

Loudspring

Yhtiöraportti

8/2018

**inde
res.**

Arvonluontia resursseja säästään

Loudspringin omistaja-arvonluonti perustuu ydinomistusten liiketoimintojen kehittämiseen ja yhtiön käytössä olevien pääomien tehokkaaseen allokontiin. Yhtiön omistuksiin kuuluu mielenkiintoisessa vaiheessa olevia alkuvaiheen yrityksiä, jotka keskittyvät resurssitehokkuuden parantamiseen, ja joista valtaosa on listaamattomia. Suhteessa omistusportfoliolle määrittämäämme arvoon sekä yhtiölle hyväksymäämme preemioon osake on alkuvuoden voimakkaan kurssilaskun (-65 %) jäljiltä aliarvostettu. Aloitamme Loudspringin seurannan osta-suosituksella ja 1,05 euron tavoitehinnalla.

Loudspring pyrkii luonnonvaroja säästäväksi globaaliksi yhtiöryhmäksi

Loudspring on konserni, joka omistaa osuuksia 12 alkuvaiheen yrityksestä, joista seitsemän kuuluu ydinomistuksiin ja viisi venture-portfolioon. Nykyisen strategian mukaan omistukset keskittyvät viiden sektorin (kiinteistöt, muoti, ruoka, energia ja vesi) resurssitehokkuuden parantamiseen. Yhtiö voi toimia ydinomistuksissaan vähemmistöomistaja, mutta se pyrkii myös nostamaan omistustaan valikoiduissa yhtiöissä jopa 100 %:iin asti ja kehittämään niitä teollisen omistajan tavoin. Omistuksen kasvattaminen painottuu pääomakeveisiin, nopeasti skaalautuviin ja samalla suuren vaikuttavuuden liiketoimintoihin. Näkemyksemme mukaan Loudspringin omistukset saavat koko ajan kasvavaa myötätuulta resurssitehokkuuden megatrendistä.

Omistuksissa piilee merkittävää potentiaalia

Ydinomistusten liiketoiminta on pääsääntöisesti edistynyt jo pitkälle, sillä ne ovat kyenneet validoimaan teknologiansa toimivuuden sekä tuotteiden tai niiden tarjoamien palveluiden asiakasarvon. Ydinomistukset ovat pääosin myös löytäneet toimivan liiketoimintamallin, jolla liiketoimintaa voidaan skaalata ylöspäin kannattavasti. Loudspring tukee omistuksiaan erityisesti kansainvälistymisessä, rahoituksen hankinnassa ja antamalla niille uskottavuutta. Monet ydinomistukset ovat tällä hetkellä voimakkaassa kasvu- ja arvonluontivaiheessa. Yhtiöiden vielä pienen koon, tulorahoituksen puutteen ja rajallisten pääomien vuoksi niiden liiketoimintaan liittyy normaalia enemmän riskejä. Hajautuksen ansiosta portfolion riskitasoa on saatu kuitenkin madallettua.

Arvonmääritys perustuu osien summaan

Näkemyksemme mukaan Loudspringin arvonmääritys perustuu sen omistuksien arvoon (erilliset arvonmääritykset) sekä yhtiön kykyyn luoda omistaja-arvoa. Arviomme omistuksien bruttoarvosta on 29,6 MEUR. Arvokkaimmat Loudspringin omistusosuudet ovat Eagle Filters (7,0 MEUR), Nocart (6,6 MEUR), Nuuka Solutions (5,4 MEUR), Enersize (3,9 MEUR) ja ResQ Club (1,9 MEUR). Kun arviomme konsernikulut otetaan huomioon osien summan nettoarvoksi jää 23,6 MEUR tai 0,88 euroa/osake. Yhtiö ansaitsee mielestämme 20 % sijoitusyhtiöpreemion vahvan track-recordinsa ja hajautetun portfolionsa ansiosta ja tavoitehintamme osakkeelle on 1,05 euroa.

Analytikot

Olli Vilppo
+358 40 7619380
olli.vilppo@inderes.fi



Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Osta

Edellinen: -



1,05 EUR

Edellinen: -

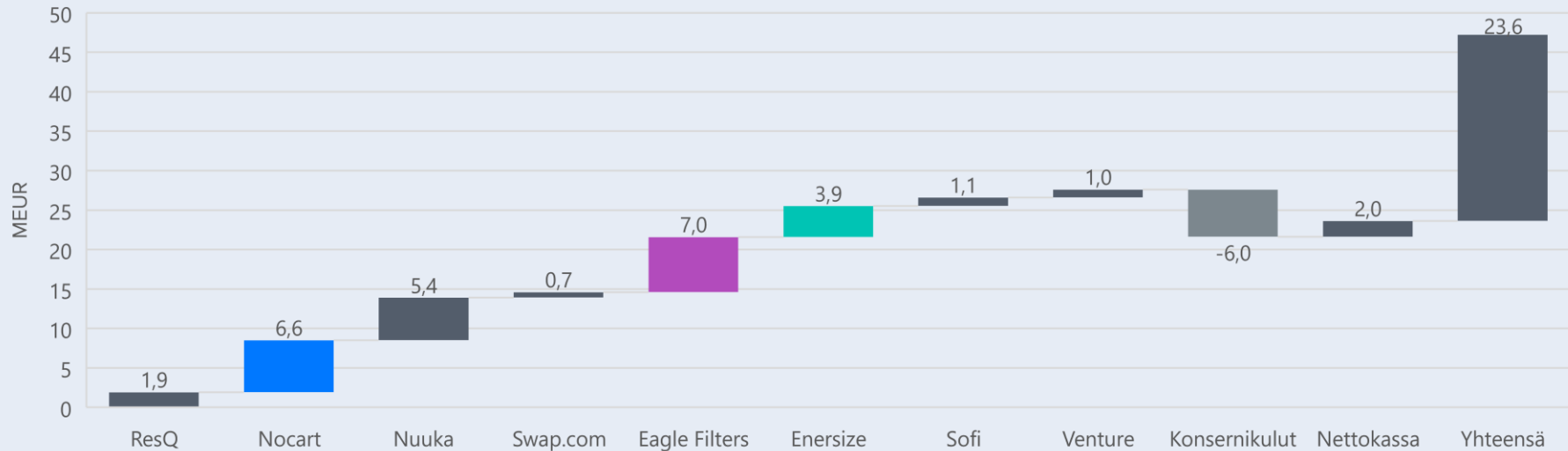
Osakekurssi: 0,90 EUR

Potentiaali: 16,7 %



Lähde: Thomson Reuters

Osien summa laskelma



MCAP
25
MEUR

Yritysarvo
(EV)
23
MEUR

OPO
22,7
MEUR

P/B
1x
2018e



Arvoajurit

- Yhtiön toistaiseksi erinomainen kyky allokoida pääomaa
- Skaalautuvien ja pääomakeveiden omistuksien kasvatus ja niiden liiketoimintojen tukeminen seuraavalle tasolle
- Pääomistuksen hyötyvät resurssitehokkuuden megatrendistä



Riskitekijät

- Omistusyhtiöt ovat vielä alkuvaiheessa ja niiden arvonkehitys nojaa voimakkaasti tulevaisuuden odotuksiin
- Rajatut pääomat



Arvostus

- Yhtiö on aliarvostettu suhteessa osien summaan ja hyväksymäämme preemioon
- Pääomistusten kehitys tärkein arvoajuri osakkeelle
- Pääoman allokoinnin onnistuminen tärkeää myös jatkossa
- Näemme selvää nousuvaraa yhtiön ja strategian edetessä suunnitellusti

Sisällysluettelo

Loudspring yhtiökuvaus ja strategia	s. 5-9
Sijoitusstrategian arviointi	s. 10-11
Ydinomistukset	s. 11-37
Venture-portfolio	s. 38
Tase ja tuloslaskelma	s. 39
Osien summa ja arvonmääritys	s. 40
Sijoituskohteiden potentiaali 2020	s. 41-44
Taulukot	s. 45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 46-47

Loudspring yhtiökuvaus 1/5

Yhtiökuvaus ja historia

Loudspring (ent. Cleantech Invest) on konserni, joka omistaa ja kehittää ympäristöä ja resursseja säästäviä alkuvaiheen yrityksiä. Yhtiö omistaa tällä hetkellä osuuksia 12 yrityksestä, joista seitsemän kuuluu ydinomistukseen ja viisi venture-portfolioon. Ydinomistusten osalta yhtiön liiketoimintaa kuvaa monialayhtiölle tyypillinen pitkäjänteinen omistajuus sekä omistusten arvon kasvattaminen. Venture-portfolion osalta liiketoimintaa kuvaa holding-yhtiölle tyypillinen sijoitustoiminta. Viimeisen parin vuoden aikana yhtiön fokus on siirtynyt ydinomistusten kasvun tukemiseen ja samalla sijoitustoiminnan rooli on pienentynyt. Yhtiö on myös kommunikoinut aikeensa konsolidoida tärkeimpiä omistuksiaan ja muuttua teolliseksi yhtiöksi, jolla on tulevaisuudessa myös kokonaan omistettuja ydinliiketoimintoja.

Timo Linnainmaan ja Tarja Tepon vuonna 2005 perustama yhtiö toimi aluksi Cleantech-sijoittamisen neuvonantajana. Nykyisen toimitusjohtajan Lassi Noposen siirtyessä yritysjärjestelyn myötä yhtiöön 2010 sen toiminta muutettiin sijoitusyhtiöksi. Yhtiölle myönnettiin samoihin aikoihin myös TEM:in Vigo-ohjelman yrityskehittämisen status, jonka myötä yhtiö pääsi tutustumaan lukuisiin mielenkiintoisiin alkuvaiheen yrityksiin. Vuonna 2010 yhtiö keräsi pääomarahaston, Clean Future Fund Ky:n, jossa se toimi vastuunalaisena yhtiömiehenä (omistusosuus 36,9 %). Rahaston kautta yhtiö teki ensimmäiset sijoituksensa ja näihin sijoituksiin kuului jo muutamia nykyisistä omistuksista. Vuonna 2013 Cleantech Invest keräsi rahoituskierroksilla 3,4 MEUR ja aloitti sijoitusten tekemisen omasta taseestaan. Vuonna 2014 Loudspring listautui Helsingin First

North listalle ja 2016 Tukholman First North listalle. Yhtiöllä on yli 5400 osakkeenomistajaa.

Konsernirakenne

Konsernirakenteessa on hyvä eriyttää toisistaan Loudspringin emoyhtiö ja sen omistukset. Emoyhtiön konsernikulut voidaan rinnastaa rahastojen keräämiin hallinnointikuluihin, joskin ne ovat Loudspringin kohdalla suhteessa suurempia, koska yhtiö aktiivisesti kehittää ydinomistusten liiketoimintaa. Omistusyhtiöiden lukuja ei tällä hetkellä konsolidoida emoyhtiön tuloslaskelmaan, joten emoyhtiön tuloslaskelma kertoo lähinnä konsernin kulujen kehityksen ja irtautumisista syntyneet kertaluontoiset sijoitustuotot/tappiot. Loudspringin palveluksessa on kuusi henkilöä ja emoyhtiön kulut koostuvatkin lähinnä henkilöstökuluista ja kansainvälisestä läsnäolosta.

Omistukset

Ydinomistusten liiketoiminta on pääsääntöisesti edistynyt jo pitkälle, sillä ne ovat kyenneet validoimaan teknologiansa toimivuuden sekä tuotteiden tai niiden tarjoamien palveluiden asiakasarvon. Ydinomistukset ovat pääosin myös löytäneet toimivan liiketoimintamallin, jolla liiketoimintaa voidaan skaalata ylöspäin kannattavasti. Osalla liiketoimintamalli on näkemyksemme mukaan vielä kuitenkin muotoutumassa. Ydinomistukset muodostavat arviomme mukaan 97 % Loudspringin arvosta. Loudspringin ydinomistuksiin kuuluvat Eagle Filters (67,6 % ja optio nousta 80 %), Nuuka (47,9 % ja vaihtovelkakirja nousta enemmistöön), Nocart (19,3 %), Enersize (31,9 %), ResQ Club (19,4 %), Sofi Filtration (25,2 %) ja Swap.com (6,6 %). Venture-portfolioon kuuluvat Sansox (9,6 %), Metgen (2,4 %), Aurelia Turbines (2,3 %) ja

ruotsalaiset Watty (3,8 %) sekä Oricane (21,2 %). Loudspringin omistusosuudet on esitetty suluissa laimennettuina.

Loudspringin omistajarakenne

Nykyisen johdon (toimitusjohtaja Lassi Noponen ja talousjohtaja Timo Linnainmaa) omistus on yhtiössä huomattava noin 10 % osakkeista ja 40 % äänivallasta, mitä voidaan pitää merkittävänä osuutena pörssiyhtiössä. Pidämme johdon korkeaa omistusta osakkeenomistajille lähtökohtaisesti positiivisena asiana, koska johto on omistajien kanssa samassa veneessä.

Yhtiön osakekanta jakautuu 19,4 miljoonaan A-osakkeeseen (1 ääni per osake) ja 4,6 miljoonaan K-osakkeeseen (20 ääntä per osake), minkä lisäksi optioita on laskettu liikkeelle yhteensä noin 3,1 miljoonan osakkeen verran. Tämä on pörssiyhtiölle huomattava määrä (yli 10 %:n diluutio). Suuri osa näistä optioista laskettiin liikkeelle kuitenkin jo ennen listautumista (2,4 miljoonan osakkeen verran) ja optioiden laimentava vaikutus on ollut tiedossa yhtiöön pörssin kautta sijoittaneille. Listautumisen jälkeisten johdon optioiden ehdot ovat olleet tiukat ja laimennusvaikutus matala.

Liiketoimintojen kehitys- ja sijoitusstrategia

Loudspring on yhtiö, joka kehittää aktiivisesti omistuksiaan, ja jolla on sijoitusstrategia. Arvonmäärittämme lähtee omistuksista ja toisaalta yhtiön kyvystä luoda omistaja-arvoa. Portfolion arvo antaa pohjan arvonmäärittämiselle ja sijoitusstrategian sekä omistusten historiallisen kehityksen arvioinnin perusteella voimme hahmottaa yhtiön kykyä luoda lisäarvoa.

Loudspring yhtiökuvaus 2/5

Strategia ja sijoitustarina

Loudspringin strategia ja sijoitustarina nojaavat vahvasti ajatukseen, että osakkeiden omistaminen yhtiöissä, jotka säästävät luonnonvaroja, on hyvää liiketoimintaa. Yhtiö uskoo osakkeenomistajien ja ympäristön edun kulkevan vahvasti käsi kädessä.

Alkuvaiheen yrityksiä hajautuksella

Loudspringin tarinana oli sen listautumisen aikoihin (2014) tarjota sijoittajille kanava sijoittaa listaamattomiin kestäväen kehityksen yrityksiin laajalla toimialafokuksella. Strategiana on ollut hankkia aikaisen vaiheen omistuksia eri osakkuusyhtiöistä hajautetusti, jotta kokonaisuuden riskitasoa on saatu madallettua ja samalla säilytetty arvonnousun potentiaali.

Yhtiö on pyrkinyt hajautuksessaan myös hankkimaan omistuksia osakkuusyhtiöistä, jotka poikkeavat toisistaan niiden liiketoiminnan skaalautuvuuden ja riskisyyden suhteen. Tällöin matalamman riskitason liiketoimintaa harjoittavilla osakkuusyhtiöillä on haettu liiketoimintakokonaisuudelle pääomaturvaa ja nopeamman skaalautuvuuden ja korkeamman riskitason liiketoimintaa harjoittavilla osakkuusyhtiöillä on haettu räjähtävän kasvun ja arvonnousun mahdollisuutta. Sijoitusstrategia on johtanut nykyiseen portfolioon, jossa pääosa ydinomistusten liiketoiminnoista on päässyt selvästi eteenpäin ja siirtynyt seuraavalle tasolle.

Omistuksen keskittäminen pääomakeveisiin yhtiöihin

Yhtiö on kertonut kolmen tulevan vuoden aikana pyrkivänsä muuttumaan globaaliksi yhtiöryhmäksi, joka säästää luonnonvaroja. Yhtiön nykyisenä strategiana on omistaa viiden

sektorin (kiinteistöt, muoti, ruoka, energia ja vesi) resurssitehokkuuden parantamiseen keskittyviä yhtiöitä. Yhtiö voi toimia osakkuusyhtiöissä vähemmistöomistaja, mutta se pyrkii myös nostamaan omistustaan valikoiduissa yhtiöissä jopa 100 %:iin asti ja kehittämään niitä teollisen omistajan tavoin.

Omistuksen kasvattaminen painottuu pääomakeveisiin, nopeasti skaalautuviin ja samalla suuren vaikuttavuuden liiketoimintoihin. Yhtiö ei ole yksilöinyt näitä yrityksiä tarkemmin, mutta ydinomistuksista tähän joukkoon kuuluvat mielestämme Nuuka, Eagle, Sofi ja ResQ. Yhtiö onkin kasvattanut omistustaan viimeisen vuoden aikana näistä selvästi Eaglessä, Nuukassa sekä ResQ:ssa. Näkemyksemme mukaan ydinomistuksista Swap.comia ja Nocartia ei voida pitää tällä hetkellä pääomakeveinä yhtiöinä, sillä niiden kasvun rahoittamiseen tarvitaan merkittävästi pääomia. Swap.com on tehnyt pitkään merkittäviä tappioita sen toimintoja ylöspäin skaalattaessa ja vaikka Nocart on tällä hetkellä portfolion yrityksistä ainoana voitollinen, sen käyttöpääomaan sitoutuu liiketoiminnan kasvun myötä merkittävästi pääomaa. Enersizen osalta emme usko yhtiön pyrkivän kasvattamaan omistustaan, sillä yhtiö listattiin viime kesänä Tukholman First North -listalle. Tämä ei kuitenkaan ole täysin poissuljettua yhtiön markkina-arvon laskettua selvästi viime aikoina. Loudspring voi arviomme mukaan tulevaisuudessa myös pyrkiä konsolidoimaan osakkuusyhtiöitään, mikäli niiden välillä on selkeitä synergioita ja mikäli konsolidoinnin voidaan ennakoita kasvattavat osakkuusyhtiöiden arvoa.

Yhtiön aiempi strategia oli luonnonvarojen säästämisen ohella puhtaaseen energiaan keskittyminen. Yhtiö on kuitenkin luopunut Savo

Solar- ja One1-omistuksistaan viimeisien vuosien aikana. Osin tämä johtui arviomme mukaan näiden liiketoimintojen pääomaraskaudesta ja osin yhtiön resurssien kohdistamisesta johdon arvion mukaan tuottavampiin liiketoimintoihin. Loudspring tulee kertomansa mukaan keskittämään toimintaansa Helsinkiin ja Tukholmaan ja yhtiö on myös perustanut pysyvän tukikohdan Kaliforniaan.

Taustalla vahva megatrendi

Luonnonvarojen käytön tehostaminen on edellytys sille, että talouskasvua voidaan saavuttaa tulevaisuudessa samanaikaisesti, kun painaamme rajalliset resurssit tulevat vastaan. Loudspringin liiketoiminnan oleminen linjassa resurssitehokkuuden megatrendin kanssa antaa yhtiölle näkemyksemme mukaan kasvavaa myötätuulta eteenpäin mentäessä. Loudspring on siinä mielessä ainutlaatuinen yhtiö, että mitä enemmän sen omistamat yritykset kasvavat, sitä enemmän luonnonvaroja (mineraalit, uusiutuvat resurssit, puhdas ilma ja ilmasto, puhdas vesi ja biodiversiteetti) ne säästävät. Yhtiön viestintä painottuu myös vahvasti tämän viestin kertomiseen, mikä on näkemyksemme mukaan järkevää ja luo positiivisia mielikuvia yhtiöstä. Positiivinen status voi edesauttaa liiketoimintojen kasvua ainakin seuraavien tekijöiden kautta:

1. Kuluttajat ja yritykset perustavat ostopäätöksiään yhä enemmän kestäväen kehityksen arvoihin.
2. Mielikuva tukee hyviä rekrytointeja.
3. Rahoituksen saanti helpottuu instituutioilta, jotka haluavat sijoittaa kestävästi (vieras/oma pääoma).

Loudspring yhtiökuvaus 3/5

Pääoman allokointi

Yhtiön käytössä on sen historian ajan ollut hyvin niukat pääomat ja omistaja-arvon luominen sijoittajille perustuu tämän pääoman allokointiin tuottaviin kohteisiin. Yhtiö on kertonut myös jatkavansa omistaja-arvoa kasvattavien yritys- ja pääomajärjestelyjen analysointia ja toteuttamista strategian mukaisesti.

Alkuvaiheen sijoitukset

Yhtiön ensimmäiset sijoitukset kohdistuivat hyvin alkuvaiheessa oleviin start-up yrityksiin. Pääoman allokoinnin kannalta tämän kaltaisen sijoitustoiminnan lisäarvo muodostuu tuottavien sijoitusten kohtaamisesta ja tunnistamisesta, sillä alkuvaiheen yrityksille tarjolla olevan rahoituksen niukkuus antaa yhtiölle arviomme mukaan hyvän neuvotteluaseman.

Yhtiön loppuvuodesta 2009 saama TEM:in Vigo-ohjelman yrityskiihdyttämön status antoi sille arviomme mukaan hyvät lähtökohdat myös ohjelman edullisten sijoitusehtojen kautta (valtion tarjoama osuus) sekä mielenkiintoisten alkuvaiheessa olevien yritysten tullessa yhtiön tietoisuuteen. Ohjelman myötä yhtiö profiloitui vahvasti aikaisen vaiheen sijoittajana, joka tuo yrittäjille kanssaryrittäjän, ja joka voi myös tuoda mukanaan rahoitusta kolmansilta osapuolilta.

Yhtiöstä on vuosien varrella tullut arviomme mukaan haluttu kumppani uuden teknologian kehittäjille ja kasvuyrittäjille, mikä mahdollistaa myös jatkossa tuottavien sijoitusten teon start-up yrityksiin. Tämä ei ole johdon fokuksessa tällä hetkellä, mutta saattaa nousta esiin jälleen tulevaisuudessa, kun ydinyritykset kypsyvät.

Lisäarvoa omistusosuuden kasvatuksella

Yhtiön pääoman allokointi on viime aikoina kohdistunut omistusosuuden kasvattamiseen tietyissä ydinomistuksissa. Arviomme mukaan Loudspringin neuvotteluasema on monesti hyvä myös ulkopuolisia sijoittajia lunastettaessa, ainakin seuraavista syistä:

1. Loudspringin johto tuntee ydinomistuksensa tarkasti ja he ovat ulkopuolisia sijoittajia paremmin perillä yhtiön todellisesta arvosta.
2. Vanhat sijoittajat voivat luopua omistuksistaan edullisesti, jos heillä ei ole halua sijoittaa yhtiöön enempää rahaa ja yhtiön kehitys on ollut pitkään hidasta.
3. Loudspringin voi osakevaihoilla tarjota likviditeettiä listaamattomien yritysten omistajille.
4. Edullisten ehtojen saanti johtuu myös siitä, että yhtiön arvo usein kasvaa selvästi kaikkien jäljelle jäävien omistajien kannalta sen saadessa lisärahoitusta.

Irtautumiset

Yhtiö on tehnyt historiansa aikana vain vähän irtautumisia, viimeisimpinä saksalaisen Plugsurfin omistuksesta (3,1 %) luopuminen Fortumin ostaessa yhtiön. Tämän sijoituksen vuosituotto oli 18 %. Yhtiö myi myös pienen osan (2,3 %:n omistuksen lasku) Enersizen osakkeista pörssissä Q3'17:n aikana saavuttaen korkean 1030 %:n tuoton noin seitsemän vuoden sijoitusperiodille (sijoitusvuosi 2010). Yhtiö on kertonut tavoittelevansa kuluvan vuoden aikana osittaisirtautumisia Venture-salkkuun kuuluvista yhtiöistä, mikä kertoo fokuksen siirtymisestä

entistä enemmän ydinomistuksiin.

Omien osakkeiden käyttö maksuvälineenä ja velkavivun lisäys ovat mahdollisia

Vuoden 2017 aikana yhtiö keräsi merkittävästi pääomaa suunnatuissa osakeanneissa (noin 5 MEUR). Osakeantien käyttö on arviomme mukaan myös jatkossa yhtiön yksi tärkeimmistä rahoituskanavista, siitäkkin huolimatta, että osakekurssi on laskenut. Onnistuminen riippuu johdon kyvystä kohdistaa tämä pääoma omistajille lisäarvoa tuottaviin kohteisiin. Mikäli tuotto on korkeampi kuin syntyvä diluutio, on johto onnistunut tehtävässään.

Tähän mennessä yhtiö on käyttänyt sijoitustoiminnassaan vain omaa pääomaa. Yhtiöllä on kuitenkin näkemyksemme mukaan lähitulevaisuudessa (ydinomistusten alkaessa tuottaa sille kassavirtaa) mahdollisuus lisätä velkavivuaan maltillisesti, ja tämä vieraspääoma voidaan laittaa tehokkaaseen käyttöön pääoman allokoinnissa.

Vieraan pääoman tarjoaminen omistuksille

Yhtiön on myös tarjonnut jonkin verran vierasta pääomaa omasta taseestaan ydinomistuksille niiden kasvun tukemiseen (Enersize) ja yhtiö on myös käyttänyt vaihtovelkakirjoja (Nuuka). Riippuen lainan ehdoista ja omistusyhtiön performanssista myös tällä toiminnalla on mahdollista luoda omistaja-arvoa, mutta se ei arviomme mukaan ole pääoman allokoinnin keskiössä ja liittyy enemmän ydinomistusten tukemiseen.

Loudspring yhtiökuvaus 4/5

Ydinomistusten tukeminen

Yhtiön arvion mukaan yli 80 % johdon työajasta kuluu ydinomistusten liiketoiminnan tukemiseen. Tämä on huomattavan korkea osuus perinteiseen sijoitusyhtiöön verrattuna ja merkittävä osa Loudspringin omistaja-arvon luonnissa muodostuukin tästä toiminnasta.

Loudspringin ydintiimi toimii enemmistö-omistettujen liiketoimintojen ylimpänä johtona. Yhtiön ydintiimiin kuuluvat toimitusjohtaja Lassi Noponen, talusjohtaja Timo Linnainmaa sekä sijoitusjohtaja Antonio Gallizio, joka johtaa Yhdysvaltojen operaatioita.

Loudspringin ydintiimi avustaa omistuksiaan erityisesti kansainvälisen kasvuun liittyen. Kansainvälisen verkostonsa avulla yhtiö on saanut salkkuyhtiöihin uusia osakkaita, asiakkaita, avainhenkilöitä sekä jakelijoita. Yhtiö on perustanut viimeisen kolmen vuoden aikana toimipisteet Los Angelesiin, Berliiniin (väliaikainen) ja Tukholmaan sekä auttanut yhtiöitä jalkautumaan Kiinan markkinoille yhteistyökumppaniensa avulla.

Loudspring tukee ydinomistusten kasvua myös muun muassa seuraavasti:

1. Toimimalla ydinomistustensa johtavana omistajana ja ohjaamalla yhtiöitä niiden strategian ja liiketoimintamallin kehittämisessä, sekä varmistamalla ylimmän johdon toimiva kokoonpano.
2. Tarjoamalla rahoitusta ja/tai avustamalla rahoituksen hankinnassa.
3. Tarjoamalla omistusyrityksille tehokkaan rekrytointikanavan ja muita konserni-

palveluita kuten viestintää ja ulkoistettujen palveluiden keskitettyä hankintaa.

4. Laajentamalla omistusten kontaktiverkostoa.
5. Loudspringin pörssi-yhtiö-status tarjoaa sen alkuvaiheessa oleville ydinomistuksille myös merkittävää etua paremman uskottavuuden muodossa niiden neuvotellessa isoista asiakkuuksista ja kumppanuuksista.

Muu toiminta

Loudspringilla on Kaliforniassa käynnissä tuotekehityshanke, jolla pyritään tuottamaan uusi kotitalouksille suunnattu vedensuodatusjärjestelmä. Se kykenee mikrotason suodatukseen ja bakteerien tappamiseen UV-valolla täysin automaattisena järjestelmänä. Tuote hyödyntää Sofi Filtrationin teknologiaa, mutta on Loudspringin alihankkima tuote. Käsityksemme mukaan tuotteen jakelussa on tarkoitus hyödyntää paikallisia kumppaneita. Emme odota tuotteesta lähitulevaisuudessa merkittävää liikevaihtoa tai kuluja, mutta pidämme tuotetta optiona, jolla voi olla arvoa tulevaisuudessa tuotteen menestyessä.

Loudspring yhtiökuvaus 5/5



Sijoitusstrategian arviointi 1/2

Loudspringin track-record

Sijoitusportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto ovat ydinasioita sijoitusstrategian analysoinnissa. Yhtiön arvonluontia omistajilleen voidaan tarkastella esimerkiksi oman pääoman kasvun kautta. Johtuen monista toteutetuista osakeanneista tarkastelemallamme periodilla oman pääoman kehitystä pitää vertailla osakekohtaisesti, jolloin antien laimennusvaikutus tulee huomioitua. Yhtiö aloitti 2013 sijoitukset omasta taseestaan ja olemme valinneet track-recordin arvioinnin alkupisteeksi 2013 lopun osakekohtaisen oman pääoman. 2013-2017 välillä oman pääoman kasvu/osake on ollut noin 40 % vuodessa, mitä voidaan pitää erinomaisena suorituksena (>20 % erittäin hyvä suoritus). Yhtiö ei ole maksanut osinkoja tai tehnyt pääoman palautuksia aikaperiodilla.

Taseen piiloarvolla huomioitu tuotto nostaa edelleen suoriutumista

Loudspringin oma pääoma ei heijasta sijoituskohteiden piilevää arvoa, koska omistuksia ei arvoteta taseessa käypään arvoon. Taseessa omistukset on kirjattu hankintahintaan tai viimeisen ulkopuolisen rahoituskerroksen hintaan. Osien summa-laskelmamme perusteella saamme osakkeenomistajille kuuluvaksi arvoksi nykyhetkellä 0,88 euroa/osake. Tämä ylittää lievästi oman pääoman (2017: 0,84 euroa) ja erotus (0,04 euroa/osake) kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiön osissa piilevää arvoa. Osien summa-laskelmaamme käyttämällä yhtiön 2013 lopun-2018 kesäkuun väliseksi annualisoiduksi vuosituotoksi saadaan noin 37 %. Mielestämme luku antaa paremman kuvan omistaja-arvon luonnista, koska se huomioi taseen piilovarallisuuden. Tosin tämä tuotto ei huomioi, sitä kuinka paljon piiloarvoa osakkeessa oli jo vuonna 2013.

Arvioon liittyy myös epävarmuutta, ja sen toteutuminen vaatisi omistuksien realisointia antamillamme arvoilla. Lopulta yhtiön irtautumisissa saamat hinnat tulevat poikkeamaan antamistamme arvoista riippuen neuvottelutilanteesta, ostajasta ja myynnin ajoituksesta. Erittäin korkea kokonaistuotto kertoo näkemyksemme mukaan sijoitusstrategian toimivuudesta, vaikka riskitkin ovat toki olleet korkeita. Olemme lisäksi lyhyesti tarkastelleen julkisten tietojen perusteella kokonaistuoton eri komponenttien onnistumista.

Alkuvaiheen sijoitusten onnistumisen arviointi

Yhtiö julkaisi 2014 listautumisesitteessään luettelon vuosina 2010 - huhtikuu 2014 tekemistään sijoituksista silloisiin alkuvaiheen omistuksiinsa. Nykyisistä ydinomistuksista Nocart, Nuuka, Enersize, Swap ja Sofi kuuluivat jo portfolioon ja nykyisestä venture-portfoliosta siihen kuuluivat Aurelia Turbines, MetGen, Sansox ja Oricane. Muita silloisia omistuksia olivat Savo Solar, One1, BT Wood sekä Lumeron. Seuraavan sivun kuvasta huomataan, että arvonnousu muodostuu ydinomistusten (onnistumisten) arvonnoususta.

Venture-omistuksien arvossa ei ole tapahtunut suurta muutosta ja ne odottavat edelleen läpilyöntiään. Nykyiseen portfolioon kuulumattomat muut sijoitukset voidaan laskea näkemyksemme mukaan epäonnistumisiin. Kuvaaja antaa karkean kokonaiskuvan yhtiön onnistumisista alkuvaiheen sijoituksissa, sillä se ei huomioi yhtiöiden mahdollisia myöhempiä rahoituskerroksia (mahdolliset lisäsijoitukset) tai irtautumisesta saatuja arvoja. Kokonaisuutena voidaan kuitenkin todeta yhtiön onnistuneen erinomaisesti myös alkuvaiheen sijoituksissaan.

Epäonnistumiset kuuluvat liiketoimintaan

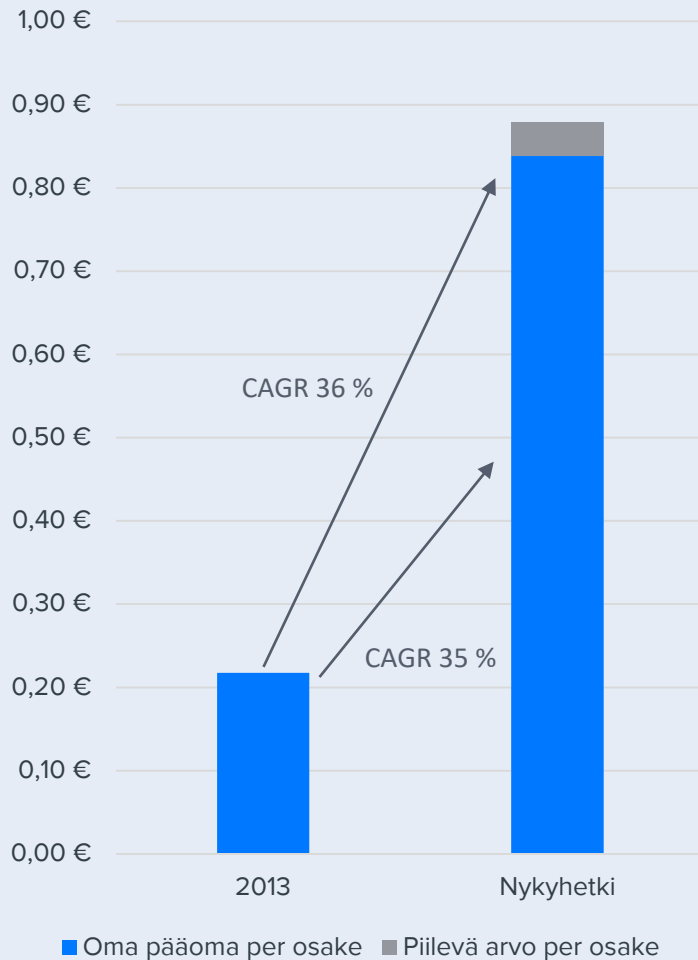
Aikaisen vaiheen yhtiöille ja kasvuyhtiöille on luonteenomaista, että osa yhtiöistä ajautuu konkurssiin tai niiden toiminta päättyy muulla tavalla. Yhtiön sijoitustoiminnan epäonnistumisiin voidaan laskea konkurssiin 2013 menneet Enercomp Oy ja Ultranat Oy sekä 2015 BT Wood Oy. Yhtiö on myös joutunut alaskirjaamaan taseestaan Savosolarin (osa sijoituksesta saatiin myynnin yhteydessä takaisin) sekä One1-osakkeita ja myös Oricanen ja Lumeronin tasearvoihin on tehty alaskirjauksia. Näkemyksemme mukaan epäonnistumisen määrä suhteessa onnistujiin on alhainen ja yhtiö on onnistunut erittäin hyvin valitsemaan salkkuunsa alkuvaikeudet voittaneita yrityksiä. Tämä johtuu arviomme mukaan myös paljolti Loudspringin yhtiöille antamasta tuesta.

Omistusosuuden kasvatuksen arviointi

Yhtiön on onnistunut näkemyksemme mukaan luomaan selvää omistaja-arvoa myös nykyisessä strategiassaan, joka tähtää omistusosuuksien kasvattamiseen valikoiduissa yhtiöissä. Yhtiö on nostanut omistustaan merkittävästi Eaglessä, Nuukassa ja ResQ:ssa viimeisen 12 kk:n aikana. Nuukan kohdalla omistajat tekivät 10/2017 Loudspringin kanssa osakevaihdon, ja Loudspringin silloisella osakekurssilla (2,74 €) laskemalla Nuuka arvostettiin transaktiossa 3,5 MEUR:n arvoiseksi. Eaglen kanssa tehtiin myös osakevaihto 1/2018 Loudspringin silloisella osakekurssilla (2,64 €) ja Eagle arvostettiin transaktiossa 2,2 MEUR:n arvoiseksi. Nykyinen arviomme Nuukan valuaatiosta on noin 11 MEUR ja Eaglen valuaatiosta on noin 9 MEUR. Loudspring ei ole kertonut valuaatiota ResQ:n omistuksen kasvatukselle. Oletamme myös tämän transaktion kasvattaneen omistaja-arvoa.

Sijoitusstrategian arviointi 2/2

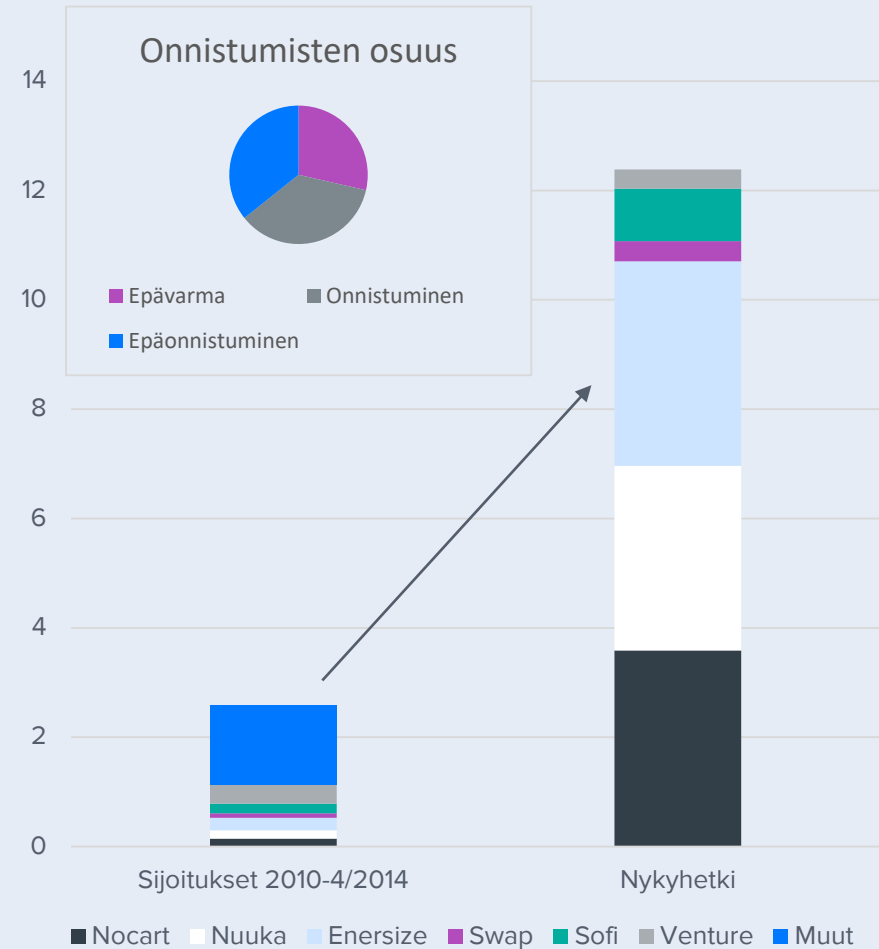
Oman pääoman tuotto ja omistuksien piiloarvo



Huomautus: osakekohtainen oma pääoma sisältää täyden diluution optioista

Lähde: Inderes

Alkuvaiheen sijoitusten arvonnousuja (MEUR)



Huomautus: Ei huomioi myöhemmin saavutettuja irtautumistuottoja tai yhtiön omistuksiin myöhemmillä rahoituskiirroksilla lisäämää mahdollista omaa pääomaa. (Lähde: Cleantech Invest 2014 listautumisesite ja Inderes)

Eagle Filters 1/3

Yhtiökuvaus ja historia

Eagle Filters on teknologiayhtiö, joka suunnittelee ja valmistaa sisääntuloilmasuodattimia maakaasuvoimalaitoksille. Yhtiön suodattimien ansiosta turbiinien siivet eivät likaannu ja asiakas hyötty korkeamman turbiinin tehon, hyötysuhteen ja käytettävyyden ansiosta. Yhtiön teknologia mahdollistaa voimalaitoksen operaattorille erittäin matalan takaisinmaksuajan investoinnille. Odotamme yhä useamman voimalaitoksen ottavan Eaglen tuotteen käyttöönsä tulevina vuosina, kunhan teknologian tunnettavuus leviää asiakkaiden parissa asteittain. Loudspringin korkea omistus ja hyvät kasvunäkymät nostavat Eaglen yhdeksi Loudspringin mielenkiintoisimmista omistuksista.

Kotkalainen Eagle Filters on perustettu vuonna 1995. Vuodesta 2011 se alkoi keskittyä kaasuturbiinien sisääntuloilman suodattimiin, koska niiden havaittiin tarjoavan silloisesta tuoteportfoliosta houkuttelevimman arvolupauksen asiakkaalle. Yhtiön eurooppalaiset asiakkaat joutuivat kuitenkin perääntymään investoinneista 2012, kun kohonneet päästö-oikeudet vähensivät monien kaasuvoimaloiden ajoa. Yhtiö joutui yrityssaneeraukseen 2014 ja sen oma pääoma on edelleen negatiivinen (2017: -0,46 MEUR). Vuonna 2015 Eaglen Kotkan tehtaalla sattui dramaattinen tulipalo, joka tuhosi 50 % yhtiön tuotantokapasiteetista ja 75 % varastosta. Tämän jälkeen suodattimien tuotanto on hoidettu täysin alihankintana Virossa ja Liettuassa, mutta suodatinmateriaalit jatkokäsitellään Kotkassa ennen kokoonpanoon siirtämistä. Lisäksi suunnittelu ja tuotekehitys tapahtuvat edelleen Kotkassa.

Loudspring sijoitti yhtiöön ensimmäisen kerran vuonna 2015 ja se on vähitellen kasvattanut osuuttaan yhtiöstä viimeksi heinäkuussa 2018 67,6 %:iin (optio nostaa omistus 80 %:iin). Eaglen kireän pääomatilanteen vuoksi Loudspring on näkemyksemme mukaan kyennyt nostamaan omistusosuuttaan erittäin edullisesti suhteessa Eaglen teknologian arvoon ja näkymiin. Eaglen valuaatio oli viimeisimmällä rahoituskierröksellä 2,2 MEUR.

Markkinapotentiaali on korkea

Maakaasun osuus maailman sähköntuotannosta on lähes neljännes. Kaasuvoimalat ovat kivihiilivoimaloita selvästi puhtaampia (CO₂-päästöt 50 % alhaisempia) ja niitä tarvitaan vielä pitkään hyvän säätökyvyn ansiosta. Epäsäännöllisen aurinko- ja tuulivoiman tuotannon lisääntyessä, säätökyvyn arvo kasvaa, sillä sähkön tuotannon ja kulutuksen pitää olla sähköverkossa aina tasapainossa. Nykyään 95 % maakaasuturbiineista on varustettu voimalan valmistajan määrittelemällä suodatuksella (OEM), jonka suodatuskyky on selvästi Eaglen HEPA-suodattimia heikompaa. Arvioimme mukaan OEM-toimijoilla ei ole ollut kannustetta kehittää omia suodattimiaan, sillä pidempään toimiva suodatin ja turbiini olisivat pois omasta jatkomyynnistä asiakkaalle. Tähän markkinarakoon Eagle on vasta alkamassa tunkeutua. Maakaasuvoimaloiden suodattimien potentiaalinen markkina on Eaglen arvion mukaan 1,65 miljardia dollaria, kun siirrytään high-performance suodatukseen.

Korkea asiakaspito luo pohjan kasvuille

Maailman suurin kaasuvoimalaoperaattori Engie valitsi Eaglen teknologian parhaaksi sen tytäryhtiön New Yorkin voimalaitoksella

suoritetuissa testeissä. Mukana Engien testeissä oli myös Eaglen Yhdysvaltalaisia kilpailijoita (Gore, Donaldson, AAF). Testiperiodin jälkeen voimalaitoksen kaikki neljä kaasuturbiinia ovat siirtyneet käyttämään Eaglen suodattimia. Engiellä on globaalisti noin 370 kaasuturbiinia, joille suodattimien myymisen arvioimme helpottuvan selvästi testivoiton seurauksena. Toinen merkittävä referenssi Eaglelle on Israelin suurin sähköntuottaja IEC, joka on asentanut Eaglen teknologian tällä hetkellä neljään sen yhteensä 10 suurimmasta turbiinista. Arvioimme näiden kahden asiakkuuden olevan potentiaalisin kasvun lähde tulevina vuosina. Kitkaa myyntityöhön luo vielä se, että konsernin voimalaitoksilla on omat johtajansa, jotka tekevät ostopäätökset yleensä itsenäisesti.

Uskomme adoptoinnin helpottuvan asteittain vakuuttavien referenssien ansiosta myös uusien operaattorien keskuudessa. Potentiaalisimmat Eaglen markkinat löytyvät näkemyksemme mukaan maista, jotka tuottavat sähköstään merkittävän osan kaasuturbiineilla tai missä ilmassa on paljon epäpuhtauksia (mm. USA, Etelä-Amerikka, Kaakkois-Aasia, Etelä-Korea ja Israel). Kiinassa yhtiön teknologialle olisi myös suuri tarve ilman epäpuhtauksista johtuen, mutta tälle markkinalle Eagle ei ole vielä onnistunut murtautumaan ja arvioimme mukaan Kiinan markkinat vaativat omat referenssinsä.

Eaglen kasvun ajurina toimii korkea asiakaspito, sillä yksikään voimalaitos ei ole vaihtanut pois Eaglen tuotteista otettuaan ne käyttöön. Eagle on kertonut sen tilauskannan olevan tällä hetkellä ennätystasolla. Yhtiö on myös palkannut juuri uuden myyntijohtajan Loudspringin avustuksella, jonka arvioimme tukevan myynnin kasvua selvästi jo tänä vuonna.

Eagle Filters 2/3

Yhtiö on myös perustanut tytäryhtiön Yhdysvaltoihin tarkoituksenaan hyödyntää paikallisia kumppaneita siellä jakelukanavanaan. Tällä hetkellä Eaglen henkilöstö koostuu kahdeksasta henkilöstä, joista neljä työskentelee myynnin parissa.

Tuotteilla on hinnoitteluvoimaa

Yhtiön tuotteiden hinnoittelu perustuu asiakkaalle tarjottuun korkeaan lisäarvoon ja arviomme mukaan niiden kate on korkea. Arviomme mukaan yhden suodattimen hinta on noin 5x OEM-suodattimen hinta, mutta kalliimman varaosan elinkaarenkustannus asiakkaalle jää selvästi edullisemmaksi. Tarkka takaisinmaksu-aika riippuu alueellisesti vaihtelevista sähkön ja maakaasun hinnoista, ilman likaisuudesta ja turbiinin vuosittaisesta tyypillisestä ajoajasta.

Tuoteportfolio ja tuotanto

Ilmansuodattimien muoto ja koko vaihtelevat kaasuturbiinien valmistajien mukaan. Pitkän toimintahistoriansa ansiosta Eaglella on jo laaja valikoima eri tyyppisiä suodattimia, jotka voivat korvata eri OEM-valmistajien suodattimia (mm. Siemens, GE ja Rolls Royce) suoraan ilman kustomointia. Arviomme mukaan markkinalla on kuitenkin myös runsaasti kaasuturbiineja, joihin varaosamyynti edellyttäisi uuden tuotteen suunnittelua ja tuoteportfolion laajentumista. Näkemyksemme mukaan yhtiön kannattaa rajallisista resursseistaan johtuen keskittyä voimalaitoksiin, joihin myynti ei vaadi uuden tuotteen suunnittelua. Yhtiön Baltiaan ulkoistettu tuotanto kykenee arviomme mukaan vastaamaan joustavasti Eaglen tilausmäärien mahdolliseen nopeaankin kasvuun. Arviomme

mukaan liiketoiminta on hyvin kannattavaa myös alihankkijoille, mikä lisää niiden sitoutumista ja investointihalukkuutta.

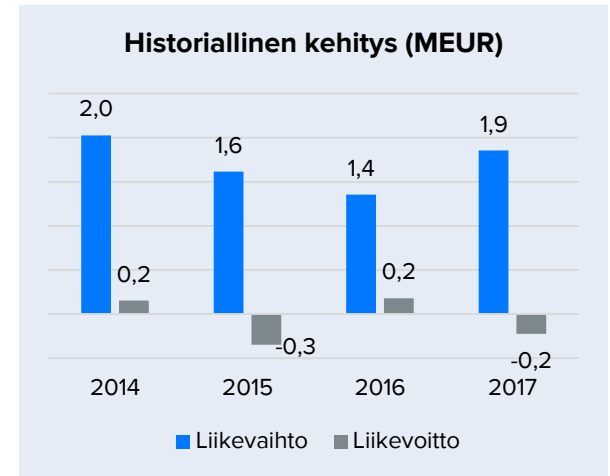
Pääoma rajoittanut kasvua

Yhtiön historiallinen kehitys ei mielestämme kerro liiketoiminnan todellisesta potentiaalista, sillä yhtiön tuotteet vaativat alussa merkittävästi myyntityötä ja uuden teknologian adoptointi on tyypillisesti hidasta. Myös yhtiön niukat pääomat ovat luoneet omat rajoituksensa kasvuille. Koska Eaglen suodatintuotanto on ulkoistettu, sen liiketoiminta on suhteellisen pääomakevyttä. Käyttöpääomaa sitoutuu kuitenkin merkittävästi, sillä yksittäinen toimitus asiakkaalle on arvoltaan tyypillisesti useita satoja tuhansia euroja ja voimalaitosasiakkaat vaativat pitkiä maksuehtoja toimituksille. Arviomme mukaan Eagle ei myöskään saa alihankkijoiltaan helpotusta käyttöpääoman tarpeeseensa, sillä ne eivät anna Eaglelle maksuaikaa saneerausveloista johtuen. Eaglen on ollut historiassa vaikeaa saada pääomaa pankeilta, jotka vaativat vieraalle pääomalle korkeita takauksia eivätkä pelkät Finnveran valmistuksen aikaiset lainat ja vientitakuut ole riittäneet kovin pitkälle. Loudspringin mukaantulo on helpottanut yhtiön pääomatilannetta sen tuomien rahoituskontaktien ja sijoittaman oman sekä vieraan pääoman myötä.

Yhtiö on Loudspringin avustuksella löytänyt myös factoring-partnerin, jolloin käyttöpääoman kasvu ei rasita sen kasvua enää samassa suhteessa kuin aiemmin. Factoring lisää rahoituskustannuksia, mutta kokonaisuuden kannalta tämä ei ole oleellinen ongelma. Yhtiön korkeiden marginaalien ansiosta yhtiön myynnin

kasvattaminen on ensisijainen tehtävä. Kannattavan kasvun toteutuessa myös yhtiön rahoitus tilanne ja uskottavuus parantuisivat, mikä auttaisi edelleen myös rahoituksen hankinnassa.

Vuoden 2017 lopussa yhtiön oma pääoma oli negatiivinen -0,46 MEUR. Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli 0,65 MEUR ja lyhytaikaista 0,95 MEUR, josta Factoringin osuus noin 0,5 MEUR.



Ennusteet

Kasvun realisoituminen on Eaglen arvon tärkein ajuri. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 2018-2020 noin 70-90 % vuodessa. Kasvun osatekijöistä arvioimme asiakaspidon jatkuvan lähellä 100 % ja uusintatilausten tapahtuvan kahden vuoden välein. Tyypillinen uuden kaasuturbiinin elinaika on 30 vuotta, mikä tarjoaa liikevaihtoon ennustettavuutta.

Eagle Filters 3/3

Eaglen tuotteita jo käytävien turbiinien jatkomyynti on hyvin kannattavaa, sillä ne eivät enää vaadi merkittävää myyntityötä. Kasvun toinen osatekijä on uusmyynnin kasvu ja se koostuu arviomme mukaan suurelta osin Engien ja ICE:n voimalaitoksista, jotka eivät vielä käytä Eaglen tuotteita. Arviomme vuosittain myös muutaman uuden voimalaoperaattorin ottavan Eaglen tuotteita pilotointiin, mitkä tukevat kasvua tulevina vuosina.

Eaglen 2017 henkilöstökustannukset olivat 0,35 MEUR ja muut kulut 0,49 MEUR. Kulut kasvavat ennusteessamme noin 20 % vuodessa henkilöstön kasvun ja muun myyntityöhön liittyvien kustannusten kasvun myötä. Samalla kulut kuitenkin skaalautuvat asteittain vanhojen voimalaitosten tilatessa uudelleen ja myös uusmyynnin tuottavuuden kasvaessa asteittain.

Arviomme myyntisaamiin sitoutuvan 25 % yhtiön liikevaihdosta (90 pv maksuehto), ja keskeneräisten tuotteiden varastoon 10 % liikevaihdosta. Tätä yhtiö rahoittaa arviomme mukaan vielä kuluvana ja ensi vuonna suurelta osin factoring-rahoituksella, jonka korko on ennusteessamme 15 %. Yhtiön myynnin kasvaessa ja tuloksen noustessa positiiviseksi, arviomme factoring-rahoituksen osuuden alenevan asteittain selvästi ja samalla vieraan pääoman keskikoron alenevan.

Tämä edellyttää arviomme mukaan kuitenkin sitä, että yhtiö saa oman pääomansa positiiviseksi ja maksettua yrityssaneerausvelkansa pois, jolloin laskulla ostaminen alihankkijoilta tulee mahdolliseksi ja pankkien luottamus yhtiötä kohtaan paranee.

Eaglen arvostus

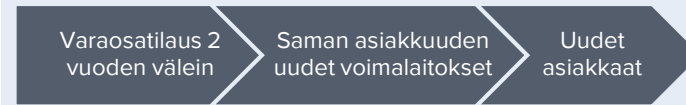
Yhtiön tämän hetkisestä negatiivisesta omasta pääomasta ja asteittain parantuvasta rahoitustilanteesta johtuen olemme mallintaneet tuloslaskelman kehitystä aina viimeiselle riville asti, ja Eaglen valuaation lähtökohtana toimii P/E-luku. Arviomme mukaan 2020e P/E-kerroin 5-6x on tässä vaiheessa riskineutraali kerroin Eaglen tapaiselle alkuvaiheen yhtiölle. Yhtiön arvoksi saadaan ennusteellamme 9,2 MEUR.

Arvostukseen (ja käytettyyn P/E-kertoimeen) negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat liikevaihdon kasvuun ja tulosparannukseen liittyvä epävarmuus, yhtiön huono track-record liikevaihdon kasvattamisessa sekä yrityssaneeraukseen liittyvä velka. Arvostusta puolestaan tukevat liikevaihdon poikkeuksellisen vahvat kasvunäkymät, vahva asiakaspito ja Loudspringin enemmistö-omistajuus, joka antaa aiempaa selvästi paremmat edellytykset kasvun rahoittamiselle.

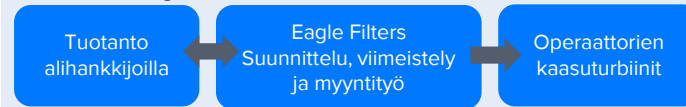
Eaglen arvo on näkemyksemme mukaan 9,2 MEUR ja 67,6 % omistusosuudella laskien Loudspringin omistuksen arvo yhtiöstä on 6,2 MEUR nykyomistuksella. Käsityksemme mukaan Loudspring tulee kuitenkin käyttämään loputkin optiostaan ja nostamaan osuutensa 80 % erittäin edullisesti (eli viimeisen valuaatiokierroksen arvostuksella), joten Eaglen omistuksen arvoksi saadaan näkemyksemme mukaan 7,0 MEUR.

Korostamme sijoittajille, että ennustamamme kasvun toteutuessa Eaglen arvo on merkittävästi suurempi, sillä tuloskasvun toteutuessa 2020 P/E-kerroin kohoaa näkemyksemme mukaan suunnilleen 15-25x (näkymistä riippuen) ja yhtiön arvo 25-40 MEUR:n kokoluokkaan.

Kasvun koostumus



Arvoketju



Käyttöpääoman rahoitus



Ennusteet

(MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e
Asiakaspito	100 %	100 %	97 %	97 %
Uusmyynti	n/a	1,8	3,6	7,2
Liikevaihto	1,9	3,2	5,4	10,3
Bruttokate	0,6	1,3	2,2	4,1
Opex	-0,8	-1,1	-1,3	-1,6
EBITDA	-0,2	0,2	0,8	2,6
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,2	0,2	0,9	2,6
Korot	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Verot	0,0	0,0	0,0	-0,6
Tulos	-0,3	0,0	0,6	1,7

Nuuka 1/4

Yhtiökuvaus

Nuuka kehittää ja myy ohjelmistopilvipalvelua (SaaS) kaupallisten kiinteistöjen haltijoille. Kiinteistön haltijat voivat Nuukan applikaatioiden avulla seurata kiinteistön eri automaatiojärjestelmien anturien tuottamaa dataa (mm. lämpötila, energian kulutus, CO2 ja ilman kosteus) valmiiksi jalostetussa muodossa. Applikaatioiden antamalla hälytyksillä ja suosituksilla on mahdollista löytää syyt eri toimintaongelmien taustalla.

Nuukan avulla kiinteistönhaltija voi parantaa mm. kiinteistöjen energiatehokkuutta ja sisäilman laatua, joista ensimmäinen alentaa käytön kustannuksia ja jälkimmäinen loppukäyttäjän kokemaa arvoa, mikä mahdollistaa korkeamman liikevaihdon. Viimeisen kahden vuoden aikana yhtiön liiketoiminta on laajentunut uusien älykkäiden rakennusten IoT-prosessien hallinnan alustaksi ja yhtiö hakee tältä alueelta voimakasta kasvua tulevaisuudessa.

Historia

Yhtiön perusti vuonna 2012 Mikko Maja, joka toimii edelleen yhtiön teknologiajohtajana ja omistajana (12 %:n osuus). Loudspring sijoitti yhtiöön jo sen alkuvaiheessa vuonna 2013 saaden 30 %:n osuuden 150 TEUR:lla. Loudspring omistaa nykyisin 47,9 % yhtiöstä ja vaihtovelkakirjaoptiolla sen on mahdollista nousta enemmistöomistajaksi. Vuonna 2014 Loudspringin listautumisesitteen aikaiset Nuukan omat tavoitteet olivat kunnianhimoiset (2020 liikevaihto 40 MEUR ja EBIT 45 %). Odotuksista on jääty kuitenkin selvästi jälkeen

(2017: liikevaihto 0,43 MEUR ja EBIT -105 %). Arvioimme suurimmaksi yksittäiseksi syyksi tähän suomalaisille sähköverkkoyhtiöille pakollisiksi tulleet etäluettavat energiamittarit, joidenka seurauksena tuntikohtaisen energiamittausdatan tarjoavia palveluita on tullut markkinoille runsaasti. Arvioimme myös monessa kohteessa Nuukan automaatiojärjestelmien tilasta kertovien hälytysten jäävän osin hyödyntämättä, sillä Nuukan nykyisessä liiketoimintamallissa kiinteistön monitorointi jää asiakkaan vastuulle. Koska asiakkailla on yleensä ulkopuolinen huoltoyritys, se ei välttämättä ole koulutettu Nuukan palvelun käyttöön. Tämän ongelman taklaamiseksi Nuukalla on parhaillaan testauksessa uusi palvelukonsepti.

Nuuka pyrkii rakennusten IoT-alustaksi

Nuukan palvelu on monipuolistunut vuosien varrella ja kehitystyön myötä myös lukuisien eri laiteomittajien järjestelmien ja Nuukan väliset rajapinnat on avattu. Tällä hetkellä jo yli 60 eri talotekniikan toimittajien järjestelmien (ABB, Schneider Electric, Honeywell, Siemens yms.) data voidaan tuoda helposti Nuukan palveluun. Avoimet rajapinnat erottavat Nuukan sen monista kilpailijoista. Ne mahdollistavat järjestelmän kustannustehokkaan käyttöönoton, minkä lisäksi kolmannet osapuolet voivat käyttää sitä tehokkaana IoT-alustana myös omien sovellusten hallinnassa.

IoT-markkinan odotetaan kasvavan rajusti

Älykkäiden rakennusten IoT-markkinan ennustetaan yli nelinkertaistuvan 25 miljardiin dollariin vuodesta 2016 vuoteen 2021 mennessä

(lähde: Markets and Market). IoT-markkinan kasvua ajaa rakennusten anturimäärien kasvu, mikä johtuu anturien jyrkästä hinnan laskusta, erilaisten IoT-sovellusten määrän kasvusta ja resurssitehokkaan ajattelun lisääntymisestä.

Nuuka keskittyy laajentumisessaan tällä hetkellä Pohjoismaihin ja Benelux-maihin, koska alueet ovat älykkään rakentamisen eturintamassa.

Liiketoiminta ja palvelun hinnoittelu

Nuukassa työskentelee tällä hetkellä 12 henkilöä ja liiketoiminnan resurssit painottuvat vahvasti SaaS-palvelun myyntityöhön (5 henkilöä) sekä uusien asiakasrakennusten liittämiseen palveluun sekä alustan kehitystyöhön. Nuukan tyyppillinen uusasiakashankinta tapahtuu tekemällä pilotti asiakkaan kanssa, jonka jälkeen myyntityö toimijan muihin kiinteistöihin helpottuu selvästi.

Rakennusten määrän kasvu ei kuvaa Nuukan toistuvan liikevaihdon määrää erityisen hyvin, sillä asiakkuudet ovat käyttötarpeiltaan hyvin erilaisia. Yhtiöllä on kolme hinnoitteluporrasta Basic 0,6 €/m², Plus 1,5 €/m² ja Smart 2,5 €/m². Halvimmassa hintaluokassa asiakkaat saavat pelkästään energia- ja vastuullisuusraportoinnin, keskitasolla kaikkien automaatiojärjestelmien monitoroinnin ja korkeimmalla tasolla asiakkaat saavat haluamansa datan myös erilaisten IoT-kohteidensa käyttöön. Arvioimme suurimman osan Nuukan rakennuksista kuuluvan vielä halvimman hintaluokan portaaseen, mutta arvioimme myyntimixin paranevan asteittain rakennusten IoT-markkinan kasvun myötä.

Nuuka 2/4

Tärkeimmät referenssit

Nuukan asiakkaista tärkein on kiinteistökehittäjä OVG, jonka ydinliiketoimintana on älykkäiden toimistorakennusten suunnittelu ja rakennuttaminen. Nuukan järjestelmiä hyödynnetään jo ainakin OVG:n kehittämissä EDGE-rakennuksissa (Amsterdam) ja Unileverin pääkonttorissa (New York). EDGE on referenssinä erityisen tärkeä, sillä se on valittu maailman parhaaksi kestävä kehityksen toimistorakennukseksi. Muita tärkeitä isoja julkistettuja referenssejä Nuukalle ovat ruotsalainen Supermarket ketju ICA sekä Suomessa Helsingin kaupunki, Varma ja LähiTapiola. Nuukan liiketoiminnan kokoluokka on vielä sen verran pientä, että referenssit ovat erityisen tärkeitä isojen asiakkuuksien hankinnassa. Ilman näitä referenssejä yhtiöllä olisi arviomme mukaan uskottavuusongelma.

Ansaintamalli ja kasvun rahoitus

Nuukan ansaintalogiikka on tyypillinen SaaS-yhtiölle eli sen asiakkuuksien kassavirta on aluksi negatiivinen myynnin ja pilotoinnin kustannuksista johtuen. Vasta jatkuvan kk-laskutuksen kerryttämä tulo kääntää asiakkuuden voitolliseksi. Tietojemme mukaan palvelun kk-laskutus alkaa kertyä 3 kuukauden jälkeen palvelun käyttöönotosta. Nuukan ja asiakkaan sopimus tehdään aina vähintään vuodeksi ja sen jälkeen palvelulla on 3 kk:n irtisanomisaika. Palvelun asennuksesta koituvat kustannukset yhtiö pyrkii laskuttamaan asiakkaalta.

Nuuka tavoittelee myyntityössään asiakkaita, joilla on laaja kiinteistöportfolio (yli 10

kiinteistöä). Näin korkeat myynnin kustannukset voidaan skaalata koko portfolioon, kunhan asiakasarvo on todistettu pilotin avulla. Liiketoiminnan skaalautuvuuden kannalta on oleellista, kuinka paljon asiakashankinta maksaa verrattuna asiakkaan elinkaaren arvoon. Yhtiön oleelliset kasvun ajurit ovat sen korkea asiakaspito (tähän mennessä lähes 100 %) ja todennäköinen laajentuminen asiakkaan muuhun kiinteistöportfolioon. Tätä kautta uusasiakashankinta saa maksaa kohtuullisen paljonkin, kunhan nämä parametrit pysyvät korkeina. Myös yhtiön alustan kehityskulut pitää pystyä kohdistamaan mahdollisimman monelle asiakkaalle, ja myös siksi voimakas kasvu on tärkeää. Yhtiön tuleekin näkemyksemme mukaan panostaa kasvuun voimakkaasti.

Tulorahoituksen kertyminen viiveellä luo yhtiölle rahoitustarpeen ja tarve korostuu yhtiön mahdollisesti kiihdyttäessä kasvuaan ja palkatessa uutta myyntihenkilöstöä. Uskomme Nuukan kasvattavan henkilöstöään merkittävästi lähivuosina. Vuoden 2017 lopussa Nuukan rahavarat olivat 177 TEUR ja arviomme mukaan yhtiö tarvitsee lähivuosina lisäpääomia etupainotteisten kasvupanostusten määrästä riippuen noin 1 MEUR. Arvioimme yhtiön saavan tämän rahoittamiseksi edullista vierasta pääomaa, merkittävistä uusista asiakkuuksista ja niiden korkeasta luottokelpoisuudesta johtuen.

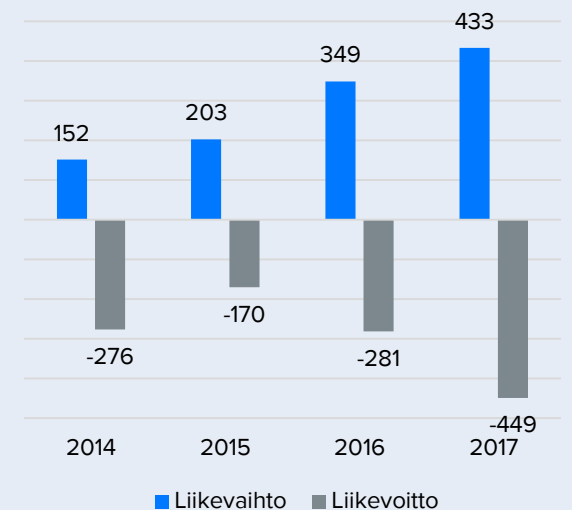
Nuuka on mahdollinen yritysostokohde

Näemme Nuukalle hyvät edellytykset kasvuun johtuen Nuukan arvokkaista referensseistä, talotekniikan järjestelmien asiantuntemuksesta ja ohjelmiston avoimista rajapinnoista. Arvioimme kuitenkin, että markkinan kasvun

myötä isot IT-toimijat kuten Microsoftin ja Googlen pyrkivät hallitsevaksi IoT-alustaksi myös älykkäille rakennuksille. Pienestä koosta ja rajallisista resursseista sekä SaaS-palvelun kehityskustannusten voimakkaasta skaalautumisesta johtuen emme usko Nuukan kykenevän kilpailemaan näitä jättiläisiä vastaan loputtomiin. Tulevaisuudessa Nuuka onkin näkemyksemme mukaan potentiaalinen yritysostokohde isolle toimijalle.

Näemme Nuukan koon kasvattamisen ensiarvoisen tärkeäksi liiketoiminnan kustannusten skaalautuvuuden sekä Nuukan mahdollisen yritysmyynnin näkökulmasta, sillä SaaS-yhtiöiden yrityskaupat tehdään tyypillisesti EV/S-kertoimella.

Historiallinen kehitys (TEUR)



Nuuka 3/4

Ennusteet

Nuuka on saanut SaaS-palvelunsa myynnin vihdoin selvään kasvuun, sillä vuonna 2017 jatkuva liikevaihto kasvoi yhtiön mukaan yli 100 %. Odotamme vahvan kehityksen jatkuvan lähivuosina. Kuluvana ja vielä ensi vuonna SaaS-liikevaihdon kasvua tukee vahvasti ICA:n kauppakiinteistöjen tulo palveluun sekä Nuukan Helsingin kaupungilta saama erittäin merkittävä 1000 kiinteistön tilaus. Nuukan mukaan ICA:n kiinteistöjä liitetään palveluun nopealla tahdilla, eli noin yksi viikossa. Arvioimme Helsingin kaupungin kaikkien kiinteistöjen saamisen palvelun piiriin venyvän ensi vuoden puolelle.

Näkymä vuoden 2018 kasvuun on siis vahva, ja vuoden 2019 SaaS-liikevaihdon kasvuun on jo melko hyvä näkyvyys julkistettujen kauppojen myötä. Samalla korostamme kuitenkin, että tulevien vuosien kasvulukemiin liittyy epävarmuutta - ne ovat riippuvaisia myyntityön onnistumisesta ja isojen projektien saanti voi muuttaa ennusteita nopeasti.

Arvioimme Nuukan kasvattavan myynti- ja asennushenkilöstöään merkittävästi lähivuosina. Yhtiön operatiiviset kustannukset kasvavat ennusteessamme tämän myötä selvästi. Arvioimme Nuukan myös panostavan edelleen ohjelmistoalustan kehitykseen. Näistä kustannuksista osa aktivoidaan taseeseen kehittymenoiksi, mikä näkyy poistojen kasvuna (25 %:n tasapoistot). Ennusteessamme myyntityön tuottavuus paranee isojen asiakasreferenssien myötä ja uudet asiakkuudet näkyvät ensin asennusliikevaihdon kasvuna, minkä jälkeen asiakkuudet alkavat kerryttää SaaS-liikevaihtoa (3 kk:n viive). Mallissamme

olemme olettaneet asiakaspidon pysyvän korkeana, mutta laskevan asteittain kilpailun kiristyyessä. Yhtiön operatiivinen kassavirta nousee ennusteessamme positiiviseksi vuonna 2020 SaaS-liikevaihdon vahvan kasvun myötä.

Nuukan arvostus

Näkemyksemme mukaan EV/S-kerroin oikea mittari Nuukan kaltaisen SaaS-liiketoimintamallilla toimivan yrityksen arvon määrittämiseen. Näkyvyys 2019e liikevaihdon kasvulle on mielestämme kohtuullinen julkistettujen asiakkuuksien (Helsinki ja ICA) myötä. SaaS-liikevaihdon voimakkaan kasvuodotuksen perusteella (2017-2019e CAGR 150 %) olemme valmiit hyväksymään 2019e toistuvalla SaaS-liikevaihdolle riskineutraalin 10x-kertoimen ja kertaluontoisen asennusliikevaihdon arvotamme 1x-kertoimella.

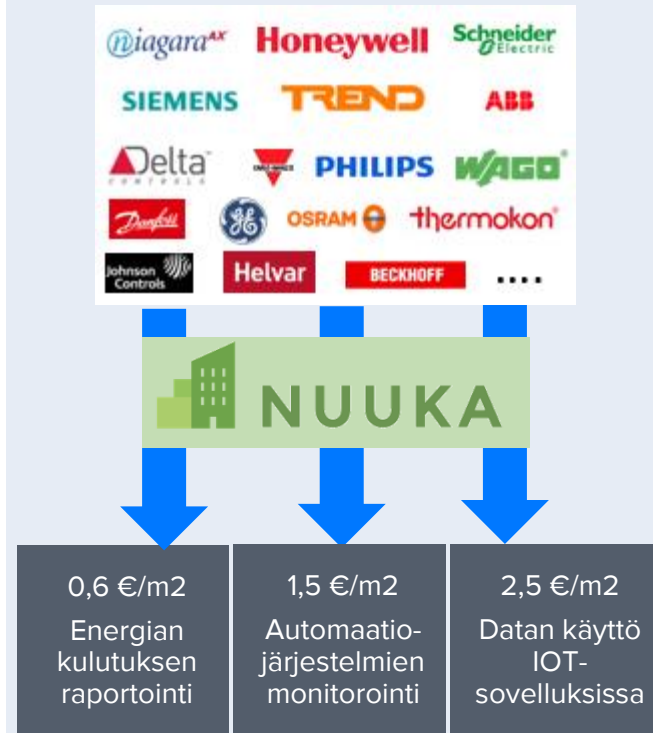
Seuraavan sivun graafissa on esitetty kasvu-%:n vaikutusta hyväksyttävään EV/S-kertoimeen Nuukaa selvästi suurempien pörssiyritysten osalta. Nuukan arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat yhtiön pieni koko ja isoja It-taloja selvästi rajallisemmat resurssit. Arvostusta puolestaan tukee Nuukan saamat isot tilaukset ja tuotteiden korkea asiakaspito, mikä kertoo mielestämme tuotteen tämän hetken kilpailukykyisyydestä.

Nuukan yritysarvoksi (EV) muodostuu tällä menetelmällä 12,2 MEUR. Yhtiön lähivuosien nettovelkojen oletettu kasvu huomioituna saadaan Loudspring omistuksen arvoksi tällä hetkellä 5,4 MEUR.

Ennusteet

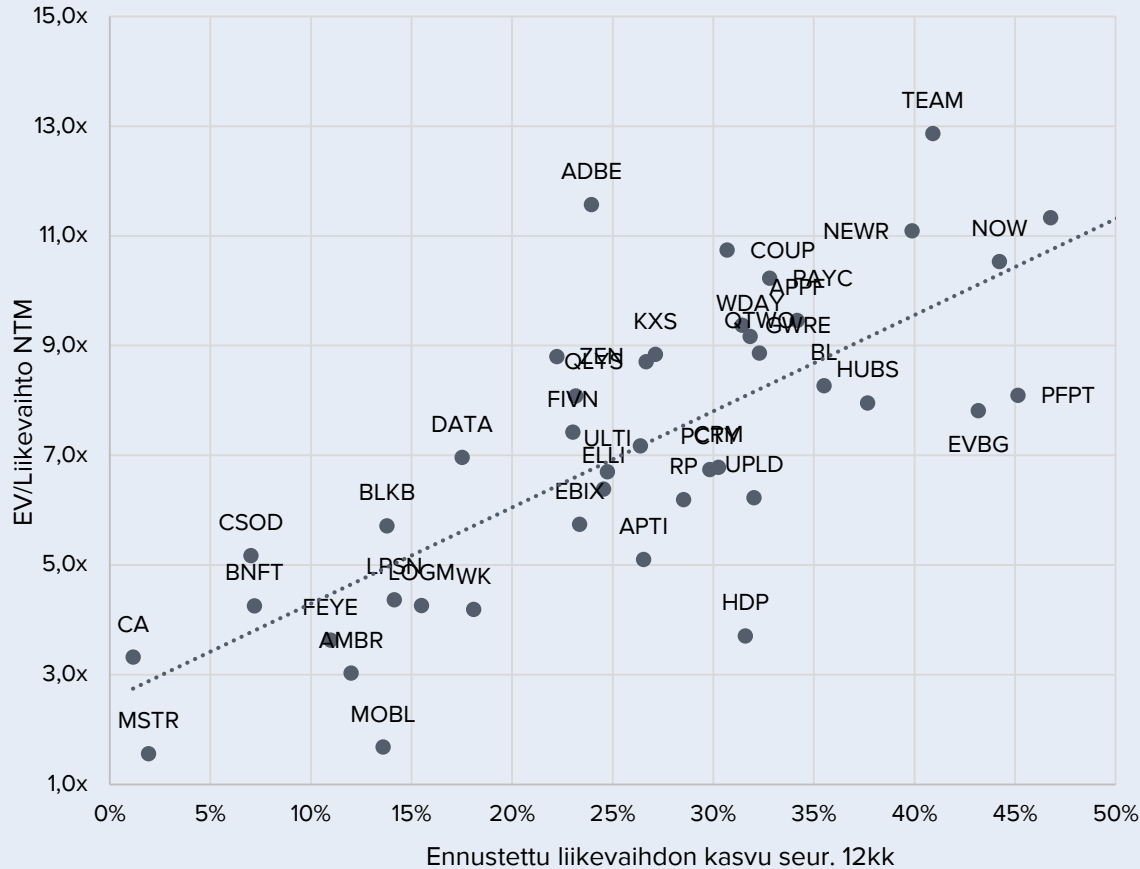
MEUR	2017	2018e	2019e	2020e
Asiakaspito	100 %	100 %	97 %	94 %
Liikevaihto	0,43	1,60	2,44	3,54
Asennus	0,26	1,10	1,35	1,69
SaaS	0,17	0,50	1,09	1,86
Opex	-0,81	-1,87	-2,45	-3,06
EBITDA	-0,38	-0,27	-0,01	0,48
Poistot	-0,08	-0,16	-0,22	-0,28
EBIT	-0,45	-0,32	-0,23	0,20

Nuukan arvonluonti



Nuuka 4/4

SaaS-verrokkiryhmän arvostustasot



Nimi	Ticker	Nimi	Ticker
Adobe Systems Inc	ADBE.OQ	LivePerson Inc	LPSN.O
Alteryx Inc	AYX	LogMeIn Inc	LOGM.O
Amber Road Inc	AMBR.K	MicroStrategy Inc	MSTR.OQ
AppFolio Inc	APPF.O	MobileIron Inc	MOBL.O
Apptio Inc	APTI.O	New Relic Inc	NEWR.K
Atlassian Corp PLC	TEAM.OQ	Paycom Software	PAYC.K
Benefitfocus Inc	BNFT.O	Paylocity Holding	PCTY.O
Blackbaud Inc	BLKB.O	Proofpoint Inc	PFPT.O
Blackline Inc	BL.O	Q2 Holdings Inc	QTWO.K
CA Inc	CA.OQ	Qualys Inc	QLYS.O
Cornerstone OnDemand	CSOD.O	RealPage Inc	RP.O
Coupa Software Inc	COUP.O	Salesforce.com Inc	CRM.N
Ebix Inc	EBIX.O	ServiceNow Inc	NOW
Ellie Mae Inc	ELLI.K	Tableau Software Inc	DATA.N
Everbridge Inc	EVBG.O	Ultimate Software	ULTI.O
FireEye Inc	FEYE.O	Upland Software	UPLD.O
Five9 Inc	FIVN.O	Workday Inc	WDAY.O
Guidewire Software Inc	GWRE.K	Workiva Inc	WK
Hortonworks Inc	HDP.O	Xero Ltd	XRO.AX
HubSpot Inc	HUBS.K	Zendesk Inc	ZEN.N
Kinaxis Inc	KXS.TO	Twilio Inc	TWLO.N

Lähde: Thomson Reuters / Inderes 9.7.2018

Sofi Filtration 1/3

Yhtiökuvaus

Sofi Filtration juuret ulottuvat Otaniemen Teknillisen Korkeakoulun laboratorioon 2010, jossa uudenlaista Cross Flow-tekniikkaan perustuvaa suodatusta mallinnettiin. Tekniikan havaittiin kykenevän aiempia menetelmiä tehokkaampaan mikro-suodatukseen suurella virtausnopeudella. Yhtiön perustajat päättivät kaupallistaa teknologian vuonna 2011, ja Sofi Filtration sai alkunsa.

Menestyksekkään T&K-vaiheen jälkeen yhtiön nykyinen teknologia ja ensimmäinen tuote olivat valmiina jo vuonna 2014. Sofi on alkutaipaleellaan onnistunut keräämään rahoitusta useista julkisista ja yksityisistä lähteistä yhteensä 2 MEUR. Loudspring sijoitti yhtiöön jo sen alkuvaiheessa vuonna 2013 175 TEUR 22 %:n osuutta vastaan (nykyinen omistus 25 %). Yhtiön tuotanto hoidetaan alihankintana Suomessa ja yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä 4 vakituista ja 6 osa-aikaista konsulttia.

Sofin patentoitu tekniikka on todennettu kilpailukykyiseksi monessa käyttökohteessa ja yhtiö onkin käyttänyt huomattavan paljon resursseja tehdessään erilaisia pilotteja ja todentaessaan teknologian toimivuutta eri sovelluskohteissa ja eri teollisuuden aloilla. Teknologia soveltuu parhaiten sovelluksiin, joissa partikkelit ovat hyvin pieniä, jopa 0,1 mikrometriä, puhdistettava aine on kiinteää, sen konsentraatio on korkea (likaista) ja käsiteltävä virtaus on suurta. Sofin etuna on myös laitteen pieni koko. Tämän hetken potentiaalisimman asiakaskohteet ovat:

- Savukaasulauhteen puhdistuskäsittely
- Kaukolämpöverkon vedenpuhdistus

- Laivojen rikkipesurien jäteveden puhdistus
- Öljynporauksen sivutuotteena pumpatun veden puhdistus
- Tunnelien rakennustöiden veden puhdistus
- Metallien talteenotto jätevedestä
- Mikromuovien suodatus jätevedestä

Yhtiön arvolupaukset vaihtelevat asiakassegmentin mukaan, mutta tyypillisesti Sofi auttaa teollisuutta korkeampaan vedenkierrätysasteeseen. Tämä puolestaan säästää rahaa tai auttaa täyttämään jäteveden päästönormit kustannustehokkaasti. Sofin teknologiaan avulla jätevedestä voidaan myös erotella arvometalleja hyötykäyttöön. Yhtiön asiakasreferenssejä ovat mm. Fortum, Anglo American, Porvoon Energia, VAPO, YIT, SRV, Lindström ja Kalliorakennus Yhtiöt.

Liiketoimintamalli on vielä muotoutumassa

Sofin tuote voidaan myydä asiakkaalle joko suoraan, jakelupartnerin tai systeemi-integraattorin kautta. Sofin tekemissä piloteissa, joissa asiakasarvoa on samalla testattu, myynti on tapahtunut suoraan asiakkaalle.

Sofin tuote on erittäin kestävä ja sen arvioitu elinkaari on 10 vuotta. Sofi Filter-suodatin puhdistaa itsensä ultraäänen avulla ja suodattimen jatkuvia vaihtoja ei siten tarvita. Tämä alentaa asiakkaan operatiivisia kustannuksia (verrattuna kilpaileviin suodatusmenetelmiin), mutta alentaa samalla Sofin varaosaliiketoiminnan potentiaalia. Myös Sofin käyttämässä teknologiassa suodatuksessa käytetty metalliverkko tulee vaihtaa noin 1,5 vuoden välein, ja arviomme mukaan tämä varaosamynti tuo elinkaaren aikana suunnilleen

alkuperäisen tuotteen verran liikevaihtoa. Sofi on myös tarjonnut tähän mennessä yksittäiselle asiakkaalle toiminnan etäseurantapalvelua, jonka laskutus on kk-pohjaista. Sofin tuote voidaan myös ostaa palveluna ja esimerkiksi maarakennus-projekteissa tämä on osoittautunut parhaaksi liiketoimintamalliksi.

Kasvun lähde ei ole vielä selkiytynyt

Kestävän teknologiansa vuoksi Sofi joutuu etsimään tuotteelleen jatkuvasti uusia asiakkaita, mikä lisää myynnin kustannuksia. Uuden vesiteknologian adoptointi on asiakkaiden parissa erittäin hidasta (5-15 vuotta), mikä tekee tuotteen myyntisykleistä pitkiä. Yhtiön arvion mukaan uusasiakashankinta voi kestää jopa 1-2 vuotta. Näkemyksemme mukaan Sofin teknologia on arvokasta. Yhtiön pitää kuitenkin löytää aiempaa kestävämpi kasvustrategia, jolla teknologian adoptointia saadaan nopeutettua kustannustehokkaasti.

Yhtiö on myynyt tähän mennessä noin 30 laitetta, joista suuri osa on arviomme mukaan ollut soveltuvuusprojekteja. Näihin on liittynyt ensin näytteen esitestaus Sofin laboratorioissa ja kenttäpilotti, jolloin tuotteen asiakasarvo on todistettu asiakkaalle. Arviomme mukaan näiden pilottien kokonaiskate on jäänyt vaatimattomaksi ja asiakkaan elinkaaren arvo suhteessa asiakashankinnan kustannukseen ei ole kasvun kannalta ollut tasapainossa. Pilotteja on kuitenkin tarvittu, jotta uskottavuutta ja kiinnostusta Sofin tuotteita kohtaan on saatu luotua. Erilaiset julkiset rahoitusohjelmat ja apurahat (suurimpana 750 TEUR Tekesin Nuoret Innovatiiviset Yritykset -ohjelma) ovat mahdollistaneet toiminnan jatkumisen.

Sofi Filtration 2/3

Sofin pitää näkemyksemme mukaan kyetä rahoittamaan kasvuun jatkossa enemmän tulorahoituksella, jotta sen kasvu on kestäväällä pohjalla. Yhtiön täytyy siirtyä vihdoin seuraavalle tasolle kasvustrategiassaan, ja uskomme ulkopuolisten jakelukanavien ja tuotteen myynnin erilaisille systeemi-integraattoreille olevan mahdollinen tie kannattavaan kasvuun. Käytännössä yhtiön korkea myyntikustannus ulkoistetaan mallissa, jos yhtiö onnistuu luomaan riittävästi hyviä yhteistyösuhteita.

Myynnin ulkoistus voi kiihdyttää kasvua

Yhtiön pyrkii nykyisessä strategiassaan hyödyntämään entistä enemmän ulkopuolisia jakelijoita suoramyyntin sijaan. Vaikka yhtiö ei saakaan näistä tuotteista jakelun katetta, näemme tämän erittäin järkevänä yhtiön rajallisista resursseista ja isojen projektikauppojen onnistumisen riskisyydestä johtuen. Sofi pyrkii avaamaan uusia jakelukanavia erityisesti Yhdysvaltoihin, jonne Sofi on jo perustanut tytäryhtiön. Yksi mielenkiintoinen uusi jakelukanava USA:ssa on Encotechin kanssa tehty sopimus Sofin teknologian edustuksesta öljy- ja kaasualan asiakkaille.

Oikeiden jakelupartnerien löytäminen ja myynnin kasvu vie arviomme mukaan oman aikansa, sillä se edellyttää ensin jakeluyhtiön vakuuttamista Sofin teknologian toimivuudesta ja tämän jälkeen sen myyjien koulutusta, jotta Sofin tuotteiden lisäarvo osataan kommunikoida myös asiakkaalle.

Sofi on myös solminut sopimuksia tuotteiden toimittamisesta eri systeemi-integraattoreille,

jota pidämme myös potentiaalisena myyntikanavana oikeiden partnerien löytyessä eri sovelluskohteissa. Suomalainen Caligo Industria on esimerkki jo toteutetusta yhteistyöstä. Caligo on savukaasulauhteen puhdistukseen kokonaisratkaisuja kehittävä ja toimittava yhtiö. Caligo on vuodesta 2016 ostanut Sofin moduuleita yhteensä 6 kpl liitettäväksi sen omaan lopputuotteeseen.

Ennusteet

Yhtiön liikevaihto laski vuoden 2016 550 TEUR:sta vuonna 2017 390 TEUR:oon. Laskeva trendi herättää huolta kasvun jatkumisesta, mutta arviomme mukaan kasvua on rasittanut USA:n toiminnan käynnistäminen (ei tuottanut vielä liikevaihtoa). Yhden isomman projektimyynnin toteutuminen voi heilauttaa liikevaihtoa arviomme mukaan noin 200 TEUR, mikä tekee ennustamisesta erittäin vaikeaa. Emme ole tehneet Sofille ennustemallia, sillä yhtiön liikevaihdon kasvua on tässä vaiheessa vaikeaa mallintaa projektitoimitusten myynnin ollessa hyvin volatiilia, uusien jakelukanavien myynnin kasvun ollessa vielä epävarmaa ja toistuvan liikevaihdon määrän nojatessa vain vähäiseen varaosamyntiin. Ennustettavuutta vaikeuttaa myös se, että kasvu saman asiakkaan sisällä ei ole arviomme mukaan toteutunut tähän mennessä kuin yksittäisissä tapauksissa, vaikka pilotti olisikin todistanut toimivuutensa.

Arviomme mukaan yhtiön liikevaihdon break-even taso on nykykustannusrakenteella noin 0,8-1,0 MEUR ja arvioimme yhtiön kykenevän onnistuessaan tähän tasoon jo tänä vuonna. Tämä vaatii kuitenkin muutaman isomman projektimyynnin toteutumista jaksolla. Ensi

vuodesta odotamme myös uusien jakelukanavien alkavan näkyä liikevaihdon kasvussa, ja niiden kasvun kulmakerroin määrittää merkittävästi Sofin arvoa lyhyellä aikavälillä.

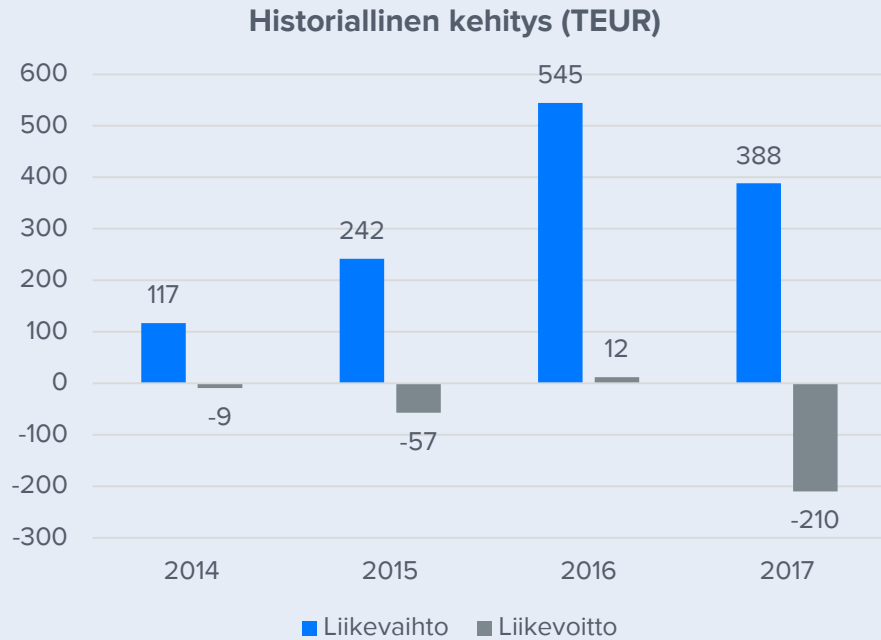
Arvostus

Arviomme tässä vaiheessa Sofin arvoksi maltillisesti 4,4 MEUR, mikä perustuu sen viimeiseen valuaatiokierrrokseen ja tasearvoon Loudspringin taseessa. Loudspringin osuuden arvoksi muodostuu 1,1 MEUR.

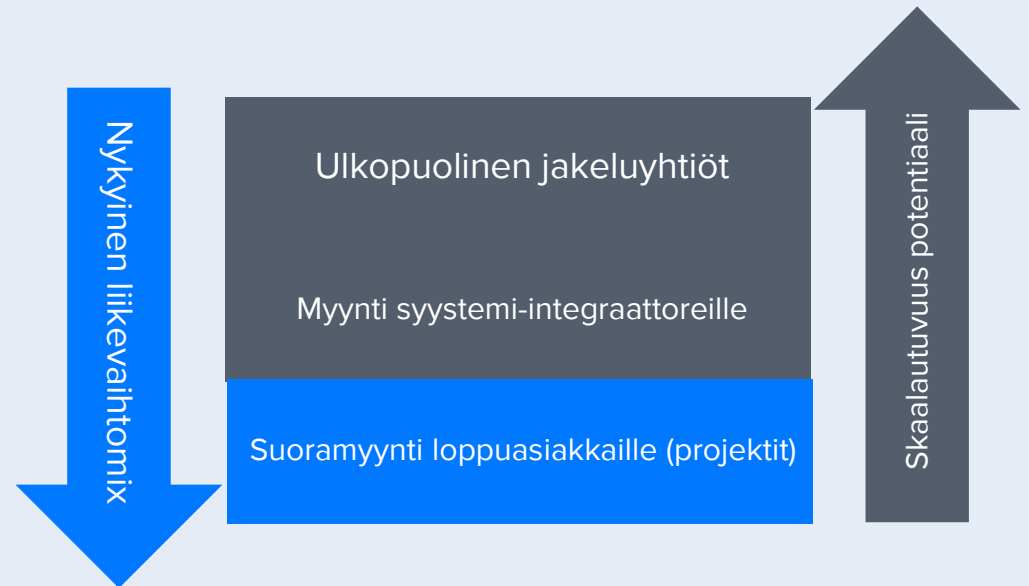
Pidämme mahdollisena, että jokin yhtiön lukuisista sovelluskohteista lyö läpi, ja liikevaihto kasvaa merkittävästi lähivuosina. Sofin arvostusta tukee sen liiketoiminnan pääomakeveys ja tuotteiden korkea myyntikate. Mahdollinen asiakaskysynnän kasvu näkyisi myös nopeasti yhtiön tuloksessa.

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttaa oleellinen riski siitä, että Sofin teknologian adoptointi vie asiakkaiden parissa niin paljon aikaa, että yhtiön rahat loppuvat kesken ennen sitä.

Sofi Filtration 3/3



Liikevaihdon kasvun lähde



ResQ Club 1/4

Yhtiökuvaus ja historia

ResQ kehittää ja operoi mobiilialustaa, jonka avulla käyttäjät voivat ostaa ylijäänyttä ravintolaruokaa alennettuun hintaan ja ravintolat voivat saada lisätuloja hukkaan menevästä ruoasta. Hiljattain myös K-ruokakaupat ovat alkaneet tarjota ylijäämäruokakasseja ResQ:n käyttäjille. Sovelluksen käyttö tarjoaa selkeää arvoa verkoston molemmille puolille ja ohessa myös ympäristölle. Sovellus tuo ravintoloille lisätuloja ja uusia asiakkaita sekä kiillottaa yrityksen vastuullisuusbrändiä. Toisaalta asiakas säästää ResQ:n avulla sekä rahaa että aikaa ja saa positiivisia tunteita ekologisesta toiminnastaan. Palveluun liittyminen on osapuolille ilmaista ja ResQ:n tulovirta perustuu %-pohjaiseen komissioon aterian myyntihinnasta.

ResQ Club lanseerattiin Helsingissä helmikuussa 2016. Loudspring sijoitti yhtiöön ensimmäistä kertaa saman vuoden toukokuussa ja myöhempien rahoituskierrosten myötä sen omistusosuus on noussut 19,4 %:iin. ResQ sai negatiivista julkisuutta helmikuussa 2018, kun yhtiön ex-toimitusjohtaja tuomittiin liiketoimintaidean varastamisesta aiemmalta työnantajaltaan Lunchie Oy:ltä. Tuomio ei koskenut itse yhtiötä ja se tuotti ResQ:lle arviomme mukaan vain lievää mainehaittaa. ResQ on viime syksystä alkaen (nykyisen toimitusjohtajan alaisuudessa) alkanut keskittyä enemmän kannattavaan kasvuun aiemmasta nopeasta, mutta hallitsemattomasta kasvusta johtuen (2017 EBIT: -1,3 MEUR). Rahavarojen niukkuus on tarkoittanut henkilöstömäärän rajua noin 70 %:n laskua nykyiseen 14 työntekijään. Kasvutahti on leikkauksista huolimatta pysynyt kohtuullisena ja Q1'18:n aikana kasvuvauhti on ollut 8,5 % kuukaudessa.

Markkinalla on runsaasti kasvumahdollisuuksia

Älypuhelinien yleistymisen on luonut nopeasti täysin uusia mahdollisuuksia ruuan kysynnän ja tarjonnan kohtaamiseen. Erilaiset digitaaliset markkinapaikat voidaan jaotella ”demand-driven” applikaatioihin (Wolt ja Foodora) ja ResQ:n kaltaisiin ”supply driven”-markkinapaikkoihin. Supply-driven markkinaa ajaa länsimaissa ruokahukka, joka on pitkään ollut ratkaisematon ongelma. Tyypillisen ravintolan hävikki vastaa 10-20 %:n osuutta kokonaistarjoamasta. ResQ:n arvion mukaan sen liiketoimintamallilla palveltavan markkinan arvo voisi kohota 4 miljardiin euroon pelkästään Euroopassa. ResQ:n kaltaisia merkittäviä toimijoita on vain kourallinen, mutta pilottivaiheessa olevia toimijoita on useita. Markkina on houkutteleva sekä rahallisesta että ekologisesta näkökulmasta, ja suuren potentiaalini ansiosta odotamme markkinalle lähivuosina runsaasti uusia toimijoita.

Pääkilpailijat

Markkinan koko ja mahdollisuus eivät rajoita näkemyksemme mukaan kasvua, vaan pääasiallisena kasvun ajurina ovat toimiva tuote ja yhtiön käytettävissä olevat resurssit. ResQ:lla on yhtiön arvion mukaan tällä hetkellä kaksi merkittävää kilpailijaa: tanskalainen TGTG ja ruotsalainen Karma, jotka ovat ResQ:n tavoin kasvaneet parin vuoden aikana huomasti. TGTG on laajentunut 8 maahan Euroopassa (UK, Saksa, Ranska, Hollanti, Norja, Sveitsi, Belgia ja Tanska) ja sillä on verkkosivujen mukaan 5000 partneria ja 3 miljoonaa asiakasta. ResQ:ta on viimeisen 2,5 vuoden aikana käyttänyt yli 2100 partneria Suomessa, Ruotsissa, Saksassa ja Hollanissa ja rekisteröityneitä asiakkaita on 280 000. Karma on markkinajohtaja Ruotsissa ja se

on laajentunut ainakin jo Lontooseen. Sillä on yhtiön verkkosivujen mukaan 1000 partneria ja 250 000 käyttäjää.

ResQ:n mobiilialusta on yhtiön oman arvion mukaan Euroopan laadukkain ja sen sovelluksen tuotekehitysteamiin kuuluu nimekkäitä osaajia, mikä tukee tätä näkemystä. Käytössä olevien resurssien osalta arvioimme ResQ:n olevan TGTG ja Karmaan verrattuna alakynnässä. ResQ:n strategiana on tällä hetkellä rakentaa hyvin kannattavia verkostopesäkkeitä ja skaalata verkostoa lokaalisti ylöspäin, kun taas kilpailijat pyrkivät arviomme mukaan laajentumaan enemmän maantieteellisesti. Arviomme mukaan maantieteellistä laajentumista on haastavaa toteuttaa hallitusti useassa maassa yhtäaikaaisesti, ja tämä vaatii paljon pääomaa.

Liiketoimintamalli ja verkostovaikutukset

ResQ:n kaltaisen markkinapaikan liiketoimintamalli perustuu käyttäjän ja tuottajan yhdistämiseen mahdollisimman sujuvasti sekä tästä saatavaan korvaukseen. Liiketoiminnan kasvu perustuu verkoston koon kasvattamiseen, jotta sen valikoima ja transaktioiden määrä lisääntyy. Verkoston toisella puolella ovat käyttäjät (kysyntä) ja toisella puolella ravintolat (tarjonta) - molempien kasvattaminen nostaa verkoston arvoa toisen puolen näkökulmasta (epäsuorat verkostovaikutukset). ResQ:n skaalatessa käyttäjäkuntaa pitää molempien puolien olla tasapainossa, jotta käyttäjäkokemus pysyy hyvänä sekä asiakkaille että ravintoloille. Muodostuvat verkostot ovat hävikkiruussa hyvin lokaaleja, sillä tyypillisesti niitä käytetään arkipäivisin esimerkiksi työmatkan yhteydessä ja jopa yksi kaupunki (tai lähiö) voi muodostaa oman alueellisen verkostonsa.

ResQ Club 2/4

Tästä johtuen arviomme mukaan maan rajojen sisällä voi olla tulevaisuudessa useita menestyviä toimijoita, vaikka suurempi toimija saakin jonkin verran etua ihmisten matkustaessa kaupunkien välillä.

ResQ:n tulovirta perustuu komissioon, jonka suuruus voidaan laskea ResQ:n liikevaihdosta ja myytyjen aterioiden ilmoitetusta volyyymista. Vuonna 2017 alustan kautta myytiin aterioita noin 1,5 MEUR:lla liikevaihdon oltua 0,30 MEUR (20 % komissio) ja 2016 noin 0,5 MEUR:lla liikevaihdon oltua 0,12 MEUR (25 %-komissio). Arviomme Suomen ja Ruotsin liiketoiminnan keskimääräisen komission olevan lähellä 25 % ja kilpailluilla markkinoilla Keski-Euroopassa tätä alempi.

Verkostojen ylösajo

Laajentuessaan uusille alueille yhtiö kohtaa muna-kana-ongelman ja ensimmäisten käyttäjien ja ravintoloiden mukaan houkuttelu on kallista, sillä verkosto itsessään ei vielä tarjoa riittävää arvoa liittyjille. Verkoston laajentumisnopeutta hidastaa enemmän tarjonnan määrän kasvu, sillä ravintoloiden saaminen palveluun vaatii yhtiöltä selvästi enemmän myyntityötä kuin kuluttajien hankinta. Näkemyksemme mukaan "first mover" saa lähtökohtaisesti selkeän edun, sillä ravintolan vaihtoehto koskemattomalla markkinalla palvelun käytölle on ruuan pois heittäminen. "First moverin" etua laskee ravintoloiden sivistämistarpeesta aiheutuvat kustannukset, jotka hidastavat adoptointia. Nämä kustannukset vaihtelevat markkina-alueiden välillä voimakkaasti.

ResQ:n käyttäjäkyselyn mukaan 99 % asiakkaista suosittelee sovellusta eteenpäin,

mikä tekee kasvumoottorista asiakkaiden parissa viraalisen. Asiakasmäärä voidaan aluksi polkaista käyntiin mediahuomiolla ja sen jälkeen asiakasmarkkinoinnin kustannus on hyvin matala. Kun riittävä massa ravintoloita ja asiakkaita on liittynyt palveluun, vauhtipyörä saadaan kunnolla käyntiin ja myyntikulut laskevat tällä alueella myös ravintoloiden osalta. Enemmistön alueen ravintoloista ja asiakkaista kattava verkosto luo näkemyksemme mukaan alueellisen vallihaudan ja seuraavan tulijan pitää pystyä tarjoamaan jokin selvästi parempi ominaisuus tunkeutuakseen markkinalle.

Pidämme ResQ:n asemaa tällä hetkellä erityisen vahvana Suomessa ja osittain myös Ruotsissa. Varmistaakseen palvelunsa volyymin jo alussa ResQ laajeni myös Saksan markkinoille fuusioitumalla paikallisen Meal Saverin kanssa toukokuussa 2017, mutta Saksan liiketoiminnan kasvu ei ole tämän jälkeen sujunut odotetusti. Arviomme tämän johtuneen osittain TGTG kilpailupaineesta ja osittain paikallisen ravintolakulttuurin eroista sekä edullisemmasta hintatasosta verrattuna Suomeen. Nämä tekijät alentavat myyntipanostusten kannattavuutta erityisesti toiminnan ylösajon vaiheessa.

Nyt ResQ keskittyy Suomen kaikkien kaupunkien (2 myyjää) sekä Ruotsin pienempien kaupunkien (1 myyjä) haltuunottoon, sillä näillä alueilla myynnin ROI-% on arviomme mukaan houkutteleva. ResQ:n myyntiprosessi on tehokas ja yksi myyjä ottaa kuukaudessa haltuun noin 40-50 ravintolaa. Yhtiöllä on edelleen toimintaa Saksassa ja Hollannissa, mutta niiden kasvattamiseen ei tällä hetkellä ole kohdistaa tarvittavia myyntiresursseja. Yhtiö on lisäksi käsityksemme mukaan joutunut vetäytymään Virosta kokonaan.

Yhtiön kassatilanne huomioon ottaen on järkevää kohdistaa resurssit sinne, mistä kasvua saadaan kannattavimmin. Mielestämme kuitenkin ideaalitulanteessa (jos käytössä olisi enemmän pääomia) yhtiön tulisi vallata markkinoita aggressiivisemmin ensimmäisenä ja optimoida kannattavuuttaan vasta myöhemmin. Yhtiön myyntipanostusten takaisinmaksuajat ovat arviomme mukaan lyhyitä Suomessa ja Ruotsissa. Uskomme vastaavia alueita löytyvän muualtakin Euroopasta, mutta niiden haltuunotto vaatii aluksi runsaasti pääomia. Myös USA on arviomme mukaan kiinnostava markkina.

Lisensointi mahdollinen tulevaisuudessa

Nykyisistä rajallisista resursseista johtuen ResQ:n yhtenä vaihtoehtona on toteuttaa laajentuminen uusiin maihin lisensointimallilla, jolloin yhtiöltä ei sitoudu pääomaa laajentumiseen. Kääntöpuolena on, että yhtiö saa alustan kautta kulkevasta volyyymista pienemmän osan itselleen. Pidämme lisensointia järkevänä ja todennäköisenä laajentumiskanavana tulevaisuudessa, sillä se mahdollistaisi myös nykyisessä rahoitustilanteessa koskemattomien markkinoiden valtaamisen ennen kilpailijoita. Tätä varten yhtiön tulee kuitenkin löytää sopivia kumppaneita

Palvelu kehittyä edelleen

Yhtiö panostaa edelleen alustan kehitykseen voimakkaasti. Se kehittää ravintoloille mm. ilmaisia uusia työkaluja helpottaakseen applikaation käyttöönottoa jo ennen kuin ravintola alkaa hyödyntää markkinapaikkaa. Yksi tällainen työkalu on henkilöstöresurssilaskin, joka laskee ravintolan tarpeen myyntihistorian perusteella.

ResQ Club 3/4

Yhtiö arvioi, että uusien ominaisuuksien avulla sovelluksen adoptointi helpottuu ja jo kilpailutkin markkina voidaan ottaa haltuun myöhemmin. Yhtiö lisäsi hiljattain palveluun myös ravintoloiden käyttäjäarvostelut, mikä luo verkostolle selvästi lisäarvoa läpinäkyvyyden lisääntyessä palvelun ja annosten laadusta. Yhtiön tavoitteena on myös kehittää myöhemmin tekoälyä helpottaakseen käyttäjän ja oikean annoksen kohtaamista palvelussa.

Ennusteet

Ennusteessamme yhtiö jatkaa lähes nykyisin resurssein orgaanista laajentumistaan ottaen Suomen ja Ruotsin markkinoita haltuunsa. Vuonna 2019 kasvu alkaa ennusteissamme saada tukea myös lisensointituloista. Yhtiön kulut ovat arviomme mukaan henkilöstövähennyksen jälkeen noin 1,2 M€ ja arvioimme yhtiön kulujen kasvavan lähivuosina maltillisesti (10 % vuodessa). Yhtiö on vuodesta 2017 lisäksi alkanut aktivoida osan tuotekehityskuluistaan taseeseen ja oletamme toiminnan jatkuvan myös lähivuosina. Poistotasot nousevat lähivuosina tämän seurauksena (10 vuoden tasapoistot).

Yhtiö kääntyy kassavirtaposiitiviseksi ennusteessamme vuonna 2020 ja tämän jälkeen volyymin mukana nopeasti skaalautuva kustannusrakenne nostaa yhtiön pian hyvin kannattavaksi yhtiön jatkaessa vahvaa kasvuaan. Yhtiön viimeisimmällä rahoituskierröksellä (kevät 2018) keräämät varat riittävät arviomme mukaan nykyisen orgaanisen kasvun rahoitukseen. Näin ollen on enemmänkin strateginen valinta, halutaanko kasvua kiihdyttää keräämällä lisärahoitusta.

Arvostus

Neutraalissa skenaariossa yhtiö etenee ennusteemme mukaisesti ja näkyvyys liikevaihdon orgaaniseen kasvuun on suhteellisen hyvä vähäriskisestä laajentumisstrategiasta johtuen.

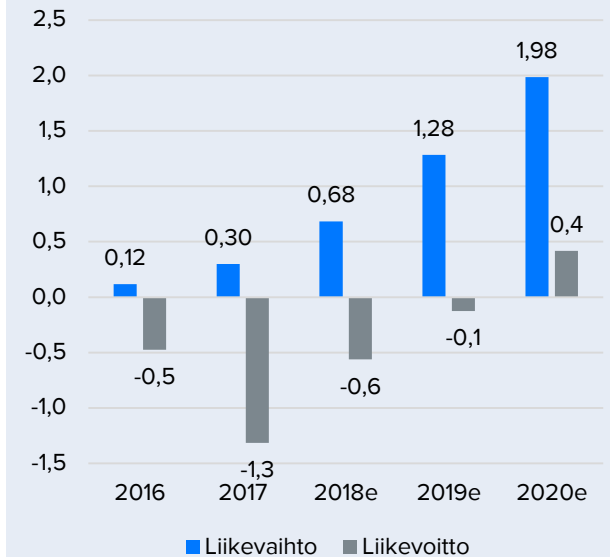
Arvonmäärittämämme pohjana on neutraali skenaariomme ja seuraavan sivun verrokkiryhmä, joka koostuu pörssi-listatuista ruuan lähettipalveluista. ResQ kasvaa ennusteemme mukaan verrokkeja selvästi nopeammin, mikä puoltaa preemiohinnoittelua. Samalla preemiota laskee ResQ:n pieni koko. ResQ:lle hyväksymämme arvostus on 2019e EV/S-kerroin 6x-10x (käytimme 8x). ResQ:n yritysarvoksi saadaan 10,3 MEUR ja kasvun rahoittamiseen tarvittavat nettovelat huomioituna Loudspringin omistuksen arvo on 1,9 MEUR.

Olemme luoneet neutraalin ennusteemme lisäksi kaksi muuta skenaariota ResQ:n arvostuksen haarukointiin, sillä arvo on volatiili riippuen omistajien riskinottohalukkuudesta. Negatiivisessa ja positiivisessa skenaariossa yhtiöön laitetaan merkittävästi lisää pääomaa (10 MEUR) ja molemmissa skenaarioissa yhtiön kasvu kiihtyy ja liikevaihto nousee nopeasti 10 MEUR:oon. Negatiivisessa skenaariossa pääoman tehokas käyttö epäonnistuu ja kasvu tulee liian kalliiksi ja omistuksen arvo painuu 0 MEUR. Positiivisessa skenaariossa yhtiö onnistuu resurssien kohdentamisessa hallitusti kannattavaan kasvuun, jolloin arvo voisi moninkertaistua muutamassa vuodessa. Olemme sitä mieltä, että yhtiöllä olisi hyvät mahdollisuudet saavuttaa positiivinen skenaario nostamalla riskitasoaan ja kohdistuen resurssit aiempaa paremmin oikeisiin kohteisiin.

Ennusteet

MEUR	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Oma volyymi	0,5	1,5	2,9	4,8	7,3
Lisenssivol.	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Liikevaihto	0,1	0,3	0,7	1,3	2,0
Kasvu-%	-	156 %	128 %	88 %	55 %
Opex	-0,6	-1,6	-1,2	-1,3	-1,4
EBITDA	-0,5	-1,3	-0,5	0,0	0,5
Poistot	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
EBIT	-0,5	-1,3	-0,6	-0,1	0,4

Taloudellinen kehitys (MEUR)



ResQ Club 4/4

Verrokkiryhmä

Nimi	EV (MEUR)	EV/S 2018e	EV/S 2019e	Kasvu-% 2018e-2019e
Delivery Hero SE	8624,6	10,1	6,9	46 %
Ocado Group PLC	8075,9	4,2	3,8	11 %
Just Eat PLC	6296,2	7,2	5,8	25 %
Takeaway.com NV	2341,4	9,3	7,1	32 %
Mediaani	7186,0	8,2	6,3	28 %
ResQ	10,3	15,1	8,0	88 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes 30.7.2018

Liiketoimintamalli



Lähde: Inderes

Swap.com 1/4

Yhtiökuvaus

Swap.com on Yhdysvalloissa toimiva online-markkinapaikka käytetyille tavaroille. Yhtiön tuotevalikoimaan kuuluu noin 2,3 miljoonaa tuotetta koostuen naisten, lasten ja miesten vaatteista ja sekä tietyistä tavarakategorioista. Yhtiön (aik. Nectycler) perustivat nykyiseen johtoon kuuluvat Juha Koponen ja Jussi Koskinen 2008. Yhtiö toimi alun perin eBayn kaltaisena P2P-markkinapaikkana Suomessa sekä myöhemmin UK:ssa ja Saksassa, mutta tämä liiketoimintamalli ei osoittautunut toimivaksi.

Ostettuaan Swap.comin 2012 yhtiö alkoi keskittyä pelkästään Yhdysvaltain markkinoihin ja samalla se vaihtoi liiketoimintamallinsa Amazon-tyyppiseen Fulfillment Center-malliin. Liiketoimintamallissa asiakkaat eivät postita vaatteita suoraan toisilleen, vaan myyjä postittaa tuotteet Swap.comille, joka hoitaa vaatteiden tarkastukset, kuvaamisen, hinnoittelun ja lähetyksen eteenpäin ostajille. Swap.comin liikevaihto muodostuu myydyistä tavaroista ja osa tästä liikevaihdosta maksetaan komissiorakenteen mukaisesti tavaraa lähettäneille myyjille. Myyjien komissioista vähennetään lisäksi kiinteä lähetyskohtainen käsittelymaksu, jolla yhtiö kattaa logistiikkakulunsa. Tällä hetkellä yhtiö toimii pelkästään Yhdysvaltain markkinoilla. Loudspring sijoitti yhtiöön ensimmäisen kerran jo vuonna 2010 saaden 3,5 % osuuden 84 TEUR:lla. Myöhempien rahoituskierrosten myötä omistusosuus on noussut 6,6 %:iin.

Viimeisen kolmen vuoden aikana yhtiön liikevaihto on yli kymmenkertaistunut ja vuonna 2017 se oli noin 16 MUSD (2014: 1,47 MUSD). Swap.com on käyttänyt viime vuosina paljon

panostuksia markkinointiin, mikä on johtanut nopeaan kasvuun, mutta samalla myös korkeaan rahoitustarpeeseen. Swap.com onkin kerännyt toimintahistoriansa aikana noin 50 MEUR saavuttaakseen nykyisen asemansa. Arviomme mukaan merkittävä osa tästä rahasta on käytetty markkinointiin ja uusasiakashankintaan.

Tehokas varasto on yhtiön kilpailuetuna

Yhtiön varasto (33500 m²) sijaitsee Chicagon logistiikkahubissa, mikä mahdollistaa Swap.comille kustannustehokkaan kuljetuspalvelun myyjien lähettäessä paketteja yhtiölle ja yhtiön lähettäessä tilauksia kuluttajille. Swap.comin varaston sisällä tapahtuva vastaanotto prosessi on arviomme mukaan sen merkittävin kilpailuetu, sillä prosessi on hyvin tehokas. Vastaanotettavien tavaroiden tarkastus ja vaatteiden pukeminen mannekiineille ovat manuaalisia työvaiheita, mutta tuotteiden kuvausprosessi on täysin automatisoitu ja samoin tuotteiden siirto liukuhihnalla pitkin. Lisäksi tuotteiden listauksessa henkilöstön apuna on tekoäly, joka kuvantunnistusta ja aiempaa dataa hyödyntämällä kykenee tunnistamaan osan vaatteista automaattisesti. Tunnistusprosessi tehostuu sitä mukaa, mitä enemmän dataa Swap.comille kertyy. Yhtiölle on jo kertynyt dataa merkittävästi, sillä se on myynyt yli 5 miljoonaa käytettyä tuotetta kuluttajille.

Yhtiö on itse kehittänyt tietojärjestelmänsä alusta asti. Arviomme mukaan yhden tuotteen vastaanottaminen ja varastointi maksaa Swapille noin 1,5 dollaria. Tätä kustannusta voidaan sen liiketoimintamallissa ajatella vaatteisiin sitoutuvaksi pääomaksi, sillä yhtiö maksaa vaatteet vasta, kun ne myydään. Pääoman sitoutumisen kannalta yhtiön liiketoimintamalli onkin varsin kevyt.

Alhaisen hintakategorian kilpailu vähäistä

Käytettyjen vaatteiden online-kaupassa samankaltaisella liiketoimintamallilla toimii USA:n markkinoilla ainakin ThredUp. Se keskittyy Swap.comista poiketen pelkästään korkeamman hintaluokan brändituotteisiin. Arviomme mukaan tämä Premium-segmentti on kannattavin, mutta myös kilpailuun. Arviomme mukaan Swap hallitsee alhaisen hintaluokan tuotteiden kategoriaa, sillä kilpailijoiden on vaikea saada vaatteiden vastaanottamisen prosessista riittävän tehokasta ja ne eivät siksi ota halpoja vaatteita vastaan. Swap.comin tuotteiden keskimyyntihinta on vain 8 dollaria ja arviomme mukaan moninkertaisesti kilpailijoita alempi.

Paikalliset kirpputorit ja lahjoitusperiaatteella toimivat Second hand -kaupat ovat jo pitkään myyneet käytettyjä vaatteita. Niiden myymäläkapasiteetti on kuitenkin rajattu ja usein ne eivät pysty ottamaan vastaan kerralla kovin paljoa tavaraa. Näille toimijoille Swap.com tarjoaa arviomme mukaan mielenkiintoisen jakelukanavan emmekä näe niiden suoranaisesti kilpailevan yhtiötä vastaan. Yhtiön arvion mukaan käytettyjen vaatteiden markkinan koko on Yhdysvalloissa noin 100 miljardia euroa ja alhaisen hintatason markkina muodostaa tästä suurimman osan.

Yhtiö alkanut keskittyä kannattavuuteen

Yhtiö on tänä vuonna keskittynyt merkittäviin tehostamistoimenpiteisiin pyrkimyksensä saavuttaa liiketoiminnassaan break-even-taso. Tehostamistoimenpiteisiin on liittynyt kustannusleikkauksia ja käytetyistä markkinointikanavista on valittu kustannustehokkaimmat.

Swap.com 2/4

Yhtiöllä on korkea asiakaspito ja noin 80 % myynnistä tulee vanhoilta asiakkailta. Arviomme mukaan se suojelee saavutettua liikevaihtotasoa melko hyvin, sillä olemassa oleville asiakkaille on kustannustehokasta tehdä sähköposti-markkinointia. Yhtiön verkoston saavuttama suuri koko tuo sille myös arviomme mukaan jonkin verran uusia käyttäjiä ihmisten suositellessa palvelua eteenpäin. Yhtiö toteutti keväällä sisäisen rahoituskierroksen, jolla se sai riittävästi pääomia karsittujen toimintojensa jatkamiseen.

Liiketoimintamallia pitää tasapainottaa

Swapin liiketoimintamallissa digitaalisella markkinapaikalla olevat kuluttajat ja sen varastoon tavaraa lähettävät myyjät tulee kyetä yhdistämään mahdollisimman sujuvasti ja kustannustehokkaasti, jotta alusta tarjoaa verkoston molemmille osapuolille kilpailevia verkostoja korkeampaa arvoa. Verkoston toisella puolella ovat ostajat ja toisella puolella myyjät (valikoima) ja molempien kasvattaminen nostaa verkoston arvoa toisen puolen näkökulmasta (epäsuorat verkostovaikutukset). Kasvaessaan Swap.comin pitää huolehtia, että verkoston molemmat puolet ovat tasapainossa. Yhtiön kustannustehokas tavaran vastaanotto on jo pitkälle optimoitu, mutta yhtiön tulee näkemyksemme mukaan kohdistaa resursseja kuluttajapuolen aktiviteetin parantamiseen.

Varaston kierron nopeuttaminen fokuksessa

Kannattavuusohjelman myötä yhtiön fokus on jo viime kuukausina siirtynyt tavaramäärän kasvattamisesta varaston kierron nopeuttamiseen sekä kassavirran kääntämiseen positiiviseksi. Myös Loudspring on tukenut yhtiötä uuden strategian muotoilussa selvästi. Varasto on näkemyksemme mukaan päässyt

paisumaan tarpeettoman suureksi, sillä arviomme mukaan varastoon on sitoutunut yli vuoden liikevaihdon verran tavaraa (2,3 milj. tuotetta * 8 USD/tuote). Varaston kierron nopeuttaminen on tärkeää myös siksi, että yhdellä varastolla pystytään operoimaan suurempaa liikevaihtoa ja liiketoimintamalli skaalautuu paremmin myös varastorakennukseen liittyvien kustannusten osalta. Yhtiö ei ota tällä hetkellä vastaan uusia tavaroita myyjiltä ja tämä johtuu yhtiön mukaan vastaanottopalvelun ruuhkautumisesta (laatikoiden purku-aika venynyt 100 päivään).

Arviomme mukaan yhtiön tulee olla jatkossa kriittisempi, mitä tavaraa varastoon otetaan vastaan. Vaikka Swap.com ei joudu maksamaan tuotteista ennen niiden myyntiä, maksaa jokaisen tuotteen vastaanotto ja varastointi. Arviomme mukaan nykyisen valikoiman rakentaminen on maksanut noin 3,5 miljoonaa dollaria (2,3 milj. tuotetta * 1,5 dollaria/tuote). Yhtiö voi vaikuttaa sille lähetettäviin tuotteisiin säännöillään ja hinnoittelumallillaan. Yhtiö voi parantaa varaston kiertoa myös kehittämällä kuluttajan ja oikean vaatteen kohtaamista markkinapaikalla. Tämä edellyttäisi myös käyttäjädatan aiempaa parempaa hyödyntämistä.

Myyntikatteen nousulla lisärahaa markkinointiin

Perinteinen tapa varastonkierron parantamiseen on kuluttajapuolen markkinoinnin lisääminen. Markkinointibudjetti on kestäväällä pohjalla, jos se kyetään rahoittamaan myytyjen tuotteiden tuloilla. Tähän liittyen yhtiö muutti jo 2017 kesällä komissiomalliaan kestävämpään suuntaan ja Swap saa aiempaa suuremman osan tuotteen hinnasta itselleen. Aiemmin yhtiö sai 25 % + 1,5

dollaria per myyty tuote, mikä jätti arviomme mukaan liian pienen myyntikatteen yhtiölle kiinteiden kustannusten kattamiseen. Nyt myyjä saa alle 10 dollarin tuotteesta 20 % käteisenä, 10-20 dollarin tuotteesta 40 % ja yli 20 dollarin tuotteesta 60 %. Myyjällä on myös mahdollisuus saada rahan sijasta Swap.com ostosaldoa, jolloin komissio on 10 % suurempi myyntihinnasta. Pidämme komissiomallin muutosta positiivisena, sillä yhtiön saama isompi osuus myynnistä mahdollistaa markkinointibudjetin asteittaisen kasvattamisen myös ilman ulkopuolista rahoitusta. Rajallinen markkinointibudjetti pitää kuitenkin onnistua kohdistamaan tuottaviin kohteisiin. Myös tavaran vastaanottaminen pitää jossain vaiheessa aukaista uudelleen, kunhan nykyinen suma on saatu purettua.

Toimintojen tasapainottamiseen liittyy myös verkostovaikutusten takia vaikeasti hahmotettavia riskejä, joiden seurauksena myynti voi kääntyä laskuun. Tässä vaiheessa onkin epäselvää, miten tehostamistoimenpiteet vaikuttavat verkoston eri puoliin erityisesti markkinointibudjetin laskun myötä.

Ennusteet

Suomalaisen emoyhtiö Swap Services Oy:n tilinpäätös ja tase ovat julkisesti saatavilla, mutta liiketoiminnasta vastaava USA:n tytäryhtiö Swap Inc. ei raportoi tilinpäätöstään julkisesti.* Aiempina vuosina yhtiöstä on kerrottu ainoastaan liikevaihdon kehitys. Emme ole tehneet yhtiölle ennustemallia, sillä ilman tilinpäätöstä emme tiedä kustannusrakenteen lähtötasoa, emmekä pysty arvioimaan ennusteidemme osumatarkkuutta muuten kuin liikevaihdon osalta. Arviomme kuitenkin lukujen kehitystä sanallisesti.

*Loudspring julkaisi 14.8.2018 Swap.comin (koko konserni) nettotuloksen vuodelta 2017: -19,0 MEUR ja vuodelta 2016: -17,3 MEUR.

Swap.com 3/4

Arvioimme liikevaihdon kasvun pysähtyvän tänä vuonna ja jäävän nykytasolleen johtuen tehostamistoimenpiteistä. Arvioimme yhtiön myyntikatteen parantuvan asteittain komissiorakenteen muutoksen vaikutuksesta (kesä 2017). Vaikutus tulee esiin viiveellä, koska varaston tyhjentyminen vanhan komissiorakenteen mukaisesta tavarasta vie aikaa. Suurempi myyntikate ja yhtiön omien toimien seurauksena mahdollisesti parantuva varastonkierto vapauttavat varoja myös markkinointibudjetin maltilliseen kasvuun, mikä tukee maltillista orgaanista kasvua eteenpäin mentäessä.

Arvostus

Näkemyksemme mukaan yhtiön historiallinen kasvu on ollut erittäin kallista ja yhtiön huomion kiinnittäminen tehokkuuteen on tällä hetkellä oikea lähestymistapa. Arvioimme mukaan break-even tason saavuttaminen helpottaisi yhtiön lisärahoituksen saantia ja lisärahoitus mahdollistaisi puolestaan nykyistä korkeammat kasvupanostukset. Kasvun myötä kiinteitä kustannuksia on mahdollista skaalata edelleen. Arvioimme yhtiön tekevän oikeita toimenpiteitä kannattavuuden kääntämiseksi, mutta toimien tehokkuuteen liittyy tässä vaiheessa paljon epävarmuutta.

Liikevaihdon vahva kasvu on arvioimme mukaan aiemmin ajanut yhtiön valuaatiota, jolloin korkeinkin EV/S-kerrointa (noin 5x) on voitu perustella yli 100 %:n vuotuisilla liikevaihdon kasvulukemilla. Kuluvana vuonna arvioimamme kasvun pysähtyminen laskee yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa selvästi, kun arvostusta katsotaan 2018e EV/S-kertoimella. Huomautamme myös, että vaikka yhtiö onnistuisi saavuttamaan tavoittelemansa break-even-tason, se ei vielä riitä siihen, että yhtiön valuaatiota

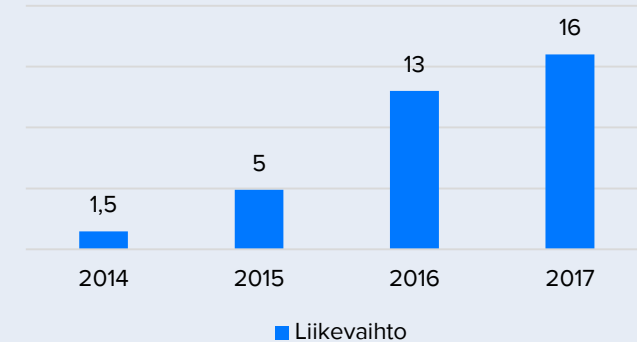
voitaisiin perustella tulos pohjaisilla kertoimilla.

Seuraavan sivun graafissa on esitetty platform-liiketoimintamallilla toimivien isojen yhtiöiden arvostusta suhteessa liikevaihdon ennustettuun kasvuun. Kokoamaamme verrokkiryhmään kuuluvat eBay, Amazon, vaatemyyjät Zalando ja Asos, sekä pienempi ruotsalainen Qliro, joka omistaa CDON.comin ja Nelly.comin. Näiden verrokkien 2019e EV/S-kertoimet vaihtelevat 0,4x ja 3,5x välillä niiden kasvuvauhdin ollessa 8-25 % välillä. Verrokkien kokoluokka on suuri verrattuna Swap.comiin ja samalla nämä yhtiöt ovat voitollisia. Pienemmästä koostaan ja tappiollisuudestaan johtuen Swap.comia pitää näkemyksemme mukaan hinnoitella alennuksella näihin yhtiöihin verrattuna, mikäli yhtiön kasvuvauhti ei ole verrokkeja merkittävästi korkeampi. Yhtiön tuleva kasvuvauhti onkin näkemyksemme mukaan merkittävin arvoajuri.

Olemme hahmotelleet arvomatriisia Swap.comille, mikäli se onnistuu tehostamistoimenpiteiden jälkeen palaamaan kasvu-uralle vuonna 2019. Arvomatriisin mukaan esimerkiksi 40 %:n liikevaihdon kasvu oikeuttaisi EV/S-kertoimeen 3x ja Swap.com velaton arvo olisi 59 MEUR.

Kokonaisuutena huono läpinäkyvyys yhtiön lukuihin alentaa yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa sijoittajan näkökulmasta selvästi. Myös tehostamistoimenpiteiden tehokkuuteen liittyy epävarmuutta ja vuoden 2019 kasvulukemiin ei ole näkyvyyttä. Tämän seurauksena arvotamme Swap.comin hyvin konservatiivisesti EV/S-kertoimella 1x vuoden 2017 toteutuneen liikevaihdon mukaan (yritysarvo EV: 14 MEUR). Käsityksemme mukaan yhtiöllä on myös hieman nettovelkaa ja Loudspringin 6,6 %:n osuuden arvoksi saadaan noin 0,7 MEUR.

Historiallinen kehitys (MUSD)



Liiketoimintamalli

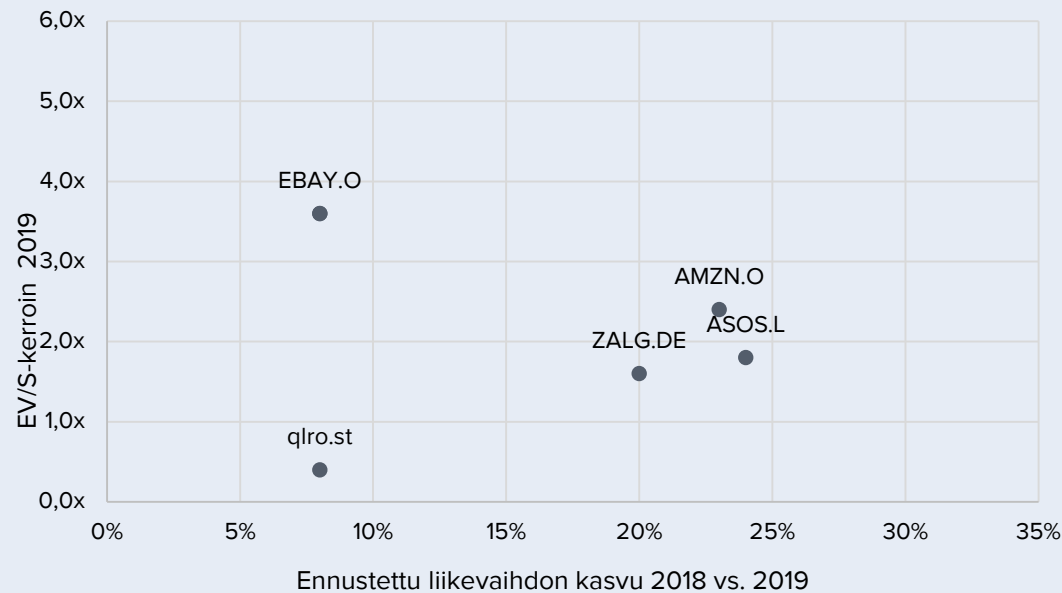


Swap.com 4/4

Arvomatriisi (EV)		2019e liikevaihdon kasvu-%					
MEUR		0 %	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
EV/S-kerroin	1	14	17				
	2		34	39			
	3		50	59	67		
	4			78	90	101	
	5					126	140
	6						168

Swap.comille hyväksymämme arvostus, joka olettaa yhtiön käyttökateen olevan break-even-tasolla (EBITDA-% 0 %) vuonna 2019.

Verrokkiryhmän arvostus suhteessa kasvunopeuteen



Nimi	Ticker
eBay Inc	EBAY.O
Amazon.com Inc	AMZN.O
ASOS PLC	ASOS.L
Zalando SE	ZALG.DE
Qliro Group AB	qlro.st

Enersize 1/4

Yhtiökuvaus ja historia

Enersize keskittyy valmistavan teollisuuden paineilmajärjestelmien energiatehokkuuden parantamiseen. Yhtiön mittaus ja tiedonkeruu-järjestelmän sekä pilvessä sijaitsevan ohjelmiston avulla asiakastehtaan paineilmajärjestelmää voidaan analysoida kokonaisuutena. Tällä hetkellä alustan käyttäjänä toimii vielä Enersizen asiantuntija, mutta yhtiö kehittää alustan algoritmeja koko ajan automaattisemmaksi, jotta lähitulevaisuudessa myös asiakas kykenisi hyödyntämään järjestelmää itsenäisesti. Yhtiön mukaan analyysin perusteella tehtävien toimenpiteiden energian säästöpotentiaali on 20-50 % riippuen kohteesta ja toimenpiteet parantavat samalla paineilmajärjestelmän toimintavarmuutta.

Enersize sai alkunsa vuonna 2010 Energy-liiketoimintayksikön irtautuessa Rocca Group Oy:stä. Loudspring sijoitti yhtiöön ensimmäistä kertaa samana vuonna 230 TEUR saaden yhtiöstä 29,8 %:n osuuden. Alkuvuosina asiakashankinta ei kuitenkaan lähtenyt suunnitellusti käyntiin ja 2013 yhtiössä jouduttiin aloittamaan yrityssaneeraus. 2014 Loudspring rekrytoi toimitusjohtaja Sami Mykkäsen, joka aloitti aktiivisen myyntityön Kiinan markkinoilla ja 2015 Enersize aloitti ensimmäisen merkittävän projektin Beijing Opto Electronicsin (BOE1) kanssa. Loudspring on tukenut Enersizen liiketoimintaa sen matkan varrella myös myöntämällä yhtiölle projektilainoja.

Vuoden 2017 alussa Loudspringin avustuksella Enersize sai sijoittajikseen autoteollisuuden merkittävät toimijat Scania ja Heinz Dürrin (Dürr Groupin pääomistaja). Kesäkuussa 2017 yhtiö listautui Tukholman First North listalle 173 MSEK valuaatiolla keräten annissa varoja sijoittajilta 28 MSEK. Loudspring myi listautumisen jälkeen

pienen osan omistuksestaan saavuttaen osuudelle korkean 1030 %:n sijoitustuoton, mutta kaupan pienestä koosta johtuen matalan euromääräisen tuoton. Enersizen markkina-arvo on laskenut vuoden aikana selvästi, johon syyksi arvioimme listautumisen aikaisista tavoitteista jäämisen. Vuodelle 2017 yhtiö tavoitteli 10 uutta projektia ja vuodelle 2018 28 uutta projektia, mutta vuoden 2017 alun ja toukokuun 2018 välillä yhtiö sai lopulta 10 uutta projektia. Samalla projektien konversio liikevaihtoa kerryttäväksi on ollut hidasta. Loudspringin nykyinen laimentamaton omistusosuus yhtiöstä on 35,6 %.

Markkinat ovat valtavat

Teollisuuden paineilmajärjestelmät kuluttavat globaalista sähkökulutuksesta noin 5 % ollen yksi tehtaiden tehottomimmista prosesseista. Noin 90 % tehtaista käyttää paineilmaa ja yhtiön potentiaalisimpia asiakkaita ovat mm. auto-, teräs, lasi-, elektroniikka- ja kemianteollisuus. Yhtiö kohtaa tällä hetkellä vain vähän kilpailua. Yhtiön mukaan tämä johtuu siitä, että paineilmajärjestelmien OEM-valmistajilla ei ole ollut kannustinta optimoida järjestelmän energian kulutusta, sillä järjestelmän tehostamisen jälkeen paineilman tuottamiseen tarvitaan yleensä vähemmän kompressoreja.

Yhtiö on vuodesta 2014 alkaen ollut aktiivinen Kiinan markkinoilla. Arvioimme mukaan Kiinan markkina on yksi vaikeimpia markkinoita ottaa haltuun, mikä selittää yhtiön hitaan etenemisen. Samalla Kiinan markkina tarjoaa isoja mahdollisuuksia johtuen maan valmistavan teollisuuden kokoluokasta. Yhtiö on vuosien varrella edistynyt selvästi, sillä Kiinan markkinoilla referenssit ovat tärkeitä ja ensimmäisten maksavien asiakkaiden saanti helpottaa myyntityötä arvioimme mukaan merkittävästi. Yhtiö on onnistunut vuosien

varrella löytämään myös neljä eri partneria, joiden kontaktiverkostoja tarvitaan potentiaalisten ja maksukykyisten asiakkaiden tunnistamisessa ja tapaamisten järjestämisessä.

Enersize on kuluvana vuonna aktivoitunut myös Euroopan markkinoilla ja yhtiö on aloittanut projektit strategisten sijoittajien Dürrin ja Scania ensimmäisillä tehtailla. Suomessa yhtiöllä on myös pienessä mittakaavassa yhteistyötä SSAB:n ja Stora Enson kanssa.

Projekti-liiketoimintamalli

Yhtiön liiketoimintamalli nojaa tällä hetkellä projektiliiketoimintaan. Projektimallissa paineilmajärjestelmän tehostamisesta syntyneet kustannussäästöt jaetaan asiakkaan, Enersizen ja partnerin (Kiina) välillä. Tyypillisesti sopimusten pituudet vaihtelevat 3-4 vuoden välillä ja arvioimme mukaan Enersizen osuus on noin puolet sopimuksenaikaisista säästöistä. Ensimmäisenä vuonna Enersize saa suuremman osuuden säästöistä ja osuus laskee seuraavina vuosina asteittain. Sopimusjakson päätyttyä asiakkaan on mahdollista uusia sopimus tai jatkaa palvelun käyttöä itsenäisesti kk-veloituksella.

SaaS-liiketoimintamalli

Tulevaisuudessa yhtiön on myös tarkoitus alkaa myydä ohjelmistoaan SaaS-palveluna. Tämä edellyttää ohjelmiston algoritmien kehitystä automaattisempaan suuntaan. Yhtiön annissa keräämät rahat kohdistetaan osin tähän kehitystyöhön. Arvioimme SaaS-mallin tarjoavan yhtiölle mielenkiintoisen ja projektiliiketoimintaa paremmin skaalautuvan mahdollisuuden ja myös pienempien tehtaiden palvelu tulee taloudellisesti kannattavaksi.

Enersize 2/4

Yhtiön Lundin neljän henkilön tuotekehitys-osasto työskentelee parhaillaan ohjelmiston parissa ja kehitystyö on edistynyt, sillä yhtiö on hakenut tähän liittyen jo kahta merkittävää patenttia (tiedote maaliskuussa). Yhtiö on myös ilmoittanut tuovansa ensimmäisen SaaS-tuotteensa markkinoille kuluvan vuoden aikana.

Liikevaihdon muodostuminen

Yhtiön saadessa uuden projektin yhtiön ja tehtaan välille solmitaan tavallisesti ensin asennus- ja monitorointisopimus. Tässä vaiheessa anturien asennuksesta ja liittämisestä Enersizen pilvipalveluun sekä datan analysoinnista muodostuu etupainotteisia kustannuksia ja ne jäävät yhtiön projektiriskiksi. Arvioimme niiden suuruuden olevan noin 20 % kokonaiskuluista, mikäli projekti etenee seuraavaan vaiheeseen. Kun oikeat toimenpiteet paineilmajärjestelmän tehostamiseksi ovat tiedossa, Enersize pyrkii konvertoimaan monitorointisopimuksen liikevaihtoa kerryttäväksi säästöjen jakosopimukseksi. Konvertoinnin onnistuessa yhtiö aloittaa tehtaalla toimenpiteet, joista koituu yhtiölle suurin osa projektin kustannuksista (henkilötyötunnit ja laiteinvestoinnit). Toimenpiteiden perusteella saavutettujen säästöjen laskutus tapahtuu asiakkaalta 3 kk:n välein sopimusperiodin ajan. Yhtiön saamat tulot suhteessa koituviin kustannuksiin ovat säästöjen jakovaiheeseen siirtyvien projektin osalta korkeat (myyntikatearvioimme 80 %).

Yhtiö voi myös suoraan tehdä sopimuksen, joka sisältää säästöjen jakosopimuksen ja tämä on arvioimme mukaan tyypillistä Enersizen tehdessä sopimuksia vanhojen asiakkaiden uusien

tehtaiden kanssa. Tällöin yhtiölle ei kerry etupainotteisista kustannuksista projektiriskiä.

Arvioimamme rahavirta yksittäiselle projektille on kuvattu sivulla 33 ja ennustemallimme pohjautuu siihen. Projektin kannattavuuteen vaikuttaa ainakin seuraavat tekijät:

- Asiakkaan paineilmajärjestelmän energian kulutus ja sen tehostamisessa saavutettu säästö. Isompi asiakas tarjoaa yhtiölle tyypillisesti paremman suhteen tuottojen ja asennuskulujen välillä.
- Neuvoteltu jakosuhte osapuolten välillä.
- Palvelulla saavutettu energiansäästö kasvaa alustan kehittyessä ja samalla asiantuntijan roolin pienentyminen laskee arvioimme mukaan yhtiön kustannuksia.

Yhtiö julkaisi asiakaslistan CMD:llä

Toukokuussa 2018 CMD:llä julkistetun listan perusteella vasta kolme asiakasta (BOE1, Foton, Dürr) ovat edenneet säästöjen jakovaiheeseen yhtiön toimintahistorian aikana. Näistä Fotonin piti alkaa maksaa jo viime vuonna, mutta autotehtaan tuotantoon otettiin uusi automalli, joka keskeytti tuotannon väliaikaisesti, viivästyttäen maksujen aloitusta. Tämän lisäksi kuusi asiakasta (BOE3, BOE2, Flatglass, Foton Cummins, XinFenming) olivat CMD-materiaalin perusteella sopineet yhtiön kanssa jo säästöjen jakoehdoista, mutta ne eivät olleet toukokuussa vielä konvertoituneet maksaviksi asiakkaiksi. Monitorointi oli tämän lisäksi CMD-materiaalin perusteella käynnissä 4 tehtaassa ja yhtiön myyntiputkeen kuuluu lisäksi 31 tehdasta. Lisäksi heinä-elokuun vaihteessa 2018 yhtiö tiedotti merkittävistä Panang Titaniumin kanssa tehdystä

kuuden vuoden monitorointi- ja säästöjen jakosopimuksesta sekä Hankook Tire:n kanssa tehdystä monitorointisopimuksesta.

Yhtiön tulee arvioimme mukaan miettiä keinoja konversion parantamiseksi monitorointi-projektista liikevaihtoa kerryttäväksi projektiksi. Konversioon keskittymisen lisäksi yhtiön kannattaa näkemysmme mukaan jatkaa myös uusien asennus- ja monitorointiprojektien ottamista etupainotteisten kustannusten ollessa suhteellisen pieniä verrattuna säästöistä muodostuviin tuloihin.

Arvioimme projektiliiketoimintamallin rajaavan yhtiön projekteista saatavan liikevaihdon kasvupotentiaalia, mutta arvioimme yhtiön kykenevän aloittamaan nykyisillä resursseilla ainakin 10 liikevaihtoa kerryttävää projektia vuodessa. Yhtiön kannattaa arvioimme mukaan keskittyä BOE:n ja Fotonin muiden tehtaiden konvertointiin, koska nämä asiakkaat on jo vakuutettu palvelun lisäarvosta. BOE:lla on tietojemme mukaan yhteensä 8 tehdasta ja Fotonilla yhteensä 10 tehdasta Kiinassa. Euroopassa Dürr'in tehtaat ovat arvioimme mukaan myös mahdollinen laajentumiskanava.

Enersize 3/4

Ennusteet

Vuosien 2016 ja 2017 liikevaihdot muodostuivat lähes täysin BOE1:stä ja käsityksemme mukaan tämä sopimus on päättynyt Q2'18. Käsityksemme mukaan Foton ja Dürr -asiakkuudet ovat alkaneet Q2'18:lla kerryttää korvaavaa liikevaihtoa. Tämän lisäksi oletamme ennusteissamme BOE3:n, Foton Cummins ja BOE2:n siirtyvän liikevaihtoa kerryttäväksi tämän vuoden edetessä. Näistä asiakkaista BOE2 on merkittävin, sillä sen koko on kolminkertainen BOE1:seen verrattuna. BOE3 ja Foton ovat arviomme mukaan noin BOE1:sen kokoluokassa ja Foton Cummins ja Dürr selvästi pienempiä. Vuosien 2019 ja 2020 osalta odotamme saman määrän uusia asiakasprojekteja (vastaava uusi liikevaihto ja kustannusrakenne) siirtyvän tulonjakovaiheeseen kuin vuoden 2018 aikana. 2019 tähän joukkoon kuuluu 2018 elokuussa tiedotettu Panang Titanium, jonka koko on noin kaksinkertainen BOE1:seen verrattuna. Liikevaihto kasvaa selvästi ennusteperiodillamme, koska periodilla ei ole BOE1:stä lukuun ottamatta päätyviä projekteja.

Kiinteiden kustannusten osalta ennustamme noin 30 %:n kasvua lähivuosille uusien rekrytointien myötä liittyen T&K-toimintaan, projekteihin ja Euroopan myynnin käynnistämiseen. Kiinassa myyntiorganisaatiosta suuren osan muodostavat partneriverkostot, joiden käyttö ei tuota Enersizelle kustannuksia, sillä ne saavat osan asiakkaan saavuttamasta säästöstä itselleen (partnereilla noin 15 myyjää). Tällä hetkellä yhtiön palveluksessa on Suomessa 7 ja Lundissa (T&K) 4 henkilöä. Säästöjen jakovaiheeseen siirtyvien asiakkuuksien myötä kasvavat projektiliiketoiminnan liikevaihtoa emme ole tässä vaiheessa sisällyttäneet ennusteisiimme, mutta näemme sen erittäin mielenkiintoisena

SaaS-liiketoiminnan liikevaihtoa emme ole tässä vaiheessa sisällyttäneet ennusteisiimme, mutta näemme sen erittäin mielenkiintoisena

mahdollisuutena toiminnan skaalautuvuuden kannalta. Pidämme mahdollisena, että 2020 jälkeen SaaS-liikevaihto on pääasiallinen kasvun ajuri. Tämä edellyttää kuitenkin onnistumista sen tuotteistamisessa ja myynnissä. Yhtiön tase sai annin myötä vahvistusta (2017: rahavarat 1,8 MEUR) ja yhtiöllä on jatkossa varaa rahoittaa projekteja omasta taseestaan eikä uusia projektilainoja arviomme mukaan tarvita. Ennusteemme suurin epävarmuus liittyy siihen, kuinka kauan olemassa olevilla ja uusilla projekteilla kestää siirtyä säästöjen jakovaiheeseen ja liikevaihtoa kerryttäväksi.

Arvostus

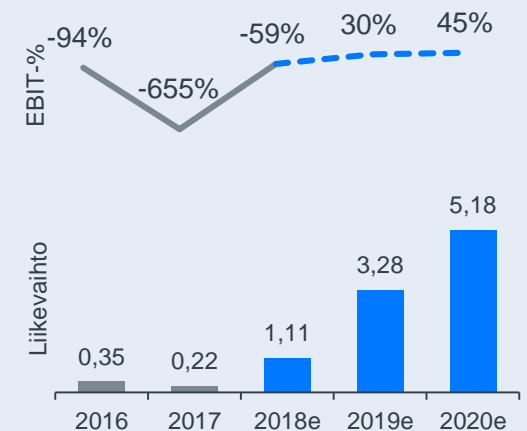
Yhtiöllä on vielä heikko track-record asiakasprojektien konvertoinnista maksaviksi asiakkaiksi ja näemme oleellisen riskin sille, että liikevaihto kasvaa ennustettamme selvästi hitaammin asiakkaiden empiessä ostopäätösten kanssa. Toisaalta uudet tilaukset voivat laukaista lumipalloeefektin ja tilauksia saadaan nopeasti ennustamaamme enemmän. SaaS-malli voi antaa liikevaihdolle tulevaisuudessa tukijalan ja pidämme tätä optiota arvostusta lievästi tukevana. Sijoittajan kannattaa kiinnittää huomiota yhtiön tiedotteisiin säästöjenjakovaiheeseen siirtyvistä projekteista, sillä niiden koko ja määrä määrittävät tällä hetkellä yhtiön arvoa voimakkaasti. Yhtiön edetessä ennusteemme mukaisesti on sille hyväksyttävä arvostus vuonna 2020 selvästi nykytasoa korkeampi (20-30 MEUR), mutta tähän liittyy merkittävää epävarmuutta.

Olemme päätyneet hinnoittelemaan Enersizea sen nykyisellä markkina-arvolla (10,9 MEUR) osien summa -laskelmissamme. Näkemyksemme mukaan pörssi-arvo heijastelee suhteellisen hyvin yhtiön kehitykseen liittyviä riskejä ja potentiaalia. Loudspringin osuuden arvo on 3,9 MEUR.

Ennusteet

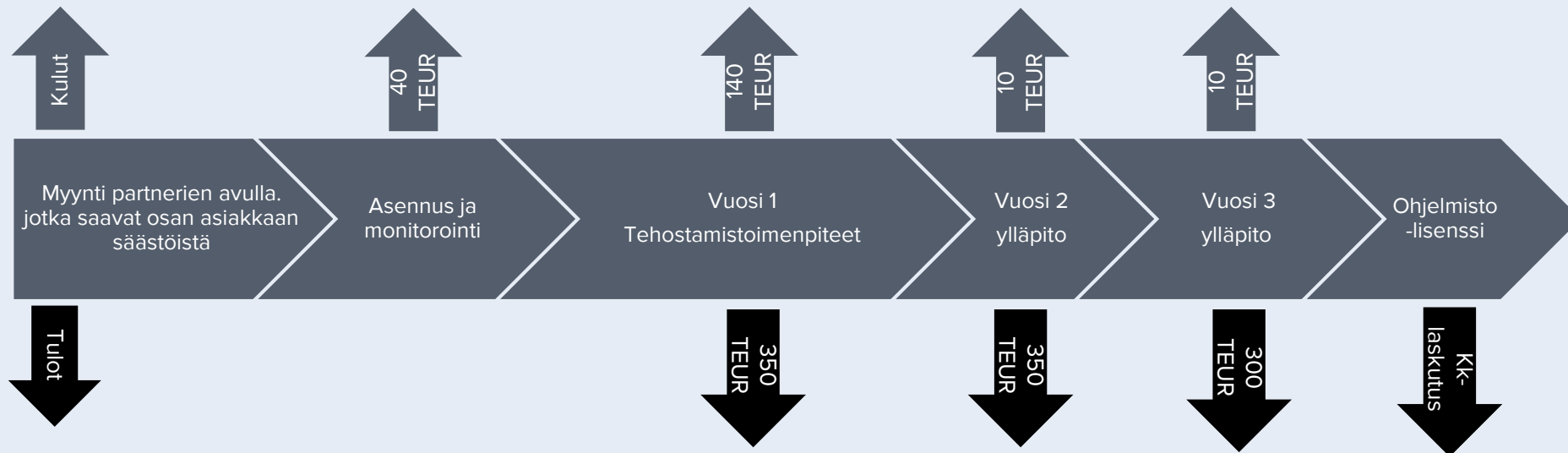
MEUR	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	0,22	1,11	3,28	5,18
Materiaalit ja palvelut	-0,28	-0,60	-0,80	-0,90
Opex	-0,88*	-1,14	-1,49	-1,93
EBITDA	-0,94	-0,63	0,99	2,34
Poistot	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02
EBIT	-0,95	-0,65	0,97	2,33

*Luvusta oikaistu annin kulut 600 TEUR sekä saatu apuraha 97 TEUR .



Enersize 4/4

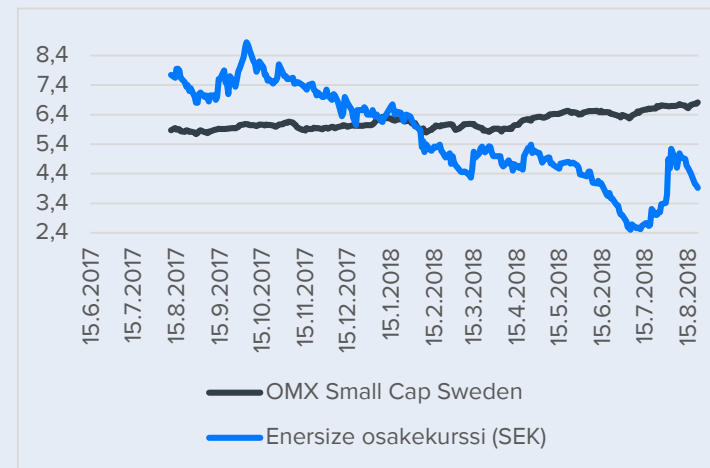
Yhtiölle syntyvä liikevaihto ja kustannukset BOE1-kokoluokan projektista, kun energian säästö on 20 % *



Avainluvut

	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto- marginaali %	EV/ Liikevaihto (x)	EV/ EBIT (x)
2017	0,2	-1,4	-655 %	49	neg
2018e	1,1	-0,7	-59 %	10	neg
2019e	3,3	1,0	30 %	3	11,0
2020e	5,2	2,3	45 %	2	4,6

Enersizen kurssigraafi



*Listautuminen 15.6.2017 osakekurssilla 6,9 SEK (ensimmäinen päivä +24 %).

* Perustuu Inderesin arvioon

Lähde: Inderes

Nocart 1/4

Yhtiökuvaus ja historia

Nocart toimittaa kokonaisratkaisuja pienvoimalaitosten sähköntuotantotarpeisiin. Sen tarjoaman ytimen muodostaa invertteriyksikkö nimeltään PMU (Power Management Unit). Yhtiön PMU on monipuolinen ja se soveltuu erilaisten energialähteiden (esim. aurinkopaneelit, jätteenpolttolaitos, tuulivoimala, akku ja dieselgeneraattori) samanaikaiseen hyödyntämiseen. PMU:n soveltuu myös erilaisiin käyttötarkoituksiin ja sen avulla asiakas voi luoda oman mikroverkkonsa (off-grid) ja/tai sen avulla sähköä voidaan syöttää myös paikalliseen sähköverkkoon (grid connected).

Kehittyvät markkinat sekä muut alueet, joilla ei ole luotettavaa yleistä sähköverkkoa, ovat yhtiölle tärkeitä markkina-alueita. Nocartin sähköntuotantoyksiköllä voidaan luoda esimerkiksi kyläkohtainen sähköistys tai parantaa sähkön saatavuutta ja luotettavuutta kriittisissä kohteissa kuten sairaaloissa. Yhtiön perusti vuonna 2010 nykyinen toimitusjohtaja Vesa Korhonen. Loudspringin sijoitti yhtiöön vuonna 2013 saaden 10,5 %:n osuuden 150 TEUR:lla ja se omistaa nykyisin 19,4 % yhtiöstä. Nocartin kasvu on ollut 2014-2017 nopeaa (CAGR-% 120 %).

Markkinat ja kilpailukenttä

Sähköntuotanto pienessä mittakaavassa on perustunut dieselgeneraattoreihin, mutta uusiutuvaa energiaa hyödyntävistä hybridiratkaisuista tai waste-to-energy tuotantolaitoksista on tullut nopeasti kilpailukykyinen tapa tuottaa sähköä. Murros on johtunut tehoelektronikan tuotantokustannuksien voimakkaasta laskusta sekä hajautetun uusiutuvan energian tuotantolaitteiden jyrkästä hinnanlaskusta.

Monessa maassa on käytössä lisäksi erilaisia tukimekanismeja uusiutuvan energiantuotannon lisäämiseksi, mikä antaa selvää tukea markkinalle. Markkina tulee myös kasvamaan voimakkaasti, kun kehittyvien maiden sähköistys etenee ja kehittyneissä maissa siirrytään enenevässä määrin tuottamaan energiaa uusiutuvan energian lähteistä. Vahva kysynnän jatkuminen perustuu varsinkin kehittyvien markkinoiden energian tuotantotarpeeseen ja heikkoihin nykyjärjestelmiin.

Markkinasegmentti, johon Nocart keskittyy, koostuu pienvoimaloista (tehoalue noin 100 kW-5 MW). Tähän segmenttiin monilla perinteisillä suurilla toimijoilla (ABB, Siemens, GE ja Danfoss) ei ole toistaiseksi ollut suuria intressejä niiden keskittyessä ensisijaisesti suuriin projekteihin (100 MW). Nocartin tehoalueelle invertteriratkaisuja tarjoavia toimijoita on silti lukuisia, kuten esimerkiksi yhdysvaltalainen Outback Power tai saksalainen SMA. Myös esimerkiksi Wärtsilä toimittaa Afrikassa vastaavanlaisia voimalaitosprojekteja kuin Nocart. Kysynnän voimakkaan kasvun seurauksena suurellekin joukolle toimijoita riittää näkemyksemme mukaan asiakkaita, emmekä pidä yhtiön kilpailupainetta merkittävänä uhkana.

Kokonaisratkaisujen toimittaja

Nocartin oma tuote (PMU) koostuu tehoelektronikkalaitteistosta (hardware), joka valmistetaan alihankintana Suomessa, ja sen ohjausohjelmistosta, joka on Nocartin itse tekemä. Yhtiön invertteriyksikkö ei ole arviomme mukaan markkinoiden halvin ratkaisu, mutta sen elinkaarikustannus on kilpailukykyinen tuotteen ollessa kestävä (elinikä 20 vuotta). PMU:n tuottama sähkö on myös tiukat eurooppalaiset laatustandardit täyttävä, mikä on edellytys

sähköä käyttävien laitteiden luotettavalle toiminnalle. Invertterin älykkään ohjausohjelmiston avulla asiakas voi reaaliaikaisesti optimoida omaa tuotantoaan esimerkiksi hintasignaalin tai sähköverkon kapasiteetin perusteella. PMU on myös suunniteltu modulaariseksi ja esimerkiksi 30 MW:n huipputehon voimalaitos voidaan toteuttaa 6 x 5 MW PMU-yksiköstä, jolloin etuna on se, että yhden yksikön vikaantuminen ei estä muiden yksiköiden toimintaan. Yhtiö myy jonkin verran pelkkiä PMU:ita muille systeemi-integraattoreille, ja sen tuoteportfolioon kuuluu mm. 45 kVA:n konttipohjainen ratkaisu sisältäen myös aurinkopaneelit. Arvioimme tuotemyynnin osuuden olleen noin 10 % vuoden 2017 liikevaihdosta.

Nocartin asiakkaalle luoma selvin lisäarvo erityisesti kehittyneissä maissa muodostuu PMU:n ympärille luodun houkuttelevan kokonaispaketin tarjoamisesta. Tämä projektiliiketoiminta muodostaakin suurimman osan liikevaihdosta (arviomme 90 %) ja se on ollut kasvun ajurina viime vuodet. Projekti-liiketoiminnassaan Nocart tarjoaa valmiiksi integroitua energijärjestelmiä, jotka sisältävät, energiantuotannossa tarvittavan teknologian, rahoituksen ja asiakastuen.

Projekteja varten Nocart hankkii laajalta toimittajaverkostoltaan paikallisiin tarpeisiin sopivat pienvoimalaitokset ja niiden asennukset. Yhtiö saa tästä myynnistä myös jakelukatteen. Nocartilla on käytössä myös omaa teknologiaa bio- ja jätteenpolttolaitosten kaasutusratkaisuissa. Ulkopuolisen rahoituksen järjestämisestä yhtiö ei kirjaa käsityksemme mukaan lisätuloja, mutta se on usein edellytys projektin etenemiselle, sillä ilman rahoitusta asiakas ei kykene tekemään investointipäätöstä.

Nocart 2/4

Nocart on myös siirtymässä PPA-malliin (power purchase agreement), jossa asiakkaalle myydään suoraan energiaa. Silloin Nocart ja sen rahoituskumppanit jäävät voimalaitoksen omistajiksi ja saavat tulonsa \$/MWh-perusteisen takuuhinnan mukaisesti. Suhtaudumme uuteen liiketoimintamalliin positiivisesti sen arviomme mukaan projektiliiketoimintaa korkeammasta kokonaiskatteesta sekä jatkuvasta ja varmemmasta tulovirrasta johtuen. Negatiivista mallissa on, että se sitoo paljon pääomaa investointien muodossa, mutta oikeiden kumppanien kanssa tämä ei ole ongelma.

Projekttilanne ja caseambia

Yhtiön on toteuttanut toimintahistoriansa aikana projekteja noin 15 maassa mukaan lukien (Suomi, UK, Belgia, Kanada, Nigeria, Kenia, Nepal ja Australia). Yksittäinen projektitoimitus kestää tyypillisesti 12 viikosta 2 vuoteen riippuen sen kokoluokasta. Tällä hetkellä yhtiön fokus on Afrikassa ja Kaakkois-Aasiassa. Nocart on kertonut julkisesti yhtiöllä olevan myyntiputkessa projekteja, joiden yhteisarvo on yli miljardi euroa. Loudspring tiedotti viime vuonna yhtiön saamista merkittävistä Kenian 14 MEUR:n ja Sambian 200 MUSD:n tilauksista (sittemmin Loudspring on kertonut useasti Sambian viivästymisestä). Nocart julkisti vastikään myös ensimmäisen 62 MEUR:n PPA-malliin toimituksen Mombasaan.

Tammikuussa 2017 Nocart allekirjoitti 200 MUSD:n sopimuksen 30-40 MW aurinkohybridivoimalaitoksen toimituksesta sokeriplantaasin yhteyteen Sambiaan. Nocartin toimitus on osa jättimäistä 11 miljardin dollarin sokeriplantaasi-projektia (vrt. 2016 Sambian BKT 20 miljardia dollaria). Projekti on kuitenkin viivästynyt, minkä takia Nocart ei ole voinut toimittaa ensimmäistä osaa toimituksesta. Arviomme Sambian

osuuden viime vuoden liikevaihdosta vastanneen yhtiön kohonneita myyntisaamisia (2017: 25 MEUR vs. 2016: 14,2 MEUR) ja ollen siten merkittävä osuus viime vuoden liikevaihdosta (noin 40 % osuus). Sambian projektin luoma rahoitustarve on myös johtanut kassan ehtymiseen rahavarojen oltua vuoden 2017 lopussa vain 15 TEUR ja samalla ostovelat ovat kääntyneet merkittävään nousuun (2017: 15,6 MEUR vs. 2016: 3,3 MEUR).

Yhtiö käyttää osatuloutusperiaatetta

Yhtiölle kertyy tuloslaskelmaan liikevaihtoa sen noudattaman osatuloutusperiaatteen mukaisesti. Liikevaihtoa kertyy projektityön valmiusasteen perusteella ja se perustuu toteutuneisiin kustannuksiin ja oletettuun katteeseen. Tämä liikevaihto kirjataan taseen myyntisaamisiin, kunnes yhtiö saa toimituksesta maksun itselleen. Käsityksemme mukaan yhtiö on tulouttanut varovaisuusperiaatetta noudattaen Sambian projektista vain toteutuneet kustannukset (ilman katetta). Tästä johtuen liikevoittomarginaali on jäänyt merkittävästi aiempia vuosia matalammaksi (2017: 4 % vs. 2016: 36 %). Kehittyvien maiden projekteissa on tyypillistä, että projektit viivästyvät. Tämä luo merkittäviä haasteita yhtiön liiketoiminnan rahoittamiseen.

Rahoitusriskit minimoitu, toimitusriski säilyy

Nocartin mukaan yhtiö ei tee projektitoimitusta kehittyville markkinoille ilman ennakkomaksua tai ilman suomalaisen pankin takausta maksulle. Nocart saa rahat itselleen pankilta vientipöytäkirjojen toimituksen jälkeen ja pankki perii rahat asiakkaan rahoituskumppanilta. Mallilla Nocart varmistaa, että se saa rahat itselleen lähetettyään toimituksen eteenpäin, mikä alentaa sen luottotappioriskiä. Toimitusriski on kuitenkin olemassa, erityisesti silloin, kun

toimitus on osa suurempaa kokonaisuutta. Asiakkaan kokonaisprojektin viivästyessä voi käydä niin, että asiakas ei ole halukas ottamaan tavaraa vastaan. Tässä tilanteessa Nocartin vaihtoehtona on joko odottaa projektin etenemistä tai myydä valmiit tuotteet johonkin toiseen projektiin.

Myyntisaamisiin liittyy epävarmuutta

2017 tilinpaatoksen yhteydessä yhtiö kirjasi 4,2 MEUR:n suuruisen luottotappion omaan pääomaansa ja vuoden 2016 tulokseen. Luottotappioiden kirjaus on näkemyksemme mukaan osoitus siitä, että myyntisaamisiin liittyy alaskirjauksen riskejä. Arviomme mukaan nykyisiin myyntisaamisiin liittyy alaskirjauksen riski, jos esimerkiksi Sambian projekti kaatuisi. Projekteihin liittyy jonkin verran uponneita kustannuksia, joita ei saada takaisin, vaikka tuotteet myytäisiin toiseen projektiin. Myös aurinkopaneelien hinnat ovat laskeneet vuosittain ja yhtiö ei välttämättä saisi samaa hintaa näistä tuotteista. Parhaassa tapauksessa Sambian projektin eteneminen voisi johtaa myös myyntisaamisten ylöskirjaukseen (katteen verran).

Arviomme mukaan merkittävä osa Sambian projektiin liittymättömistä myyntisaamisista liittyy Mombasan PPA-projektiin. Käsityksemme mukaan yhtiö on joutunut valmistelemaan projektia pitkään jo ennen viimeisen hyväksynnän saantia. PPA-malliin liittyvien myyntisaamisten alaskirjaukseen liittyy huomattavasti pienempi riski, sillä Nocart toimii mallissa itse laitoksen tilaajan roolissa (35 %:n omistuksella). Korostamme, että näkyvyytemme aiempien vuosien myyntisaamisten koostumukseen on huono emmekä tiedä tarkasti, millaisia toimituksia ne sisältävät.

Nocart 3/4

Käyttöpääoman tarve on merkittävä

Käyttöpääomaan sitoutuneen pääoman suuruus oli 2017 lopussa noin 10,7 MEUR (sis. varastonarvon), mikä on merkittävä summa (noin 38 % liikevaihdosta) ja se rasittaa näkemyksemme mukaan yhtiön kasvua. Muilta osin Nocartin liiketoimintamalli on pääomakevyt, sillä tuotanto hoidetaan alihankintana, mikä mahdollistaa kasvun nopean skaalaamisen. Yhtiön tulee näkemyksemme mukaan miettiä keinoja, miten myyntisaamisiin sitoutuvaa pääomaa saadaan pienennettyä ts. miten yhtiön toimituksettu saadaan vastaamaan paremmin asiakkaan aikataulua. Uusi PPA-liiketoimintamalli tasaa yhtiön tulovirtaa selvästi, mutta sitoo taseen pääomaa voimalainvestointeihin.

Ennusteet

Liikevaihdon tämän vuoden kasvuun on rajallinen näkyvyys. Kasvavasta markkinakysynnästä ja henkilöstön määrän kasvusta johtuen arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan 2017-2019 noin 65 %:n vuosittaista vauhtia (CAGR-%). Joulukuussa 2017 ilmoitettu Kenian 14 MEUR:n tilaus näkyy arviomme mukaan kokonaisuudessaan 2018 vuoden liikevaihdossa, mikä luo ennusteillemme pohjatason. Lisäksi osa Mombasan projektitoimituksesta näkyy arviomme mukaan jo tämän vuoden liikevaihdossa. Arvioimme yhtiön onnistuvan tämän lisäksi saamaan muita pienempiä projektitilauksia. Yhtiöllä on lisäksi pieni osa (alle 10 %) tasaista kassavirtaa tuottavaa omien tuotteiden myyntiä. Korostamme, että liikevaihtoennusteisiimme liittyy suurta epävarmuutta. Esimerkiksi Sambian projektin eteneminen voisi heilauttaa ennusteitamme nopeastikin 50 MEUR ylöspäin vuositasolla. Yhtiön bruttokate on ennusteessamme 22 %, mikä vastaa arviomme mukaan yhtiön normaalia

katetasoa. Nocartilla on tällä hetkellä 30 henkilöä töissä globaalisti, mistä syystä kustannustaso nousee (vuonna 2017 keskimäärin 20 henkilöä). Tulos kasvaa ennusteessamme linjassa liikevaihdon kasvun kanssa. Tämä edellyttää kuitenkin sitä, että yhtiö välttää alaskirjaukset.

Arvioimme yhtiön käyttöpääoman jatkavan korkealla tasolla (40 % liikevaihdosta), mikä kasvattaa ennusteessamme rahoituskuluja ja luo pääomistustarpeen. Arvioimme, että yhtiö tarvitsee noin 10 MEUR lisäpääomaa kuluvaan vuoden kuluessa, jotta yhtiön kasvu voidaan rahoittaa. Olemme olettaneet mallissamme, että Loudspring sijoittaa Nocartiin tänä vuonna noin 2 MEUR omistuksensa suhteessa, mutta tähän oletukseen liittyy epävarmuutta. Yhtiön kuluvana vuonna kireänä jatkuneesta kassatilanteesta kertoo Varman elokuussa jättämä konkurssihakemus, joka peruttiin Nocartin hoidettua velkansa. Arvioimme uuden pääoman keräämisen helpottuvan merkittävästi Mombasan projektin varmistumisen myötä.

Mombasan voimalaitosprojektissa Nocart tekee toimituksen käsityksemme mukaan normaalilla projektikatteella. Valmistuttuaan se saa tämän lisäksi myydystä sähköstä omistuksensa suhteessa kassavirtaa 90 \$/MWh takuuhinnalla 20 vuoden ajan hyvin pienillä operointikustannuksilla. Ensimmäisen 10 MW:n pitäisi alkaa tuottaa kassavirtaa 2020 ja jälkimmäisen 25 MW:n 2023. Sähkön myynnistä saatavat kassavirrat eivät näy vielä ennusteissamme, mutta korkean laskelmamme mukaan investoinnin nettonykyarvo on noin 10 MEUR (20 % WACC), mikä tekee tilauksesta hyvin merkittävän (vrt. koko Nocartin arvo).

Arvostus

Kehittyvillä markkinoilla operoivia yrityksiä pitää

yleisesti hinnoitella matalammilla tulos pohjaisilla kertoimilla niihin liittyvästä korkeammasta riskiprofilista johtuen. Nocartin liikevaihdosta arviomme mukaan hieman yli puolet muodostuu projektiliiketoiminnasta ja loput omasta teknologiasta. Projektiliiketoimintaan nojaavat yhtiöt hinnoitellaan normaalisti alennuksella verrattuna puhtaisiin teknologiayhtiöihin. Nocartin myyntisaamisten korkea taso taseessa alentaa hyväksymäämme arvostusta kahdesta syystä: Ensinnäkin ylimääräisen pääoman sitoutuminen laskee omistajien pääoman tuottoa (ROE-%) ja toiseksi myyntisaamisiin liittyy alaskirjauksen riski.

Yhtiötä pitää hinnoitella alennuksella seuraavan sivun verrokkiryhmään nähden myös sen pienen koon takia. Olemme päätyneet hinnoittelemaan Nocartia 2018e P/E-luvulla on 10x, jolloin yhtiön arvoksi saadaan 44 MEUR. Tämä antaa noin 40-50 %:n tulos pohjaisen alennuksen verrokkeihin nähden 2018e ja 2019e P/E-luvulla tarkasteltuna.

Loudspringin nykyisen 19,4 %:n osuuden arvoksi muodostuu noin 6,6 MEUR, kun arviomme yhtiön lisäpääomitus otetaan huomioon. Mikäli Nocart kykenisi laskemaan myyntisaamisiin sitoutuvaa pääomaa suhteessa liikevaihtoon (ilman alaskirjauksia) olisi yhtiölle käyttämämme kerroin selvästi nykyistä korkeampi (P/E-kerroin 15-20x). Käyttöpääoman kehitykseen on kuitenkin huono näkyvyys ja tästä syystä haluamme jättää Nocartin valuaatioon selvää turvamarginaalia.

Haluamme korostaa sijoittajille, että näkyvyytemme Nocartin kehittyvien markkinoiden riskeihin ja nykyiseen rahoitustilanteeseen on rajallinen. Yksityisenä yhtiönä, sillä ei ole myöskään raportointivelvollisuutta näistä riskeistä tai käynnissä olevista rahoitusjärjestelyistään. Tämän takia turvamarginaalin käyttö yhtiön arvostuksessa on mielestämme perusteltua.

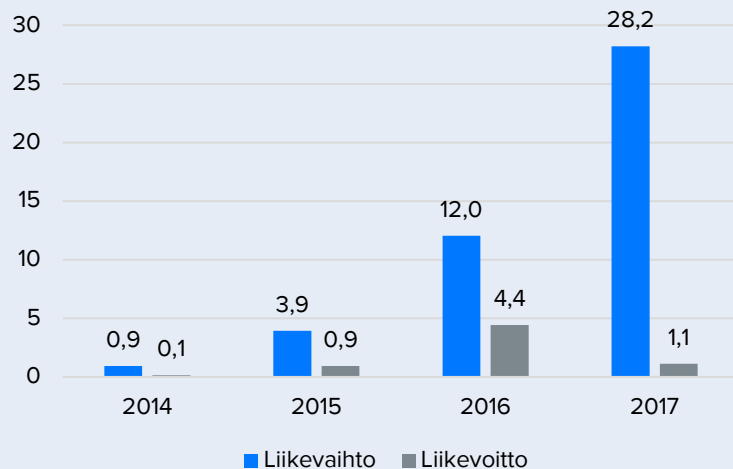
Nocart 4/4

	Market cap	P/E 18e	P/E 19e	EV/S 18e	P/B 18e
Siemens AG	102663	16	15	1,3	2,2
ABB Ltd	42628	17	15	1,2	3,2
Schneider Electric SE	40110	15	14	1,8	1,9
Alstom SA	8516	22	20	0,9	2,2
SMA Solar Technology AG	1236	34	32	0,8	1,6
Advanced Energy Industries	2025	12	11	.	-
Eaton Corporation PLC	30228	15	14	2,0	2,0
Enphase Energy Inc	464	58	21	1,8	-
PNE Wind AG	194	28	9	-	0,8
Mitsubishi Electric Corp	25335	12	12	0,8	1,4
Mediaani	25335	17	15	1,2	1,9
Nocart	44	10,0	7,2	1,0	2,8 *
Erutus -%	-99,8 %	-40 %	-51 %	-20 %	49 %

*oletettu 10 MEUR lisäpääomitus

Lähde: Thomson Reuters / Inderes 30.7.2018

Historiallinen kehitys (MEUR)



Lähde: Inderes

Ennusteet

MEUR	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	12,0	28,2	50,0	75,0
Materiaalit	-4,2	-24,4	-39,0	-58,5
Henkilöstökulut	-1,0	-1,5	-2,5	-3,8
Poistot	-0,0	-0,0	-0,1	-0,1
Muut kulut	-2,4	-1,2	-2,0	-3,0
EBIT	4,4	1,1	6,4	9,7
Korot	-0,5	-0,4	-1,0	-2,0
Verot	-0,8	-0,8	-1,1	-1,5
Tulos	-1,1**	0,6	4,4	6,1

**oikaistu 4,2 MEUR luottotappioista johtuneella alaskirjauksella

Venture-portfolio

Venture-portfolion yritysten kehitys ollut hidasta

Venture-portfolio sisältää mielenkiintoisia yrityksiä eri teollisuuden aloilta. Niiden taival on pääsääntöisesti vielä alkuvaiheessa ja lopullinen liiketoimintamalli vasta muotoutumassa, vaikka ne ovat olleet toiminnassa jo pitkään. Niiden arvonmääritykseen liittyy tavallista enemmän epävarmuutta. Tällä hetkellä näiden yritysten kontribuutio osien summa -laskelmassa on pieni, joten emme ole menneet kovin syvälle yhtiöihin. Tilanne voi muuttua, jos joku yhtiöistä onnistuu potentiaalinsa realisoinnissa. Arvonmääritykset perustuvat pääosin yhtiöiden tasearvoihin.

MetGen

MetGen valmistaa entsyymejä teollisuusprosessien tehostamiseen. Paperi- ja selluteollisuudessa yhtiön entsyymejä voidaan käyttää biopolttoaineiden valmistuksen nopeuttamiseen. Yhtiön viime vuoden liikevaihto oli 0,3 MEUR ja tilikauden tulos oli -1,0 MEUR. Rohkaisevaa kehityksen kannalta on, että yhtiö solmi syyskuussa 2017 lisenssisopimuksen ligniinin valorisointitekniikasta Sweerwater Energyn kanssa ja yhdysvaltalainen pörssi-yhtiö Ecolab hankki joulukuussa 2017 vähemmistöosuuden yhtiöstä. Loudspring teki ensimmäisen sijoituksen yhtiöön jo vuonna 2010 ja se omistaa yhtiöstä nykyisin 2,4 %. Arvioimme Loudspringin omistusosuuden arvoksi tässä vaiheessa noin **100 TEUR**.

Oricane

Oricane on ruotsalainen yritys, josta Loudspring omistaa 21,2 %. Oricane on erikoistunut energiatehokkaiden datan siirrossa käytettävien algoritmien kehittämiseen. Internet kasvattaa osuuttaan maailman energiankulutuksesta

nopeasti ja yhtiön teknologialle on selkeä tarve. Yhtiö ei kuitenkaan ole onnistunut kaupallistamaan teknologiaansa ja on siirtänyt fokuksensa teknologiansa lisensointiin tai patenttisalkkunsu myyntiin. Loudspring teki ensimmäisen sijoituksen yhtiöön vuonna 2013. Arvioimme Loudspringin omistusosuuden arvon olevan nyt **190 TEUR** ja arvo on sama kuin yhtiön tasearvo, josta alaskirjattiin 50 % vuonna 2017.

Sansox

Sansox on veden puhdistukseen erikoistunut yritys, josta Loudspring omistaa 9,6 %. Loudspring teki ensimmäisen sijoituksen yhtiöön vuonna 2014. Yhtiön päätuotteen avulla veden happipitoisuutta voidaan nostaa, jolloin vedestä voidaan poistaa esimerkiksi rautaa, mangaania ja epäpuhtauksia. Yhtiön tuotetta voidaan käyttää muun muassa jätevedenpuhdistukseen, kalankasvatustarpeisiin ja teollisuuslaitoksissa. Yhtiön mukaan tuotteella voidaan korvata tehokkaasti teollisuuden nykyään käyttämiä hapetusteknologioita. Yhtiön on tehnyt pilotteja sellu- ja paperiteollisuudessa. Veden hapetuksen markkinan koko on arviolta 10-20 miljardia euroa, mutta yhtiö ei ole vielä onnistunut löytämään laajalle markkinalle skaalautuvaa ratkaisua. Arvioimme Loudspringin osuuden arvoksi tällä hetkellä noin **100 TEUR**.

Aurelia Turbines

Aurelia Turbines on kehittänyt uuden mikroturbiinitekniikan hajautettuun sähköntuotantoon. Yhtiön mukaan sen mikroturbiinien hyötysuhde on 30 % parempi kuin markkinoilla olevien ratkaisujen. Yhtiön tuotekehitys on tapahtunut yhteistyössä Lappeenrannan Teknillisen Yliopiston kanssa (LUT). Yhtiö on patentoinut teknologian ja tuotteen sarjatuotanto on hiljattain alkanut. Yhtiö

on solminut kolme markkinointikumppanuutta sekä yhden integraattorikumppanuuden. Loudspring omistaa yhtiöstä 2,3 % ja se sijoitti yhtiöön ensimmäistä kertaa vuonna 2014.

Aurelian tuote on vielä hyvin alkuvaiheessa ja sen onnistumistodennäköisyyttä on vaikea arvioida. Markkinan koko on kuitenkin valtava (30 miljardia euroa) ja yhtiön onnistuessa kaupallistamaan teknologiansa potentiaali on korkea. Samalla myös riski on korkea. Viime vuodelta yhtiöllä ei ollut vielä liikevaihtoa ja tilikauden tulos oli noin -3 MEUR. Arvioimme Loudspringin omistusosuuden arvoksi tässä vaiheessa noin **300 TEUR**.

Watty Ab

Watty on ruotsalainen yritys, jonka kehittämän laitteen ja tekoälyä hyödyntävän algoritmin avulla asiakas pystyy tarkkailemaan sähkömittarin takana olevien laitteidensa yksilöllistä energiankulutusta reaaliaikaisesti. Palvelua myydään Ruotsissa kk-veloitteisena SaaS-palveluna (39 SEK) ja palvelun asennus maksaa asiakkaalle 699 SEK. Yhtiön kasvu on pitkään ollut hidasta, mutta vuonna 2017 Watty on onnistunut kasvattamaan palvelunsa käyttäjien määrää. Vuonna 2018 yhtiö keskittyi kertomansa mukaan markkinoiden avaamiseen yhdessä eurooppalaisten energia-alan toimijoiden kanssa.

Tuote skaalautuu arvioimme mukaan myös muille markkinoille, mutta sitä myydään vasta Ruotsissa. Loudspring omistaa yhtiöstä 3,8 %. Loudspring teki ensimmäisen sijoituksen yhtiöön vuonna 2015 ja on ollut mukana järjestämässä rahoituskierrosta yhtiölle. Arvioimme Loudspringin osuuden arvoksi tässä vaiheessa noin **300 TEUR**.

Tase ja tuloslaskelma

Tase nettovelaton

Loudspringin taseen loppusumma oli vuoden 2017 lopussa 24,8 MEUR. Taseen varallisuudesta suurimman osan muodostavat sijoitukset omistusyhteisyrityksiin (19,9 MEUR). Muita merkittäviä varallisuuseriä olivat rahat ja pankkisaamiset (3,6 MEUR) sekä lainasaamiset omistusyhteisyrityksiltä (0,7 MEUR).

Oman pääoman osuus on 22,7 MEUR ja vierasta pääomaa on 2,1 MEUR. Pitkäaikaista velkaa yhtiöllä oli 1,5 MEUR koostuen laskennallisesta verovelasta ja lyhytaikaista velkaa noin 0,6 MEUR. Vuoden 2017 lopussa yhtiön nettokassa oli noin 4 MEUR.

Kokonaisuutena Loudspringin varallisuus painottuu selvästi omistusyhteisyrityksiin ja näiden tasearvoja voidaan korottaa tai alaskirjata perustuen viimeisten rahoituskierrosten valuaatioon tai listattujen yritysten tapauksessa markkina-arvoon. Tasearvoa voidaan myös alaskirjata, jos yhtiön näkymissä on tapahtunut selvää laskua. Sen sijaan arvonkorotuksia ei tehdä ilman rahoituskierroksen antamaan valuaatiota.

Vuonna 2017 tasearvo ei merkittävästi muuttunut, mutta vuonna 2016 yhtiö teki omistuksiin (Enersize, Sofi Filtration, Nocart ja Nuuka Solutions) merkittävän yhteensä 13,6 MEUR tilintarkastetun arvonkorotuksen perustuen uusiin rahoituskierroksiin. Arvonmäärityksemme mukaan omistuksiin liittyy näiden lisäksi piiloarvoa, joka ei näy taseessa.

Loudspringin tase on nettovelaton eikä yhtiö ole sen historian aikana hyödyntänyt velkavipua sijoitustoiminnassa. Tämä on ymmärrettävää

alkuvaiheen yritysten korkeasta riskiprofiilista johtuen. Mielestämme Loudspringin on kuitenkin mahdollista nostaa velkavipuaan maltillisesti tulevina vuosina sen omistusten koon kasvaessa, varsinkin jos sen omistusyhteisyritykset alkavat tuottaa sille kassavirtaa. Yhtiöllä on tällä hetkellä käyttämätön 3,5 MEUR:n luottolimiitti Nordealta.

Tuloslaskelma ei kerro omistusten kehityksestä

Emme ole tehneet Loudspringille erillistä ennustemallia, sillä omistusyhtiöiden lukuja ei konsolidoida tällä hetkellä emoyhtiön tuloslaskelmaan. Tämä on myös syy, minkä takia perinteisiä arvostuskertoimia (P/E-kerroin, EV/EBITDA) tai DCF-laskelmaa ei voida käyttää yhtiön arvonmäärityksessä. Näin ollen tuloslaskelma kertoo lähinnä konsernin kulujen kehityksen.

Liikevaihtoa yhtiölle kertyi vuonna 2017 vain 29 TEUR ja liike-tulos oli vuonna 2017 noin -1,3 MEUR. Edellisenä vuonna 2016 yhtiöllä oli selvästi enemmän liikevaihtoa (400 TEUR), mikä johtui osakkuusyhtiöille suoritettujen rahoituksen hankintaan liittyvistä laskutetuista konsultointiprojekteista. Liike-tulos oli kuitenkin 1,1 MEUR negatiivinen vuonna 2016. Arvioimme normaalin liike-tulostason yhtiölle olevan noin 1,3 MEUR negatiivinen lähivuosina ja olemme käyttäneet tätä lukua arvioidessamme konsernikulujen tasoa.

Tuloslaskelmaan kirjataan liikevoiton alapuolelle rahoitustuotot ja rahoituskulut, jotka sisältävät irtautumisista syntyviä kertaluontoisia tuottoja ja myyntitappioita. Nämä rivit voivat vaihdella

voimakkaasti mahdollisten irtautumisten myötä. Lisäksi rahoitustuottoihin ja kuluihin lasketaan omistuksille myönnettyistä lainoista saadut korkotulot ja rahoituslaitoksilta otetuista lainoista kertyvät korkokulut. Emme odota lähiaikoina merkittäviä irtautumisia ydinomistuksista, mutta yhtiö on kertonut suunnittelevansa osittaisirtautumisia venture-salkkuun kuuluvista yhtiöistä. Ennusteissamme emme kuitenkaan pyri ennakoimaan mahdollisia irtautumisia etukäteen, sillä näiden ajoittaminen on käytännössä mahdotonta.

Osingon maksu ei ajankohtaista lähivuosina

Yhtiön arvonluonti perustuu sen omistusten arvon kasvuun ja sijoittajan ei kannata odottaa osinkoja yhtiöstä lähitulevaisuudessa. Yhtiön erinomaisen track-recordin perusteella yhtiön myös kannattaa käyttää rajatut pääomat omistustensa kasvun tukemiseen ja pääoman allokointiin maksimoidakseen omistaja-arvon luonnin.

Arvonmääritys ja suositus

Osien summa luo pohjan arvostukselle

Näkemyksemme mukaan Loudspringin arvonmääritys perustuu sen omistuksien arvoon (erilliset arvonmääritykset) sekä yhtiön kykyyn luoda omistaja-arvoa. Näkemyksemme mukaan yhtiölle voidaan hyväksyä sijoitusyhtiöpremio sen erinomaisesta track-recordista johtuen. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet eri omistukset ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin.

Arviomme Loudspringin osien bruttoarvosta on 29,6 MEUR. Konsernikulujen osalta olemme diskontanneet nykyisen kulutason 20 %:n WACC:illa, koska tämä vastaa myös omistuksille käyttämämme keskimääräistä korkokantaa. Konsernikulujen nettonykyarvo on laskelmassamme -6 MEUR, mikä perustuu 1,3 MEUR:n vuosikuluihin. Konsernin osien summa on näin ollen 23,6 MEUR tai noin 0,88 euroa per osake (huomioitu listaamaton K-osake ja optioiden laimennusvaikutus)

Preemiohinnoittelu on perusteltua

Loudspring ansaitsee näkemyksemme mukaan sijoitusyhtiöpreemion (normaalin sijoitusyhtiöalennuksen sijasta) sen erinomaisen track-recordin vuoksi. Vuosien 2013 lopun ja 2018 kesäkuun välillä piiloarvon huomioiva osakekohtainen oman pääoman tuotto CAGR-% on 36 %/v. Lisäksi yhtiön liiketoiminnat ovat hyvin hajautuneet ja ne tasaavat toistensa riskejä, mikä tukee myös preemiohinnoittelua. Käyttämämme preemio korvaa myös suurelta osin konsernikulujen aiheuttamaa negatiivista vaikutusta osien summa -laskelmassa, mikä on mielestämme perusteltua Loudspringin johdon antaessa merkittävää tukea omistuksilleen. Myös korkeampaa preemiota voisi pitää yhtiölle

perusteltuna yhtiön erinomaisen track-recordin ansiosta. Yhtiön generoiman omistaja-arvon kannalta kyseessä on kuitenkin vielä kohtuullisen lyhyt aikasarja, mikä rajaa yhtiölle hyväksymääme preemiota. Huomautamme, että jos yhtiö pystyy pitämään lähes 40 % tahdin osakekohtaisen oman pääoman kasvatuksessa, sen arvo ja tavoitehinta nousevat nopeasti.

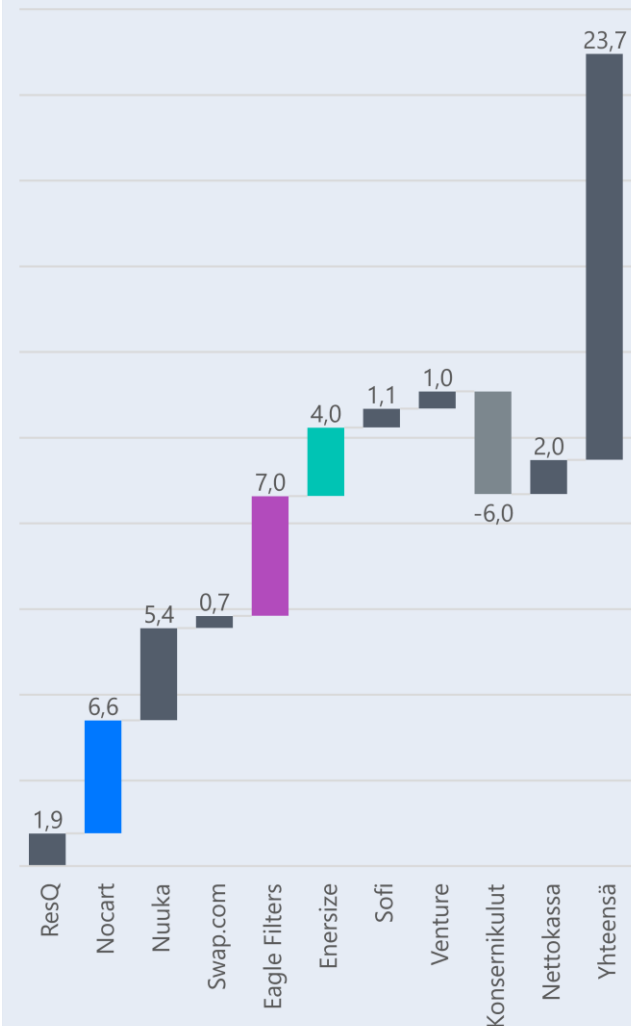
Osien summalla ja käyttämälläme preemiolla Loudspringin tavoitehinnaksi saadaan 1,05 euroa. Yhtiön osakekurssi on painunut alkuvuoden jyrkän kurssilaskun seurauksena lähelle osien summa laskelmaamme ja mielestämme osake on aliarvostettu. Aloitamme yhtiön seurannan osta-suosituksella.

Osien summan kasvulle vielä merkittävä potentiaalia

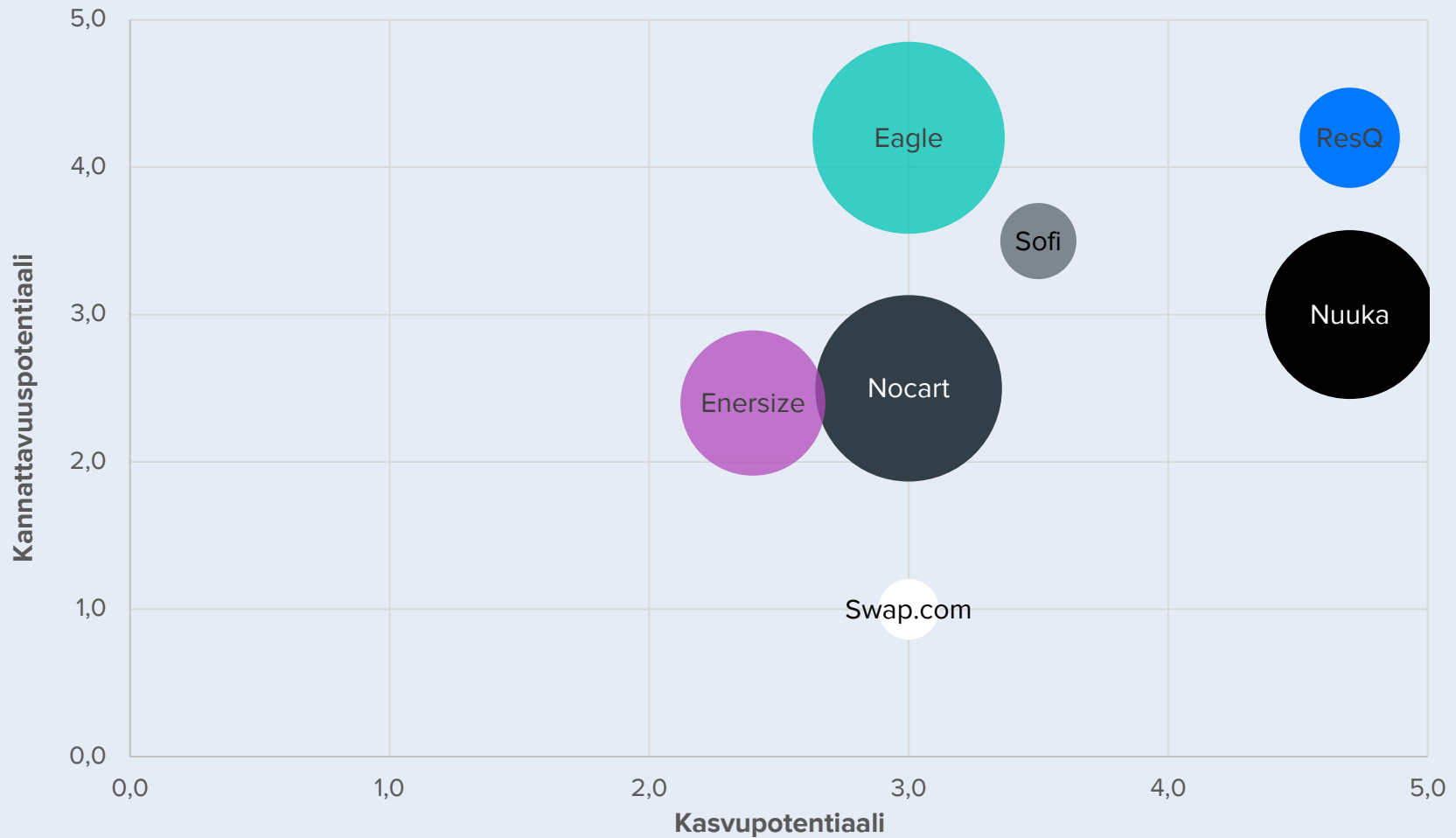
Näkemyksemme mukaan Loudspringin osien nykyiset arvostukset eivät, omistusyriytysten ollessa vielä taipaleensa alussa, heijastele lähellekään niiden täyttä potentiaalia. Olemme sivuille 42-44 tehneet arvonmatriisit ja listanneet tärkeimpien omistusten arvostukseen vaikuttavat ajurit ja riskit.

Yhtiö pyrkii kuluvan vuoden aikana aloittamaan markkinaohjauksen antamisen enemmistöomisteisista yhtiöistä, mutta sen lopullinen muoto on vielä epäselvää. Loudspringin arvoa määrittävät voimakkaasti ydinomistusten kehitys ja samoin Loudspringin omistusosuuden kehitys näissä yhtiöissä. Sijoittajan kannattaakin kiinnittää huomiota omistusten kehitykseen niistä kerrottavien uutisten perusteella ja samoin Loudspringin omistusosuuden kehitykseen näissä yhtiöissä.

Osien summa laskelma (MEUR)



Sijoituskohteiden arvonluontikyky



Lähde: Inderes, kuva on illustratiivinen. Pallojen koko kuvaa Loudspringin sijoituksen arvoa ja sijainti sen arvonluontipotentiaalia.

Sijoituskohteiden potentiaalia 2020 (koko yhtiön arvo)

Nuuka

Arvomatriisi (EV)		SaaS-liikevaihdon kasvu CAGR-% 2017-2020e					
MEUR		60 %	90 %	120 %	150 %	170 %	200 %
EV/Sales-kerroin (SaaS-liikevaihdolle)	4	4,5	6,4	8,9	12,3	15,1	20,1
	6	5,9	8,7	12,6	17,6	21,8	29,2
	8	7,3	11,0	16,2	22,9	28,5	38,4
	10	8,7	13,4	19,8	28,3	35,2	47,6
	12	10,0	15,7	23,4	33,6	41,8	56,8
	14	11,4	18,0	27,0	38,9	48,5	66,0

Arvoajurit

- SaaS-liikevaihdon kasvunopeus
- Älykkäiden rakennusten markkinan voimakas kasvu
- Isojen asiakkuuksien nopea saanti (HKI, ICA)
- Etumatka kilpailijoihin nähden avoimissa rajapinnoissa
- Yritystokortti

Riskitekijät

- Pieni koko
- Potentiaalisina kilpailijoina isoja IT-taloja

Eagle

Arvomatriisi (P)		Nettotulos 2020e					
MEUR		0,50	1,00	1,50	2,00	2,40	3,00
P/E-kerroin	14	7,0	14,0	21,0	28,0	33,6	42,0
	16	8,0	16,0	24,0	32,0	38,4	48,0
	18	9,0	18,0	27,0	36,0	43,2	54,0
	20	10,0	20,0	30,0	40,0	48,0	60,0
	22	11,0	22,0	33,0	44,0	52,8	66,0
	24	12,0	24,0	36,0	48,0	57,6	72,0

Arvoajurit

- Kannattava kasvu
- Engie on merkittävä referenssi
- Korkea asiakaspito
- Pääomakevyt liiketoimintamalli

Riskitekijät

- Pieni koko
- Hidas historiallinen kasvu
- Saneerausvelat

Sijoituskohteiden potentiaalia 2020 (koko yhtiön arvo)

ResQ

Arvomatriisi (EV)		Liikevaihdon kasvu CAGR-% 2017-2020e					
MEUR		50 %	70 %	90 %	120 %	150 %	200 %
EV/Sales-kerroin	5	5,1	7,4	10,3	16,0	23,4	40,5
	6	6,1	8,8	12,3	19,2	28,1	48,6
	8	8,1	11,8	16,5	25,6	37,5	64,8
	10	10,1	14,7	20,6	31,9	46,9	81,0
	13	13,2	19,2	26,8	41,5	60,9	105,3
	15	15,2	22,1	30,9	47,9	70,3	121,5

Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu ajaa valuaatiota, mutta pitää toteuttaa kannattavasti
- Valtava markkina, jossa vielä vähän kilpailua
- Voimakkaasti skaalautuva ja pääomakeveä liiketoimintamalli
- Uuden merkittävän rahoituspaketin saaminen antaisi yhtiölle resursseja nopeampaan kasvuun

Riskitekijät

- Pääomien kohdistaminen huonosti tuottaviin kohteisiin
- Aiemmin epäonnistunut Saksan valloitus
- Kilpailutilanteen kiristyminen

Nocart

Arvomatriisi (P)		Nettotulos 2020e					
MEUR		4,00	6,00	8,00	10,00	12,00	14,00
P/E-kerroin	5	20,0	30,0	40,0	50,0	60,0	70,0
	6	24,0	36,0	48,0	60,0	72,0	84,0
	8	32,0	48,0	64,0	80,0	96,0	112,0
	10	40,0	60,0	80,0	100,0	120,0	140,0
	12	48,0	72,0	96,0	120,0	144,0	168,0
	14	56,0	84,0	112,0	140,0	168,0	196,0

Arvoajurit

- Valtavat ja nopeasti kasvavat markkinat kehittyvissä maissa
- PPA-liiketoimintamalli
- Yhtiön kyky hoitaa isoja projekteja

Riskitekijät

- Kehittyvillä markkinoilla operointi
- Pääoman sitoutuminen käyttöpääomaan
- Isojen projektien viivästymiset (Sambia)
- Rahoitustilanteeseen liittyvä epävarmuus

Sijoituskohteiden potentiaalia 2020 (koko yhtiön arvo)

Enersize

Arvomatriisi (P)		Nettotulos 2020e					
MEUR		0,50	1,00	1,50	2,00	3,00	4,00
P/E-kerroin	10	5,0	10,0	15,0	20,0	30,0	40,0
	12	6,0	12,0	18,0	24,0	36,0	48,0
	14	7,0	14,0	21,0	28,0	42,0	56,0
	16	8,0	16,0	24,0	32,0	48,0	64,0
	18	9,0	18,0	27,0	36,0	54,0	72,0
	20	10,0	20,0	30,0	40,0	60,0	80,0

Arvoajurit

- Valtava markkina, jossa vielä vähän kilpailua
- Kannattava kasvu ja maksavien asiakasprojektien saanti
- Kiinan myynti helpottuu jokaisen referenssin myötä
- Pääomakeveä liiketoimintamalli
- Uusi Saas-malli

Riskitekijät

- Toteutunut liikevaihto vielä pieni
- Asiakkaiden konversio ollut hidasta
- Kilpailijoiden tulo mahdollista markkinoille

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	20,1	20,2	20,0	20,0	19,9	Oma pääoma	19,8	22,7	21,4	20,1	18,8
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	Kertyneet voittovarot	-4,3	-5,9	-7,2	-8,5	-9,8
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	19,7	19,9	19,9	19,9	19,9	Uudelleenarvostusrahasto	12,7	11,8	11,8	11,8	11,8
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	11,3	16,7	16,7	16,7	16,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pitkäaikaiset velat	2,1	1,5	1,5	1,5	1,5
Vaihtuvat vastaavat	1,9	4,6	3,4	2,2	1,0	Laskennalliset verovelat	2,1	1,5	1,5	1,5	1,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	1,2	3,6	2,5	1,2	0,0	Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	22,1	24,7	23,5	22,2	20,9	Lyhytaikaiset velat	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
						Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
						Lyhytaikaiset korottomat velat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
						Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Taseen loppusumma	22,1	24,8	23,5	22,2	20,9

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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 yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderes Oy

Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



2015, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi