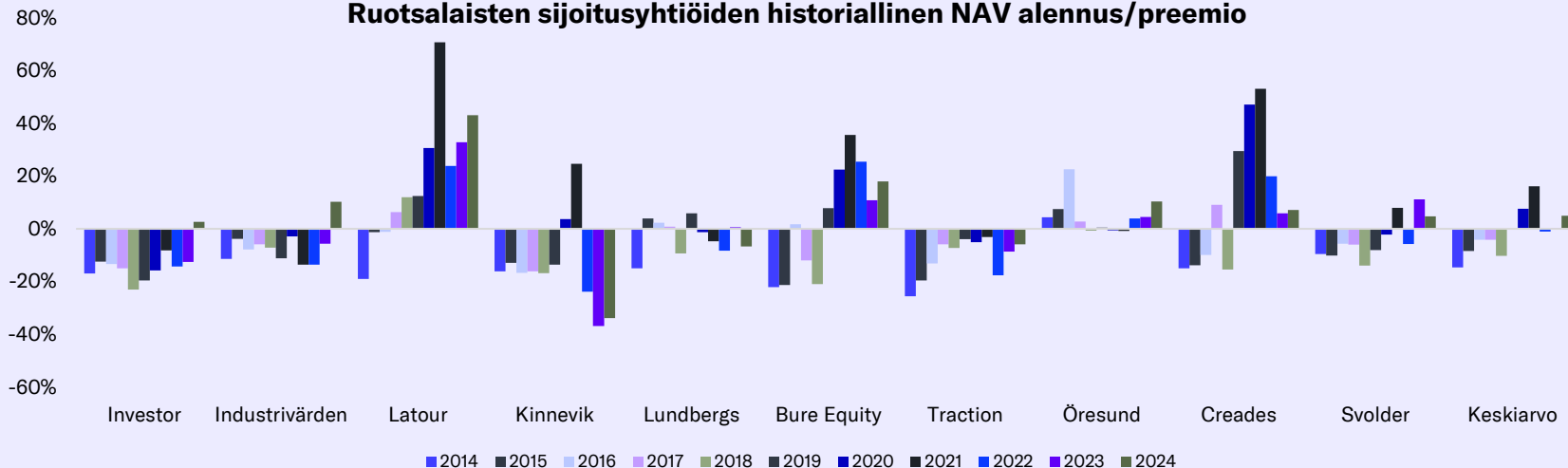
Yhtiöiden välillä arvostuksessa on selkeitä eroja ja myös niiden omissa historiallisissa arvostuksissa on heiluntaa. Lisäksi ruotsalaiset sijoitusyhtiöt ovat keskimäärin kooltaan selvästi suurempia ja omaavat pidemmän ja paremman track-recordin (mm. pääoman tuotot) kuin Arvo sekä niiden sijoitustoiminnassa on eroavaisuuksia Arvon kanssa (myös yhtiöiden välillä eroavaisuuksia). Siten nämä eivät ole Arvolle parhaita verrokkeja, mutta mielestämme niiden historialliset arvostukset antavat kokonaisuutena viitteitä Arvon markkinahinnoittelun matalalle

painetusta arvostuksesta.

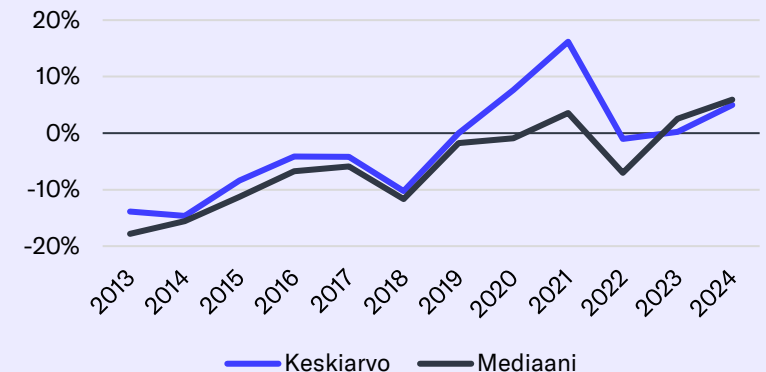
Tasepohjainen arvostus

Mielestämme myös tasepohjainen P/B-kerroin on sijoitusyhtiölle varsin hyödyllinen indikaattori. Nykyisellä kurssitasolla (60,2 euroa) ja vuoden 2024 konsernitaseen (oma pääoma/osuus 117,8 euroa) perusteella saamme osuuden P/B-kertoimeksi 0,51x. Nykyinen tasearvostus onkin varsin hyvin linjassa viimeisen viiden vuoden toteutuneeseen oman pääoman tuottoon (ROE-% 2020-2024: 4,5 %) ja käyttämämme 10 %:n oman pääoman kustannukseen. On kuitenkin hyvä huomata, että sijoitusyhtiön luonteen vuoksi tuottojen osalta voi olla reipasta heiluntaa irtaantumisen ajoittumista peilaten. Siten nykyinen tasearvostus onkin mielestämme vajonnut matalaksi, kun huomioidaan myös arvioimamme taseeseen kertynyt piiloarvo tiettyjen sijoitusten osalta (etenkin finanssisalkku), jotka realisoituvat vasta irtaantumistilanteessa. Näemme kuitenkin perustellun tasepohjaisen arvostuksen nousuvaran olevan riippuvainen pääoman tuoton noususta.

Ruotsalaisten sijoitusyhtiöiden historiallinen NAV alennus/premio



Sijoitusyhtiöiden keskimääräinen NAV-alennus/premio



Arvonmääritys 3/3

Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Mielestämme arvonmääritystä voidaan tarkastella myös osuuskorkojen kautta, Arvon avokätisen voitonjakopolitiikan takia. Odotamme Arvon maksavan osuuskorkoa lähivuosina 4,14–5,5 euroa (aik. 3,6–5,5 euroa) osuudelta, mikä puolestaan tarkoittaa 7-9 %:n osuuskorkotuottoa nykyisellä kurssitasolla. Siten osuus tarjoaakin arviomme mukaan varsin mukavaa pohjatuottoa tätä kautta.

Nostimme vuoden 2026 osuuskorkoennusteemme 4,14 euroon (aik. 4,04 €), joka vastaa viimeisen 5 vuoden keskiarvoa. Tästä eteenpäin arvioimme osuuskoron kasvavan 1 %:n vuosivauhtia. Uusi ennusteemme perustuu noin 4,5 %:n oman pääoman tuottoon ja 75 %:n jakosuhteeseen (konsernitulokseen nähden). Oman pääoman tuotto-% perustuu niin ikään viimeisen viiden vuoden keskiarvoon. Isossa kuvassa ennustemallimme on samanlainen kuten olemme viimeisimmässä [laajassa raportissamme](#) kuvanneet. Vuoden 2025 tuloksesta odotamme kasvavaa 5,50 euron osuuskorkoa, kun Leden Groupista tuloutuu 6,6 MEUR:n myyntivoitto.

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan miettiä myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko lähtee tasolta 4,14 € ja kasvaa 1 %:n vauhtia tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 45,9 euroa käyttämällämme 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Siten DDM-malli on varsin hyvin linjassa tasepohjaisen arvostuksen kanssa ja indikoi, että pelkästään historiallinen osuuskoron taso ei perustele nykyistä kurssitasoa tai osien summan mukaista arvoa osuudelle.

Puolestaan odottamalla, että Arvo onnistuisi kasvattamaan osuuskorkoaan tästä ikuisuuteen vakaasti 5 %:lla vuosittain,

saisimme yhden osuuden arvoksi 82,4 euroa, mikä olisi melko linjassa määrittämämme käyvän markkina-arvon kanssa (ts. määrittämämme sijoitusyhtiöalennuksen haarukan ylälaidan tasolla). Yksinkertaistettu esimerkki kuvastaakin, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä.

Arvostustaso	2024	2025e	2026e
Osuuskurssi	52,5	60,2	60,2
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	43	49	49
Yritysarvo (EV)	47	47	47
P/B	0,4	0,5	0,5
Osuuskorko / tulos (%)	124,9 %	51,1 %	75,6 %
Osuuskorkotuotto-%	8,6 %	9,1 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Osien summa -laskelma

Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset*	64	56 %
Partnera ja LapWall	9	8 %
Listaamattomat osakesijoitukset	30	26 %
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	12	10 %
Yhteensä	114	100 %

* Oikaistu korkosijoitusten käteisvaroilla

Arvo Osuuskunnan markkina-arvo		
Omistusten arvo	114	MEUR
Nettovelat (H2'24)	5	MEUR
Konsernikulujen eliminointi	12,7	MEUR
Laskennalliset verovelat**	4	MEUR
Laskennallinen arvo	93	MEUR
Osuuksien määrä (12/2024)	814 730	kpl
Osuuden laskennallinen arvo	114	EUR
Sijoitusyhtiöalennus	15-25	%
Osuuden käypä markkina-arvo (3-5 vuotta)	86-97	EUR

Lähde: Inderes

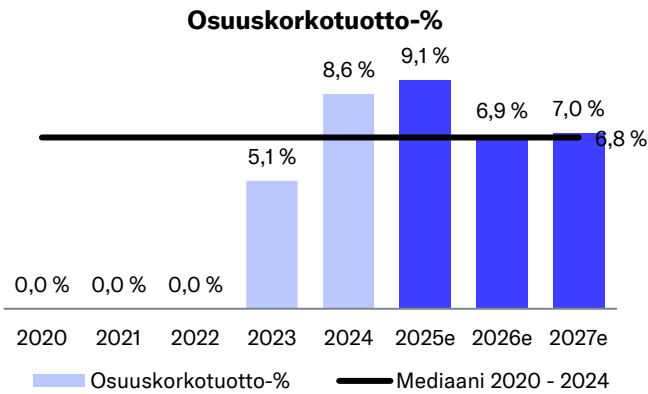
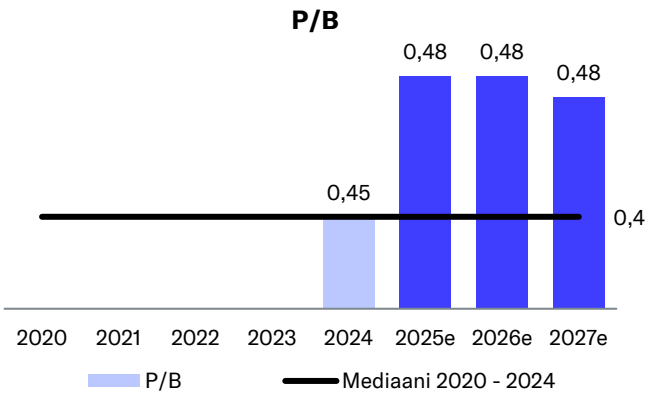
Arvo Osuuskunnan kulujen eliminointi		
Tilikauden 2024 kulut	1,789	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,8 %	
Käytetty WACC	8,7 %	
Kulujen summa (10 vuotta)	12,7	MEUR

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osuuskurssi				62,6	52,5	60,2	60,2	60,2	60,2
Osuuksien määrä, milj. kpl				0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo				51	43	49	49	49	49
Yritysarvo (EV)				59	47	47	47	46	44
P/B				0,53	0,45	0,48	0,48	0,48	0,47
Osuuskorko / tulos (%)				183,0 %	124,9 %	50,8 %	75,6 %	74,6 %	74,3 %
Osuuskorkotuotto-%				5,1 %	8,6 %	9,1 %	6,9 %	7,0 %	7,1 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	15,2	4,7	13,8	18,5	9,5	9,5	18,9	18,9	18,9	18,9
Käyttökate	2,1	1,1	1,4	2,5	1,1	1,1	2,2	2,3	2,3	2,3
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	2,6	1,0	1,4	2,5	1,1	1,1	2,2	2,3	2,3	2,3
Liikevoitto	2,1	1,0	1,4	2,5	1,1	1,1	2,2	2,3	2,3	2,3
Nettorahoituskulut	-0,3	0,3	0,4	0,7	7,4	1,3	8,7	3,4	3,4	3,5
Tulos ennen veroja	1,8	1,3	1,9	3,2	8,5	2,4	10,9	5,6	5,7	5,8
Verot	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-1,6	-0,5	-2,1	-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
Nettotulos	1,4	1,2	1,7	2,9	6,9	1,9	8,8	4,5	4,6	4,7
EPS (oikaistu)	2,42	1,48	2,12	3,60	8,44	2,39	10,83	5,53	5,66	5,74
EPS (raportoitu)	1,75	1,48	2,12	3,60	8,44	2,39	10,83	5,53	5,66	5,74

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	6,7 %	-23,5 %	52,6 %	21,7 %	99,4 %	-31,6 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-198,1 %	-33,8 %	35,9 %	-6,1 %	4,2 %	-22,5 %	-11,2 %	2,7 %	2,2 %	0,0 %
Käyttökate-%	13,9 %	22,5 %	10,4 %	13,5 %	11,8 %	11,9 %	11,8 %	12,0 %	12,2 %	12,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,2 %	22,1 %	10,3 %	13,3 %	11,5 %	11,6 %	11,6 %	11,9 %	12,2 %	12,2 %
Nettotulos-%	9,3 %	25,5 %	12,5 %	15,8 %	72,8 %	20,6 %	46,7 %	23,9 %	24,4 %	24,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	34,3	34,2	34,1	34,1	34,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	34,2	34,1	34,1	34,1	34,1
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
Vaihtuvat vastaavat	74,1	72,7	80,1	80,1	81,3
Vaihto-omaisuus	58,2	59,2	54,4	54,4	54,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	12,1	8,1	11,3	11,3	11,3
Likvidit varat	3,8	5,4	14,3	14,3	15,5
Taseen loppusumma	108	107	114	114	115

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	95,7	96,0	101	101	102
Osakepääoma	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Kertyneet voittovarot	64,3	64,6	69,8	69,8	71,0
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
Pitkäaikaiset velat	12,1	10,0	12,1	12,1	12,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	12,1	10,0	12,1	12,1	12,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	108	107	114	114	115

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 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 laatineen 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 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**