

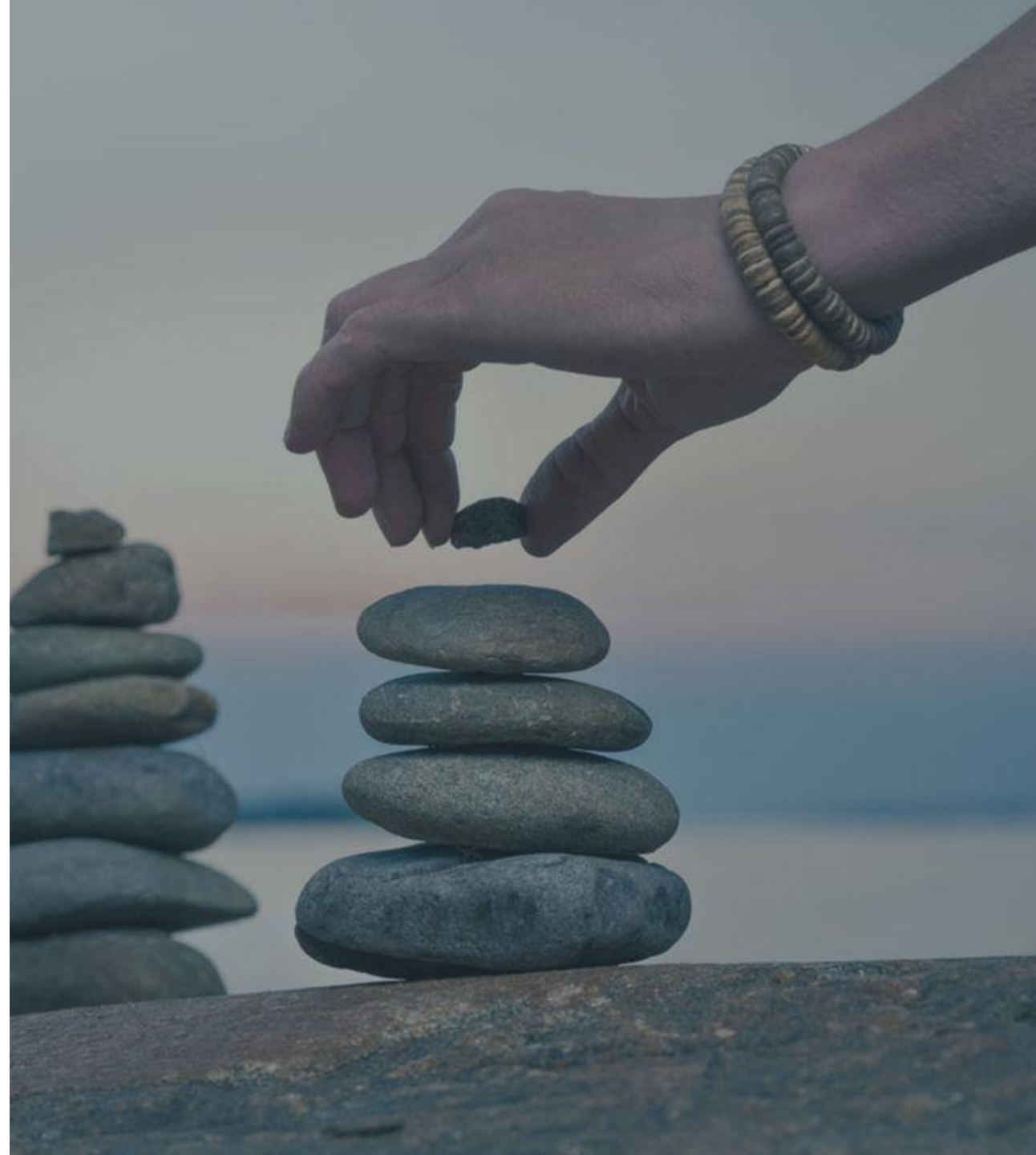
# ARVO SIJOITUSOSUUSKUNTA

25.08.2025 09.20 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**YHTIÖRAPORTTI**



# Likvidit omistukset tukivat arvonkehitystä

Arvon H1-raportin luvut olivat odotetusti vahvat, vaikka myös negatiivisia erii mahtui joukkoon. Osien summa laskelmamme arvo nousi ennen kaikkea uusien listattujen (Hanza ja Summa Defence) omistuksien arvonnousun myötä. NAV-alennus on supistunut jonkin verran, mutta mielestämme nykyinen -46 %:n alennus yhdessä 7-9 %:n osuuskorkotuoton kanssa tekee tuotto-odotuksesta houkuttelevan. Nostamme tavoitehintamme 69 euroon (aik. 66 €) ja toistamme lisää-suosituksemme.

## Vahva tulos muutamista negatiivisista eristä huolimatta

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 H1-konsernitulos ei sisältänyt liikevoiton yläpuolella suurempia yllätyksiä, ja sen raportoitu liikevoitto oli 2,5 MEUR. Alariveillä tulos nousi erittäin vahvaksi Leden Groupin myyntivoiton (7,4 MEUR emoyhtiölle ja 4,0 MEUR konsernille) ansiosta, mutta toisaalta tulosta painoivat osakkuusyhtiöiden tappiot (arviomme mukaan saneeraukseen liittyvä -1,6 MEUR) ja sijoitusten alaskirjaus (nettona. -0,7 MEUR). Tätä kokonaiskuvaa peilaten konsernin nettotulos oli 2,7 MEUR tai 3,26 euroa osuudelta. Emoyhtiön tulos oli erittäin vahva 7,8 MEUR tai 9,60 euroa osuudelta. Hyvä kehitys luo hyvät edellytykset ensi kevään osuuskoron maksulle.

## Osien summa –laskelmamme arvo nousi 4 %

Arvo kommentoi kohdeyhtiöiden kehityksen olleen kokonaisuutena positiivista. Katsauskaudella Arvo teki uuden 3 MEUR sijoituksen Subway-ravintoloitsija Nordic Bites Groupiin. Yhtiö allekirjoitti uuden Master franchise –sopimuksen, jonka myötä se saa yksinoikeuden hallinnoida lähes 400 Subway-ravintolaa Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa ja se tulee avaamaan Pohjoismaissa yli 250 ravintolaa tulevan 7v aikana. Näemme kohdeyhtiön mielenkiintoisena ja sijoitus laajentaa myös Arvon toimialahajautusta. Arvosta tuli myös uuden pörssitulokkaan Summa Defencen merkittävä, kun se konvertoi yhteensä 1,7 MEUR:n lainasijoitukset Summa Defencen uusiksi osakkeiksi. Osakkeiden

arvo on nyt 3,7 MEUR eli merkittävästi lainojen arvoa korkeampi. Summan nykyinen markkina-arvo nojaa mielestämme edelleen varsin vahvasti tulevaisuuden odotuksiin. Osakkeissa on 18 kk luovutusrajoitus. Osien summa laskelmaamme positiivisesti vaikutti sopimusvalmistaja Hanzan erittäin vahva kurssikehitys. Osake on noussut hyvän operatiivisen kehityksen ja arvostustason nousun tuella 47 % sen jälkeen, kun Arvosta tuli yhtiön omistaja Leden Group kaupassa. Hanza on nyt selkeästi Arvon merkittävin omistus (9,2 MEUR). Yhtiöllä on mielestämme hyvät arvonluonti-mahdollisuudet liiketoiminnan kautta, mutta arvostustaso näyttää tällä hetkellä kireältä. Osien summa laskelmamme nousi 119 €/osuus (aik. 114 €). Pitkän aikavälin staattinen konsernitulosennusteemme on ennallaan ja arvioimme Arvon yltävän noin 4,5 %:n oman pääoman tuottoon ja osuuskoron olevan ensi vuonna 5,5 € ja vuoden 2026 tuloksesta 4,14 euroa, josta se kasvaa 1 %:n vuosittain.

## Tasealennus pienentynyt, tuotto-odotus edelleen houkutteleva

Osakekurssin positiivisesta kehityksestä huolimatta Arvo arvostetaan edelleen merkittäväällä alennuksella sen omaisuuserien arvoon nähden (-46% alennus osien summa laskelmaamme). Alennus on kuitenkin pienentynyt aiempia odotuksiamme nopeammin, jonka taustalla on arviomme mukaan hyvin kehittyneet likvidit omistukset (erit. Hanza, ja Summa), vahvistunut osuuskorkonäkymä, hyvä tuloskehitys ja Helsingin pörssin yleinen positiivinen vire. Arvioimme kuitenkin edelleen nykyisen muhkean markkina-alennuksen olennaisen kaventumisen 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 hahmottelemaamme käypää 25 %:n alennusta vievän useampia vuosia. Odotettua nopeamman arvon purkautumisen ja näköpiirissä olevan asteittain paranevan markkinakehityksen myötä nostamme tavoitehintamme 69 euroon (aik. 66 €) ja toistamme lisää-suosituksemme. Tuotto-odotuksen pohjana toimii odottamamme lähivuosien 7-9 % osuuskorkotuotto.

## Suositus

### Lisää

(aik. Lisää)

## Tavoitehint:

69,00 EUR

(aik. 66,00 EUR)

## Osakekurssi:

64,00

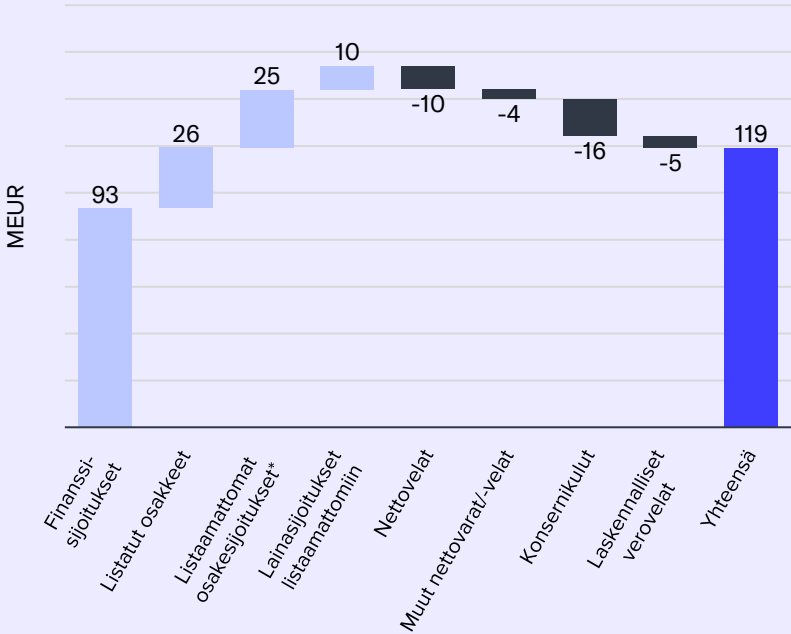
## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



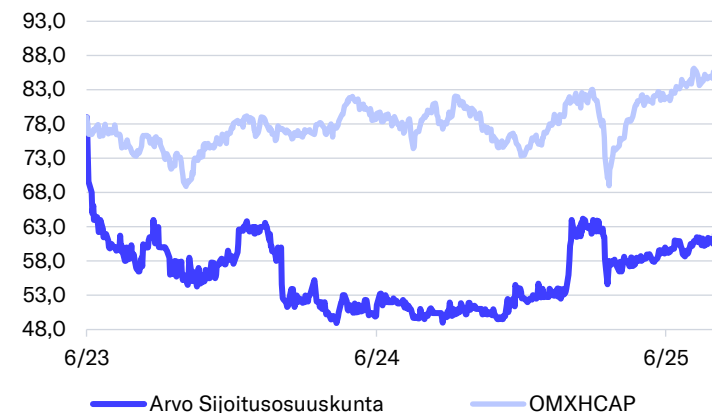
Osien summa euroa per osuus ilman sijoitusyhtiöalennusta



## Ohjeistus

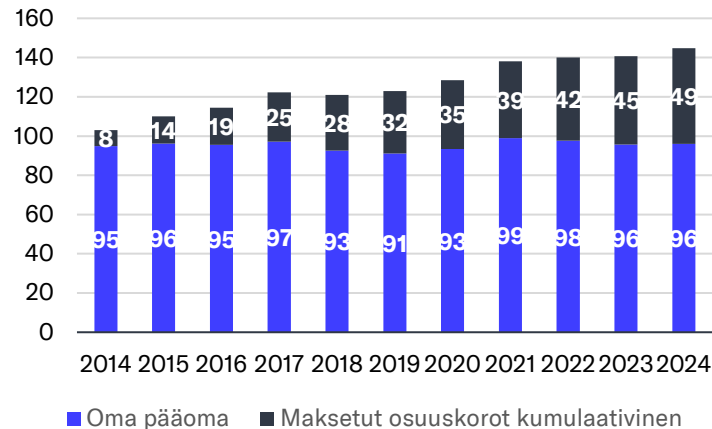
(Ei ohjeistusta)

## Osakekurssi

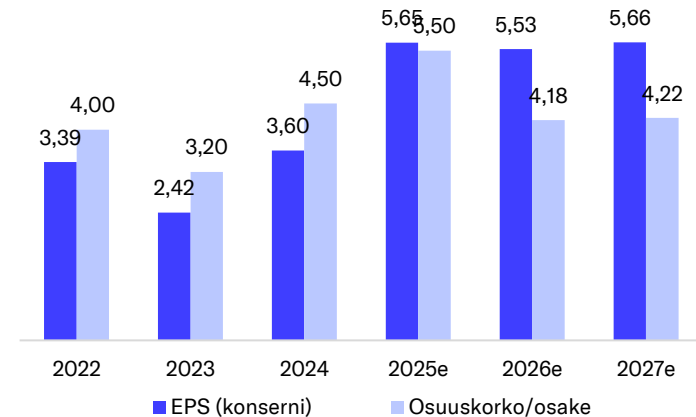


Lähde: Millistream Market Data AB

## 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 irtaantumisista
- Pääomamarkkinoiden kehitys
- Riskit listaamattomien omistusten omistusaikojen venymisestä

| Arvostustaso                      | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Osuuskurssi</b>                | 64,0   | 64,0   | 64,0   |
| <b>Osuuksien määrä, milj. kpl</b> | 0,81   | 0,81   | 0,81   |
| <b>Markkina-arvo</b>              | 52     | 52     | 52     |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>            | 82     | 54     | 53     |
| <b>P/B</b>                        | 0,54   | 0,54   | 0,53   |
| <b>Osuuskorko / tulos (%)</b>     | 97,4 % | 75,6 % | 74,6 % |
| <b>Osuuskorkotuotto-%</b>         | 8,6 %  | 6,5 %  | 6,6 %  |

Lähde: Inderes

# Vahva tulos ja tapahtumarikas vuosipuolisko

## Vahva tulos, mutta alariveillä myös negatiivisia eriä

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

Arvon H1-konsernin liike-tulos asettui 2,5 MEUR:oon (H1'24: 1,0 MEUR) ja tulos 2,7 MEUR:oon. Katsauskauden tulos vastaa 3,26 euron osuuskohtaista tulosta. Emoyhtiön tulos oli erittäin vahva 7,8 MEUR, joka vastaa 9,60 euron osuuskohtaista tulosta.

H1-tulos tulee luomaan jo yksinään hyvät edellytykset osuuskoron maksulle ensi keväänä. Vahvan tuloksen taustalla on erityisesti Arvon irtaantuminen H1'25:lla Leden Groupista, josta se kirjasi noin 7,4 MEUR:n myyntivoiton. Konsernin puolella myyntivoitoksi kirjattiin 4,0 MEUR. Puolet kauppahinnasta maksettiin Hanzan osakkeilla, joiden arvo on kehittynyt erittäin vahvasti. Negatiivisella puolella Arvo alaskirjasi Fifaxille antamansa 1,2 MEUR:n rahoituksen, koska yhtiö ajautui heinäkuussa konkurssiin. Toisaalta yhtiö ”ylöskirjasi” aiempia alaskirjauksia, joten nettona kirjaus oli -0,7 MEUR. Lisäksi osuus osakkuusyritysten voitosta oli -1,6 MEUR tappiolla, joka liittyy arviomme mukaan Festivon

saneeraukseen ja tehostamiseen.

Arvo voi saada Leden Groupista vielä lisäkauppahinnan vuoden 2025 taloudellisen suorituksen perusteella. Hanzan osakekurssiin perustuvaa lisäkauppahintaa Arvo ei voi enää saada, koska osakekurssi on kehittynyt niin hyvin.

## Muutama uusi merkittävä omistus

Arvo teki uuden sijoituksen toukokuussa [Nordic Bites Group](#) -ravintolakonserniin, joka operoi tällä hetkellä lähes 90 Subway-ravintolaa Suomessa ja Ruotsissa. Arvo lähti mukaan yhtiön tarinaan pääomasijoitusyhtiö Juuri Partnersin rinnalla. NBG allekirjoitti uuden Master franchise – sopimuksen, jonka myötä se saa yksinoikeuden hallinnoida lähes 400 Subway-ravintolaa Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Osana sopimusta yhtiö tulee avaamaan Pohjoismaissa yli 250 ravintolaa tulevan seitsemän vuoden aikana. Näemme kohdeyhtiön mielenkiintoisena ja sijoitus laajentaa myös Arvon toimialahajautusta.

Arvosta tuli myös uuden pörssitulokkaan Summa Defensen merkittävä osakkeenomistaja lainojen konvertoinnin myötä. Arvo [konvertoi](#) Arvon Lännen MCE Oy:lle ja Summa Defencelle myöntämänsä 1,7 MEUR:n lainasijoitukset Summa Defensen uusiksi osakkeiksi. Osakkeiden arvo nykyisellä

pörssikurssilla on 3,7 MEUR, joka on merkittävästi lainojen arvoa korkeampi. Osakkeissa on 18 kk luovutusrajoitus. Summan kehityksestä on lisää sivulla 6.

Lisäksi Arvosta tuli Leden Group irtaantumisesta ruotsalaisen sopimusvalmistaja Hanza AB:n omistaja, joka on nyt sijoitussalkun merkittävin yksittäinen omistus (7,2 MEUR). Avasimme Hanzaa enemmän jäljempänä.

## Siltarahoitusta kotiutui enemmän kuin annettiin

Arvon tarjoamaa lyhytaikaista siltarahoitusta kotiutui katsauskauden aikana 4,9 MEUR ja uutta rahoitusta myönnettiin 3,0 MEUR. Arvo myönsi Festivo-konserniin kuuluvalla Porkka Finland Oy:lle 0,9 MEUR:n siltarahoituksen kansainvälisen avustusjärjestön tilausta varten. Tilaus koski 40 rokotevaraston toimittamista Jemeniin (kokonaisarvo noin 1,8 MEUR). Arvo myönsi Quarken Boats Oy:lle 1,0 MEUR:n siltarahoituksen nopeasti kasvaneen tilauskannan toimittamiseen. 2020 perustettu Quarken valmistaa nopeakulkuisia perämoottoriveneitä päiväkäyttöön, ja sen asiakaskunta painottuu ulkomaille. Yhtiön taustalla on kokeneita venealan osaajia, ja venemallistot on suunniteltu itse, mutta valmistus toteutetaan pääosin suomalaisten alihankkijoiden kautta.

| Ennustetaulukko      | H1'24    | H1'25      | H1'25e  | H1'25e    | Konsensus |      | Erotus (%)       | 2025e   |
|----------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------|------------------|---------|
| MEUR / EUR           | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin      | Ylin | Tot. vs. inderes | Inderes |
| Käyttökate           | 1,1      | 2,5        | 2,5     |           |           |      | 0 %              | 3,6     |
| Tulos ennen veroja   | 1,3      | 4,6        | 4,6     |           |           |      | 0 %              | 7,0     |
| EPS (oik.)           | 1,48     | 3,26       | 3,26    |           |           |      | 0 %              | 5,65    |
|                      |          |            |         |           |           |      |                  |         |
| Liikevoitto-% (oik.) | 22,1 %   | 14,3 %     | 14,3 %  |           |           |      | 0 %-yks.         | 13,4 %  |

## Arvo Sijoitusosuuskunta H1'25: Vahva vuoden aloitus



# Kohdeyhtiöiden kehitys kokonaisuutena positiivista

## Finanssisalkun paino kasvoi, osin näennäisesti

Konsernin sijoitussalkun jakauma muuttui odotetusti merkittävästi finanssisalkkupainotteisemmaksi Leden Groupin irtaantumisen ajamana. Suorien sijoitusten osuus salkusta oli 33 % (H2'24: 41 %) prosenttia käyvin arvoin mitattuna. Tähän vaikutti merkittävästi listattu Hanza-omistus, joka lasketaan finanssisalkkuun. Yrityskauppamarkkinasta ja hankeputkestaan Arvo kommentoi mielestämme varovaisen optimistisesti ja näkee ensi vuonna yrityskauppamarkkinan piristymiselle edellytykset.

## Osakkuusyhtiöillä kokonaisuutena positiivista kehitystä

Arvo avasi H1-raportin yhteydessä myös sen kohdeyhtiöiden kehitystä. Kokonaisuutena Arvo kommentoi kohdeyhtiöiden kehityksen painottuneen selkeästi positiiviselle puolelle.

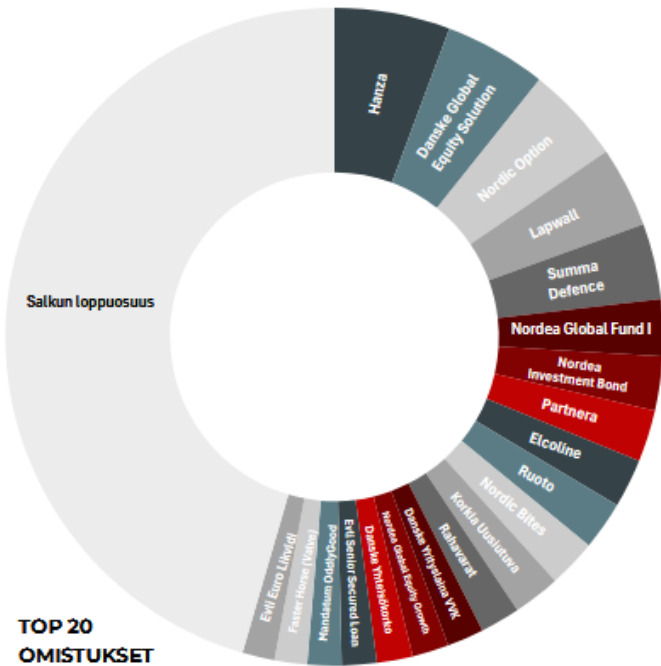
Kalastus- ja metsästysliikeketju **Ruoto** kasvoi H1:llä noin 15 %. Kuudella paikkakunnalla toimiva Ruoto on alkuvuoden aikana panostanut erityisesti tuotevalikoimaan ja asiakastytyväisyyteen. Valikoimaan on tuotu entistä vahvemmin omien tuotemerkkejä ja oman maahantuonnin kautta hankittuja tuotteita, joiden kautta on kyetty tarjoamaan asiakkaille kilpailukykyisempiä hintoja ja samalla kasvattamaan yhtiön myyntikatetta sekä kannattavuutta. Fyysisten myymälöiden lisäksi Ruoto on saanut merkittävää kasvua verkkokaupasta, jota kehitetään myös Euroopan markkinoille tekoälyavusteisesti. Toimivan johdon arvion mukaan tilikausi 2025 tulee olemaan kannattavuuden osalta selkeästi Ruodon historian paras. Ruoto on mielestämme arvонуontipotentiaaliltaan yksi Arvon tämän hetken mielenkiintoisimpia omistuksia.

Teollisuuden kunnossapitoa tarjoavan **Elcoline-konsernin** kasvu oli nopeinta Ruotsissa, jossa se on kasvanut yhdessä asiakkaidensa kanssa erityisesti puolustusteollisuudessa ja

logistiikassa. Fortumilta edellisvuoden lopussa ostetun turbiini- ja generaattoripalvelut (TGS) -liiketoiminnan eriyttäminen saatiin päätökseen 30.6.2025. Turbiini- ja generaattoripalveluiden tilauskanta on vahvistunut selvästi huoltovarmuuden turvaamiseen perustuvan kysynnän sekä suotuisan kilpailuasetelman vuoksi Pohjoismaissa.

Markkinointi- ja viestintätoimisto **Faster Horse Oy** (Valve Group Oy) vahvisti asemaansa Suomen johtavana B2B -markkinointitoimistona ja HubSpot-kumppanina ostamalla markkinointitoimisto Advance B2B:n koko osakekannan. Yhtiön markkinatilanne on ollut erittäin vaikea viime vuodet ja seuraammekin tarkasti miten operatiivinen suoritustaso kehittyy lähivuosina, sillä nykyisellä tulostasolla 2,1 MEUR:n arvostus (Arvon osuus) ei ole perusteltavissa.

Ammattikeittiöihin kylmälaitteita valmistavan **Festivo Finland Oy:n** saneerausohjelma eteni alkuvuoden aikana suunnitellusti uuden toimitusjohtajan johdolla. Yhtiö jatkoi laajoja tehostamistoimia kannattavuuden parantamiseksi. Kotimaassa tuotanto keskitettiin Kemijärven ja Ylöjärven tehtaille aiemman kolmen sijaan. Konsernirakennetta yksinkertaistettiin fuusioilla Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Vientimarkkinan tilauskanta jatkui vahvana ja asiakassegmenteistä etenkin meriteollisuuden näkymät vaikuttavat vakailta myös tulevaisuudessa. Suomen markkina on ollut alkuvuonna varovaisessa kasvussa, vaikka asiakkaat ovat edelleen varovaisia investoimaan. Katsauskauden aikana Arvon omistus Festivo Finlandissa nousi 25,4 %:iin johdon optio-ohjelmien toteutuminen täysimääräisesti huomioiden. Ymmärryksemme mukaan arvo on alaskirjannut merkittävästi Festivo-omistustaan jo viime vuonna. Yhtiön viime vuodet ovat olleet vaikeita, mutta nyt arviomme mukaan tehtyjen tehostamistoimien ja parantuneen kysynnän ansiosta tulevaisuus näyttää jälleen paremmalta.



1) Finanssisijoitusten käyvät arvot määräytyvät arvopäivän viimeisen noteerauksen mukaisesti. Suorien sijoitusten salkussa on huomioitu sijoituskohteiden mahdolliset alaskirjaukset. Erillisiä arvonnäyttyksiä suorista sijoituskohteista ei ole tehty.



# Summa Defencestä merkittävä uusi omistus

## Summa Defence

Summa Defencen listautumisen yhteydessä Arvo päätti konvertoida Lännen MCE Oy:lle vuonna 2023 myöntämänsä lainan jäljellä olevan osuuden noin 1,2 miljoonaa euroa Summa Defencen uusiksi osakkeiksi. Lisäksi Arvon Summa Defencelle joulukuussa 2024 myöntämä 0,5 miljoonan euron vaihtovelkakirjalaina konvertoitiin myös uusiksi osakkeiksi. Edellä kuvattujen toimenpiteiden jälkeen Arvolla on yhteensä 91 955 911 Summa Defence Oyj:n osaketta, mikä vastaa noin 2 prosentin omistusosuutta. Arvon omistamat osakkeet ovat luovutusrajoituksen alaisia 18 kuukauden ajan kaupankäynnin alkamisesta lukien.

Summa Defencen pro forma -liikevaihto kasvoi 35 % 42,1 MEUR:oon (H1'24: 31,1 MEUR). Summa Defencen puolustukseen ja turvallisuuteen keskittyvissä jatkuvissa liiketoiminnoissa liikevaihto oli 34,9 (25,3) MEUR ja uusiutuvassa energiassa 7,2 (5,8) MEUR.

H1:llä yhtiön jatkuvien liiketoimintojen kannattavuus kääntyi lievästi positiiviseksi, mutta konsernihallinnon kulut ja uusiutuvan energian liiketoiminnan tappiollisuus painoivat pro forma -oikaistun liikevoiton -3,7 MEUR:oon (-5,2 MEUR). Useissa tytäryhtiöissä kannattavuus parani, mutta uusiutuvan energian yksikkö kärsi toimitusviivästyksistä ja teollisuuden vähähiilisyysinvestointien hidastumisesta erityisesti Saksassa. Yhtiö on aloittanut toimenpiteet liiketoiminta-alueen parantamiseksi. Yhtiö odottaa vahvan markkinatilanteen tukevan kasvun kiihtymistä ja kannattavuuden vahvistumista loppuvuonna.

Tilaukanta laski 161 MEUR:oon, kun se 21.2.2025 oli vielä noin 200 MEUR. Yhtiö antaa ohjeistuksen Q3'25-raportin yhteydessä.

## Arvonmääritys

Olemme määrittäneet Summan arvon edellisen 22 kaupankäyntipäivän keskipurssin mukaisesti. Näin saamme Arvon omistuksen arvoksi 3,7 MEUR (30.6 4,8 MEUR). Summan nykyinen markkina-arvo nojaa edelleen varsin vahvasti tulevaisuuden odotuksiin ja arvo on myös erittäin korkea suhteessa Arvon konvertoimaan lainapääomaan (3,7 vs 1,7 MEUR). Osakekurssi on myös heilunut merkittävästi sen toistaiseksi lyhyellä pörssitaipaleella (kts. 7).

# Hanzan ja Summa Defensen osakekurssien kehitys viimeisen vuoden aikana



# LapWall - Pohjakosketuksen jälkeen takaisin kasvun tielle

## 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 raporttimme 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.

Arviomme mukaan H1'25 on jäämässä

Lapwallilla syklin pohjakosketukseksi ja odotamme vahvaa kasvua lähivuosina- Arvo on myynyt tänä vuonna noin 92t osaketta, mikä vastaa noin 6 %:a sen omistuksista. Tämä viittaakin siihen, että Arvo voisi olla valmis irtaantumaan nykyhintaan LapWall-omistuksestaan. ainakin osittain. Viimeisin yhtiöraporttimme on luettavissa [täällä](#).

## Arvonmäärittäminen

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

### Arvio tuloskasvunopeudesta



#### Arvoajurit

- Yhtiö on hyvin asemoitunut puurakentamisen kasvuun
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- Tuottavuudessa on parantamisen varaa investointien kautta

### Arvonluontipotentiaali



#### Riskitekijät

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

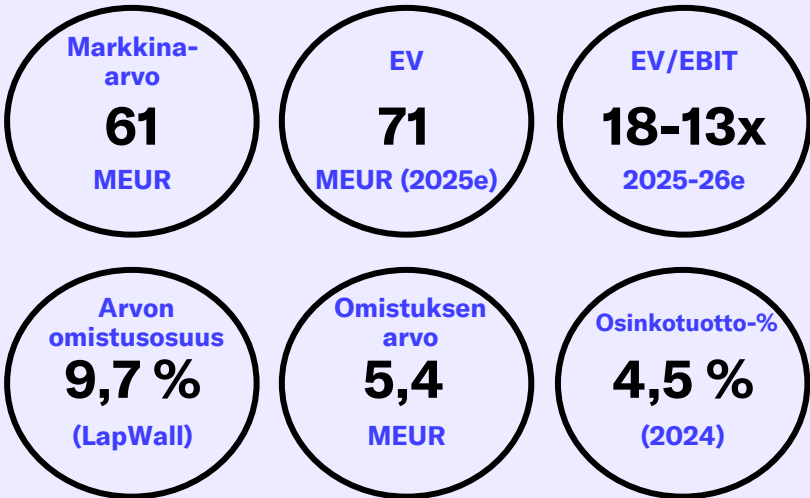
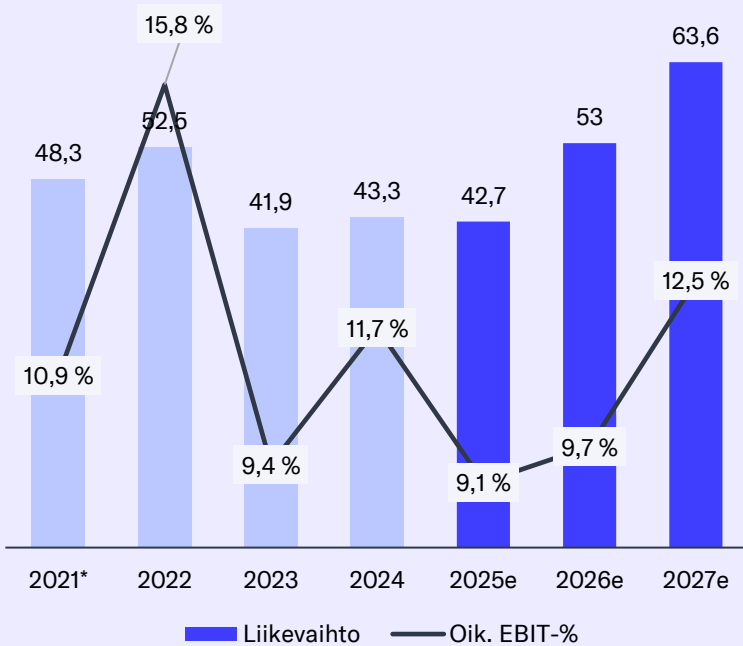
### Riskiprofiili



#### Arvostus

- Vuosien 2025 ja 2026 ennusteillamme LapWallin oik. P/E-luvut ovat 21x ja 16x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 18x ja 13x.
- Arvioimme yhtiön maksavan 2-5 %:n osinkotuottoa lähivuosina

## Avainluvut ja ennusteet





# Partnera - Askelmerkit nousujohteiseen vuoteen

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Partnera on liiketoimintakonserni, joka keskittyy tytäryhtiönsä Foamit Groupin kasvattamiseen. Yhtiö investoi Foamit Groupin kierrätyslasiin pohjautuvan vaahtolasin tuotantokapasiteettiin ja hakee kasvua kiertotalouden ja kestävän rakentamisen markkinoilta. Lisäksi Partneralla on omistusosuus osakeyhtiömuotoisesta pääomasijoitusrahasto Nordic Optionista. Tuore laaja -raporttimme 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. Vuonna 2024 yhtiö myi koko Finda-omistuksensa, jonka kautta sen taloudellinen liikkumatila kasvoi myös huomattavasti. Lisäksi yhtiö nosti [Foamit Groupin](#) kehittämisen Partneran strategian keskiöön.

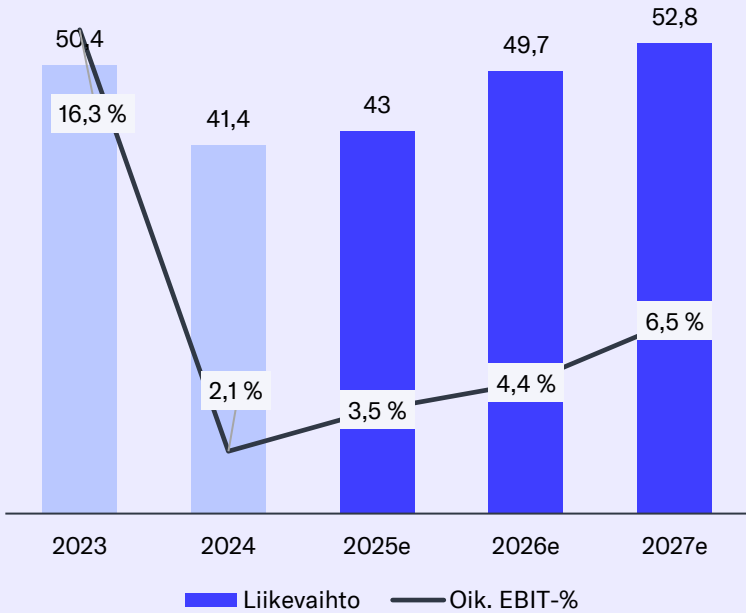
Partnera maksoi viime keväänä merkittävän 0,11 euron osingon. Lisäksi yhtiö jatkoi merkittäviä peliliikkeitä H1'25:lla, kun se osti Foamit Groupin vähemmistöosuudet vajaalla 9 MEUR:lla ja investoi Foamit Groupin liiketoimintaan 4 MEUR. Näiden pääoman allokoituspäätösten myötä Partneran muhkea nettokassa

käytettiin käytännössä kokonaan. Kysyntäpuolella odotamme infrarakentamisen hyvän vedon jatkumisen sekä talonrakentamisen markkinan palautumisen helpottavan kasvua lähivuosina. Katsauskauden päättymisen jälkeen Partnera tiedotti valinneensa uudeksi toimitusjohtajaksi KTM Erja Sankarin. Viimeisin yhtiöraporttimme on luettavissa [täällä](#).

## Arvonmääritys

Olemme määrittäneet Partneran arvon edellisen 22 kaupankäyntipäivän keskipurssin mukaisesti. Näin saamme Arvon omistuksen arvoksi 3,1 MEUR (aik. 3,3 MEUR).

## Avainluvut ja ennusteet



### Arvio tuloskasvunopeudesta



#### Arvoajurit

- Foamit Groupin merkittävien laajennusinvestointien valmistuminen
- Foamit Groupilla hyvät kysyntäajurit
- Nykyisen valmistuskapasiteetin tehokkuusparannukseen on hyvät edellytykset.
- Nordic Optionin myynti keskipitkällä aikavälillä

### Arvonluontipotentiaali



#### Riskitekijät

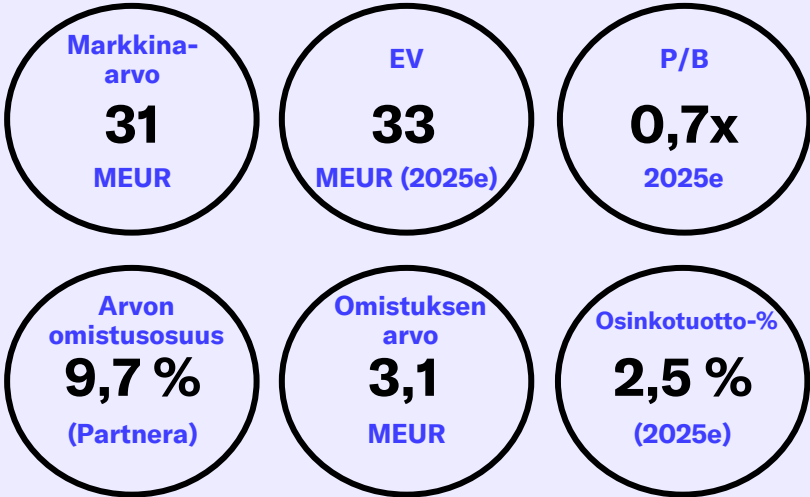
- Merkittäviin orgaanisten investointien epäonnistuminen
- Yritysostoihin liittyvät riskit
- Keskittynyt omistajuus
- Irtaantuminen Nordic Optionista lykkääntyy tai tapahtuu heikolla kauppahinnalla
- Vaahtolasin kysyntään liittyvät riskit
- Kilpailu vaihtoehtoisten rakennusmateriaalien suunnalta

### Riskiprofiili



#### Arvostus

- Vuoden 2025 ennusteillamme Partnera hinnoitellaan noin 0,7x P/B-kertoimella
- Vuosien 2025 ja 2026 ennusteillamme Partneran oik. P/E-luvut ovat 47x ja 34x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 21x ja 15x.
- Arvioimme yhtiön maksavan 1-4 %:n osinkotuottoa lähivuosina



# Hanza – Operatiivinen ja osakekurssin kehitys ollut vahvaa

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Hanza AB on vuonna 2008 perustettu ruotsalainen sopimusvalmistaja, joka tarjoaa palveluja mekaniikan ja elektroniikan valmistuksessa. Yhtiön toiminta perustuu niin sanottuun klusterimalliin (6 klusteria), jossa tuotanto on jaettu asiakkaita lähellä sijaitseviin yksiköihin sekä kustannustehokkaampiin tuotantokeskuksiin Euroopassa ja Aasiassa. Mallin tavoitteena on yhdistää toimitusketjun joustavuus ja kustannustehokkuus. Yhtiö raportoi kolme liiketoimintasegmenttiä: Main Markets (Ruotsi, Suomi, Norja, Saksa), Other Markets (Baltian maat, Keski-

Eurooppa, Kiina) sekä Business Development & Services. Asiakaskunta kattaa useita teollisuudenaloja, kuten automaation, puolustuksen, televiestinnän ja energiateknologian. Hanza on kasvanut sekä orgaanisesti että yritysostojen kautta. Yhtiö järjestää CMD:n vuoden lopulla.

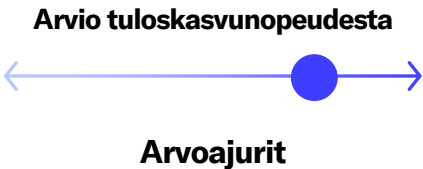
## Sijoitustarinan kehitys

Arvosta tuli Hanzan omistaja, kun sen osakkuusyhtiö Leden Group myytiin yhtiölle. [Kauppahinnasta](#) puolet maksettiin osakkeilla. Hanzan operatiivinen kehitys on ollut viime vuosina vahvaa ja lisäksi osakkeen arvostustaso on noussut. Tämän

myötä kaupan jälkeen Hanzan osakekurssi on noussut erittäin vahvasti, jonka myötä myös yhtiöstä on tullut Arvolle hyvin merkittävä omistus.

## Arvonmääritys

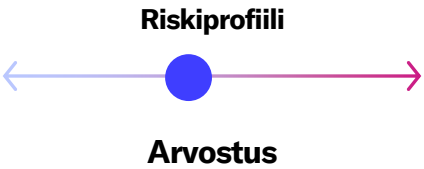
Olemme määrittäneet Hanzan arvon edellisen 22 kaupankäyntipäivän keskiprosentin mukaisesti. Näin saamme Arvon omistuksen arvoksi 9,0 MEUR (30.6 7,2 MEUR).



- Orgaaninen kasvu markkinoiden ja avainasiakkaiden mukana
- Kasvun vauhdittaminen yritysjärjestelyillä
- Kustannustehokkuus ja skaalaedut koon kasvaessa
- Tuotannon siirtyminen takaisin maantieteellisesti lähemmäs (nearshoring)

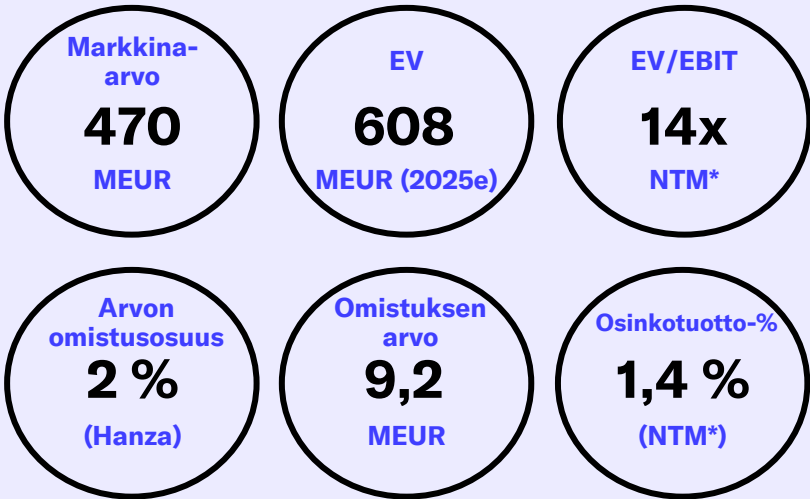
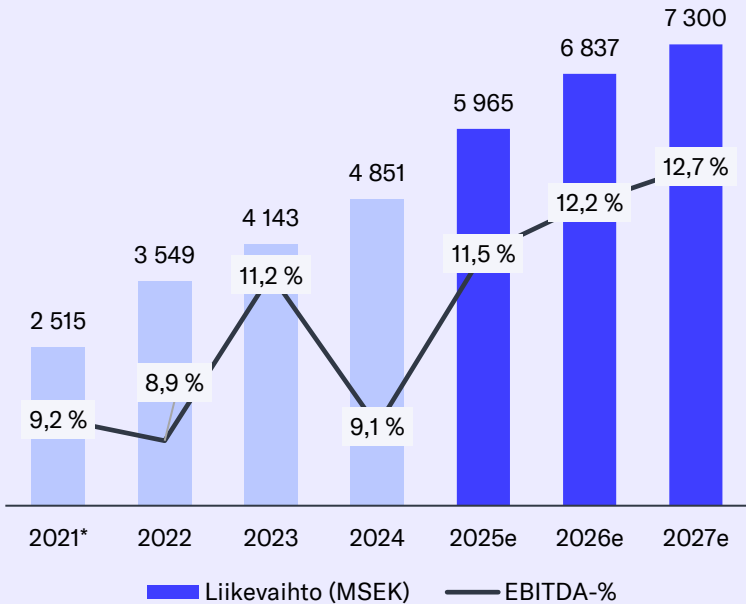


- Yleiset talouden suhdanneriskit
- Liiketoiminta osin syklistä, ja asiakkaiden kysynnän vaihtelulla suora linkki Hanzan kehitykseen
- Suurasiakkaiden ostotason lasku voisi vaikuttaa merkittävästi myyntiin ja tulokseen, vaikka yksittäisen asiakkaan osuus kokonaismyynnistä on rajoitettu
- Kilpailun kiristymisen ja kilpailukentän muutokset



- Seuraavan 12kk oikaistuilla ennusteilla yhtiötä arvostetaan oik. P/E-luvut ovat 17x ja oik. EV/EBIT 14x.
- Yhtiön odotetaan maksavan maltillista 1-2 %:n osinkotuottoa lähivuosina, koska pääomia allokoidaan yritysostoihin

## Avainluvut ja ennusteet



# Nordic Option – Ei uusia liikkeitä alkuvuonna

## Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan ensisijaisesti Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistuosuuksia 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 tulos nousi matalalle positiiviselle tasolle. Nordic Option ei tehnyt uusia sijoituksia tai irtaantumisia H1:llä. Salkkuyhtiö Valtavalo ajautui konkurssiin, mutta sijoitus oli aiemmin arvonalennettu kokonaan. Screentec Oy raportoi selkeää kannattavuuden paranemista tehostamistoimien seurauksena, ja Brightplus Oy sai 2 MEUR lisärahoituksen biopohjaisten tekstiilipinnoitteiden kehitykseen ja kaupallistamiseen.

## Arvonmääritys

Nostimme Nordic Optionin arvon laskelmassamme 6,1 MEUR:oon (aik. 5,8 MEUR), mikä perustuu Arvon raportointiin top 20 –omistuksiin. Emme ennusta yhtiön kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista. Viimeaikaisten salkkutapahtumien ja yleisten markkinakomenttien myötä markkinoiden aktiviteetti vaikuttaisi olevan piristymään päin, vaikka epävarmuudesta ja matalista arvostustasoista johtuen irtaantumisikkuna ei vielä arviomme mukaan ole otollisin.

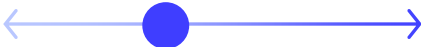
### Arvio tuloskasvunopeudesta



#### 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 heikkouden jatkuminen
- Korkojen ja tuottovaateiden nousun myötä riskit omistusaikojen venymiseen noussut

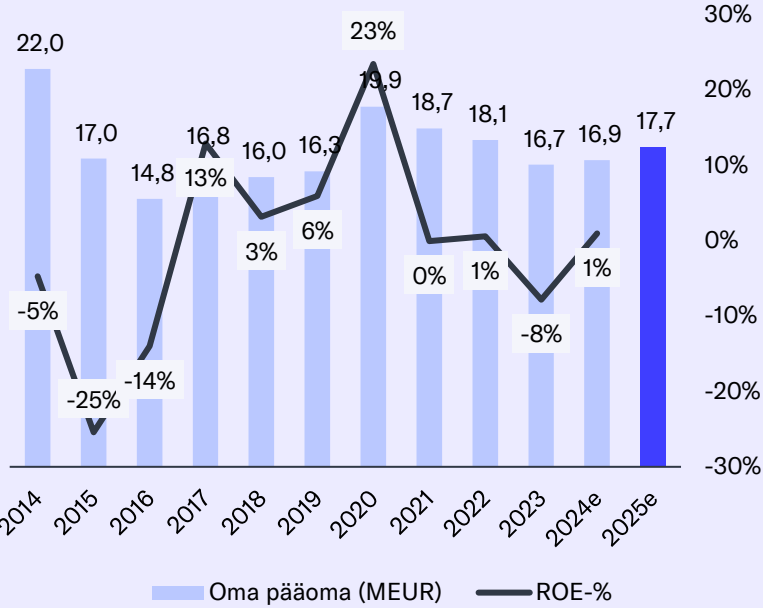
### Riskiprofiili



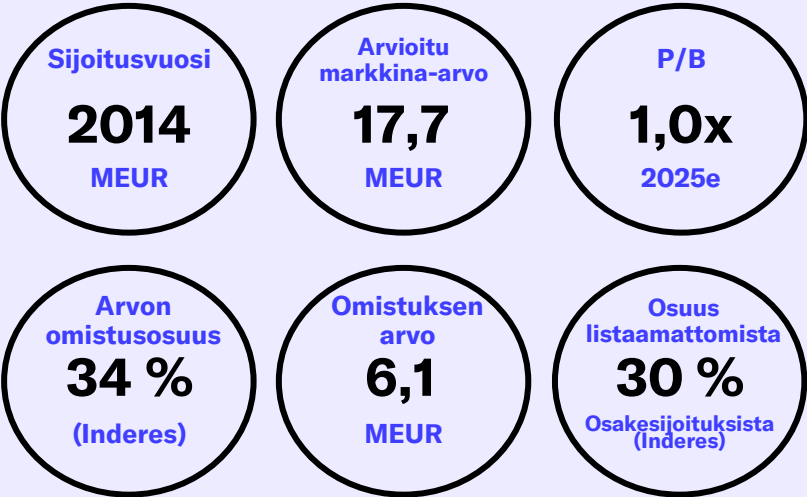
#### Arvostus

- Arvostamme Nordic Option yleisesti viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon. Nyt käyttämämme arvo 17,7 MEUR perustuu Arvon H1'25 raportointiaan arvoon.
- Tasearvon ylittävälle hinnoittelulle ei ole perusteluja keskimäärin heikolla tasolla olleiden pääoman tuottojen takia

## Avainluvut ja ennusteet



2025e laskettu Arvon omistuosuuksien ja 30.6 arvon mukaan



# Arvonmääritys 1/3

## Osien summa lähes nousi hieman

Pääasiassa listattujen yhtiöiden positiivisen arvonnousun (Hanza ja Summa) myötä osien summa –mallimme mukainen Arvon osuuden laskennallinen arvo nousi hieman 95 MEUR:oon (aik. 97 MEUR) tai 119 euroon osuudelta (aik. 114 €). Muutimme myös hieman laskelmamme parametrejä ja laskemme nyt suorien listaamattomien osakkeiden arvot niiden tasearvostuksen perusteella. Lisäksi lisäsimme laskelmaamme rivin, joka huomioi taseen muut varat ja velat. Muut laskelman komponentit olemme käyneet seikkaperäisesti [laajassa raportissa](#) läpi.

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 (~45 %) 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 %). Vuoden 2025 sijoitetun pääoman tuotto tulee olemaan todennäköisesti hyvä, erityisesti Leden Groupin myyntivoiton ansiosta. Pääoman tuottojen nousu tulee kuitenkin 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.

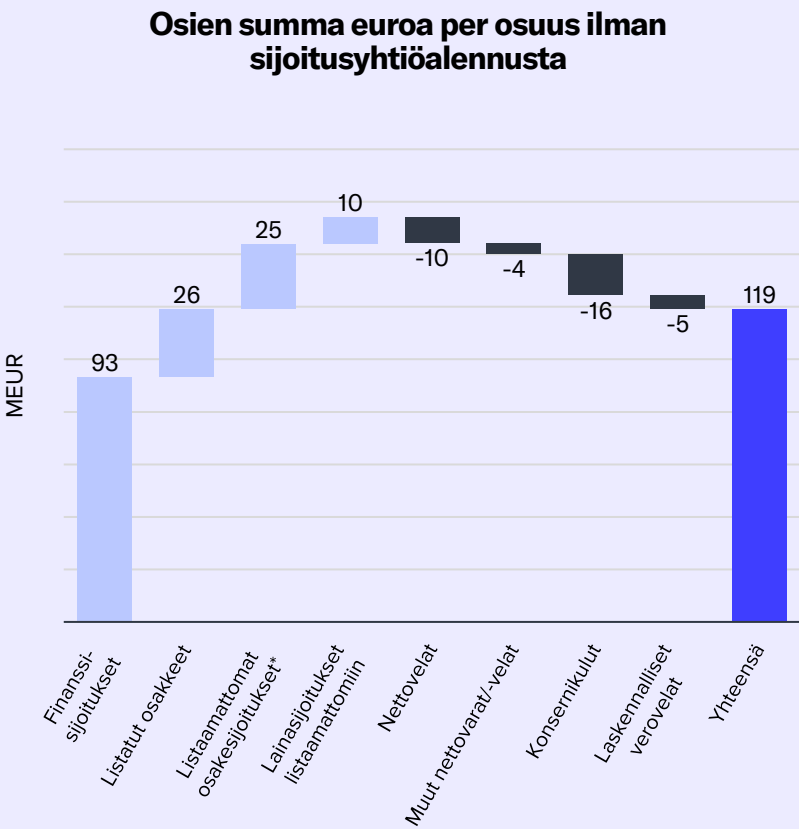
Tekemällä yksinkertaisen oletuksen, että osien summamme

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. 89-101 euron osuuskohtainen hinta). Mikäli tämä tapahtuisi seuraavan kolmen vuoden aikana, olisi sijoittajan vuosituotto noin 12-16 %:n pelkän arvon purkautumisen kautta. Vastaavasti mikäli tässä kestäisi viisi vuotta olisi vuosittainen tuotto-odotus tätä kautta noin 7-10 %. Näiden päälle sijoittaja saisi myös arviomme mukaan vuosittaista kassavirtatuottoa 6,5–8,6 % 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 ensivuoden vahva osuuskorkonäkymä (osuuskorkotuotto-%: 8,6 %) tukee myös osakekurssia.

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 suuntaa antavina, mutta ne kuvastavat mielestämme osuuden tuotto/riski-suhdetta kohtuullisesti. Nykyiseen markkinahinnoitteluun pohjautuen näemme osuuden perustellun laskuvaran kuitenkin melko rajallisena. Tätä mielestämme kuvastaa hyvin se, että Arvon nykyinen markkina-arvo (69 MEUR) on selvästi alle suhteellisen likvidien finanssisijoitusten (listatut osakkeet) vähennettynä konsernin nettoveloloilla, laskennallisilla veroveloloilla, nettokäyttöpääomalla ja konsernikuluilla. Siten sijoittaja pääsee nykyhinnalla negatiiviseen hintaan kiinni Arvon listaamattomiin kohdeyhtiöihin (osake- ja velkasijoitukset) ja saa option näiden hyvään kehitykseen.

| Arvostustaso               | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| Osuuskurssi                | 64,0   | 64,0   | 64,0   |
| Osuuksien määrä, milj. kpl | 0,81   | 0,81   | 0,81   |
| Markkina-arvo              | 52     | 52     | 52     |
| Yritysarvo (EV)            | 82     | 54     | 53     |
| P/B                        | 0,54   | 0,54   | 0,53   |
| Osuuskorko / tulos (%)     | 97,4 % | 75,6 % | 74,6 % |
| Osuuskorkotuotto-%         | 8,6 %  | 6,5 %  | 6,6 %  |

Lähde: Inderes



# 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). Nykyisellä markkina-arvolla Arvon NAV-alennus on peräti 46 %, vaikka kuten mainittua huomioimme konsernikulut, mitä voi pitää erittäin suurena. Konsernikulut vastaavat noin 13 % laskelmamme arvosta.

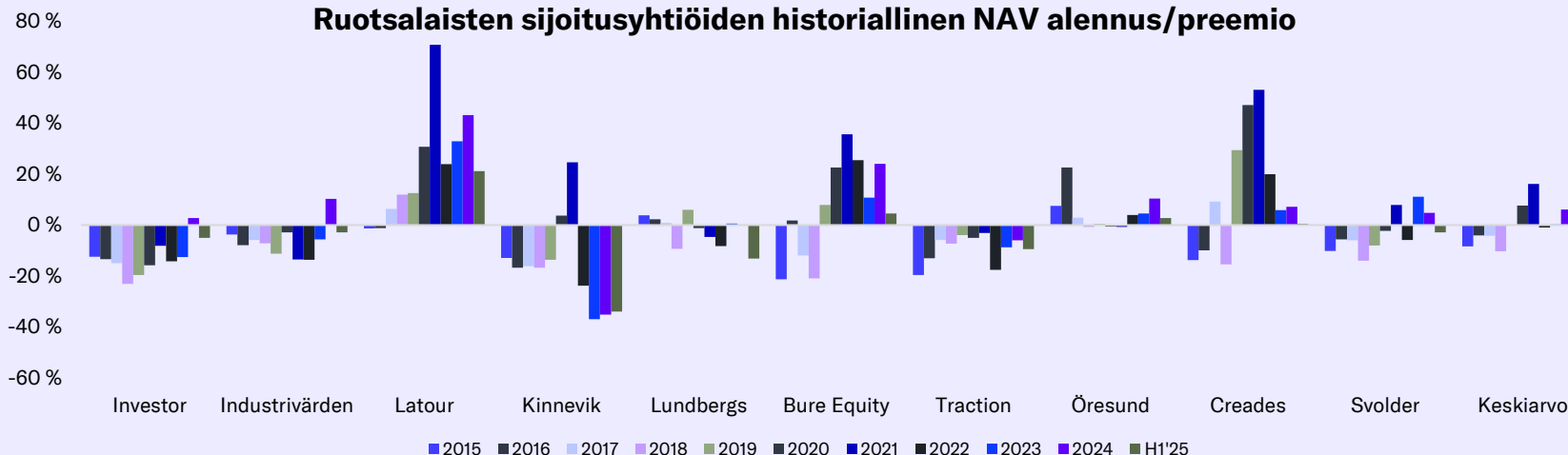
Alennusta voidaan tarkastella myös vertaamalla tätä keräämiemme ruotsalaisten sijoitusyhtiöiden historiallisiin NAV-alennuksiin, jotka ovat olleet viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 0 %:ssa ja mediaanina 3 %:ssa (huom. tilinpäätösten lukemat). Suhteessa verrokkien viimeisimpään raportoimaan tasoon ja edellisen päivän päätöskursseihin alennus oli keskimäärin -3 %. Verrokkien kurssit ovat kehittyneet keskimäärin heikosti tänä vuonna.

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.

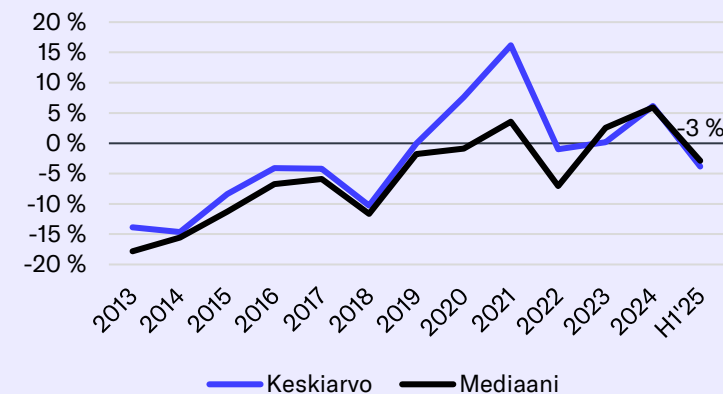
## Tasepohjainen arvostus

Mielestämme myös tasepohjainen P/B-kerroin on sijoitusyhtiölle varsin hyödyllinen indikaattori. Nykyisellä kurssitasolla (64 euroa) ja vuoden 2024 konsernitaseen (oma pääoma/osuus 116 euroa) perusteella saamme osuuden P/B-kertoimeksi 0,55x. Taso on hieman yli hyväksytyn arvostustason, mikäli se johdetaan suoraan vuosien 2020-H1'2025 toteutuneen oman pääoman tuoton (ROE-% keskiarvo: 4,7 %) ja käyttämämme 10 %:n oman pääoman kustannuksesta. On kuitenkin hyvä huomata, että sijoitusyhtiön luonteen vuoksi tuottojen osalta voi olla reipasta heiluntaa irtaantumisten ajoittumista peilaten. Lisäksi kun huomioidaan, että merkittävä osa omistuksista on varsin likvidejä, on arvostus mielestämme vajonnut matalaksi. Etenkin kun huomioidaan myös arvioimaamme taseeseen kertynyt piiloarvo tiettyjen sijoitusten osalta (etenkin finanssisalkku), jotka realisoituvat vasta irtaantumistilanteessa.

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 osuudelta, mikä puolestaan tarkoittaa 7-9 %:n osuuskorkotuottoa nykyisellä kurssitasolla. Siten osuus tarjoaakin arviomme mukaan varsin mukavaa pohjatuottoa tätä kautta.

Osuuskorko-odotuksemme ovat ennallaan. Arvioimme Arvon jakavan 4,14 euron osuuskoron vuoden 2026 tuloksesta (viimeisen 5 vuoden keskiarvo), mistä eteenpäin arvioimme osuuskoron kasvavan 1 %:n vuosivauhtia. 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 suurempaa 5,50 euron osuuskorkoa, koska emoyhtiön tulos tulee olemaan vahva Leden Groupin 7,2 MEUR:n myyntivoiton ansiosta (H1'25: 9,60 € osuuskohtainen tulos).

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. hieman määrittämämme sijoitusyhtiöalennuksen haarukan alalaidan alapuolella). Yksinkertaistettu esimerkki kuvastaakin, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä.

| Arvostustaso               | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| Osuuskurssi                | 64,0   | 64,0   | 64,0   |
| Osuuksien määrä, milj. kpl | 0,81   | 0,81   | 0,81   |
| Markkina-arvo              | 52     | 52     | 52     |
| Yritysarvo (EV)            | 82     | 54     | 53     |
| P/B                        | 0,54   | 0,54   | 0,53   |
| Osuuskorko / tulos (%)     | 97,4 % | 75,6 % | 74,6 % |
| Osuuskorkotuotto-%         | 8,6 %  | 6,5 %  | 6,6 %  |

Lähde: Inderes

# Osien summa -laskelma

| Sijoitukset                                 | Sijoituksen arvo (MEUR) | Jakauma (%)  |
|---------------------------------------------|-------------------------|--------------|
| Finanssisijoitukset*                        | 76                      | 61 %         |
| Partnera, Summa, Hanza ja LapWall           | 21                      | 17 %         |
| Listaamattomat osakesijoitukset             | 20                      | 16 %         |
| Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin | 8                       | 7 %          |
| <b>Yhteensä</b>                             | <b>126</b>              | <b>100 %</b> |
| * Oikaistu korkosijoitusten käteisvaroilla  |                         |              |

| Arvo Osuuskunnan markkina-arvo                  |               |             |
|-------------------------------------------------|---------------|-------------|
| <b>Omistusten arvo</b>                          | <b>126</b>    | <b>MEUR</b> |
| Nettovelat (H1'25)                              | 8             | MEUR        |
| Konsernikulujen eliminointi                     | 12,7          | MEUR        |
| Laskennalliset verovelat                        | 4             | MEUR        |
| Muut nettovarot/-velat                          | -3            | MEUR        |
| <b>Laskennallinen arvo</b>                      | <b>97</b>     | <b>MEUR</b> |
| Osuuksien määrä (6/2025)                        | 814 500       | kpl         |
| <b>Osuuden laskennallinen arvo</b>              | <b>119</b>    | <b>EUR</b>  |
| Sijoitusyhtiöalennus                            | 15-25         | %           |
| <b>Osuuden käypä markkina-arvo (3-5 vuotta)</b> | <b>89-101</b> | <b>EUR</b>  |

Lähde: Inderes

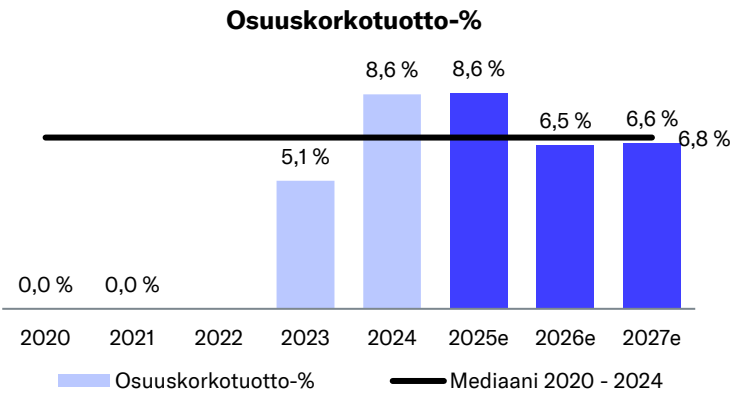
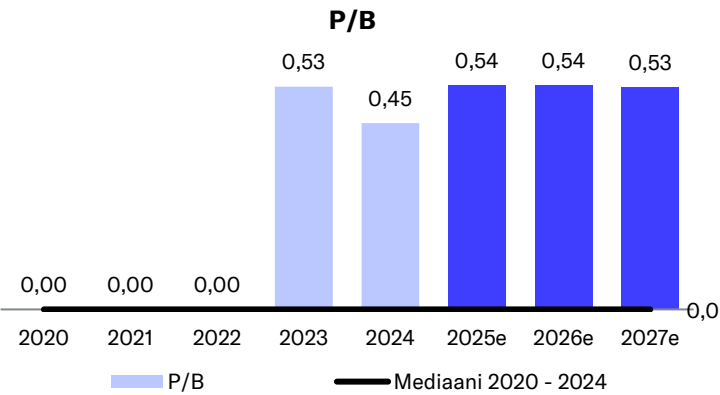
| Arvo Osuuskunnan kulujen eliminointi |             |             |
|--------------------------------------|-------------|-------------|
| Tilikauden 2024 kulut                | 1,789       | MEUR        |
| Kulujen kasvu (%)                    | 1,8 %       |             |
| Käytetty WACC         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

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso               | 2020 | 2021 | 2022 | 2023    | 2024    | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|----------------------------|------|------|------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Osuuskurssi                |      |      |      | 62,6    | 52,5    | 64,0   | 64,0   | 64,0   | 64,0   |
| Osuuksien määrä, milj. kpl |      |      |      | 0,81    | 0,81    | 0,81   | 0,81   | 0,81   | 0,81   |
| Markkina-arvo              |      |      |      | 51      | 43      | 52     | 52     | 52     | 52     |
| Yritysarvo (EV)            |      |      |      | 59      | 47      | 82     | 54     | 53     | 52     |
| P/B                        | 0,0  | 0,0  | 0,00 | 0,53    | 0,45    | 0,54   | 0,54   | 0,53   | 0,52   |
| Osuuskorko / tulos (%)     |      |      |      | 183,0 % | 124,9 % | 97,4 % | 75,6 % | 74,6 % | 74,3 % |
| Osuuskorkotuotto-%         |      |      |      | 5,1 %   | 8,6 %   | 8,6 %  | 6,5 %  | 6,6 %  | 6,7 %  |

Lähde: Inderes



# Konsernin tuloslaskelma

| Tuloslaskelma               | 2023 | H1'24 | H2'24 | 2024 | H1'25 | H2'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------------------------|------|-------|-------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                 | 15,2 | 4,7   | 13,8  | 18,5 | 17,5  | 9,5    | 27,0  | 18,9  | 18,9  | 18,9  |
| Käyttökate                  | 2,1  | 1,1   | 1,4   | 2,5  | 2,5   | 1,1    | 3,6   | 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  | 2,5   | 1,1    | 3,6   | 2,3   | 2,3   | 2,3   |
| Liikevoitto                 | 2,1  | 1,0   | 1,4   | 2,5  | 2,5   | 1,1    | 3,6   | 2,3   | 2,3   | 2,3   |
| Nettorahoituskulut          | -0,3 | 0,3   | 0,4   | 0,7  | 2,1   | 1,3    | 3,4   | 3,4   | 3,4   | 3,5   |
| Tulos ennen veroja          | 1,8  | 1,3   | 1,9   | 3,2  | 4,6   | 2,4    | 7,0   | 5,6   | 5,7   | 5,8   |
| Verot                       | -0,4 | -0,1  | -0,1  | -0,2 | -1,9  | -0,5   | -2,4  | -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  | 2,7   | 1,9    | 4,6   | 4,5   | 4,6   | 4,7   |
| EPS (oikaistu)              | 2,42 | 1,48  | 2,12  | 3,60 | 3,26  | 2,39   | 5,65  | 5,53  | 5,66  | 5,74  |
| EPS (raportoitu)            | 1,75 | 1,48  | 2,12  | 3,60 | 3,26  | 2,39   | 5,65  | 5,53  | 5,66  | 5,74  |

| Tunnusluvut                   | 2023     | H1'24   | H2'24  | 2024   | H1'25   | H2'25e  | 2025e  | 2026e   | 2027e  | 2028e  |
|-------------------------------|----------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | 6,7 %    | -23,5 % | 52,6 % | 21,7 % | 269,6 % | -31,6 % | 45,4 % | -29,9 % | 0,0 %  | 0,0 %  |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | -198,1 % | -33,8 % | 35,9 % | -6,1 % | 139,3 % | -22,5 % | 46,1 % | -37,6 % | 2,2 %  | 0,0 %  |
| Käyttökate-%                  | 13,9 %   | 22,5 %  | 10,4 % | 13,5 % | 14,4 %  | 11,9 %  | 13,5 % | 12,0 %  | 12,2 % | 12,2 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 17,2 %   | 22,1 %  | 10,3 % | 13,3 % | 14,3 %  | 11,6 %  | 13,4 % | 11,9 %  | 12,2 % | 12,2 % |
| Nettotulos-%                  | 9,3 %    | 25,5 %  | 12,5 % | 15,8 % | 15,2 %  | 20,6 %  | 17,1 % | 23,9 %  | 24,4 % | 24,7 % |

Lähde: Inderes

| Vastaavaa                      | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>34,3</b> | <b>34,2</b> | <b>34,1</b> | <b>34,1</b> | <b>34,1</b> |
| Liikearvo                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Käyttöomaisuus                 | 0,1         | 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         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>74,1</b> | <b>72,7</b> | <b>102</b>  | <b>75,9</b> | <b>77,1</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 58,2        | 59,2        | 77,7        | 54,4        | 54,4        |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 12,1        | 8,1         | 16,2        | 11,3        | 11,3        |
| Likvidit varat                 | 3,8         | 5,4         | 8,1         | 10,1        | 11,3        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>108</b>  | <b>107</b>  | <b>136</b>  | <b>110</b>  | <b>111</b>  |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>95,7</b> | <b>96,0</b> | <b>96,9</b> | <b>97,0</b> | <b>98,2</b> |
| Osakepääoma                    | 9,8         | 9,8         | 9,8         | 9,8         | 9,8         |
| Kertyneet voittovarot          | 64,3        | 64,6        | 65,6        | 65,6        | 66,8        |
| 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         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>12,1</b> | <b>10,0</b> | <b>12,1</b> | <b>12,1</b> | <b>12,1</b> |
| 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         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>0,7</b>  | <b>0,8</b>  | <b>27,0</b> | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  |
| Korolliset velat               | 0,0         | 0,0         | 25,7        | 0,0         | 0,0         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 0,7         | 0,8         | 1,3         | 0,9         | 0,9         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>108</b>  | <b>107</b>  | <b>136</b>  | <b>110</b>  | <b>111</b>  |



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 latineilla analytikoilla 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 €      |
| Analyttikko vaihtuu |          |         |             |
| 20/02/2025          | Lisää    | 66,0 €  | 60,2 €      |
| 25/08/2025          | Lisää    | 69,0 €  | 64,0 €      |



# 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.**