

Arvo Sijoitusosuuskunta

Laaja raportti

22.6.2022 8:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Hajautetulla sijoitussalkulla arvon kasvatus

Olemme päivittäneet näkemyksemme Arvo Sijoitusosuuskunnan osuuden käyvästä arvosta. Päivitetyn arviomme mukaan Arvon osuuden käypä arvo on tällä hetkellä 1 336 euroa/osuus (aik. 1 266 euroa/osuus). Osien summaan positiivisesti on vaikuttanut etenkin Leden Groupille merkittävästi noussut määrittämämme käypä arvo sekä laskeneet nettovelat, johon arviomme mukaan on vaikuttanut hyvin kehittynyt finanssisalkku sekä erinomainen irtaantuminen Skarta Groupista. Käyvän arvon määrittämisemme ei sisällä likviditeettipreemiota eikä sijoitusyhtiöltä tavallisesti vaadittavaa sijoitusyhtiöalennusta, mitkä suosittelimme huomioimaan myös Arvon tapauksessa.

Arvolla on kattavasti hajautettu sijoitussalkku

Arvo on omasta taseestaan sijoittava osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö. Arvon sijoitustoiminta voidaan jakaa kolmeen eri osaan: alueellisiin sijoituksiin, valtakunnallisiin sijoituksiin ja finanssisijoituksiin. Alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset koostuvat vähemmistöosioista listaamattomiin yhtiöihin sekä pidempiaikaisesta lainarahoituksesta ja lyhytaikaisesta siltarahoituksesta kohdeyhtiöille. Arvon raportoidusta sijoitusvarallisuudesta suurin osa koostui vuoden 2021 lopussa kuitenkin finanssisijoituksista (57 % sijoitusvarallisuudesta käyvin arvoin). Osuuskunnan sijoitusstrategiana on Keski- ja Pohjois-Pohjanmaan elinkeinoelämän toimintaedellytysten vahvistaminen sekä tuottaa rahavirtaa omistajilleen osuuskoron kautta (60-80 % tilikauden tuloksesta). Tavoitteissa onnistuminen vaatii arviomme mukaan toistuvia onnistuneita sijoituksia listaamattomiin yrityksiin sekä pidemmällä aikavälillä suotuisaa pääomamarkkinoiden kehitystä. Vuolaan voitonjakopolitiikan vuoksi odotamme sijoittajan tuottojen realisoituvan pidemmällä aikavälillä pääosin osuuskorkojen muodossa. Arvon track-record on myös vielä melko lyhyt, mutta mielestämme sen salkussa on potentiaalisia arvonlujia. Toisaalta merkittävimpinä riskeinä pidämme tämän hetken epävarmaa talousympäristöä, mikä heijastuu käytännössä kaikkiin sen sijoituskohteisiin.

Tarkistimme listaamattomien yhtiöiden ennusteet

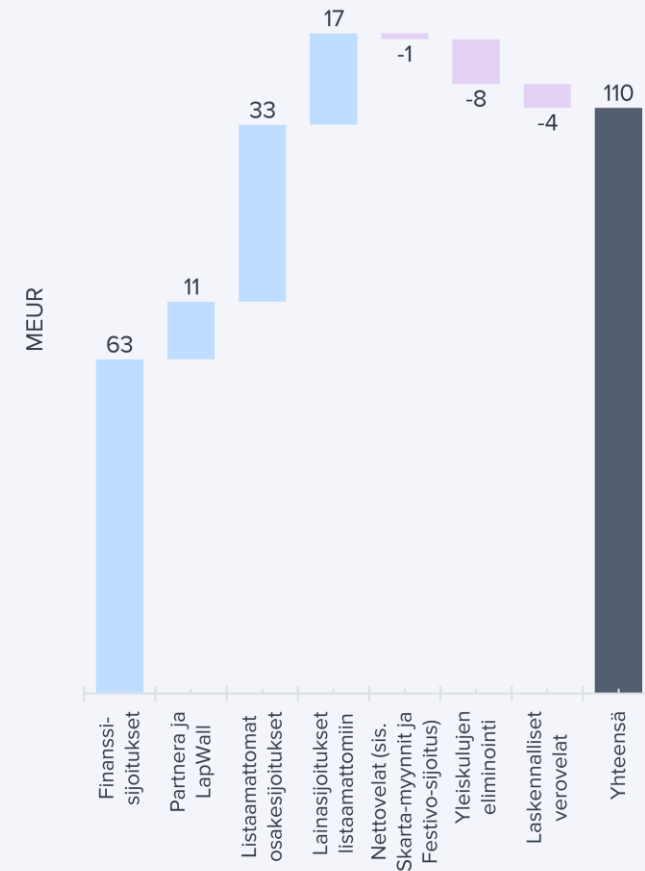
Tarkistimme listaamattomien osakesijoitusten ennusteitamme viime vuoden toteutuneiden lukujen ja käymiemme keskustelujen perusteella. Nostimme etenkin Leden Groupin ennusteita reippaasti odotuksiamme vahvemman viime vuoden ja ainakin toistaiseksi hyvällä tasolla säilyneen kysyntäympäristön myötä. Tämän ja nostamamme hyväksyttävän arvostuksen myötä Leden Groupin arvo noin tuplaantui. Muiden yhtiöiden ennuste- ja valuaatiomuutokset jäivät selvästi vähäisemmiksi. Näkyvyys listaamattomien yhtiöiden kehitykseen on kuitenkin rajallista. Listaamattomien yhtiöiden lainasalkun osalta tarkkailun alla on Arvon suurin vk-sijoitus Sikla, jolle viime vuodet ovat olleet haastavia. Muutoin listaamattomien lainasalkun osalta emme näe akuutteja rahoitusriskejä.

Osien summa nousi 110 MEUR:oon, kauppapaikka on vielä hakusessa

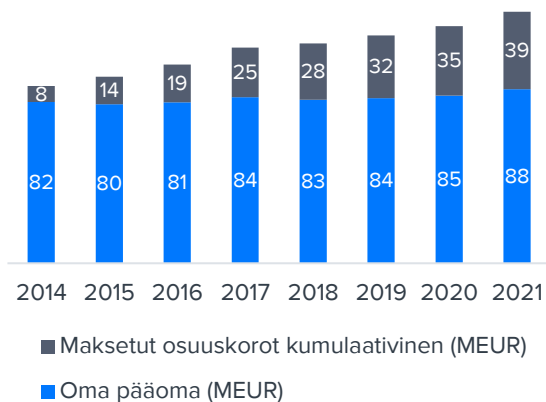
Päivitimme myös muut osien summa -laskelmamme parametrit, jonka myötä Arvon käypä arvo ennen sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipreemiota nousi 110 MEUR:oon (aik. 104 MEUR) tai 1 336 euroon osuudelta (aik. 1 266 euroa/osuus). Käyvän arvon nousuun on vaikuttanut etenkin positiiviset ennustemuutokset Leden Groupin osalta sekä Arvon laskeneet nettovelat. Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomata, että osuudella ei ole tällä hetkellä kauppapaikkaa, mikä vaikuttaa osuuden likviditeettiin selvästi heikentävästi. Osuuskunnan johto pyrkii tällä hetkellä ratkaisemaan ongelmaa ja Arvo onkin ilmoittanut selvittävänsä listautumista First North -listalle tai oman markkinapaikan perustamista tehokkaamman kaupankäynnin mahdollistamiseksi. Aikataulua prosessille on vaikea arvioida, mutta oletamme mahdollisen listautumisen olevan mahdollista aikaisintaan vuonna 2023.

Näkemyks käyvästä arvosta

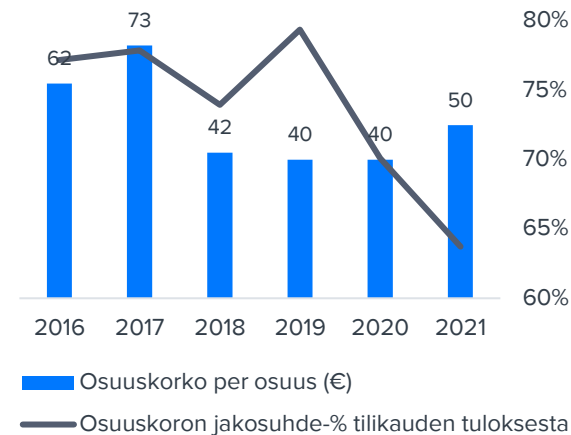
1 336 EUR (ei sis. sijoitusyhtiöalennusta tai likviditeettipreemiota
(aik. 1 266 EUR)



Arvon historiallinen kehitys



Osuuskorko ja jakosuuhde



Osien summa*
110
MEUR
(Inderes)

Osuuden
käypä arvo
1 336
EUR
(Inderes)

Osien
summan* kehitys
+ 6 %
Vs. edellinen
päivitys

Osuuskorko
50
EUR / osuus
2021 TOT

Arvoajurit

- Osuuden hyväksyttävän arvostuksen nousu (mm. markkinapaikan kautta)
- Uusien sijoitusmahdollisuuksien hyödyntäminen
- Sijoituskohteiden hyvä operatiivinen kehitys (ts. oman pääoman nousu ja piiloarvon kertyminen taseeseen)
- Pääoman palauttaminen sijoittajille osuuskoron kautta

Riskitekijät

- Epäonnistuminen 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
- Osuuden heikko likviditeetti
- Pääomamarkkinoiden kehitys

Arvostus

- Mielestämme osuuden hinta suhteessa yhtiön omaisuuserien käypään arvoon on maltillinen, vaikka sijoittajien kannattaa vaatia Arvolta sijoitusyhtiöalennusta ja likviditeettipreemiota
- Näkemyksemme mukaan Arvolla on edellytyksiä ylläpitää hyvää osuuskoron tuottoa lähivuosina

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprosessi	5-9
Finanssisijoitukset	10-16
Listaamattomat osakesijoitukset	17-18
Leden Group	19-21
Keliber	22-23
Valve	24-26
Nordic Option	27-29
Festivo Finland	30
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	31-32
Sikla	33
Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili	34-35
Sijoitusprofiili	36
Käypä arvo ja hinnoittelu	37-40
Vastuuvapauslauseke	41

Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunta lyhyesti

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

1914

Perustamisvuosi

127 MEUR

Sijoitussalkun raportoitu käypä arvo 2021 lopussa

57 % / 26 % / 17 %

Arvopaperisalkun / Alueellisten / Valtakunnallisten sijoitusten osuus Arvon sijoitusportfoliosta 12/2021 lopussa

33 % / 33 % / 33 %

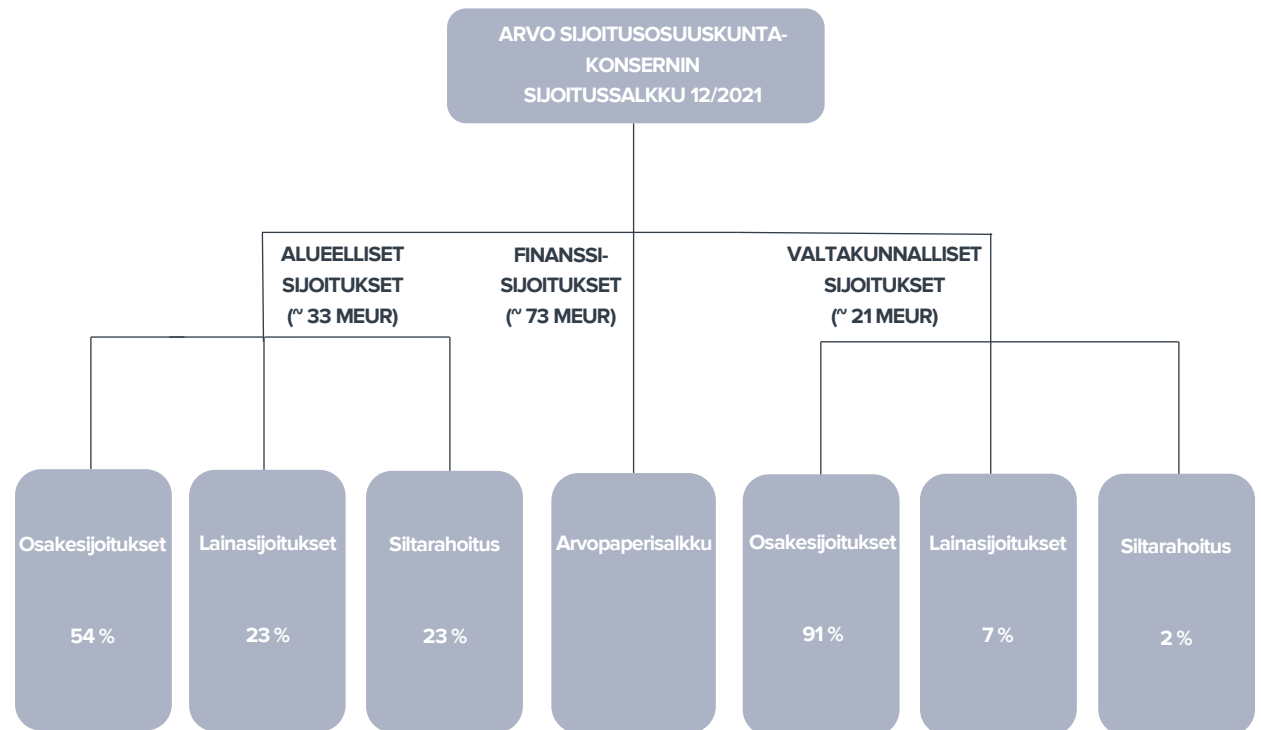
Arvopaperisalkun / Valtakunnallisten / Alueellisten sijoitusten tavoiteallokaatio vuonna 2025

49 € (2017-2021 keskiarvo)

Osuuskorko per osuus

4 kpl

Emoyhtiön keskimääräinen henkilömäärä 2021



Yhtiökuvaus ja sijoitusprosessi 1/3

Lyhyt yhtiökuvaus

Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunnan (vuoteen 2018 asti Osuuskunta PPO) historia ulottuu vuoteen 1914 Keski-Pohjanmaan Puhelinosuuskunnan perustamiseen. Vuonna 2013 osuuskunta sai nykyisen muotonsa sijoitusosuuskuntana, kun yhtiö myi ICT-liiketoimintansa Elisalle noin 100 MEUR:lla. Arvon sijoitusvarallisuus muodostui tästä kauppahinnasta ja olemassa olleista sijoituksista (n. 50 MEUR). Sijoitusvarallisuuden kehityksen kannalta on hyvä huomata, että Elisa-kaupasta saatuja myyntivoittoja osuuskunta jakoi osuuskoron muodossa osuudenomistajilleen yli 41 MEUR:n edestä heti seuraavana vuonna. Arvo on pitkäjänteinen sijoittaja ja (vähemmistö)omistaja, joka kehittää ja rahoittaa suomalaisia pk-yrityksiä etenkin Keski- ja Pohjois-Pohjanmaan alueella ja myös valtakunnallisesti. Lisäksi Arvo-konsernilla on merkittävä julkisesti noteeratuista arvopapereista koostuva sijoitussalkku.

Arvon omistajakunta on erittäin laaja ja määrältään verrannollinen pörssiyhtiöihin, sillä osuudenomistajia osuuskunnassa oli 24 204 maaliskuun 2022 lopussa. Yhteensä osuuksia osuuskunnassa oli maaliskuun lopussa 82 066. Osuuskunnan osuuksilla ei ole tällä hetkellä kauppapaikkaa viime vuonna suljetun Privanetin listaamattomien yritysten kauppapaikan myötä. Arvo on kuitenkin julkisesti sanonut tutkivansa kahta vaihtoehtoa kauppapaikan mahdollistamiseksi, jotka ovat 1) listautuminen First North -markkinapaikalle tai 2) oman kauppapaikan perustaminen. Osuuskunta on ilmoittanut jatkavansa molempien vaihtoehtojen selvittämistä

kuluvan vuoden aikana. Toistaiseksi Arvon toimistolla käsitellään siirtohakemuksia, joissa osapuolet ovat sopineet luovutuksesta keskenään.

Missio, visio ja arvot

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

Osuuskoron maksu vaatii kassavirtaa

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

Arvo eroaa myös perinteisistä pääomasijoitusyhtiöistä selvästi sen osuuskuntamuodon takia, vaikka tällä ei ole suurta merkitystä sen operatiivisen toimintaan. Sijoittajien

kannalta osuuskuntamuodolla on vaikutusta kuitenkin siten, että yhdellä osuudella saa yhden äänen, mutta kuitenkin niin, että kullakin omistajalla on korkeintaan kolme ääntä riippumatta tämän omistamien osuuksien kokonaismäärästä.

Konsernirakenne

Arvon omistusosuudet sijoituskohteissa vaihtelevat merkittävästi (3-32 %). Arvolla on myös kaksi tytäryhtiötä: sijoitusyhtiö Arvo Invest Nordic (AINO, 100 %:n omistusosuus), joka ei ole varsinainen sijoituskohde, vaan konsernin sijoitusyhtiö sekä San Group (60 %:n omistusosuus), joka on vielä kehitysvaiheessa eikä siten merkittävä kokonaisuuden kannalta. Tytäryhtiöiden tuloslaskelmat ja taseet konsolidoidaan luonnollisesti konserniin. Vähemmistösijoituksia Arvolla on puolestaan useita sekä alueellisessa että valtakunnallisessa salkussaan.

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Arvon oma sijoitustoiminta ja sijoituskohteiden sekä osuuskunnan operatiivinen toiminta. Sijoituskohteet toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Osuuskunnan kulut puolestaan voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Mielestämme konsernituloksen kehityksellä ei myöskään ole merkittävää roolia osuuden arvon kannalta ja tuloskehityksen seuraaminen voi jopa ohjata sijoittajia väärin johtopäätöksiin. Huomio kannattaa kiinnittää etenkin sijoitusten arvojen suuntaan ja mielestämme Arvon osuus tuleekin hinnoitella osien summa -menetelmällä.

Yhtiökuvaus ja sijoitusprosessi 2/3

Arvon sijoitustoiminta

Osuuskunnan sijoitustoiminta voidaan jakaa kolmeen eri osaan: alueellisiin sijoituksiin, valtakunnallisiin sijoituksiin ja finanssisijoituksiin. Alueelliset sijoitukset ja valtakunnalliset sijoitukset koostuvat osakesijoituksista listaamattomiin yhtiöihin sekä pidempiaikaisesta lainarahoituksesta (vaihtovelkakirja-, pääoma- ja juniorilainat) ja lyhytaikaisesta (enintään 24 kk) siltarahoituksesta.

Sijoitettava summa voi vaihdella alueellisissa sijoituksissa 0,1-5,0 MEUR:n välillä ja valtakunnallisissa sijoituksissa 1,0-5,0 MEUR:n välillä, jolloin yksittäisillä kohteilla ei ole portfolioissa huomattavan suurta painoarvoa. Tyypillinen sijoitusaika molemmissa on 5-7 vuotta. Varsinaisia toimialarajoituksia kohdeyhtiöiden valinnassa ei ole.

Sijoitusstrategia

Osuuskunnan sijoitusstrategiana on alueen (Keski- ja Pohjois-Pohjanmaa) elinkeinoelämän toimintaedellytysten vahvistaminen ja tätä toteutetaan alueellisen sijoitustoiminnan kautta. Alueellisesti Arvolla on arviomme mukaan etulyöntiasema potentiaalisia kohteita haarakoitaessa. Toisaalta osin alueellinen strategia rajaa kuitenkin osuuskunnalle potentiaalisten sijoituskohteiden määrää, minkä takia kokonaisuutena pidämme alueellisuutta mieluummin lievänä heikkoutena kuin mahdollisuutena. Valtakunnallisilla sijoituksilla ja finanssisijoituksilla Arvo pyrkii hajauttamaan sijoitussalkkuaan ja niiden tarkoituksena on myös kerryttää kassavirtaa vuotuista voitonjakoa varten. Arvon sijoituskohteet ovat pk-yrityksiä, joiden

selvästi tärkein toiminta-alue on Suomi. Näin ollen Arvon sijoitussalkun menestys on myös osin Suomen talouden kehityksestä kiinni.

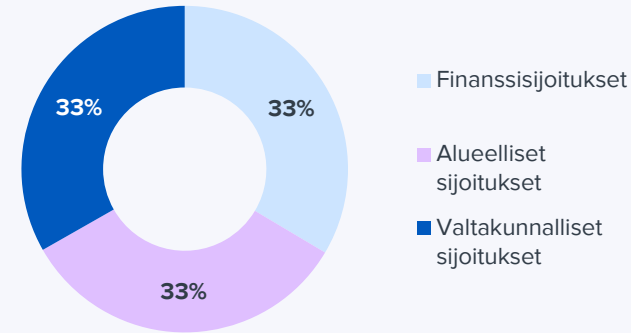
Konsernitason Arvo osuuskunta tavoittelee sijoitusjakaumaa, jossa varallisuus jakautuisi vuonna 2025 tasan (1/3) kaikkien omaisuusluokkien (finanssisijoitukset, alueelliset sijoitukset ja valtakunnalliset sijoitukset) välille. Tällä allokatiolla Arvo tavoittelee vuotuista 5-7 % sijoitustuoton saavuttamista normaalissa markkinatilanteessa yli ajan. Mielestämme kyseisellä allokatiolla Arvolla on edellytykset pitää kassavirta osuuskoron maksun näkökulmasta riittävänä sekä toisaalta kasvattaa tasesubstanssia onnistuneiden sijoitusten arvonnousun kautta. Arvon tasesubstanssin kasvua rajoittaa kuitenkin merkittävästi sen varsin vuolas voitonjakopolitiikka.

Osuuskunnan tavoitetasoon on vielä reilusti matkaa, sillä sijoitusten jakauma oli vielä 12/2021 lopussa selvästi painottunut finanssisijoituksiin (57 % portfoliosta markkina-arvolla mitattuna). Vaikka Arvo raportoi sijoitusportfolionsa kyseisellä tavalla, tarkastelemme osuuskunnan käypää arvoa määrittäessämme sijoituksia omaisuuslajeittain (finanssisijoitukset, listaamattomat osakesijoitukset ja lainarahoitus listaamattomille yrityksille).

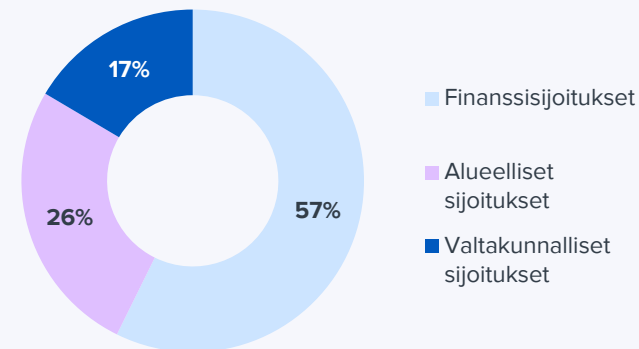
Arvo on vähemmistösijoittaja

Arvo on sijoitusstrategiassaan tietoisesti valinnut vähemmistösijoittajan roolin suorissa osakesijoituksissa kohdeyhtiöihin, eikä osuuskunnalla ole toistaiseksi tarkoitusta lähteä hankkimaan kohdeyhtiöistään enemmistöosuuksia. Arvo on päätenyt tähän ratkaisuun salkun riskienhallinnan näkökulmasta.

Sijoitussalkun tavoiteallokaatio 2025



Sijoitusjakauma 12/2021 (käypä arvo)



Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes

Yhtiökuvaus ja sijoitusprosessi 3/3

Ymmärtääksemme myös useimmat pääomasijoittajat tavoittelevat kohdeyhtiöistä enemmistöosuutta sekä päätösvaltaa. Joillekin yrityksille ja yrittäjille vähemmistösijoittaja voi olla myös päätösvaltaa hakevaa enemmistösijoittajaa matalamman kynnyksen yhteistyökumppani. Mielestämme erottautumisen tavoittelu sijoittajana on positiivista, sillä yleisesti kilpailu hyvistä ja kehityskelpoisista sijoituskohteista on kovaa. Siten hyvien ja kohtuuhintaisten kohteiden löytäminen on arviomme mukaan sijoittajille haaste, jonka ratkaisemisessa onnistuminen on tulevaisuuden tuottojen kannalta yksi keskeisimpiä asioita.

Osuuskunta ei ole kuitenkaan sulkenut mahdollisuutta, että se yhdistäisi voimiaan enemmistöä hakevan pääomasijoittajan kanssa ja lähtisi ostokohteeseen vähemmistösijoittajaksi ja on tehnytkin yhteistyötä pääomasijoittajien kanssa (mm. CapMan Growth Equity, Tesi, Helmet Capital). Lisäksi Arvo osallistuu tyypillisesti omistustaan vastaavalla äänimäärällä yhtiöiden kehittämiseen hallitustyöskentelyn kautta.

Tämän lisäksi Arvo tarjoaa kohdeyhtiöilleen rahoitusta oman ja/tai vieraan pääoman ehtoisen (pääasiallisesti vaihtovelkakirjalainoina tai lyhytaikaisena siltarahoituksena) instrumentin kautta, sillä osuuskunta on havainnut, että suurin osa pääomasijoittajista on lukkiutunut private equity -tyyppiseen sijoitustoimintaan ja pk-yrityksillä on kysyntää myös muunlaiselle rahoitukselle. Velkasijoituksilla Arvo saa luonnollisesti vuotuista kassavirtaa osuuskorkojen maksuun, mikä on positiivista yhtiön tavoitteiden kannalta. Lisäksi kassavirtatuotto vähentää Arvolla painetta kierrättää pääomaa sijoituskohteesta toiseen ja mahdollistaa pykälän

pitkäjänteisemmän sijoitustoiminnan.

Sijoitusprosessi

Arvon sijoitusprosessi etenee yleensä siten, että sijoituskohteet nousevat esille osuuskunnan oman aktiivisuuden tai yhteistyöverkoston kautta. Arvo on pyrkinyt rakentamaan sijoitussalkkunsaa sisälle arvoketjua, joka tuo potentiaalisia sijoituskohteita Arvon tietoisuuteen ja myös Arvoa tutuksi kohteille. Arvoketjun alkupään muodostavat Fundun sekä Innovestorin hallinnoimat rahastot, joihin Arvo on sijoittanut. Nämä rahastot sijoittavat varhaisen vaiheen teknologiayhtiöihin ja Arvo voikin ohjata nykystrategiansa ulkopuolelle jäävät varhaisen vaiheen yhtiöt rahastojen tietoisuuteen. Näissä yhtiöt pääsevät kasvamaan ja kypsymään Arvoa tai sen osakkuusyhtiö Nordic Optionia kiinnostavaan kokoluokkaan ja toisaalta Arvo pääsee tutustumaan kohteisiin ja sulattelemaan mahdollisuutta yhteistyön syventymiseen. Käsittääksemme sijoituskohteiden siirtymistä arvoketjun sisällä ei ole vielä käytännössä tapahtunut, joten pidämme tätä enemmänkin mahdollisena optiona tulevaisuudessa.

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

puolestaan finanssisijoitukset, jotka keskittyvät yleisesti jo vakaampiin pörssilistattuihin toimijoihin.

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

Arvon tavoitteena olisi vuositasolla tehdä 3-5 uutta sijoitusta, mikä edellyttää kuitenkin, että myös luopumisia vanhoista kohdeyhtiöistä tulee suurin piirtein yhtä monta. Pidämme kuitenkin myös luopumisia tärkeinä, sillä jatkuvat kassavirtatuotot eivät riitä nykyisen osuuskoron maksun ylläpitämiseen vaan tähän tarvitaan myös onnistuneista sijoituksista kertyneitä myyntivoittoja. Pääoman kierrätystarpeen takia mielestämme on myös tärkeää, että Arvolla on salkussaan eri vaiheissa eteneviä kohteita, jotta vetäytymiset ja uudet sijoitukset on mahdollista toteuttaa yritysten elinkaarten perspektiivistä jokseenkin optimaalisissa vaiheissa. Uusissa sijoituksissa fokusalueena on etenkin alueelliset sijoitukset, mikä on luonnollista yhtiön portfolion nykyinen allokaatio ja tavoitetaso huomioiden.

Arvon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



Finanssisijoitukset 1/5

Finanssisijoitukset muodostavat suurimman osan Arvon salkusta

Merkittävin osuus Arvon sijoitusportfoliosta muodostuu julkisesti noteeratuista arvopaperisijoituksista, joiden painoarvo oli joulukuun 2021 lopussa noin 57 % koko portfoliosta. Siten finanssisijoitusten markkina-arvo oli 72,5 MEUR. Finanssisalkun sisältö koostuu osakesijoituksista, korkosijoituksista sekä vaihtoehtoisista sijoituskohteista. Arvo-konsernin finanssisijoituksista vastaavat osuuskunnan ja tytäryhtiö AINOn oma henkilökunta, minkä lisäksi osuuskunnalla on kaksi täyden valtakirjan salkunhoitajaa (Danske Varainhoito ja Nordea Investment Management).

Sijoituspolitiikka

Osuuskunnan sekä AINOn sijoituspolitiikat vastaavat hyvin pitkälti toisiaan, joiden mukaan:

- Neutraalissa sijoitusallokaatiossa sijoitusten jakauma on 40 % osakeisiin, 30 % korkopapereihin (2/3 yrityslainoihin) ja 30 % vaihtoehtoisiin sijoituksiin
- Neutraalissa sijoitusallokaatiossa 90 % sijoituksista on euromääräisiä
- Likvideille rahamarkkinoille sijoitettuna on vähintään 1 % salkusta ja
- Lähtökohtaisesti Arvo ei käy päiväkauppaa (AINO voi käydä poikkeustilanteessa)

Eri omaisuuslajeille on sijoituspolitiikassa määritelty vielä tiukempia rajauksia, joista olemme tehneet listauksen olennaisimpien kohtien osalta.

Osakesijoitukset

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

Yksittäistä suoraa osakesijoitusta koskevat rajoitteet:

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

Korkosijoitukset

- Sijoituksia voidaan tehdä mm. rahamarkkinatalletuksiin, valtion velkakirjoihin, yritysainoihin tai näihin sijoittaviin korkorahastoihin tai ETF-rahastoihin
- Suorat joukkovelkakirjalainat pyritään pitämään salkussa erääntymiseen saakka
- Yksittäisen liikkeeseenlaskijan velkakirjaan tehtävän sijoituksen enimmäismäärä 5 % (AINO 7,5 %)
- High Yield -luokituksen korkosijoituksiin enintään 1 % (AINO 3 %)
- Korkopaperiin ilman luottoluokitusta enintään

1 % (AINO 5 %)

Vaihtoehtoiset sijoitukset

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

Finanssisalkun sisältö

Olemme käyneet finanssisalkun sisältöä tarkemmin läpi Arvon 4/2022-sijoitusraportista (yksityiskohtainen sijoitusraportti ei ole julkinen) osuuskunnan toiveesta. Konsernin finanssisijoitusten markkina-arvo oli huhtikuun 2022 lopussa 70,9 MEUR (vrt. 12/2021 lopun 72,5 MEUR). Salkun varallisuudesta isoin osuus (43 %) oli täyden valtakirjan salkunhoitajien hallinnoitavana. Salkun loppuosuus eli konsernin hallinnoima osuus jakautui omaisuuslajeittain puolestaan seuraavasti: osakesijoitukset 22 %, korkosijoitukset 12 %, kiinteistösijoitukset 13 % ja muut vaihtoehtoiset sijoitukset 9 %. Huhtikuun lopussa finanssisalkun sijoituksista 74 % oli euromääräisiä sijoituksia, mikä on selvästi alle Arvon tavoitteleman neutraalin sijoitusallokaation valuuttajakauman. Puolestaan USD-määräisiä sijoituksia oli 13 %, minkä oletamme johtuneen vallinneesta varsin poikkeuksellisesta markkinatilanteesta. Pidimme ratkaisua perusteltuna, vaikkakin tämä hieman nostikin ainakin hetkellisesti Arvon finanssisijoituksiin kohdistuvia valuuttariskejä.

Finanssisijoitukset 2/5

Mielestämme Arvon finanssisijoitukset ovat hajautettu laajalti eri omaisuuslajien välille. Sijoitukset ovat myös hajautettu maantieteellisesti sekä eri toimialojen välille. Profiililtaan Arvon finanssisalkku on suhteellisen matalariskinen ja vahvasti niistä saatavan kassavirtaan keskittynyt (osingot ja korot). Tämä vastaa Arvon sijoitusstrategiaa, mutta toisaalta myös osittain rajaa finanssisijoitusten tuotto-odotusta.

Seuraavaksi avaamme vielä hieman finanssisalkun sisältöä omaisuuslajeittain. Emme silti ota kantaa yksittäisiin sijoituskohteisiin salkussa eikä yksittäisillä kohteilla ole erittäin hajautetussa salkussa käytännön merkitystä portfolion kokoluokka huomioiden.

Osakesijoitukset

Arvon finanssisalkun osakesijoitukset (15,7 MEUR, ei sis. täyden valtakirjan salkkujen osakesijoituksia) koostuvat sekä suorista osakesijoituksista kotimaisiin ja ulkomaisiin osakkeisiin sekä osake- ja ETF-rahastoihin. ETF-rahastosijoitukset ovat suurin yksittäinen erä (6,8 MEUR) Arvon osakesijoituksista. ETF-sijoitukset on tehty hajautetusti suurimpiin indekseihin ympäri maailmaa. ETF-rahastojen tuotto-odotus on laajan maantieteellisen hajautuksen johdosta noin globaalien (sis. kehittyvät markkinat) indeksituoton tasolla, mutta tulevaisuuden indeksituoton tasoa on toki hyvin vaikea ennustaa varsinkaan lyhyellä aikavälillä. Historiallisesti MSCI ACWI -indeksin vuosittainen tuotto on ollut noin 5,8 % vuodesta 2001 alkaen, mikä mielestämme antaa kohtuullista lähtökohtaa tulevaisuuden pitkän ajan tuottotason arviointiin.

Osakerahastosijoitukset vastaavat mielestämme luonteeltaan hyvin Arvon sijoituspolitiikka ja ne ovat luonnollinen osa Arvon osakeportfolion hajautusta. Rahastot koostuvat ymmärtääksemme suurista globaaleista yhtiöistä ja ainakin osa näistä on vakaita osingonmaksajia.

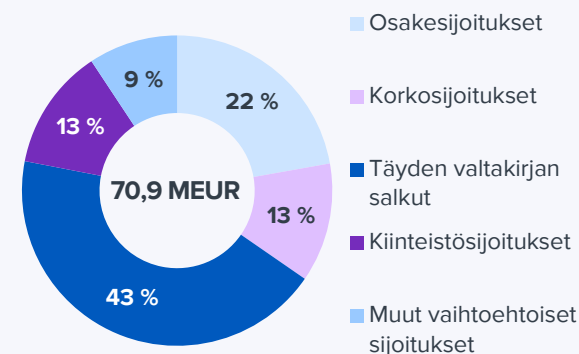
Suorat kotimaiset sijoitukset ovat kohdistuneet lähinnä suurempiin kotimaisiin yhtiöihin hajautetusti eri toimialoille. Profiililtaan sijoituskohteet ovat mielestämme suhteellisen defensiivisiä ja yhtiöt ovat historiallisesti olleet vakaita osingonmaksajia. Arviomme mukaan Arvo onkin noudattanut omaa sijoituspolitiikkaansa osakesijoitusten kohteiden valinnan suhteen.

Mielestämme tämän hetken salkkuyhtiöiden kehityksen voidaan tulevaisuudessa odottaa kehittyvän hyvin samansuuntaisesti OMXH25-indeksin kanssa (keskimääräinen vuosituotto ollut reilut 6 % ilman osinkoja vuosina 2001-2022) ja niistä saatavan osinkotuoton ylittävän hieman Helsingin pörssin keskiarvon tulevina vuosina. Suorat ulkomaiset osakesijoitukset ovat arviomme mukaan sekä profiililtaan että tuotto-odotukseltaan suurin piirtein samalla tasolla suomalaisten osakkeiden kanssa.

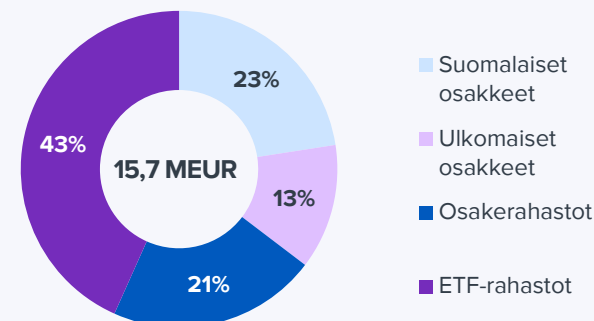
Korkosijoitukset

Arvon 4/2022-sijoitusraportin mukaan sen yhteensä noin 8,8 MEUR:n korkosijoituksista 5,1 MEUR oli sijoitettu likvideihin rahamarkkinatalletuksiin. Tämän lisäksi Arvo oli tehnyt yritysten laskemiin JVK-lainoihin yhteensä noin 3,7 MEUR:n sijoitukset. Kuponkikorot lainoissa vaihtelivat 3-9 %:n välillä

Finanssisalkun allokaatio 4/2022



Osakesijoitusten allokaatio 4/2022



Finanssisijoitukset 3/5

Yrityslainaportfolio koostui mielestämme suhteellisen turvallisista eri toimialoille hajautetuista yhtiöistä lukuun ottamatta hyvin pientä osuutta portfoliosta, joka kohdistui koronakärsijöihin. Näiden yhtiöiden lainoihin liittyvät riskit ovat mielestämme edelleen jossain määrin koholla, mutta osuus Arvon portfoliosta on hyvin rajallinen. ETF-lainasijoitukset on tehty globaaleille lainamarkkinoille ja näiden riskiprofiilin uskomme olevan suhteellisen maltillinen. Arvon itse hallinnoiman korkosalkun duraatio oli huhtikuun lopussa hieman yli vuoden, mikä on mielestämme matala taso ja kuvastaa, kuinka suurin osa sijoituksista (58 %) oli talletettuna lyhyen aikavälin vähäriskisiin ja likvideihin rahamarkkinasijoituksiin. Kaikkien korkosijoitusten (sis. täyden valtakirjan salkkujen korkosijoitukset) keskimääräinen duraatio oli huhtikuun lopussa puolestaan noin 3,6 vuotta, mikä on mielestämme myös suhteellisen neutraalilla tasolla ja kuvastaa Arvon riskiprofiilia finanssisijoitusten osalta.

Täyden valtakirjan salkut

Arvo teki varainhoitosopimukset Danske Bankin ja Nordean kanssa vuonna 2013, kun sijoitustoimintaa aloitettiin harjoittamaan ICT-liiketoiminnan myynnin jälkeen. Sijoituksista vastaavat varainhoitajien salkunhoitajat Arvon kanssa sovittujen periaatteiden mukaisesti. Arvon sijoituspolitiikan mukaisesti täyden palvelun varainhoidossa salkut jakaantuvat korkorahastojen ja osakerahastojen välille 50 % / 50 %. Täyden valtakirjan varainhoidossa taktinen allokaatio (sijoituskohteiden valinta ja ajoittaminen) on kuitenkin sopimuksen mukaisesti varainhoitajan

vastuulla. Huhtikuun lopussa 2022 täyden valtakirjan salkuissa osakepaino oli hieman koholla (n. 57 %), joka arviomme mukaan johtui markkinanäkemyksestä.

Täyden valtakirjan salkkujen keskimääräiset vuosituotot ovat olleet noin 5-6 %:n tasoilla alkuperäisten sijoitusten tekohetkestä huhtikuun loppuun 2022. Arviomme mukaan täyden valtakirjan salkkujen tulevaisuuden tuotto-odotus on suurin piirtein historiallisella tasolla pidemmällä aikavälillä. Arvo on vuosien saatossa tehnyt nostoja myös täyden valtakirjan salkuistaan tavoiteallokaationsa saavuttamiseksi. Huhtikuun lopussa täyden valtakirjan salkkujen varallisuus (30,8 MEUR) jakaantui noin puoliksi varainhoitajien välille.

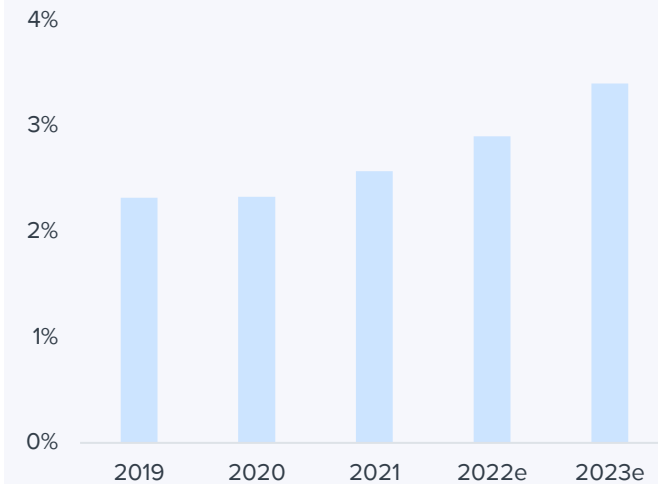
Kiinteistösijoitukset ja muut vaihtoehdoiset sijoitukset

Vaihtoehdoisten sijoitusten arvosta merkittävä osuus muodostuu kiinteistösijoituksista (9,0 MEUR), jotka on tehty Evli Vuokratuotto -rahaston kautta. Evli Vuokratuotto -rahaston historiallinen vuosituotto on ollut korkea 6,3 % (ei sis. 1,6 %:n vuosittaista hallinnointipalkkiota). Muut vaihtoehdoiset sijoitukset (6,6 MEUR) sisältävät erilaisia vaihtoehtoisiiin sijoituskohteisiin sijoittavia rahastoja mm. yhtiön viime syksynä tiedottama sijoitus Korkian (Arvo tehnyt Korkiaan myös 1,5 MEUR:n vvk-lainasijoituksen) hallinnoimaan tuulivoimarahastoon, Fundun ja Innovestorin private equity -rahastot sekä listaamattomien yritysten yrityslainarahastot.

OMXH25-hintaindeksin kehitys



Helsingin pörssin osinkotuotto-%



Lähde: Nasdaq, Inderes

Finanssisijoitukset 4/5

Mielestämme vaihtoehtoiset sijoitukset täydentävät hyvin Arvon laajalle hajautettua finanssisijoitusten portfoliota ja osa rahastoista tarjoaa myös merkittävää tuottopotentiaalia (toisaalta myös korkeampaa riskiä).

Finanssisijoitusten kassavirta keskiössä osuuskoron maksun kannalta

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

Arvon tekemien finanssisijoitusten määrä (tasearvo) on laskenut vuosien 2014-2021 välillä hieman alle 70 MEUR:sta hieman reiluun 50 MEUR:oon tehtyjen lunastusten takia, joilla Arvo pyrkii saavuttamaan tavoiteallokaationsa. Sijoitusten käyvät arvot (markkina-arvot) ovat ylittäneet jokaisena vuonna niiden tasearvon ja vuoden 2021 lopussa finanssisijoitusten käyvät

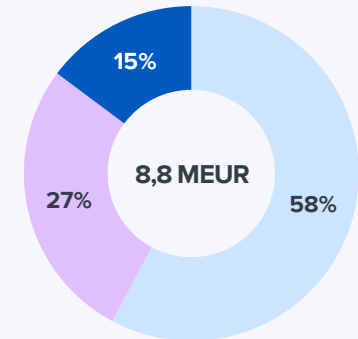
arvot ylittivät tasearvot reilulla 18 MEUR:lla. Tällä tavoin ei voida kuitenkaan suoraan arvioida Arvon finanssisijoitusten menestystä, koska tässä huomioiduksi eivät tule likvidoinneista saatavat myyntivoitot/-tappiot tai uusien sijoitusten ajankohta, jotka muuttavat sijoitusten tasearvon ja markkina-arvon suhdetta. Myöskään osingot tai korot eivät tule tällä tavoin huomioiduksi.

Merkittävät omistusosuudet Partnerassa ja LapWallissa

Arvo-konsernilla on myös merkittävät omistusosuudet First North -listatuissa yhtiöissä Partnerassa (n. 10,8 %) ja LapWallissa (n. 10,6 %). Näitä sijoituksia yhtiö käsittelee kuitenkin osana valtakunnallisia (Partnera) ja alueellisia sijoituksia (LapWall) niiden luonteen takia. Näiden sijoitusten luonne eroaa merkittävästi finanssisalkun osakesijoituksista, sillä Arvon suhteellinen omistusosuus on yhtiöissä huomattavasti korkeampi kuin finanssisalkun yhtiöissä. Lisäksi nämä sijoitukset eivät muutenkaan täytä kaikkia muitakaan Arvon finanssisijoituksilta vaatimia ominaisuuksia (mm. markkina-arvon ja likviditeetin osalta).

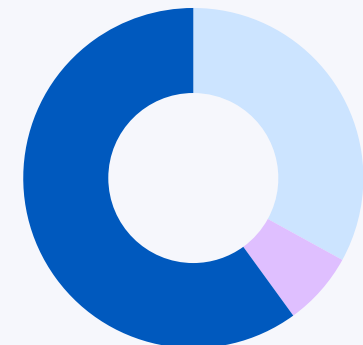
Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomioida, että tarkastelemme raportissa Arvon sijoituksia omaisuuslajeittain ja tästä syystä käsittelemme Partneraa sekä LapWallia finanssisijoitusten yhteydessä. Arvon käyvän arvon määrittämisessä käytämme yhtiöiden julkisia markkinahintoja.

Korkosijoitusten allokaatio 4/2022



■ Rahamarkkina ■ Suorat JVK-lainat ■ ETF-rahastot

Korkosalkun duraatio 4/2022



■ Alle 1 vuosi ■ 1-5 vuotta ■ Yli 5 vuotta

Finanssisijoitukset 5/5

Finanssisijoitusten arvon määrittäminen

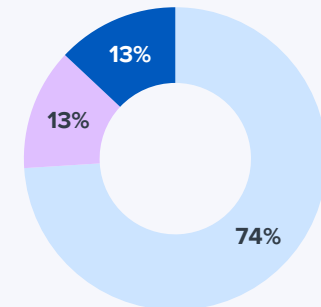
Arviomme mukaan sijoitussalkun suorien osakesijoitusten ja osakerahastojen voi olettaa tuottavan jokseenkin samassa tahdissa aiemmin mainitun Helsingin pörssin OMXH25-indeksin kanssa. Finanssisalkun suorien osakesijoitusten osinkotuottojen arvioimme olevan noin Helsingin Pörssin keskimääräisten osinkotuottojen tasolla (ulkomaiset osakkeiden osinkotuotot suomalaisia alemmalla tasolla). ETF-osakerahastojen tuotto-odotukset vastaavat alueellisia indeksituottoja (sisältää myös sijoituksia kehittyville markkinoille) ja näiden tuotto-odotus vastaa mielestämme suhteellisen hyvin MSCI ACWI -indeksiä. Näistä saa mielestämme kohtuullista kuvaa markkinasalkun osakekomponenttien tuottopotentialista, mutta lyhyellä tähtäimellä tuotto voi tuki heilua rajustikin molempiin suuntiin markkinoiden mukana. Sen sijaan korkosijoitusten kuponkikoroista saatava korkotuotto on tämän hetken portfoliolla noin 5 %:n tasolla.

Arvostamme Arvon käypää arvoa laskiessamme finanssisijoitukset lähtökohtaisesti viimeisimmän sijoitusraportin (4/2022) markkina-arvojen perusteella (70,9 MEUR), johon lisäämme Partnera- ja LapWall -omistusten markkina-arvot. Lisäksi oikaisemme tästä loppusummasta pois kirjanpitoa vastaavasti Arvon rahamarkkinatalletukset (5,1 MEUR), jotka tulevat huomioiduksi nettovelan laskennan kautta.

Arviomme mukaan sijoitusten arvo on saattanut tulla tämän jälkeen hieman alas heikkona

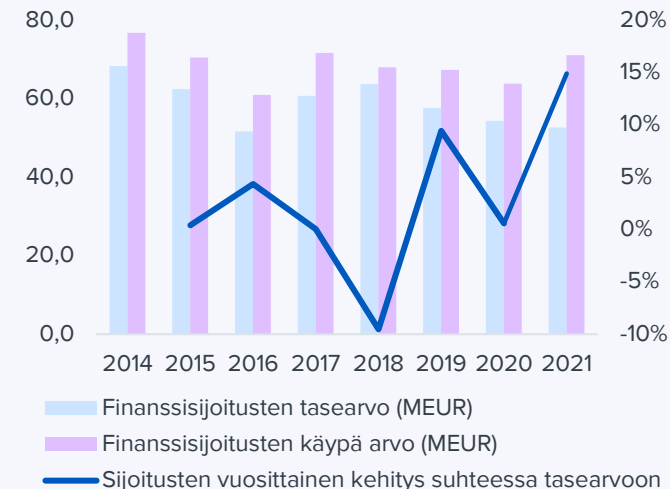
jatkuneen markkinatilanteen ja nousseiden korkotasojen vuoksi. Tästä syystä pidämme perusteltuna asettaa finanssisijoituksille 5 %:n alennuksen suhteessa huhtikuun lopun arvoon, vaikka emme tarkkaa tasoa tai salkusta mahdollisesti tehtyjä lunastuksia tiedäkään. Arvon koko portfolio huomioiden emme usko mahdollisen eron olevan kuitenkaan merkittävä ja siten käänteentekevä osuuden arvonmäärityksen kannalta.

Finanssisalkun valuuttajakauma 4/2022



EUR USD Muut

Finanssisijoitusten kehitys (MEUR)



Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes

Partnera

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

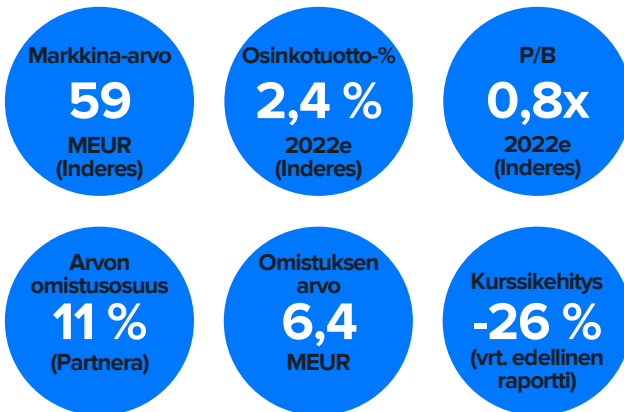
Partnera on liiketoimintakonserni, jonka tarkoituksena on omistaa ja kehittää pitkäjänteisesti kestävää kehitystä edistäviä yrityksiä murresta läpikäyvillä toimialoilla, kuten esimerkiksi energia-alalla sekä kiertotaloudessa. Yhtiöllä on tällä hetkellä kolme strategista omistusta: 1) lasinkerrätys- ja vaahtolasinvalmistaja Foamit Group, 2) puhtaan energiantuotannon ratkaisujen toimittaja KPA Unicon sekä 3) osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto Nordic Option. Laajempi seurannan aloitus -raportti Partnerasta on luettavissa [täältä](#).

Sijoitustarinan kehitys

Heikentynyt markkinatilanne on vaikuttanut kuluvana vuonna Partneran operatiivisten tytäryhtiöiden kehitykseen ja tämän myötä yhtiö antoi negatiivisen tulosvaroituksen toukokuun lopulla ja odottaa operatiivisen vertailukelpoisen liikevoittonsa laskevan vertailukaudesta (aik. kasvavan). Tulosvaroituksen jälkeinen yhtiöraporttimme on luettavissa [täältä](#).

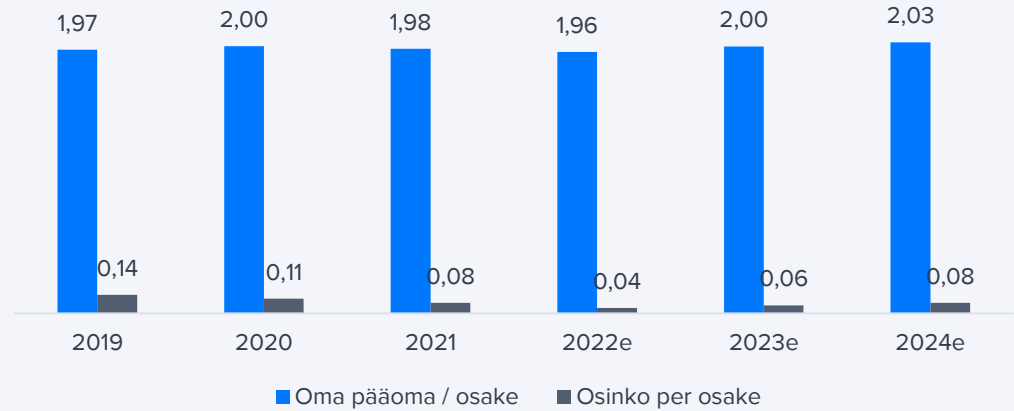
Tehdyt muutokset

Päivitimme Partnera-omistuksen arvon edellisen kuukauden keskipäivän mukaiseksi. Partneran kurssi on laskenut selvästi edelliseen päivitykseen nähden. Tämän myötä Arvon omistuksen arvo laski 6,4 MEUR:oon (aik. 8,8 MEUR). Arvon omistususuudessa ei ole tapahtunut muutoksia.



Heikentynyt markkinatilanne painaa kehitystä

Avainluvut



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Varallisuuden keskittäminen strategiin sijoituskohteisiin
- Nykyisten strategisten omistusten tuloskasvu
- Operatiivisilla tytäryhtiöillä hyvät kysyntäajurit
- Yritysosot

Riskitekijät

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

Arvostus

- Vuoden 2022 ennusteillamme Partnera hinnoitellaan noin 12x P/E-kertoimella ja 0,8x P/B-kertoimella
- Viimeisimmän [päivityksemme](#) yhteydessä osien summa -mallimme indikoima Partneran osakkeen arvo oli hieman alle 1,8 euroa osakkeelta
- Ennustamme osinkotuotto vuosille 2022-2023 on 2-4 %

LapWall

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

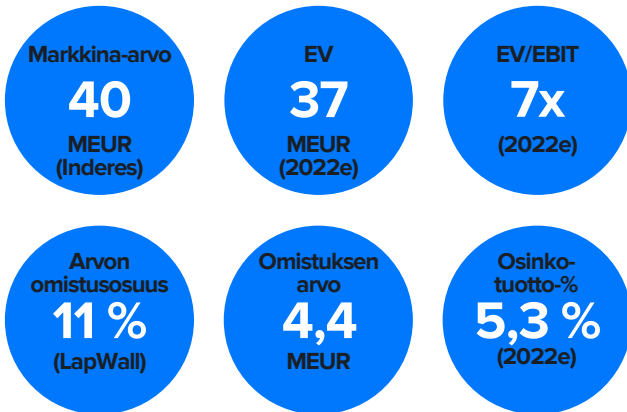
LapWall on rakennusmateriaaliyhtiö, joka on keskittynyt puusta valmistettujen seinä- ja kattoelementtien valmistamiseen Suomessa. LapWall operoi rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa sekä elementtituotteita että niihin suoraan liitännäisiä asennuspalveluita. LapWallin päätuotteita ovat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

Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki alkuperäisen sijoituksen LapWalliin vuonna 2017. Sijoituksen alkutaival lähti synkästi liikkeelle, mutta viime vuosien myönteisen kehityksen myötä LapWall listautui First North -listalle keväällä 2022. LapWall kasvatti tuotetarjoamaansa ennen listautumistaan hankkimalla kattoelementtivalmistaja Termaterin. Viimeisin yhtiöraportti on [täällä](#).

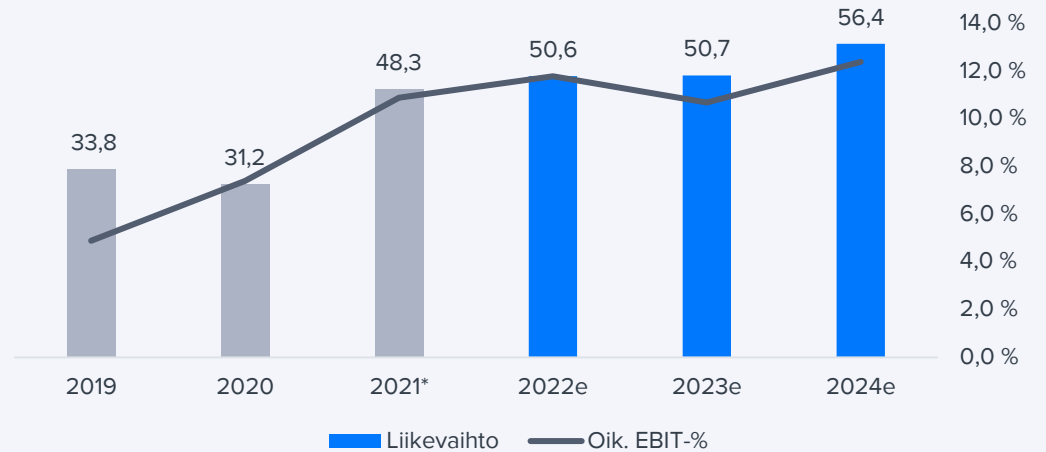
Tehdyt muutokset

Päivitimme LapWallin arvon edellisen kuukauden keskipurssin mukaiseksi ja Arvon nykyisen omistusosuuden (~11 % vs. ennen listautumista tehtyjä pieniä myyntejä 15 %) mukaiseksi. Edellisen kuukauden keskipurssilla Arvon omistuksen arvo on noin 4,4 MEUR.



Kysyntätilanne on erittäin hyvä

Avainluvut ja ennusteet

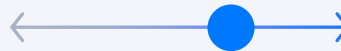


* Termater-yrityskaupan huomioivat pro forma -luvut

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Suomen talous- ja rakennusuhdanne
- Inflaatio ja hinnoitteluvoima
- Uudentyyppinen vahvempi kilpailu
- Ympäristötrendien ja puurakentamisen läpilyönnin hidastuminen
- Projektiriskit

Arvostus

- Vuosien 2022 ja 2023 ennusteillamme LapWallin P/E-luvut ovat 8x ja 10x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 7x. Tasot ovat mielestämme maltillisella tasolla
- Arvioimme yhtiön tarjoavan myös 5-6 %:n osinkotuottoa lähivuosina
- Arvon omistuksen arvo on noin 4,4 MEUR

Listaamattomat osakesijoitukset 1/2

Valtakunnalliset sijoitukset hallitsevat portfoliota

Arvo raportoi vuoden 2021 lopussa, että osuuskunnan sijoitukset alueellisiin ja valtakunnallisiin yhtiöihin suorien osakesijoitusten kautta oli käyvin arvoin yhteensä 36,7 MEUR. Kokonaisuus jakaantui melko tasan valtakunnallisten ja alueellisten sijoitusten kesken. Arviomme mukaan valtakunnallisista sijoituksista kuitenkin noin 9 MEUR muodostui Partnera-omistuksesta. Muuten sijoitukset koostuvat vähemmistöosuuksista kohdeyhtiöistä (pl. San Group), mikä on myös Arvon sijoitusstrategian mukaista, sillä osuuskunta lähtee lähtökohtaisesti alueellisiin ja valtakunnallisiin sijoituksiin aina vähemmistösijoittajana ja/tai mahdollisesti jonkin toisen pääomasijoittajan kanssa yhdessä enemmistöksi. Tilinpäätöksen jälkeen (kesäkuussa 2022) Arvo on tehnyt 2 MEUR:n valtakunnallisen osakesijoituksen kylmälaitekonserni Festivo Finlandiin.

Historiallisesti Arvon omassa listaamattomien osakesijoitusten salkussa rakentamisen ja teollisuussektorin paino on ollut korkea. Osassa viimeisimpiä osakesijoituksia (2019 sijoitus markkinointi- ja viestintäyhtiö Valve Groupiin sekä 2021 sijoitus teknologiayhtiö VRT Finlandiin) toimialapainoa on kuitenkin pyritty pienentämään. Pidämme tätä järkevänä muun muassa portfolion syklistyyden hallinnan näkökulmasta.

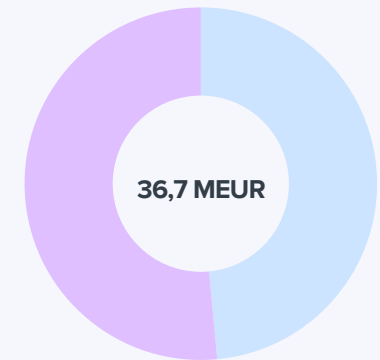
Arvon irtaantumiset listaamattomissa osakesijoituksista ovat tähän mennessä olleet vielä pieniä lukuun ottamatta vuonna 2021 tehtyä irtaantumista RealMachinerystä, johon Arvo teki 3

MEUR:n sijoituksen vuonna 2018. Käsitksemme mukaan Arvo sai kirjattua irtaantumisen yhteydessä sijoituksesta pienen myyntivoiton, mutta kokonaisuudessaan sijoitus jäi arviomme mukaan lopulta vain keskinkertaiseksi. Näin ollen Arvon sijoitusstrategian suorien osakesijoitusten näyttöihin on vaikea ottaa vielä tarkemmin kantaa. Tässä kohtaa on kuitenkin hyvä huomata, että suuremmat vvk-sijoitukset tehdään usein samalla ajatuksella suorien osakesijoitusten kanssa ja näistä Arvolla on kertynyt enemmän näyttöjä (kts. tarkemmin s. 32). Jatkossa irtautumisia pitäisi tulla enemmän, sillä portfoliossa on kypsempään vaiheeseen edenneitä kohteita (mm. LapWall ja Keliber). LapWallin kohdalla on kuitenkin hyvä huomata, että Arvon aikaisemmin listaamattoman sijoituksen listautuminen ei suoraan tarkoita, että osuuskunta etsisi nopeaa irtaantumista kohdeyhtiöstään. Pidämme tätä silti todennäköisenä lähivuosien aikana salkun kierron optimoinnin kannalta. Yleisesti sijoittajien kannattaa kuitenkin jatkossa seurata tarkasti irtautumishintoja ja sijoituksilla saatuja tuottoja.

Arvon merkittävimmät listaamattomat osakesijoitukset

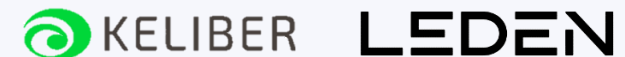
Arvon merkittävimmät listaamattomat osakesijoitukset muodostuvat mielestämme kahdesta alueellisesta sijoituksesta (Keliber ja Leden Group) sekä kolmesta valtakunnallisesta sijoituksesta (Valve Group, Festivo Finland sekä Nordic Option). Arviomme merkittävydestä perustuvat kohdeyhtiöiden nykyiseen kokoon,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

Osakesijoitusten jakauma 12/2021



- Alueelliset osakesijoitukset
- Valtakunnalliset osakesijoitukset (sis. Partnera)

Merkittävät alueelliset listaamattomat osakesijoitukset*



Merkittävät valtakunnalliset listaamattomat osakesijoitukset*



* Inderesin arvio sijoitusten merkittävydestä

Lähde: Inderes, yhtiöt

Listaamattomat osakesijoitukset 2/2

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

Arvo Sijoitusosuuskunnan 100 % tytäryhtiölle Arvo Invest Nordicille emme tee erillistä arvonmääritystä, koska tämä ei ole varsinaisesti Arvon sijoituskohde, vaan kyseessä on puhtaasti konsernin sijoitusyhtiö, jonka arvo muodostuu 10,2 %:n omistusosuudesta Partnerassa sekä finanssisijoituksista, jotka tulevat huomioiduksi jo muualla.

Muut listaamattomat osakesijoitukset

Arvolla on tällä hetkellä lisäksi arviomme mukaan viisi kokonaisuuden kannalta vähemmän

merkityksellistä suoraa osakesijoitusta listaamattomiin yhtiöihin (Pesmel, VRT Finland, QFox, San Group, ja Kuntokeskus Sisu). Tästä syystä arvostamme nämä sijoitukset arvioimaamme tasearvoon (2,3 MEUR) emmekä suorita näille varsinaista arvonmääritystä. Näistä sijoituksista merkittävimmät Arvolle ovat konepajayhtiö Pesmel, jolle osuuskunta on tarjonnut myös projektirahoitusta siltarahoituksen muodossa vuosien varrella (käsityksemme mukaan käytössä myös tällä hetkellä) sekä vuoden 2021 lopussa tehty valtakunnallinen sijoitus VRT Finlandiin. VRT Finland tarjoaa innovatiivisia ratkaisuja 3D-rakennetarkastuksiin ja 3D-datan hyödyntämiseen veden ala- ja yläpuolisten rakenteiden kunnan sekä pohjan olosuhteiden selvittämiseksi sen GISGRO-ohjelmiston avulla. Näistä etenkin VRT Finlandilla on mielestämme mahdollista tulevaisuudessa nousta arvonluojaksi, mikäli yhtiö onnistuu edistämään ohjelmistomyyntiään kansainvälisesti. Lisäksi sijoitus teknologiayhtiöön tuo mielestämme jälleen lisää toimialahajautusta Arvon salkkuun.

Leden Group

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

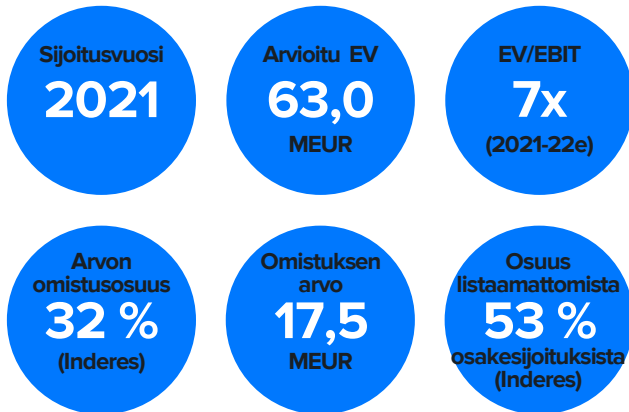
Leden Group on metalli- ja sähkömekaniikan sopimusvalmistaja, joka muodostui neljän yhtiön (LaserComp, Celermec, Ojala-Yhtymä ja Favor AS) fuusioituessa keväällä 2021. Leden Groupin tarjoamaan kuuluvat kaikki osavalmistuksen vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen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

Sijoitustarinan kehitys

Käsityksemme fuusion integraatio on edennyt hyvin ja kysyntänäkymät ovat Leden Groupin osalta ovat hyvällä tasolla. Yhtiö kertoi tilinpäätöksessään myös, että sen tavoitteena on edelleen kasvattaa kokoaan ja toimintaa siten, että listautuminen olisi sille mahdollista. Alustavan arviomme mukaan yhtiö voisi olla valmis listoille 2023-2024.

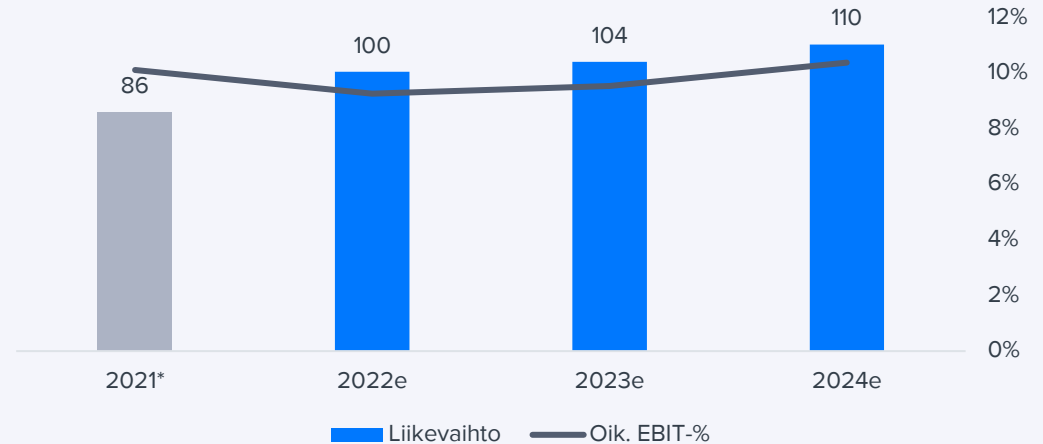
Tehdyt muutokset

Olemme nostaneet lähivuosien ennusteitamme reippaasti viime vuoden vahvojen lukujen myötä sekä keskusteltuamme yhtiön johdon kanssa. Tätä peilaten olemme muuttaneet myös hieman yhtiön hyväksyttävää arvostusta, missä näkemyksemme mukaan on edelleen nousuvaraa positiivisen track-recordin kertyessä tai listautumisen myötä. Tämän myötä Arvon osuus nousi myös 17,5 MEUR:oon (aik. 8,8 MEUR).



Väkevää suorittamista

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 fuusioitumisen jälkeiset haasteet integraatioissa
- Epäonnistuminen yritysjärjestelyissä



Arvostus

- Muutimme Leden Groupin hyväksyttävän arvostuksen 6x-8x oik. EV/EBIT-kertoimeen sekä 7x-10x oik. P/E-kertoimeen (aik. EV/EBITDA 5x)
- Tämä vastaa 2021-2022e noin 6x EV/EBITDA-kerrointa
- Arvostuskertoimissa on mielestämme vielä nousuvaraa kasvustrategian onnistuessa tai listautumisen myötä

Leden Group 1/2

Teollisuuden sopimusvalmistaja

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 (mm. ohutlevymekaniikan, kokoonpanojen, koneistamisen ja profiilivalmistuksen sopimusvalmistus) vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen hallinnassa ja logistiikassa. Lisäksi yhtiöllä on oma teräspalvelukeskus. Leden Groupilla on kolme tehdasta Pohjois-Pohjanmaalla ja kaksi Virossa, mikä mahdollistaa tuotannon optimoinnin asiakkaan toimipaikan mukaan ja tukee kasvumahdollisuuksia etenekin Keski-Euroopan suuntaan. Leden Groupilla on yhteensä noin 1000 asiakasta ja työntekijöitä sillä oli vuoden 2021 lopussa 489 henkilöä.

Kasvua haetaan lähivuosina yritysjärjestelyjen kautta

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

suurempi kokoluokka / useammat tehtaot mahdollistavat yhtiölle myös tehokkaamman tuotannosuunnittelun. Yhtiön pro forma liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali oli vuonna 2021 toimialaan suhteutettuna myös varsin vahvalla tasolla 10,1 %:ssa, jota arviomme mukaan tuki nousseen teräksen hinta myötä korkeaksi noussut teräksen tukkumyynnin kannattavuus. Pidämme yhtiöllä kuitenkin hyvät edellytykset yltää tälle tasolle myös tulevaisuudessa tuotannosuunnittelun ja investointien kautta kohoavan automaatioasteen tuoman tehokkuusparannuksen sekä liikevaihtoa hitaammin nousevien kiinteiden kulujen myötä.

Toimintaympäristön epävarmuus ei ole vaikuttanut olennaisesti toimintaan

Käsityksemme mukaan toimintaympäristön haasteet (mm. koronapandemia, inflaatio, saatavuushaasteet, korkojen nousu) ei ole vaikuttanut merkittävästi yhtiön toimintaan ja se onkin käsityksemme mukaan selviytynyt suhteellisenä voittajana haastavammassa olosuhteissa. Yhtenä merkittävänä tekijänä on ollut myös yhtiön oma teräksen tukkukauppa, jonka kautta se on pystynyt varmistamaan raaka-aineiden saatavuutta ja toisaalta myymään materiaaleja varastosta korkealla katteella. Leden on käsittäksemme saanut myös uusia asiakkaita kilpailijoiden toimitusvaikeuksien myötä. Tilanne ei myöskään ole käsityksemme mukaan toistaiseksi vaikuttanut yhtiön kysyntään. Tätä peilaten odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan peräti 17 % 100 MEUR:oon. Kannattavuutta vertailukauteen

odotamme hieman painavan (2022e oik. EBIT: 9,3 %) odottamamme tarjontatilanteen normalisoituminen sekä raaka-ainehintojen asteittainen normalisoituminen.

Odotamme kasvun tasaantuvan vuoteen 2023 mentäessä ja palautuvan lähemmäs toimialan historiallista kasvua. Arviomme mukaan kasvuvauhtia tasoittaa tiettyjen raaka-aineiden hintojen palautuminen lähemmäs historiallisia tasojaan, kun tarjonnan rajoitteet poistuvat toimitusketjuhaasteiden oletettavasti ratketessa. Nämä tekijät puolestaan arviomme mukaan osittain leikkaavat myös koko toimialan kasvua vuonna 2023. Näemme kuitenkin, että Leden Groupilla on suuremman kokoluokan, vapaan kapasiteetin sekä tällä hetkellä käynnissä olevien tuotannon uudelleen suunnittelujen kautta mahdollista kasvaa alan keksimääräistä vauhtia nopeammin. Ennustammekin Leden Groupin liikevaihdon kehittyvän lähivuosina noin 4-6 %:n vuositasolla. Tällä hetkellä kohonnutta investointitasoa, mutta toisaalta parantuvaa tehokkuutta ja kiinteiden kulujen osittaista skaalautumista peilaten odotamme yhtiön oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 9,5-10,4 % vuosina 2023-2024. Alemmilla riveillä odotamme yhtiön rahoituskulujen ja verojen pysyvän puolestaan vakaalla tasolla. Tätä peilaten odotamme nettotulosprosentin vähemmistöosuuksien jälkeen olevan 6,7-7,6 % vuosina 2022-2024 .

Leden Group 2/2

Arvostuskuva

Mielestämme Leden Group tulee hinnoitella kannattavan kasvuyhtiön tavoin ensisijaisesti tulos pohjaisesti. Mielestämme kaikki arvostuskertoimet ovat Leden Groupin kohdalla jokseenkin käyttökelpoisia, mutta suosimme arvonmäärityksessä nettotulospohjaista P/E-lukua sekä yritysarvopohjaista EV/EBIT-luku sillä käyttämämme verrokkiyhtiöt ovat pörssilistattuja ja täten liikevoittopohjainen kerroin on kirjanpitostandardien eroavaisuuksista johtuen paremmin vertailukelpoinen. Tarkastelemme yhtiön hyväksyttävää arvostusta ensisijaisesti Helsingin pörssin läheisimpien verrokkien (Incap ja Scanfil) historiallisten sekä vuosien 2022e-2023e kertomien kautta. Lyhyestä toimintahistoriasta johtuen käytämme hyväksyttävää arvostusta ensisijaisesti vuoden 2021 toteutuneille luvuille sekä 2022 ennusteidemme keskiarvoille. Incapiin ja Scanfiliin nähden yhtiö positioituu arviomme mukaan nykyisellä portfoliollaan arvoketjussa hieman varhaisempaan vaiheeseen ja myös paikallisemmaksi toimijaksi. Tämä rajaa toisaalta hyväksyttävää arvostusta suhteessa näihin.

Yleisellä tasolla sopimusvalmistuksen tietyiltä osin haastava luonne ja sykliset riskit ovat myös rajanneet toimialan yhtiöiden (Incap 2017-2021: P/E 10x, EV/EBIT 7x ja Scanfil: P/E 11x, EV/EBIT 10x) arvostusta verrattuna esimerkiksi Helsingin pörssin pidemmän aikavälin arvostuksen (mediaani P/E 14x-15x, mediaani EV/EBIT 11x-14x) kanssa. Myös Scanfilin viimeisen 6 vuoden 12 kuukautta eteenpäin katsovat kertoimet tukevat tätä (P/E 11x, EV/EBIT 9x). Mielestämme Leden Groupin hyväksyttävää arvostusta on syytä peilata ennen kaikkea Incapin ja Scanfilin historiallisiin tasoihin sen lyhyestä toimintahistoriasta ja näin lyhyestä

track-recordista johtuen. Tätä heijastellen Leden Groupia tuleekin arvostaa selkeällä alennuksella verrokkiryhmän suurempiin listattuihin ja pidemmän track-recordin omaaviin toimijoihin nähden etenkin eteenpäin katsovilla kertomilla (2022e-2023e Incap EV/EBIT 9x-11x ja P/E 12x-13x Scanfil EV/EBIT 8x-10x ja P/E 11x-12x). Mielestämme Leden Groupin hyväksyttävä arvostustaso onkin listamaattomana yhtiönä oikaistulla EV/EBIT-kertoimella 6x-8x ja oikaistulla P/E-kertoimella 7x-10x. Vuoden 2021 toteutuneilla luvuilla ja vuoden 2022 ennusteillamme olemme määritelleet tulos pohjaisesti Leden Groupin markkina-arvoksi 44-66 MEUR näiden kahden menetelmän keskiarvona. Tämä puolestaan indikoisi Arvon omistuksen arvoksi 17,5 MEUR.

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

Arvostuskertoimet	Minimi	Maksimi	
Oik. EV/EBIT (2021-2022e)	6	-	8
Oik. P/E (2021-2022e)	7	-	10

Arvon osuuden arvo		
Yritysarvo EV/EBIT-pohjaisesti	63,0	MEUR
Nettovelat	10,1	MEUR
Markkina-arvo (EV/EBIT-pohjaisesti)	52,9	MEUR
Markkina-arvo (P/E-pohjaisesti)	56,0	MEUR
Arvon osuus	17,5	MEUR

Keliber

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

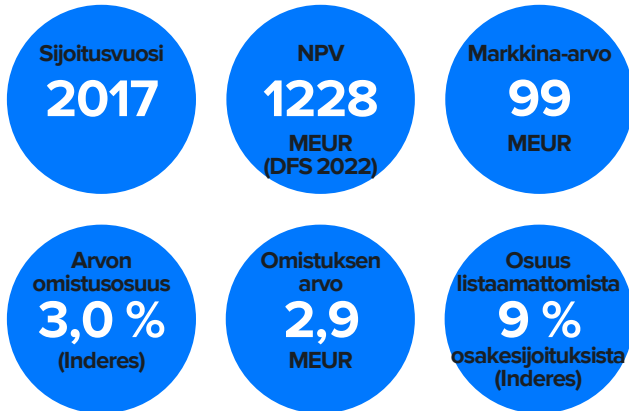
Keliber omistaa useita pitkälle tutkittuja litiumesiintymiä Keski-Pohjanmaalla. Litiummalmivarojen ja mineraalivarantojen on arvioitu olevan merkittäviä Euroopan mittakaavassa ja esiselvitysten perusteella kaivoksen tuotantokustannusten pitäisi olla hyvin kilpailukykyisiä. Yhtiön kaivostoiminta on vielä kehitysvaiheessa ja hankkeen rakentaminen on tarkoitus aloittaa arviolta 2022, kun kaivokselle on saatu vaadittavat ympäristöluvut. Yhtiön toiminta-ajatus nojaa akkumateriaalien kysynnän kasvuun (sähköautot) ja sen myötä nousevaan litiumhydroksidin hintaan.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo on sijoittanut Keliberiin kahdessa erässä vuosina 2017 ja 2020. Vuonna 2021 tehdyn rahoitusjärjestelyn ja Sibanye-Stillwaterin kolmannen merkinnän jälkeen Arvon omistusosuus laski 3,0 %:iin (aik. 3,1 %). Sibanyen 5 MEUR:n lisäsijoitus toteutettiin samalla valuaatiolla kahden ensimmäisen merkinnän kanssa.

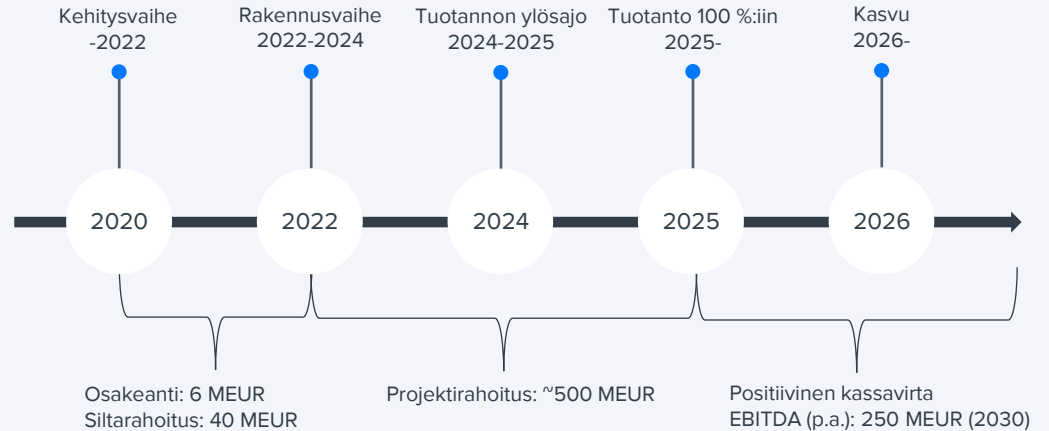
Tehdyt muutokset

Projekti on ymmärryksemme mukaan edistynyt operatiivisesti suunnitellusti. Tämän myötä Sibanyen on tarkoitus ottaa päärooli Keliberin rahoittajana vuoden 2022 puolivälissä hankkeen edetessä rakennusvaiheeseen. Arviomme mukaan tämän myötä Arvon sijoitusaika on lyhentynyt ja tuottopotentiaali laskenut, mutta toisaalta korkeariskisen projektin negatiivisen skenaarion todennäköisyys on laskenut selvästi. Sijoitus on kuitenkin edelleen korkeariskinen.

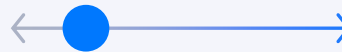


Projekti etenee raiteillaan

Avainluvut ja ennusteet



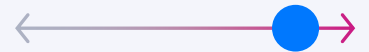
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Sähköautojen yleistymisen myötä kasvava akkumateriaalien kysyntä
- Nopean kysynnän kasvun odotetaan kiristävän litiumhydroksidin kysyntä/tarjonta-kuvaa ja nostavan hintaa
- Projektiriskin pienentäminen ja hankkeen eteneminen

Riskitekijät

- Negatiiviset yllätykset kaivoksen kehitystyössä
- Litiumhydroksidin hinnanlasku
- Merkittävät pääomatarpeet ja kasvurahoituksen saatavuus ja hinta
- Nykyisten omistajien omistusten laimentuminen

Arvostus

- Sibanye-Stillwaterin viimeisimmän sijoituksen myötä Keliberin osakekannan arvo olisi noin 99 MEUR, mitä pidämme nykytilassa helposti perusteltavana lattiana
- Arvon osuuden arvo säilyi 2,9 MEUR:ssa
- Vuoden 2022 DFS-tutkimus indikoi isoa nousuvaraa (NPV 1228 MEUR), vaikka pidämme tuottovaatimusta alhaisena

Keliber

Keliber kehittää litium-kaivosta

Useita vuosia litiumkaivoshanketta Keski-Pohjanmaalla kehittäneellä Keliberillä on projektissa tällä hetkellä noin 16 vuoden tuotantovolyymiä vastaava määrä litiummineraaleja. Lähivuosina Keliber todennäköisesti keskittyy hankekehityksen jatkamiseen ja ympäristölupien saamiseen. Kaivoshankkeen siltarahoittajan roolin on ottanut eteläafrikkalainen suuri kaivosyhtiö Sibanye-Stillwater, joka on sitoutunut siltarahoittamaan hanketta vuosina 2021-2022. Käsityksemme mukaan Sibanyen on tarkoitus ottaa päärooli Keliberin rahoittajana vuoden 2022 puolivälissä hankkeen edetessä rakennusvaiheeseen. Tuotannon kaivoksella on määrä alkaa vuoden 2024 aikana.

Sähköautojen yleistymisen odotetaan kiristävän litiumhydroksidin markkinaa

Litiumin ja litiumtuotteiden hinnat ovat nousseet viime aikoina monien muiden raaka-aineiden tavoin kohonneen inflaation ja globaalien toimitusketjuhäiriöiden myötä. Myös rakenteelliset sähköautoja ja energiavarastojen tarpeellisuutta tukevat kestävä kehityksen periaatteiden mukaiset tekijät tukevat litiumin kysyntää ja esimerkiksi EU on aikaisemmin arvioinut, että litiumia tarvitaan 60 kertaa nykyistä enemmän vuoteen 2050 mennessä. Lisäksi esimerkiksi Roskilde ennustaa, että litiumin kysyntä/tarjontatilanne kiristyy 2020-luvun puolivälin tienoilla pulan puolelle ja luonnollisesti skenaarion toteutuminen heijastuisi pitkällä aikavälillä todennäköisesti litiumin hintaan positiivisesti.

Keliberissä on iso, mutta epävarma potentiaali

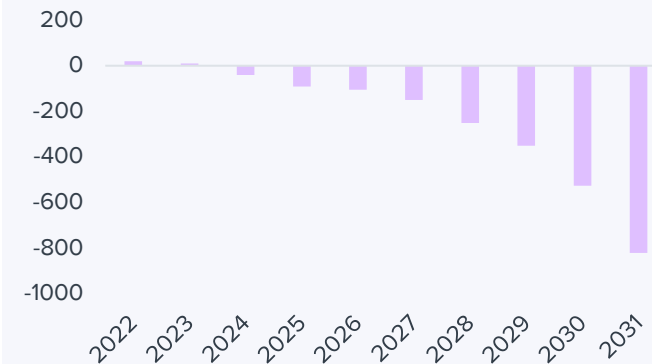
Keliber julkaisi vuonna 2022 projektistaan päivitetyn toteutettavuusselvityksen (DFS), jonka taloudellinen arviointi osoitti tuolloin hankkeelle 1228 MEUR:n nettonykyarvoa 8 %:n diskonttauskorolla. Vastaavasti hankkeen verojen jälkeinen IRR oli erittäin houkutteleva 31 %. Mielestämme DFS:n tulos tukee ehdottomasti hankkeen eteenpäin viemistä. Emme kuitenkaan nojaa näkemystämme Arvon Keliber-omistuksen käyvästä hinnasta DFS:ään, sillä mielestämme mallissa käytetty tuottovaatimus on matalahko korkeariskiselle kaivoskehitysprojektille. DFS antaa kuitenkin kuvaa Arvon Keliber sijoituksen merkittävästä potentiaalista siinä tapauksessa, että kaivoskehitys onnistuu odotusten mukaisesti ja yhtiön markkina-analyysi osuu oikeaksi. Sibanyen mukaantulo on kuitenkin lyhentänyt arviomme mukaan Arvon sijoitusaikaa ja rajannut sijoituksen tuottopotentiaalia selvästi, mutta toisaalta laskenut korkeariskisen projektin negatiivista skenaariota merkittävästi.

Nojaamme Keliberin arvomäärittelyksessämme toistaiseksi yhtiö viimeiseen oman pääoman ehtoiseen rahoituskierrökseen, jossa Sibanye merkitsi lisää yhtiön osakkeita. Tämä antaa konkretiaa siitä, millaisilla ehdoilla ja arvostuksella sijoittajat ovat olleet valmiita Keliberiin uutta rahaa laittamaan. Näillä oletuksella Keliberin markkina-arvoksi tulisi noin 99 MEUR ja Arvon osuuden arvoksi 2,9 MEUR. Pidämme tätä melko konservatiivisena arviona, sillä litiumin hinta ja kysyntä ovat nousseet rahoitussopimuksen solmimisen jälkeen, mutta korkeiden riskien ja Arvon mahdollisten exit-ehtojen epävarmuuden vuoksi pidämme tätä toistaiseksi perusteltuna.

Projektin tämän hetken oletukset:

- Kaivoksen elinkaari: 16 vuotta
- Kokonaismalmivarat 12,3 miljoonaa tonnia
- Investointikustannukset 475 MEUR
- NPV 1228 MEUR 8 %:n diskonttokorolla
- Takaisinmaksuaika 3,5 vuotta tuotannon alkamisesta
- Vuotuinen käyttökate (v. 2030) 253 MEUR
- Vuotuinen akkulaatuisen litiumhydroksidimonohydraatin tuotanto omasta malmista 15 000 tonnia / vuosi
- Tuotanto käynnistyy 2024 ja ensimmäinen kokonainen tuotantovuosi 2026

Akkulaatuisen litiumhydroksidin ennustettu kysynnän ja tarjonnan nettotasapaino (sis. uudet projektit, kilotonnit)



Valve Group

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Valve Group on markkinointi- ja viestintäalan-konserni. Valve Group tarjoaa erilaisia markkinoinnin ja viestinnän palveluita sekä teknologisia ratkaisuja asiakkailleen uusien liiketoimintaratkaisujen löytämiseen ja toteuttamiseen. Yhtiön asiakaskunta koostuu sekä julkisen että B2B-puolen asiakkaista.

Sijoitustarinan kehitys

Viime vuosien kehitys on ollut selkeää pettymys yhtiön kasvustrategia huomioiden. Vuonna 2021 yhtiön kannattavuus kääntyi paremmaksi, mutta tilinpäätös sisälsi paljon kertaluontoisia eriä, joten normalisoidun kannattavuuden arviointi on toistaiseksi hankalaa. Arvioimme yhtiön tavoittelevan kasvua jatkossa etenkin epäorgaanisen kasvun kautta.

Tehdyt muutokset

Laskimme lähivuosien liikevaihtoennusteitamme selvästi, sillä Valve myi Wakeonen ohjelmistopuolen yrityksen perustajille. Sen sijaan nostimme hieman lähivuosien kannattavuusennusteitamme tilinpäätöksen lukujen perusteella. Käsityksemme mukaan kannattavuuskäänte on jatkunut myös tämän vuoden puolella. Sen sijaan kasvuun on vaikuttanut negatiivisesti osaan asiakkaista vaikuttanut toimintaympäristön heikentyminen sekä alkuvuoden sairaspöissaolot koronan vuoksi.

Sijoitusvuosi

2020

Arvioitu EV

5,1
MEUR

Oik. EV/EBIT

8x
(2022-23e)

Arvon
omistusosuus

25 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

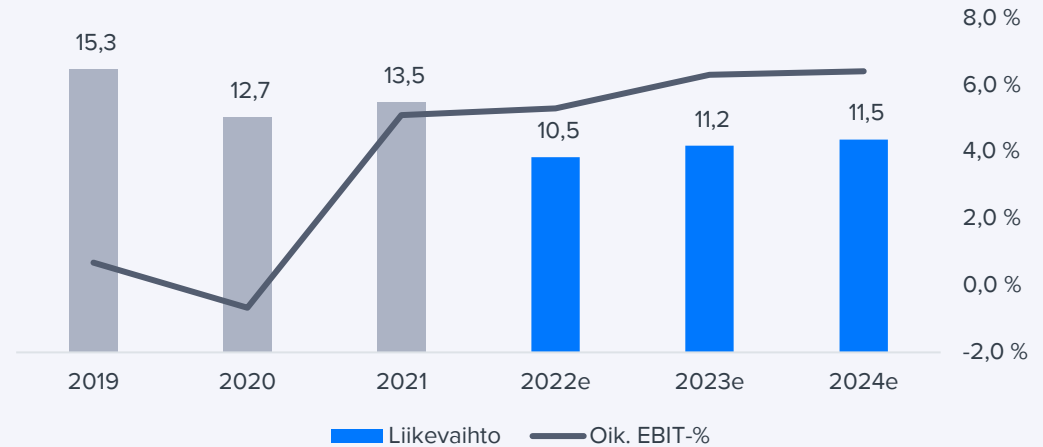
2,0
MEUR

Osuus
listaamattomista

6 %
osakesijoituksista
(Inderes)

Kannattavuus parani viime vuonna

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
- Projektiriskit
- Epäonnistuminen yritysostoissa
- Suurten asiakkuuksien menettäminen
- Työvoiman saatavuus



Arvostus

- Arvostamme Valve Groupin 2022-2023 ennusteillamme EV/EBIT-kertoimella 8,0x, mikä tekee Arvon sijoituksen arvoksi 2,0 MEUR (aik. 2,0 MEUR)
- Tämä vastaa lähivuosille noin 0,4x-0,5x EV/S-kerrointa
- Kasvustrategian onnistuessa on sijoituksessa potentiaalia
- Suuremmat yritysjärjestelyt voivat muuttaa arvostuskuvaa nopeasti

Valve Group 1/2

Valve Group on monipuolinen markkinointikonserni

Valve Groupiin kuuluvat markkinointi- ja viestintätoimisto Valve, virtuaalisen ja kokemuksellisen internetin sovellus- ja sisältöpalveluita tuottava Wakeone ja videoiden ja animaatioiden tuotantoyhtiö Filmbutik sekä konsernin osakkuusyhtiöt mainostoimisto Folk Finland, ja tuote- ja palvelukonseptien testauksen digitalisoiva Cambri. Konsernissa on yli 200 työntekijää.

Yhtiön liikevaihdosta ymmärtääksemme suurin osa tulee toistaiseksi projekteista, jotka julkisella puolella myönnetään kilpailutuksen kautta. Valve on kuitenkin saanut jalkansa oven väliin julkiselle puolelle ja päässyt hyväksytyjen tarjoajien joukkoon ja täten Valveen puitesopimukset ovat voimassa useita vuosia. Näemme tämän tärkeänä asiana Valveen kannalta, sillä yhtiöllä pitäisi olla tällä saralla mahdollista saada tyydyttävää jatkuvuutta liikevaihdon osalta. Seuraavana toimenpiteenä riskitason laskemiseksi ja arvon kasvattamiseksi näkisimme toimenpiteet jatkuvan liikevaihdon kasvattamiseksi. Käsitksemme mukaan Valve on pyrkinyt myös strategiansa mukaisesti lisäämään yksityisen puolen asiakkaiden määrää.

Ennusteet lähivuosille

Lähivuosina käsitksemme mukaan yhtiö pyrkii myös kansainvälistymään ja yhtenä kulmakivenä tämän toteuttamisessa on myös yritysjärjestelyt. Uskomme, että Valve tavoittelee tulevilla yrityskaupoilla palveluportfolionsa laajentamista,

jolla se pystyisi kasvattamaan tarjoamaansa arvoketjua asiakkailleen. Lisäksi odotamme yrityskauppojen olevan kokoluokaltaan merkittäviä, joiden kautta yhtiöllä on mahdollisuutta päästä käsiksi myös uusiin merkittäviin asiakkuuksiin. Emme ole kuitenkaan sisällyttäneet yritysjärjestelyjä ennusteisiimme, koska näitä on käytännössä mahdotonta mallintaa.

Viime vuosina Valveen kehitys on polkenut käytännössä paikallaan ja Wakeonin ohjelmistopuolen liikevaihtokertymän poistuttua lähdetään liikevaihdon kasvua hakemaan alemmalta tasolta tälle vuodelle. Lähivuosien orgaanisen kasvun odotamme olevan 4-5 %:n tasolla, sillä käsitksemme yhtiön nykyisenä strategiana on tavoitella kannattavaa orgaanista kasvua viime vuosina heikentyneen kannattavuuden vuoksi. Odotamme yhtiön pyrkivän kiihdyttämään kasvua kuitenkin yritysjärjestelyjen kautta.

Sen sijaan kannattavuutta yhtiö sai viime vuonna nostettua, mutta yhtiön tilinpäätös sisälsi arviomme mukaan runsaasti kertaluontoisia eriä (sekä positiivisia että negatiivisia), joten normalisoidun kannattavuustason hahmottaminen on vielä tässä kohtaa hankalaa. Käsitksemme mukaan yhtenä merkittävänä tekijänä kannattavuuden parantumisen taustalla on kuitenkin myös yhtiön siirtyminen uusiin toimitiloihin, joiden kautta yhtiön vuokratulujen määrää saatiin laskettua. Käsitksemme mukaan kuluva vuosi on kannattavuus mielessä myös lähtenyt hyvin käyntiin. Mahdolliset yritysjärjestelyt voivat vaikuttaa myös yhtiön kasvu- ja kannattavuuskehitykseen merkittävästi

lähivuosina.

Arvon omistus on alkuperäisen sijoituksen tasolla

Käytämme yhtiön arvonmäärittämisessä EV-pohjaisia menetelmiä, jotka huomioivat yhtiön taserakenteen. Hyödynnämme Valveen arvonmäärittämisessä sekä liikearvopoistoista oikaistua EV/EBIT- että EV/S -menetelmiä, sillä yksittäisen kertoimen käyttöön liittyy riskejä vääristä tulkinnasta ja toisaalta näitä yhdistämällä on yhtiöstä mahdollista saada kokonaisvaltaisempi kuva. Käytämme sekä kannattavuuden että liikevaihdon osalta vuosien 2022-2023 ennusteitamme, jotka huomioivat osan Wakeonin liikevaihdon poistumasta.

Mielestämme Valveelle hyväksyttävä arvostusta voi hakea Helsingin pörssistä noteeraatusta Avidlysta, vaikka yhtiöiden liiketoimintamalleissa hieman eroja onkin. Avidlya arvostetaan pörssissä tällä hetkellä vuosille 2022-2023 oik. EV/EBIT-kertoimilla 8x-11x ja EV/S-kertoimella noin 0,5-0,6x. Avidlyn hieman suurempi koko, ripeämpi kasvuvauhti ja osakkeen likviditeetti huomioiden on Valvea mielestämme perusteltua arvottaa diskontolla suhteessa Avidlyyn. Tätä peilaten arviomme mukaan neutraali arvostus Valveelle olisi oikaistulla EV/EBIT-kertoimella 7x-9x ja noin EV/S-kertoimella 0,5x. Mielestämme Valveella on edellytyksiä nostaa omaa hyväksyttävää arvostustaan, mikäli yhtiö saa kerättyä track-recordia kannattavan kasvustrategiansa onnistuneesta toteuttamisesta.

Valve Group 2/2

Käyttämällä lähivuosien ennusteidemme keskiarvoa saamme ja määrittämämme oik. EV/EBIT -arvostushaarukan keskikohtaa saamme Valve Groupin yritysarvoksi noin 5,1 MEUR. Tämä puolestaan indikoisi lähivuosille noin 0,4x-0,5x EV/S-kerrointa, mikä on linjassa hyväksymämme arvostuksen kanssa. Yhtiöllä oli vuoden 2021 lopussa noin 2,9 MEUR:n nettokassa, jonka odotamme kehittyvän vuotta 2021 vastaavasti (2021 nettorahavirta -0,1 MEUR) saamme yhtiön markkina-arvoksi noin 7,9 MEUR. Arvon 25 %:n omistusosuudella tämä tekee 2,0 MEUR, mikä vastaa myös alkuperäistä sijoitussummaa. Tähän mennessä sijoitus onkin kehittynyt korkeintaan tyydyttävästi. Toisaalta sijoituksella on mielestämme edellytyksiä kehittyä vielä positiivisesti, jos Valve onnistuu strategiansa toteutuksessa lähivuosina.

Arvostuskertoimet	Minimi	Maksimi
Oik. EV/EBIT (2022e-2023e)	7	- 9
EV/S (2022e-2023e)	0,4	- 0,6

Arvon osuuden arvo		
Yritysarvo EV/EBIT-pohjaisesti	5,1	MEUR
Nettokassa	2,8	MEUR
Markkina-arvo	7,9	MEUR
Arvon osuus	2,0	MEUR

Nordic Option

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

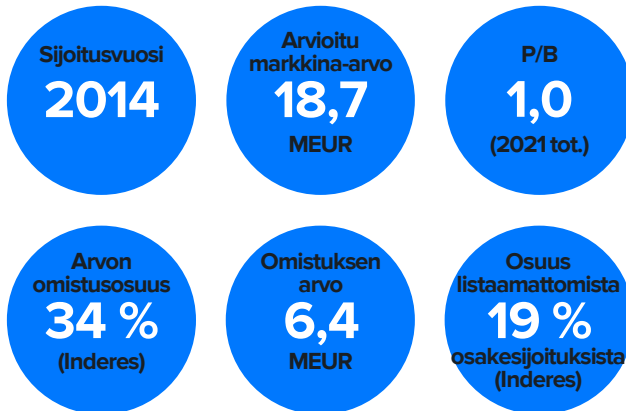
Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 13 kohdeyrityksessä. Sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti pohjoissuomalaisiin kasvuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen, niiden kehittämiseen ja sijoituskohteesta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo hankki osuuden Nordic Optionista Finnveralta vuonna 2014. Arvo on aktiivisesti mukana yhtiön hallitustyöskentelyssä ja oli uudistamassa yhtiön strategiaa vuonna 2017, minkä jälkeen rahaston kehitys on kääntynyt jälleen positiiviseksi. Vuonna 2021 Nordic Option teki 5 uutta sijoitusta. Irtautumisia ei ole tapahtunut 2020 joulukuun jälkeen.

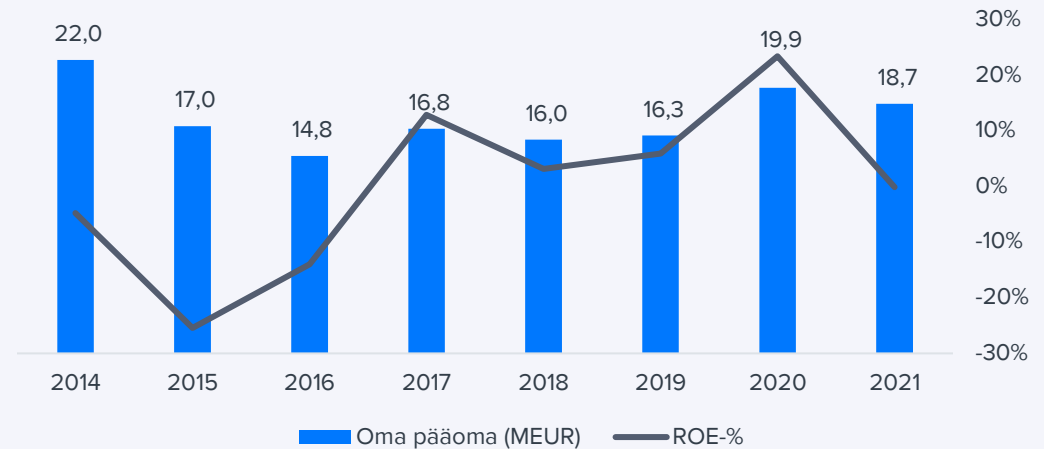
Tehdyt muutokset

Yhtiön oman pääoman tasearvo laski vuonna 2021 18,7 MEUR:oon (2020: 19,9 MEUR), sillä vuoden aikana ei realisoitunut tuottoja irtautumisista. Tämän myötä oman pääoman tuotto päättyi myös noin nollassa tasolle. Emme pidä tätä kuitenkaan suurena ongelmana, kunhan salkun kierto ei hydy useammaksi vuodeksi. Käsityksemme mukaan osa kohdeyrityksistä on kärsinyt pandemiasta sekä epävakasta toimintaympäristöstä, mutta kokonaistilanne on edelleen melko hyvä.



Ei irtautumisia vuonna 2021

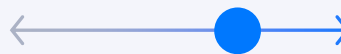
Avainluvut



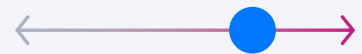
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Sijoituskohteiden heikko kehitys
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Kiristynyt kilpailu sijoituskohteista
- Suomen talouden merkittävä heikentyminen

Arvostus

- Arvostamme Nordic Option sen viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon (18,7 MEUR), joka tekee Arvon sijoituksen arvoksi n. 6,4 MEUR
- Yhtiön oman pääoman tuotto on parantunut viime vuosina, mutta on keskimäärin korkeintaan tyydyttävällä tasolla (pl. 2020), joten mielestämme tasearvon ylittävälle premiohinnoittelulle ei ole ainakaan vielä perusteita

Nordic Option 1/2

1990-luvulla alkupuolella perustettu rahasto

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

Rahaston sijoitusperiaatteet

Rahasto sijoittaa omasta taseestaan ja yhtiön omavaraisuusaste oli 99 % vuoden 2021 lopussa. Nordic Option keskittyy sijoituskohteissaan Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin ja sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti omistustensa kehittämiseen ja lopulta irtaantumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 13 yrityksessä. Rahaston toimialapainotus on selvästi teknologiavoittoinen, mihin osittain vaikuttaa Oulun seudun kasvuvaiheen teknologiayritysten korkea lukumäärä. Yhtiö teki vuonna 2021 strategiapäivityksen vahvan hankevirran myötä. Tässä yhteydessä sijoitusstrategiaa tarkennettiin siten, että 80 % rahaston varoista tulee sijoittaa Pohjois-Suomen alueelle, mutta enintään 20 % on

mahdollista kanssasijoittaa yhdessä muiden sijoittajien kanssa toimialueen ulkopuolelle. Suhtaudumme tähän muutokseen positiivisesti, sillä se lisää potentiaalisten kohteiden määrää huomattavasti.

Ensisijoitusten koko vaihtelee 0,5-2,5 MEUR:oon ja jatkosijoituksia voidaan tehdä harkinnan mukaan. Yhteen sijoituskohteeseen on mahdollista sijoittaa maksimissaan 15 % rahaston varallisuudesta. Yhtiöllä on tarkoitus tehdä vuosittain uusia sijoituksia sekä irtaantumisia kohdeyrityksistä. Mielestämme vuosittaiset irtaantumiset ovat osittain pakollista suhteellisen pienelle rahastolle, jotta uusia sijoituksia voidaan tehdä. Rahaston kokoa olisi toki mahdollista kasvattaa sen pääomittamisella, mutta tämän vaihtoehdon todennäköisyyttä on vaikea arvioida ja lähtökohtaisesti emme odota pääomittamista tapahtuvan ainakaan lähiaikoina. Käsityksemme mukaan Nordic Optionin maksamat osingot ovat myös ainakin osittain riippuvaisia irtaantumisista.

Nykyinen portfolio lyhyesti

Brightplus on biomateriaaliyhtiö, jonka ratkaisut pohjautuvat patentoituun BrightBio-tekнологiaan. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2021 0,8 MEUR (2020: 0,8 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

Rajobit on ohjelmistorobotiikkayhtiö, joka tarjoaa rutiinitöiden automatisointia kaiken kokoisille yrityksille eri toimialoilla. Yhtiön liikevaihto vuonna 2021 0,9 MEUR (2020: 0,5 MEUR) Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

SensorFu on kyberturvayhtiö, joka valmistaa yrityksille suunnattuja tietoturvaratkaisuja. Yhtiön

liikevaihto oli 6/2021 päättyneellä tilikaudella 242 TEUR (6/2020: 152 TEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

Sensmet on veden analysointitekнологiaan ja datan hyödyntämiseen keskittynyt yhtiö. Sen asiakaskunta koostuu monipuolisesti eri teollisuuden alan yhtiöistä. Yhtiön liikevaihto oli 3/2021 päättyneellä tilikaudella 186 TEUR (3/2020: 77 TEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

Owatec on oululainen vesi- ja ympäristöalan yhtiö, joka toimittaa asiakkailleen teknologia- ja palveluratkaisuja veden ja jätteiden käsittelyyn laaja-alaisesti eri teollisuuden aloille. Vuonna 2021 yhtiön liikevaihto oli 1,6 MEUR (2020: 1,3 MEUR). Sijoitus tehtiin vuonna 2021.

Enhancell on oululainen ohjelmistoalan yritys, joka on keskittynyt langattomien sisätilaverkkojen testaukseen ja tunnistamiseen. Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Oulussa ja Bostonissa. Enhancellin liikevaihto oli 1,9 MEUR vuonna 2021 (2020: 2,4 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2020.

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

Tactotek on muovin valetun rakenteellisen elektroniikan (IMSE-tekнологian) markkinajohtaja, jonka kohdemarkkinoina ovat auto- ja kodinkoneteollisuus. Tactotek-konsernin liikevaihto oli vuonna 2020 1,5 MEUR (2019: 2,8 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2019.

Nordic Option 2/2

9Solutions on paikantavien turva- ja viestintäjärjestelmien sekä älykkäiden hoivaratkaisujen toimittaja. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2020 5,5 MEUR (2019: 7,8 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2019.

Screentec on korkean teknologian yhtiö ja valmistaa esimerkiksi painetun elektroniikan ratkaisuja medical-sektorin tarpeisiin. Yhtiön nopea reagointi koronapandemiaan ja visiirituotannon aloittaminen nosti menneen tilikauden liikevaihtoa käsityksemme mukaan merkittävästi (3/2021 päättyneen tilikauden liikevaihto 7,0 MEUR vs. 3/2020: 1,9 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2018.

Haltian keskittyy IoT-kokonaisratkaisuihin kiinteistöjen, kylpyhuoneiden ja tehtaiden ylläpitoon. Yhtiö on erikoistunut myös tuotekehitystalona ja kehittääkin yhdessä asiakkaidensa kanssa varhaisen kehitysvaiheen ideoista kaupallisia tuotteita. Haltian-konsernin liikevaihto oli vuonna 2020 9,0 MEUR (2019: 6,3 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2017.

Valtavalo on oululainen LED-valoputkivalmistaja. Yhtiön liikevaihto oli 5/2021 päättyneellä tilikaudella 3,9 MEUR (5/2020: 4,1 MEUR). Sijoitus on vuodelta 2015.

Best Glass on nivalalainen eristyslasia valmistava yritys. Yhtiön asiakkaina ovat ovi-, ikkuna- ja talotehtaat. Best Glass-konsernin liikevaihto oli 4/2021 päättyneellä tilikaudella 28,0 MEUR (4/2020: 26,1 MEUR). Sijoitus tehtiin 2011.

Viimeisin irtaantuminen oli onnistunut

Nordic Option teki erinomaisen irtaantumisen hyperspektrikameroiden toimittajasta Specimistä

loppuvuodesta 2020, mikä nosti myös oman pääoman tuoton vahvalle tasolle 23 %:iin vuonna 2020. Tämän jälkeen Nordic Option ei ole tehnyt irtaantumisia kohdeyhtiöistään.

Tällä hetkellä salkussa on kaksi sijoitusta (Best Glass ja Valtavalo), jotka on tehty vuonna 2015 tai ennen ja uskomme ainakin näistä irtaantumisen olevan yhtiön tavoitteissa salkun kierron parantamiseksi. Historiallisen kehityksen perusteella viime vuodet ovat olleet molemmille haastavia, emmekä odota yhtiöiden nykyisillä tulokunnoilla irtaantumisten johtavan myyntivoittoihin.

Nordic Optionin kohdeyhtiöiden kanssa on kuitenkin hyvä huomata, että kohdeyhtiöiden teknologiapainotuksen johdosta mahdollisten yrityskauppojen myyntihintaan vaikuttavat muutkin seikat (mm. teknologia sis. patentit ja ostajan saamat synergiat) kuin pelkästään taloudelliset luvut, jos tuotetta/teknologiaa päästään myymään sopivalle ostajalle, kuten Specimin tapauksessa.

Toimialahajautusta Arvon salkkuun

Kuten aiemmin todettua on Arvolla strategisena tavoitteena rakentaa sijoituskohteiden välille arvoketjua ja Nordic Optionilla on tässä tärkeä rooli. Arvoon verrattuna Nordic Optionin sektoripaino on selvästi teknologiavoittoinen, mutta se sijoittaa kuitenkin suurin piirtein saman kasvuvaiheen (hieman varhaisemman kasvun) yrityksiin. Arvo pystyy näin myös ohjaamaan potentiaalisia sijoituskohteita Nordic Optionille, jos Arvo katsoo, että Nordic Optionilla on paremmat edellytykset kasvattaa niiden arvoa (esimerkiksi toimialaan liittyvistä syistä) ja päinvastoin. Pidämme kyseistä arvoketjustrategiaa alustavasti

hyvinkin potentiaalisena tapana ohjata kohdeyhtiöt sopivimmalle omistajalle niiden kehittämistä varten. Tämä mahdollistaa pitkässä juoksussa myös omistaja-arvon luomisen sekä Arvolle että Nordic Optionille.

Lyhyt track-record uuden strategian aikana

Emme ennusta Nordic Optionin kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista ja niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta. Käsityksemme mukaan ilman niitä yhtiön tulos kääntyy kuitenkin tappiolle.

Arvostamme Nordic Optionin toistaiseksi sen taseen oman pääoman perusteella. Arvon omistusosuudella omistuksen arvoksi muodostuu noin 6,4 MEUR. Rahaston oman pääoman tuottokehitys on strategisten muutosten jälkeen kehittynyt positiivisesti, mutta pysytellyt silti keskimäärin alle 10 %:ssa. Tämän takia emme pidä perusteltuna arvostaa Nordic Optionia yli sen tasearvon ainakaan toistaiseksi, sillä kaipaamme siltä pidemmän ajan positiivisen track-recordin rahaston sijoituskohteiden kehityksestä ja irtaantumisista ennen kuin voisimme hyväksyä Nordic Optionille preemioarvostuksen. Mielestämme tämäntyyppisen kasvuvaiheen teknologiaportfolion tuottovaatimus on kaksinumeroinen ja preemiohinnoittelu vaatisi siten selvästi kaksinumeroista oman pääoman tuottoa Nordic Optionilta esimerkiksi kolmen vuoden rullaavana keskiarvona laskettuna.

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

Festivo Finland

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

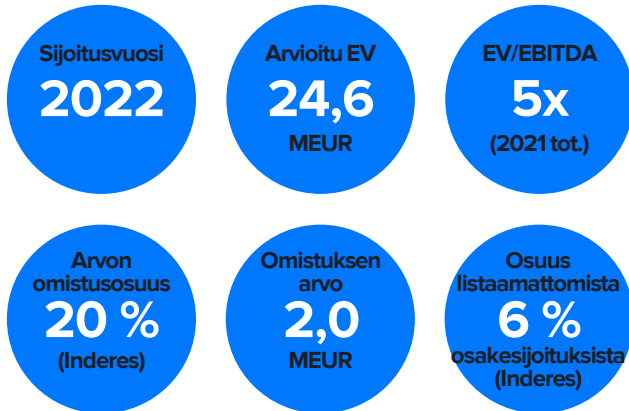
Festivo Finland on johtava suomalainen kylmälaitekonserni, jonka tuotemerkkejä ovat Festivo ja Porkka. Festivon tuotevalikoimaan kuuluvat kodin kylmälaitteet sekä ammattikäyttöön suunnitellut laitteet. Porkkan tuotevalikoimaan kuuluvat puolestaan ammattikäyttöön suunnitellut laitteet elintarvikkeiden säilytykseen sekä energiatehokkaat ja ympäristöystävälliset jäähdytysratkaisut. Konsernin liikevaihto oli vuonna 2021 46,1 MEUR ja käyttökate 3,5 MEUR. Konsernin palveluksessa toimii 270 henkilöä.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki 2 MEUR:n sijoituksen Festivo Finlandiin kesäkuussa 2022. Festivo ja Porkka yhdistyivät vuoden 2019 lopussa, jonka jälkeen synergioita on haettu ulkomaan tytäryhtiöiden kautta. Seuraavaksi huomio on kotimaan toimintojen tehostamisessa. Arvo tulee osallistumaan yhtiön hallitustyöskentelyyn.

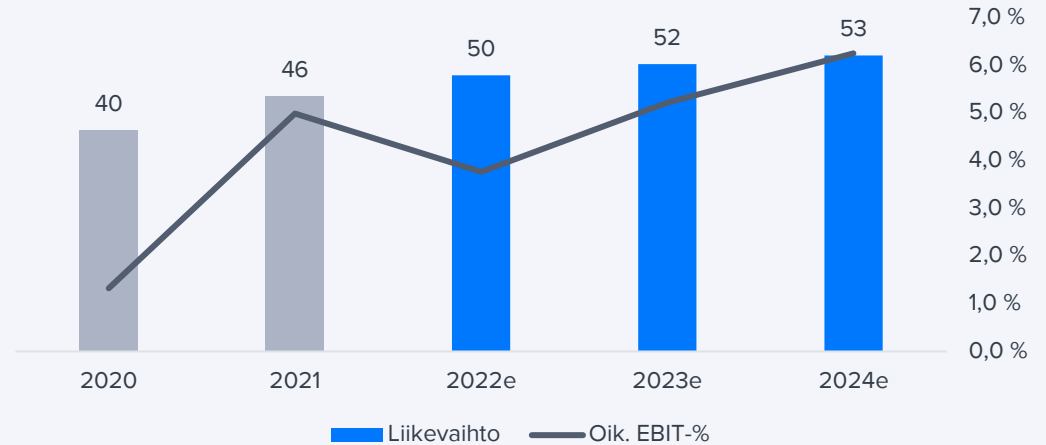
Tehdyt muutokset

Arvo teki 2,0 MEUR:n sijoituksen Festivoon kesäkuussa 2022, jolla sai noin 20 %:n omistusosuuden yhtiöstä. Kauppahinnan perusteella Festivon markkina-arvoksi muodostuu noin 10 MEUR ja vuoden 2021 lopun luvuilla velattomaksi arvoksi noin 24,6 MEUR. Sijoituksen tuoreuden takia arvostamme sen hankintahintaan. Käsitksemme mukaan lähivuosien strategisena painopistealueena on kannattavuuden parantaminen orgaanisen kasvun ollessa yksinumeroisella tasolla.



Uusi sijoituskohde salkkuun

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen
- Vahvat markkina-asetat pienemmissä asiakassegmenteissä, jota tukee myös korvauskysyntä (esim. terveydenhuollon kylmäkaapit)
- Brändäyksen terävöittäminen, sillä Festivo on ainoa kotimainen toimija kodinkylmän puolella

Riskitekijät

- Raaka-aineiden hinnat ja saatavuus
- Yleinen talouskehitys
- Merkittävien asiakkaiden menettäminen
- Yrityskaupan toteuttamiseksi hankitun rahoituspaketin korkeat rahoituskustannukset syövät tulosta tällä hetkellä ja uuden rahoituspaketin neuvotteluun liittyvät haasteet, mikäli kannattavuuskäänne ei etene suunnitellusti

Arvostus

- Arvostamme yhtiön toistaiseksi sen hankintahintaan
- Vuoden 2021 toteutuneella tuloksella kaupan arvostuskertoimet olivat laskelmiemme mukaan oik. EV/EBITDA 5x, oik. EV/EBIT 11x, EV/S 0,5x ja P/E 25x
- EV-pohjaiset kertoimet ovat mielestämme neutraalit, mutta korkeat rahoituskulut nostavat nettotulospohjaista arvostusta

Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 1/2

Lainasijoitukset osana portfolion hajautusta

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

Arviomme mukaan Arvon myöntämät lainat ovat arvoltaan 0,1-5,0 MEUR:n välissä riippuen sijoituskohteesta. Pk-yritysten lainoissa riskit ovat keskimäärin selvästi suuryhtiöitä korkeammat, minkä myötä arviomme Arvon listaamattomien sijoitusten korkotason olevan noin 8-9 %:n tasolla. Listaamattomien yhtiöiden lainasalkun koko ja keskiporkko huomioiden on myös selvää, että listamaattomilla lainasijoituksilla on keskeinen rooli osuuskunnan kassavirran tuottamisessa ja siten osuuskoron maksun mahdollistamisessa.

Vuoden 2021 lopussa Arvo raportoi, että sen sijoitusportfoliosta n. 14 % (17,3 MEUR) muodostui lainasijoituksista listaamattomiin yrityksiin. Lainasijoituksista 88 % oli myönnetty alueellisille sijoituskohteille ja 12 % valtakunnallisille sijoituskohteille. Näin ollen lainasalkku painottuu selvästi alueellisiin sijoituksiin, kun taas osakepuolella valtakunnallisten sijoitusten rooli oli suurempi. Mielestämme tämä on loogista sijoitusmahdollisuuksien rajoitteet huomioiden.

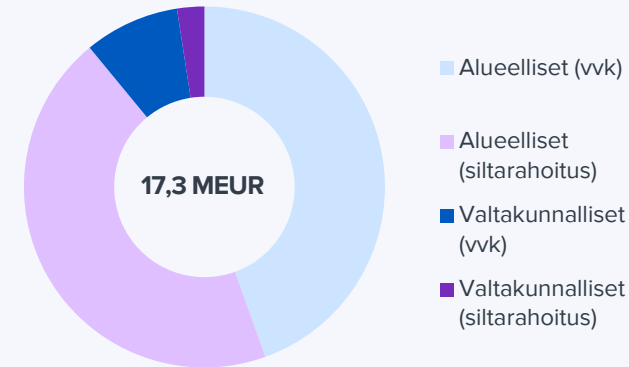
Rahoitusmuodot

Arvo tarjoaa kohdeyrityilleen käytännössä kahden tyyppisiä rahoitusratkaisuja: 1) pitkäaikaisempia vaihtovelkakirjalainoja (53 % myönnettyistä

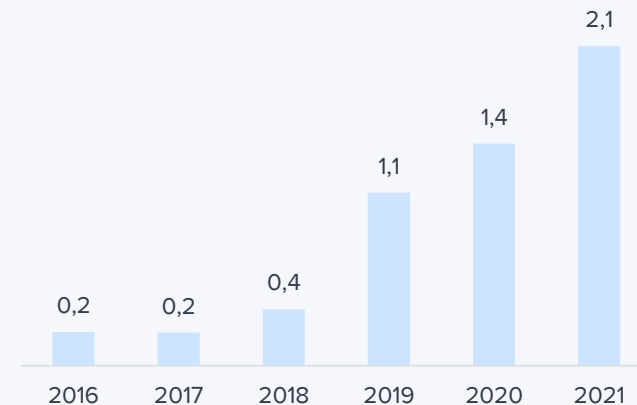
lainoista) sekä 2) lyhytaikaista siltarahoitusta (47 % myönnettyistä lainoista). Tyypillisesti vvk-lainojen ehdot voivat vaihdella tapauskohtaisesti sijoituskohteiden erisuurista riskiprofiileista ja lainojen juoksuajoista johtuen huomattavasti ja ymmärtääksemme näin on myös Arvon myöntämien vvk-lainojen tapauksessa. Käytännössä arviomme Arvon listaamattomien yhtiöiden velkasalkun keskiporkkojen vaihtelevan 6-12 %:n välillä keskiporkon ollessa noin edellä mainittu 8-9 %. Korkotasoa nostaa arviomme mukaan myös lainojen jälkimarkkinoiden / likviditeetin puute (ts. Arvo pitää lainoja salkussaan niiden takaisinmaksuun tai konversioon asti). Mielestämme tämä korkotaso ja vvk-rakenteen mahdollistama potentiaaliseen osakkeen arvonnousuun kiinni pääsy tarjoavat jo kohtuullisen kassavirtakorvauksen kohdeyrityiden riskeistä.

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

Lainasijoitusten jakauma 12/2021



Saadut korot myönnettyistä lainoista (MEUR)



Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes

Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 2/2

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

Toinen merkittävä rahoitusmuoto, jota Arvo tarjoaa on lyhytaikainen (enintään 24 kuukauden ajanjaksolle) siltarahoitus. Lyhytaikaisen siltarahoituksen lainaehdoissa on vähemmän vaihtelua yritysten välillä (korko, laina-aika). Arvon myöntämän siltarahoituksen käyttötarkoituksena voi kohdeyhtiöllä olla esimerkiksi projektirahoitus. Käsityksemme mukaan Arvo ei kuitenkaan tarjoa siltarahoitusta taloudellisiin ongelmiin syystä tai toisesta ajautuneille yhtiölle, mikä rajaa niin ikään pääomien menettämisen riskiä selvästi. Arviomme mukaan siltarahoituksen keskiporko on kuitenkin hieman vvk-lainoja korkeampi (n. 10 %).

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

tuottoihin vvk-sijoitusten kautta. Aikaisempana onnistuneena vvk-sijoituksena voidaan mainita myös Arvon 5 MEUR:n vvk-sijoitus Lehto Groupiin vuonna 2015, josta osuuskunta kirjasi irtaantumisasiivissa 1,8 MEUR:n voiton lyhyellä sijoitusajalla. Arvolla on realisoitunut myös tappioita vvk-sijoituksista, kun Ferrovan Oy meni konkurssiin vuonna 2019. Arvolla oli vvk-saamiaja sekä näihin liittyviä optioita yhteensä 3,5 MEUR:n edestä. Nämä osuuskunta kuitenkin sai katettua vuosittain tehtävällä arvonalennusvarauksella ja arviomme mukaan todelliset lainasaamiset olivat huomattavasti pienemmät.

Arvo lanseerasi siltarahoituksen puolestaan tilikaudella 2019. Pidämme osuuskunnan harjoittamaa lyhytaikaista siltarahoitusta varsin kannattavana liiketoimintana (Arvo saa erittäin edullista velkarahaa markkinoilta) lyhyen aikavälin näyttöjen perusteella. Huomautamme samalla, että sijoitusmuotoon sisältyy myös yleensä tavallista velkasijoittamista korkeammat riskit yhtiöiden riskiprofiilien ja esimerkiksi projektiriskien realisoitumisen osalta.

Osuuskunnan saamat korot lainoista ovat nousseet merkittävästi viime vuosina. Vielä vuonna 2016 osuuskunnan saamat korkotulot olivat n. 0,2 MEUR, mutta vuonna 2021 ne olivat 2,1 MEUR. Korkotulojen määrää on kasvattanut etenkin siltarahoituksen mukaantulo vuonna 2019 sekä osuuskunnan kasvaneet lainanannot.

Merkittävimmät vvk-sijoitukset

Sikla on rakennus- ja talotekniikka-alan konserni, jonka emoyhtiöön Arvo teki 5 MEUR:n oman pääoman ehtoisen vvk-sijoituksen vuonna 2018. Alkuperäistä lainapääomaa on lyhennetty tähän

mennessä 4,2 MEUR:oon. Käsittääksemme Arvo on myös onnistuneesti siltarahoittanut Siklaa sijoitusaikana eri projektien yhteydessä ja siltarahoitus on myös tällä hetkellä käytössä.

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

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

Lainasijoitusten arvonn määrittäminen

Arvo ei yleisesti raportoi lainojen ehtoja, eikä kaikkien sen myöntämien lainojen tarkkoja summia, joten Arvon portfolioissa olevien yksittäisten lainojen mahdollisten arvonnmuutosten arvioiminen on lähes mahdotonta. Kuten todettua, pk-yritysten lainoilla ei myöskään ole jälkimarkkinoita. Tämän takia olemme käsitelleet Arvon listaamattomien lainasijoitusten arvoa yhtiön oman lainojen nimellisarvoja (tasearvoja) vastaavan arvonn määrityksen mukaisesti. Arviomme mukaan yhtiön oma arvonn määritys vastaa jokseenkin kohteisiin alun perin sijoitettujen pääomien summaa. Tämä on mielestämme hyvä lähtökohta, kun huomioidaan lainojen keskiporko ja vvk-lainojen rakenne ja vastapuoliin keskimäärin liittyvät riskit. Tällä hetkellä lainasalkun osalta tarkkailun alla on Arvon suurin vvk-sijoitus Sikla, jolle viime vuodet ovat olleet haastavia (kts. tarkemmin seuraava sivu).

Sikla

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Sikla on vuonna 2007 perustettu rakennusalan ja kiinteistökehityksen konserni. Sikla-konsernin keskittyy yhtiömuotoisten kotien rakentamiseen kasvukeskusten alueelle sekä koulujen, hoiva- ja päiväkotien sekä toimitilojen rakentamiseen ympäri Suomea. Sikla hankkii myös usein raakamaat tai tontit rakentamilleen kiinteistöilleen.

Sijoitustarinan kehitys

Siklan liikevaihto kasvoi viime vuonna voimakkaasti etenkin hyvin sujuneen asuntokaupan myötä. Rakennuskustannusten nousu kuitenkin vaikutti negatiivisesti yhtiön kannattavuuteen, kuten koko toimialaan, minkä johdosta kannattavuustaso jäi edelleen vaisuksi. Lisäksi yhtiön vakavaraisuuteen vaikutti negatiivisesti kasvanut käyttöpääomatarve.

Tehdyt muutokset

Yhtiöllä oli tilikauden lopussa likvidejä varoja vain 44 TEUR, mikä mielestämme itsessään on huolestuttavalla tasolla. Yhtiön kuitenkin täytti lainojensa konvenanttiehdot. Käsitksemme mukaan kassatilanne on parantunut tilikauden lopun jälkeen ja mm. Arvon siirtarahoituksen turvin (tällä hetkellä käytössä) yhtiön on mahdollista edistää projektejaan ja parantaa kassatilannettaan myyntien kautta. Raaka-aineiden hintojen nousun ja/tai projektien lykkääntyminen voi kuitenkin vaikeuttaa yhtiön asemaa. Tilanne on kuitenkin kaukana optimista ja jäämme seuraamaan tilanteen kehittymistä, mutta tällä hetkellä odotamme yhtiön selviytyvän lainakoroistaan lähivuosina.

Vvk-laina

4,2
MEUR
(Inderes)

Arvioitu korko-%

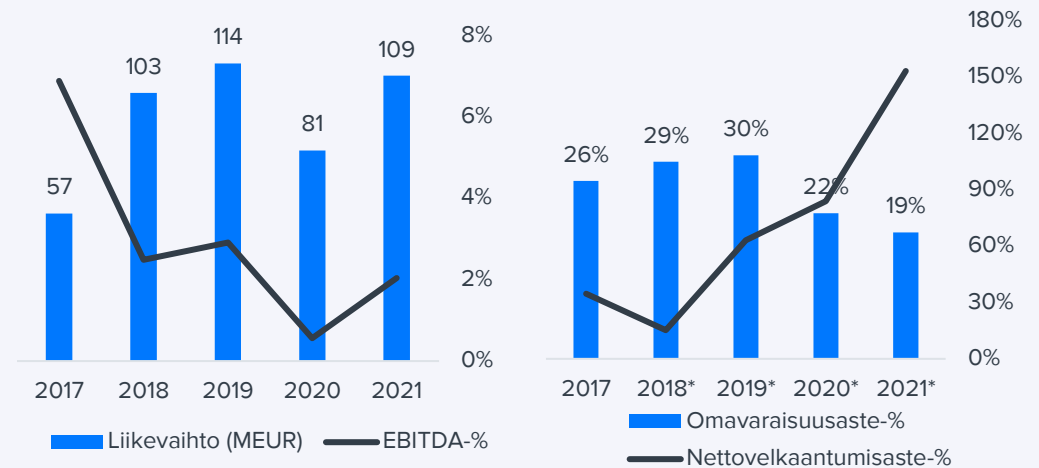
7-8%
(Inderes)

Sijoitusvuosi

2017
(Arvo)

Viime vuosi oli hieman parempi

Avainluvut

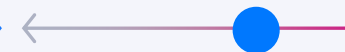


* HUOM: Oma pääoma sisältää Arvon pääomalainan

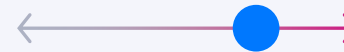
Kassavirtapotentialiaali



Kassavirran riskitaso



Taseen riskitaso



Arvoajurit

- Aseman vahvistaminen nopeammin kasvavilla markkinoilla (hoiva-, päiväkoti- ja koulutuotanto)
- Kannattavuuden nostaminen asteittain taloustilanteen parantuessa



Riskitekijät

- Rakennusalan syklisyys
- Työvoiman saatavuus
- Kilpailun kiristyminen ja katemarginaalien pysyminen sektorilla alhaisella tasolla
- Jos koronapandemian takia siirtyneet tilaukset muuttuvat peruuntumisiksi
- Suomen yleinen talouskehitys
- Projektitriskit
- Rahoitusriskit (sis. kassatilanne)



Arvostus

- Arviomme mukaan Sikla selviytyy lähivuosina lainakoroistaan, vaikkakin tilanne on tällä hetkellä kaukana optimisista
- Emme nykytilanteessa pidä vvk-sijoituksella potentiaalia positiiviseen konversioon. Sen sijaan riskit pakkokonversioon / lisäpääomistukseen ovat arviomme mukaan kasvaneet. Tilanne voi kuitenkin muuttua nopeasti syklin parantuessa

Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 1/2

Vahva tase

Arvon tase on vahva niin emoyhteisö- kuin konsernitasolla. Arvo Sijoitusosuuskunnan omavaraisuusaste oli vuoden 2021 lopussa 87 % ja konsernin omavaraisuusaste 90 %.

Emoyhtiön taseen vastaava-puoli muodostui 2021 lopussa valtaosin sekä sijoituksista (46 % taseen loppusummasta), jotka sisältävät osuudet tytäryhtiöistä, omistusyhteisyrityksistä sekä pitkäaikaisia lainasaamisia kohdeyhtiöiltä että vaihto-omaisuudesta (42 %), joka sisältää osuuskunnan finanssisijoitukset. Tämän lisäksi osuuskunnalla oli lyhytaikaisia lainasaamisia (9 %, sis. siltarahoituksen sekä pitkäaikaisten lainojen seuraavan 12 kk lyhennykset). Osuuskunnan kassassa oli rahaa 2021 lopussa noin 3,2 MEUR (3 %). Osuuskunnan vastattavaa-puoli sen sijaan muodostui 2021 lopussa valtaosin omasta pääomasta (88,0 MEUR) ja pitkäaikaisesta korollisesta lainasta (10,0 MEUR). Lisäksi osuuskunnalla oli 3,1 MEUR lyhytaikaisia velkoja.

Lainapääomaa nostettiin alun perin vuonna 2018 kiinteistösijoitusten järjestelyä (myytiin Evli-Vuokratuottorahastolle) ja siltarahoituksen aloittamista varten. Velkarahan käyttö siltarahoituksessa mahdollistaa vakavaraiselle Arvolle tehokkaan pääoman allokoinnin, koska osuuskunta saa lähtökohtaisesti edullista lainaa pankista (arvioimme lainan koron olevan noin 1-2 %:n tasolla tällä hetkellä), jota se voi ohjata siltarahoituksen muodossa korkeammalla korolla eteenpäin (arvioimmamme siltarahoituksen korko 8-12 %). Oletammekin, että lainataso tulee pysymään suhteellisen vakaana jatkossa, eikä ainakaan laske Arvon aloitteesta niin kauan kun siltarahoittaminen

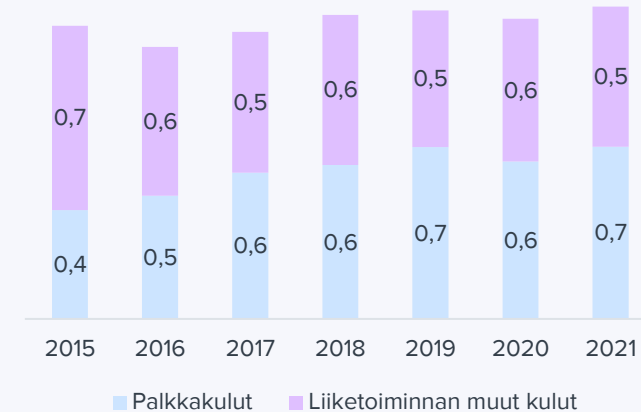
tarjoaa tuottavia mahdollisuuksia osuuskunnalle.

Arvo-konsernin tase on hieman suurempi, mutta rakenteeltaan lähtökohtaisesti hyvin vastaava osuuskunnan kanssa. Erona konsernitaseessa vastaavaa-puolella on oikeastaan ainoastaan, että siinä tytäryhtiöt (Arvo Invest Nordic ja San Group) yhdistellään ja tämän seurauksena emoyhtiön taseessa oleva Arvo Invest Nordic -omistus eliminoidaan ja Arvo Invest Nordicin omaisuus esitetään konsernitaseessa käytännössä pitkäaikaisissa sijoituksissa (Partnera) ja vaihto-omaisuudessa (finanssisijoitukset). Konsernitaseen vastattavaa-puoli oli jakaumaltaan hyvin samanlainen kuin osuuskunnan vuoden 2021 lopussa.

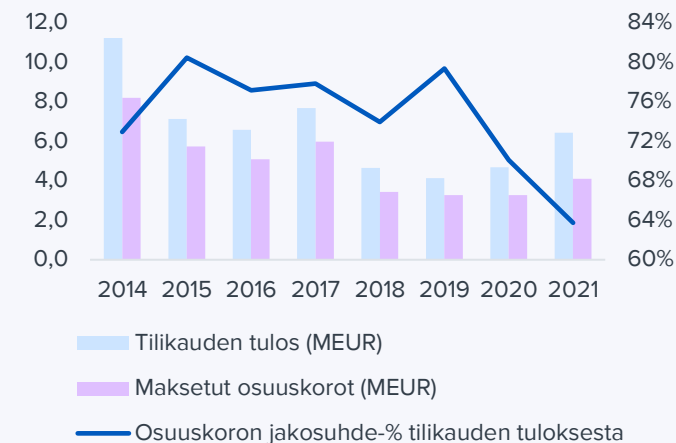
Kulurakenne

Sijoittajan on hyvä ymmärtää, että osuuskunnan kulut voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Osuuskunnan (sisältää myös konsernin sijoitusyhtiö Arvo Invest Nordicin) operatiiviset kulut muodostuvat sekä 0,7 MEUR:n henkilöstökuluista, jotka jakautuvat noin puoliiksi työntekijöiden ja hallinnon (sis. hallitus ja hallintoneuvosto) välille että myös noin 0,5 MEUR:n tasolla olevista liiketoiminnan muista kuluista, jotka sisältävät mm. due diligence -selvitykset sijoituskohteista, tilintarkastusmaksut sekä vuokrat. Hallinnointikulut ovat viime vuosina olleet yhteensä noin 1,2 MEUR vuodessa. Suhteutettuna tämä koko portfolion arvoon (12/2021: 127 MEUR) ovat hallinnointikulut vuodessa noin 1,0 %, mikä on mielestämme suhteellisen hyvin linjassa muihin vastaaviin sijoitusyhtiöihin / rahastoihin.

Hallinnointikulujen kehitys (MEUR)



Osuuskunnan tilikauden tulos vs. maksettu osuuskorko



Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes

Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 2/2

Osuuskorko tarkoittaa rahoittaa kassavirralla

Arvon tavoitteena on maksaa osuuskorkoa 60-80 % tilikauden tuloksesta. Voitonjako on tarkoitus rahoittaa kokonaan sijoituksista saatavilla korko- ja osinkotuloilla sekä mahdollisilla lunastuksilla finanssisijoituksista. Näiden kassavirtojen vastaavuus on ainakin pidemmällä tähtäimellä merkki tasapainoisesta osuuskorkopolitiikasta. Luonnollisesti kassavirtaa korkeampi voitonjako ei ole pitkässä juoksussa mahdollista ja toisaalta voitonjaon rahoittaminen finanssisijoituksia myymällä laskisi osuuskunnan tulevaisuuden kassavirran tuottokykyä. Näin ollen Arvon olisikin mielestämme tärkeää pitää pitkässä juoksussa voitonjako ja kassavirta tasapainossa, mutta yksittäisinä vuosina epätasapaino ei toki ole ongelma.

Vuosina 2014-2021 osuuskoron jakosuhte on ollut 64-81 % tilikauden tuloksesta. Viimeisenä viitenä vuotena osuuskorko on pystytty rahoittamaan käytännössä täysin sijoituksista saatavilla korko- ja osinkotuloilla, mutta 2014-2016 osuuskorkoa maksettiin noin 1,5-kertainen määrä suhteessa saatuihin korko- ja osinkotuloihin. Tämä johtui osittain myös siitä, että Arvo päätti jakaa ICT-liiketoiminnastaan saatuja voittovaroja omistajilleen useamman tilikauden aikana.

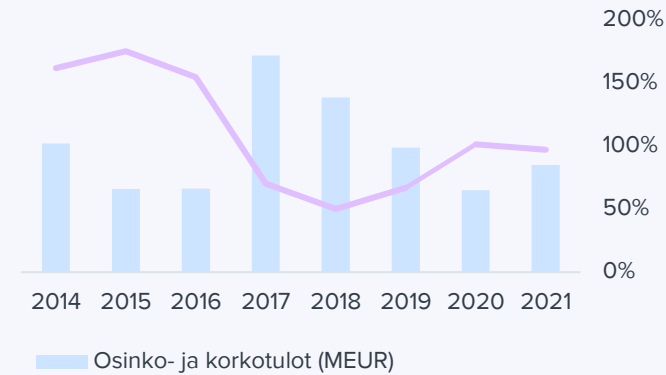
Samaan aikaan on hyvä huomioida, että emoyhtiön tulos on laskenut ajanjakson aikana (tilikauden tulos 2014 11,3 MEUR ja vuonna 2021 6,4 MEUR), kun vastaavasti osinko- ja korkotulot ovat olleet keskimäärin vajaat 5 MEUR ajanjakson

aikana.

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

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

Osuuskoron suhde jatkuviin kassavirtoihin



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Arvo Sijoitusosuuskunta sopii sijoittajalle, joka haluaa sijoittaa suomalaisiin pk-yrityksiin ja olla mukana alueellisessa kehitystoiminnassa. Arvon kautta sijoittaja saa vahvan hajautuksen useisiin eri omaisuusluokkiin, joista osaan on tyypillisesti melko vaikea sijoittaa. Arvo profiloituu myös samalla vakaana osuuskoronmaksajana, joten Arvo sopii kassavirtaa sijoituksiltaan kaipaavalle sijoittajille. Nykyisen olemattoman likviditeetin takia Arvo vaatii sijoittajalta pitkäjänteisyyttä.

Arvoajurit ja potentiaali

- **Osuuden markkinapaikan ratkeaminen ja osuuden likviditeetin paraneminen:** Arvon osuudella ei ole toistaiseksi kauppapaikkaa, mikä tekee osuuden likviditeetistä olemattoman. Mielestämme etenkin listautumisen kautta osuuden hinnoittelu tehostuisi huomattavasti.
- **Osuuskoron kasvu:** Monille osuuskuntaan sijoittaville kilpailukykyinen osuuskorko ja sen vakaus on merkittävässä roolissa. Koska osuuskorko on sidottu tilikauden tulokseen vaatii sen nosto hyviä irtaantumisia sekä osinko- ja korkotuottoja.
- **Oman pääoman kasvu:** Sijoitusyhtiön arvon kehityksen kannalta merkittävässä roolissa on sen oman pääoman kasvu. Tämä vaatii taakseen sijoitusten onnistunutta kierrätystä ja uusien hyvin kohteiden löytämistä ja niistä irtaantumista hyvään hintaan. Oman pääoman kasvun hidaste on toki runsas voitonjako

- **Yhteistyö muiden sijoittajien kanssa:** Mielestämme Arvon strategia toimia yhdessä muiden sijoittajien kanssa parantaa mahdollisuuksia hyvien sijoitusten löytämiselle sekä näihin sisään pääsemiseen. Tämä voi antaa Arvolle etua kisassa kohteista.

Riskit ja heikkoudet

- **Alueellinen sijoitustoiminta:** Arvon harjoittama alueellinen sijoitustoiminta saattaa sitoa pääomia heikommin tuottaviin kohteisiin osuuskunnan lähiympäristössä, minkä takia parempia sijoituskohteita jää hyödyntämättä valtakunnallisissa kohteissa. Tämä on määritelty osuuskunnan sijoituspolitiikkaan ja on arvopohjainen päätös, jolla osuuskunnan toiminta-alueella pyritään kehittämään elinkeinotoimintaa. Sijoittajan on kuitenkin hyvä tiedostaa tämä asia.
- **Suomen talouden kehitys:** Arvon sijoitusportfolion listaamattomien yritysten liiketoiminnat sijaitsevat lähes täysin Suomessa ja täten listaamattomien yritysten kehitys on mielestämme hyvin vahvasti riippuvainen Suomen yleisestä talouskehityksestä. Lisäksi myös finanssisijoituksista merkittävä osa on sijoitettu suomalaisiin yhtiöihin tai rahastoihin. Tämä on Arvon sijoitusstrategian mukaista, mutta sijoittajan on hyvä huomioida, että pelkästään sijoituskohteiden määrällä ei pystytä hajauttamaan maantieteellistä riskiä.
- **Likviditeettiriski:** Arvon listaamattomissa osakesijoituksissa on mielestämme myös

suurehko likviditeettiriski sekä sijoitusaikojen venymisen että vähemmistösjoitusten järkevän myyntihinnan suhteen, koska markkinat näille eivät välttämättä ole erityisen aktiiviset. Tämä koskee mielestämme kuitenkin vain lähinnä Arvon pienimpiä sijoituskohteita, joiden merkitys koko portfolion kannalta on rajallinen.

- **Syklisten sektorien osuus arvon sijoitusportfoliossa:** Syklisten sektoreiden osuus Arvon portfoliossa on edelleen varsin merkittävä, joka tuo heilahtelua yritysten tuottoihin. Arvo on myös tunnistanut asian ja viimeisimpien sijoitusten yhteydessä reagoinut asiaan, mitä pidämme positiivisena signaalina. Syklisten sektorien korkeahko osuus nostaa silti vielä portfolion riskitasoa.
- **Track-recordin puute:** Yksi merkittävä mittari, joilla sijoitusyhtiötä arvioidaan on niiden track-record. Koska Arvo on vielä suhteellisen nuori sijoitusyhtiöksi, ei sille ole kerennyt muodostua vahvaa track-recordia etenkään irtaantumisista listaamattomista sijoituksista. Tämä myös painaisi mielestämme Arvolle hyväksyttävää arvostusta, mikäli yhtiön osuudella olisi markkinapaikka.
- **Pääomamarkkinan kehitys:** Arvon finanssisalkun arvonmuutosta ajaa arviomme mukaan etenkin yleinen pääomamarkkinan suunta, jonka lyhyellä ajan kehitys on vaikeasti ennustettavaa ja riskistä. Siten pääomamarkkinan muutokset voivat heiluttaa etenkin Arvon finanssisalkkua tuntuvasti, mutta pitkällä perspektiivillä aika on sijoittajien puolella.

Käypä arvo ja hinnoittelu 1/3

Annamme näkemyksemme Arvon käyvästä arvosta

Koska Arvo Sijoitusosuuskunnan osuus ei ole pörssi- ja kaupankäynnissä ja myös Arvon tiedotusvelvollisuus on pörssi-yhtiötä vähäisempi, emme seuraa Arvoa jatkuvasti, vaan päivitämme näkemystämme Arvosta tilinpäätösten sekä puolivuotiskatsausten yhteydessä. Näin ollen emme anna Arvo Sijoitusosuuskunnan osuudelle sijoitussuositusta emmekä tavoitehintaa vaan kommentoimme päivityksissämme näkemystä osuuden ja sijoitusosuuskunnan käyvästä arvosta päivityshetkellä. Näkemyksemme mukaan määrittämämme käypä arvo heijastelee hintaa, joka omistuksista olisi likvidoitava saavutettavissa neutraalissa skenaariossa (ts. listaamattomat yhtiöt itsenäisenä, käytännössä yrityskauppatilanteessa arvonmäärittämiseen ja saavutettavaan hintaan voivat vaikuttaa useat tekijät ostajan strategisista intresseistä omistajien tavoitteisiin) päivityshetkellä.

Käypää arvoa ei tule suoraan tulkita tavoitehinnaksi eikä käyvän arvon ja markkinahinnan erotusta nousupotentiaaliksi, sillä tavoitehintaan vaikuttaisi lisäksi sijoitusyhtiöltä tyypillisesti vaadittava alennus sekä alhaisen likviditeetin osakkeiden likviditeettipreemio. Mielestämme sijoittajien kannattaakin ottaa myös nämä tekijät huomioon Arvon osuuden hinnan nousupotentiaalia ja tavoitehintaa arvioidessaan.

Osien summa

Mielestämme Arvon kaltaista sijoitusyhtiötä täytyy

arvottaa etenkin osien summa -analyysillä. Tässä tapauksessa oleelliset osat mielestämme ovat:

- 1) Arvo Osuuskunnan ja sen tytäryhtiö Arvo Invest Nordicin finanssisijoitukset, joiden arvona käytämme viimeisimmän sijoitusraportin lukua 4/2022 tilanteesta, jotka arvostamme 5 %:n alennuksella tämän jälkeen heikentyneen markkinatilanteen vuoksi.
- 2) Arvon listaamattomat osakesijoitukset, joiden arvot olemme määrittäneet aiemmin.
- 3) Arvon lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin, joiden arvona käytämme saatavien tasearvoa, mikä vastaa melko hyvin lainattujen pääomien määrää.
- 4) Emoyhtiön ja Arvon Invest Nordicin korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Emme huomioi tässä korollisia saatavia, koska ne tulevat huomioiduksi lainasijoitusten yhteydessä. Nettovelat olivat vuoden 2021 lopussa yhteensä 3,9 MEUR emmekä odota tässä tapahtuneen merkittäviä muutoksia ja käytämme laskelmassamme pohjalla tätä lukua. Olemme kuitenkin oikaisseet nettovelkaa tilikauden jälkeen tapahtuneella Festivo-sijoituksella (~2 MEUR) sekä arvioimillamme Skarta Groupin osakemyynneillä (4,8 MEUR).
- 5) Emoyhtiön ja Arvo Invest Nordicin operatiiviset kulut, jotka täytyy eliminoida. Nämä kulut ovat osuudenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja, joihin he eivät voi suoraan vaikuttaa. Periaatteessa kulu on

verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.

- 6) Laskennalliset verovelat, jotka täytyy huomioida sijoituskohteissa, joissa käypä arvo ylittää tasearvon, jotta irtaantumistilanteissa realisoituvat verorasitukset tulevat huomioiduksi.

Näkemyksemme Arvo Sijoitusosuuskunnan käyvästä arvosta muodostuu näiden komponenttien summasta. Peilaamme Arvon osuuden hintaa myös suhteessa emoyhtiön oman pääoman arvoon (ml. vertailu joihinkin pörssin sijoitusyhtiöihin) sekä saavutettuja osuuskoron tuottoja.

Nettovelkojen käsittely

Arvon vähemmistö-sijoitusten arvot olemme määrittäneet markkina-arvopohjaisesti, joten vähennämme osien summa -laskelmassa emoyhtiön ja sen tytäryhtiön AINOn korolliset nettovelat (tai lisäämme nettokassan), sillä vähemmistöomistusten korolliset nettovelat ovat sisällä markkina-arvoissa. Emme ole erikseen laskeneet AINOLle markkina-arvoa, sillä kyseessä on konsernin sijoitusyhtiö, jonka tase muodostuu käytännössä finanssisijoituksista. Ne olemme sisällyttäneet samaan tarkasteluun osuuskunnan finanssisijoitusten kanssa.

Käypä arvo ja hinnoittelu 2/3

Konsernikulujen eliminointi

Merkittävänä elementtinä olemme vähentäneet osien summasta Arvo Osuuskunnan sekä Arvo Invest Nordicin operatiivisten kulujen nykyarvot. Olemme huomioineet laskelmassa myös Arvo Invest Nordicin kulut, koska sen toiminnasta vastaa Arvo Osuuskunnan henkilökunta. Vaikka nämä kulut (noin 1,2 MEUR tai noin 1 % salkun raportoidusta käyvästä arvosta vuonna 2021) ovat pienet, ne ovat kuitenkin merkittäviä omistajien kannalta. Olemme laskeneet operatiivisille kuluille nykyarvon diskonttaamalla seuraavan kymmenen vuoden oletetut kulut nykypäivään käyttämällä keskimääräistä pääomakustannusta (WACC), mikä antaa kulujen nykyarvoksi noin 8,4 MEUR. Summa on huomattava suhteessa Arvon käypään arvoon, mutta tämä on kuitenkin käytännössä liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä pakollinen kulu. Olemme käyttäneet laskelmissamme maltillista 1 %:n vuosittaista kustannusten nousua ja 8,3 %:n keskimääräistä pääoman kustannusta.

Laskennalliset verovelat

Sijoitukset ovat Arvon taseessa lähtökohtaisesti arvotettu hankintahintaan tai sitä alhaisempaan hintaan, minkä vuoksi omistusten arvonnousu ei heijastu tasearvoihin. Tämän takia positiivisesti kehittyvät sijoitukset luovat taseeseen ns. piiloarvoa. Piiloarvon kertyminen itsessään on positiivinen asia, mutta tämän osalta laskelmassa täytyy kuitenkin huomioida irtaantumisvaiheessa realisoituva verorasitus laskennallisten verovelkojen kautta. Vaikka emme tiedä yksittäisen sijoitusten tarkkoja tasearvoja, otamme laskennalliset verot huomioon niiden

sijoituskohteiden (finanssisalkku, Skarta Group, Leden Group) osalta, joihin laskennallista veroa on arviomme mukaan kertynyt merkittävästi. Näiden vaikutus osien summaan on noin 4,4 MEUR.

Nykytilanteessa arvioimme muiden sijoitusten verovaikutusten jäävän rajallisiksi ja jokseenkin netottavan toisensa, joten emme ole huomioineet näitä mahdollisten verovelkojen tai -saamisten osalta. Veroista on hyvä huomioida, että voittojen realisoinnin yhteydessä otaksumme Arvon pyrkivän minimoimaan tai ainakin vähentämään verorasitusta esimerkiksi realisoimalla samalla mahdollisesti tappiollisia sijoituksia. Pidämme myös hyvin epätodennäköisenä, että finanssisijoitusten verovelka realisoituisi kerralla (ts. finanssisalkku likvidoitaisiin kerralla), mutta olemme huomioineet tämän kokonaisuutena.

Osien summa nousi 110 MEUR:oon

Osien summa komponentit huomioiden Arvon käypä arvo on näkemyksemme mukaan noussut noin 110 MEUR:oon (aik. 104 MEUR). Vastaavasti yhden osuuden käyväksi Arvoksi tulee näkemyksemme mukaan 1 336 euroa (aik. 1 266 euroa/osuus). Olemme huomioineet käyvän arvon laskelmissamme Skarta-myyneistä vapautuneet ja toisaalta Festivo-sijoitukseen sitoutuneet varat laskelmissamme nettoveloissa ja laskennallisissa verovelkoissa. Osien summaa edelliseen päivitykseen nähden nosti etenkin Leden Groupin selvästi noussut arvo ja Arvon laskeneet nettovelat.

Sijoitusyhtiön alennus / premio

Sijoitusyhtiöt arvotetaan markkinoilla niiden tyyppin

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

Mielestämme sijoitusyhtiön alennuksen tai premion suhteessa substanssiin tai käypään arvoon peruseriaatteen pitäisi olla sijoitusyhtiön järjestelmällisesti luoman omistaja-arvon määrä ja tämän jatkuminen tulevaisuudessa. Arvon track-record on näiltä osin vielä lyhyt etenkin listaamattomien sijoitusten osalta, koska useampia irtaantumisia listaamattomista osakesijoituksista ei ole vielä ehtinyt kertymään huolimatta esimerkiksi erinomaisesta Skarta-sijoituksesta. Arvon sijoitusstrategialla on mielestämme mahdollisuus tuottaa ylituottoja tulevaisuudessa, mutta näemme tämän hetken sijoituksissa myös riskejä. Siten tietyn vähintään tavanomaisen sijoitusyhtiöalennuksen vaatiminen Arvolta ei mielestämme ole tässä vaiheessa kohtuutonta.

Käypä arvo ja hinnoittelu 3/3

Osuuden likviditeetti on heikko

Osuuskunnan arvostukseen vaikuttaa myös osuuksilla käytävän kaupan likviditeetti. Arvon osuuksilla kauppaa käytiin Privanetin listaamattomien yhtiöiden markkinapaikalla ennen sen sulkemista kesäkuussa 2021. Sulkemiseen mennessä osuuksilla tehtiin yhteensä 454 kauppaa Privanetin kauppapaikalla vuonna 2021, mikä vastaa alle 1 % kaikista osuuksista. Tämän lisäksi osuuskunnan toimistolla tehtiin yhteensä 1923 osuuden siirtoa. Tämän hetken kauppapaikan puute voi johtaa siihen, että sijoittajien voi olla halutessaan vaikea ja/tai hidasta päästä osuuksista eroon. Siten sijoittajien kannattaakin toistaiseksi vaatia Arvolta likviditeettipreemiota, jonka mittakaavaan vaikuttaa mielestämme etenkin kunkin sijoittajan omistusosuus ja likviditeettitarpeen hinnoittelu.

Pörssiverrokkien arvostus

Sijoittajat voivat hakea tukea omaan arvonmääritykseensä Helsingin pörssin verrokkien arvostuksesta. Tällä hetkellä sijoitusyhtiöille hyödyllinen P/B-luku on pörssiverrokeista Sievi Capitalilla 0,8x (2022e) ja Panostajalla 0,8x (2022e). Vuonna 2021 Arvon osuuden markkinahinta vaihteli Privanetissä ennen kauppapaikan sulkemista oli 680-770 eurossa. Tämä puolestaan tarkoittaisi vuoden 2021 lopun tasearvolla noin 0,6x-0,7x P/B-lukua, mikä mielestämme on maltillisella tasolla. Huomautamme kuitenkin, että tietty alennus suhteessa pörssiverrokkeihin on paikallaan listaamattomuuden ja markkinapaikattomuuden

vuoksi.

Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Käsityksemme mukaan Arvon omistajille tärkeää on tasainen, mahdollisimman korkea ja mieluiten kasvava osuuskorko. Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan miettiä myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko pysyy vuoden 2021 tasolla 50 eurossa tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 513 euroa käyttämällä hieman alle 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Puolestaan, jos odotamme, että Arvo pystyisi nostamaan ensi vuoden osuuskorkoaan 5 %:lla ja säilyttämään saman 5 %:n vuotuisen osuuskoron kasvun ikuisesti, saisimme yhden osuuden arvoksi 1 105 euroa. Tämä hyvin yksinkertaistettu esimerkki kuvastaa, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä sijoittajalle, jonka tärkein yksittäinen tekijä sijoituspäätöksen takana on sijoituksesta saatava vakaa ja kasvava kassavirta. Osuuskoron jatkuva kasvu vaatii taas Arvolta etenkin kohtuullisesti hinnoiteltujen sijoituskohteiden löytämistä, kohteiden hyvää kehitystä, sijoituskohteista irtaantumista sekä finanssimarkkinan nousujohteista pitkän ajan kehitystä.

Yhteenveto

Arvon osuudella ei ole tällä hetkellä kauppapaikkaa eikä sen myötä julkista markkinahintaa ja täten osuuden arvonmuutospotentiaalia määriteltäessä sijoittajien

tulisikin mielestämme harkita tavanomaisen sijoitusyhtiöalennuksen ja likviditeettipreemion vaatimista Arvolta. Osuuskunnalla ei ole myöskään ainakaan vielä näyttää vahvaa track-recordia jatkuvasti arvoa luovasta sijoitustoiminnasta. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että Arvo tarjoaa lähivuosina sijoittajille vakaata kassavirtapohjaista tuottoa osuuskoron muodossa. Osuuskoron maksu vaatii osuuskunnalta kuitenkin onnistuneita luopumisia sijoituskohteista (kuten Skarta Group viime ja tänä vuonna) ja/tai finanssisalkun arvonnousua.

Osien summa -laskelma (ei sis. sijoitusyhtiöalennusta tai likviditeetti-preemiota)

Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset (5 %:n alennuksella *)	63	49 %
Partnera ja LapWall *)	11	8 %
Listaamattomat osakesijoitukset	33	26 %
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	17	13 %
Skarta Group myynnit	5	4 %
Yhteensä	128	100 %

*) Sisältää Arvo Osuuskunnan ja Arvo Invest Nordicin (AINO) sijoitukset

Arvo Osuuskunnan markkina-arvo		
Omistusten arvo	128	MEUR
Emoyhtiön ja AINOn nettovelat (2021)**	6	MEUR
Emoyhtiön ja AINOn kulujen eliminointi	8	MEUR
Laskennalliset verovelat	4	MEUR
Arvon markkina-arvo	110	MEUR
Osuuksien määrä	82 066	kpl
Osuuden laskennallinen arvo	1336	EUR

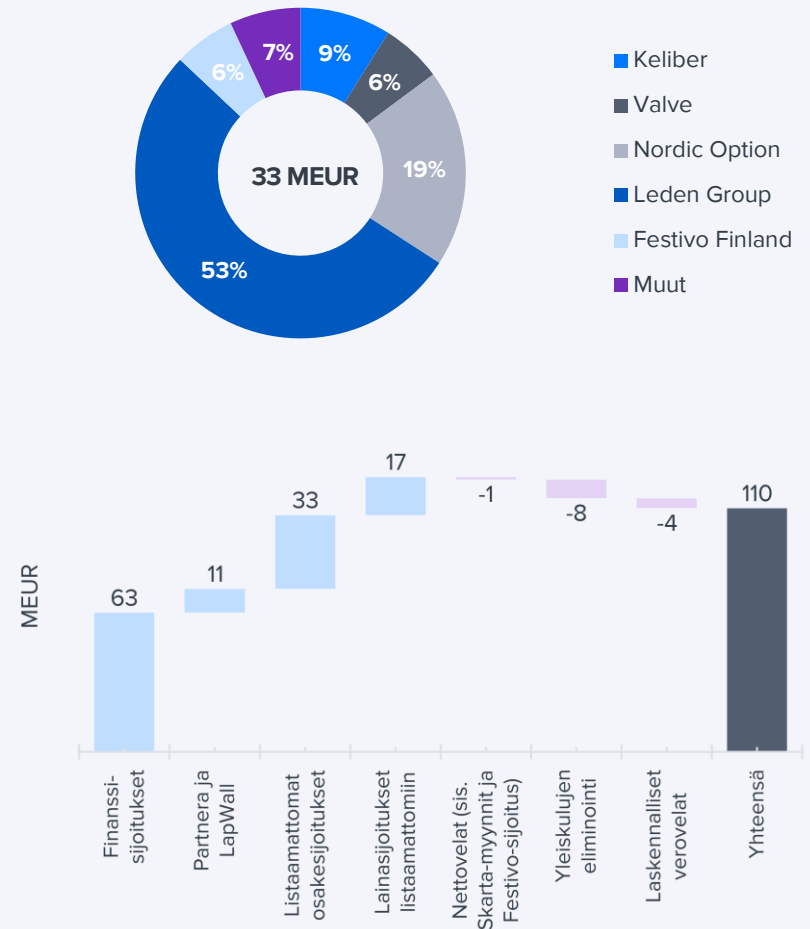
** Oikaistu vuonna 2022 tehdyllä Festivo-sijoituksella

Lähde: Inderes

Arvo Osuuskunnan kulujen eliminointi		
Tilikauden 2021 kulut	1,2	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1 %	
Käytetty WACC	8,3 %	
Kulujen summa (10 vuotta)	8,4	MEUR

Lähde: Inderes

Listaamattomien osakesijoitusten arvon jakautuminen



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 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.

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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Käyvän arvon historia

Pvm	Käypä arvo	Kurssi
22.12.2020	1 211 €	660 €
3.6.2021	1 248 €	760 €
8.12.2021	1 266 €	-
22.6.2022	1 336 €	-

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**