

ARVO SIJOITUSOSUUSKUNTA

21.11.2025 09.10 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Hajautettu sijoitussalkku alennushintaan

Arvo on pitkäjänteistä sijoitustoimintaa harjoittava osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö, jolla on laajalle eri omaisuuslajien välille hajautettu sijoitussalkku. Arviomme mukaan nykyinen 37 %:n alennus osien summa -laskelmaamme on osittain perusteltu melko matalien pääoman tuottojen takia. Viimeaikaiset, hyvin kehittyneet likvidit omistukset, merkittävä realisoitumaton tuotto, vahvistunut osuuskorkonäkymä ja piristynvä pääomamarkkina tuovat kuitenkin edelleen positiivisia ajureita nykyisen merkittävän alennuksen supistumiseksi. Tämä yhdistettynä 6-7 % osuuskorkotuottoon tekee tuotto-odotuksesta mielestämme yhä houkuttelevan. Tämän myötä nostamme tavoitehintamme 79 euroon (aik. 69 €) ja toistamme Lisää-suosituksemme.

Omasta taseestaan sijoittava osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö

Arvon sijoitustoiminta jakautuu finanssisijoituksiin ja suoriin sijoituksiin. Suorat sijoitukset koostuvat vähemmistöosioituksista listaamattomiin ja listattuihin yhtiöihin sekä pitkä- ja lyhytaikaisesta lainarahoituksesta kohdeyhtiöille. Tällä hetkellä selvästi suurempi osuus raportoidusta sijoitusvarallisuudesta koostuu finanssisijoituksista (H1'25: 67 % käyvin arvoin) Leden Groupin myynnin ja finanssisalkun hyvän kehityksen myötä. Arvioimme yhtiön kuitenkin tavoittelevan strategiansa mukaisesti suorien sijoitusten osuuden kasvattamista. Sijoittajan kannalta yksi Arvon mielenkiintoisista puolista on, että se tarjoaa väylän hajauttaa sijoituksia listaamattomiin pk-yrityksiin. Suomessa on melko vähän yhtiöitä, jotka tekevät Arvon kaltaisia vähemmistöosioituksia alle 10 MEUR:n kokoluokan yrityksiin. Tämän takia Arvolla on vähän suoria kilpailijoita, mutta kilpailu parhaista sijoituskohteista on silti kovaa. Arvo erottautuu mielestämme erityisesti joustavana kumppanina yrittäjille (rahoitusmuodot, sopimusehdot, hallinnan tiukkuus), mikä ei kuitenkaan ole sijoittajan kannalta aina automaattisesti hyvä asia.

Kokonaisuutena portfolion riskitaso on mielestämme maltillinen laajan kohdeyhtiö-, toimiala- ja instrumenttihakautuksen ansiosta, mikä kuitenkin painaa tuotto-odotusta. Arvo tavoittelee vuosittain yli 7,5 %:n tuottoa sijoitetulle pääomalle, mutta oman pääoman tuotto on viimeisen 5,5 vuoden aikana ollut varsin matala 4,7 %, mikä rajaa hyväksyttävää arvostustasoa. Kuluneen vuoden vahva kehitys ja

listattujen yhtiöiden arvonnousu eivät näy ROE:ssa, ja laskelmiemme perusteella salkun käypä arvo on ~14 % tasearvoa korkeampi laskennalliset verovelat huomioiden. Sijoittajan on keskeistä seurata käyvän arvon/nettovarallisuuden ja oman pääoman tuoton kehitystä sekä maksettuja osuuskorkoja, ja lisäksi realisoituneita tuottoja, sillä ne kertovat yhtiön kyvystä onnistua irtaantumisissa ja muuttaa salkun arvonnousu kassavirraksi. Osuuskuntamuodon osalta sijoittajan kannalta olennaista on, että äänivalta ei kasva omistussuuden mukana, mikä käytännössä poistaa ostotarjouksmahdollisuuden. Kokonaisuutena Arvon strategian ytimessä on omistajille vuosittain maksettava osuuskorko (60–80 % emo-osuuskunnan tuloksesta).

Osien summa ennallaan, mutta sen sisällä pieniä muutoksia

Teimme vain pieniä tarkistuksia osien summa -laskelmaamme. Edelliseen päivitykseen nähden selkeimmin nousi hyvin kehittyneen Hanzan arvo ja Summa Defencen arvo taas laski selkeästi. Listaamattomiin yhtiöihin teimme kokonaisuudessaan pienehköjä ennuste- ja arvonnäytystarkistuksia. Kokonaisuutena osien summa -mallimme pysyi lähes ennallaan 120 eurossa osuudelta (aik. 119 €).

Kaventunut tasealennus on edelleen houkutteleva

Osakekurssin vahvasta kehityksestä huolimatta Arvo arvostetaan edelleen merkittävällä alennuksella sen omaisuuserien arvoon nähden (-37 % alennus osien summa laskelmaamme). Alennus on yhä kuitenkin kaventunut aiempia odotuksiamme nopeammin, jonka taustalla on arviomme mukaan hyvin kehittyneet likvidit omistukset (erit. Hanza), vahvistunut osuuskorkonäkymä, hyvä tuloskehitys ja Helsingin pörssin yleinen positiivinen vire. Näemme myös lähivuosien oman pääoman tuotolle kasvuajureita merkittävän realisoitumattoman tuloksen myötä. Arvioimme kuitenkin nykyisen muhkean markkina-alennuksen olennaisen kaventumisen vaativan pidemmän aikavälin näyttöjä sekä pääoman tuottojen noususta että osuuskoron kasvusta. Tämä ei tapahdu arviomme mukaan hetkessä vaan vaatii aikaa nykyisten sijoitusten kypsymiseltä. Pitkällä aikavälillä näemme käyväksi sijoitusyhtiöalennukseksi 15-25 %. Näemme kuitenkin lähivuosien 6-7 %:n osuuskorkotuoton ja tasealennuksen asteittaisen purkautumisen puoltavan edelleen lisäostoja.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

79,00 EUR

(aik. 69,00 EUR)

Osakekurssi:

75,30 EUR

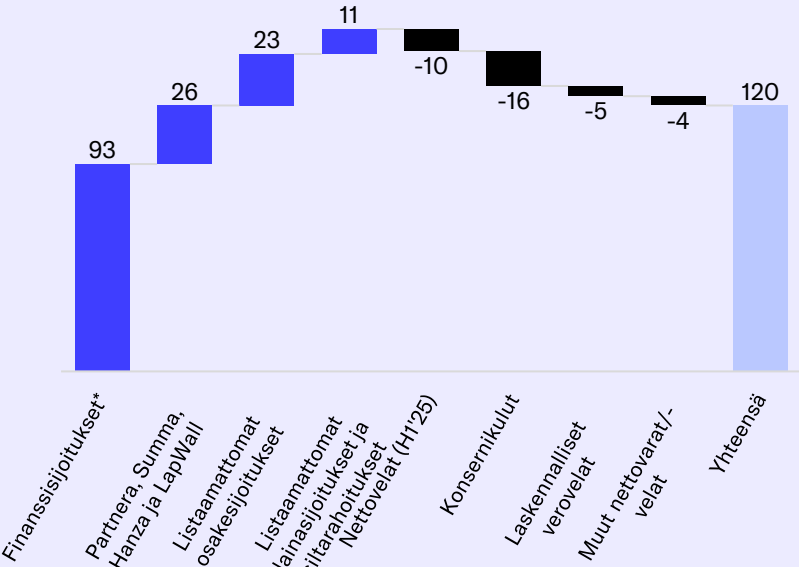
Liiketoimintariski



Arvostusriski



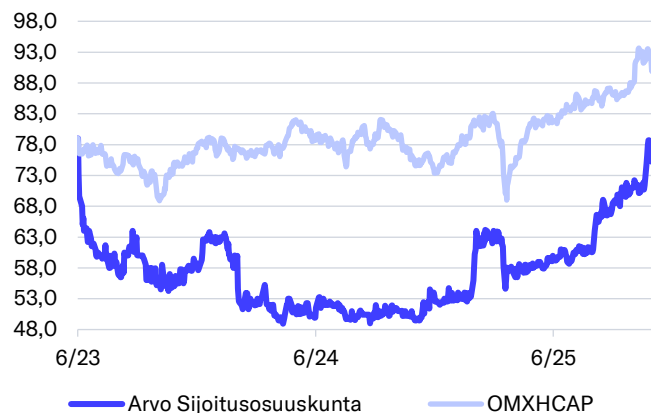
Osien summa euroa per osuus ilman sijoitusyhtiöalennusta



Ohjeistus

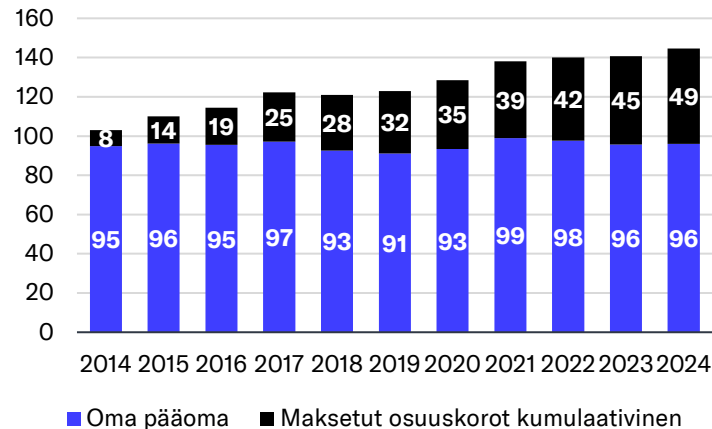
(Ei ohjeistusta)

Osakekurssi

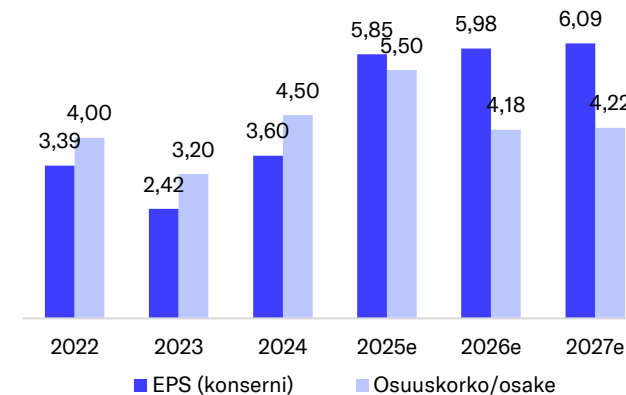


Lähde: Millistream Market Data AB

Arvon historiallinen kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Osuuden hyväksyttävän arvostuksen nousu (mm. track-recordin kertyessä)
- Uusien sijoitusmahdollisuuksien hyödyntäminen
- Sijoituskohteiden hyvä operatiivinen kehitys (ts. oman pääoman tuoton nousu ja piiloarvon kertyminen taseeseen)
- Pääoman palauttaminen sijoittajille osuuskoron kautta
- Yhteistyö muiden sijoittajien kanssa

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osuuskurssi	75,3	75,3	75,3
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	65	63	61
P/B	0,63	0,63	0,62
Osuuskorko / tulos (%)	94,1 %	69,9 %	69,3 %
Osuuskorkotuotto-%	7,3 %	5,6 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5–6
Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys	7–15
Finanssisijoitukset	16–19
LapWall	20
Foamit Group	21
HANZA	22
Summa Defence	23
Summa ja HANZA kurssikehitys	24
Listaaamattomat osakesijoitukset	25–26
Nordic Option	27–29
Valve	30–31
Ruoto Oy	32
Elcoline	33
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin	34–36
Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili	37–38
Ennusteet	39–41
Arvonmääritys	42–47
Taulukot	48–51
Suositus historia ja vastuuvapauslauseke	52

Arvo Sijoitusosuuskunta lyhyesti

Arvo Sijoitusosuuskunta on omasta taseestaan sijoittava osuuskuntamuotoinen sijoitusyhtiö. Arvo-konsernin muodostavat emoyhtiön lisäksi tytäryhtiö Arvo Invest Nordic sekä useat osakkuusyrietykset. Osuuskunta tekee vähemmistö- ja lainasijoituksia suomalaisiin pk-yrityksiin. Arvolla on lisäksi merkittävä arvopaperisalkku.



1914

Perustamisvuosi

2023

Listautuminen

127 MEUR (H1'24: 116 MEUR)

Sijoitussalkun raportoitu käypä arvo H1'25 lopussa

4,7 % (2020-H1'2025 ka.)

Oman pääoman tuotto 5,5 vuoden keskiarvo

4,14 € (2020-2024 ka.)

Osuuskorko keskimäärin €

5 kpl

Henkilömäärä vuoden H1'25 lopussa

Konsernin sijoitussalkku 6/2025*
127 MEUR

Finanssisijoitukset*

~76 MEUR

Suuret suorat osakesijoitukset*

~21 MEUR

Listaamattomat suorat osakesijoitukset

~20 MEUR

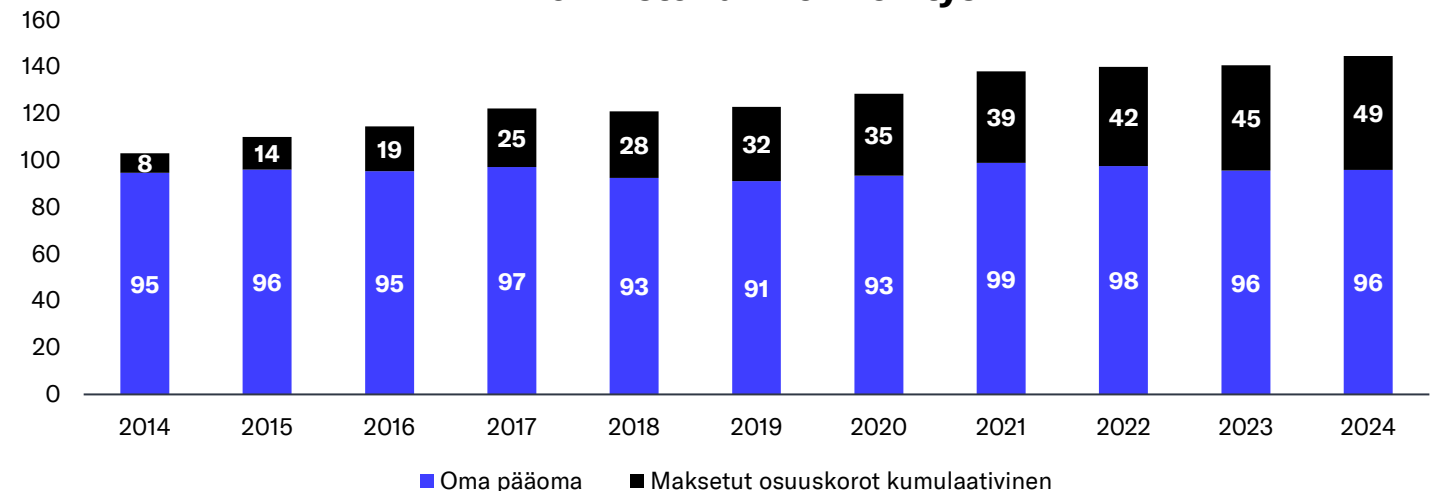
Suorat lainasijoitukset

~6 MEUR

Suorat siltarahoitukset

~2 MEUR

Arvon historiallinen kehitys



*Listattujen osakkeiden arvot laskettu 20.11.2025 päätöskurssilla.

Suuriin suuriin osakesijoituksiin laskettu listatut HANZA, Summa Defence, Foamit ja LapWall

Yhtiökuvaus

Lyhyt yhtiökuvaus

Arvo Sijoitusosuuskunnan historia ulottuu vuoteen 1914 Keski-Pohjanmaan Puhelinosuuskunnan perustamiseen. Vuonna 2013 osuuskunta sai nykyisen muotonsa, kun se 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 vähemmistösjoittaja ja -omistaja, joka kehittää ja rahoittaa suomalaisia pk-yrityksiä. Lisäksi Arvo-konsernilla on merkittävä julkisesti noteeratuista arvopapereista koostuva sijoitussalkku. Koko portfolion arvo oli vuoden H1'25 lopussa käyvin arvoin noin 127 MEUR.

Osuuskunnan omistajakunta on myös erittäin laajalle hajautunut, sillä arvo-osuusjärjestelmään siirtyneitä osuudenomistajia Arvolla oli lokakuun lopussa 19 727.

Missio, visio ja arvot

Arvon visio on olla kasvun mahdollistaja. Sen sijoitukset kohdistuvat pääosin pk-yrityksiin, jotka hakevat toiminnassaan kasvua. Osuuskunnan missio on luoda sijoitustoiminnallaan lisäarvoa omistajilleen ja kohdeyrityksilleen vastuullisella sijoittamisella. Arvo on itse ilmoittanut arvoikseen olla aito, rohkea, vastuullinen ja osaava. Mielestämme nämä tekijät kuvaavat Arvon tavoitteita tuottoa hakevana sekä arvopohjaisena sijoittajana. Arvon kaltaisilla toimijoilla on mielestämme tärkeä rooli pääomaköyhän Suomen rahoitusmarkkinan toimivuuden kannalta, erityisesti

pk-yritysten näkökulmasta. Arvo vastuullisena toimijana ja vähemmistösjoittajana, joka kykenee tarjoamaan eri rahoitusinstrumentteja, on usein houkutteleva sijoituskumppani erityisesti yrittäjävetoisille pk-yrityksille.

Osuuskunnassa on tiettyjä eroja tavalliseen pääomasijoittajaan nähden

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

Arvo eroaa myös perinteisistä pääomasijoitusyhtiöistä selvästi osuuskuntamuotonsa takia, vaikka tällä ei ole suurta merkitystä operatiiviseen toimintaan. Sijoittajien kannalta osuuskuntamuodon merkittävin vaikutus on, että osuudenomistajan äänivalta ei kasva omistuksen suhteessa (vrt. osakeyhtiö). Käytännössä tämä tarkoittaa, että sijoittaja saa yhdellä osuudella yhden äänen, mutta kullakin omistajalla on kuitenkin korkeintaan kolme ääntä riippumatta osuuksien kokonaismäärästä. Näemme tämän jonkin verran negatiivisena asiana osuuden arvostuksen kannalta, sillä arvioimme sen rajaavan potentiaalisten sijoittajatahojen kiinnostusta (mm. institutionaaliset sijoittajat). Tämä myös käytännössä poistaa mahdollisuuden Arvoon kohdistuvasta ostotarjouksesta.

Kokonaisuutena tällä voidaankin nähdä mielestämme olevan negatiivista vaikutusta osuuden likviditeettiin.

Konsernirakenne

Arvolla on yksi tytäryhtiö: Arvo Invest Nordic (AINO, 100 %:n omistusosuus), joka ei ole varsinainen sijoituskohde, vaan konsernin sijoitusyhtiö. Suoria vähemmistösjoituksia Arvolla on puolestaan useita, missä sen omistusosuus vaihtelee myös huomattavasti.

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää Arvon oma sijoitustoiminta sekä sijoituskohteiden ja osuuskunnan operatiivinen toiminta. Sijoituskohteet toimivat operatiivisesti hyvin itsenäisesti. Osuuskunnan kulut voidaan puolestaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Mielestämme Arvon tuloksen lyhyen aikavälin kehityksellä ei myöskään ole merkittävää roolia osuuden arvon kannalta ja yksittäisten vuosien tuloskehityksen seuraaminen voi jopa ohjata väärin johtopäätöksiin. Luonnollisesti sijoituskohteiden positiivisen kehityksen tulisi kuitenkin heijastua myös Arvon tuloksessa pidemmällä aikavälillä esimerkiksi irtaantumisten tai omistusten kasvavan voitonjaon kautta. Tätä kokonaiskuvaa peilaten huomiomme kiinnittyy kuitenkin etenkin sijoitusten arvojen suuntaan ja mielestämme Arvon osuuden hinnoittelussa tulee käyttää osien summa -menetelmää.

Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 1/6

Arvon sijoitustoiminta

Osuuskunnan sijoitustoiminta voidaan jakaa kahteen eri osaan: suoriin sijoituksiin (aik. alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset) sekä finanssisijoituksiin. Arvon suorat sijoitukset koostuvat osakesijoituksista listaamattomiin yhtiöihin sekä pidempiaikaisesta lainarahoituksesta (vaihtovelkakirja-, pääoma- ja juniorilainat) ja lyhytaikaisesta siltarahoituksesta (enintään 24 kk). Jaottelun osalta on kuitenkin hyvä huomata, että osuuskunnan käypää arvoa määrittäessämme tarkastelemme sijoituksia omaisuuslajeittain (ts. finanssisijoitukset, listaamattomat osakesijoitukset ja lainarahoitus listaamattomille yrityksille).

Suorat sijoitukset ovat tyypillisesti suuruudeltaan 1–5 MEUR, eikä yksittäisillä kohteilla ole portfoliossa huomattavan suurta painoarvoa. Tyypillinen sijoitusaika suorissa sijoituksissa on 5–7 vuotta ja vahvojen osingonmaksajien kohdalla pidempikin. Varsinaisia toimialarajoituksia kohdeyhtiöiden valinnassa ei ole. Arvo on kuitenkin tehnyt linjauksen, ettei se sijoita suoraan kiinteistöhankkeisiin tai startup-yrityksiin ilman hallituksen erillispäätöstä. Sen sijaan käännetyhtiöissä se voi olla mukana, mikäli kannattavuuskäänteen tapahtuminen on selkeästi osoitettavissa.

Sijoitusstrategia

Sijoitusstrategian keskiössä on olla kasvun mahdollistaja kasvua tavoitteleville pk-yrityksille. Kohdeyrityksiltä osuuskunta edellyttää kannattavaa ja vakiintunutta liiketoimintaa. Arvo tavoittelee aktiivista roolia kohdeyritysten kehittämisessä ja toimialajärjestelyjen mahdollistajana. Tätä se pyrkii vastaavasti toteuttamaan pitkäjänteisen sijoitustoiminnan ja vahvan hajautuksen (ml. sijoituskohteiden lukumäärä, toimialat, sijoitusinstrumentit, ajallinen) kautta. Lisäksi se toimii usein kanssasijoittajana isommissa järjestelyissä toisten sijoittajien kanssa. Kokonaisuutena

sijoitustoiminnan keskeisenä tavoitteena onkin sijoitusstrategian mukaisen vuositulon saavuttaminen ja sijoitustoiminnan tuottojen palauttaminen omistajille. Sijoittajan on hyvä huomioida, että koska Arvon suorat sijoitukset ovat kotimaisia pk-yrityksiä, niin sijoitussalkun kehitys on myös osin kiinni Suomen talouden kehityksestä.

Arvo on vähemmistösjoittaja

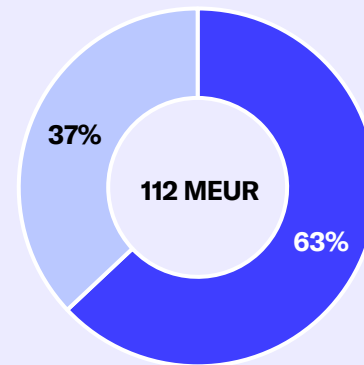
Arvo on sijoitusstrategiassaan tietoisesti valinnut vähemmistösjoittajan roolin suorissa osakesijoituksissa kohdeyhtiöihin. Tyypillisesti osuuskunta tavoittelee 5–30 %:n osuutta kohdeyhtiöissä. Tämä mahdollistaa pienemmät sijoitussummat ja tätä kautta laajemman hajautuksen (ts. salkun riskienhallintaa).

Vastapainona vähemmistösjoittamiselle voidaan nähdä, että Arvon vaikutusmahdolliset kohdeyhtiöiden toimintaan ovat rajallisemmat, kuin enemmistöomistajana olisi. Arvo osallistuu kuitenkin tyypillisesti ainakin suurempien omistustensa kehittämiseen hallitustyöskentelyn kautta.

Suorien osakesijoitusten lisäksi Arvo tarjoaa kohdeyhtiöilleen rahoitusta oman ja/tai vieraan pääoman ehtoisen (pääasiallisesti vaihtovelkakirjalainoina tai lyhytaikaisena siltarahoituksena) instrumentin kautta, sillä osuuskunta on havainnut, että pk-yrityksillä on kysyntää myös muunlaiselle rahoitukselle. Arvo ei kuitenkaan pyri kilpailemaan suoran pankkirahoituksen kanssa, vaan pyrkii tarjoamaan erilaisia joustavia rahoitusratkaisuja.

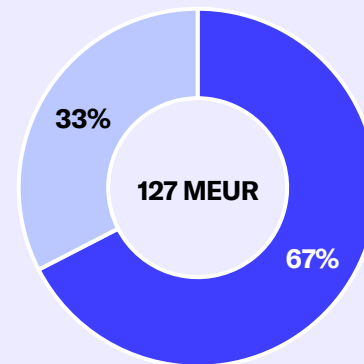
Velkasijoitusten kautta osuuskunta saa vuotuista kassavirtaa tasaisten osuuskorkojen maksuun, mikä on sen keskeisiä tavoitteita. Lisäksi kassavirtatuotto vähentää Arvolta painetta kierrättää pääomaa sijoituskohteesta toiseen ja mahdollistaa asteen pitkäjänteisemmän sijoitustoiminnan.

Sijoitusjakauma H1'25 lopussa (tasearvo*)



■ Finanssisijoitukset ■ Suorat sijoitukset

Sijoitusjakauma H1'25 lopussa (käypä arvo)



■ Finanssisijoitukset ■ Suorat sijoitukset

Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes
Osakkuusyritysten osalta tasearvo vastaa hankintahintaa

Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 2/6

Kilpailutilanne

Käsittääksemme useimmat pääomasijoittajat tavoittelevat kohdeyhtiöistä enemmistöosuutta sekä päätösvaltaa. Arvoon nähden useimmat pääomasijoittajat etsivät myös usein kertaluokkaa suurempia kohdeyhtiöitä. Arvon listautumisesitteen mukaan osuuskunnan kanssa samassa kokoluokassa toimivia vähemmistösijoittajia oli Pääomasijoittajat ry:n mukaan Suomessa vain 13, emmekä oleta tässä tapahtuneen suurta muutosta. Osalla toimijoista on myös toimialarajoituksia, toisin kuin Arvolla.

Esimerkkejä samantyyppisistä toimijoista ovat Evli Growth Partners ja Nordic Option, joista Evlin rahastossa Arvo on myös itse sijoittajana ja Nordic Optionissa omistajana. Arvon näkökulmasta nämä eivät ole myöskään ole pelkästään suoria kilpailijoita, vaan sen omaa sijoitussalkkua laajentavia kumppaneita. Arvo on myös historiassaan tehnyt ja tekee parhaillaankin yhteistyötä muiden pääomasijoittajien kanssa (mm. CapMan, Juuri Partners, Evli, Mandatum, Tesi, Helmet Capital). Seuraavalla sivulla olemme kuvanneet tarkemmin Arvon kilpailukenttää.

Samoista sijoituskohteista Arvon kanssa kilpailevat myös varakkaat yksityishenkilöt ja yksityishenkilöiden yhteenliittymät. Kokonaisuutena kilpailukenttä vaikuttaa kuitenkin arviomme mukaan toistaiseksi suhteellisen rajalliselta, mikä on luonnollisesti positiivista Arvon kannalta.

Arvioimme vähemmistösijoittajan voivan olla myös joillekin yrityksille ja yrittäjille päätösvaltaa hakevaa enemmistösijoittajaa matalamman kynnyksen yhteistyökumppani. Yksi erottautumistekijä Arvolle on myös sen juuret Pohjanmaalla, joskin tämä pätee vain Pohjanmaalla. Mielestämme erottautumisen tavoittelu sijoittajana on tärkeää, 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.

Taloudelliset tavoitteet

Vuosina (2020-2024) aikana Arvon **sijoitetun pääoman tuotto** on ollut keskimäärin 6,0 % ja jäänyt pääoman tuottotavoitteensa alle. Kuluvasta vuodesta on kuitenkin tulossa osuuskunnalle hyvä erityisesti Leden Groupin myyntivoiton ansiosta ja H1'25 sijoitetun pääoman annualisoitu tuotto oli 10,3 %. Mielestämme osuuskunnalla pitäisi olla edellytykset yltää pääoman tuoton tavoitteeseensa, mutta kunnianhimoisena tavoitetasoa ei voi mielestämme pitää. Osaltaan tähän vaikuttaa arviomme mukaan osuuskunnan erittäin hajautettu sijoitussalkku, millä se pyrkii rajaamaan myös sijoitustoiminnan riskitasoa. Lisäksi on hyvä huomioida, että omistajien kannalta oman pääoman tuotto on keskeisempi mittari pitkällä aikavälillä.

Lisäksi on hyvä huomioida, että pääoman tuotot voivat vaihdella vuosien välillä huomattavastikin mahdollisten suurempien irtaantumisten tai alaskirjausten vuoksi. Tämän vuoksi seuraamme tarkasti myös pidemmän aikavälin tuottoa. Näemme pörssin mittakaavassa maltillisen tavoitetason ja viime vuosien pääomatuottojen painavan kuitenkin osaltaan hyväksyttävää tasepohjaista arvostusta.

Tavoiteltua hajautusta sekä sijoitetun pääoman tuoton tavoitetta peilaten Arvolla on mielestämme edellytykset pitää kassavirta osuuskoron maksun näkökulmasta riittävänä sekä toisaalta kasvattaa taseen substanssiarvoa onnistuneiden sijoitusten arvonnousun kautta (kts. tarkemmin kappaleesta Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili). Arvon tasesubstanssin kasvua rajoittaa kuitenkin merkittävästi sen varsin vuolas voitonjakopolitiikka.

Arvon taloudelliset tavoitteet:

- Sijoitetun pääoman annualisoitu tuotto vähintään 7,5 %
- Omavaraisuusaste yli 60 %
- Tasainen voitonjako: 60–80 % emo-osuuskunnan tuloksesta osuuskorkona jäsenille
- Hajautettu sijoitussalkku usealla eri tasolla: toimialojen välillä, lukuisiin kohdeyrityksiin, instrumenttitasolla ja ajallisesti
- Riittävä kassavirtatuotto osinko- ja korkotuottojen kautta
- Tehokas rahankierto: tavoitteena investoida ja irtaantua joka vuosi

Arvon asemoituminen kilpailukentässä



Arvolla melko vähän täysin suoria kilpailijoita

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

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

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

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

Arvon liiketoiminnan keskeisiä eroja muihin pääomasijoittajiin

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

- Suorissa sijoituksissa vähemmistöomistusten myötä vähemmän vaikutusmahdollisuuksia

Sijoittajan kannalta Arvon keskeisiä eroja muihin pääomasijoittajiin:

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

Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 3/6

Konsernin **omavaraisuusaste** on ollut viime vuosina lähes 90 %, jonka puolesta yhtiöllä olisi edellytykset lisätä halutessaan selvästi velkavipua. Arvioimme yhtiön kuitenkin pitävän omavaraisuusasteen selvästi vähimmäistasoa korkeampana.

Arvo on **jakanut omistajille** vuosina 2020-2024 keskimäärin 73 %. Tasainen voitonjako: 60–80 % emo-osuuskunnan tuloksesta osuuskorkona jäsenille. Suhteessa konsernitulokseen lukema on ollut 106 %. Tasainen ja mielellään asteittain kasvava voitonjako tulee nähdäksemme jatkossakin olemaan keskeinen sijoitustoimintaa ohjaava tekijä.

Sijoitussalkku on tavoitteen mukaisesti **erittäin hajautettu** usealla eri tasolla: toimialojen välillä, lukuisiin kohdeyrityksiin, instrumenttitasolla ja ajallisesti. Arvioimme yhtiön kasvattavan lähivuosina jälleen listaamattomien sijoitusten osuutta Leden Groupin irtaantumisen jäljiltä.

Osuuskorko suhteessa emo-osuuskunnan saamaan **kassavirtaan** korko- ja osinkotuotoista vuosina 2020-2024 on taas ollut 84 %.

Pääoman kiertäminen on jälleen tehostunut lyhyemmällä aikavälillä, kun Arvo teki merkittävän irtaantumisen erityisesti Leden Groupista ja myös voitollisen Champion Door irtaantumisen. Osuuskunta on kyennyt investoimaan näitä varoja jo kohtuullisesti (mm. Nordic Bites Group ja Enico) ja asteittain piristynyt pääomamarkkina tarjoaa tähän nähdäksemme lisämahdollisuuksia. Pääoman kierrätystarpeen takia on mielestämme myös tärkeää, että Arvolla on salkussaan eri vaiheissa eteneviä kohteita, jotta vetäytymiset ja uudet sijoitukset on mahdollista toteuttaa yritysten elinkaarten perspektiivistä jokseenkin optimaalisissa vaiheissa. Suuren finanssisalkun painon myötä osuuskunnalla on nähdäksemme

hyvin kapasiteettia tällä hetkellä uusiin suoriin sijoituksiin. Pääoman kiertäminen on myös pitkällä aikavälillä tärkeää osuuskorkojen maksun kannalta.

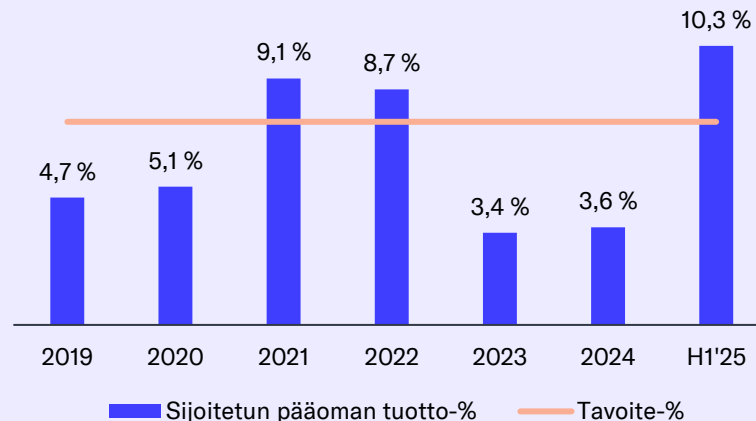
Mielestämme on hyvä, etteivät nykyiset tavoitteet sido osuuskunnan päätöksiä uusia sijoituspäätöksiä tehdessä, niin kuin aiemman alueellisen tavoitealokaation kanssa olisi voinut käydä. Kuten aiemmin todettua näemme kuitenkin, että erittäin hajautunut sijoitussalkku voi osaltaan rajata Arvon sijoitustoiminnan tuottoja.

Sijoitusprosessi

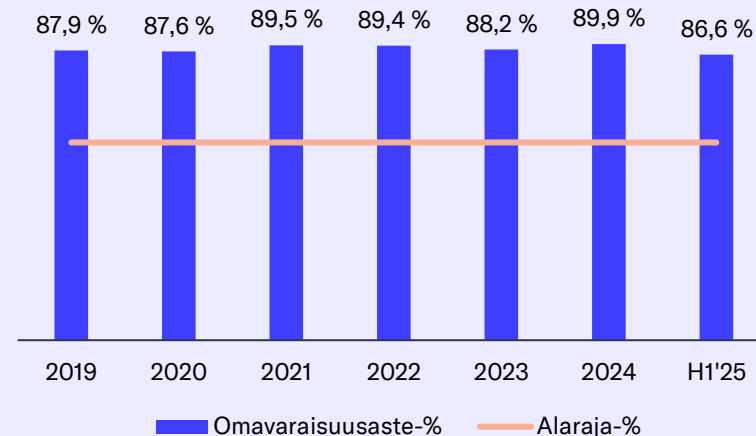
Käsityksemme mukaan Arvon sijoitusprosessi etenee yleensä siten, että sijoituskohteet nousevat esille osuuskunnan oman aktiivisuuden tai yhteistyöverkoston kautta. Arvo on pyrkinyt rakentamaan sijoitussalkkunsaa sisälle arvoketjua, joka tuo potentiaalisia sijoituskohteita Arvon tietoisuuteen ja myös Arvoa tutuksi kohteille.

Arvoketjun alkupään muodostavat varhaisen vaiheen teknologiayhtiöihin sijoittavat rahastot, joihin Arvo on sijoittanut finanssisijoitusten kautta. Tämän jälkeen arvoketjun muodostavat Arvon osakkuusyhtiö Nordic Option sekä Arvon omat sijoitukset listaamattomiin yrityksiin. Nordic Optionin sijoitukset muodostuvat melko varhaisen kasvuvaiheen listaamattomista teknologiayrityksistä etenkin Pohjois-Suomen alueella. Arvoketjun loppupään muodostaa puolestaan finanssisijoitukset, jotka keskittyvät yleisesti jo vakaampiin pörssilistattuihin toimijoihin.

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Omavaraisuusaste-%:n kehitys



Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 4/6

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 dilligence).

Tämän jälkeen esitys palautuu vielä hallituksen käsiteltäväksi, minkä jälkeen lopullinen sopimus voidaan solmia, jos hallitus hyväksyy esityksen. Yhtiön mukaan prosessiin yhden kohteen osalta menee yleensä vähintään 2–3 kuukautta (joissakin suoraviivaisissa ja rahalliselta arvoltaan vähäisissä sijoituksessa toiminta voi olla nopeampaa), mutta kokonaisuutena Arvo saa päätöksiä aikaan mielestämme verrattain nopeasti, mistä voi tietyissä tapauksissa olla etua.

Historiallinen kehitys

Arvo on määritellyt varsinaisen sijoitusyhtiöhistoriansa alkaneen vuodesta 2014. Tästä eteenpäin osuuskunta on maksanut jäsenilleen osuuskorkoja yhteensä noin 49 MEUR. Vastaavalla ajanjaksolla konsernin oma pääoma on pysynyt käytännössä samalla tasolla (2024: 96,0 MEUR vs. 2015: 96,1 MEUR). Tätä peilaten se on pystynyt tuottamaan omalla pääomalla keskimäärin noin 4,2 %:n vuotuista kassavirtatuottoa omistajille osuuskoron muodossa.

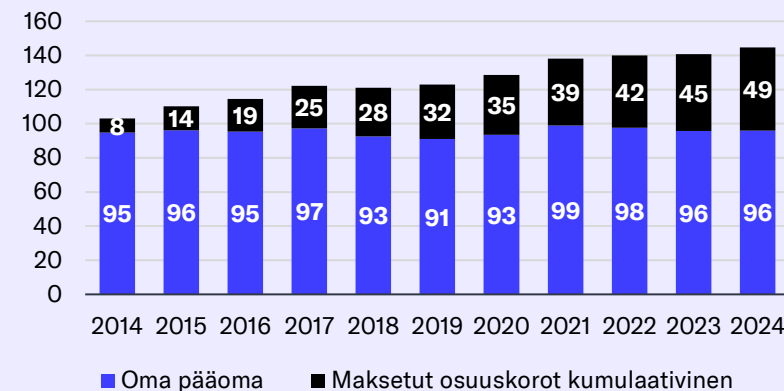
Vastaavasti sijoitusyhtiölle merkittävä oman pääoman kasvu on jäänyt käytännössä nolliin. Tämän taustalla on varsin vuolas voitonjako sekä keskimäärin matalalle jäänyt oman pääoman tuotto, joka edellä kuvailtua kehitystä peilaten on keskimäärin ollut aavistuksen voitonjakoa matalampi. Sinällään oman pääoman kasvattaminen ei itsessään ole Arvon tavoite, sillä tämän edelle kiilaa tasaisen osuuskoron maksaminen. Oman pääoman kasvattaminen linkittyy kuitenkin osaltaan Arvon

sijoitusstrategiaan (vrt. sijoitetun pääoman tuoton tavoite).

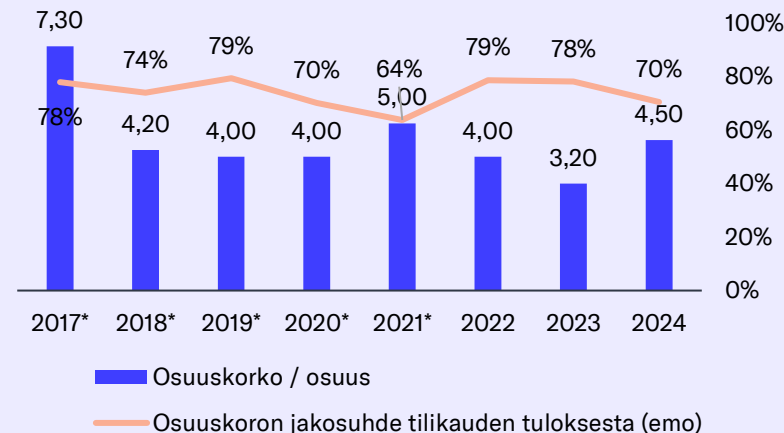
Vaikka oma pääoma on pysynyt liki paikallaan on hyvä huomioida, että tämän hetkinen erotus finanssisalkun (mukaan lukien Hanza, Lapwall, Foamit ja Summa Defence) käyvän arvon ja tasearvon välillä on hyvin merkittävä. Käypä arvo on 14,6 MEUR tasearvoa korkeampi ja realisoituna kasvattaisi merkittävästi omaa pääomaa. Huomioimme tämän luonnollisesti käyvän arvon määrittämissämme. Arviomme mukaan kokonaisuutena realisoitumaton tulos, joka tulee siitä kun verrataan määrittämäämme käypää arvoa tasearvostuksiin on noin 19 MEUR ja laskennallisten verojen jälkeen 15,2 MEUR. Aihetta on tarkasteltu tarkemmin arvonmääritysosiossa.

Kokonaisuutena tätä kehitystä heijastellen ja lyhyellä aikavälillä Arvon track-record on ollut nousujohteinen, kun huomioidaan realisoitumaton tulos, mutta keskimääräinen oman pääoman tuotto on silti jäänyt alle tuottovaatimuksemme ja myös yhtiön oman melko konservatiivisen tavoitteen (sijoitetun pääoman tuottotavoitteen). Arvolla on hyviä näyttöjä erinomaisista sijoituksista (mm. Leden, Keliber, Skarta/Nyab), mutta myös heikompia mahtuu joukkoon (mm. Sikla, Fifax), jotka painavat historiallisia oman pääoman tuottoja.

Oman pääoman kehitys ja maksettu osuuskorko (MEUR)



Maksetut osuuskorot



Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 5/6

Samalla on hyvä huomata, että Arvon sijoitusstrategia on muovautunut matkan varrella ja näin ollen nykyisen sijoitustoiminnan onnistumista voidaan alkaa tarkastella vielä paremmin lähivuosina. Arviomme mukaan Arvolla ei ole myöskään varsinaisia esteitä nostaa oman pääoman tuottoansa tulevina vuosina. Historiallista kehitystä peilaten sijoittajan on kuitenkin mielestämme toistaiseksi perusteltua vaatia osuudelta tyypillistä sijoitusyhtiöalennusta.

Olemme tarkastelleet seuraavaksi tarkemmin viime vuosina listaamattomista osakesijoituksista tehtyjä suurimpia irtaantumisia sekä velkasijoitusten onnistumisia/epäonnistumisia. Olemme jakaneet tarkastelun alun perin suorina osakesijoituksina tehtyihin sijoituksiin sekä velkasijoituksiin (ml. vvk-lainasta osakesijoitukseksi konvertoituneet sijoitukset) alkuperäisten sijoitusmuotojen vertailtavuuden helpottamiseksi. On kuitenkin hyvä huomata, että käytännössä Arvon vvk-sijoitukset tehdään samalla periaatteella osakesijoitusten kanssa konversio-option myötä ja mahdollisen konversion jälkeen nämä eivät eroa suorista osakesijoituksista. Vvk-sijoitusten korkokomponentin tarjoamaa kassavirtatuottoa sekä konversio-optiota peilaten arvioimme sijoitusmuodon mahdollistavan positiivisessa skenaariossa myös suoria osakesijoituksia korkeammat tuotot.

Nyt takana muutama merkittävä onnistuminen osakesijoituksista

Tähän mennessä Arvon suurin yksittäinen onnistuminen alun perin suorana osakesijoituksena tehdystä omistuskohteesta tapahtui, kun se irtaantui litiumkaivoshanketta Keski-Pohjanmaalla kehittäneestä **Keliberistä** kaivosalan jättiläisen Sibanye-Stillwaterin otettua pääroolin Keliberin rahoittajana. Arvo sijoitti Keliberiin kahdessa erässä vuosina 2017 ja 2020 noin 2,9 MEUR. Syyskuussa 2022 osuuskunta kertoi

myyneensä omistuksensa noin 11,5 MEUR:lla, josta se kirjasi 8,7 MEUR:n myyntivoiton. Siten sijoitus olikin Arvon kannalta erinomainen.

Toinen erittäin merkittävä onnistuminen tuli, kun yhtiö irtaantui metalli- ja sähkömekaniikan sopimusvalmistaja **Leden Groupista** vuosien 2024-2025 vaihteessa. Arvo lähti alun perin omistajaksi ja rahoittajaksi LaserCompiin vuonna 2015, kun yhtiö hankki itseään isomman Celermecin vahvistamaan palvelukonseptiaan. Itse Leden Group syntyi keväällä 2021, kun LaserComp, Celermec, Ojala-Yhtymä ja Favor AS fuusioituivat, ja Arvo nousi järjestelyn yhteydessä noin 31 %:n omistuksella yhtiön suurimmaksi omistajaksi.

Arvon sijoitus Leden Groupiin oli erittäin onnistunut: yhtiö kasvoi orgaanisesti ja yritysostoin noin 100 MEUR liikevaihtoluokkaan, ja se myytiin [joulukuussa 2024](#) ruotsalaiselle HANZA-konsernille noin 35 MEUR kokonaisarvolla. Arvon osuus kaupasta oli 10,8 MEUR, josta puolet maksettiin käteisenä ja puolet HANZA AB:n osakkeina. Alkuperäinen myyntivoitto oli noin 6,6 MEUR, mutta Hanzan osakekurssin [vahva nousu](#) nosti lopullisen myyntivoiton 7,4 MEUR:oon.

Kolmas merkittävämpi irtaantuminen alun perin suorana osakesijoituksena tehdystä kohteesta on vuodelta 2021, kun Arvo myi osuutensa **RealMachinerystä**. Osuuskunta teki alun perin 3 MEUR:n sijoituksen yhtiöön vuonna 2018. Tarkkaa irtaantumishintaa ei julkaistu, mutta käsityksemme mukaan Arvo sai kirjattua sijoituksesta pienen myyntivoiton, mutta tämä sijoitus jäi arviomme mukaan korkeintaan keskinkertaiseksi.

Arvo [irtaantui](#) myös mukavalla myyntivoitolla **Champion Doorista**, josta se sai vajaan 30 %:n omistuksestaan noin 1,6 MEUR:n myyntivoiton. Arvo sijoitti Champion Dooriin jo vuonna 2016, jonka myötä omistusaika oli kuitenkin varsin pitkä.

Realisoituneita merkittäviä epäonnistumisia sen sijaan ei käytännössä ole. Portfoliossa on kuitenkin mm. tällä hetkellä toistaiseksi epäonnistuneelta vaikuttava 2 MEUR:n Festivo-sijoitus.

Näitä lukuun ottamatta irtaantumiset alun perin suorina osakesijoituksina tehdyistä kohteista ovat olleet selvästi pienempiä kokoluokaltaan. Siten tekemämme jaon perusteella suorien osakesijoitusten näyttöihin on vaikea ottaa vielä tarkemmin kantaa suurempien irtaantumisten rajallisen otannan vuoksi. Puolestaan vvk-sijoituksista osakesijoituksiksi konvertoituista sijoituksista Arvolle on kertynyt enemmän otantaa. Yleisesti sijoittajien kannattaa kuitenkin jatkossa seurata tarkasti irtautumishintoja ja sijoituksilla saatuja tuottoja. Sijoitussalkun suuresta hajonnasta ja osuuskunnan raportointityylistä johtuen yksittäisten sijoituksien tarkempi arviointi on usein vaikeaa, minkä takia sijoittajan on oleellista seurata koko osuuskunnan sijoitetun pääoman tuottoa ja käyvän arvon kehitystä.

Irtautumismarkkina on nyt mielestämme lähtenyt parantumaan selvästi heikoista viime vuosista ja portfoliossa on kypsempään vaiheeseen edenneitä kohteita (mm. LapWall ja Valve). LapWallin kohdalla on kuitenkin hyvä huomata, että Arvon aikaisemmin listaamattoman sijoituksen listautuminen ei suoraan tarkoita, että osuuskunta etsisi nopeaa irtaantumista kohdeyhtiöstään. Arvo on tänä vuonna realisoitunut vähäisissä määrin LapWall omistuksiaan (6 %). Lisäksi salkussa on nyt myös useampia merkittäviä suoria sijoituksia (Elcoline, Ruoto, Nordic Bites group, Enico, Oddly Good). Näistä useampi on kuitenkin tehty viime vuosina, minkä myötä ne tulevat vielä kypsymään salkussa lyhyttä aikaväliä pidemmälle. Kokonaisuutena näemme edellytykset irtaantumisten vilkkaammalle jatkumiselle lähivuosina.

Case Leden Group

Leden Group

Leden Group on metalli- ja sähkömekaniikan sopimusvalmistaja. Yhtiön tarjoamaan kuuluvat kaikki osavalmistuksen vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen hallinnassa ja logistiikassa. Leden Groupilla on neljä tehdasta Pohjois-Pohjanmaalla ja yksi Virossa. Näistä viimeisin on vuonna 2025 valmistunut erittäin moderni Oulaisten tehdas, jonne on keskitetty merkittävä osa Suomen toiminnoista.

Arvon rooli Leden Groupin sijoitustarinassa

Arvo lähti omistajaksi (25 % omistusosuudella) ja rahoittajaksi LaserCompiin vuonna 2015, kun yhtiö hankki itseään isomman Celermecin vahvistamaan palvelukonseptiaan. Itse Leden Group muodostui neljän yhtiön (LaserComp, Celermec, Ojala-Yhtymä ja Favor AS) fuusioituessa keväällä 2021, missä Arvolla oli keskeinen rooli järjestelyiden mahdollistajana. Järjestelyn yhteydessä

Arvo lisäsi sijoitustaan merkittävästi ja nousi Leden Groupin suurimmaksi omistajaksi noin 31 %:n osuudella. Arvon omistusaikana Leden Group kasvoi orgaanisesti ja yritysostoin noin 100 MEUR liikevaihtoluokkaan. Joulukuussa 2024 Leden Group myytiin ruotsalaiselle HANZA-konsernille ~35 MEUR kokonaisarvolla. Arvon osuus kauppahinnasta oli noin 10,8 MEUR, josta kirjautui alun perin noin 6,6 MEUR myyntivoittoa.

Arvo otti puolet kauppahinnasta käteisenä ja toisen puolikkaan HANZA AB:n osakkeina, minkä myötä Arvosta tuli samalla HANZAn merkittävä omistaja. Kauppa toteutui maaliskuussa 2025 ja Arvon lopullinen myyntivoitto nousi 7,4 MEUR:oon Hanzan osakekurssin vahvan nousun myötä.

Kauppaan liittyy lisäksi enintään 15 MEUR:n kokonaislisäkauppahinta, joka perustuu Leden Groupin tilikauden 2025 suorituskykyyn. HANZA arvioi Q3-raportissaan maksettavaksi lisäkauppahinnaksi 53 MSEK eli

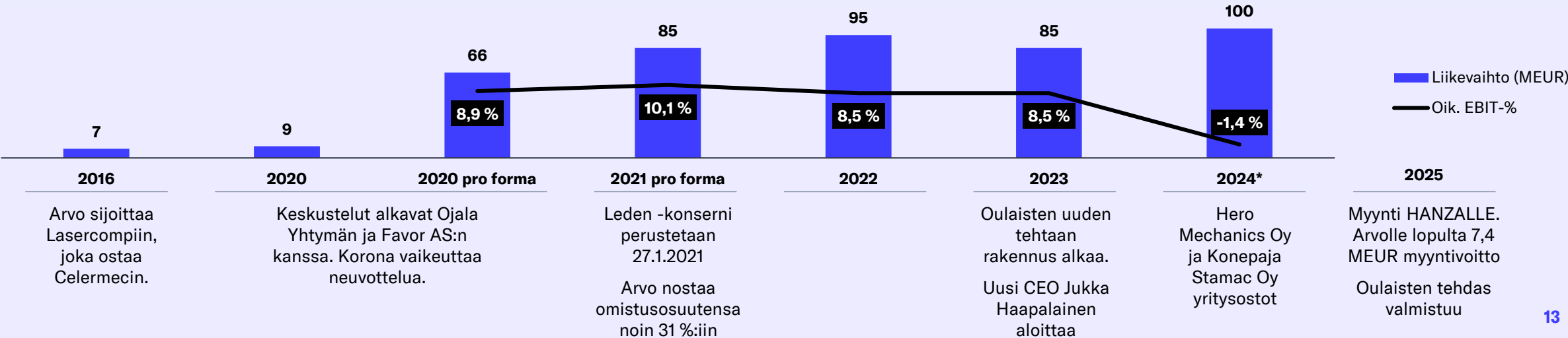
Arvon osuus tästä on noin 1,5 miljoonaa euroa, josta ei ole vielä kirjattu vielä mitään saamisiin.

Kaupan arvostus vastasi HANZAn mukaan myyntihetkellä maksimissaan EV/EBITA 7x –tasoa ja kaupantekohetken lisäkauppahinta-arvion mukaan luettuna se vastaa arviomme mukaan reilua EV/EBITA 6x –tasoa. Kauppahinta vastasi suurin piirtein arvioitamme yhtiön arvosta (11,9 MEUR), kun huomioidaan lisäkauppahinnan odotusarvo.

Leden-sijoitus oli Arvolle erittäin onnistunut

Sijoituksen vuotuinen sisäinen korkokanta (IRR) oli 24,8 %. Mikäli tarkastelu aloitetaan vuoden 2021 suuremmasta fuusiosta, sijoituksen vuotuinen kokonaistuotto (CAGR) nousee 31 prosenttiin. Leden Group on hyvä osoitus siitä, että Arvolla on myös kykyä olla johtavana sijoituskumppanina yrittäjäomistajien rinnalla ja toteuttaa arvoa luovia yritysjärjestelyjä.

Leden Group



Sijoitustoiminta ja historiallinen kehitys 6/6

Lainasijoitusten merkittävimmät onnistumiset/epäonnistumiset

Merkittävimpänä onnistumisena vvk-sijoitusten osalta Arvolle on toistaiseksi ollut 2 MEUR:n sijoitus **Suomen Maastorakentajiin (myöh. Skarta Group, nyk. NYAB)** vuonna 2019. Skarta Group listautui Helsingin First North -listalle kesällä 2021 ja tässä yhteydessä Arvon vaihtovelkakirjalaina konvertoitiin alennuksella osakkeiksi. Arvo myi tämän jälkeen omistuksensa ja kirjasi tästä myyntivoittoa 2,6 MEUR vuodelle 2021 ja vuodelle 2022 peräti 3,9 MEUR. Tämä kuvaa mielestämme alun perin suhteellisen korkeariskisen käännetarinan onnistumisen potentiaalia. Emme kuitenkaan lähtökohtaisesti usko, että Arvo voisi keskimäärin päästä vastaaviin tuottoihin vvk-sijoitusten kautta. Kauempaa historiasta onnistuneena vvk-sijoituksena voidaan mainita myös Arvon 5 MEUR:n vvk-sijoitus **Lehto Groupiin** vuonna 2015, josta osuuskunta kirjasi irtaantumisvaiheessa 1,8 MEUR:n voiton lyhyellä sijoitusajalla. Lisäksi

Tällä hetkellä portfoliossa mielenkiintoinen, osakesijoitukseksi muuttunut, lainasijoitus on **Summa Defence**. Summa Defencen [listautuessa](#) kesällä 2025 Arvo konvertoi Summa Defencen uusiksi osakkeiksi Lännen MCE Oy:lle vuonna 2023 myöntämänsä lainan jäljellä olevan 1,2 MEUR:n osuuden sekä Summa Defencelle joulukuussa 2024 myöntämänsä 0,5 MEUR:n vaihtovelkakirjalainan. Tämän potin arvo nykyisellä Summan kurssitasolla on noin 2,8 MEUR, mutta osakkeisiin liittyy 18 kk:n lock-up, joka raukeaa 11.12.2026.

Arvolla on realisoitunut myös tappioita vvk-sijoituksista, kun rakennus- ja talotekniikka-alan konserni **Sikla** hakeutui 2023 alussa yrityssaneeraukseen. Osuuskunta oli tehnyt yhtiöön alun perin 5,0 MEUR:n vvk-sijoituksen, jota Sikla ehti

lyhentämään 0,8 MEUR:lla. Käsityksemme mukaan jäljellä ollut summa konvertoitiin ennen yrityssaneerausta Siklan osakkeiksi. Tämän lisäksi osuuskunta oli myöntänyt konsernille yhteensä 5,5 MEUR osin vakuudellista rakennusaikaista rahoitusta yksittäisiin projekteihin (arviomme mukaan osa velkapääomasta oli kertyneitä maksamattomia korkoja). Yrityssaneerauksen myötä Arvo joutui kuitenkin tekemään vuoden 2022 tilinpäätöksessä 4,9 MEUR:n tulosvaikutteiset alaskirjaukset (osakesijoitus ja osa veloista).

Vuonna 2023 Arvo joutui tekemään lisäarvonalennuksia yhteensä noin 1,9 MEUR:lla Sikla-konserniin kuuluvan Siklatilojen konkurssin myötä ja vuonna 2025 myös Sikla Oy hakeutui lopulta konkurssiin. Arvon mukaan sillä on vielä pieni saatava Siklan konkurssipesästä, mutta kaikki saatavat ja oma pääoma on jo alas kirjattu. Näin ollen Siklasta voi tulla vielä pieni positiivinen tulosvaikutteinen erä verojen ja saatavan kautta, kun lopullinen verovähennettävä osa luottotappiosta selviää, mutta negatiivisia yllätyksiä ei enää voi tulla.

Mielestämme tämä esimerkki kuvastaa kokonaisuutena lainasijoituksiin kohdistuvaa riskiä sekä korostaa riskienhallinnan tärkeyttä. Osuuskunta ei mielestämme täysin onnistunut tässä Siklan rahoittamisen osalta, kun huomioidaan, että yhtiöön oli sijoitettu maksimimäärä yhtiön korkeammasta riskiprofilista huolimatta. Siklaan liittyneiden alaskirjausten myötä myös esimerkiksi vuoden 2022 konsernitulos jäikin vain tyydyttävälle tasolle huolimatta vuoden aikana tehdyistä erinomaisista Keliber- ja Skarta Group -irtaantumisista. Tähän toki vaikutti myös finanssisijoitusten heikko kehitys pääomamarkkinoiden yleisen negatiivisen kehityksen myötä.

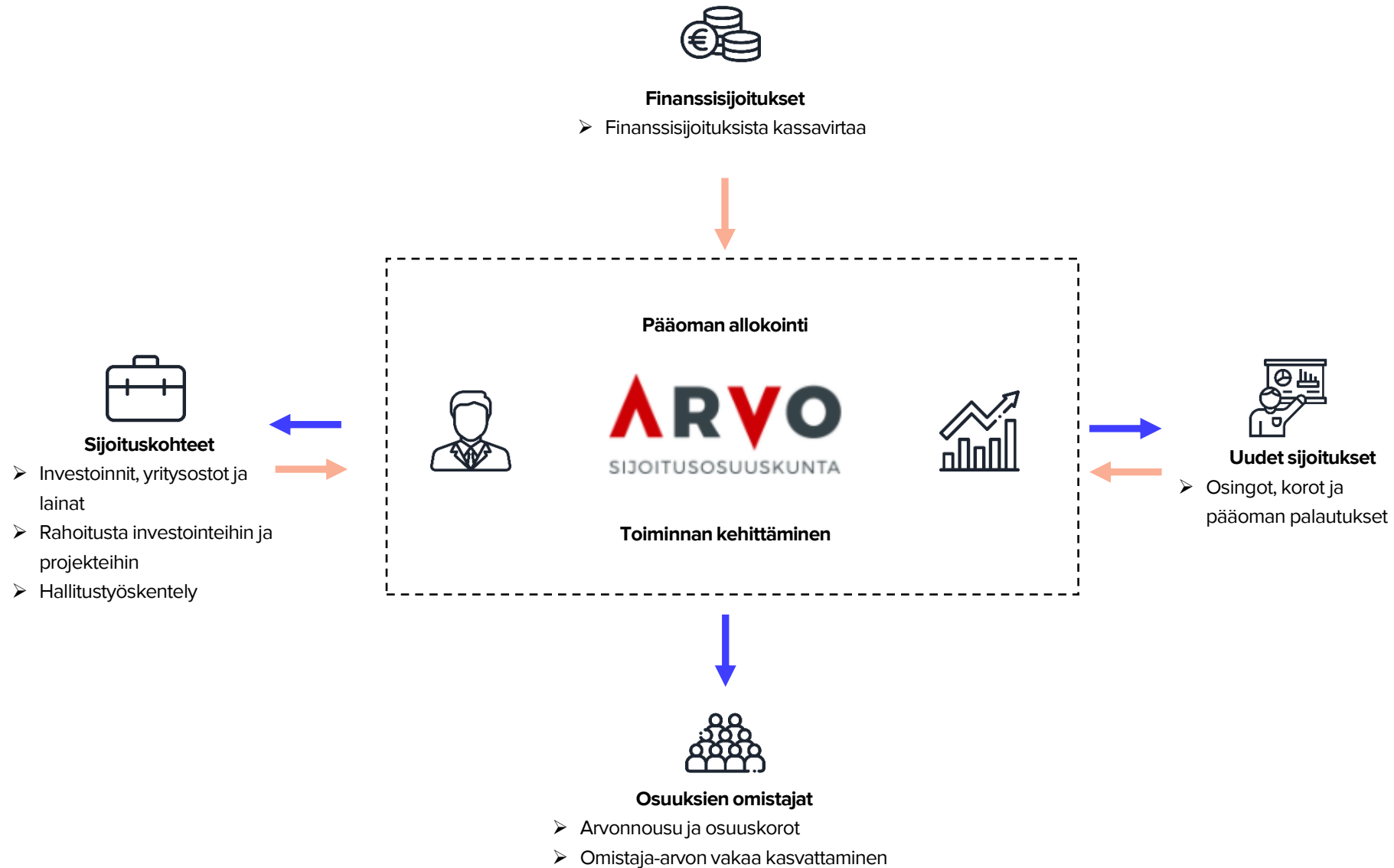
Toinen lainasijoitus, josta Arvo joutui kirjaamaan aikanaan isommat tappiot tapahtui **Ferrovan** Oy:n mennessä konkurssiin

vuonna 2019. Arvolla oli vvk-saamisia 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.

Viimeisin vvk-sijoituksen irtautuminen tuli loppuvuonna 2025, kun pienempi **Aikolon-sijoitus** myytiin Arla Plast Ab:lle. Arvo sijoitti yhtiöön vuonna 2023 alun perin 1 MEUR. Kaupasta syntyi pieni luovutusvoitto, mutta arviomme mukaan sijoitus ei ollut onnistunut, koska sijoitus oli myyntihetkellä jo hyvin pitkälti alas kirjautunut konsernitaseessa, kun Aikolon hakeutui yrityssaneeraukseen loppuvuodesta 2024. Yhtiö investoi viime vuosina automatisoituun linjastoon, mutta linjaston korkeanlaatuisten teollisuusmuovien kysyntä jäi odotettua heikommaksi taloussyökin heikennyttyä.

Lainasijoitusten osalta on kuitenkin yleisesti hyvä huomata, että niistä saatavat varsin terveellä tasolla olevat korot osaltaan tukevat niiden riski/tuotto-suhdetta ja tätä kautta ne ovat myös tärkeässä roolissa osuuskoron maksun kannalta (kts. tarkemmin kappaleesta Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin).

Arvon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



Finanssisijoitukset 1/3

Finanssisijoitukset muodostavat suurimman osan Arvon salkusta

Suorien sijoitusten lisäksi Arvolla on finanssisijoitusten salkku, jonka tavoite on olla tehokkaasti hoidettu likvidien kassavarojen salkku. Finanssisijoitukset tuovat kokonaisuuteen hajautusta ja kassavirtatuottoa. Salkun 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).

Finanssisalkulla on hyvin merkittävä rooli kokonaisuudessa. H1'25-lopussa finanssisijoitusten osuus oli noin 67 % koko portfolioista, mikä vastasi 85,7 MEUR:n markkina-arvoa. Finanssisalkun paino nousi suureksi, kun merkittävin suora sijoitus Leden Group muuttui osittain HANZAN osakkeisiin. Koko salkun suurimmat omistukset on kuvattu seuraavalla sivulla.

Sijoituspolitiikka

Arvon tavoitteleva finanssisijoitusten perusallokaatio on korkosijoitukset 30 %, osakesijoitukset 40 % ja vaihtoehtoiset finanssisijoitukset 30 %. Tämän lisäksi osuuskunnan sijoituspolitiikassa on myös määriteltä tiukempia rajoituksia, joita olemme käyneet läpi aiemmissa raporteissamme, mutta Arvo ei ole itse avannut näitä muutamiin vuosiin. Arviomme mukaan sijoituspolitiikassa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia, jonka vuoksi käymme tässä listauksen olennaisimmat kohdat läpi (huom. rajoituksissa on voinut tapahtua muutoksia).

Osakesijoitukset

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

Yksittäistä suora osakesijoitusta koskevat rajoitteet:

- Yksittäisen sijoituksen enimmäismäärä 5 % koko salkusta
- 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 sijoituskohte ei täytä kriteereitä, se tulee myydä pois

Korkosijoitukset

- Sijoituksia voidaan tehdä mm. rahamarkkinatalletuksiin, valtion velkakirjoihin, yrityslainoihin tai näihin sijoittaviin korkorahastoihin tai ETF-rahastoihin
- Suorat joukkovelkakirjalainat pyritään pitämään salkussa erääntymiseen saakka
- Yksittäisen liikkeeseenlaskijan velkakirjaan tehtävän sijoituksen enimmäismäärä 5 %
- Yksittäiseen High Yield -luokituksen korkosijoitukseen enintään 1 %
- Korkopaperiin ilman luottoluokitusta enintään 1 %

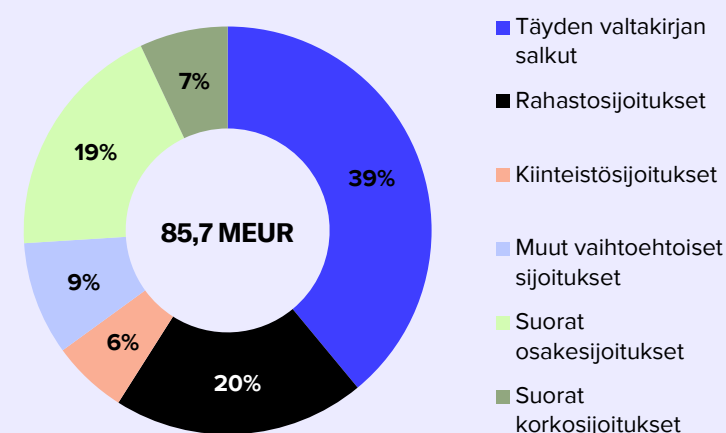
Vaihtoehtoiset sijoitukset

- Sijoituksia voidaan tehdä mm. hedge-rahastoihin, kiinteistö- ja raaka-ainerahastoihin, erikoissijoitusrahastoihin, listaamattomien yhtiöiden yrityslainoihin sekä vaihtoehtoisin sijoituskohteisiin sijoittaviin ETF-rahastoihin
- Sijoituskohteeseen tehtävän sijoituksen enimmäismäärä 3 % koko salkusta

Finanssisalkun sisältö

H1'25 lopussa salkun varallisuudesta isoin osuus (39 %) oli täyden valtakirjan salkunhoitajien hallinnoitavana. Salkun loppuosuus eli konsernin hallinnoima osuus jakautui omaisuuslajeittain seuraavasti: rahastosijoitukset 20 %, suorat osakesijoitukset 19 %, kiinteistösijoitukset 6 %, muut vaihtoehtoiset sijoitukset 9 % ja suorat korkosijoitukset 7 %. Siten Arvon finanssisijoitukset olivatkin mielestämme hajautettu hyvin laajalti eri omaisuuslajien välille sijoituspolitiikan mukaisesti. Kokonaisuutena näemme finanssisalkun sijoituspolitiikan mukaisesti profiililtaan suhteellisen matalariskisenä ja kassavirtapainotteisena (osingot ja korot), mikä myös toisaalta rajaa finanssisijoitusten tuotto-odotusta.

Finanssisijoitusten jakauma H1'25 lopussa



OMXHGI kehitys



Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Nasdaq, Inderes

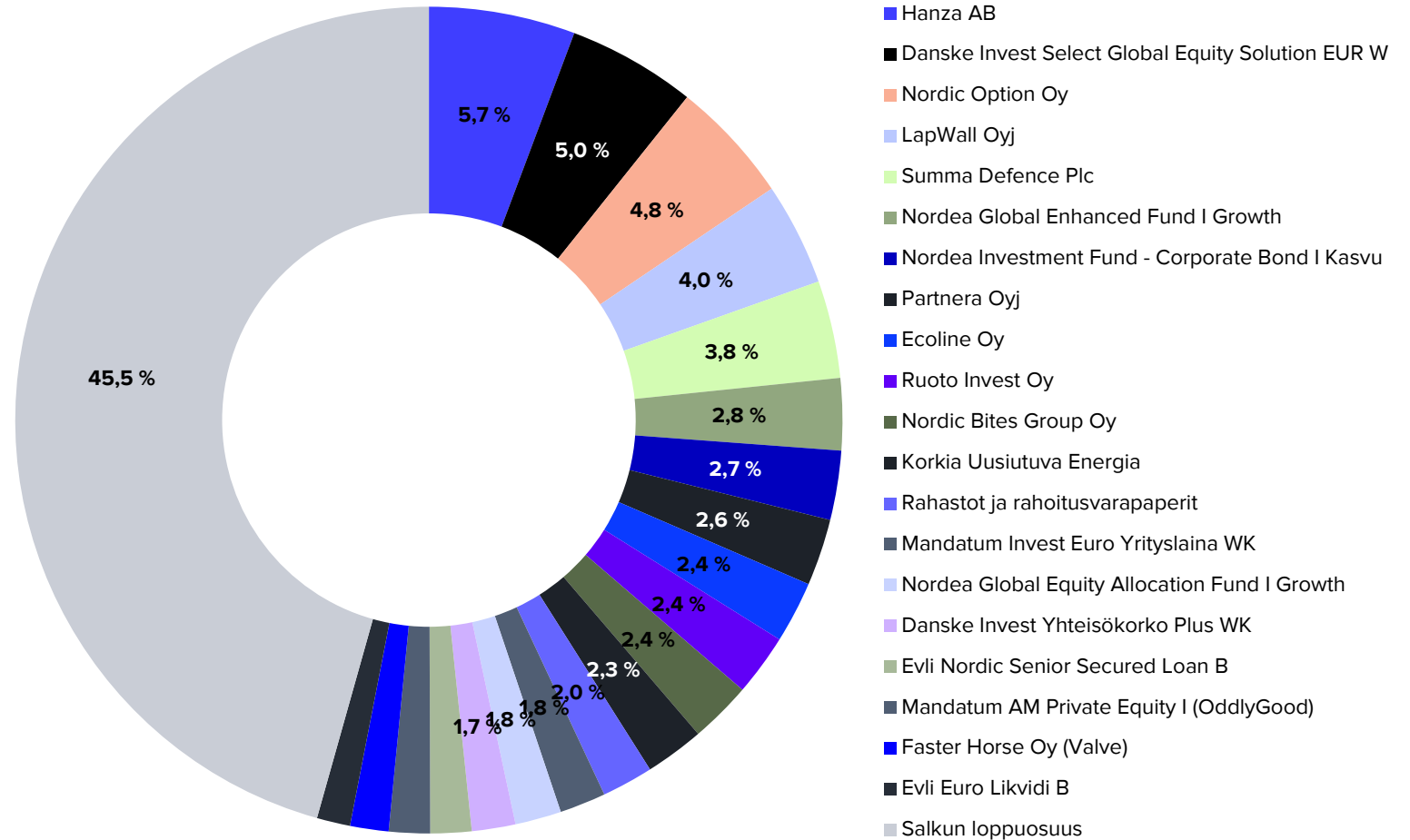
Sijoitussalkun jakauma H1'25 (käyvin arvoin)

Suurimmat omistukset

Arvo avasi ensimmäistä kertaa H1'25-raportissaan Top-20 koko salkkunsu suurimpien omistustensa tarkemman jakauman.

Salkun selkeästi suurimmaksi omistukseksi on noussut ruotsalainen sopimusvalmistaja **HANZA**, jonka osuus koko salkusta kauden lopussa oli 7,2 MEUR tai 5,7 %. Näin ollen se ylittää Arvon sijoituspolitiikan yksittäisen osakkeen enimmäismäärän (5 %), mutta osakkeissa on lock-up päällä, jonka takia omistusta ei voi keventää. Lock-up kestää todennäköisesti 12 tai 18 kk (kauppa tapahtui 3.3.2025), minkä jälkeen arvioimme Arvon keventävän osakkeen painoa ainakin 5 %:iin. HANZasta tarkemmin.

Finanssisalkun seuraavaksi suurin omistus oli **Danske Invest Select Global Equity Solution** – rahasto (5,0 %), joka sijoittaa globaaleihin osakemarkkinoihin. Tätä seurasivat listaamaton pääomasijoitusrahasto **Nordic Option** (4,8 %) sekä listatut yhtiöt **LapWall** (4,0 %) ja **Summa Defence** (3,8 %). Seuraavaksi suurin oli **Nordea Global Enhanced Fund Growth** –rahasto (2,8 %), ja Arvolla onkin ollut myös jossain määrin altistusta hyvin performoineeseen globaaliin osakemarkkinaan. Tästä eteenpäin yksittäisten sijoitusten paino laskee asteittain ja top-20 sijoitusten ulkopuolelle jää vielä 45,5 %, mikä kuvastaa erittäin hajautunutta portfolioa.



Finanssisijoitukset 2/3

Finanssisalkun tuotto-odotus seuraa pitkälti globaalia osakemarkkinaa

Arvo on arvioinut, että finanssisijoitusten markkina-arvot kehittyvät tyypillisesti samansuuntaisesti sijoitusmarkkinoiden yleisen kehityksen kanssa. Tätä peilaten arvioimme finanssisijoitusten tuotto-odotuksen olevan vuositasolla keskimäärin noin 5–10 %. Huomioiden salkun matalampi riskiprofiili voi tuotto-odotuksen odottaa kuitenkin mielestämme olevan keskimäärin lähempänä haarukan alalaitaa. Tätä tukee myös se, että salkun pitkällä aikavälillä korkeimman tuotto-odotuksen sijoitukset (ts. osakesijoitukset) muodostuvat käsityksemme mukaan suorien sijoitusten osalta pitkälti suurista kotimaisista yhtiöistä, joiden tuottokehityksen voi arviomme mukaan odottaa seuraavan pitkälti Helsingin pörssin tuottoa. OMXHGI –indeksin keskimääräinen vuosituotto ollut noin 7,8 % (huomioi osingot). Kun taas vastaavasti sijoitukset osakerahastoihin koostuvat pääosin erilaisista globaaleista ETF-indeksituotteista. Koko maailman osakemarkkinaa seuraavan iShares Core MSCI World osingot huomioivan indeksin vuosittainen tuotto on ollut euroissa noin 10,8 % viimeisen kymmenen vuoden aikana. Nämä tuotot ovat olleet erinomaisia ja pitkällä aikavälillä historiaan peilaten todennäköisempi tuotto on noin 6-8 %:n tasolla.

Raportoitujen suorien korkosijoitusten osalta on hyvä huomioida, että ne sisältävät myös konsernin käteiset varat (2,5 MEUR), jotka oikaisemme osien summa -laskelmassamme finanssisijoituksista. Finanssisijoitusten osalta on hyvä tiedostaa, että Arvo kirjaa finanssisijoitukset taseeseen vaihto-omaisuuteen niiden hankinta-arvolla tai sitä alempaan arvoon, minkä takia sijoitussalkun mahdollinen positiivinen kehitys heijastuu osuuskunnan tulokseen ja taseeseen vasta myyntihetkellä. Tämän takia arvonmuodostuksen kannalta on

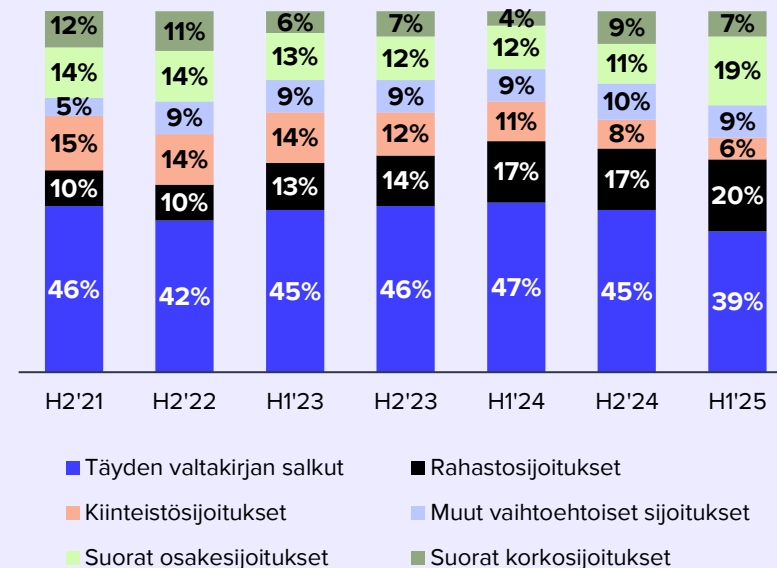
keskeisempää seurata käypää arvoa.

Finanssisijoitusten kassavirta tärkeässä roolissa

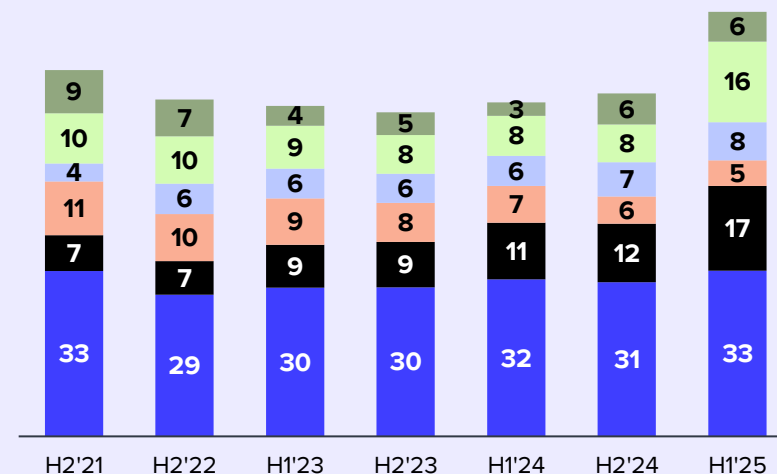
Arvon tarkoituksena on jakaa merkittävä osuus tilikauden tuloksesta omistajilleen osuuskorkona ja tämän maksamisessa korostuu finanssisijoituksista saatava kassavirta osinkojen, korkojen ja mahdollisten lunastusten kautta. Finanssisijoituksista saatavaa kassavirtaa Arvo voi käyttää myös suorien sijoitusten rahoittamiseen, mille finanssisalkun omaisuuserien keskimäärin muuta portfolioa selvästi korkeampi likviditeetti luo hyvää pohjaa.

Finanssisalkun sijoitusten käyvät arvot (markkina-arvot) ovat ylittäneet jokaisena vuonna niiden tasearvon ja H1'25 lopussa finanssisijoitusten käyvät arvot ylittivät tasearvot vajaalla 15 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. Tämä antaa kuitenkin selkeää kuvaa taseessa finanssisijoitusten osalta olevasta piiloarvosta.

Finanssisalkun jakauman kehitys, %



Finanssisalkun jakauman kehitys, MEUR



Finanssisijoitukset 3/3

Merkittävät omistusosuudet Foamitissa, LapWallissa ja Summa Defencessä

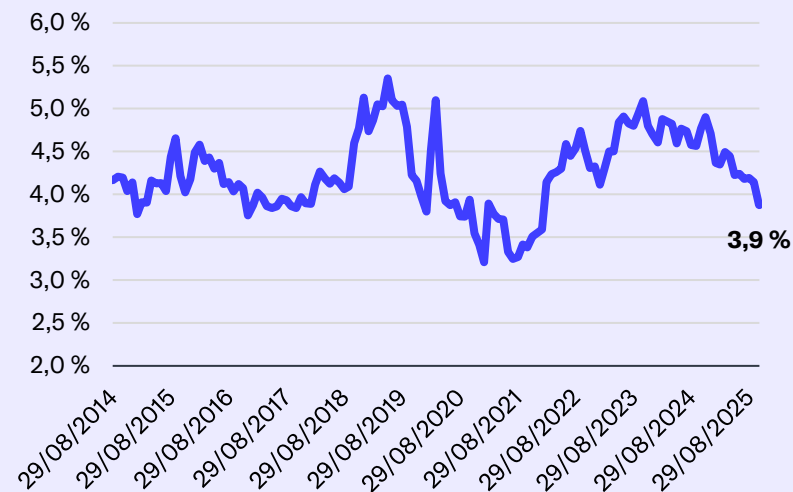
Arvo-konsernilla on myös merkittävät omistusosuudet First North -listatuissa yhtiöissä Foamit Groupissa (n. 10,8 %), LapWallissa (n. 9,7 %) ja Summa Defencessä (2,0%). Näitä sijoituksia yhtiö käsittelee kuitenkin osana suoria sijoituksia niiden luonteen takia. Arvon suhteellinen omistusosuus on yhtiöissä huomattavasti korkeampi kuin finanssisalkun muissa yhtiöissä. Lisäksi nämä sijoitukset eivät muutenkaan täytä kaikkia muitakaan Arvon finanssisijoituksilta vaatimia ominaisuuksia (mm. markkina-arvon ja likviditeetin osalta). Taseessa sijoitukset raportoidaan kuitenkin aiemmin kuvatuksi osana vaihto-omaisuutta.

Tarkastelemme raportissa Arvon sijoituksia omaisuuslajeittain, jonka takia käsittelemme LapWallia, Summa Defenceä ja Foamitia finanssisijoitusten yhteydessä. Arvonmäärityksessä käytämme yhtiöiden julkisia markkinahintoja tai konservatiivisempaa arviota (Summa Defence).

Finanssisijoitusten arvon määrittäminen

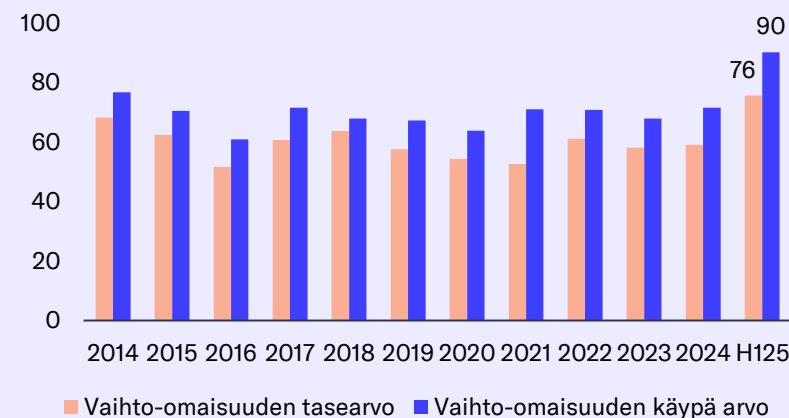
Arvostamme Arvon käypää arvoa laskiessamme finanssisijoitukset lähtökohtaisesti viimeisimpään raportoituun käypään arvoon (H1'25 markkina-arvojen perusteella 85,7 MEUR), johon lisäämme Foamit-, Summa- ja LapWall -omistusten markkina-arvot. Lisäksi oikaisemme tästä loppusummasta pois käteisen osuuden korkosijoituksista, joka tulee huomioiduksi nettovelan laskennan kautta.

Helsingin pörssin osinkotuottoennuste



Lähde: Bloomberg, Inderes
Indeksi: OMXHBCAP Index - BEst Div Yld

Vaihto-omaisuuden sijoitussalkkujen kehitys (MEUR)



Lähde: Inderes, Arvo Sijoitusosuuskunta

LapWall - Q3'25: Virheetön toimitus

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. Laaja raporttimme vuodelta 2025 LapWallista on luettavissa [täältä](#).

Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki alkuperäisen sijoituksen LapWalliin vuonna 2017. Sijoituksen alkutaival lähti synkästi liikkeelle, mutta kannattavuuskäänteen myötä LapWall listautui First North -listalle keväällä 2022. LapWall hankki ennen listautumistaan myös kattoelementtivalmistaja Termaterin. Vuonna 2022 LapWallin tuloskunto oli erittäin vahvalla tasolla, kun taas vuonna 2023 kehitystä painoi erittäin heikko rakentamisen markkina. Vuonna 2024 yhtiön kannattavuus nousi jälleen hyvälle tasolle vaikeasta rakennusmarkkina huolimatta.

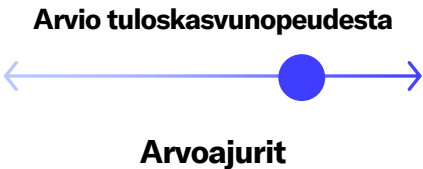
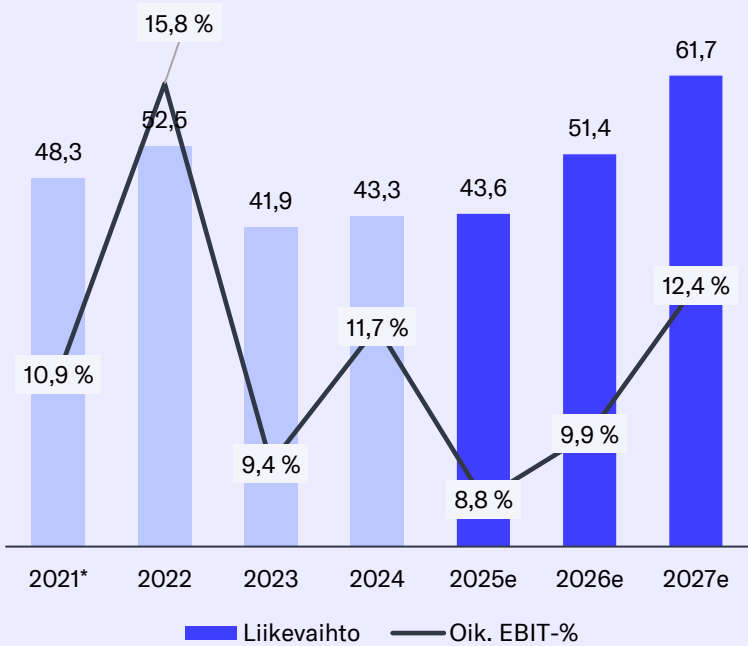
Arviomme mukaan 2025 on jäämässä

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

Arvonmääritys

Olemme määrittäneet LapWallin arvon viimeisen kuukauden keskipurssin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 5,6 MEUR (aik. 5,4 MEUR).

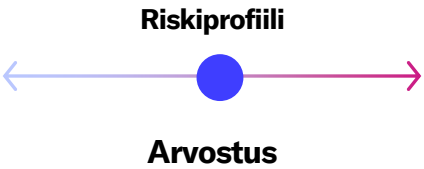
Avainluvut ja ennusteet



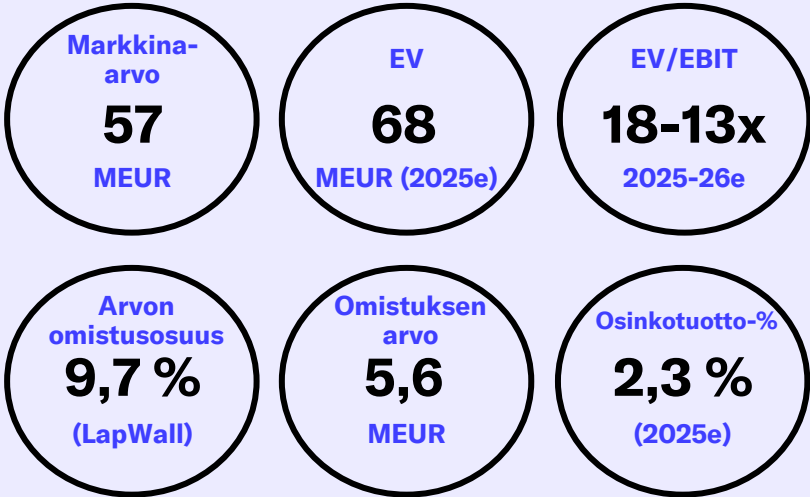
- Yhtiö on hyvin asemoitunut puurakentamisen kasvuun
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- Tuottavuudessa on parantamisen varaa investointien kautta



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



- Vuosien 2025 ja 2026 ennusteillamme LapWallin oik. P/E-luvut ovat 20x ja 15x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 18x ja 13x.
- Arvioimme yhtiön maksavan 2-5 %:n osinkotuottoa lähivuosina



Foamit - Askelmerkit nousujohteiseen vuoteen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Foamit (aik. Partnera) on liiketoimintakonserni, joka keskittyy tytäryhtiönsä Foamit Groupin kasvattamiseen. Yhtiö investoi Foamit Groupin kierrätyslasiin pohjautuvan vaahtolasin tuotantokapasiteettiin ja hakee kasvua kiertotalouden ja kestävän rakentamisen markkinoilta. Lisäksi Foamitilla on omistusosuus osakeyhtiömuotoisesta pääomasijoitusrahasto Nordic Optionista.

Sijoitustarinan kehitys

Sijoitus kehittyi hyvin heikosti vuosina 2022–2023 sen entisen tytäryhtiö KPA Uniconin ongelmien vuoksi, joka haettiin

lopulta vuonna 2023 konkurssiin. Vuonna 2024 yhtiö myi koko Finda-omistuksensa, jonka kautta sen taloudellinen liikkumattila kasvoi myös huomattavasti ja yhtiö nosti [Foamit Groupin](#) strategian keskiöön.

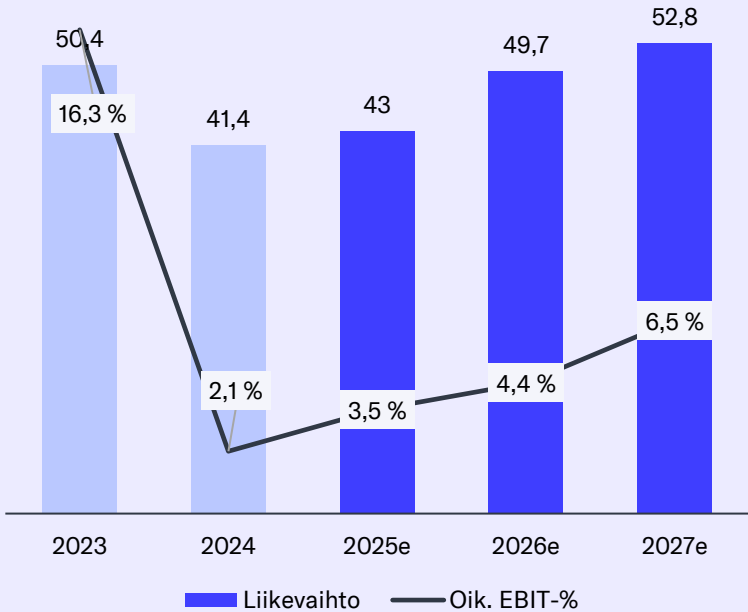
Foamit maksoi keväällä 2025 suuren 0,11 euron osingon. Lisäksi yhtiö jatkoi merkittäviä peliliikkeitä H1'25:llä, kun se osti Foamit Groupin vähemmistöosuudet vajaalla 9 MEUR:lla ja investoi Foamit Groupin liiketoimintaan 4 MEUR. Näiden pääoman allokoitinpäätösten myötä yhtiön muhkea nettokassa käytettiin käytännössä kokonaan. Kysyntäpuolella odotamme infrarakentamisen hyvän vedon jatkumisen sekä talonrakentamisen markkinan palautumisen helpottavan kasvua

lähivuosina. Elokuussa yhtiö tiedotti valinneensa uudeksi toimitusjohtajaksi Erja Sankarin ja lokakuussa Foamit otti strategisesti [merkittävän askeleen](#) Keski-Eurooppaa kohti, kun se teki Reilingin kanssa aiesopimuksen yhteisyrityshankkeesta Saksaan. Viimeisin [yhtiöraporttimme](#) ja [laaja raporttimme](#).

Arvonmäärittäminen

Olemme määrittäneet Foamitin arvon edellisen 22 kaupankäyntipäivän keskiprosentin mukaisesti. Näin saamme Arvon omistuksen arvoksi 3,2 MEUR (aik. 3,1 MEUR).

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvoajurit

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

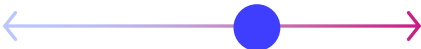
Arvonluontipotentiaali



Riskitekijät

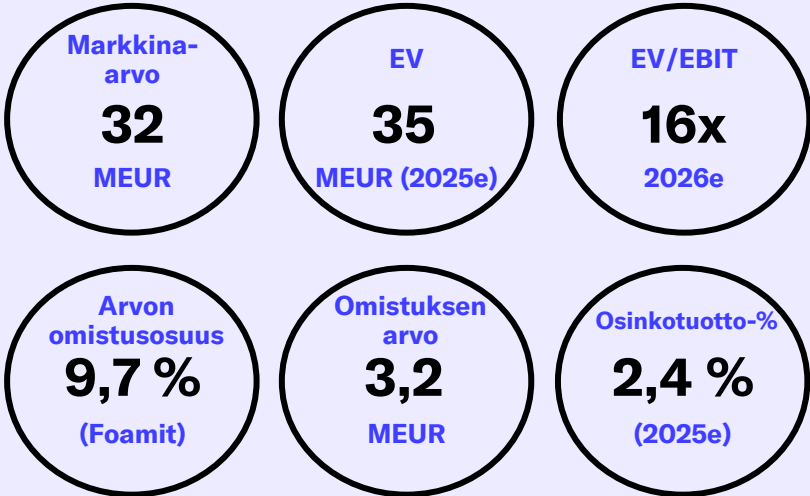
- Merkittäviin orgaanisten investointien epäonnistuminen
- Yritysostoihin liittyvät riskit
- Keskittynyt omistajuus
- Irtaantuminen Nordic Optionista lykkääntyy tai tapahtuu heikolla kauppahinnalla
- Vaahtolasin kysyntään liittyvät riskit
- Kilpailu vaihtoehtoisten rakennusmateriaalien suunnalta

Riskiprofiili



Arvostus

- Vuoden 2025 ennusteillamme Foamit hinnoitellaan noin 0,7x P/B-kertoimella
- Vuosien 2025 ja 2026 ennusteillamme Foamitin oik. P/E-luvut ovat 50x ja 36x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 23x ja 16x.
- Arvioimme yhtiön maksavan 1-4 %:n osinkotuottoa lähivuosina



Hanza – Euroopan suurin listattu sopimusvalmistaja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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

Eurooppa, Kiina) sekä Business Development & Services. Asiakaskunta kattaa useita teollisuudenaloja, kuten automaation, puolustuksen, televiestinnän ja energiateknologian. Hanza on kasvanut sekä orgaanisesti että yritysostojen kautta. Lokakuussa 2025 yhtiö osti saksalaisen BMK Groupin (liikevaihto ~300 MEUR), ja nousi kaupalla Euroopan suurimmaksi listatuksi sopimusvalmistajaksi.

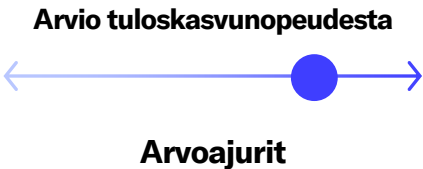
Sijoitustarinan kehitys

Arvosta tuli Hanzan omistaja, kun sen osakkuusyhtiö Leden Group myytiin yhtiölle. [Kauppahinnasta](#) puolet maksettiin osakkeilla. Hanzan

operatiivinen kehitys on ollut viime vuosina vahvaa, yhtiö on tehnyt markkinan mielestä hyviä yritysostoja ja lisäksi osakkeen arvostustaso on noussut. Tämän myötä Leden-kaupan jälkeen Hanzan osakekurssi on noussut erittäin vahvasti ja yhtiöstä on tullut Arvon suurin sijoitus.

Arvonmäärittäminen

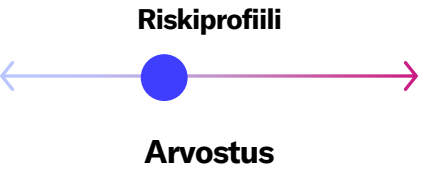
Olemme määrittäneet Hanzan arvon edellisen 22 kaupankäyntipäivän keskiprosentin mukaisesti. Näin saamme Arvon omistuksen arvoksi 10,3 MEUR (aik. 9,0 MEUR).



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

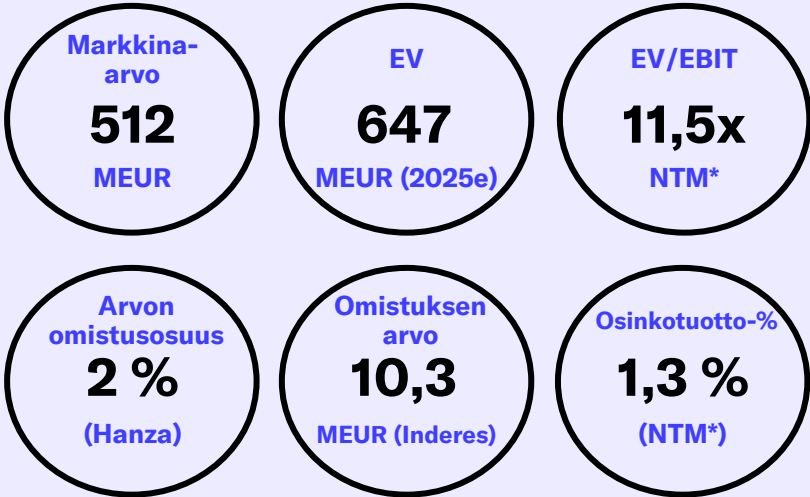
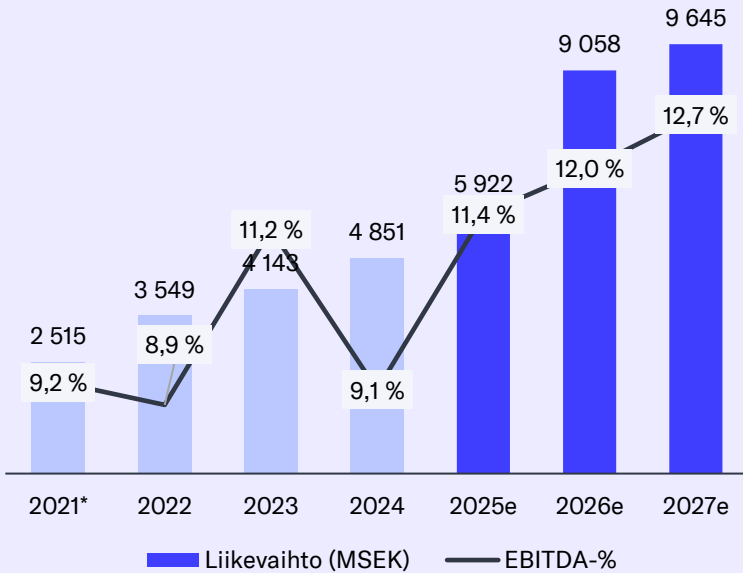


- Yleiset talouden suhdanneriskit
- Liiketoiminta osin syklistä, ja asiakkaiden kysynnän vaihtelulla suora linkki Hanzan kehitykseen
- Suuriasiakkaiden ostotason lasku voisi vaikuttaa merkittävästi myyntiin ja tulokseen, vaikka yksittäisen asiakkaan osuus kokonaismyynnistä on rajoitettu
- Kilpailun kiristyminen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



- Seuraavan 12kk oikaistuilla ennusteilla yhtiötä arvostetaan oik. P/E-luvut ovat 17x ja oik. EV/EBIT 11,5x.
- Yhtiön odotetaan maksavan maltillista 1-2 %:n osinkotuottoa lähivuosina, koska pääomia allokoidaan yritysostoihin

Avainluvut ja ennusteet



Summa Defence – Suomen uusi puolustuskonserni

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Summa Defence on suomalainen puolustus- ja turvallisuusteknologiakonserni. Konserni tarjoaa strategista tukea ja resursseja alan yrityksille keskittyen tilannekuvaan, liikkuvuuteen ja suojeluun liittyviin teknologioihin, jotka hyödyttävät sekä siviili-, turvallisuus- että puolustussektoreita. Tavoitteena on parantaa Suomen ja Euroopan yleistä turvallisuutta, huoltovarmuutta ja kriisinhallintakykyjä.

Sijoitustarinan kehitys

Summa Defencen [listautuessa](#) kesällä 2025 Arvo konvertoi Summa Defencen uusiksi osakkeiksi Lännen MCE Oy:lle

vuonna 2023 myöntämänsä lainan jäljellä olevan 1,2 MEUR:n osuuden sekä Summa Defencelle joulukuussa 2024 myöntämänsä 0,5 MEUR:n vaihtovelkakirjalainan. Arvon omistuksiin liittyy lock-up 11.12.2026 asti.

Summan pro forma liikevaihto kasvoi tammi-syyskuussa 2025 kovaa (+47 %), mutta liiketoiminta on edelleen selkeästi tappiollista. Yhtiö odottaa loppuvuonna monien hankkeiden konkretisoituvan ja liikevaihdon kasvavan erittäin kovaa. Tilauskantaan yhtiö ei kuitenkaan ole saanut juurikaan täytettä ja kanta laski 123 MEUR:oon (21.2.2025: ~200 MEUR). Yhtiö aloitti tehostamistoimia kannattavuuden parantamiseksi, joihin kuului muutosneuvottelut Uusiutuvan

energian liiketoiminnassa ja Mikkelin yksikön lakkauttaminen. Näiden toimien tehosta ja yhtiön tuloksentekokyvystä saadaan ensi vuonna parempi käsitys.

Arvonmäärittäminen

Olemme määrittäneet Summan arvon nykyistä osakekurssia konservatiivisemmaksi Arvon pitkän lock-upin sekä Summan heikon kannattavuuskehityksen ja tilauskannan laskun takia. Käyttämämme arvo peilaa EV/Tilauskanta 1,0x arvostusta. Näin saamme Arvon omistuksen arvoksi 2,3 MEUR (aik. 3,7 MEUR). Osakekurssilla (2,86 €) laskettuna Arvon omistuksen arvo olisi 2,7 MEUR ja Arvon konvertoima lainapääoma taas oli 1,7 MEUR.

Arvio tuloskasvunopeudesta

Arvoajurit

- Puolustussektorin erittäin vahvan kysyntätilanteen jatkuminen
- Orgaaninen kasvu vahvan puolustussektorin markkinakasvun mukana
- Uusien tuotealueiden ylösajossa onnistuminen (esim. droonit)
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt

Arvonluontipotentiaali

Riskitekijät

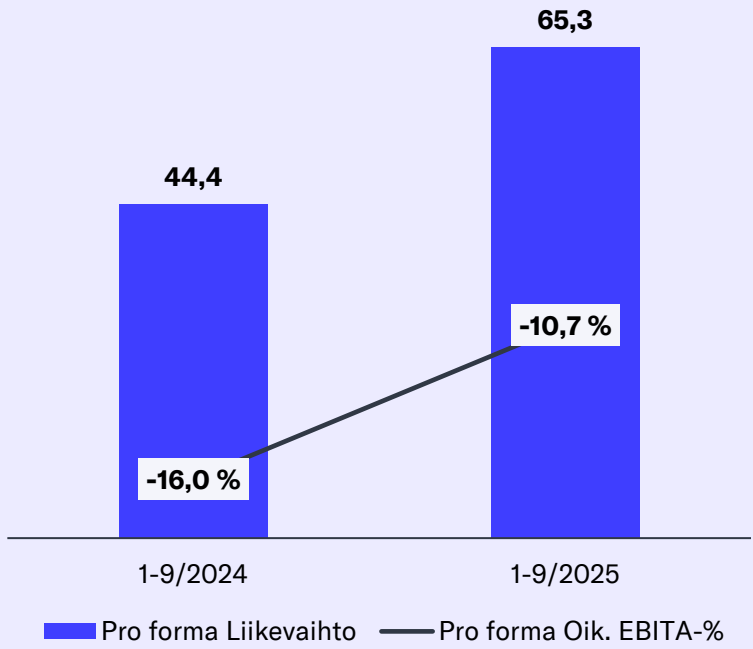
- Puolustussektorin kysyntäpiikin osoittautuminen ohi meneväksi kuumaksi sykliksi
- Geopoliittisen tilanteen rauhoittuminen
- Heikko kannattavuus vähentää taloudellista liikkumavaraa
- Uuden nopeasti kasaan laitetun kokonaisuuden yhteiselon kipupisteet ja epäonnistuminen kokonaisuuden hallinnassa
- Epäonnistumiset yritysostojen integroinnissa

Riskiprofiili

Arvostus

- Yhtiö arvostetaan suhteessa vuoden 2025 liikevaihto-ohjeistukseen EV/S 1,3-1,6x tai Q3'25 EV/Tilauskanta 1,13x.
- Osakekurssi on heilahdellut voimakkaasti ja jatkanut viime ajat alamäessä (kts. sivu 24).
- Tulospohjaisista arvostuskertoimista ei saada vielä tukea
- Emme odota yhtiön maksavan osinkoja tämän tai ensi vuoden tuloksesta

Avainluvut ja ennusteet



Markkina-arvo

133

MEUR

EV

141

MEUR (2025e)

EV/S

1,3-1,6x

2025e*

Arvon omistusosuus

2 %

(Summa)

Omistuksen arvo

2,3

MEUR (Inderes)

Osinkotuotto-%

~0 %

(2025e)

Lähde: Inderes, Summa *Perustuu ohjeistukseen

Hanzan ja Summa Defensen osakekurssien kehitys viimeisen vuoden aikana



Listamattomat osakesijoitukset 1/2

Yksi uusi osakesijoitus tilinpäätöksen jälkeen

Arvo raportoi H1'25 lopussa, että osuuskunnan sijoitukset suorien osakesijoitusten kautta oli käyvin arvoin yhteensä noin 33,1 MEUR. On hyvä huomata, että Arvon raportoimia arvoja nostivat finanssisijoitusten yhteydessä käsitellyt omistukset LapWallissa, Summassa ja Foamitissa. Nämä listatut sijoitukset pois lukien ja uusimmat transaktiot huomioiden suorien sijoitusten arvo taseessa oli arviomme mukaan noin 23,2 MEUR.

H1'25-raportin jälkeen yhtiö on tehnyt uuden 2,1 MEUR:n suoran sijoituksen energiavarastointiyhtiö [Enicoon](#) ja kasvatti omistustaan [Valve-Groupissa](#), joka yhdisti voimansa Kalevan kahden tytäryhtiön kanssa. Lisäksi Arvo irtautui heikommin menneestä pienestä Aikolon-omistuksesta.

Merkittävimmät listamattomat osakesijoitukset

Arvon merkittävimmät listamattomat osakesijoitukset muodostuvat mielestämme sijoituksista Nordic Optioniin, Ruotoon, Elcolineen sekä Valve Groupiin. Arviomme merkittävydestä perustuvat kohdeyhtiöiden nykyiseen kokoon, Arvon omistususuuteen kohdeyhtiöissä sekä näiden arvonluontipotentiaaliin. Valven osalta emme tiedä paljonko Arvo sijoitti yhtiöön syyskuussa, kun se nosti omistususuuttaan ja fuusioi liiketoiminnan Kalevan tytäryhtiöiden kanssa. Yhtiö ei ole myöskään julkaissut konsernitilinpäätöstä vuodelta 2024, mikä kasvattaa epävarmuutta.

Suoritamme muille yhtiölle (Nordic Option, Valve, Ruoto, Elcoline) erillisen arvonmäärityksen, joita käytämme myös osien summa -laskelmassamme määrittäessämme osuuskunnan käypää arvoa. Yksittäisten yhtiöiden

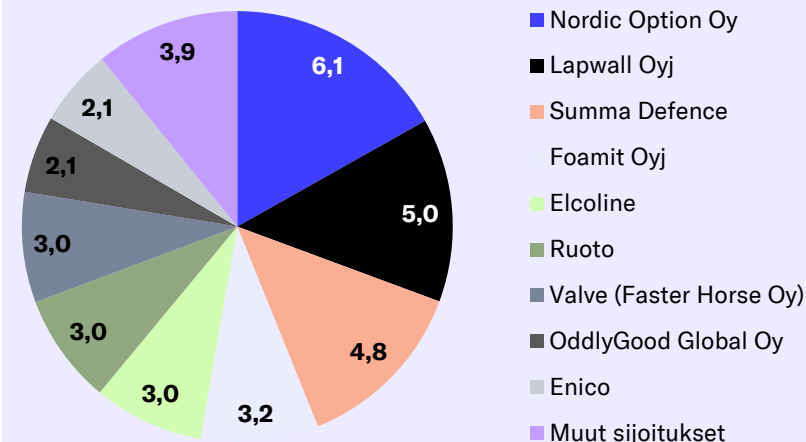
arvonmäärityksessä on hyvä huomioida, että arvonmääritykset ovat subjektiivisia näkemyksiämme liiketoiminnoille itsenäisinä yhtiönä track-recordeihin ja rajallisella näkyvyydellä tehtyihin lyhyen aikavälin ennusteisiin pohjautuen. Esimerkiksi yritysjärjestelytilanteissa yhtiöiden arvo voi tietystyyppiselle vastapuolelle olla merkittävästi korkeampikin esimerkiksi teollisten synergioiden, merkittävän pitkän aikavälin potentiaalin tai ostettavan teknologian ansiosta, jolloin myös arvostuskertoimet voivat venyä huomattavasti arvioimaamme korkeammaksi. Listamattomien yhtiöiden ennusteisiin liittyy myös huomattavaa epävarmuutta rajallisesta näkyvyydestä johtuen.

Muut listamattomat osakesijoitukset

Nykyportfolioissa näemme merkittävimpien omistusten lisäksi pidemmän aikavälin potentiaalia etenkin kasvipohjaisia tuotteita valmistavassa OddlyGood Globalissa (2,1 MEUR), energiavarastointiyhtiö Enicossa (2,1 MEUR), ohjelmistoyhtiö GISGRO:ssa sekä jalkineiden välipohjia valmistavassa Hikinorossa (~1 MEUR).

Muista sijoituksista potentiaalisimpina mahdollisina listautujina voidaan pitää mielestämme OddlyGoodia ja Enicoa. Joskin molemmat yhtiöt ovat myös edelleen profiililtaan selkeitä kasvuyhtiöitä. Erityisesti OddlyGoodin osalta pidämme myös teollista järjestelyä hyvin mahdollisina. Oletamme OddlyGoodin hakevan lähivuosina edelleen merkittävää kansainvälistä kasvua, missä onnistumisen arvioimme määrittävän myös pitkälti Arvon sijoituksen arvonluontipotentiaalin. Enico tavoittelee niin ikään vahvaa kasvua Suomessa ja kansainvälisesti. Onnistuneen kasvun myötä pitäisimme yhtiön listautumista yhtenä vaihtoehtona muutaman vuoden päästä.

Suorien osakesijoitusten jakauma H1'25 käypä arvo + uudet sijoitukset*, MEUR



*Käyvät arvot päivittyvät vain listattujen yhtiöiden osalta. Valve Inderes arvio.

Merkittävimmät listamattomat sijoitukset



elcoline



ruoto

Lähde: Inderes, yhtiöt

Listaamattomat osakesijoitukset 2/2

Muut pienemmät suorat osakesijoitukset

Näiden lisäksi Arvolla on useampia kokonaisuuden kannalta vähemmän merkityksellisiä osakesijoituksia (mm. Pesmel, Festivo Finland, Multirel). Arvon suurimman osan pienempien yhtiöiden omistusosuuksia ei tiedotettu, mutta ne ovat oletettavasti melko matalia rahoituskierrosten struktuureja peilaten. Mielestämme nykyinen tasearvo (3,9 MEUR, joka sisältää kaikki <2,0 MEUR:n sijoitukset) on myös varsin konservatiivinen ja useammat sijoitukset ovat tuoreempia, minkä takia arvostamme nämä ainakin toistaiseksi niiden tasearvoon/hankintahintaan, emmekä suorita näille varsinaista arvonmäärittystä. Arviomme pienempien sijoituskohteiden arvoista saattaa olla konservatiivinen, mutta toisaalta arvioimme näihin likviditeettiriskin olevan myös selvästi suurempia sijoituksia korkeampi sekä niistä useammat kohdanneet haasteita liiketoiminnassaan viime vuosina.

Ammattikeittäihin kylmälaitteita valmistavan **Festivo Finland Oy:n** (Porkka) saneerausohjelma eteni H1'25 aikana

laajoja tehostamistoimia kannattavuuden parantamiseksi. Kotimaassa tuotanto keskitettiin Kemijärven ja Ylöjärven tehtaille aiemman kolmen sijaan. Konsernirakennetta yksinkertaistettiin fuusioilla Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Vientimarkkinan tilauskanta jatkui vahvana ja asiakassegmenteistä etenkin meriteollisuuden näkymät vaikuttavat vakailta myös tulevaisuudessa. Suomen markkina on ollut alkuvuonna varovaisessa kasvussa, vaikka asiakkaat ovat edelleen varovaisia investoimaan. Katsauskauden aikana Arvon omistus Festivossa nousi 25,4 %:iin johdon optio-ohjelmien toteutuminen täysimääräisesti huomioiden (omistus ennen optio-ohjelman toteutumista 28,3 %). Yhtiön viime vuodet ovat olleet vaikeita, mutta nyt arviomme mukaan tehtyjen tehostamistoimien ja parantuneen kysynnän ansiosta tulevaisuus näyttää jälleen hieman paremmalta. Olemme arvioineet omistuksen arvoksi kuitenkin 1,3 MEUR, joka on alle 2 MEUR:n hankintahinnan. Yhtiöön voi olla kuitenkin piiloarvoa haudattuna, mikäli liiketoiminnan käänne onnistuu, kun huomioidaan konsernin liikevaihdon kokoluokka (2024 noin 40 MEUR).

Konepajayhtiö **Pesmelille** Arvo on tarjonnut myös projektirahoitusta siltarahoituksen muodossa vuosien varrella. Yhtiön kehitys oli vahvaa vuonna 2023, mutta Arvo ei ole kommentoinut yhtiön kehitystä vuosilta 2024-2025, eikä Pesmel ole tehnyt vielä 2024 tilinpäätöstään julkiseksi. Tämä todennäköisesti viittaa heikompaan kehitykseen.

GISGRO on ohjelmistoyritys, jonka pääkohderyhmä on satamat. Tällä hetkellä GISGRO on käytössä 45 satamassa, kymmenessä eri maassa. Yhtiö tarjoaa ratkaisuja 3D-rakennetarkastuksiin ja 3D-datan hyödyntämiseen veden ala- ja yläpuolisten rakenteiden kunnan sekä pohjan olosuhteiden selvittämiseksi. Yhtiö on mielestämme potentiaalinen arvonluoja, mikäli se onnistuu jatkuvalaskutteen myynnin kasvattamisessa tavoitteidensa mukaisesti. Arvo kasvatti osuutensa 23 %:iin maaliskuussa 2025, jonka yhteydessä yhtiö kommentoi tavoittelevansa jatkuvan vuosilaskutuksensa kolminkertaistamista seuravan kahden vuoden aikana. Liikevaihto vuonna 2024 oli noin 1,5 MEUR.

Suorat listaamattomat osakesijoitukset	Tasearvo H1'25*	Inderes käypä arvo	Omistusosuus
Nordic Option Oy	6,1	6,1	34 %
Elcoline	3,0	2,8	7,3 %
Ruoto	3,0	3,1	20 %
Valve (Faster Horse Oy)*	3,0	2,6	31 %
OddlyGood Global Oy	2,1	2,1	
Enico*	2,1	2,1	
Muut sijoitukset	3,9	3,4	
GISGRO			23 %
Pesmel			
Festivo-Porkka			28 %
Railopitko Oy (Hikinoro Oy)			
Multirel Group Oy			

*Enico hankittu H1'25-raportin jälkeen ja Valvessa kasvatettu omistusosuutta. Valven arvo on Indereksen arvio

Nordic Option – Ei uusia liikkeitä alkuvuonna

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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

Sijoitustarinan kehitys

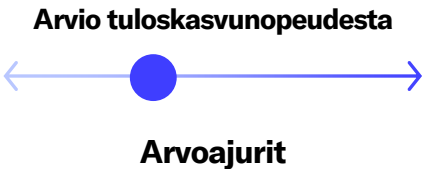
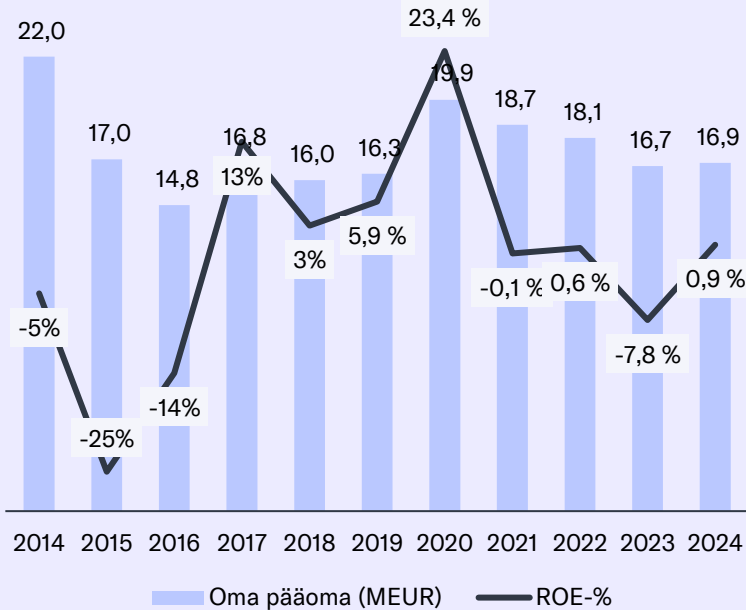
Arvo hankki osuuden yhtiöstä vuonna 2014. Viime vuosina kehitykseen on puhaltanut vastatuulta makrotaloudesta (etenkin korkokehitys), mikä on vaikuttanut varhaisen vaiheen teknologiayhtiöiden markkinoiden aktiviteettiin. Vuonna 2024 tulos nousi matalalle positiiviselle tasolle. Nordic Option ei tehnyt uusia sijoituksia tai irtaantumisia H1:llä. Salkkuyhtiö Valtavalo ajautui konkurssiin, mutta sijoitus oli aiemmin arvonalennettu kokonaan. Screentec Oy raportoi selkeää kannattavuuden paranemista tehostamistoimien seurauksena, ja Brightplus Oy sai 2 MEUR lisärahoituksen biopohjaisten tekstiilipinnoitteiden kehitykseen ja

kaupallistamiseen.

Arvonmääritys

Nordic Optionin arvo laskelmassamme on ennallaan 6,1 MEUR:ssa. Emme ennusta yhtiön kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista. Viimeaikaisten salkkutapahtumien ja yleisten markkinakommenttien myötä markkinoiden aktiviteetti vaikuttaisi olevan piristymään päin, vaikka epävarmuudesta ja matalista arvostustasoista johtuen irtaantumisikkuna ei vielä arviomme mukaan ole otollisin.

Avainluvut ja ennusteet



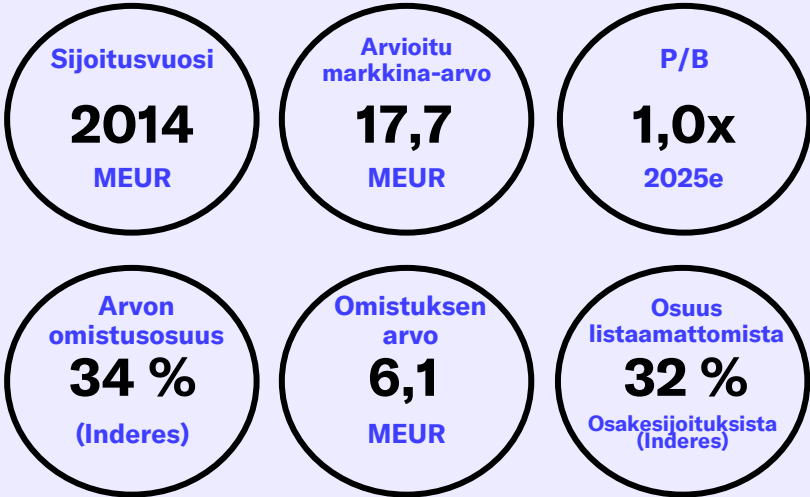
- Sijoituskohteiden kannattava kasvu on pitkällä aikavälillä kriittinen ajuri
- Onnistuneet yritysjärjestelyt
- Tulevaisuudessa mahdollisesti avattavat uudet rahastot



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



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



Nordic Option 1/2

1990-luvulla alkupuolella perustettu rahasto

Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, jonka pääomistuksen Finnvera myi vuonna 2014 Arvolle ja Partneralle (molempien omistusosuus 34,2 %). Nordic Optionin strategiaa lähdettiin uudistamaan vuonna 2016 suurimpien omistajien toimesta (Arvo, Partnera, Oulun kaupunki), ja yhtiölle palkattiin ulkopuolinen toimitusjohtaja sekä vuonna 2019 täysipäiväinen sijoitusjohtaja. Rahaston kehitys on kääntynyt strategiauudistuksen jälkeen parempaan suuntaan, mutta oman pääoman tuotto on ollut silti vain keskimäärin 3,8 % vuosina 2019–24.

Rahaston sijoitusperiaatteet

Rahasto sijoittaa omasta taseestaan ja yhtiön omavaraisuusaste oli 99 % vuoden 2024 lopussa. Se keskittyy sijoituskohteissaan ensisijaisesti Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin ja sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti omistustensa kehittämiseen ja lopulta irtaantumiseen, jolloin myös sijoituksen tuotto realisoituu. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 14 yrityksessä. Rahaston toimialapainotus on selvästi teknologiavoittoinen, mihin osittain vaikuttaa Oulun seudun kasvuvaiheen teknologiayritysten korkea lukumäärä. Yhtiön sijoitusstrategiassa allokaation osalta on määriteltä, että 80 % rahaston varoista tulee sijoittaa Pohjois-Suomen alueelle ja enintään 20 % voidaan kanssasijoittaa yhdessä muiden sijoittajien kanssa toimialueen ulkopuolelle.

Ensisijoitusten koko vaihtelee 0,5–2,5 MEUR:in välillä ja jatkosijoituksia voidaan tehdä harkinnan mukaan ja yhteen kohteeseen voidaan sijoittaa enintään 15 % rahaston varallisuudesta. Sijoituksen tyypillinen pitoaika on 4–6 vuotta, mutta yhtiöllä on tarkoitus tehdä vuosittain uusia sijoituksia sekä irtaantumisia kohdeyhtiöistä. Mielestämme vuosittaiset irtaantumiset ovat osin pakollisia suhteellisen pienelle rahastolle, jotta uusia sijoituksia voidaan tehdä. Rahaston kokoa olisi tuki mahdollista kasvattaa sen pääomittamisella,

mutta tämän vaihtoehdon todennäköisyyttä on vaikea arvioida. Arviomme mukaan Nordic Optionin maksamat osingot ovat myös pitkälti riippuvaisia onnistuneista irtaantumisista.

Nykyinen portfolio lyhyesti

Profilence on IT-alan yhtiö, jonka kehittämä ohjelmistoratkaisu auttaa Android-pohjaisten laitteiden analysointiin ja optimointiin. Sen liikevaihto oli vuonna 2024 1,6 MEUR (2023: 2 MEUR). Sijoitusvuosi 2024.

CSE Entertainment on liiketunnistukseen perustuvien aktiviteettipelien johtava toimija kansainvälisesti, jolla on asiakkaita 65 maassa. Yhtiöllä on 24 työntekijää, sen liikevaihto oli noin 8 MEUR vuonna 2024 ja liiketoiminta on erittäin kannattavaa (EBIT-% ~40 %). Sijoitusvuosi 2024.

Prometec on asiantuntija- ja teknologiayritys, joka tarjoaa asiakkailleen automatisoituja biomassojen näytteenotto- ja analyysijärjestelmiä ja näihin liittyviä palveluita. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2024 0,7 MEUR (2023: 1,3 MEUR). Sijoitusvuosi 2023.

VRKiwi on VR-pelien ja -sisältöjen kehittäjä, joka tarjoaa myös räätälöityjä ohjelmistokehitys- ja web-palveluja yritysasiakkaille. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2023 0,6 MEUR (2022: 0,9 MEUR). Sijoitusvuosi 2022.

Brightplus on biomateriaaliyhtiö, jonka ratkaisut pohjautuvat patentoituun BrightBio-teknologiaan. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2024 1,0 MEUR (2023: 1,8 MEUR). Sijoitusvuosi 2021.

Rajobit on ohjelmistorobotiikkayhtiö, joka tarjoaa rutiinitöiden automatisointia taloushallinnon alalla. Yhtiön liikevaihto vuonna 2024 1,7 MEUR (2023: 1,6 MEUR) Sijoitusvuosi 2021.

SensorFu on kyberturvayhtiö, joka valmistaa yrityksille suunnattuja tietoturvaratkaisuja. Yhtiön liikevaihto oli 6/2023 päättyneellä tilikaudella 0,58 MEUR (6/2023: 0,44 MEUR). Sijoitusvuosi 2021.

Sensmet on veden analysointitekologiaan ja datan hyödyntämiseen keskittynyt yhtiö. Sen asiakaskunta koostuu monipuolisesti eri teollisuuden alan yhtiöistä. Yhtiön liikevaihto oli 3/2024 päättyneellä tilikaudella 358 TEUR (3/2023: 255 TEUR). Sijoitusvuosi 2021.

Enhancell on oululainen ohjelmistoalan yritys, joka on keskittynyt langattomien sisätilverkkojen testaukseen ja tunnistamiseen. Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Oulussa ja Bostonissa. Enhancellin liikevaihto oli 3,2 MEUR vuonna 2023 (2023: 2,1 MEUR). Sijoitusvuosi 2020.

Tactotek on muovin valetun rakenteellisen elektroniikan (IMSE-teknologian) markkinajohtaja, jonka kohdemarkkinoina ovat auto- ja kodinkoneteollisuus. Tactotek-konsernin liikevaihto oli vuonna 2024 0,89 MEUR (2023: 1,8 MEUR). Sijoitusvuosi 2019.

Screentec on korkean teknologian yhtiö ja valmistaa esimerkiksi painetun elektroniikan ratkaisuja medical-sektorin tarpeisiin. Yhtiön liikevaihto oli 3/2024 päättyneellä tilikaudella 4,4 MEUR (3/2023 3,9 MEUR). Sijoitusvuosi 2018.

Haltian keskittyy IoT-kokonaisratkaisuihin kiinteistöjen ylläpitoon. Yhtiö on erikoistunut myös tuotekehitystalona ja kehittääkin yhdessä asiakkaidensa kanssa varhaisen kehitysvaiheen ideoista kaupallisia tuotteita. Haltian-konsernin liikevaihto oli vuonna 2024 19,2 MEUR (2023: 14,6 MEUR). Sijoitusvuosi 2017.

Valtavallo on LED-valoputkivalmistaja. Yhtiön liikevaihto oli 5/2024 päättyneellä tilikaudella 2,3 MEUR (5/2023: 3,1 MEUR). Sijoitusvuosi 2015. Yhtiö ajautui konkurssiin ja on alaskirjattu.

Best Glass on eristyslasia valmistava yritys. Yhtiön asiakkaina ovat ovi-, ikkuna- ja talotehtaat. Best Glass-konsernin liikevaihto oli 4/2024 päättyneellä tilikaudella 28,3 MEUR (4/2023: 34,5 MEUR). Sijoitusvuosi 2011.

Nordic Option 2/2

Vuoden 2020 irtaantuminen oli erittäin onnistunut, hiljaisen jakson jälkeen taas piristymistä

Nordic Option teki erinomaisen irtaantumisen hyperspektrikameroiden toimittajasta **Specimistä** loppuvuodesta 2020, mikä nosti myös oman pääoman tuoton vahvalle tasolle 23 %:iin vuonna 2020. Tämän jälkeen heikossa pääomamarkkinasyklissä transaktioiden osalta on ollut hiljaisempaa. Salkusta myytiin **Taitonetti** vuonna 2023, josta arvioimme Nordic Optionin kirjanneen pienen myyntivoiton, mutta tehdyt alaskirjaukset kohdeyhtiöihin kuitenkin peittivät tämän alleen.

Vuonna 2024 rahasto teki kaksi irtaantumista. Nordic Option myi jätevesien puhdistukseen erikoistuneen teknologiayhtiö **Owatecin**, joka oli salkussa noin 3 vuotta. Tänä aikana yhtiö kolminkertaisti liikevaihtonsa ja Owatec sijoituskohteena tuotti rahaston sijoituspolitiikan mukaisen tavoitetuoton. Joulukuussa tuli toinen irtaantuminen, kun ruotsalainen pörssiyhtiö Assa Abloy osti terveysteknologiayhtiö **9Solutions Oy:n**. 9Solutions oli Nordic Optionin sijoituskohteena noin viiden vuoden ajan. Yhtiö ei kommentoinut tuottoa, mutta arvioimme mukaan se jäi vaisuksi. Kokonaisuutena vuoden 2024 myyntien tuotot olivat 1,1 MEUR, mutta oman pääoman tuotto jäi vaisuksi 0,9 %:iin yhden merkittävän yhtiön alaskirjauksen takia.

Kokonaisuutena arvioimme markkinan etsivän yhä uutta tasapainotilaa varhaisen kasvuvaiheen yhtiöiden valuaatioiden osalta, joka voi johtaa omistusaikojen venymiseen.

Tällä hetkellä salkun sijoituksista erityisesti Best Glass on ollut jo pitkään salkussa ja uskomme ainakin näistä irtaantumisen olevan yhtiön tavoitteissa salkun kierron parantamiseksi. Yhtiöiden kehitys vaikuttaa olleen kuitenkin melko heikkoa, emmekä usko näistä olevan nykyisellä suoritusasolla

saatavana myyntivoittoja. Tässä on hyvä huomioida, 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. Historiassaan rahasto on tehnyt 11 irtaantumista.

Toimialahajautusta Arvon salkkuun

Arvoon verrattuna Nordic Optionin sektoripaino on selvästi teknologiavoittoinen ja samalla se sijoittaa hieman varhaisemman kasvuvaiheen yrityksiin. Arvo pystyy näin myös ohjaamaan potentiaalisia sijoituskohteita Nordic Optionille, jos Arvo katsoo, että rahastolla on paremmat edellytykset kasvattaa niiden arvoa (esim. toimialasyyt) ja päinvastoin. Tämä mahdollistaa taas pitkässä juoksussa myös omistaja-arvon luomisen sekä Arvolle että Nordic Optionille.

Yhä lyhyt track-record uuden strategian aikana

Emme ennusta Nordic Optionin kehitystä, koska se on riippuvaista irtaantumisten ajoituksista ja niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta. Ilman niitä arvioimme yhtiön tuloksen olevan noin nolilla tai painuvan hieman pakkaselle riippuen kohdeyhtiöille myönnettyjen lainojen ja niiden korkojen määrästä.

Arvostamme Nordic Optionin toistaiseksi sen taseen oman pääoman perusteella. Rahaston oman pääoman tuottokehitys on strategisten muutosten jälkeen parantunut, mutta pysytellyt silti keskimäärin noin 4 %:ssa. Tämän takia emme pidä perusteltuna arvostaa Nordic Optionia yli sen tasearvon. Mielestämme tämäntyyppisen kasvuvaiheen teknologiaportfolion tuottovaatimus on myös kaksinumeroinen

ja preemiohinnoittelu vaatisi siten selvästi kaksinumeroista oman pääoman tuottoa Nordic Optionilta esimerkiksi kolmen vuoden rullaavana keskiarvona laskettuna.

Merkittävimpinä riskeinä näemme sijoituskohteiden heikon kehityksen, kiristyvän kilpailun sijoituskohteista, epäonnistumiset yritysjärjestelyissä sekä Suomen talouden heikon tilanteen jatkumisen.

Valve – Lisää panoksia sisään (1/2)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Valve Group on markkinointi- ja viestintäalan konserni. Yhtiö tarjoaa erilaisia markkinoinnin ja viestinnän palveluita sekä teknologisia ratkaisuja asiakkailleen uusien liiketoimintaratkaisujen löytämiseen ja toteuttamiseen. Yhtiön asiakaskunta koostuu sekä julkisen että B2B-puolen asiakkaista ja suurin osa sen liikevaihdosta on projektiluontoista. Yhtiö on Suomen johtavia HubSpot-kumppaneita.

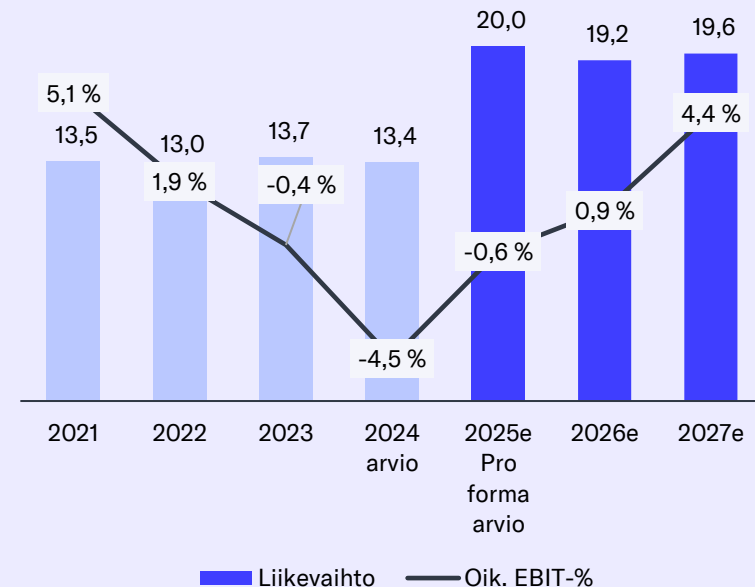
Sijoitustarinan kehitys

Arvo sijoitti Valveeseen alun perin 2 MEUR vuonna 2020. Viime vuosien orgaaninen kehitys on ollut pettymys yhtiön kasvustrategia huomioden ja myös kannattavuus on kasvupanostuksia peilaten jäänyt vaatimattomaksi erittäin vaikeassa markkinatilanteessa. Yhtiö on ollut toimialan aktiivinen konsolidoija ja teki merkittävän B2B Advance yritysoston sekä [fuusioi](#) liiketoimintansa Kalevan kahden tytäryhtiön kanssa. Fuusion yhteydessä Arvo kasvatti omistusosuutensa 31 %:iin. Näistä Lisää seuraavalla sivulla.

Arvonmääritys ja ennustemuutokset

Huomioimme Arvon lisäsijoituksen ja osuuskunnan omistusosuuden nousun 31 %:iin. Lisäsimme ennusteisiimme Kalevan tytäryhtiöiden fuusioiden. Yhtiö kommentoi kokonaisuuden liikevaihdon olevan noin 20 MEUR, jonka otimme vuoden 2025 arvion tukipisteeksi. Arviomme mukaan kokonaisuuden kannattavuus on negatiivinen vuonna 2025 ja markkinanäkymä säilyy edelleen erittäin vaikeana asiakkaiden investointitason ollessa yhä matalalla. Meillä ei ole tällä hetkellä tarkempaa arviota nettovelkatasosta (arvio 0,5 MEUR), konservatiivisessa hyväksytyssä arvostustasossa.

Avainluvut ja ennusteet



Arvoajurit

- Orgaanisen kasvun käynnistyminen taloussyklin parantuessa
- Kannattavuuden nosto kohti potentiaalia
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt



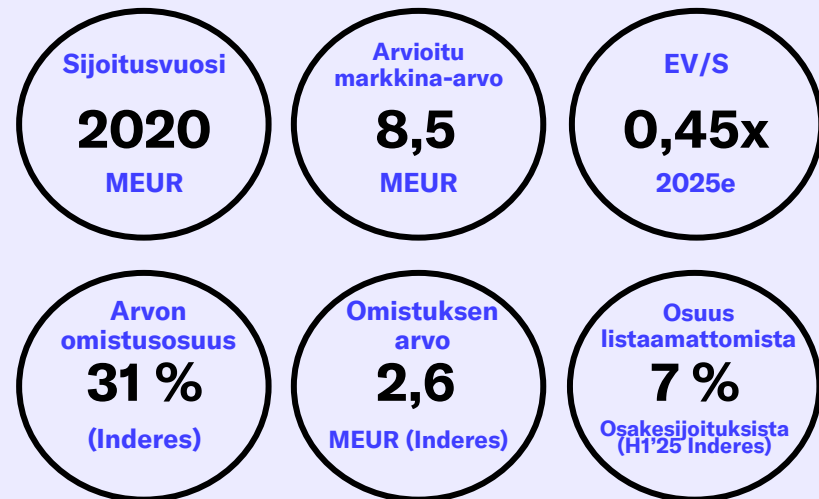
Riskitekijät

- Heikko kannattavuus ja potentiaaliseen kannattavuustasoon liittyvä epävarmuus
- Tekoälyn mahdollinen disruptiivisuus
- Suomen heikon taloustilanteen pitkittyminen
- Yritysjärjestelyjen integroinnissa epäonnistuminen



Arvostus

- Valven tällä hetkellä heikon kannattavuuden takia joudumme turvautumaan liikevaihtopohjaiseen arvostuksen haarukointiin. Hyväksymme yhtiölle tällä hetkellä varsin konservatiivisen EV/S 0,45x tason.
- Arvostustaso heijastelee yhtiön pientä kokoa, Helsingin pörssin matalia palveluyhtiöiden arvostustasoja sekä tällä hetkellä heikkoa kasvu- ja kannattavuusnäkymää.
- Olemme arvioineet konsernin nettovelan olevan fuusion jälkeen 0,5 MEUR.



Valve – Lisää panoksia sisään (2/2)

Advance B2B –kauppa nosti Valven Suomen johtavaksi HubSpot -kumppaniksi

Valve Branding Oy osti markkinointitoimisto Advance B2B:n koko osakekannan alkuvuonna 2025. Liike vahvisti yhtiön asemaa Suomen johtavana HubSpot-kumppanina sekä nosti Valven statusta kumppanina B2B -markkinoinnissa ja –myynissä. Advance B2B:n liikevaihto oli vuonna 2024 noin 3,8 MEUR ja käyttökate-% 5,3 %. Advance B2B jatkaa Valven tytäryhtiönä.

Valve ja Kalevan kaksi tytäryhtiötä yhdistyvät uudeksi markkinointikonserniksi

Syyskuussa osuuskunta tiedotti, että Valve Branding, Advance B2B sekä Kalevan konsernin tytäryhtiöt Indieplace ja Kolmas Polvi yhdistyvät uudeksi Valve-konserniksi. Yhdistymisen jälkeen konsernin liikevaihto on noin 20 MEUR ja se työllistää lähes 200 työntekijää. Kokonaisuuden tulostaso oli julkisista lähteistä arvioituna viime vuonna negatiivinen. Arvo ja Kaleva tekivät yhtiöön lisäsiioitukset yhdistymisen yhteydessä. Arvon omistususuus konsernista nousi arviomme mukaan noin 31 %:iin ja Kalevan reiluun kolmasosaan. Loppuomistus jakaantuu henkilöstön/avainhenkilöiden kesken.

Uuden kokonaisuuden tavoitteena tuplata kokoluokka vuoteen 2029 mennessä

Uuden konsernin tavoitteena on kaksinkertaistaa liikevaihto vuoteen 2029 mennessä. Tavoite on mielestämme erittäin kunnianhimoinen ja tulee väistämättä vaatimaan myös yritysostoja. Markkinointiteknologian, -konsultoinnin ja -palveluiden ala on ollut erittäin vaikeassa tilanteessa viime vuosina Suomessa, kun asiakkaat ovat hakeneet säästökohteita heikossa taloussyklissä. Lisäksi nopea tekoälykehitys nakertaa näkemyksemme mukaan osia alasta ja haastaa alan perinteistä hinnoitteludynamiikkaa. Kauppalehden tilastojen mukaan Suomen suurimpien

mainostoimistojen myyntikatteen keskiarvomuutos oli -3,6 % viime vuonna, mutta kannattavuus parani kahden heikon vuoden jälkeen. Keskimääräinen EBIT-% oli 7 %.

Nämä tekijät luovat epävarmuutta toimialan ja Valven tulevaisuuden kehitykseen, mutta kehitys on myös johtanut siihen, että potentiaalisten ostokohteiden arvostustasot ovat laskeneet ja kohteita on hyvin tarjolla. Tämä luo mielestämme hyvät edellytykset Valve-konsernille yritysostovetoisen kasvustrategian toteuttamiseen. Myös orgaanisia kasvumahdollisuuksia pitäisi löytyä, kun markkinatilanne paranee.

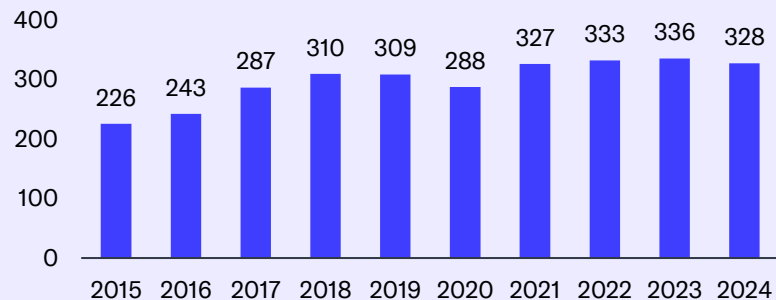
Kokonaisuudesta tuli merkittävä toimija Suomen markkinointialalle

Valve Branding ja Advance B2B ovat vahvoja markkinointiteknologiassa (HubSpot) ja B2B-markkinoinnissa. Kolmas Polvi on markkinointi- ja viestintätoimisto ja Indieplacella taas on vahva vaikuttajamarkkinointi- ja PR-tulokulma. Valve Branding Oy:n toimitusjohtajana aloitti 1.10.2025 Heidi Kananen, joka toimi aiemmin Kaleva Median kaupallisena johtajana.

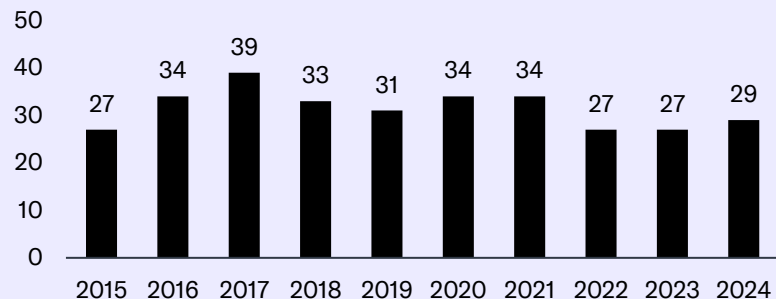
Näemme yhdistymisen strategisesti järkevänä liikkeenä, sillä se kokoaa yhteen markkinointialan eri osa-alueita (teknologia, luova suunnittelu, sisällöt ja vaikuttajamarkkinointi) ja mahdollistaa kokonaisvaltaisemmat hankkeet. Skaalaetu voi kasvattaa kilpailukykyä, ja Kalevan B2B- sekä mediaosaaminen voivat tarjota lisäsynergioita kokonaisuudelle. Arviomme mukaan yhdistymisellä on potentiaalia luoda merkittävä toimija kotimaiselle markkinointialalle ja se nousee top 5 suurimpien toimijoiden joukkoon. Näemme Kalevan myös mahdollisena irtaantumisreittinä Arvolle tulevaisuudessa. Omistus voi potentiaalisesti nousta Kalevalle strategisesti tärkeäksi, kun se hakee uusia tukijalkoja asteittain rapautuvan perinteisen medialiiketoiminnan tilalle.

50 suurimman markkinointiviestinnän toimiston yhteenlasketut luvut

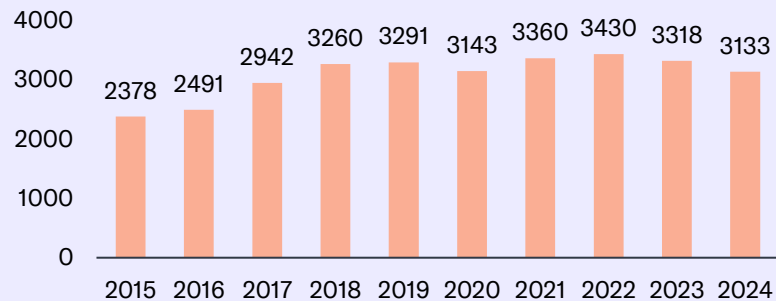
Myyntikate (MEUR)



Liiketulos (MEUR)



Henkilöstön määrä



Ruoto – Positiivista kehitystä

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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

Sijoitustarinan kehitys

Arvo sijoitti Ruotoon 1,6 MEUR vuonna 2022 ja kasvatti 2024 osuutensa 20

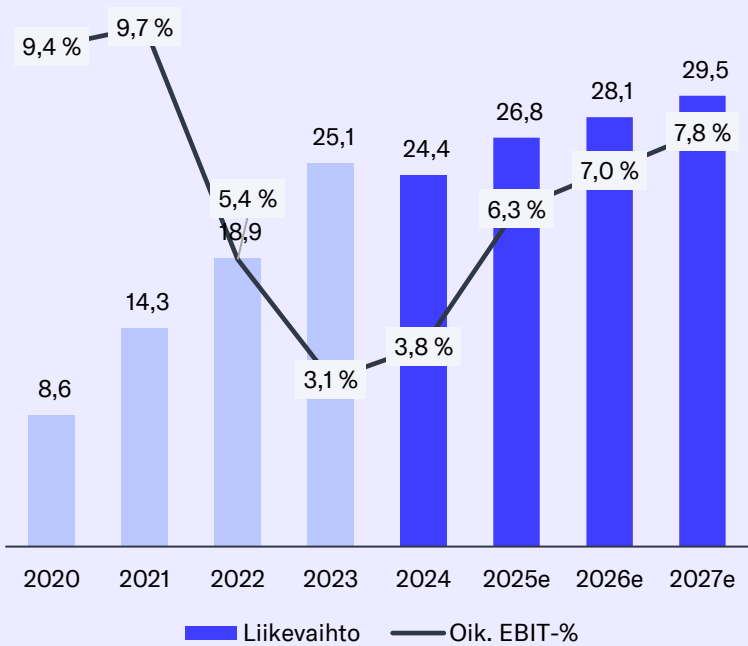
%:iin. Ruoto on jatkanut vahvaa orgaanista kasvua koronavuoden jälkeen ja laajentunut myös yritysostoin, joiden myötä yhtiön markkina-asemasta on tullut vahva valtakunnallisesti. Viime vuosina myös kannattavuus on kehittynyt positiivisesti. Ruoto kasvoi H1:llä noin 15 %, veturinaan omien tuotemerkkien ja maahantuonnin vahvistaminen, mikä paransi myös myyntikatetta ja kannattavuutta. Verkkokauppa kasvoi selvästi ja yhtiö valmistelee laajentumista Euroopan markkinoille tekoälyavusteisesti. Johto arvioi vuoden 2025 olevan yhtiön historian kannattavin. Ruoto on mielestämme

Arvon portfolioon houkuttelevimpia kohteita arvonluonnin näkökulmasta. Ruoto on mielestämme potentiaalinen listautuja vuosikymmenen lopulla.

Arvonmääritys ja ennustemuutokset

Teimme Ruodosta ensimmäistä kertaa tarkemman arvon määrittelyn ja ennusteet tähän raporttiin. Arvioimme Arvon osuuden arvoksi 3,1 MEUR perustuen 2025e EV/EBIT 9,5x – kertoimeen. Arvo on hieman korkeampi, kuin H1'25-raportissa (3,0 MEUR).

Avainluvut ja ennusteet



Arvoajurit

- Orgaanisen kasvu
- Kannattavuuden nosto skaalan kasvaessa
- Myyntikatteiden nousu omien tuotemerkkien osuuden kasvaessa
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt



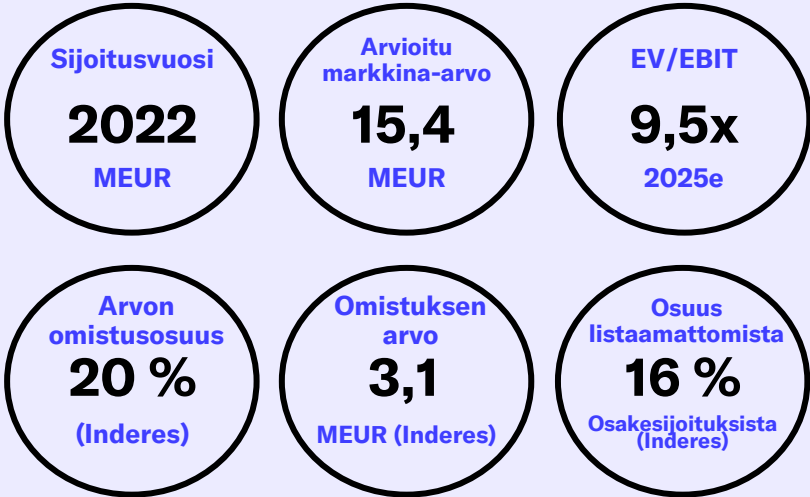
Riskitekijät

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



Arvostus

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



Elcoline – Listautumiskandidaatti (1/2)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Elcoline Group on teollisuuden kunnossapito- ja projektipalveluihin erikoistunut konserni, joka palvelee energia-, metalli- ja prosessiteollisuuden asiakkaita Suomessa ja Ruotsissa. Elcoline konsernin yhtiöt tuottavat sähköasennuksia, automaatioasennuksia, LVI-asennuksia, mekaanisia asennuksia, putkistoasennuksia, -hitsauksia ja höyrykattiloiden paineosien valmistusta sekä suunnittelu- ja kunnossapitopalveluita sekä kansainvälisesti asennus- ja

projektipalveluita.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo sijoitti Elcolineen 3,0 MEUR vuonna 2023 yhtiön rahoituskierroksella, jossa se keräsi 20 MEUR. Kierrosta johti EAB Private Equity ja mukana olivat myös Elo sekä Tesi. Yhtiö on kasvanut erittäin vahvasti erityisesti yritysostojen vetämänä, mutta kannattavuus heikkeni selvästi vuonna 2024. Loppuvuonna 2024 yhtiö teki merkittävän yritysoston, kun se osti Fortumilta sen turbiini- ja generaattoripalvelut (liikevaihto 32 MEUR). Arviomme mukaan

Elcoline on mielestämme potentiaalinen listautuja jo lyhyellä

aikavälillä, kunhan kannattavuuskäänne onnistuu.

Arvonmääritys ja ennustemuutokset

Teimme Elcolinestä ensimmäistä kertaa tarkemman arvonmäärityksen ja ennusteet tähän raporttiin. Arvonmäärityksemme perustuu 2027 EV/EBITA 8x kertoimeen. Vahvan kasvun ja matalan liikevaihtopohjaisen arvostuksen myötä näemme yhtiössä selvää arvonluontipotentiaalia nykyarvoomme nähden, mutta heikon viime vuoden myötä taivumme toistaiseksi konservatiivisempaan arvonmääritykseen. Arvo on hieman matalampi, kuin H1'25-raportin tasearvo (3,0 MEUR).

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu Suomessa ja Pohjoismaissa
- Paluu kannattavuudessa historiallisille tasoille
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Investointiaktiviteetin pirstyminen

Arvonluontipotentiaali



Riskitekijät

- Projektikannattavuus
- Suomen heikon taloustilanteen pitkittyminen
- Yritysjärjestelyjen integroinnissa epäonnistuminen ja voimakkaasta kasvusta aiheutuvat kasvukivut

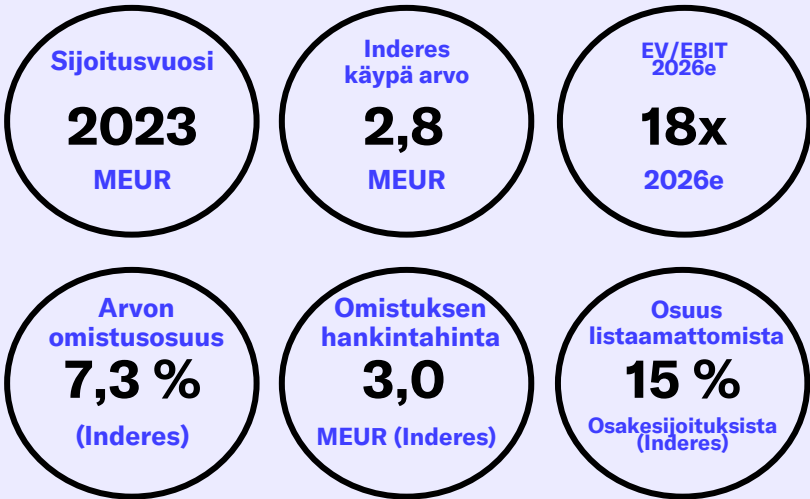
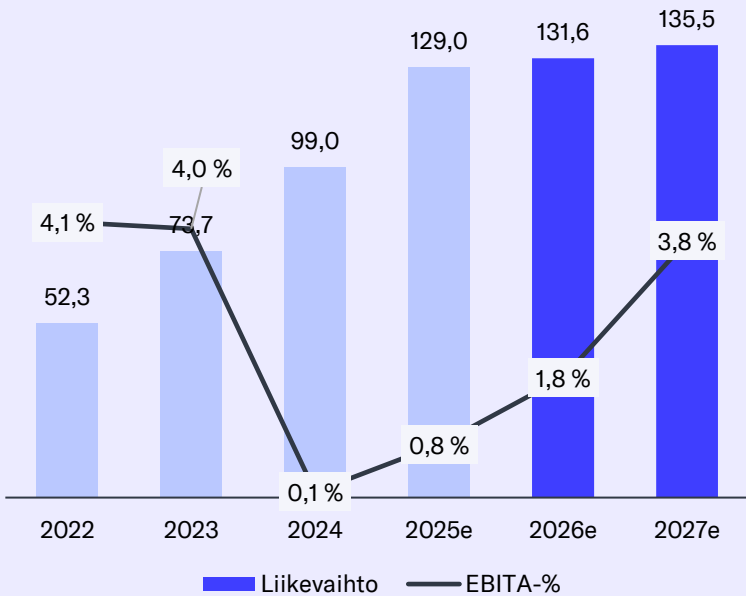
Riskiprofiili



Arvostus

- Arviomme käyvistä arvosta on hieman alle yhtiön tasearvon (3,0 vs 2,8 MEUR), johtuen heikosta viime vuoden kannattavuustasosta.
- Yhtiölle melko hyvät verrokkit Viatin Service ja Enersense arvostetaan Helsingin pörssissä vuosille 2025-26 oik. EV/EBIT 10x-8x –tasolla ja niiden suuremmat verrokkit keskimäärin 10-11x tasolla. 2,8 MEUR:n käyväällä arvolla Elcoline arvostetaan vuodelle 2026 EV/EBITA 18x ja vuodelle 2027 EV/EBITA 8x tasolla. Seuraavalla sivulla on tarkempi verrokkitaulukko.

Avainluvut ja ennusteet



Elcoline – Listautumiskandidaatti (2/2)

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT (oik.)		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e
Bilfinger SE	3563	3471	11,9	10,1	8,3	7,4	0,6	0,6
Spie SA	7446	9843	14,1	12,9	9,3	8,8	0,9	0,9
Mitie Group PLC	2334	2577	9,9	8,7	7,5	6,6	0,5	0,4
Engie SA	53016	93700	10,3	10,5	6,5	6,6	1,3	1,3
Lassila & Tikanoja Oyj	390	560	12,6	11,4	5,5	5,3	0,7	0,7
Bravida Holding AB	1484	1803	11,9	10,6	8,7	8,0	0,7	0,7
Duerr AG	1287	1721	9,2	7,4	5,2	4,6	0,4	0,4
Enersense Oyj	71	101	9,9	7,6	3,3	6,0	0,3	0,3
Viafin Service (Inderes)	67	63	9,4	8,1	7,3	6,3	0,6	0,6
Keskiarvo			11,0	9,7	6,8	6,6	0,7	0,7
Mediaani			10,3	10,1	7,3	6,6	0,6	0,6
Elcoline (Inderes arvio)	41	45	43,7	19,0	13,9	9,7	0,3	0,3
Erotus vs mediaani			326 %	87 %	90 %	48 %	-46 %	-44 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

- Olemme käyttäneet taulukossamme Elcolinen osalta Arvon omistuosuuden (7,3 %) ja sijoitushetken (3,0 MEUR) mukaista markkina-arvoa.
- Elcolinen tulospohjainen arvostus on korkea tällä hetkellä johtuen ennusteissamme heikoksi jäävästä vuosien 2025-2026 tulostasosta. Taustalla on vuoden 2024 heikko tulostaso.
- Meidän määrittämämme käyvän arvon mukainen 2027 EV/EBITA arvostus on 8,0x, joka on melko linjassa Viafin Servicen ja Enersensen vuosien 2026 oik. EV/EBIT kertoimien kanssa.
- Elcolinen arvostuksessa on mielestämme kuitenkin nousupotentiaalia matalan liikevaihtopohjaisen (EV/S 0,3x)

arvostustason myötä. Yhtiön sektorilla sijoittajat kuitenkin mielestämme keskittyvät hyvin vahvasti tulospohjaisiin arvostuskertoihin, jonka takia olemme nykyhetkessä asteen konservatiivisempi Elcolinen arvonmäärityksessä.

- Viafin ja Enersense ovat yhtiölle hyviä verrokkeja samankaltaisen kokoluokan myötä.

Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 1/3

Lainasijoitukset osana portfolion hajautusta

Kolmas osa-alue Arvon sijoitusportfoliossa käsittää suorat lainasijoitukset listaamattomille kohdeyrityksille. Lainaportfolionsa kautta Arvo hakee hajautusta listaamattomien osakesijoitusten rinnalle sekä jatkuvaa kassavirtaa osuuskorkojen maksua varten lainojen korkotulojen muodossa.

H1'25 lopussa Arvon sijoitusportfoliosta tilinpäätöksen käyvin arvoin mitattuna noin 7 % (8,3 MEUR) muodostui laskelmiemme mukaan lainasijoituksista listaamattomiin yrityksiin. Suorista sijoituksista ne vastasivat noin 20 %:a.

Arvo tarjoaa kohdeyhtiöilleen käytännössä kahden tyyppisiä rahoitusratkaisuja: 1) pitkäaikaisempia vaihtovelkakirjalainoja tai juniorilainoja (75 % myönnettyistä lainoista) sekä 2) lyhytaikaisempaa siltarahoitusta (25 % myönnettyistä lainoista). Pidempiaikaisten lainojen summat voivat vaihdella sijoituspolitiikan mukaisesti 0,1–5,0 MEUR:n välillä. Tämän lisäksi osuuskunta voi myöntää määräaikaista (enintään 24 kk) siltarahoitusta. Listautumisesitteen perusteella siltarahoituksen osalta ehtoina ovat myös, että alkusijoitus on suuruudeltaan enintään 5 MEUR ja hyvien kokemusten myötä on mahdollisuus myös 3 MEUR:n lisäsijoitukseen.

Jos siltarahoitusta kuitenkin myönnetään olemassa olevalle kohdeyhtiölle, on siltarahoituksen enimmäismäärä enintään 5 MEUR. Siten enimmäisriski per yhtiö voi olla enintään 10 MEUR per kohdeyhtiö. Mielestämme tämä on varsin perusteltua riskienhallinnan näkökulmasta ja näin suuren kokonaissijoituksen listaamattomaan yhtiöön tulee olla hyvin perusteltu.

Vaihtovelkakirjalainat

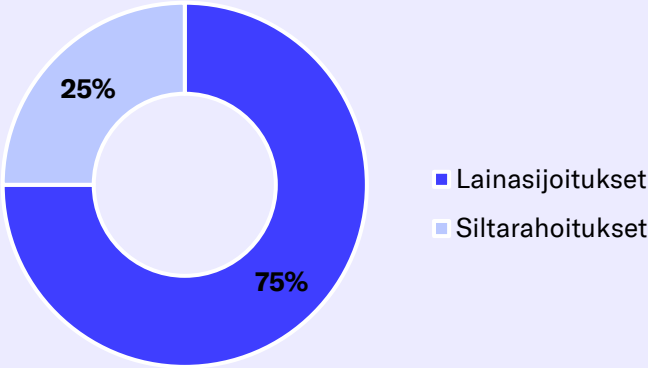
Tyypillisesti vvk-lainojen ehdot vaihtelevat tapauskohtaisesti

sijoituskohteiden erisuurista riskiprofiileista ja lainojen juoksuajoista johtuen huomattavasti ja ymmärtääksemme näin on myös Arvon myöntämien vvk-lainojen tapauksessa. Osuuskunnan minimituottotavoite lainasijoituksille on 8,5 % p.a. Arviomme mukaan Arvon myöntämien lainojen koot vaihtelevat huomattavasti sijoituspolitiikkaa peilaten. Puolestaan pk-yritysten lainojen keskimäärin korkeampaa riskitasoa heijastellen arvioimme Arvon listaamattomien yhtiöiden vvk-salkun keskikorkojen vaihtelevan 7–13 %:n välillä keskikoron ollessa tällä hetkellä noin 9 % nykyisellä korkotasolla (käsityksemme mukaan korot ovat sidottu pääsääntöisesti Euriboriin). Korkotasoa nostaa arviomme mukaan myös 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 kohdeyhtiöiden riskeistä.

Kohdeyhtiöille vvk-lainat tarjoavat mahdollisuuden saada velkarahoitusta strategiselta kumppanilta tai vaihtoehtoisesti mahdollisuuden parantaa taserakennetta oman pääoman ehtoisella pääomalainalla menettämättä omistusosuutta sijoitushetkellä. Vastaavasti lainanmyöntäjälle mahdollisuuden hyötyä kohdeyhtiön arvonnoususta laina-ajan päättyessä tai esimerkiksi irtautumistilanteissa, jolloin Arvo voisi konvertoida lainapääomaa kohdeyhtiön 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 kohdeyhtiöt eivät kriisiydy ja kykenevät hoitamaan lainavelvoitteensa vähintään korkojen osalta.

Listaamattomien lainasijoitusten jakauma, H1'25 lopussa



Lainasijoitukset listaamattomiin yhtiöihin

	H1'25	Sijoitusvuosi
Nordc Bites Group Oy	3	2025
Multirel		2024
Destination Lapland Oy	1,5	2022
PR Rolls Oy		2020
Railopitko Oy (Hikinoro Oy)	1,5	2023
Saaga travel Oy		2022
Yhteensä	6,2	

*Inderes arvio

Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes

Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 2/3

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.

Merkittävimmät vvk-sijoitukset

Nordic Bites Group on seinäjokilainen ravintolakonserni, joka operoi lähes 90 Subway-ravintolaa Suomessa ja Ruotsissa. Arvo on tehnyt yhtiöön 3 MEUR:n vvk-sijoituksen Nordic Bites Group allekirjoitti 2025 pitkäaikaisen Master franchise -sopimuksen Subwayn kanssa, minkä myötä yhtiö saa yksinoikeuden hallinnoida lähes 400 Subway-ravintolaa neljässä Pohjoismaassa: Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Osana sopimusta Nordic Bites Group tulee avaamaan yli 250 ravintolaa seuraavien seitsemän vuoden aikana. Sijoitus on kanssasijoitus Juuri Partnersin kanssa. Vaihtovelkakirjalainan korosta, konversiohinnasta tai Arvon osuudesta ei ole kommunikoitu tarkemmin. Näemme kohdeyhtiön mielenkiintoisena ja sijoitus laajentaa myös Arvon toimialahajautusta. Sijoitus on tällä hetkellä suorista vvk-sijoituksista selvästi merkittävin ja vastaa leijonanosaa lainasalkusta.

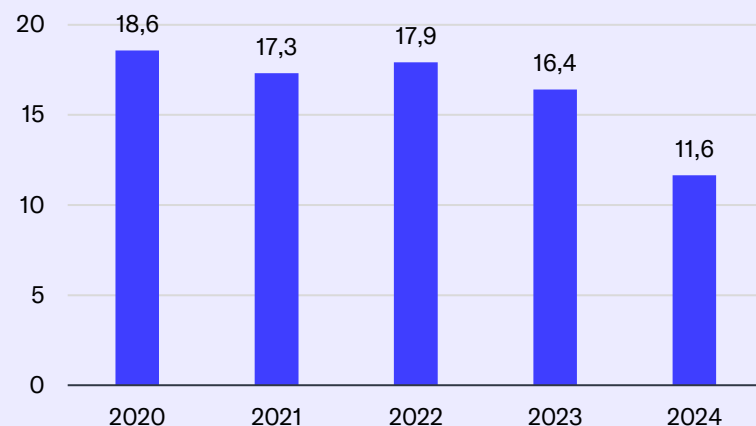
Arvon vvk-sijoitukset ovat laskeneet tällä hetkellä pienempään rooliin, kun useampia kohdeyhtiöiden lainoja on maksettu takaisin ja konvertoitu osakkeiksi.

Siltarahoitus

Toinen merkittävä rahoitusmuoto, jota Arvo tarjoaa on lyhytaikainen siltarahoitus. Lyhytaikaisen siltarahoituksen lainaehdoissa on arviomme mukaan vähemmän vaihtelua yritysten välillä (korko, laina-aika). Siltarahoituksen vähimmäiskorko oli listautumisesitteen (2023) mukaan 8,5 %. Emme odota tässä myöskään tapahtuneen olennaisia muutoksia. Arvon myöntämän siltarahoituksen käyttötarkoituksena voi kohdeyhtiöllä olla esimerkiksi projektirahoitus. Huomautamme kuitenkin samalla, että sijoitusmuotoon sisältyy tavallista velkasijoittamista korkeammat riskit yhtiöiden riskiprofiilien ja esimerkiksi projektiriskien realisoitumisen osalta.

Vuonna 2019 lanseeratun siltarahoituksen arvioimme olleen suhteelliseen kannattavaa liiketoimintaa Arvolle, vaikkakin epäonnistuneet Sikla ja Fifax sijoitukset himmentävätkin kehitystä. Muutoin kannattavan kehityksen taustalla oli etenkin nollakorkoaika, jolloin Arvo sai erittäin edullista velkarahaa markkinoilta, mitä se pystyi ohjaamaan eteenpäin korkeammalla korolla. Korkojen nousu on kuitenkin kaventanut jonkin verran sijoitusmuodon tuottopotentiaalia (ts. korkokatetta), sillä arviomme mukaan siltarahoituksen korkotaso ei jousta vastaavalla voimakkuudella ylöspäin (vrt. nollakorkoaika) ilman volyymien laskua tai riskitasojen reippaampaa kasvattamista. Toisaalta pankkien rahoitusehdot ovat olleet erittäin tiukkoja pk-yrityksille ja Arvo joustavampana toimijana on arviomme mukaan hyötynyt tästä. Oletamme kuitenkin, että lainataso tulee pysymään suhteellisen vakaana jatkossa ainakin niin kauan kuin siltarahoittaminen tarjoaa riski/tuotto-suhteeltaan houkuttelevia mahdollisuuksia.

Lainasaamiset taseessa (MEUR)



Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes

Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin 3/3

Osuuskunnan saamat korot lainoista (ml. pitkä- ja lyhytaikaiset lainat) ovat nousseet selvästi 2020-luvulla. Vielä vuonna 2016 osuuskunnan saamat korkotulot olivat n. 0,2 MEUR, kun vuonna 2021 ne olivat huipputasolla 2,1 MEUR. Korkotulojen määrää on kasvattanut etenkin siltarahoituksen mukaantulo vuonna 2019 sekä osuuskunnan kasvanut lainananto. Korkotulojen määrä kääntyi kuitenkin laskuun vuosina 2022-23 (1,6-1,1 MEUR), vaikka lainasaatavien määrä pysyi melko vakaalla tasolla. Arviomme tämän taustalla olleen Siklan maksukykyyn liittyneiden ongelmien sekä sen, että osuuskunta todennäköisesti teki muitakin helpotuksia osan kohdeyhtiöiden lainaehtoihin nopeasti muuttuneen markkinaympäristön myötä (mm. inflaatio, pankkilainojen korkojen nousu). Vuonna 2024 saadut korot nousivat jälleen 1,6 MEUR:oon, mutta lainasaamiset kääntyivät selvään laskuun. Taustalla on lainojen konvertoinnit osakkeiksi ja takaisin maksu. Tämän myötä saadut korot tulevat tänä vuonna laskemaan ne laskivatkin H1'25:lla 0,45 MEUR:oon (H1'24: 1,01 MEUR).

Kokonaisuutena näemme, että listamaattomilla lainasijoituksilla on keskeinen rooli osuuskunnan kassavirran tuottamisessa ja siten osuuskoron maksun mahdollistamisessa.

Siltarahoituksen kohteiden suhteellisen nopean kiertonopeuden myötä yksittäisten kohteiden kommentointi on yleisesti melko hankalaa osuuskunnan ulkopuolelta. Esimerkkinä siltarahoituskohteesta voidaan Arvon kohdeyritys **Pesmelille**, myöntämä 2,0 MEUR:n siltarahoitus kahden suomalaisen teollisuusasiakkaan tilausten toimituksenaikaiseen rahoitukseen. Pesmel on materiaalinkäsittelyn ja tehdaslogistiikan järjestelmätoimittaja. Arvioimme kyseisen siltarahoituksen olevan melko tyypillinen

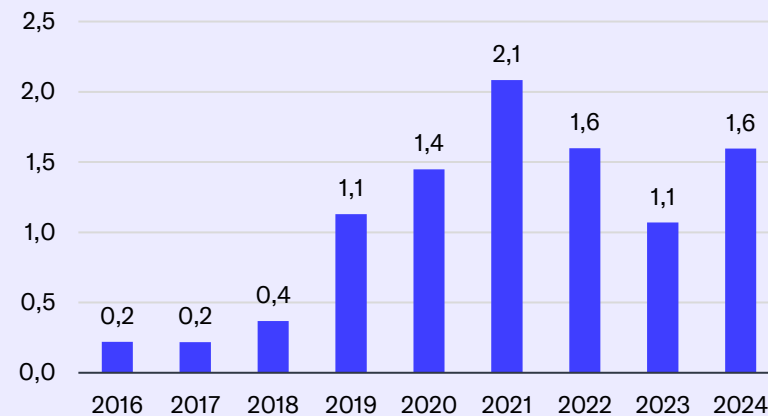
luonteeltaan Arvolle, vaikkakin hieman keskimääräistä siltarahoituspakettia suurempi. Kohdeyhtiöt ja yhtiöt joille Arvo on jo aikaisemmin myöntänyt rahoitusta ovat nähdäksemme Arvon näkökulmasta houkuttelevimpia asiakkaita, kun yhtiöt tunnetaan jo hyvin ja DD (due diligence) onnistunee paljon sutjakkaammin.

Lainasijoitusten arvon määrittäminen

Arvo ei yleisesti raportoi lainojen ehtoja, eikä kaikkien sen myöntämien lainojen tarkkoja summia, joten Arvon portfolioissa olevien yksittäisten lainojen mahdollisten arvonmuutosten arvioiminen on lähes mahdotonta. Kuten todettua, pk-yritysten lainoilla ei myöskään ole jälkimarkkinoita. Tämän takia olemme käsitelleet Arvon listaamattomien lainasijoitusten arvoa osuuskunnan oman lainojen viimeisimmän nimellisarvoja (tasearvoja) vastaavan arvonmäärityksen mukaisesti. Arviomme mukaan osuuskunnan oma arvonmääritys vastaa jokseenkin kohteisiin alun perin sijoitettujen pääomien summaa. Tämä on mielestämme hyvä lähtökohta, kun huomioidaan lainojen keskikorko ja vvk-lainojen rakenne ja vastapuoliin keskimäärin liittyvät riskit.

Emme myöskään ole sisällyttäneet edellisen raportointikauden jälkeisiä mahdollisia lainanantoja osien summa -mallimme, vaan päivitämme tätä raportoinnin myötä.

Saadut korot myönnettyistä lainoista (MEUR)



Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 1/2

Vahva tase

Konsernin pitkäaikaiset varat muodostuivat H1'25 lopussa pääosin sijoituksista (25 % taseen loppusummasta). Sijoitukset pitivät sisällään omistukset omistusyhteisyrityksistä (17,4 MEUR), muut osakkeet (4,2 MEUR) sekä pitkäaikaiset lainasaamiset kohdeyhtiöiltä (6,1 MEUR). Puolestaan lyhytaikaiset varat muodostuivat etenkin vaihto-omaisuudesta (75,7 MEUR), joka muodostuu konsernin finanssisijoitukset (ml. Hanza, LapWall, Summa ja Foamit). Tämän lisäksi Arvolla oli lyhytaikaisia saamisia (kohdeyhtiöiltä ja muita pieniä eriä) 3,6 MEUR ja kassassa konsernilla oli noin 2,5 MEUR.

Vastattavaa-puoli muodostui sen sijaan valtaosin omasta pääomasta (95,0 MEUR). Lisäksi Arvolla oli 10,6 MEUR pitkäaikaista korollista lainaa sekä 4,1 MEUR korottomia lyhytaikaisia velkoja. Siten konsernin tase olikin erittäin vahva ja sen omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 87 %, joka on kirkkaasti yli 60 % vähimmäistavoitetason. Mielestämme Arvo voisi ottaa melko kivuttomasti lisävelkaa ~10 MEUR, ilman että se kasvattaisi merkittävästi portfolion riskiä.

Arviomme Arvon pyrkivän hyödyntämään velkarahaa etenkin siltarahoituksessa, sillä se mahdollistaa vakavaraiselle Arvolle suhteellisen tehokkaan pääoman allokoinnin. Tämän taustalla on edellisessä kappaleessa käyty logiikka, jossa osuuskunta saa lähtökohtaisesti edullisempaa lainaa pankista (arviomme mukaan korkojen nousun myötä lainan korko voisi olla noin 5 %), jota se voi ohjata korkeammalla korolla eteenpäin (arviomamme siltarahoituksen korko 8,5–12,5 %). Toisaalta taas arvon ei ole mielestämme järkevänä pitää varoja hyvin matalariskisissä korkorahastoissa, pl. väliaikainen varojen parkkeeraus.

Emo-osuuskunnan tase on rakenteeltaan hyvin konsernia

vastaava. Ero on lähinnä, että emo-osuuskunnassa AINOn varat esitetään omistuksina tytäryhtiöissä. H1'25 lopussa emo-osuuskunnan taseen koko oli 109,5 MEUR ja oma pääoma 94,8 MEUR.

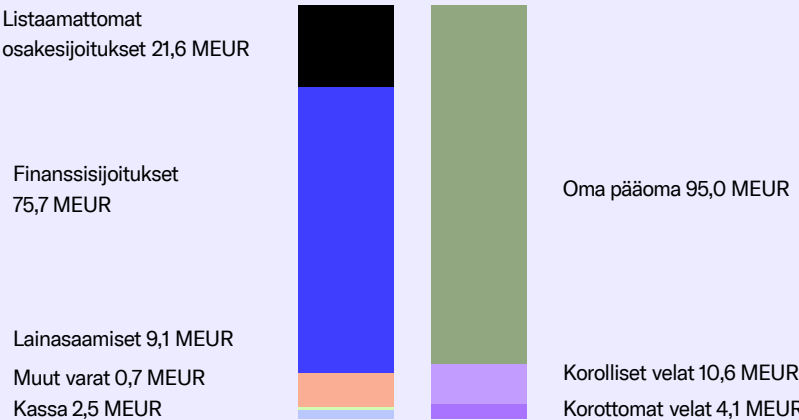
Kulurakenne

Sijoittajan on hyvä ymmärtää, että osuuskunnan kulut voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin. Konsernin operatiiviset kulut muodostuivat vuonna 2024 sekä 0,84 MEUR:n henkilöstökuluista (sis. hallitus ja hallintoneuvosto) että noin 0,95 MEUR:n liiketoiminnan muista kuluista, jotka sisältävät mm. due diligence -selvitykset sijoituskohteista, konsultointi- ja tilintarkastusmaksut sekä vuokrat.

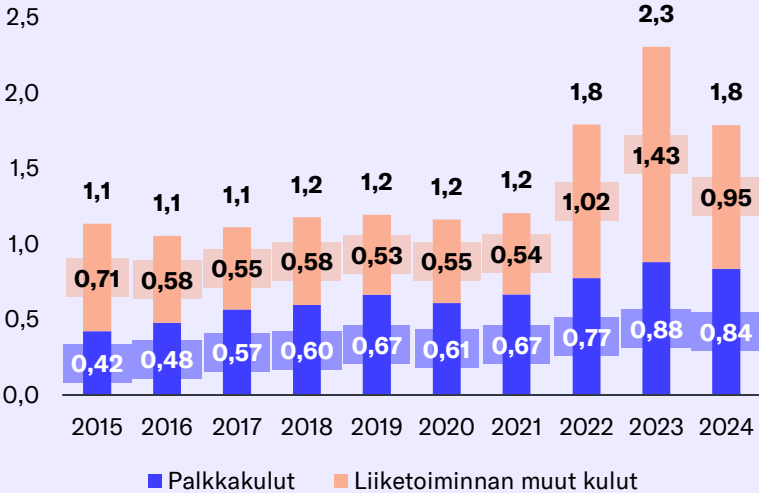
Hallinnointikulut olivat ennen listautumisen valmistelun aloittamista (ts. ennen vuotta 2022) olleet noin 1,2 MEUR vuodessa. Viime vuosina kulutasoa arvioimme nostaneen listautumiseen liittyneiden kulujen (ml. arvo-osuusjärjestelmään liittyminen) sekä henkilöstömäärän nousun neljästä viiteen. Hallinnon kulut laskivatkin selkeästi vuonna 2024 0,95 MEUR:on, mutta pysyivät listautumista edeltäneen 0,6 MEUR:n tason yläpuolella.

Mielestämme 1,8-1,9 MEUR:n kulutasoa voi pitää jatkon kannalta kohtuullisen hyvänä arviona. Suhteutettuna tämä koko portfolion arvoon (Käypä arvo H1'25: 127 MEUR) ovat hallinnointikulut vuodessa noin 1,4-1,5 %, mikä on mielestämme kohtuullisen hyvin linjassa muihin vastaaviin sijoitusyhtiöihin/rahastoihin. Pidemmällä aikavälillä suhdeluvun painaminen alaspäin olisi luonnollisesti positiivista ja indikoisi myös todennäköisesti sijoitustoiminnan onnistumisesta (ts. substanssiarvon kasvusta).

Konsernitase vuoden H1'25 lopussa
(109,7 MEUR)



Hallinnointikulujen kehitys (MEUR)



Lähde: Arvo Sijoitusosuuskunta, Inderes

Tase, kulurakenne ja kassavirtaprofiili 2/2

Osuuskorko pyritään rahoittamaan kassavirralla

Arvon tavoitteena on maksaa osuuskorkoa 60–80 % emo-osuuskunnan tilikauden tuloksesta. Voitonjako on tarkoitus rahoittaa etenkin sijoituksista saatavilla korko- ja osinkotuloilla sekä mahdollisilla lunastuksilla finanssisijoituksista. Lisäksi voitonjakoa voivat tukea myös onnistuneet irtaantumiset listaamattomista kohdeyhtiöistä, mutta näiden ajoittumiseen liittyy luonnollisesti suurempaa epävarmuutta.

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 pelkästään osuuskoron maksamiseksi laskisi tulevaisuuden kassavirran tuottokykyä. Näin ollen Arvon olisi mielestämme tärkeää pitää voitonjako ja kassavirta tasapainossa, mutta yksittäisinä vuosina epätasapaino ei toki ole ongelma.

Vuosina 2014–2024 osuuskoron jakosuhte on ollut 64–81 % emo-osuuskunnan tuloksesta ja viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 72 %. Viimeisenä seitsemänä vuotena osuuskorko on pystytty rahoittamaan lähes täysin emo-osuuskunnan sijoituksista (ml. AINO) saatavilla korko- ja osinkotuloilla, mutta vuosina 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. Vastaavasti viimeisenä viitenä vuotena maksettu osuuskorko on vastannut pitkälti konsernin korko- ja osinkotuloja (jakosuhte 103 % konsernin sijoituksista saamista korko- ja osinkotuloista).

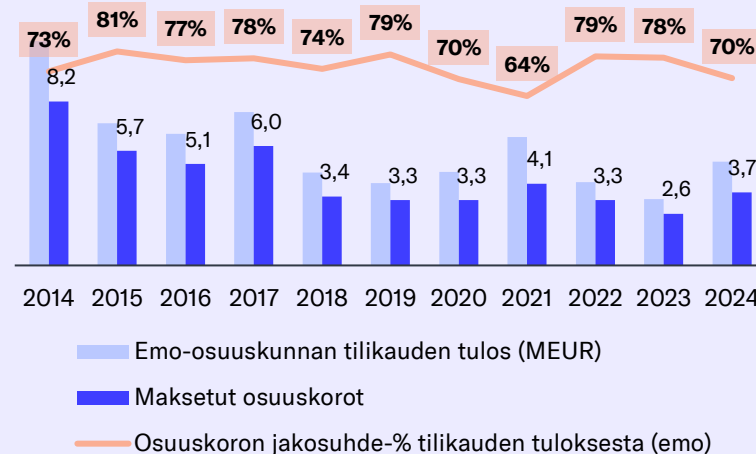
Samaan aikaan on hyvä huomioida, että emo-osuuskunnan

tulos on laskenut ajanjakson aikana (tilikauden tulos 2014 11,3 MEUR vs. 2023 3,3 MEUR), kun vastaavasti emo-osuuskunnan osinko- ja korkotulot ovat olleet keskimäärin 4,9 MEUR ajanjakson aikana, vaikkakin raportointitavan muutoksesta johtuen kassavirtaluvut eivät ole täysin vertailukelpoisia (ml. konsernin lukuja ei ole mahdollista laskea auki koko ajanjaksolta).

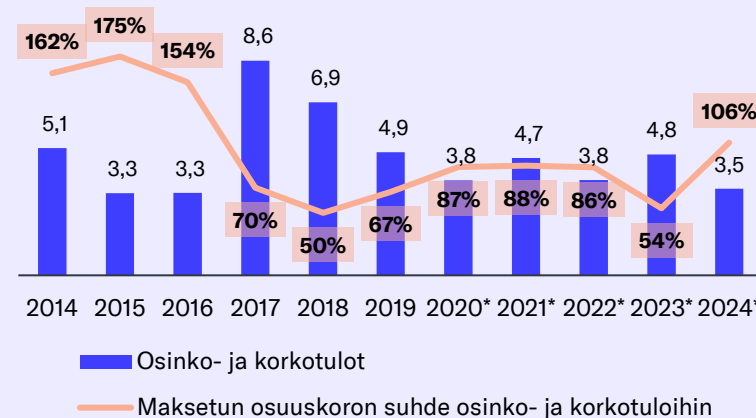
Koska Arvon osuuskoron suuruus on sidottu emo-osuuskunnan tilikauden tulokseen, tulisi osuuskoron määrän teoriassa vaihdella vuosien välillä. Tämän taustalla on, että yksittäisen tilikauden tulokseen voi vaikuttaa useampi korkeakatteinen myyntivoitto tai alaskirjaus kohdeyhtiöistä tai vastaavasti luovutusvoitot/-tappiot finanssisijoituksista. Oletamme Arvon pyrkivän kuitenkin mahdollisimman vakaaseen voitonjakoon ja näin tasaavan osuuskoronmaksua hyödyntämällä voitonjakosuhteen vaihteluväliä sekä mahdollisia konserniavustuksia.

Arviomme mukaan konsernin saamaan kassavirtaan koroista ja osingoista kohdistuu jonkin verran painetta verrattuna viimeiseen viiden vuoden keskimääräiseen tasoon (n. 3,4 MEUR/v.). Tämä johtuu siitä, että lainasijoitukset ovat pienentyneet, Foamit on purkanut ylivahvan taseensa ja emme odota kahden suuren suoran listatun osakeomistuksen (HANZA ja Summa Defence) maksavan merkittäviä osinkoja lähivuosina vaan investoivan pääomat kasvuun. Tilanne voi kuitenkin myös muuttua nopeasti riippuen Arvon tekemistä liikkeistä. Toisaalta taas tänä vuonna tulos tulee muodostumaan vahvaksi Leden Group irtautumisen ansiosta, jonka myötä arvioimme yhtiön jakavan tilikauden tuloksesta viime vuosia suuremman osingon.

Emo-osuuskunnan tilikauden tulos vs. maksettu osuuskorko



Osuuskoron suhde emo-osuuskunnan saamiin jatkuviin kassavirtoihin



*Osinko- ja korkotulojen esitystapaa muokattu vuoden 2021 raportoinnissa alkaen, minkä takia vuodet 2020-2024 eivät täysin vertailukelpoisia

Ennusteet 1/3

Emme ennusta Arvon tuloslaskelman kehitystä

Emme ole laatineet Arvolle tuloslaskelmaan erillistä ennustemallia, sillä rivit voivat vaihdella voimakkaasti vuosien välillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti epärelevantteja.

Nettotulosennusteemme perustuu käytännössä oletukselle, että konsernin oman pääoman tuotto pysyisi lähivuosina staattisesti viimeisen viiden vuoden keskiarvotasolla (4,7 %), johon olemme lisänneet osittain realisoitumattoman tuloksen osuuden. Näin ollen ennustamme konsernin oman pääoman tuoton olevan 5,0 %. Tuleviin tuottoihin vaikuttavat luonnollisesti huomattavasti mahdolliset isommat finanssisijoitusten myynnit tai irtaantumiset listaamattomista sijoituskohteista, joita on käytännössä mahdotonta mallintaa. Sijoittajan on kuitenkin tärkeää huomioida tasearvon ja käyvän arvon erotuksesta muodostuva realisoitumattoman tuloksen osuus, joka on arviomme mukaan 15,2 MEUR laskennalliset verovelat huomioiden. Määrä on hyvin merkittävä suhteessa konsernin omaan pääomaan. Olemme huomioineet tämän tarkemmin arvonnäilytyksessämme.

Vaikka emme ole laatineet erillistä ennustemallia, sijoittajan on mielestämme hyödyllistä ymmärtää Arvon tuloslaskelman rakenne ja staattisen mallimme perusoletukset. Liikevaihdon oletuksena käytämme viimeisen viiden vuoden keskiarvoa, sillä sijoitusyhtiölle tyypillisesti liikevaihto muodostuu arvopaperikaupan myynneistä sekä osinko- ja korkotuotoista ja voi siten vaihdella huomattavasti allokaatiomuutosten myötä. Materiaalit ja palvelut heijastelevat vastaavasti arvopaperikauppaan liittyviä ostoja. Henkilöstö- ja muiden liiketoiminnan kulujen oletamme pysyvän konsernitasolla vakaasti noin 1,8–1,9 MEUR:ssa, mikä on huomioitu myös arvonnäilytyksessä. H1'25 kulut olivat noin 100 TEUR edellisvuotta korkeammat, ja kulutason arvioimme asettuvan tänä vuonna noin 1,9 MEUR:oon. Liiketoiminta ei sido kiinteää pääomaa, joten poistoja ei käytännössä synny.

Liiketuloksen alapuolella rahoitustuotot ja -kulut muodostuvat käytännössä osuuksista osakkuusyritysten tuloksesta, vähemmistöomistuksista saaduista osingoista, myönnettyjen lainojen koroista, mahdollisista listaamattomien osakesijoitusten myyntivoitoista/alaskirjauksista (ml. lainasijoitukset) sekä Arvon korkokuluista. H1'25 lainasaamisten määrä (9,1 MEUR) oli historiaa jonkin verran matalampi, mutta arvioimme annettujen lainojen määrän kasvavan jälleen tulevaisuudessa, sillä näemme Arvon olevan halukas myöntämään lainoja ja rahoitusolosuhteet ovat edelleen hyvin kireät pk-yrityksille. Kokonaisuutena arvioimme juoksevien rahoitustuottojen olevan kuitenkin lähivuosina hieman viime vuosia matalammalla tasolla. Tätä kuitenkin kompensoi aiemmin mainittu realisoitumaton tuotto, josta tulee todennäköisesti realisoitumaan rahoitustuottoja. Erityisen merkittävä realisoitumaton tuotto on suurimmassa sijoituksessa HANZAssa, josta arvioimme Arvon irtautuvan ainakin osittain, mikäli kurssikehitys pysyy vahvana lock-upin päätyttyä. Näin ollen arvioimme rahoitustuottojen olevan staattisesti noin 3,5 MEUR lähivuosina ja rahoituskulujen määrän voi mielestämme nykyistä lainatasoa peilaten arvioida olevan noin 0,4–0,5 MEUR:ssa. Näin ollen arvioimme nettorahoitustuottojen pysyvän staattisella tasolla noin 3,1 MEUR:ssa. Veroja puolestaan Arvo maksaa Suomen verokannan mukaisesti 20 % tuloksestaan ja vuodesta 2027 alkaen 18 %.

Sijoitetun pääoman tuotto-%



Ennusteet 2/3

Sijoittajan kannattaa keskittyä osakekohtaisen NAV:n kasvuun ja maksettuihin osuuskorkoihin

Konsernin sijoitetun pääoman tuotto on hieman puutteellinen mittari, koska siitä oikaistaan pois konsernin maksamat korko- ja rahoituskulut, mutta se huomioi silti nämä tuotot. Lisäksi siitä oikaistaan pois sijoitusyhtiön kannalta merkitykselliset sijoitusten arvonalentumiset.

Yksittäisen vuoden osalta Arvolle hieman parempi tulosmittari on mielestämme konsernin nettotulos oikaistuna osakkuusyhtiöiden tuloskehityksellä. Osakkuusyhtiöillä voi olla syklisiä/kausittaisia tulosvaihtelua ja kertaluonteisia tulostuloksia, jotka vaikuttavat osakkuusyhtiön tulokseen. Toisaalta tämä jättää myös huomiotta osakkuusyhtiöiltä saadut osingot.

Arvon kannalta keskeisintä on kuitenkin osakkuusyhtiöiden todellisen arvon muutos suhteessa hankintahintaan. Pitkällä aikavälillä taas konsernin nettotulos (ja miten se muuntuu kassavirraksi) on keskeisin tulosmittari. Myöskin konsernin nettotulos saattaa heilua esim. riippuen arvopaperikaupasta ja myyntien realisoidumisesta, minkä takia sijoittajan kannalta kriittisintä on seurata osuuskohtaisen nettovarallisuuden kehitystä ja maksettuja osuuskorkoja. On kuitenkin hyvä huomioda, että Arvo ei itse raportoi NAV:ia, jonka takia sitä ei voi seurata suoraan yhtiön raporteista.

Emoyhtiön tulos taas on enemmän tekninen, mutta siltä kannalta kriittinen, että maksetut osuuskorot perustuvat emoyhtiön osuuskunnan tilikauden nettotulokseen ja jakokelpoisuuteen varoihin.

Vuodesta 2025 on tulossa hyvä

Kuluvana vuonna arvioimme Arvon yltävän lähelle sijoitetun pääoman tuoton tavoitettansa (7,7 %) ennen kaikkea Leden Group irtautumisen ansiosta. Yleisesti irtautumisikkuna on edelleen melko vaisu, mutta mielestämme markkinatilanne on

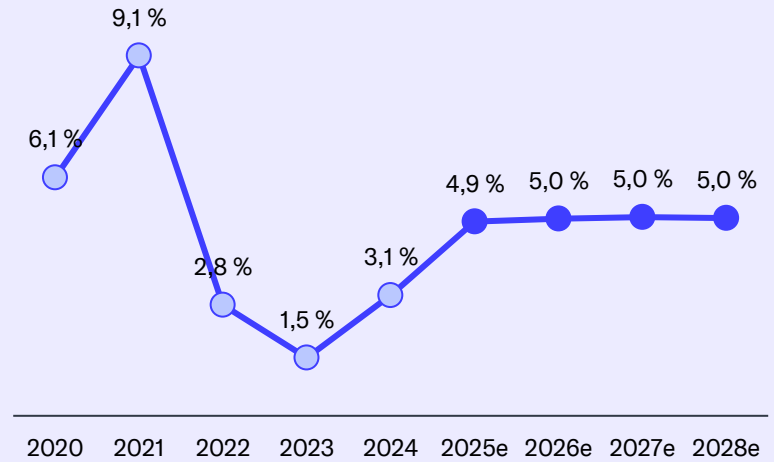
nyt jälleen asteittain parantuvalla trendillä, mikä on havaittavissa myös piristyneestä listautumisaktiiviteetista. Listaamattomista sijoituksista emme odota merkittäviä irtautumisia lyhyellä aikavälillä, mutta Foamit ja LapWall sijoitusten osalta näemme mahdollisuuden, että yhtiö näistä irtaantuisi, ainakin osittain. Lisäksi arvioimme Arvon tekevän/tehneen finanssisalkusta realisoiteja tänä vuonna sen suuren painon ja positiivisen kehityksen myötä.

Vastapainona näille näemme hieman alaskirjausriskiä liittyen Festivo- ja Valve-sijoituksiin. Festivon tuloskehitys on ollut heikkoa, mutta riskiä on kuitenkin mielestämme pienentänyt yhtiön tilauskannan hyvä kehitys. Valven osalta taas koko markkinointiviestinnän toimialan kehitys on ollut heikkoa, mikä on heijastunut myös yhtiön tuloskehitykseen.

Näemme tavoitteiden mukaisen tuottotason myös mahdollisena

Pidämme 7,5 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoitetta (ROI) nykyisellä portfoliolla ja sijoitusstrategialla Arvolle sinällään realistisena etenkin keskipitkällä aikavälillä. Erityisesti kun huomiodaan merkittävä realisoidumattoman tuloksen osuus. Tavoitteiden mukainen pääoman tuotto jatkuvasti vaatii kuitenkin nähdäksemme reippaampia finanssisalkun realisoiteja tai listaamattomista osakesijoituksista tapahtuvia onnistuneita irtautumisia. Tätä havainnollistavat myös staattiset tulosennusteemme, joilla konsernin lähivuosien sijoitetun pääoman tuotto jäisi keskimäärin noin 6,0 %:iin. Pitkällä aikavälillä tavoitteiden mukaisen pääoman tuoton saavuttamisen keskiössä ovat onnistumiset nykyisten kohdeyhtiöiden kehittämisessä sekä uusien sijoituskohteiden valinnassa.

Oman pääoman tuotto-%



Ennusteet 3/3

Vuoden 2025 osuuskorkonäkymä on vahva

Emoyhtiön tulos on nousemassa tänä vuonna erittäin vahvaksi Leden Groupin myyntivoiton ansiosta, kun jo H1'25 tulos oli noin 7,8 MEUR tai 9,60 euroa osuudelta. Tämän takia ennustamme tilikauden 2025 tuloksesta maksettavan osuuskoron nousevan selvästi viime vuodesta ja olevan 5,5 €/osuus (2024: 4,5 €). Suhteessa konsernitulokseen tämä vastaa noin 97 %:n jakosuhdetta.

Osuuskunnan vahvan taseen, merkittävän realisoitumattoman tuloksen ja finanssisalkun suuren painon takia lähivuosien osuuskorkonäkymä on mielestämme hyvä. Arviomme mukaan osuuskunnalla on hyvät mahdollisuudet maksaa noin menneen viiden vuoden keskiarvon (4,14 €) mukaista osuuskorkoa, joka vastaa suhteessa staattiseen konsernin tulosennusteeseemme noin 75 %:n jakosuhdetta.

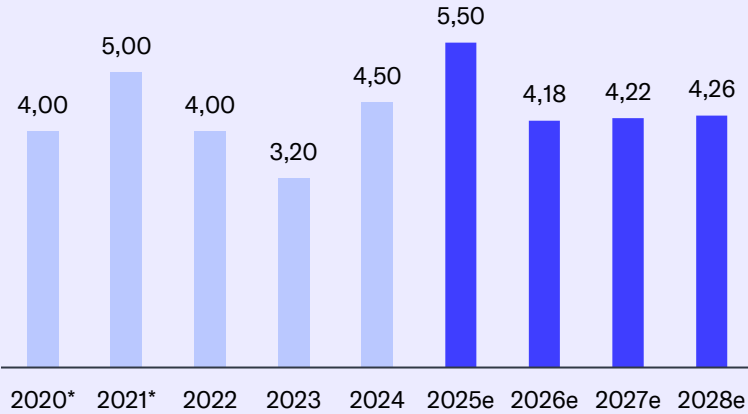
Arvo tavoittelee tasaista voitonjakoa, mutta vuosittaisen osuuskoron ennustaminen ei kuitenkaan ole kovin suoraviivaista, koska siihen vaikuttavat huomattavasti tulevat irtaantumiset ja näistä saatavat myyntivoitot. Tätä kuitenkin tasoittaa se, että mahdolliset konserniavustukset, joilla Arvo voi pyrkiä tasaamaan emo-osuuskunnan tulostasoa voivat vaikuttaa osuuskoron tasoon. Pidämmekin todennäköisenä, että mahdollisten yksittäisten suurempien myyntivoittojen tapauksessa Arvo tasaisi näin tulostaan mahdollistaakseen taloudellisen tavoitteensa mukaisen tasaisen voitonjaon. Tämän vuoksi ennustamme kuluvan vuoden jakosuhteen suhteessa emo-osuuskunnan tulokseen jäävän 60-80 %:n tavoitteen alapuolelle.

Pitkällä aikavälillä osuuskoron kestävä kasvattaminen nojaa täysin konsernin oman pääoman tuoton kasvuun eli toisin sanoen sijoitustoiminnassa onnistumiseen.

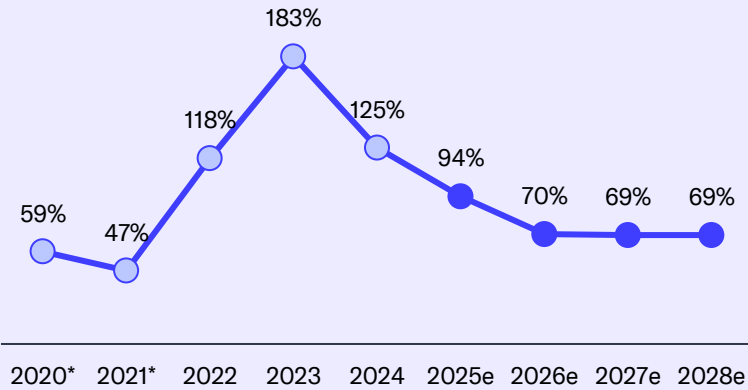
Uusia sijoituksia ja irtaantumisia lähivuosina

Oletamme Arvon pyrkivän lähivuosina tekemään tasaisesti uusia sijoituksia sekä irtaantumisia, mistä tämä vuosi on antanut jälleen hyvää esimakua. Emme kuitenkaan mallinna uusia sijoituksia tai irtaantumisia ennen niiden realisoitumista, koska näitä on käytännössä mahdotonta mallintaa ja fokuksemme on etenkin sijoituskohteiden arvon kehityksessä (ts. osien summan kehityksessä).

Osuuskoron kehitys (euroa)



Osuuskoron jakosuhte konsernin nettotuloksesta



*Oikaistu vuoden 2023 maksuttomalla osuusannilla (ts. osuusmäärän kymmenkertaistumisella)

Arvonmääritys 1/6

Osien summa -laskelma

Mielestämme Arvon kaltaista sijoitusyhtiötä täytyy arvottaa etenkin osien summa -analyysillä. Tässä tapauksessa oleelliset osat mielestämme ovat:

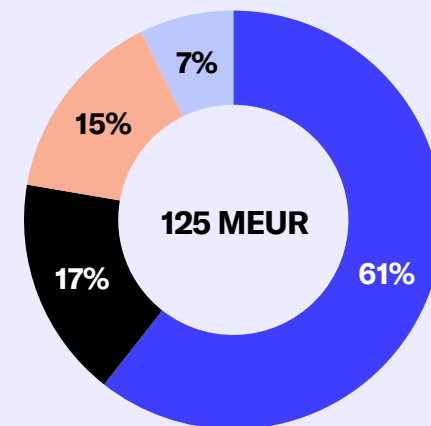
- 1) Finanssisijoitukset, pois lukien suuret suorat osakesijoitukset. Tämän erän arvona käytämme viimeisintä raportoitua lukua (H1'25: 76,0 MEUR), josta oikaisemme käteiskassan (2,5 MEUR).
- 2) Listatut suuret osakesijoitukset, jotka ovat tällä hetkellä Partnera, Summa Defence, HANZA ja LapWall. Määritämme näiden arvon joko osakekurssin 22 päivän liukuvan keskiarvon perusteella tai perustuen näkemykseemme niiden käyvistä arvosta. Käytämme tässä kuitenkin varovaisempaa arviota mikäli osakekurssi on laskenut voimakkaammin. Muut yhtiöt olemme arvostaneet tässä raportissa markkinaehtoisesti, mutta Summa Defencen osalta olemme ottaneet varovaisemman lähestymistavan selvästi laskeneen tilauskannan ja Arvon pitkän lock-upin takia. Tarkemmat arviot on kuvattu Suorat sijoitukset osiossa.
- 3) Listaamattomat osakesijoitukset, joiden arvot olemme määrittäneet suorat sijoitukset osiossa.
- 4) Lainasijoitukset (sis. siltarahoitukset) listaamattomiin yrityksiin, joiden arvona käytämme saatavien tasearvoa, mikä vastaa melko hyvin lainattujen pääomien määrää.
- 5) Konsernin korolliset nettovelat, jotka täytyy vähentää omistuksista. Emme huomioi tässä korollisia saatavia, koska ne tulevat huomioiduksi lainasijoitusten yhteydessä. Käytämme nettovelkojen osalta viimeisintä raportoitua lukua. H1'25 jälkeen tehdyt sijoitukset (merkittävimmät Enico ja Valve-omistuksen lisäys) huomioimme täällä eli niiden kauppahintojen mukaan.
- 6) Konsernin operatiiviset kulut, jotka täytyy eliminoida. Nämä

kulut ovat osuudenomistajille sijoitusportfolion hallinnointiin liittyviä kuluja, joihin sijoittajat eivät voi suoraan vaikuttaa. Periaatteessa kulu on verrannollinen sijoitusrahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioihin.

- 7) Laskennalliset verovelat, jotka täytyy huomioida sijoituskohteissa, joissa käypä arvo ylittää tasearvon, jotta irtaantumistilanteissa realisoituva verorasitus tulee huomioiduksi.
- 8) Muut nettovarat/ -velat. Tämä koostuu lyhytaikaisista korottomista veloista ja saamisista. Huomioimme erän, jotta käyvän arvon laskelmamme on johdonmukainen raportista toiseen.
- 9) Lopulliseen arvioomme käyvästä markkina-arvosta vaikuttaa mahdollinen alennus tai preemio suhteessa osien summa -arvoon, mikä määräytyy pääasiassa sijoitusstrategian toimivuuden ja tuottavuuden perusteella (track-recordilla merkittävä paino). Lisäksi huomioimme näkemyksessämme tuotto-odotuksen aika arvon, sillä osien summa ei lähtökohtaisesti realisoidu ilman irtaantumisia tai kasvavaa voitonjakoa.

Näkemyksemme Arvo Sijoitusosuuskunnan käyvästä arvosta muodostuu näiden komponenttien summasta. Peilaamme Arvon osuuden hintaa myös tasepohjaiseen arvostukseen, verrokkiarvostukseen sekä saavutettuihin osuuskorkotuottoihin (ml. DDM-malli).

Inderes arvio sijoitussalkun käyvän arvon jakaumasta



■ Finanssisijoitukset pois lukien suuret suorat osakesijoitukset*

■ Partnera, Summa, Hanza ja LapWall

■ Listaamattomat osakesijoitukset

■ Suorat lainasijoitukset ja siltarahoitukset listaamattomiin yrityksiin (tasearvo)**

Arvonmääritys 2/6

Konsernikulujen eliminointi

Merkittävänä elementtinä olemme vähentäneet osien summasta konsernikulujen (henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut) nykyarvot. Vaikka nämä kulut (noin 1,85 MEUR tai noin 1,5 % salkun raportoidusta käyvästä arvosta) ovat pienet, ne ovat kuitenkin merkittäviä omistajien kannalta. Olemme laskeneet operatiivisille kuluille nykyarvon diskonttaamalla seuraavan kymmenen vuoden oletetut kulut nykypäivään käyttämällä keskimääristä pääomakustannusta (WACC), mikä antaa kulujen nykyarvoksi noin 12,8 MEUR. Summa on huomattava suhteessa Arvon käypään arvoon, mutta tämä on kuitenkin käytännössä liiketoiminnan ylläpitämiseen liittyvä pakollinen kulu. Olemme käyttäneet laskelmassamme 1,8 %:n vuosittaista kustannusten nousua ja 9,3 %:n keskimääristä pääoman kustannusta. Tasepohjaisessa arvonmäärityksessä ja verrokkeihin nähden vertailtaessa emme huomioi konsernikuluja, koska ne huomioidaan jo nettotuloksen kautta.

Kaikki osuudet eivät tule siirtymään arvo-osuusjärjestelmään

Kaikki pörssissä vaihdettavat osakkeet ja osuudet on lain mukaan säilytettävä arvo-osuustileillä Euroclear Finlandin ylläpitämässä arvo-osuusjärjestelmässä. Osuudenomistaja voi käyttää oikeuksiaan – kuten osallistua osuuskuntakokouksiin tai saada osuuspääoman korkoa – vasta, kun hänet on merkitty Arvon omistajaluetteloon. Puhelinyhtiötaustan takia Arvolla on kuitenkin poikkeuksellisen paljon pitkäaikaisia ja passiivisia omistajia, joiden kohdalla omistuksista ei välttämättä olla tietoisia tai osakkeet ovat voineet kadota.

H1'25:n lopussa Arvolla oli yhteensä 814 500 osuutta, joista 89,7 % oli siirretty arvo-osuusjärjestelmään. Varsinainen ilmoittautumisaika päättyi jo 26.5.2023, mutta jälkivaihtoaika jatkuu vielä 10 vuotta, eli aikaa siirtoon on jäljellä noin 7,5 vuotta. On kuitenkin tärkeää huomata, että maksamattomat osuuskorot vanhenevat jo kolmen vuoden kuluessa. Tämä tarkoittaa käytännössä, että osa vuoden 2023 tulokseen perustuvista osuuskoroista jää todennäköisesti maksamatta,

ellei omistaja rekisteröi osuuksiaan järjestelmään viimeistään huhtikuussa 2027.

Omistajien kannalta tämä on kaksijakoinen tilanne: passiivisten omistajien kannalta harmillinen tilanne kasvattaisi aktiivisten omistajien suhteellista oikeutta osuuspääomaan. Emme ole huomioineet tätä potentiaalista optiota vielä laskelmassamme, mutta se nostaa hieman hyväksyttyä arvostustasoamme.

Laskennalliset verovelat

Sijoitukset on Arvon taseessa lähtökohtaisesti arvostettu hankintahintaan tai sitä alhaisempaan hintaan, minkä vuoksi omistusten arvonnousu ei heijastu tasearvoihin. Tämän takia positiivisesti kehittyvien sijoitusten realisoitumaton tuotto luo 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 yksittäisten sijoitusten tarkkoja tasearvoja, otamme laskennalliset verot huomioon niiden sijoituskohteiden (finanssisalkku sisältäen Partneran, LapWallin, Hanzan ja Summa Defencen) osalta, joihin laskennallista veroa on arvioimme mukaan kertynyt merkittävästi. H1'25 tasearvoon nähden realisoitumatonta tulosta näissä omistuksissa oli 19,0 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.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osuuskurssi	75,3	75,3	75,3
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	65	63	61
P/B	0,63	0,63	0,62
Osuuskorko / tulos (%)	94,1 %	69,9 %	69,3 %
Osuuskorkotuotto-%	7,3 %	5,6 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Osuuksien siirto arvo-osuusjärjestelmään	H1'25
Yhteensä	814 500
Joista arvo-osuusjärjestelmässä	89,7 %
Osuuksia siirretty tällä hetkellä	730 607
Siirto pitää tehdä	26/05/2033
Aikaa jäljellä (vuotta)	-7,5 vuotta

Osuuskorot vanhenevat kolmessa vuodessa

Arvonmääritys 3/6

Sijoitusyhtiön alennus/premio

Sijoitusyhtiöt arvotetaan markkinoilla niiden tyypin ja menestyksen perusteella joko alennuksella tai premiolla suhteessa niiden substanssiarvoon. Arvo ei ole määrittänyt omistuksilleen isompien sijoitusyhtiöiden tyypillisesti raportoimaa subjektiiviseen näkemykseen perustuvaa substanssiarvoa (NAV), johon sijoitusyhtiöalennusta myös tyypillisesti peilataan. Osien summa -laskelmamme on kuitenkin pitkälti verrannollinen substanssiarvoon (pl. konsernikulujen huomiointi), joten mielestämme sijoittajien kannattaa peilata vaadittavaa alennusta/premiota tähän lukuun.

Sijoitusyhtiötä hinnoitellaan tyypillisemmin alennuksella suhteessa substanssiarvoon. Alennukset voivat vaihdella esimerkiksi pörssiyhtiössä 0–30 %:n välillä, mikä perustuu arviomme mukaan luotuun omistaja-arvoon, tämän jatkumiseen tulevaisuudessa ja nykyiseen taseen sisältöön. Joissakin harvinaisissa tapauksissa (esim. Berkshire Hathaway) sijoitusyhtiö voi ansaita premion suhteessa substanssiarvoon, mutta käytännössä tämä vaatii poikkeuksellista pitkän ajan track-recordia sijoitustoiminnan tuotoista.

Arvon track-record on vielä lyhyehkö listaamattomien sijoitusten irtaantumisten osalta huolimatta erinomaisista Keliber-, Skarta Group- ja Leden Group -sijoituksista. Erinomaisten irtaantumisten vastapainona ovat sijoitustoimintaan liittyvien riskien realisoituminen (mm. Sikla ja Fifax).

Osittain heikon läpinäkyvyyden ja portfolion hajautumisen takia parempi lähestymistapa Arvon historiallisen suoritustason seuraamiseen on mielestämme oman pääoman tuotto huomioituna realisoitumattomalla arvolla. Keskimäärin Arvon

oman pääoman tuotto on jäänyt melko matalaksi (2020-H1'25 ROE: 4,7 %), mikä vaikuttaa mielestämme negatiivisesti hyväksytyyn arvostustasoon. Tämän myötä emme oleta markkinoiden olevan myöskään valmiita hinnoittelemaan osuutta omistusten käypään arvoon, sillä emme odota osuuskunnan myöskään pyrkivän purkamaan tasettaan ylimääräisen voitonjaon kautta. Siten osuuden arvottaminen selvällä alennuksella osien summaan verrattuna on mielestämme perusteltua ennen vahvemman track-recordin kerryttämistä (sis. pääoman tuoton nousu). Tällä hetkellä merkittävää realisoitumatonta tulosta olemme käsitelleet tarkemmin *Tasepohjainen arvostus* –osiossa.

Lisäksi mielestämme osuuskuntamuotoisuus rajaa tiettyjen sijoittajatahojen kiinnostusta osuuteen äänivallan kasvattamisen ollessa mahdotonta. Yhtiömuoto myös käytännössä poistaa mahdollisuuden mahdollisen alennuksen purkautumiselle ostotarjouksen kautta. Arvioimme näiden näkyvän myös osuuden likviditeetissä, mikä osaltaan perustelee selvää alennusta (ts. korkeampaa tuottovaatimusta).

Arvon purkautuminen vie aikaa

Osien summan komponentit huomioiden Arvon laskennallinen arvo on näkemyksemme mukaan 97 MEUR tai 120 euroa osuudelta (aik. 119 €/osuus).

Mielestämme osuuden hinnoittelussa olisi perusteltua soveltaa 15–25 %:n sijoitusyhtiöalennusta pitkällä aikavälillä. Arvon osakekurssi on noussut vahvasti tänä vuonna (+43 %) ja alennus osien summa laskelmaamme nähden on laskenut aiempia odotuksiamme nopeammin, mutta alennus on kuitenkin edelleen muhkea (~37 %). Piristyvää pääomamarkkina, omistusten painottuminen likvideihin eriin ja vahvistunut

osuuskorkonäkymä tuovat mielestämme osakkeelle lisäajureita alennuksen kaventumiseen.

Selkein ja nopein tapa alennuksen supistamiseksi ja osissa olevan arvon purkamiseksi olisi ylimääräiset pääoman palautukset omistajille. Esimerkiksi finanssisalkku voitaisiin realisoida hyvinkin nopeasti suurelta osin (pl. lock-upit). Tämä kuitenkin johtaisi pidemmän päälle suhteellisesti huomattavasti kasvaviin hallinnollisiin kuluihin, mikä vaikeuttaisi jälleen arvonluontia tulevaisuudessa. Emme myöskään pidä tätä todennäköisenä Arvon strategia ja voitonjakopolitiikka huomioiden.

Tekemällä yksinkertaisen oletuksen, että osien summamme säilyisi ennallaan ja Arvo saisi onnistuneiden irtaantumisten sekä uusien sijoitustensa kautta nostettua sijoitetun pääoman tuottoonsa useamman vuoden tarkastelussa yli tavoitetasonsa (ROI-% 7,5 %) näkisimme sijoitusyhtiöalennuksella edellytykset kaventua arvioimaamme haarukkaan (15-25 %, 90-102 €/osuus). Mikäli tämä tapahtuisi seuraavan kolmen vuoden aikana, olisi sijoittajan vuosituotto noin 6-11 %:n pelkän arvon purkautumisen kautta. Vastaavasti mikäli tässä kestäisi viisi vuotta olisi vuosittainen tuotto-odotus tätä kautta noin 4-6 %. Näiden päälle sijoittaja saisi myös arviomme mukaan vuosittaista kassavirtatuottoa noin 6 % osuuskoron kautta. Kolmen vuoden skenaariossa tuotto-odotus nousee selkeästi yli käyttämämme 10 %:n oman pääoman kustannuksen, mutta viiden vuoden skenaariossa tuotto-odotus on ~10-12 %, mikä on varsin lähellä 10 %:n oman pääoman tuottovaatimustamme. Kokonaisuudessaan näemme tuotto-odotuksen yhä mielenkiintoisena edellä mainittujen ajurien myötä.

Arvonmääritys 4/6

Osien summan osittaisen purkautumisen aikajännettä on kuitenkin varsin haastavaa haarukoida, ja se riippuu myös pitkälti myös pääoman tuottojen noususta ja edellä mainittujen positiivisten ajurien jatkumisesta. Tämän takia edellä esitettyihin vuosittaisiin tuotto-odotuksiin kannattaakin suhtautua suuntaa antavina, mutta ne kuvastavat mielestämme osuuden tuotto/riski-suhdetta kohtuullisesti. Nykyiseen markkinahinnoitteluun pohjautuen näemme osuuden perustellun laskuvaran kuitenkin melko rajallisena. Tätä mielestämme kuvastaa hyvin se, että Arvon nykyinen markkina-arvo (61 MEUR) on 25 % alle suhteellisen likvidien finanssisijoitusten (sis. listatut osakkeet) vähennettynä konsernin nettoveloilla, laskennallisilla veroveloilla ja nettokäyttöpääomalla (lyhytaikaiset saamiset ja velat). Näin sijoittaja pääsee nykyhinnalla käytännössä negatiiviseen hintaan kiinni Arvon listaamattomiin kohdeyhtiöihin (osake- ja velkasijoituksiin) ja saa option niiden mahdolliseen arvonnousuun.

Teoreettinen NAV-alennus

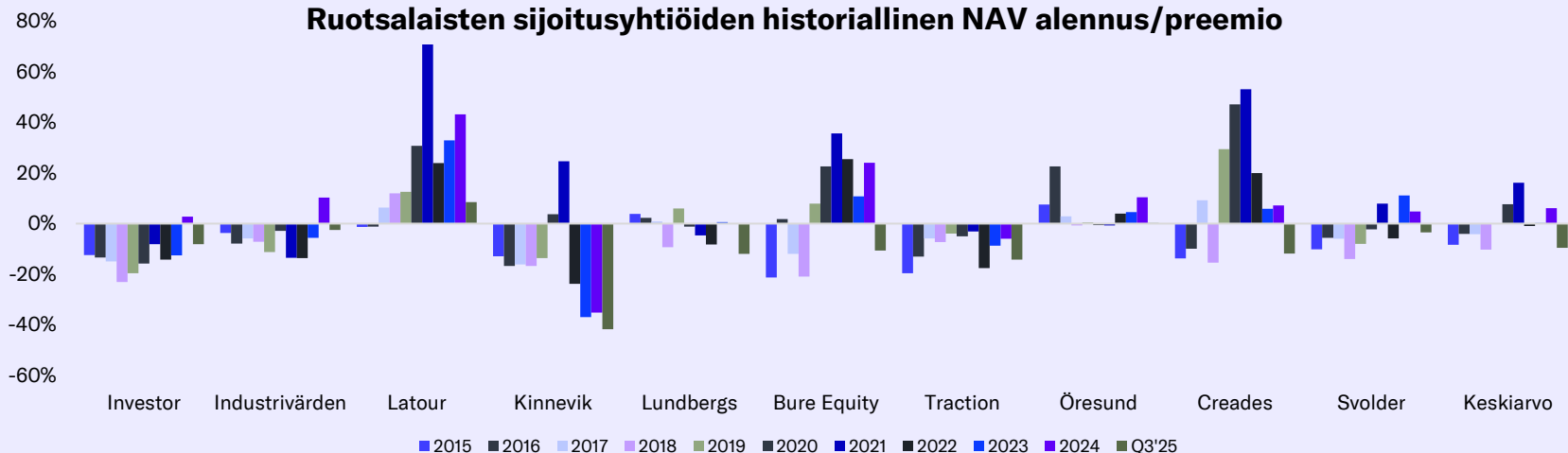
Kuten todettua, Arvo ei ole määrittänyt omistuksilleen isompien sijoitusyhtiöiden tyypillisesti raportoimaa NAV-tunnuslukua, johon sijoitusyhtiöalennusta tyypillisesti peilataan. Verrattuna perinteiseen NAV-lukuun keskeisin ero käyttämämme osien summan osalta on, että osien summa on huomioitu myös konsernikulujen nykyarvo (ei huomioida sijoitusyhtiöiden määrittämässä substanssiarvossa). Konsernikulujen arvo suhteessa laskelmamme NAV:iin on 13 %, ja siten konsernikulujen oikaisun jälkeen Arvon osien summa - laskelmamme teoreettiseksi NAV-alennukseksi muodostuu peräti 44 %, mitä voi pitää erittäin suurena.

Verrokkiryhmämme ruotsalaisten sijoitusyhtiöiden historiallisen NAV-alennuksen keskiarvo on ollut viimeisen 10 vuoden aikana 1 % ja mediaani 6 % (huom. tilinpäätöshetken lukemat). Puolestaan viimeisimpien raporttien yhteydessä näiden yhtiöiden NAV-alennukset olivat keskimäärin -10 % (H1'25: -3 %). Alennukset ovat hieman leventyneet keskimäärin vuoden lopulla, mikä

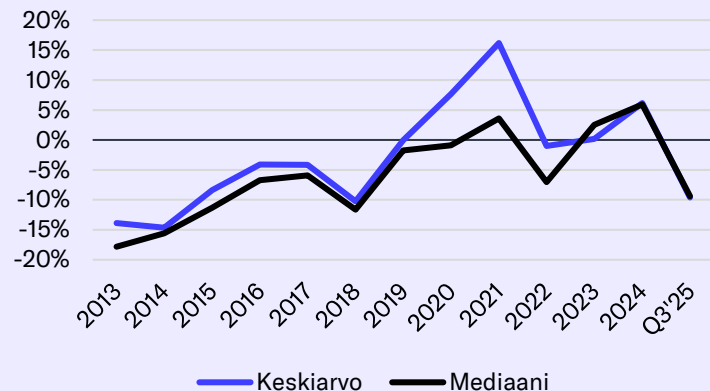
jarruttaa myös Arvon hyväksyttävää arvostusta. Keskimäärin alennukset ovat kuitenkin melko matalia, pois lukien hyvin heikosti kehittynyt Kinnevik (-42 %).

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

Ruotsalaisten sijoitusyhtiöiden historiallinen NAV alennus/premio



Sijoitusyhtiöiden keskimääräinen NAV-alennus/premio



Arvonmääritys 5/6

Keskimäärin verrokkien oman pääoman tuotto on ollut vuosina 2016-Q3'25 11,6 % ja vuodesta 2020 eteenpäin 9,6 %. Nämä luvut ovat hyvin linjassa niiden keskimääräiseen NAV-arvostukseen, jossa tasearvot ja pörssi-arvot ovat olleet pitkällä aikavälillä melko linjassa toisiinsa. Kuten alla olevasta graafista nähdään, oman pääoman tuoton (ROE) tasolla on selkeä yhteys markkinoiden hinnoittelemaan NAV-arvostukseen.

Tasepohjainen arvostus

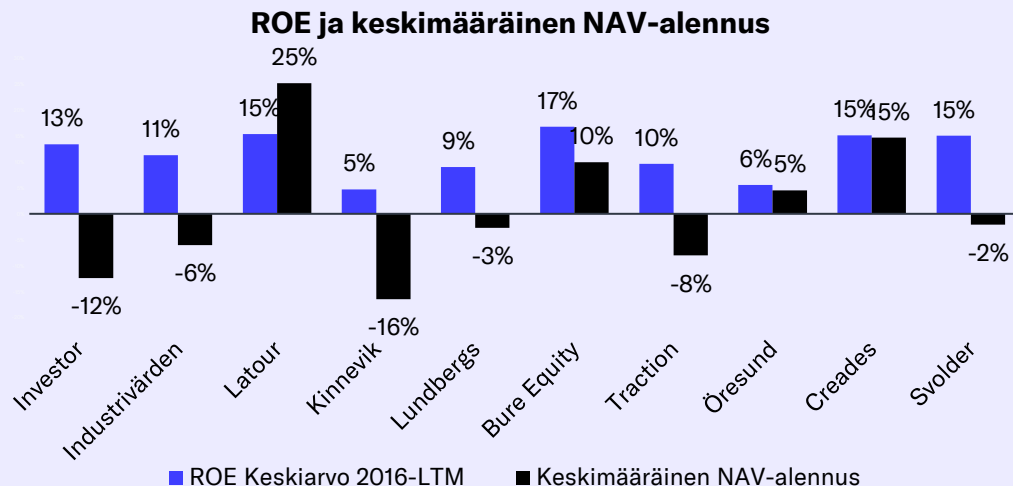
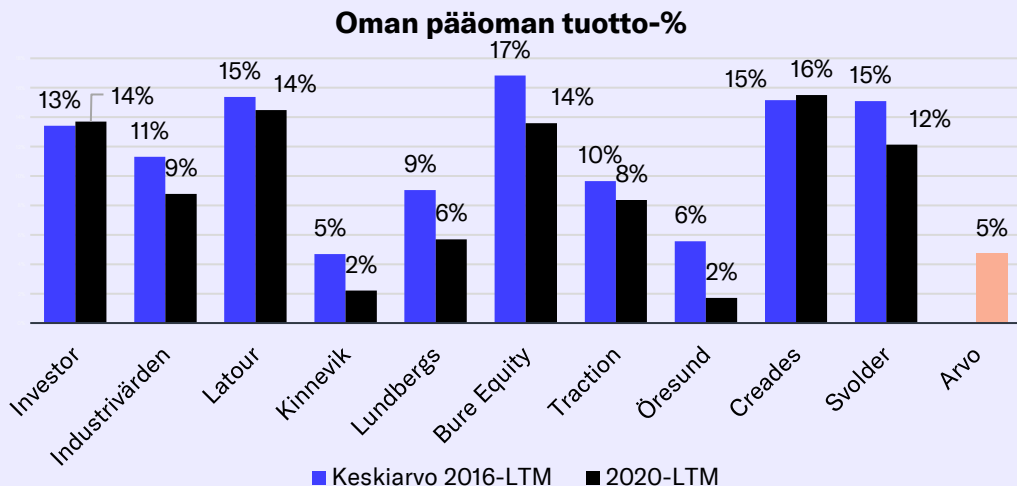
Mielestämme myös tasepohjainen P/B-kerroin on sijoitusyhtiölle varsin hyödyllinen indikaattori. Nykyisellä kurssitasolla ja vuoden H1'25 konsernitaseen (oma pääoma/osuus 116 euroa) perusteella saamme osuuden P/B-kertoimeksi 0,65x. Taso on yli hyväksytyn arvostustason (0,47x), mikäli se johdetaan suoraan vuosien 2020-H1'2025 toteutuneen oman pääoman tuoton (ROE-% keskiarvo: 4,7 %) ja käyttämämme 10 %:n oman pääoman kustannuksesta. On kuitenkin hyvä huomata, että sijoitusyhtiön luonteen vuoksi

tuottojen osalta voi olla reipasta heiluntaa irtaantumisten ajoittumista peilaten. Lisäksi kun huomioidaan merkittävä realisoitumaton tuotto, joka perustuu pitkälti varsin likvideihin omaisuuseriin, on arvostus mielestämme melko matala.

Realisoitumattoman tuloksen (15,2 MEUR huomioiden laskennalliset verovelat) merkitystä voi hahmotella skenaariolaskelmilla, joissa se purkautuu eri aikajänneillä. Mikäli odotamme realisoitumattoman tuloksen purkautuvan viidessä vuodessa, toisi se noin 2,4 %-yksikköä lisätuottoa omalle pääomalle per vuosi. Näin ollen oman pääoman tuotto nousisi 7,1 %:iin ja hyväksytty arvostustaso 0,71x P/B tasolle.

Mikäli realisoitumaton tuotto purkautuisi kolmessa vuodessa, olisi sen vaikutus 4,4 %-yksikköä oman pääoman tuottoon. Näin ollen ROE nousisi 9,1 %:iin ja hyväksytty arvostustaso 0,91x -tasolle. On kuitenkin tärkeää huomata, että mikäli oman pääoman tuottotaso ei olisi kestäväällä pohjalla, painuisi hyväksytty arvostustaso jälleen matalammaksi. Kokonaisuutena näemme nykyisen arvostustason tästä

näkökulmasta tarkasteltuna houkuttelevana.



Arvonmääritys 6/6

Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Arvon osuuskorkopainoitteisen sijoitusprofiilin takia arvostusta pitää mielestämme tarkastella myös osuuskorkopohjaisesti. Odotamme Arvon maksavan osuuskorkoa lähivuosina 4,14–5,5 euroa osuudelta, mikä puolestaan tarkoittaa 6-7 %:n osuuskorkotuottoa nykyisellä kurssitasolla. Siten osuus tarjoaakin arviomme mukaan varsin mukavaa pohjatuottoa tätä kautta.

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan miettiä myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko lähtee tasolta 4,5 € ja kasvaa 1 %:n vauhtia tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 49,9 euroa käyttämällä 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Siten DDM-malli on varsin hyvin linjassa tasepohjaisen arvostuksen kanssa ja indikoi, että pelkästään historiallinen osuuskoron taso ei perustele nykyistä kurssitasoa tai osien summan mukaista arvoa osuudelle.

Mikäli Arvo onnistuisi kasvattamaan osuuskorkoaan tästä ikuisuuteen vakaasti 5 %:lla vuosittain, saisimme yhden osuuden arvoksi 82,4 euroa, mikä olisi melko linjassa määrittämämme käyvän markkina-arvon kanssa (eli hieman määrittämämme sijoitusyhtiöalennuksen haarukan alalaidan alapuolella). Yksinkertaistettu esimerkki kuvastaakin, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä.

Yhteenveto – Nousupotentiaalia löytyy yhä

Arvostamme Arvoa etenkin osien summa -mallin kautta, mikä huomioi Arvon omaisuuserät. Tällä hetkellä mallimme indikoi yhden osuuden arvoksi noin 120 euroa, mihin peilattuna markkinoiden hinnoittelema alennus on erittäin huomattava.

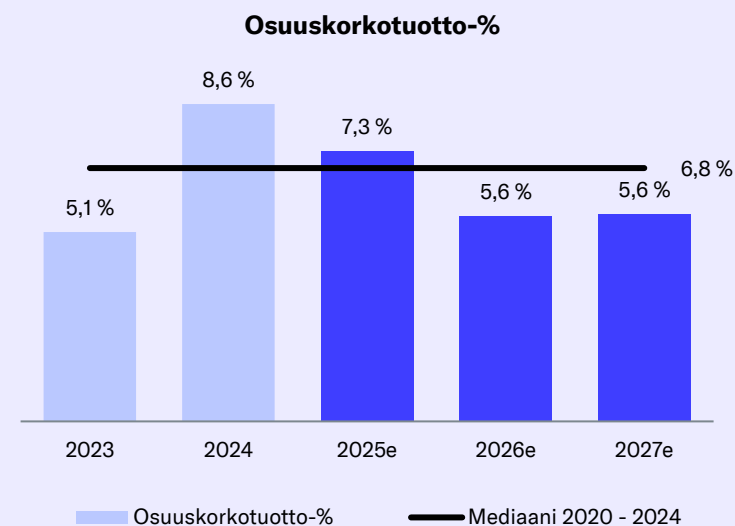
Toisaalta nykyistä kurssitasoa voi pitää melko perusteltuna/kireänä taaksepäin katsovan tasepohjaisen

arvostuksen tai DDM-mallimme kautta, minkä taustalla ovat Arvon historiallisesti matalalle jääneet pääoman tuotot. Tähän kokonaiskuvaan peilattuna Arvoa onkin mielestämme perusteltua arvostaa selvällä alennuksella osien summaan nähden. Pidemmällä aikavälillä näemme, että Arvon sijoitusyhtiöalennus voisi asettua 15–25 %:iin mikä vastaa 90-102 euron osuuskohtaista arvoa.

Arvon osakekurssi on noussut vahvasti tänä vuonna (+43 %) ja alennus osien summa laskelmaamme nähden on laskenut aiempia odotuksiamme nopeammin. Alennus on kuitenkin edelleen muhkea (~37 %). Piristynä pääomamarkkina, omistusten painottuminen likvideihin eriin, merkittävä realisoitumaton tulos ja vahvistunut osuuskorkonäkymä tuovat mielestämme osakkeelle lisääjäreita alennuksen kaventumiseen. Emme kuitenkaan odota nopeaa arvon purkautumista, sillä emme näe merkkejä tällä hetkellä siitä, että Arvo pyrkisi purkamaan osien summaa esimerkiksi jakamalla taseessa olevia varoja omistajilleen ylimääräisen voitonjaon kautta.

Kokonaisuutena näemme nykyalennuksen kuitenkin edelleen turhan leveänä suhteessa Arvon matalaan riskiprofiiliin. Osuuskoron tuodessa 6-7 % pohjatuottoa, näemme tuotto-odotuksen houkuttelevana nykyisessä markkinatilanteessa. Matalaa arvostusta kuvastaa mielestämme yhä se, että kurssinoususta huolimatta nykyisellä markkinahinnalla sijoittaja pääsee käytännössä negatiivisella arvolla kiinni Arvon listaamattomiin suoriin sijoituksiin.

Odotuksia nopeamman arvon purkautumisen ja salkun rakenteen parantumisen myötä nostamme tavoitehintamme 79 euroon ja toistamme Lisää-suosituksemme. Näemmekin alennuksen asteittaisen purkautumisen jatkumisesta sekä melko vakaasta osuuskorosta muodostuvan tuotto-odotuksen nousevan yli 10 %:n tuottovaateemme.



Osien summa -laskelma

Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset pois lukien suuret suorat osakesijoitukset*	76,0	61 %
Partnera, Summa, Hanza ja LapWall	21	17 %
Listaamattomat osakesijoitukset	19	15 %
Suorat lainasijoitukset ja siltarahoitukset listaamattomiin yrityksiin (tasearvo)**	9,1	7 %
Yhteensä	125	100 %
* Oikaistu korkosijoitusten käteisvaroilla **Sis. kaikki lyhytaikaiset lainasaamiset		

Arvo Osuuskunnan markkina-arvo		
Omistusten arvo	125	MEUR
Nettovelat (H1'25)	8	MEUR
Konsernikulujen eliminointi	12,8	MEUR
Laskennalliset verovelat	4	MEUR
Muut nettovarat/-velat	-3	MEUR
Laskennallinen arvo	97	MEUR
Osuuksien määrä (6/2025)	814 500	kpl
Osuuden laskennallinen arvo	120	EUR
Sijoitusyhtiöalennus	15-25	%
Osuuden käypä markkina-arvo	90-102	EUR

Lähde: Inderes

Arvo Osuuskunnan kulujen eliminointi		
Tilikauden 2024 kulut	1,850	MEUR
Kulujen kasvu (%)	1,8 %	
Käytetty WACC	9,3 %	
Kulujen summa (10 vuotta)	12,8	MEUR

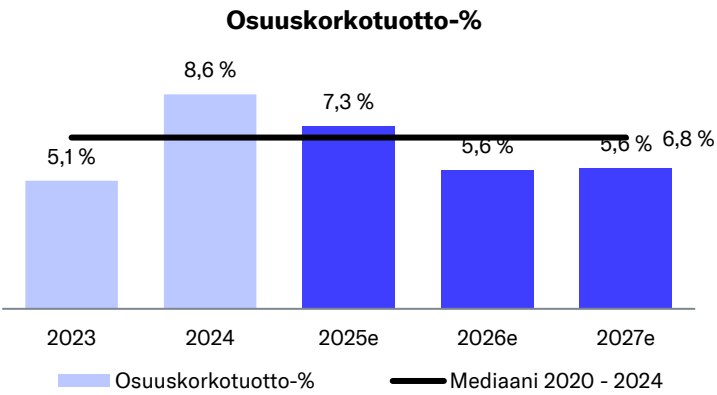
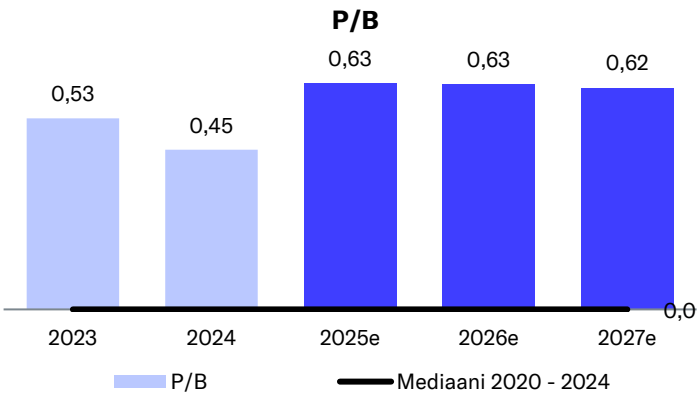
Lähde: Inderes

Osien summa euroa per osuus ilman
sijoitusyhtiöalennusta

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osuuskurssi				62,6	52,5	75,3	75,3	75,3	75,3
Osuuksien määrä, milj. kpl				0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo				51	43	61	61	61	61
Yritysarvo (EV)				59	47	65	63	61	60
P/B	0,0	0,0	0,00	0,53	0,45	0,63	0,63	0,62	0,61
Osuuskorko / tulos (%)				183,0 %	124,9 %	94,1 %	69,9 %	69,3 %	69,2 %
Osuuskorkotuotto-%				5,1 %	8,6 %	7,3 %	5,6 %	5,6 %	5,7 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	15,2	4,7	13,8	18,5	17,5	9,5	27,0	18,9	18,9	18,9
Käyttökate	2,1	1,1	1,4	2,5	2,5	1,1	3,6	3,0	3,0	3,0
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	1,0	1,4	2,5	2,5	1,1	3,6	3,0	3,0	3,0
Liikevoitto	2,1	1,0	1,4	2,5	2,5	1,1	3,6	3,0	3,0	3,0
Nettorahoituskulut	-0,3	0,3	0,4	0,7	2,1	1,5	3,6	3,1	3,1	3,1
Tulos ennen veroja	1,8	1,3	1,9	3,2	4,6	2,6	7,2	6,1	6,1	6,1
Verot	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-1,9	-0,5	-2,4	-1,2	-1,1	-1,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,4	1,2	1,7	2,9	2,7	2,1	4,8	4,9	5,0	5,0
EPS (oikaistu)	2,42	1,48	2,12	3,60	3,26	2,59	5,85	5,98	6,09	6,16
EPS (raportoitu)	1,75	1,48	2,12	3,60	3,26	2,59	5,85	5,98	6,09	6,16

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	6,7 %	-23,5 %	52,6 %	21,7 %	269,6 %	-31,6 %	45,4 %	-29,9 %	0,0 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-198,1 %	-33,8 %	35,9 %	-6,1 %	139,3 %	-22,5 %	46,1 %	-16,7 %	0,0 %	0,0 %
Käyttökate-%	13,9 %	22,5 %	10,4 %	13,5 %	14,4 %	11,9 %	13,5 %	15,9 %	15,9 %	15,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,2 %	22,1 %	10,3 %	13,3 %	14,3 %	11,6 %	13,4 %	15,9 %	15,9 %	15,9 %
Nettotulos-%	9,3 %	25,5 %	12,5 %	15,8 %	15,2 %	22,3 %	17,7 %	25,8 %	26,2 %	26,6 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	34,3	34,2	34,1	34,1	34,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	34,2	34,1	34,1	34,1	34,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	74,1	72,7	76,4	76,4	77,9
Vaihto-omaisuus	58,2	59,2	53,9	54,4	54,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	12,1	8,1	13,8	11,3	11,3
Likvidit varat	3,8	5,4	8,7	10,6	12,2
Taseen loppusumma	108	107	111	111	112

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	95,7	96,0	97,1	97,5	99,0
Osakepääoma	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Kertyneet voittovarot	64,3	64,6	65,7	66,1	67,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	12,1	10,0	12,1	12,1	12,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	12,1	10,0	12,1	12,1	12,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	0,7	0,8	1,3	0,9	0,9
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,7	0,8	1,3	0,9	0,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	108	107	111	111	112

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

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



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**