

Arvo Sijoitusosuuskunta

Yhtiöraportti

27.08.2024 22.35 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Markkina-aktiviteetin piristymistä odotellessa

Toistamme Arvon osta-suosituksen sekä 62 euron tavoitehintamme. Osuuskunta raportoi vain konsernitason kehitystä H1-raportilla, minkä myötä raportti ei tarjonnut tarkempaa näkyvyyttä kohdeyhtiöiden kehitykseen. Laskimme kuitenkin hieman suorien listaamattomien sijoitusten ennusteitamme talouskasvunäkymien siirtymisen myötä. Tätä ja viime vuoden vauhdissa ollutta emo-osuuskunnan tuloskehitystä heijastellen laskimme hieman lähivuosien osuuskorkoennusteitamme. Sen sijaan kokonaisuutena näkemyksemme osuuden käyvästä arvosta säilyi käytännössä ennallaan ja näemmekin nykyisen alennuksen suhteessa osien summaan olevan turhan leveä.

H1:llä ei ollut suurempia tapahtumia

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 H1-konsernitulos ei sisältänyt liikevoiton yläpuolella yllätyksiä ja sen raportoitu liikevoitto asetui 1,0 MEUR:oon. Sen sijaan katsauskauden tulosta painoivat varovaisuuden periaatteella tehtyt 0,6 MEUR:n arvonalennukset (vrt. vertailukaudella 0,8 MEUR Siklatiloihin liittyen), joiden kohdistumista ei avattu tarkemmin raportilla. Muilta osin alarivien kehitys oli myös vertailukautta parempaa ja konsernin nettotulos asetui 1,2 MEUR:oon tai 1,48 euroon osuudelta. Vastaavasti osuuskoron kannalta merkittävämpi emo-osuuskunnan osuuskohtainen tulos oli hieman vertailukauden alapuolella 2,12 eurossa (H1'23: 2,22 euroa).

Kohdeyhtiöiden numeerista kehitystä ei avattu tarkemmin, lieviä negatiivisia ennustemuutoksia

Arvo ei avannut raportilla tarkemmin yksittäisten listaamattomien sijoituskohteiden kehitystä. Se kommentoi kuitenkin haastavamman talousympäristön aiheuttaneen varovaisuutta kasvusuunnitelmien toteuttamiseen. Sen mukaan suorien sijoitusten salkussa ei ole kuitenkaan nähtävissä mitään arvonaluonnin kannalta odottamatonta. Arvioimme markkinatilanteen kuitenkin heijastuneen ainakin salkun kiertoa. Samanaikaisesti arvioimme, että Suomen ja Euroopan talouskasvunäkymien piristyminen on viivästynyt aikaisempia odotuksia pidemmälle, mitä peilaten laskimme hieman suorien listaamattomien osakesijoitusten ennusteitamme. Kokonaisuutena muutokset jäivät kuitenkin vähäisiksi rajallisesta näkyvyydestä johtuen. Päivitimme raportin yhteydessä myös muut osien summan parametrit ja laskelmamme indikoima arvo säilyi lähes ennallaan 90 MEUR:ssa tai 110 eurossa osuudelta (aik. 111 euroa). Olemme käyneet Arvon portfolioa tarkemmin läpi kesäkuussa julkaistussa [laajassa raportissamme](#).

Alennus suhteessa osien summaan on mielestämme edelleen turhan leveä

Näemme, että Arvon sijoitusyhtiöalennus voisi asettua pidemmällä aikavälillä 15-25 %:iin, mihin peilattuna nykyinen markkina-alennus (~54 %) on erittäin huomattava. Arvioimme alennuksen olennaisen kaventumisen vaativan kuitenkin lisää näyttöjä sijoitustoiminnan arvonaluonnin osalta eli pääoman tuottojen nousua viime vuosien tasolta (2019-2023 ROE-%: 4,3 %, ROI-%: 6,2 %) sekä Arvon sijoitusstrategiaa peilaten osuuskoron kasvua. Tämä tulee taas viemään aikaa useampia vuosia salkun optimaalisen kierronkin näkökulmasta (ml. uudet sijoitukset ja exit-mahdollisuudet). Nykykurssilla näemme osuuden perustellun laskuvaran kuitenkin hyvin rajallisena (2023 tot. P/B 0,4x). Arvioimme alennuksen asteittaisesta purkautumisesta sekä ennustamastamme melko vakaasta 6-8 % osuuskorkotuotosta muodostuvan tuotto-odotuksen tukevan positiivista näkemystä. Nykyistä markkinatilannetta (ml. irtaantumissikkuna) peilaten emme kuitenkaan näe selviä lyhyen aikavälin ajureita osien summan merkittävälle purkautumiselle, mutta tätä toisaalta kompensoi nykyinen huomattavan leveä alennus osien summaan nähden.

Suositus

Osta

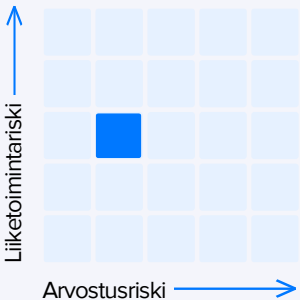
(aik. Osta)

62,00 EUR

(aik. 62,00 EUR)

Osakekurssi:

51,09



Avainluvut

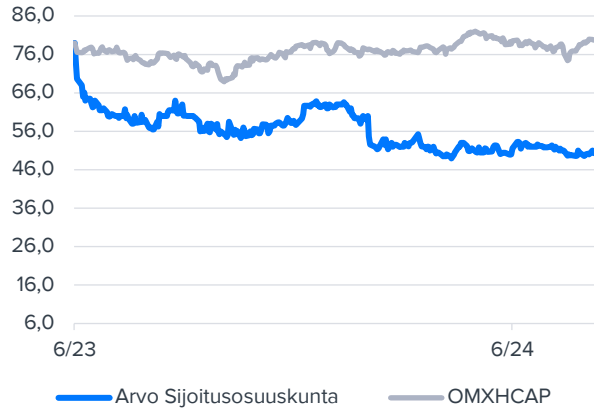
	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	15,2	14,8	20,2	20,2
kasvu-%	7 %	-3 %	36 %	0 %
EBIT oik.	2,6	2,1	2,2	2,3
EBIT-% oik.	17,2 %	14,2 %	10,8 %	11,1 %
Nettotulos	1,4	3,2	4,2	4,3
EPS (oik.)	2,42	3,93	5,17	5,23
P/E (oik.)	25,8	13,0	9,9	9,8
P/B	0,5	0,4	0,4	0,4
Osinkotuotto-%	5,1 %	6,3 %	7,0 %	7,8 %
EV/EBIT (oik.)	22,6	14,5	21,6	20,5
EV/EBITDA	28,0	14,3	21,4	20,3
EV/Liikevaihto	3,9	2,1	2,3	2,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

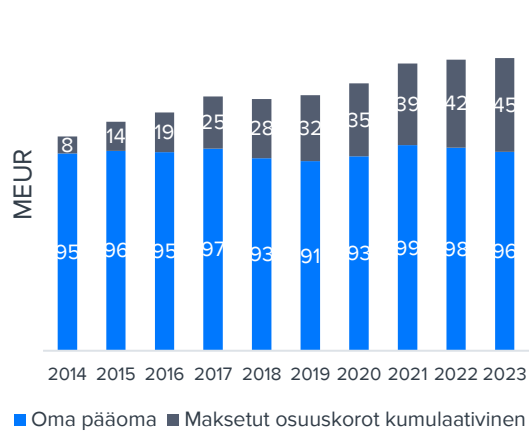
Ei ohjeistusta

Osakekurssi

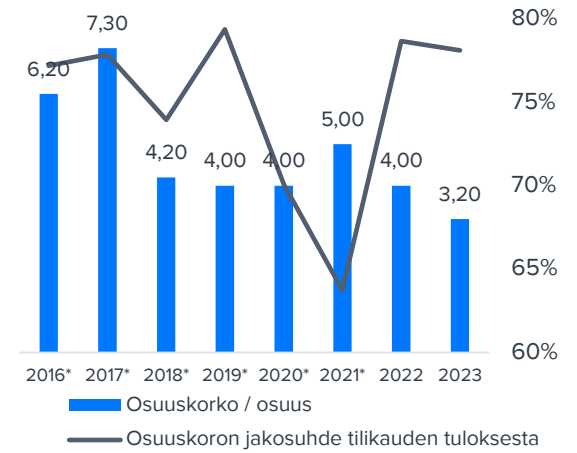


Lähde: Millistream Market Data AB

Arvon historiallinen kehitys



Osuuskorko ja jakosuhte



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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osuuskurssi	51,1	51,1	51,1
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	31	47	46
P/B	0,4	0,4	0,4
Osuuskorko / tulos (%)	81,4 %	69,7 %	76,5 %
Osuuskorkotuotto-%	6,3 %	7,0 %	7,8 %

Lähde: Inderes

H1:llä ei ollut suurempia tapahtumia

H1 ei tarjonnut suurempia yllätyksiä

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). Olemme käyneet dynamiikka tarkemmin läpi laajassa raportissamme ja on myös hyvä huomata, että alla olevan taulukon ennusteet perustuivat ainoastaan laajassa raportissa tekemiimme staattisiin oletuksiin (ts. nettotuloksen ennuste perustui oletukselle, että oman pääoman tuotto pysyisi staattisesti viimeisen viiden vuoden keskiarvotasolla 4,3 %:ssa, kts. tarkemmin laaja raportti). Emme ole myöskään tehneet muutoksia staattisiin ennusteisiimme H2:n osalta päivityksen yhteydessä.

H1-konsernitulos ei sisältänyt kuitenkaan suurempia yllätyksiä ja Arvon raportoitu liikevoitto asettui 1,0 MEUR:oon. Sen sijaan katsauskauden tulosta painoivat varovaisuuden periaatteella tehdyt 0,6 MEUR:n arvonalennukset (vrt. vertailukaudella 0,8 MEUR Siklatiloihin liittyen), joiden kohdistumista ei avattu tarkemmin raportilla. Käsityksemme mukaan näiden taustalla ei ole kuitenkaan esimerkiksi kohdeyhtiöiden maksukyvyttömyyttä ja siten

teoriassa alaskirjauksia voidaan vielä perua, vaikka todennäköisyys näille on kuitenkin rajallinen. Muilta osin alarivien kehitys oli myös vertailukautta parempaa ja konsernin nettotulos asettui 1,2 MEUR:oon tai 1,48 euroon osuudelta. Vastaavasti osuuskoron kannalta merkittävämpi emo-osuuskunnan osuuskohtainen tulos oli hieman vertailukauden alapuolella 2,12 eurossa (H1'23: 2,22 euroa). On kuitenkin hyvä huomata, että Arvo voi konserniavustusten kautta tasata emo-osuuskunnan tulostasoa loppuvuodesta.

Arvo kertoi myös hankkineensa H1:n jälkeen omistukseensa konkurssiin ajautuneen Sikatilojen saataviin kohdistuneet vakuudet, minkä seurauksena Sikla-konserniin kohdistuvaa lisäalaskirjaustarvetta ei sen mukaan enää ole. Tätä peilaten olemme myös purkaneet aiemmin arvonnäätymykseemme sisällyttämämme varauksen, jota oli edellisen päivityksemme yhteydessä jäljellä 0,6 MEUR.

H1:lle ei ajoittunut irtaantumisia

Vertailukauden tavoin katsauskaudelle ei ajoittunut irtaantumisia listaamattomista osakesijoituksista, mikä osaltaan heijastui myös vuosipuolikkaan kehitykseen. Osuuskunnan mukaan kokonaisuutena tarkasteltuna

suorien sijoitusten salkussa ei ole nähtävissä mitään arvonnäätymistä kannalta odottamatonta, vaikka markkinatilannetta peilaten exit-markkina on edelleen vaisumpi. Se kuitenkin kommentoi, että se näkee sijoitussalkussa hyvää irtautumispotentiaalia lyhyelläkin aikavälillä (arvomme mukaan esimerkiksi Champion Door), minkä lisäksi sillä on valmistelussa useampia suoria sijoituksia.

Katsauskaudella osuuskunnalle puolestaan kotiutui siltarahoituksia 3,3 MEUR:lla ja myös uusia siltarahoituksia myönnettiin vastaavalla summalla. Katsauskauden jälkeen Arvo on myöntänyt uutta velkarahoitusta (ml. siltarahoitus ja pidempiaikainen velkasijoitus) raportin perusteella 1,4 MEUR.

Salkun jakauma odotetusti varsin ennallaan

Vielä odottavalla kannalla jatkunutta markkinaa peilaten myöskään konsernin sijoitussalkun jakaumassa ei ollut tapahtunut H1:n loppuun mennessä merkittäviä muutoksia vuoden 2023 lopusta. Tätä heijastellen finanssisijoitukset muodostivat reippaasti yli puolet (58 % vs. 2023 57 %) salkun käyvistä arvosta.

Ennustetaulukko	H1'23	H1'24	H1'24e	H1'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevoitto	1,1	1,0	1,1				0 %	2,1
Tulos ennen veroja	1,1	1,3	2,7				-51 %	3,8
EPS (raportoitu)	1,01	1,48	2,64				-44 %	3,93
Liikevaihdon kasvu-%	-33,0 %	-23,5 %	63,1 %				-86,6 %-yks.	-2,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	25,5 %	22,1 %	10,4 %				11,7 %-yks.	14,2 %

Lähde: Inderes

LapWall

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

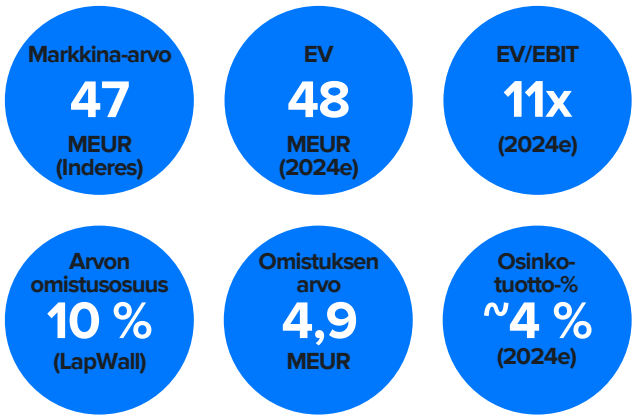
LapWall on rakennusmateriaaliyhtiö, joka on keskittynyt puusta valmistettujen seinä- ja kattoelementtien valmistamiseen Suomessa. LapWall operoi rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa sekä elementtituotteita että niihin suoraan liitännäisiä asennuspalveluita. LapWallin päätuotteita ovat 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, kun taas viime vuonna kehitystä painoi erittäin heikko rakentamisen markkina. Tästä huolimatta yhtiö on pystynyt puolustamaan kannattavuuttaan. Yhtiöllä on tällä hetkellä käynnissä merkittävä laajennusinvestointi Pyhännän tehtaalle. Viimeisin yhtiöraporttimme on luettavissa [täällä](#).

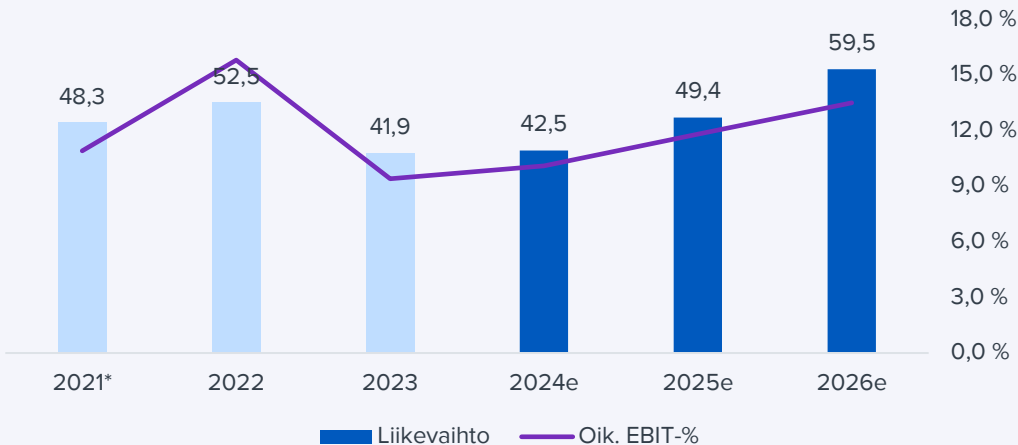
Arvonmääritys

Olemme määrittäneet LapWallin arvon viimeisen kuukauden keskimäärin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 4,9 MEUR (aik. 5,1 MEUR).



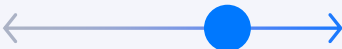
Pelaamme pitkää takaiskun uhasta huolimatta

Avainluvut ja ennusteet

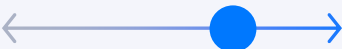


* Termater-yrityskaupan huomioivat pro forma -luvut

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Yhtiö on hyvin asemoitunut puurakentamisen kasvuun
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- Termater-liiketoimintakaupan synergiahäydyt ja 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 investointisuunnitelma on taseeseen suhteutettuna erittäin iso



Arvostus

- Vuosien 2024 ja 2025 ennusteillamme LapWallin oik. P/E-luvut ovat 14x ja 11x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 11x ja 9x.
- Arvioimme yhtiön maksavan 4-5 %:n osinkotuottoa lähivuosina

Partnera

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

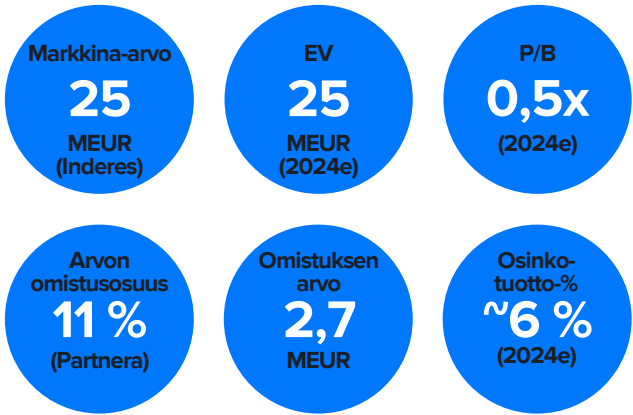
Partnera on liiketoimintakonserni, jonka tarkoituksena on luoda vastuullisempaa yhteiskuntaa ja myönteisiä ympäristövaikutuksia. Tällä hetkellä Partnera-konserniin kuuluu lasinkieritys- ja vaahtolasinvalmistaja Foamit Group, jonka liiketoimintaa Partnera kehittää aktiivisesti enemmistöomistajana. Lisäksi 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. Vastaavasti uuden strategiansa yhtiö julkaisi H2'23-tuloksensa yhteydessä. Arvioimme yhtiön liikkuvan jälleen kohti lähemmäksi perinteistä sijoitusyhtiötä uuden strategiansa myötä. Käsittelimme Partneran uutta strategiaa tarkemmin [täällä](#). Toukokuun lopussa 2024 yhtiö teki sen sijaan isomman peliliikkeen myydessä koko Finda-omistuksensa, jonka kautta yhtiön taloudellinen liikkumatala kasvoi myös huomattavasti. Viimeisin yhtiöraporttimme on luettavissa [täällä](#).

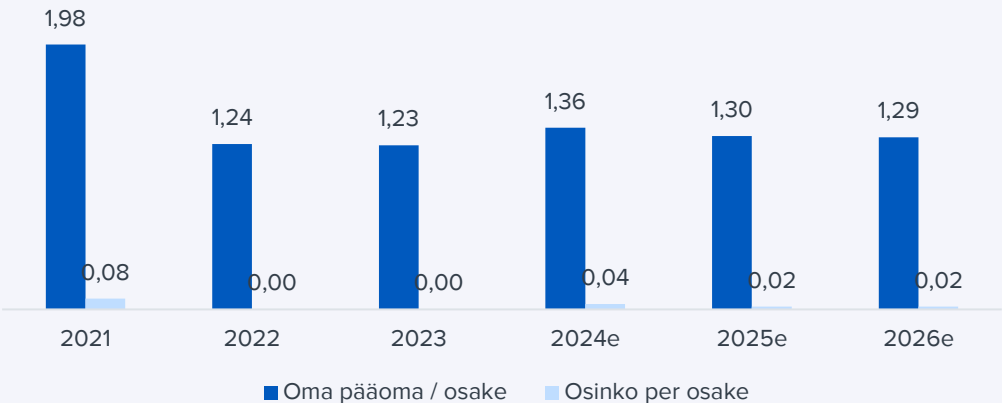
Arvonmäärittäminen

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



Varsin odotettu kokonaisuus

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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



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



Arvostus

- Vuoden 2024 ennusteillamme Partnera hinnoitellaan noin 0,5x P/B-kertoimella
- Viimeisimmän päivityksemme yhteydessä osien summa -mallimme indikoima Partneran osakkeen arvo oli noin 1,2 euroa osakkeelta
- Arvioimme yhtiön maksavan 3-6 %:n osinkotuottoa lähivuosina

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 yksi Virossa, mikä mahdollistaa tuotannon optimoinnin asiakkaan toimipaikan mukaan ja tukee kasvumahdollisuuksia mm. Keski-Euroopan suuntaan.

Sijoitustarinan kehitys

Yhtiö fuusioi tänä vuonna Suomen liiketoiminnot Leden Finlandiksi ja Viron toimintonsa Leden Estoniaksi. Tällä hetkellä sillä on käynnissä merkittävä tehdasinvestointi Oulaisiin. H1-raportilla Arvo kommentoi, että Ledenillä on selkeä kasvustrategia, johon se tarvitsee myös luonnollisesti rahoitusta ja yhtenä vaihtoehtona tämän osalta on listautuminen. Markkinatilannetta peilaten tämä voisi arviomme mukaan tapahtua aikaisintaan ensi vuonna.

Tehdyt muutokset

Käsityksemme mukaan yhtiön toimintaympäristössä ei ole tapahtunut olennaisia muutoksia laajan raporttimme jälkeen. Näemme kuitenkin, että talouskasvunäkymien piristyminen on viivästynyt aikaisempia odotuksia pidemmälle. Tätä heijastellen laskimme hieman lähivuosien kasvu- ja tulosenusteitamme, kun taas pidemmän aikavälin ennusteemme ovat ennallaan. Tätä mukaillen arvioimamme omistuksen arvo laski noin 11,9 MEUR:oon (aik. 12,4 MEUR).

Sijoitusvuosi

2021

Arvioitu EV

49,6
MEUR

EV/EBIT

7x
(2023 tot.-25e)

Arvon
omistussuosus

31 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

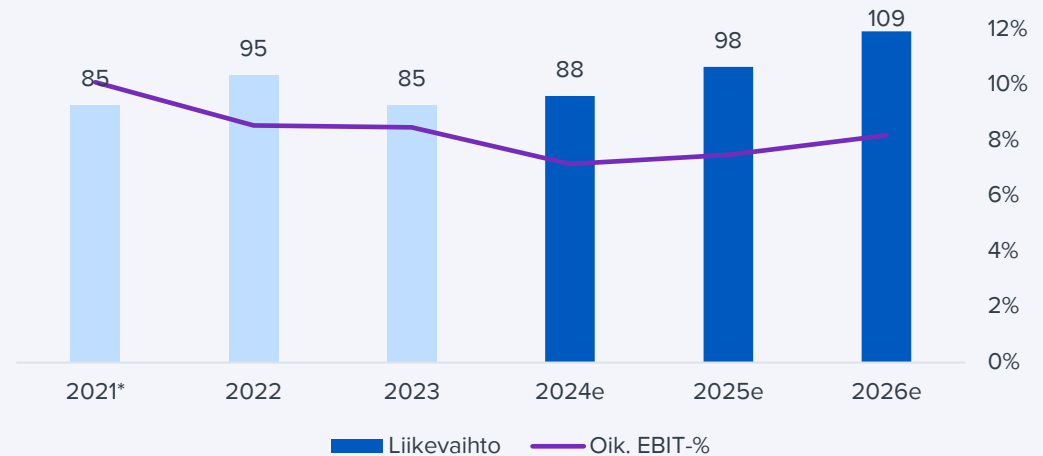
11,9
MEUR

Osuus
listaamattomista
osakesijoituksista
(Inderes)

40 %

Kehitys jatkunut suhteellisen vakaana

Avainluvut ja ennusteet

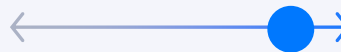


*Pro forma -luvut

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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



Arvostus

- Arvostamme yhtiöiden lyhyttä yhteistä historiaa peilaten Ledenin 2023 toteutuneilla luvuilla ja 2024–2025 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 (~59 MEUR kts. liitteet)

Nordic Option

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

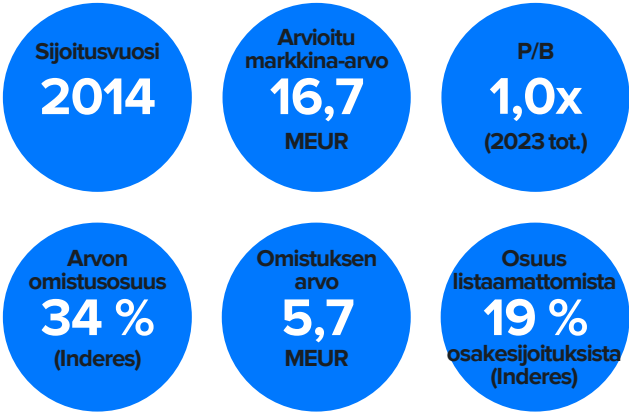
Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan ensisijaisesti Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistususuutta 15 kohdeyrityksessä. Sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti kasvuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen, niiden kehittämiseen 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 on tehnyt kaksi uutta sijoitusta (Profience, CSE Entertainment) ja yhden irtaantumisen (Owatec).

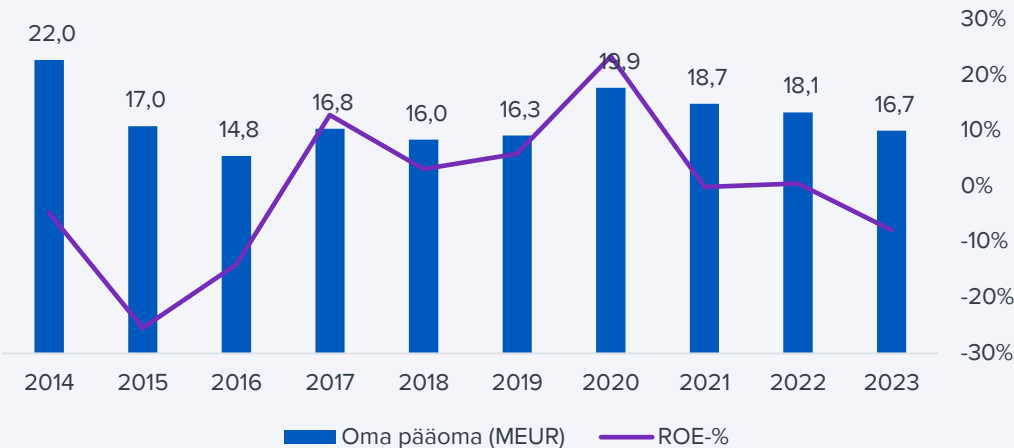
Tehdyt muutokset

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

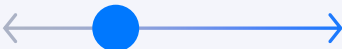


Markkinassa alustavia piristymisen merkkejä

Avainluvut



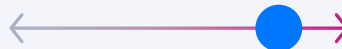
Arvio tuloskasvunopeudesta



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 yleisesti viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon (16,7 MEUR)
- Tasearvon yltävälle hinnoittelulle ei ole perusteluja keskimäärin heikolla tasolla olleiden pääoman tuottojen takia

Valve Group

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 projektituontoista. 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. Vuoden 2023 tilinpäätöksessä yhtiö kommentoi Suomen talouden näkymien painavan myös sen kasvunäkymiä. Sen sijaan kasvua odotamme yhtiön hakevan erityisesti epäorgaanisesti.

Tehdyt muutokset

Olemme laskeneet hieman kasvu- ja kannattavuusennusteitamme vuoden 2023 tilinpäätöksen perusteella. Yhtiön kannattavuus painui Arvon H2'23-raportissa kerrottua matalammalle tasolle osin kertaluontoisten erien myötä. Samoin yhtiön näkymät ovat ennallaan, orgaanisen kasvun ollessa tiukassa. Vastaavasti lievää kasvua odotamme tulevan tehtyjen pienten yritysostojen kautta, kun taas kannattavuuden saralla yhtiöllä on paljon todistettavaa. Tätä kokonaisuutta peilaten Arvon omistuksen arvo laski 1,0 MEUR:oon (aik. 1,4 MEUR).

Sijoitusvuosi

2020

Arvioitu EV

2,3
MEUR

Oik. EV/EBIT

7x
(2024e-25e)

Arvon
omistusosuus

25 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

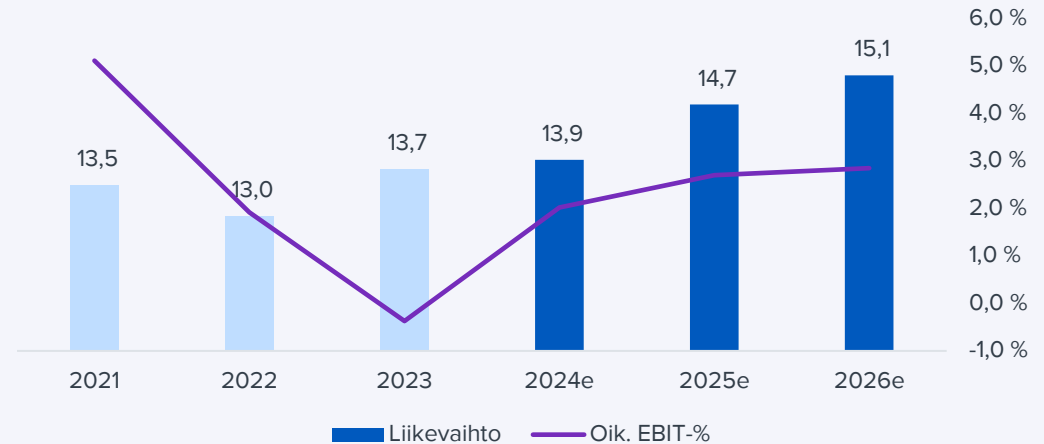
1,0
MEUR

Osuus
listaamattomista
osakesijoituksista
(Inderes)

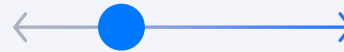
3 %

Orgaaninen kasvu lyhyellä aikavälillä tiukassa

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 kertoiimiin perustuen (2024e-25e EV/EBIT: 7x-9x)
- Tämä vastaa lähivuosille matalia noin 0,2x EV/S-kertoimia nettokassan myötä
- Strategian onnistuessa on kertomissa nousuvaraa ja sijoituksessa potentiaalia
- Yritysjärjestelyt voivat muuttaa arvostuskuvaa nopeasti

Arvonmääritys 1/3

Osien summa lähes ennallaan, mutta näemme arvon purkautumisen vievän aikaa

Listaamattomien osakesijoitusten ennustetarkistusten sekä raportin myötä tarkentuneiden muiden osien summa -mallimme komponenttien (kts. [laaja raportti](#)) myötä Arvon osuuden laskennallinen arvo laski aavistuksen 90 MEUR:oon (aik. 91 MEUR) tai 110 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. 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 arvонуonnin osalta eli pääoman tuottojen selkeää kestävää nousua viime vuosien tasoilta (2019-2023 ROE-%: 4,3 %, ROI-% 6,2 %). 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.

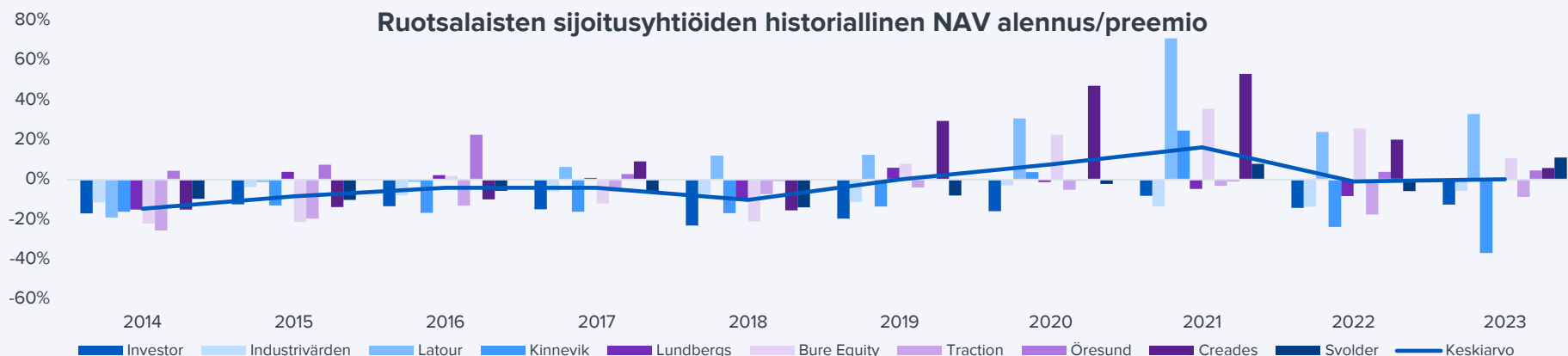
Tekemällä yksinkertaisen oletuksen, että osien summamme säilyisi ennallaan ja osuuskunta saisi onnistuneiden irtaantumisten sekä uusien

sijoitustensa kautta nostettua sijoitetun pääoman tuottoonsa useamman vuoden tarkastelussa yli tavoitetasonsa (ROI-% 7,5 %) näkisimme sijoitusyhtiöalennuksella edellytykset kaventua arvioimamme haarukan ylälaitaan (25 %, ts. 83 euron osuuskohtainen hinta). Mikäli tämä tapahtuisi seuraavan kolmen vuoden ajanjaksolla saisi sijoittaja nykykurssilla noin 17 %:n vuosituoton pelkän arvon purkautumisen kautta. Vastaavasti mikäli tässä kestäisi viisi vuotta olisi vuosittainen tuotto-odotus tätä kautta noin 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.

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 (42 MEUR) on alle suhteellisen likvidien finanssisijoitusten (ml. LapWall ja Partnera) vähennettynä konsernin nettoveloidella, laskennallisilla veroveloidella ja konsernikuluilla. Siten sijoittaja pääsee nykyhinnalla ilmaiseksi kiinni Arvon listaamattomiin kohdeyhtiöihin (osake- ja velkasijoitukset) ja saa option näiden suotuisaan kehitykseen.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osuuskurssi	51,1	51,1	51,1
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	31	47	46
P/B	0,4	0,4	0,4
Osuuskorko / tulos (%)	81,4 %	69,7 %	76,5 %
Osuuskorkotuotto-%	6,3 %	7,0 %	7,8 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 3/3

Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Mielestämme arvonmäärittystä voidaan tarkastella myös osuuskorkojen kautta, Arvon avokätisen voitonjakopolitiikan takia. Odotamme Arvon maksavan osuuskorkoa lähivuosina 3,2–4,0 euroa (aik. 3,5–4,0 euroa) osuudelta, mikä puolestaan tarkoittaa 6–8 %:n osuuskorkotuottoa nykyisellä kurssitasolla. Siten osuus tarjoaakin arviomme mukaan varsin mukavaa pohjatuottoa tätä kautta. Toisaalta näemme, että Arvolla olisi teoriassa edellytykset nostaa osuuskoron tasoaan vähintään aikaisemmin ennustamallemme tasolle, mutta arvioimme tämän olevan pitkälti kiinni emo-osuuskunnan tuloksetuksesta (ml. Irtaantumiset, mahdolliset konserniavustukset), mikä lisää riskiä osuuskoron tasoon. Siten alkuvuoden noin vertailukauden tasolla ollutta kehitystä peilaten leikkasimme tässä kohtaa kuluvan vuoden osuuskorkoennusteemme viime vuoden tasolle. Samalla laskimme ensi vuoden ennustettamme mahdollisesti pitkittyvää vaisua suhdannetta peilaten. Sen sijaan tätä pidemmän aikavälin ennusteemme ovat ennallaan ja tuleamme luonnollisesti tarkentamaan odotuksiamme mahdollisten irtaantumisten myötä.

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan miettiä myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko säilyisi viimeisen viiden vuoden keskiarvon tasolla 4,04 eurossa tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 40,4 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

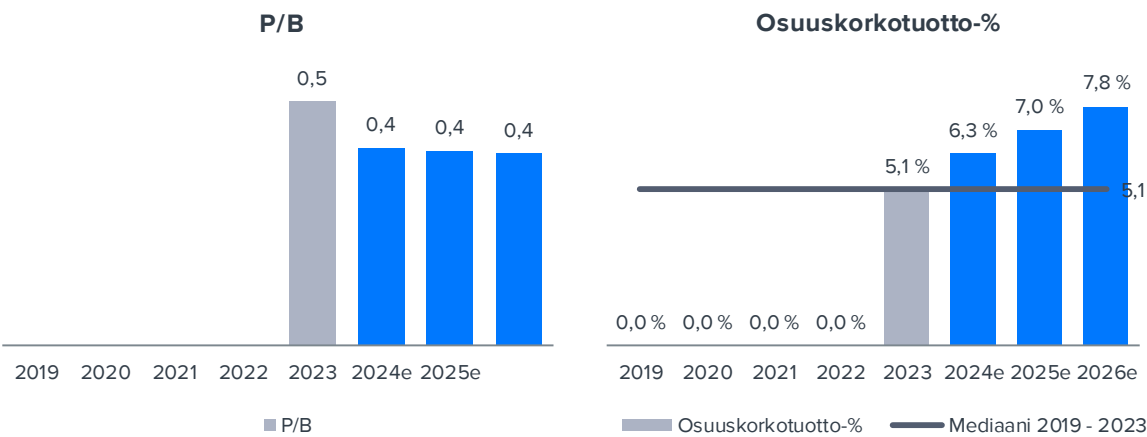
mukaista arvoa osuudelle.

Puolestaan odottamalla, että Arvo onnistuisi kasvattamaan osuuskorkoaan tästä ikuisuuteen vakaasti 5 %:lla vuosittain, saisimme yhden osuuden arvoksi 84 euroa, mikä olisi linjassa määrittämämme käyvän markkina-arvon kanssa (ts. määrittämämme sijoitusyhtiöalennuksen haarukan ylälaidan tasolla). Yksinkertaistettu esimerkki kuvastaakin, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osuuskurssi					62,6	51,1	51,1	51,1	51,1
Osuuksien määrä, milj. kpl					0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo					51	42	42	42	42
Yritysarvo (EV)					59	31	47	46	45
P/B					0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Osuuskorko / tulos (%)					183,0 %	81,4 %	69,7 %	76,5 %	75,8 %
Osuuskorkotuotto-%					5,1 %	6,3 %	7,0 %	7,8 %	7,8 %

Lähde: Inderes



Leden Groupin DCF-laskelma

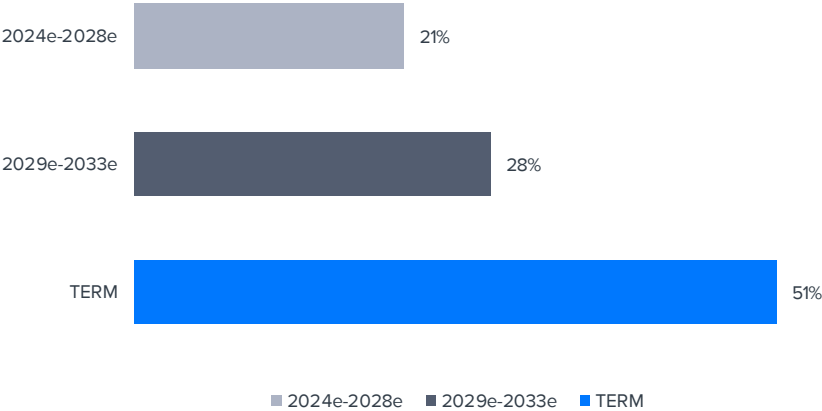
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-10,3 %	3,3 %	11,0 %	12,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,9 %	6,6 %	7,0 %	7,7 %	8,0 %	7,7 %	7,5 %	7,5 %	7,3 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	6,7	5,8	6,8	8,5	9,3	9,4	9,5	9,8	9,8	9,7	9,9	
+ Kokonaispoistot	2,7	3,3	4,6	4,5	4,4	4,2	4,1	4,0	3,6	3,4	3,4	
- Maksetut verot	-0,8	-0,6	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-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	2,2	-1,0	-2,5	-2,0	0,0	-0,9	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	10,7	7,3	7,7	9,6	12,3	11,2	11,3	11,6	11,3	11,0	10,9	
+ 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	-6,2	-13,1	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,5	-5,8	4,2	6,1	8,8	7,7	7,8	8,1	7,8	7,5	7,3	
+/- 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	4,5	-5,8	4,2	6,1	8,8	7,7	7,8	8,1	7,8	7,5	7,3	86,0
Diskontattu vapaa kassavirta		-5,6	3,7	4,8	6,3	4,9	4,5	4,3	3,7	3,2	2,8	33,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		66,1	71,8	68,1	63,3	57,0	52,1	47,5	43,2	39,5	36,3	33,5
Velaton arvo DCF		66,1										
- Korolliset velat		-8,7										
+ Rahavarat		6,0										
-Vähemmistöosuus		-4,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		59										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	14,3	6,2	9,0	15,2	4,7	10,1	14,8	20,2	20,2	20,2
Käyttökate	-2,7	1,1	1,0	2,1	1,1	1,1	2,1	2,2	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	-2,7	1,6	1,0	2,6	1,0	1,1	2,1	2,2	2,3	2,3
Liikevoitto	-2,7	1,1	1,0	2,1	1,0	1,1	2,1	2,2	2,3	2,3
Nettorahoituskulut	7,2	0,0	-0,3	-0,3	0,3	1,4	1,7	3,0	3,0	3,0
Tulos ennen veroja	4,6	1,1	0,7	1,8	1,3	2,5	3,8	5,2	5,3	5,3
Verot	-1,8	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	-0,5	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,8	0,8	0,6	1,4	1,2	2,0	3,2	4,2	4,3	4,3
EPS (oikaistu)	3,39	1,57	0,85	2,42	1,48	2,45	3,93	5,17	5,23	5,28
EPS (raportoitu)	3,39	1,01	0,74	1,75	1,48	2,45	3,93	5,17	5,23	5,28

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-45,0 %	-33,0 %	79,5 %	6,7 %	-23,5 %	11,6 %	-2,6 %	36,1 %	0,0 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-145,2 %	-25,5 %	-121,8 %	-198,1 %	-33,8 %	1,4 %	-19,8 %	4,0 %	2,7 %	2,2 %
Käyttökate-%	-18,7 %	18,4 %	10,8 %	13,9 %	22,5 %	10,6 %	14,4 %	10,9 %	11,2 %	11,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	-18,7 %	25,5 %	11,6 %	17,2 %	22,1 %	10,5 %	14,2 %	10,8 %	11,1 %	11,4 %
Nettotulos-%	19,4 %	13,3 %	6,7 %	9,3 %	25,5 %	19,8 %	21,6 %	20,8 %	21,1 %	21,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	28,1	34,3	34,3	34,3	34,3
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	28,0	34,2	34,2	34,2	34,2
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	81,0	74,1	74,8	76,7	78,0
Vaihto-omaisuus	61,2	58,2	42,7	58,2	58,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	13,7	12,1	8,9	12,1	12,1
Likvidit varat	6,0	3,8	23,2	6,4	7,7
Taseen loppusumma	109	108	109	111	112

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	97,6	95,7	96,3	97,9	99,2
Osakepääoma	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Kertyneet voittovarot	66,2	64,3	64,9	66,5	67,8
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	10,0	12,1	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	10,0	12,1	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	1,5	0,7	0,7	1,0	1,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,5	0,7	0,7	1,0	1,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	109	108	109	111	112

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 sijoitus päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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 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 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 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 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
21.6.2023	Lisää	86,00 €	78,99 €
30.8.2023	Osta	86,00 €	57,21 €
22.2.2024	Lisää	62,00 €	54,62 €
20.6.2024	Osta	62,00 €	49,97 €
28.8.2024	Osta	62,00 €	51,09 €

Inderesin tehtävä on 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

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa 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.**