

# Privanet

Seurannan aloitus

6/2016

inde  
res.

# Paljon todistettavaa

Aloitamme Privanetin seurannan vähennä-suosituksella ja tavoitehinnalla 3,30 euroa. Yhtiön pörssiainekseksi alkoi eilen rajulla 20 %:n laskulla listautumishinnasta (4,30 euroa), mikä painoi osakkeen arvostustason mielestämme kohtuulliseksi. Osakkeen riski/tuotto-profiili ei mielestämme kuitenkaan ole houkutteleva korkeiden riskien takia, minkä takia jäämme toistaiseksi seuraamaan yhtiön kehitystä sivusta.

## Yhtiö yhdistää rahoitusta tarvitsevat pk-yritykset ja sijoittajat

Privanet on listaamattomien yritysten arvopapereiden välittämiseen ja pk-yritysten rahoitusjärjestelyihin erikoistunut sijoituspalvelukonserni, jonka tarkoituksena on yhdistää rahoitusta tarvitsevat pk-yritykset sekä sijoittajat. Konserniin kuuluvat emoyhtiön lisäksi Privanet Capital Markets Oy, joka keskittyy pääomajärjestelyihin käyttäen niissä voimakkaasti omaa tasettaan, sekä Privanet Securities Oy, joka ylläpitää listaamattomien yritysten arvopapereiden kauppapaikkaa. Privanet Capital Markets Oy on aikaisemmin ollut Navi Group, jonka historiasta löytyy tahroja ja muun muassa ongelmia Fivan kanssa.

## Liiketoimintamalli perustuu vahvasti oman taseen käyttöön

Valtaosa Privanetin rahoitusjärjestelyistä tehdään yhtiön oman taseen kautta, joka on annin jälkeen noin 10 MEUR. Tässä kanavassa yhtiö pyrkii saamaan 25 %:n ”tukkualennuksen” sijoituksille, jotka se myy sijoitustuotteina eteenpäin asiakkailleen yleensä noin 6-12 kk:n kuluessa. Mallissa on mielestämme kriittistä 1) taseen hyödyntäminen, 2) vahva jakelu ja myyntiverkosto sekä 3) vakiintunut jälkimarkkinapaikka. Näiden tekijöiden ansiosta yhtiöllä on mahdollisuus olla tehokas rahoituskanava pk-yhtiöiden ja sijoitustuotteita etsivien sijoittajien välille. Liiketoimintamallin haasteita ovat lyhyt historia, heikko näkyvyys hinnoittelun, taseriskit, transaktiovetoisuus ja jatkuvien tuottojen vähäisyys. Lisäksi uskomme, että kilpailu sektorilla tulee kiristymään lähivuosina painaen Privanetin tuottoja.

## Capital Markets tekee valtaosan tuloksesta

Privanet pystyy tällä hetkellä vuositasolla arviolta noin 50 MEUR:n tuotemyyntiin, mistä noin 80 % kulkee oman taseen kautta ja loput 20 % on perinteisempää jakelua. Tuloksen kannalta kriittistä on mielestämme sijoitusprosessi, sillä valtaosa Privanetin tuloksesta syntyy oman taseen kautta tehtävien rahoitusjärjestelyiden, ”tukkualennuksen” ja tuotteiden vähittäismyynnin kautta. Tulos on herkkä yhtiön tukkualennuksen muutoksille, jonka kestävyys on mielestämme kyseenalainen. Privanetilla on myös tunnettu jälkimarkkinapaikka arvopapereiden likviditeetin järjestämiseksi. Markkinapaikan ja juuri lanseeratun AROUND-joukkorahoitusjalustansa rooli tuloksen muodostumisessa on toistaiseksi pieni, mutta AROUNDin potentiaali voi olla merkittävä.

## Arvostuskertoimet ovat mielestämme perustellusti alhaisia

Osakkeen 2016e P/E on noin 12x ja osinkotuotto noin 6,1 %. Ensi vuoden ennusteilla arvostus on alhaisempi ennustetun tuloskasvun takia. Nämä vaikuttavat alhaisilta rahoitussektorilla vallitsevia tasoja vastaan, mutta Privanetilla ei ole alalle tyypillisiä jatkuvia tuloja (esimerkiksi varainhoidosta) tai vahvaa track-recordia kuten sen pörssiverrokeilla. Mielestämme onkin perustelluttu arvottaa Privanet selvällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmään, joka ansaitsee jo liiketoiminnan luonteen takia korkeamman arvostuksen. Näemme juuri lanseeratussa AROUND-palvelussa potentiaalia, mutta ansainta on vielä hämärän peitossa. Kokonaisuutena arvostus on mielestämme haastava suhteessa korkeaan riskiprofiiliin. Yhtiön täytyy todistaa liiketoimintamallin kestävyys ja odotettu tuloskasvu, jotta arvostuskertoimissa olisi nousunvaraa.

## Analytikko

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



## Suositus

Vähennä

Tavoitehinta: 3,30 €

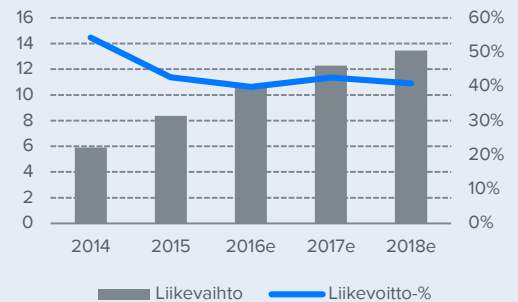


Eilisen päätös

3,45 EUR

Potentiaali

-4,3 %



## Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	8,4	10,6	12,3
- kasvu-%	42 %	27 %	16 %
Liikevoitto (EBIT)	3,6	4,2	5,2
- Liikevoitto-%	42,6 %	39,8 %	42,6 %
Nettotulos	2,8	3,5	4,2
EPS (antioikaistu)	0,24	0,28	0,33
DPS (antioikaistu)	0,25	0,21	0,25

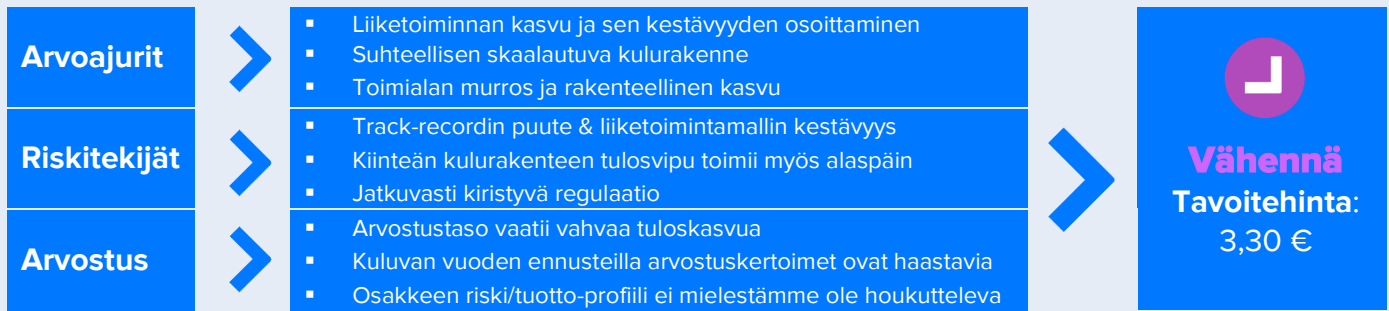
Lähde: Privanet, ennusteet Inderes

	2015*	2016e	2017e
Osakekurssi, EUR	3,45	3,45	3,45
Markkina-arvo MEUR	39,4	43,4	43,4
EV, MEUR	37,9	40,4	40,1
P/E	14,2	12,4	10,4
EV/Sales	4,5	3,8	3,3
EV/EBITDA	10,5	9,3	7,5
EV/EBIT	10,6	9,5	7,7
Osinkotuotto-%	7,2 %	6,1 %	7,2 %
P/B	5,6	3,4	3,1

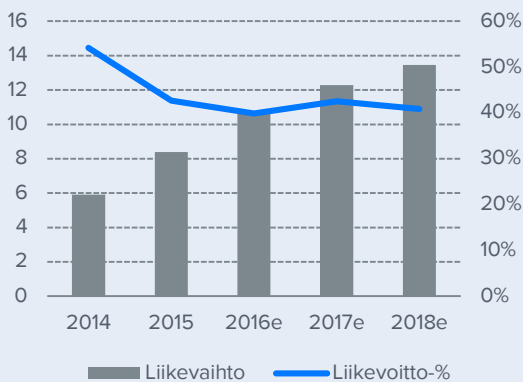
\* Osakekurssi asetettu eilisen päätöskasulle

# Privanet yhteenveto

## Sijoitusnäkemys

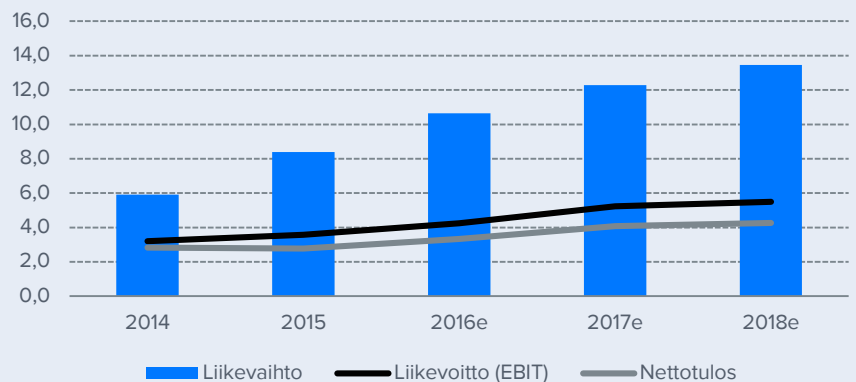


## Liiketoiminnan kehitys (MEUR)



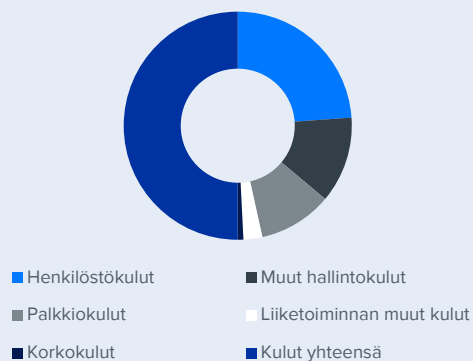
Lähde: Privanet, ennusteet Inderes

## Taloudellinen kehitys (MEUR)



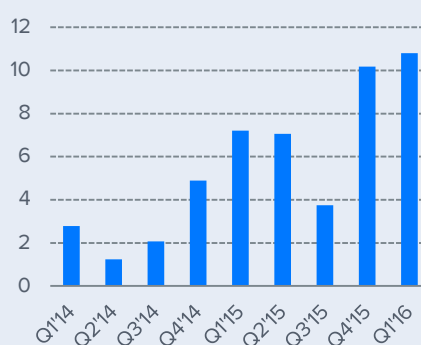
Lähde: Privanet, ennusteet Inderes

## Kulujen jakautuminen (2015)



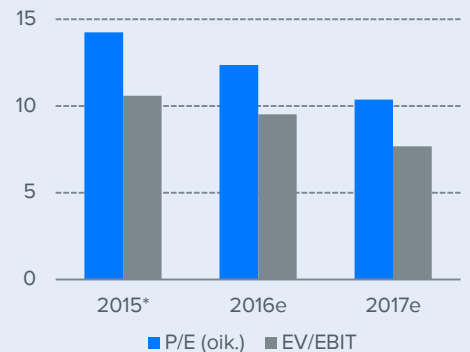
Lähde: Privanet / Inderes

## Myynti omasta taseesta (MEUR)



Lähde: Privanet, muokannut Inderes

## Arvostuskertoimet



Lähde: Inderes \*laskettu eilisellä päätöskurssilla

## Arvostus 2016e



# Sisällysluettelo

Privatet yhteenveto .....	3
Yhtiökuvaus .....	5
Liiketoimintamalli ja strategia .....	9
Toimiala ja kilpailukenttä .....	15
Taloudellinen kehitys ja ennusteet.....	19
Arvostus ja riskit .....	28
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	32
Vastuuvapauslauseke .....	34

# Yhtiökuvaus

Privanet on listaamattomien yritysten arvopapereiden välittämiseen ja pk-yritysten rahoitusjärjestelyihin erikoistunut sijoituspalvelukonserni, jonka tarkoituksena on yhdistää rahoitusta tarvitsevat pk-yritykset sekä sijoittajat. Konserniin kuuluvat emoyhtiön lisäksi Privanet Capital Markets Oy, joka keskittyy pääomajärjestelyihin sekä Privanet Securities Oy, joka ylläpitää listaamattomien yritysten arvopapereiden kauppapaikkaa.

## Privanet lyhyesti

### Privanet toimii linkkinä pk-yritysten rahoitustarpeiden ja sijoittajien välillä

Privanet on listaamattomien yritysten arvopapereiden välittämiseen ja pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusjärjestelyihin erikoistunut sijoituspalvelukonserni. Konserniin kuuluvat emoyhtiö Privanet Group Oyj sekä sen konserniyhtiöt Privanet Capital Markets Oy, joka keskittyy pääomajärjestelyihin sekä Privanet Securities Oy, joka ylläpitää Suomen ainoaa listaamattomien yritysten arvopapereiden kauppapaikkaa.

Privanetin tarkoituksena on saattaa yhteen rahoitusta tarvitsevat suomalaiset pk-yhtiöt sekä vaihtoehtoisia sijoituskohteita etsivät sijoittajat. Yhtiö toteuttaa pk-yritysten rahoitusjärjestelyitä hyödyntämällä sekä omaa tasettaan että Suomessa laajalle levittäytyntä myyntiorganisaatiotaan.

Privanet-konsernissa on tällä hetkellä noin 40 työntekijää yhtiön käyttämät sidonnaisasiamiehet mukaan lukien. Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Helsingissä, Tampereella, Turussa, Oulussa, Jyväskylässä, Vaasassa, Forssassa, Lahdessa, Mikkelissä ja Ylivieskassa. Konsernilla on yli 10 000 asiakasta ja sen toiminta on Finanssivalvonnan valvomaa. Konsernin johto, hallituksen jäsenet ja henkilöstö omistavat noin 40 % osakekannasta. Privanetilla oli 18.5.2016 yhteensä 364 osakkeenomistajaa (Euroclear Finland Oy) ja listautumisannissa määrä kasvoi 318 kappaleella, joten listautuessa yhtiöllä oli 682 osakkeenomistajaa.

Privanetin liikevaihto oli vuonna 2015 noin 8,4 MEUR ja yhtiö teki noin 2,8 MEUR:n nettutuloksen. Nykymuotoinen Privanet-konserni syntyi vuoden 2015 aikana Privanet Securities -kaupan myötä. Myös aikaisempi liiketoiminta muuttui rajusti vuoden 2013 aikana, jolloin yhtiö luopui mm. omaisuudenhoidosta ja strukturoitujen tuotteiden myynnistä. Näin ollen vertailukelpoisia taloudellisia lukuja on rajallisesti, eikä yhtiöllä ole pitkäaikaista luotettavaa track-recordia.

Yhtiön tavoitteena on laajentaa liiketoimintamalla jakeluorganisaatiota kasvattamalla sekä emissio- ja jälkimarkkinapalveluita edelleen kehittämällä. Yhtiö on juuri lanseerannut digitaalisen AROUND-joukkorahoituspalvelua, joka tulee tukemaan yhtiön nykyistä liiketoimintaa ja avaamaan mahdollisuuden saavuttaa uutta asiakaskuntaa Suomessa ja koko Euroopan Unionin alueella.

### Historiassa tahroja

Privanetin historia ulottuu vuoteen 2000 asti, jolloin nykyään konserniin kuuluva Privanet Securities Oy perustettiin. Toiminta-ajatuksena oli palvella kasvuyrityksiä pääoman hankinnassa sekä välittää listaamattomien yhtiöiden arvopapereita. Nimestä huolimatta ”alkuperäinen” listaamattomien yhtiöiden kauppapaikkana tunnettu Privanet on vain pieni osa nykyistä Privanet Group Oyj:tä.

Selvästi suurin osa Privanetin liikevaihdosta ja -tuloksesta tulee aikaisemman Navi Group-nimellä tunnetusta yhtiöstä. NGH Invest Oy (nykyisin Privanet Group Oyj) ja Navi Group Oy (nykyisin Privanet Capital Markets Oy) perustettiin vuonna 2011. NGH Invest Oy:n pääasiallisena tarkoituksena on ollut koko ajan Navi Group Oy:n emo- ja hallintoyhtiönä. Navi Group Oy aloitti toimintansa heinäkuussa 2011 Finanssivalvonnan myöntämän laajan sijoituspalvelu-yritystoimiluvan kanssa keskittyen omaisuudenhoitoon ja strukturoitujen sijoitustuotteiden liikkeeseenlaskujen järjestämiseen. Keväällä 2013 Finanssivalvonta totesi Navi Group Oy:n omaisuudenhoidon toteutuksen olleen epäasianmukainen asiakasvarojen säilytyksen osalta, ja rajoitti Navi Group Oy:n toimiluvan mukaista toimintaa. Tämän seurauksena Navi Group Oy luopui omaisuudenhoidosta ja päätti lopulta keskittyä pääasiassa listaamattomien arvopapereiden kaupankäyntiin, välitykseen ja liikkeeseenlaskuun.

Finanssivalvonta asetti 5.11.2014 Navi Group Oy:lle (nyk. Privanet Capital Markets Oy) 100 000 euron suuruisen seuraamusmaksun asiakasvarojen erillään pidossa ja toiminnan luotettavassa järjestämisessä havaittujen ongelmien takia. Navi Group Oy valitti seuraamusmaksusta Markkinaoikeudelle, joka antoi 23.9.2014 asiassa ratkaisun, jonka nojalla Navi Group Oy:lle asetetun seuraamusmaksun suuruutta alennettiin 80 000 euroon. Privanet Capital Markets Oy tyytyi Markkinaoikeuden ratkaisuun, mutta Finanssivalvonta haki ratkaisuun muutosta Korkeimmalta hallinto-oikeudelta, jossa asia on edelleen vireillä. Yhtiö on tehnyt varauksen 80 000 euron seuraamusmaksuun, mikä voi kuitenkin muuttua vielä oikeudenkäynnin edetessä (lisätappiovaikutus kuitenkin maksimissaan 20 000 euroa). Emme näe suoraa taloudellista seurausta (seuraamusmaksu) merkittävänä Privanetin kannalta, mutta on selvää, että Navi Groupin maineeseen asialla on ollut voimakas negatiivinen vaikutus. Tämä historiallinen tahra seuraa mielestämme edelleen myös Privanetia.

Privanet on viime vuosina panostanut voimakkaammin listaamattomien arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen, kasvattamiseen ja digitalisoitumiseen (erityisesti AROUND). Merkittävin panostus oli enemmistöosuuden hankkiminen Privanet Securities Oy:stä, jonka Navi Group Oy toteutti vuoden 2015 aikana kahdella yrityskaupalla. Tämän jälkeen yhteinen Privanet-nimi otettiin käyttöön kaikissa konserniin kuuluvissa yhtiöissä. Näkemyksemme mukaan Privanet-brändi on huomattavasti parempi kuin Navi Groupin oli.

NGH Invest Oy:n perustajajäsenistä mukana ovat edelleen Privanet Group Oyj:n hallituksen puheenjohtaja Roy Harju, toimitusjohtaja/hallituksen jäsen Matti Heiskala ja konsernin talousjohtaja/hallituksen jäsen Sami Järvinen.

## Lähipiiritoimet aiheuttaneet myös kysymyksiä

Privanet-konsernissa on ollut sen toimintahistorian aikana merkittäviä lähipiiritapahtumia, jotka voivat myös aiheuttaa intressiristiriitoja eri toimijoiden välillä. Privanet Capital Markets on tehnyt liiketoimia huomattavaa vaikutusvaltaa käyttävien henkilöiden (suurimmat omistajat eli Roy Harju, Sami Järvinen ja Matti Heiskala) ja/tai heidän määräysvalta-yhteisöjen kanssa.

Privanet Capital Markets Oy on maksanut Iron M Oy:lle (Matti Heiskalan määräysvalta-yhteisö) merkittäviä sidonnaisiamiespalkkioita sekä oleellisia konsultti- ja lisenssisopimusten perusteella Iron M Oy:lle, Pennin Hevonen Oy:lle (Roy Harju) ja Finactu Oy:lle (Sami Järvinen). Lisäksi Privanet Capital Markets ovat tehneet liiketoimia Fort Victoria Oy:n kanssa, josta edellä mainittu kolmikko omistaa yhdessä yli 50 %. Fort Victorian toiminta on käsityksemme mukaan ajettu alas, eikä asia ole enää relevantti.

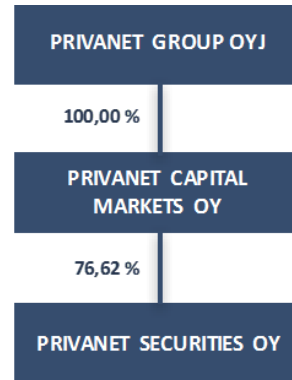
Lähipiirin kanssa toteutettavissa liiketoimissa on yhtiön sääntöjen mukaan noudatettava tavanomaisia liiketaloudellisia periaatteita eikä niitä saa tehdä ehdoin, jotka poikkeavat toisistaan riippumattomien osapuolten välillä tehtävien vastaavanlaisten liiketoimien ehdoista. Yhtiön hallitus on vahvistanut lähipiiriliiketoimia koskevan sisäisen ohjeistuksen, jota on päivitetty viimeksi 19.4.2016.

Mielestämme lähipiirin kanssa tehtävät liiketoimet eivät kuulu pörssiyhtiöiden vastuulliseen ja läpinäkyvään johtamiseen. Privanetin johto onkin kertonut, että edellä mainituista konsultti- ja lisenssisopimukset on purettu pois lukien mahdollisuus käyttää sidonnaisiamies-yhtiötä. Tämä on mielestämme tärkeää, koska yhtiön historialliset ongelmat voivat aiheuttaa epäluuloja, minkä takia läpinäkyvyys hallintoon ja osakkeenomistajien oikeudenmukaiseen kohteluun on kriittistä. Sidonnaisiamies-järjestelyn käyttäminen ei mielestämme ole tältä kannalta ongelmallinen, koska luvut tullaan raportoimaan ja rakenne on selkeä. Toisaalta sidonnaisiamiehien käyttö voidaan mahdollisesti estää sääntelyn kiristyessä (MiFID) lähivuosina. Oleellista vaikutusta Privanetin tuloksentelekykyyn tällä ei pitäisi kuitenkaan olla.

## Organisaatorakenne

Privanet-konserni muodostuu emoyhtiö Privanet Group Oyj:stä sekä sen 100 % omistamasta Privanet Capital Markets Oy:stä ja tämän 76,62 % omistamasta tytäryhtiö Privanet Securities Oy:stä.

### Konsernirakenne



Lähde: Privanet

Edellä mainittujen konserniyhtiöiden lisäksi Privanet pyrkii tekemään sijoituksia lupaaviin FinTech-yhtiöihin. Yhtiöllä on pieni omistus (0,944 %) kulutusluottoja tarjoavasta Euroloan Groupista, minkä lisäksi se on omistaja joukkorahoituslusta Innovatorissa (0,86 %) ja Taviq Oy:ssä (noin 18 %). Taviq on alkuvaiheessa oleva digitaalinen palvelu, jonka tarkoituksena on automatisoida sijoitusneuvontaa ja varainhoitoa. Emoyhtiö omistaa näiden lisäksi hieman alle 7 % Aif Invest Oy:stä, jonka liikeideana on ilmeisesti harjoittaa vaihtoehto-rahastosääntelyn mukaista rahastotoimintaa hallinnoimalla yhtiön kulloinkin perustamia pääsääntöisistä kommandiittiyhtiömuotoisia vaihtoehtorahastoja.

### Privanet Group Oyj emoyhtiö

Privanet Group Oyj toimii Privanet-konsernin emoyhtiönä keskittyen hallintopalveluiden tuottamiseen konsernin muille yhtiöille. Hallintopalveluihin sisältyvät muun muassa taloushallinto, sisäiset lakipalvelut, compliance, IT, markkinointi, henkilöstöhallinto sekä yleiset hallinto- ja toimituspalvelut. Kyseiset palvelut tuotetaan pääosin oman henkilöstönsä kautta hyödyntäen myös kolmansien tahojen tuottamia konsultointipalveluja.

Lisäksi emoyhtiö sijoittaa ja käy kauppaa listaamattomien yhtiöiden arvopapereilla, pääasiassa osakkeilla ja joukkovelkakirjoilla. Yhtiö on tehnyt tämän lisäksi taseestaan myös strategisempia sijoituksia esimerkiksi Fintech-toimialaan. Emoyhtiön taseessa olevien arvopapereiden kaupankäyntiä hoitaa tytäryhtiö Privanet Capital Markets Oy sopimusperusteisesti.

## Privanet Capital Markets

Privanet Capital Markets Oy on emoyhtiön 100 % omistama tytäryhtiö, joka toteuttaa rahoitusjärjestelyitä pienyrityksille. Sillä on kolme pääliiketoiminta-aluetta:

- Liikkeeseenlaskujen järjestäminen (emissiot)
- Kaupankäynti rahoitusvälineillä omaan lukuun
- Listaamattomien arvopapereiden välitys

Yhtiön liiketoiminnan ydin on listaamattomien pk-yritysten rahoitusjärjestelyiden toteuttaminen hankkimalla kohdeyhtiölle oman tai vieraan pääomanehtoista rahoitusta pääasiassa 1-10 MEUR:n kokoluokassa. Yhtiö toteuttaa kohdeyhtiölle rahoitusta pääasiassa toimimalla kohdeyrityksen vastapuolena arvopapereiden liikkeeseenlaskussa ja jakelemalla sijoitukset pienemmissä erissä eteenpäin sijoittajille oman taseensa kautta. Capital Markets on selvästi suurempi operatiivisesti tytäryhtiöistä.

## Privanet Securities Oy

Privanet Securities Oy on Privanet Capital Markets Oy:n 76,62 %:sti omistama tytäryhtiö. Loppuosa yhtiön osakkeista on yhtiön toimitusjohtaja Kimmo Lönnmarkin (10,00 %) ja hallituksen puheenjohtaja Karri Salmen (13,38 %) määräysvalta-yhtiöiden omistuksessa. Yhtiöllä on kolme liiketoiminta-aluetta:

- Likviditeetin järjestäminen listaamattomien arvopapereiden kauppapaikan kautta
- Rahoitusjärjestelyiden toteuttaminen
- Hyväksytyt Neuvonantaja -tehtävät

Privanet Securities Oy ylläpitää Suomen ainoaa listaamattomien yhtiöiden markkinapaikkaa. Kauppapaikalla noteerataan yli 50 yhtiötä ja 16 toimintavuoden aikana yli 13000 sijoittajaa on tehnyt arvopaperikauppaa välityspalvelun kautta. Yhtiö myös hakee erityyppisten instrumenttien ja pääomakerrosten avulla yrityksille rahoitusta. Yhtiön kehittämällä AROUNDilla yhtiö uskoo pystyvänsä hoitamaan huomattavan määrän rahoitusjärjestelyitä vuosittain. Yhtiö tulee järjestämään alustalta keskimäärin 1-5 MEUR:n suuruisia oman ja vieraan pääomanehtoisia rahoitusjärjestelyjä. Lisäksi Privanet Securities Oy toimii Hyväksyttynä Neuvonantajana Helsingin Pörssin Nasdaq First North -listalla oleville yhtiöille. Tämä on Helsingin pörssin sääntöjen mukainen rooli, jossa yhtiö neuvoo ja tukee First North-markkinapaikalle listautuvia yhtiöitä velvoitteiden noudattamisessa yhteistyössä yhtiön ja First North-markkinapaikan kanssa.

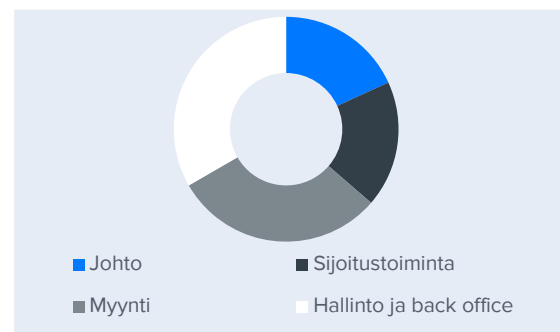
## Henkilöstö

Privanet-konsernin palveluksessa oli vuoden 2015 lopussa yhteensä 28 konserniyhtiöihin työsuhteessa olevaa henkilöä, minkä lisäksi konsernin palveluita tarjosi viisi sidonnaisasiamiesyhtiötä. Sidonnaisasiamiehet vastaavat itse omista kustannuksistaan ja heille maksettavat palkkiot

perustuvat kokonaan asiakkaiden maksamiin palkkioihin. Yhtiön avainhenkilöistä Roy Harju ja Matti Heiskala toimivat yhtiön asiamiehinä omien määräysvalta-yhtiöidensä kautta.

Vuoden 2015 lopussa johdossa työskenteli yhteensä kuusi henkilöä. Hallinnossa ja back officessa työskenteli 11 henkilöä ja sijoitustoiminnasta vastasi kuusi henkilöä. Myynnissä oli työsuhteessa kymmenen henkilöä, joiden lisäksi myyntitehtäviä hoitivat yhtiön viisi sidonnaisasiamiestä. Henkilökunta oli kasvanut 33 henkilöön maaliskuun 2016 loppuun mennessä. Yhdeksän työskenteli emoyhtiössä, 16 Privanet Capital Markets Oy:ssä ja kahdeksan Privanet Securities Oy:ssä. Myös yhtiön sidonnaisasiamiesten määrä oli kasvanut kahdeksaan.

## Henkilöstön jakautuminen 31.03.2016



Lähde: Inderes

## Osakeanti ja omistusrakenne

Konsernin emoyhtiöllä on yksi osakesarja ja yhteensä 11 410 200 osaketta ennen osakeantia. Listautumisessa tarjottavien osakkeiden enimmäismäärä vastaa 9,23 % Privanetin osakkeista annin jälkeen. Avainhenkilöiden omistus yhtiöstä on yhteensä 29,32 % ennen antia. Yhtiön avainhenkilöt eivät myy omistuksiaan annissa ja he ovat lisäksi sitoutunut 180 päivän lock-up ehtoihin listautumisen jälkeen. Tämä koskee suurimpia osakkeenomistajia (Finactu Oy, Pennin Hevonen Oy ja Iron M Oy). Mielestämme tämä on positiivista, sillä avainhenkilöiden myynti olisi mielestämme selkeä negatiivinen signaali ja tuleamme seuraamaan avainhenkilöiden osakekauppoja tarkasti.

## Suurimmat osakkeenomistajat

Finactu Oy (Sami Järvisen määräysvalta-yhteisö)	10,82 %
Pennin Hevonen Oy (Roy Harjun määräysvalta-yhteisö)	10,21 %
Iron M Oy (Matti Heiskalan määräysvalta-yhteisö)	8,28 %
Oy Oja Invest Ltd	7,06 %
Oulun Anestesiapalvelu Oy	5,27 %
Sähköpalvelu Sarkkinen Oy	3,92 %
Jonas Hemming Invest Oy Ab	3,51 %
KJ Ykkössähkö Oy	3,51 %
Leppänen Mika	3,30 %
Ruokajätti Kalevi Sivonen Oyt	1,95 %

10 suurinta yhteensä	57,83 %
Muut omistajat	42,17 %

Lähde: Privanet yhtiöesite, tilanne 18.5.2016

# Privanetin missio ja organisaatorakenne

## Privanetin missio

Missiomme on yhdistää sijoittajat ja rahoitusta tarvitsevat yritykset.

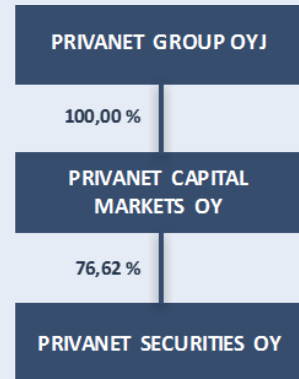


Visiomme on saada kotimaisten kasvuyritysten arvopaperit yhdeksi sijoittajien merkittäväksi omaisuusluokaksi ja ohjata kansainvälistymällä ulkomaisten sijoittajien rahavirtoja kotimaahan.

Asiakaslähtöisyys    Yrittäjähenkisyys    Vastuullisuus    Kunnioittaminen

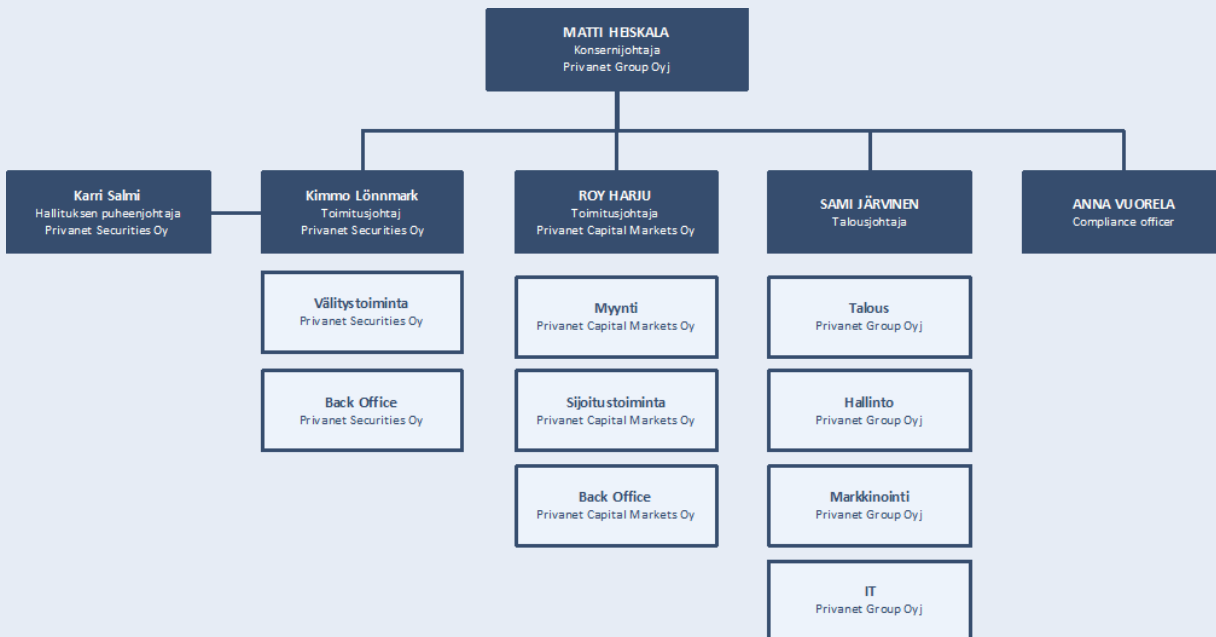
Lähde: Privanet, muokannut Inderes

## Konsernirakenne



Lähde: Privanet

## Privanetin organisaatiokaavio



Lähde: Privanet



# Liiketoimintamalli ja strategia

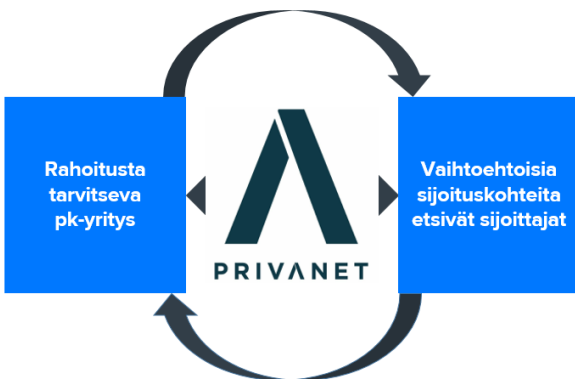
Privanetin liiketoiminta voidaan mielestämme jakaa kahteen toisiaan tukevaan liiketoimintaan. Privanet Capital Markets keskittyy pääomajärjestelyihin, joissa se käyttää voimakkaasti omaa tasettaan. Privanet Securities ylläpitää listaamattomien yritysten arvopapereiden kauppapaikkaa, ja voisi toimia myös Capital Marketsin kohteiden jälkimarkkinana. Securities on myös kehittänyt digitaalisen AROUND-emissioalustan, missä näemme potentiaalia. Privanetin liiketoimintamallin haasteena on mielestämme lyhyt track-record, heikko näkyvyys järjestelyprosessiin sekä kohteiden hinnoitteluun, oman taseen käyttämiseen liittyvät riskit, jatkuvien tuottojen vähäisyys ja liiketoimintamallin toimiminen laskusuhdanteessa. Yhtiön strategian keskiössä on liiketoimintamallin laajentaminen kasvattamalla sekä jakeluverkostoa että asiakaskuntaa ja toisaalta yhtiön omaa tasetta.

## Capital Markets

### Privanet Capital Markets-liiketoiminta

Privanetin pääliiketoiminta on toimia rahoitusta tarvitsevien ja sijoituskohteita etsivien sijoittajien välissä. Arviolta 80 % Privanetin tuotemyynnistä ja suunnilleen yhtä paljon Privanet Capital Marketsin tuotoista tulee yhtiön oman taseen kautta tehtävästi rahoitusjärjestelyistä, joten kyseessä on nykyisen Privanetin ydin. Taseen ohi tapahtuva jakelu on käsittääksemme pääosin yhteistyökumppaneiden (Euroloan ja OPR) joukkovelkakirjoja.

### Privanet yhdistää pk-yritykset ja sijoittajat



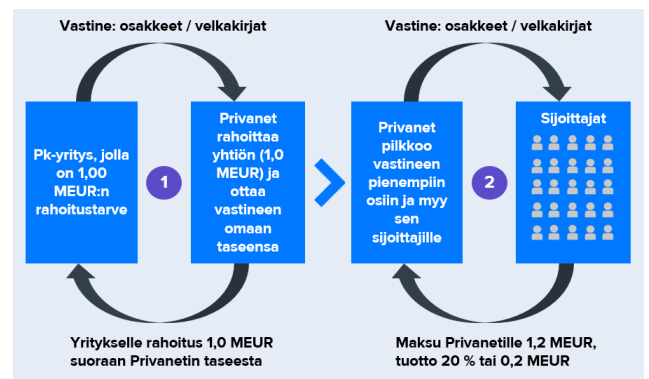
Lähde: Inderes

Esittelemme Capital Marketsin liiketoimintamallin yksinkertaistetun esimerkin kautta, jota olemme avanneet seuraavassa kuvassa. Vasemmalla puolella on pk-yritys, joka tarvitsee 1,0 MEUR:n oman pääoman ehtoisen rahoituksen esimerkiksi kasvuun. Sijoitusprosessin jälkeen Privanet päättää, että yhtiö tulevaisuuden näkymät ovat hyvät ja emission valuaatio on Privanetin kannalta houkutteleva. Näin Privanet päättää rahoittaa 1,0 MEUR:n oman pääoman, jolla se saa esimerkiksi 20 %:n omistuksen yhtiössä (osakekannan valuaatio 5,0 MEUR). Privanet Capital Markets ottaa omistukseen oikeuttavat osakkeet omaan taseensa kirjaten ne ostohintaan. Oman taseen kautta tehty järjestely on sinänsä nopea ja yksinkertainen,

sillä rahoitusta hakevan yrityksen ei tarvitse "myydä" emissiota suurelle määrälle sijoittajia. Tämä tehtävä jää Privanetille ja yhtiö myös kantaa riskin siitä, että se pystyy myymään osakkeet eteenpäin tuottavasti. Privanet kirjaa tässä vaiheessa myös transaktiopalkkion, joka on perinteisesti kokoluokassa 5-7 %. Tämä voi toisaalta sisältyä myös kauppahintaan.

Vaiheessa kaksi Privanet Capital Markets pilkkoo "blokin" ja alkaa myydä osakkeita eteenpäin asiakkailleen eli loppusijoittajille pienemmissä erissä. 20 %:n tai 1,0 MEUR:n osakeomistus voitaisiin jakaa esimerkiksi viiteensataan 2000 euron erään. Kun Privanet Capital Markets myy jakeluorganisaationsa kautta merkittävän osan omistusta eteenpäin, yhtiö kirjaa sijoituksesta arvonnousua käyvän arvon rahastoon (ei tule tuloslaskelman kautta ennen myyntiä). Privanet on kertonut tavoittelevansa 25 %:n "tukkualennusta" eli arvonnousua sillä aikaa, kun omistus on sen omassa taseessa. Tämä aika on yhtiön johdon mukaan normaalisti noin 6-12 kuukautta, mutta aika voi vaihdella paljon yhtiön käyttäessä harkintaa eri sijoituskohteiden pitämisaikassa. Pitoaika voi siis olla myös huomattavasti pidempi. Johto korosti lisäksi, että arvonnousua kirjataan ainoastaan silloin, kun se voidaan perustella yhtiön fundamenttien kehityksellä.

### Esimerkki mahdollisesta rahoitusjärjestelystä



Lähde: Inderes

Esimerkissä on tarkoituksen mukaisesti käytetty pyöreitä lukuja, mutta todellisuudessa 1,0 MEUR on yksittäisessä sijoituksena lähellä Privanetin tämän hetken maksimia. Esimerkki on tehty osakepääomalle, mutta Privanet voisi tehdä vastaavan järjestelyn myös vieraalle pääomalle. Silloin Privanetin tuotto-osuus (ja toisaalta riski) olisi matalampi, mutta periaatteessa prosessi olisi samankaltainen. Samalla täytyy huomauttaa, että negatiivisessa skenaariossa kohdeyhtiön arvonkehitys voi tietysti olla myös negatiivinen ja yhtiö kantaa järjestelyissä aidosti riskiä.

## Liiketoiminnan avainasiat

Liiketoimintamallissa on mielestämme kolme kriittistä tekijää, joihin toiminta pohjautuu. Näitä ovat 1) oman taseen hyödyntäminen, 2) vahva jakelu ja myyntiverkosto sekä 3) vakiintunut ja tunnettu jälkimarkkinapaikka, joka on mielestämme yhtiölle kilpailuetu. Lisäksi Privanetin tuottojen kannalta kriittisiä asioita ovat Capital Marketsin sijoitusprosessin toimiminen (kohteiden valinta), riskien hallinta, arvonnousu sekä pääoman kiertonopeus. Näitä asioita käsittelemme myöhemmässä kappaleessa.

## Oman taseen hyödyntäminen

Privanetilla on osakeannin jälkeen noin 10 MEUR:n tase, jota se pystyy hyödyntämään ”varastona” sijoitustuotteille. Näin Privanet pystyy tarvittaessa reagoimaan nopeasti kohdeyhtiön rahoitustarpeeseen ilman, että sen tarvitsee myydä emissio suoraan eteenpäin sijoittajille. Rahoitusjärjestelyn koosta ja riskiprofilista riippuen yhtiö voi hoitaa rahoitusjärjestelyjä joko osin tai kokonaan oman taseensa kautta. Taseen noin 10 MEUR:n koko rajoittaa yksittäisen sijoituksen noin 1,0 MEUR:n kokoon (10 % taseesta), mikä on jo huomattava taseriski. Noin 80 % yhtiön tuotemyynnistä toteutetaan oman taseen kautta, joten taseen merkitys on yhtiölle kriittinen.

Yhtiö hyödyntää tasetaan sijoitusten paloittelamiseen esimerkiksi 200-300 pienempään erään jakeluverkostoon hyödyntäen. Tase siis kytkeytyy oleellisesti jakeluun, minkä takia yhtiön tavoitteleman yli 25 % ”tukkukatteen” voi osin nähdä korvauksena sijoitustuotteiden vähittäisjakelusta. Mielestämme kovin huomattavaa korvausta pelkästään tällä toiminnalla ei kuitenkaan voi perustella.

Todellista ”tukkualeennusta” on erittäin vaikea luotettavasti arvioida, koska läpinäkyvyys yhtiön sijoitusprosessiin on ulkopuolelta heikko. Markkinoilla on luonnollisesti joskus tarjolla huomattavia määriä osakkeita ”blokkihintaan”. Esimerkiksi yhtiön omien osakkeiden kaupoissa syntynyt voitto vuonna 2015 oli seurausta tapahtumaketjusta, jossa yhtiö osti omia osakkeitaan ”blokkihintaan” ja vähittäisjakeli samat arvopaperit pienemmissä erissä suurelle joukolle sijoittajia. Privanetin omistajakunta kasvoi tässä yhteydessä 32 omistajasta 230 omistajaan.

## Vahva jakelu / myyntiverkosto

Privanetilla on suhteellisen pienestä koostaan huolimatta varsin vahva paikallinen jakeluverkosto, joka kattaa tällä hetkellä yhteensä kymmenen paikkakuntaa ja suunnitelmassa on laajentua edelleen. Erityisen vahvana jakeluverkoston näemme perinteisen pääkaupunkiseudun ulkopuolella, jossa rahoitusalan suuremmat toimijat ovat suhteellisesti heikompia. Privanet Capital Marketsilla on yhtiön mukaan lähemmäs 2000 aktiivista asiakasta. Lisäksi Privanet Securities asiakaskunta on vielä huomattavasti laajempi (noin 11 000), mikä tarjoaa kasvumahdollisuuksia myös Capital Marketsille. Kattavan jakeluorganisaationsa kautta yhtiö pystyy tehokkaasti jakelemaan rahoitusjärjestelyissä synnytyt arvopaperit pienissä erissä laajalle asiakaskunnalleen.

Arviomme mukaan Capital Marketsin asiakaskunta on kuitenkin varsin keskittynyt, ja sata suurinta asiakasta vastaa noin 50 % kaikista sijoituksista. Merkkejä tästä näkyy myös Privanetin asiakkaiden salkkujen kokoluokissa, joissa mediaani on yhtiön antamien tietojen mukaan noin 38 TEUR ja keskiarvo paljon korkeampi eli noin 227 TEUR. Näin ollen merkittävien asiakkaiden menettäminen voisi vaikuttaa Capital Marketsin myyntivoimaan (”placing power”).

## Vakiintunut jälkimarkkinapaikka

Mielestämme Privanet Capital Marketsin vahvuuksiin kuuluu jälkimarkkinapaikka, jonka Privanet Securities voi tarjota. Privanetin ylläpitämän jälkimarkkinapaikan kautta yhtiö kykenee luomaan likviditeettia emittoimilleen arvopapereille, mikä auttaa erottautumaan kilpailijoista. Toistaiseksi tätä etua ei ole vielä käytetty, mutta pidämme sitä tärkeänä sekä sijoittajien että liiketoimintamallin läpinäkyvyyden kannalta. Jos ja kun Privanet tuo jatkossa yhä enemmän Capital Markets-kohteita kauppapaikalle, voidaan yhtiöiden arvostustasoa ja kokonaiskehitystä tarkastella paljon paremmin. Tämä olisi etu kaikille.

## Liiketoimintamallin toimivuuden arvioiminen

Privanetin tuottojen kannalta kriittisiä asioita ovat sijoitusprosessin toimiminen, riskien hallinta, kohdeyhtiöiden arvonkehitys sekä pääoman kiertonopeus. Kyseiset havainnot ja kommentit koskevat pääosin oman taseen kautta kiertävien rahoitusjärjestelyiden toteuttamista, mihin läpinäkyvyys on tällä hetkellä mielestämme heikko.

## Sijoitusprosessi on kriittinen tekijä

Mielestämme Privanetin sijoitusprosessi on kriittinen koko liiketoimintamallin toimimisen kannalta. Yksittäinen sijoitus voi olla merkittävä riski yhtiölle taseen kautta, arvonnousu

heijastuu lopulta tulokseen ja koska sijoituskohteet välitetään lähtökohtaisesti omille asiakkaille, näiden tuotto myös Privanet omistuksen jälkeen on kriittistä asiakaskunnan tyytyväisyyden kannalta. Tyytymättömät asiakkaat eivät ole innokkaita ostamaan lisää tuotteita, mikä voisi heikentää yhtiön myyntivoimaa ("placing power"). Näin ollen sijoitusprosessin pitäisi pystyä 1) identifioimaan voimakkaasti kehittyviä yhtiöitä, 2) saamaan niissä osuuksia riittävän edullisella valuaatiolla, jotta "jaettavaa" riittäisi sekä Privanetille että sen asiakkaille, ja 3) tekemään tämä kohtuullisella riskitasolla. Yhdistelmä on pitkällä tähtäimellä haastava mille tahansa yhtiölle.

Laadukkaiden sijoitusyhtiöiden tarjonta on yhtiön mukaan hyvällä tasolla, ja tällä hetkellä potentiaalisia kohteita on tarjolla vähintään riittävästi. Privanetin johdon mukaan yhtiötä lähestytään käytännössä joka arkipäivä rahoituskysymyksen osalta joko suoraan tai esimerkiksi yhteistyökumppanien kautta. Yhtiö pyrkii myös yhä enemmän itse etsimään mielenkiintoisia kohdeyhtiöitä oman verkostonsa kautta.

Privanet käsittelee uusia potentiaalisia kohteita viikoittain järjestettävässä sijoituskomiteassa, jossa karsitaan heti heikoimmat kandidaatit. Jäljelle jäävistä caseissa tavataan yrityksen johto, tehdään taloudellinen due diligence sisäisesti ja lakipuolen due diligence yhteistyökumppaneiden avulla. Yhtiö on viime aikoina hankkinut lisää sisäistä analyysivoimaa, jonka avulla yhtiöllä on mahdollisuus sekä löytää enemmän potentiaalisia caseja että käsitellä niitä tehokkaammin. Sijoitusten onnistumisen kannalta kriittisen valuaation Privanet tekee itse, minkä perusteella yhtiö tekee kohteelle tarjouksen.

Privanet ei ole pääomasijoittaja, vaan omassa taseessa sijoitukset ovat pääosin varsin lyhyen aikaa (6-12 kk). Privanetin asiakkaiden portfolioissa sijoitukset voivat sen sijaan olla hyvinkin pitkään, joten sijoitusten tuottojen täytyy olla riski/tuotto-suhteeltaan hyviä myös pitkällä aikavälillä, jotta liiketoimintamalli olisi mielestämme kestävä. Lopulta sijoitusprosessin onnistumisen ratkaiseekin mielestämme Privanetin asiakkaiden tuotot, sillä he ovat tuotteiden "loppusijoittajia".

Privanet ei ole julkaissut asiakkaidensa keskimääräisiä tuottoja, mutta viime vuosina ne ovat ilmeisesti olleet erittäin hyviä. Tämä heijastuu asiakkaiden hyvänä pysyvyytenä sekä asiakasmäärän kasvuna. Korostamme kuitenkin, ettemme ole saaneet tarkempaa tietoa Privanetin asiakkaiden tuotoista, joten tässä suhteessa olemme vahvasti yhtiön antamien tietojen varassa.

## Uskomme kilpailun kiristyvän tulevaisuudessa

Kilpailu pk-yritysten rahoittamisesta on toistaiseksi rajallista, mikä on Privanetin tuottojen kannalta todella tärkeää. Tämä ja Privanetin kyky tarjota mielenkiintoisia vaihtoehtoisia sijoitustuotteita kustannustehokkaasti ovat kriittisiä tekijöitä yhtiön menestyksen kannalta. Nämä tekijät yhdessä

onnistuneen sijoitusprosessin kanssa voivat tarjota riittävän tuottopotentialin sekä Privanetin että sijoittajien kannalta.

Pidämme kuitenkin epätodennäköisenä, että tilanne olisi Privanetin kannalta kestävä. Ennemmin tai myöhemmin pk-yritysten ja sijoittajien välille syntyy uusia tehokkaita rahoituskanavia, jos potentiaaliset tuotot ovat todellakin näin houkuttelevia. Välitöntä uhkaa Privanetin näkökulmasta ei mielestämme ole näköpiirissä.

Jos verrataan Privanetin tarjoaman kokonaisuuden kilpailukykyä esimerkiksi pk-yritysten velkoihin sijoittaviin rahastoihin, pystyy Privanet kilpailemaan kohtuullisesti. Rahastot joutuvat tyypillisesti hinnoittelemaan pk-yrityksille tarjoamansa velkarahan suunnilleen samalle pallokentälle. Jos rahasto tavoittelee 8-9 %:n vuosittaista korkotuottoa ja pyörittää liiketoimintaansa 1 %:n hallinnointipalkkiolla yhdistettynä 20-30 %:n tuottosidonnaiseen palkkioon 5 %:n aitakoron ylittävistä tuotosta, muodostuu sijoittajan kokonaiskuluksi 1,4-1,9 % vuodessa, mikä edustaa tässä esimerkissä 18-21 %:n osuutta yrityksen maksamasta korosta. Rahastojen kokonaispalkkio ei siis välttämättä eroa merkittävästi Privanetin palkkiomallista. Rahastot toisaalta voivat tarjota sijoittajille valmiiksi hajautetun kanavan sijoittaa pk-yritysten arvopapereihin, kun taas Privanet tarjoaa sijoittajille mahdollisuuden suoriin sijoituksiin.

Kokonaistilanteeseen vaikuttaa oleellisesti markkinan koko ja pankkien muuttuva rooli. Pankkien mahdollisuuksiin vaikuttaa oleellisesti yleinen korkoympäristö, jonka lopulta muuttuessa pankit voivat olla jälleen kilpailukykyisempiä. Tällä hetkellä näyttää siltä, että pk-yritysten rahoituksessa löytyy tilaa rahastoille, Privanetille sekä monelle muulle erityyppiselle toimijalle kuten joukkorahoittajille. On mahdollista, että joukkorahoittajat tulevat luomaan tehokkaan rahoituskanavan tietyn tyyppisten sijoittajien ja pk-yritysten välille erityisesti luokkaa 0,5-2,0 MEUR:n rahoitusjärjestelyissä. Sama ilmiö on jo nähty vertaislainoissa, jotka ovat muokanneet aikaisemmin pikavippien toimialaa selvästi sivistyneempään suuntaan. Privanet tulee olemaan vahvasti mukana tässä kehityksessä oman AROUND-joukkorahoitusjalustansa kautta. Joukkorahoitusjalustat eivät tule olemaan oikea ratkaisu kaikkien pk-yritysten tai sijoittajien tarpeisiin, mutta ne voivat mielestämme lopulta viedä osan markkinasta.

## Privanet Securities Oy

Privanet Securitiesin pääliiketoiminta yksinkertainen: se on listaamattomien yhtiöiden markkinapaikka ja se tekee pääosan liikevaihdostaan kaupankäyntikomissioilla. Lisäksi yhtiö tekee pk-yrityksille rahoitusjärjestelyitä. Vuonna 2015 yhtiön liikevaihto oli 0,57 MEUR kasvaen 9,9 % edellisvuodesta, mikä on mielestämme alhainen taso.

Privanetin markkinapaikka on sijoittajien keskuudessa hyvin tunnettu. Viime vuosina sen tunnettavuus on jälleen ollut kasvussa myös monelle aikaisemmin pelkästään

pörsiosakkeisiin sijoittaneelle yksityishenkilölle ja yritykselle. Institutionaalisia sijoittajia kauppapaikalla on vain vähän, mutta määrää pyritään kasvattamaan.

Markkinapaikka onnistui houkuttelemaan tilikauden aikana useita uusia listayhtiöitä. Listoilla on yli 50, mutta kaupankäyntiä voidaan mielestämme luonnehtia aktiiviseksi korkeintaan puolessa. Privanet Capital Markets voi lisäksi tarjota likviditeettiä toimimalla vastapuolena taseensa avulla, jolloin se tavoittelee ”tukkukatteeseen” verrattavaa tuottoa. Privanet Securities ei toimi vastapuolena kauppapaikalla, vaan pyrkii olemaan neutraali kauppapaikan ylläpitäjä.

Nyt yhtiön liiketoimintamalli on kuitenkin murroksessa, kun yhtiö on lanseerannut AROUND-palvelun. AROUND tulee onnistuessaan olemaan kilpailuetu jo vakiintuneen markkinapaikan tarjoaminen palvelun kautta emittoituille arvopapereille. Privanet Securities oli mukana tekemässä myös muutamia rahoitusjärjestelyitä vuoden 2015 aikana.

## AROUND (osa Securities-liiketoimintaa)

Privanet on kehittänyt digitaalisen rahoitussovelluksen, AROUNDin, jonka kautta suomalaiset kasvuyritykset voivat kerätä rahoitusta Suomesta ja myöhemmin myös muista EU-maista, sillä Privanet on jättänyt notifiointihakemukset Finanssivalvontaan ja kaikkiin EU-maihin. AROUND on suunniteltu ensisijaisesti mobiilikäyttöön, mutta se toimii myös kaikilla kiinteillä päätelaitteilla selaimen kautta.

Privanet valitsee itse yhtiöt, jotka voivat hakea rahoitusta AROUNDin kautta. Rahoituskierrokset tulevat tyypillisesti olemaan kokoluokassa 1-5 MEUR. AROUNDissa yhtiöiden liikkeeseen laskemat arvopaperit muutetaan arvosuusmuotoisiksi ja niille tarjotaan jälkimarkkinapaikka integroimalla kokonaisuus yhteen Privanetin nykyisen kauppapaikan kanssa. Privanet pyrkii näin erottautumaan muista joukkorahoitusjärjestöistä ja saamaan myös ammattimaiset sijoittajat sijoittamaan sen järjestämiin emissioihin.

Privanetin mukaan noin 200 yritystä hakee siltä vuositason rahoitusratkaisua ja se uskoo, että AROUND tulee auttamaan sitä kanavoimaan rahoitusta yhä useammalle yhtiölle. Yhtiön mukaan noin 10-25 % tästä hakijakunnasta eli noin 20-50 yritystä voisi soveltua AROUND-palvelun kautta toteutettavaksi. Privanetin tavoitteena on järjestää uudella alustallaan alkuvaiheessa 20-30 rahoituskierrosta vuosittain, mikä vastaisi kerättävänä pääomana noin 40-60 MEUR, jos keskimääräinen rahoituskierros olisi 2 MEUR. Mielestämme luvut kuulostavat todella korkeilta, sillä rahoitettavien yhtiöiden laadun täytyy kuitenkin olla riittävä ja valuaatioiden houkuttelevia, jotta kokonaisuus voisi toimia. Uskomme yhtiöjoukon olevan selvästi rajallisempi ainakin ennen kuin yhtiö voi todistaa konseptin toimivan.

Privanetin kokonaispalkkio on arviolta keskimäärin noin 5 % rahoituksesta, joten konseptin toimiessa yhtiö voisi generoida AROUND-emissioiden kautta huomattavia palkkiotuottoja. Esimerkiksi kymmenen onnistunutta

rahoituskierrosta 2 MEUR:n keskimääräisellä koolla toisi yhtiölle noin 1,0 MEUR:n palkkiotuotot. Jos yhtiö oikeasti yltäisi 20-30 onnistuneeseen rahoituskierrokseen, olisi potentiaali 2-3 MEUR:n tasolla. Yhtiön mukaan se pystyisi toteuttamaan tämän määrän rahoituskierroksia nykyisillä ja budjetoiduilla resursseillaan, mutta minkäänlaista track-recordia ei tässä vaiheessa luonnollisesti ole.

Olemme toistaiseksi epäileväisiä yhtiön tavoitteleman rahoituskierrosmäärän suhteen, vaikka näemme palvelussa paljon potentiaalia. Alkukevästä 2016 yhtiö teki strategisen linjauksen siirtää osakeantien järjestämistä sähköiselle AROUND-merkintäpaikalle. Merkintäpaikkaa hyödynnettiin ensimmäisen kerran yhtiön omassa listautumisannissa, jossa ilmeisesti noin 25 % merkinnöistä AROUNDin kautta. Lisäksi Shaman Spirits Oy:n anti saatiin juuri päätökseen. Mielestämme AROUNDin realistinen potentiaalia selviää kuitenkin vasta sen jälkeen, kun se on todistettu laajemmin.

## Strategia

Yhtiön strategian keskiössä on liiketoimintamallin laajentaminen kasvattamalla sekä jakeluverkostoa että asiakaskuntaa ja toisaalta yhtiön omaa tasetta, mitä kautta yhtiöllä on mahdollisuus tarjota tuotteitaan yhä laajemmalle asiakaskunnalle sekä siirtyä suurempiin emissiokokoihin ja/tai toteuttaa useampia emissioita. Tämä selittää luonnollisesti myös osakeannin järjestämistä. Samanaikaisesti yhtiö panostaa digitaalisiin palveluihin pysyäkseen mukana sijoituspalvelualan rakenteellisessa murroksessa.

### Jakeluorganisaation laajentaminen

Privanetilla on näkemyksemme mukaan edellytykset kasvattaa jakeluorganisaatiotaan 5-10 uudelle paikkakunnalle keskipitkällä aikajänteellä. Yhtiö toimii nyt 10 paikkakunnalla, kun esimerkiksi Elite toimii 13 paikkakunnalla, Finlandia Group 17 paikkakunnalla ja Alexandria 25 paikkakunnalla. Laajentuminen edellyttää tietysti osajien löytämistä sekä myyntiin että tukitoimintoihin ja toisi mukanaan myös kiinteitä kuluja. Johdon mukaan laajeneminen uusille paikkakunnille ei ole itseisarvo, sillä jakelua voidaan vahvistaa myös lisäämällä henkilöstöä sekä hakemalla lisätehoja myyntiorganisaatiosta esimerkiksi myynnin koulutuksen avulla.

### Jälkimarkkinapaikan vahvistaminen

Privanetin jälkimarkkinapaikalla on mielestämme merkittävää kehityspotentiaalia ja yhtiön mukaan se tulee kasvattamaan sekä jälkimarkkinakaupan volyyymiä että kohdeyritysten lukumäärää. Tähän pyritään lisäämällä meklareiden lukumäärää ja panostamalla markkinan tunnettuuteen. Johdon mukaan Privanetin jälkimarkkinapaikan volyyymeissa on tapahtunut jo selkeää

paranemista Privanet Securitiesin saatua omistajan, joka kykenee panostamaan markkinapaikan kehittämiseen.

Yhtiön pyrkimyksenä myös on, että toteutettujen osake- tai rahoitusjärjestelyjen jälkeen kohdeyrityksen arvopaperit otetaan kaupankäynnin kohteeksi Privanet Securities Oy:n kauppapaikalle. Tämä olisi mielestämme erittäin positiivista.

Yhtiön tavoitteena on peräti kymmenkertaistaa jälkimarkkinapaikan nykyinen asiakasmäärä, ja samalla tietysti kasvattaa kaupankäyntivolyymeja nykyiseltä suunnilleen 15-20 MEUR:n vuositasolta. Näemme markkinapaikalla huomattavaa kasvupotentiaalia, mutta tavoitteen saavuttaminen vaatisi erinomaista onnistumista ja listan houkuttelevuuden tuomista kokonaan uudelle tasolle.

Helsingin pörssin First North-listalla vaihto oli suomalaisilla yhtiöillä (lista esitetty kappaleen lopussa taulukossa) viimeisen 12 kuukauden aikana yhteensä noin 114 MEUR. First North on vaihtoehto pienille, vastaperustetuille tai kasvuvaiheessa oleville yhtiöille, jotka hakevat vaihtoehtoa Pohjoismaiselle listalle. First North-listaan suhteutettuna on helppo nähdä merkittävää kasvua nykytasolta, mutta potentiaalia on hankala määritellä. Privanetilla on yksi merkittävä kilpailuhaitta verrattuna ”virallisiin” pörssiin: varainsiirtovero. Koska jokaisesta transaktiosta täytyy maksaa 1,6 %:n varainsiirtovero, ovat kaupankäyntikustannukset väkisin korkeat. Tämä mielestämme rajoittaa väkisin vaihtovolyymeja. Vertailukohtaksi mainittakoon vielä, että Helsingin pörssin kokonaisvaihto oli vuonna 2015 yhteensä noin 129 miljardia euroa (lähde: Nasdaq).

## Helsinki First North viimeisen 12 kk

Yhtiö	Vaihto (MEUR)
Verkkokauppa.com Oyj	46,4
Savo-Solar Oyj	12,8
Nixu Oyj	10,0
Detection Technology Oyj	8,5
Robit Oyj	8,2
Cleantech Invest Oyj	7,4
Suomen Hoivatilat Oyj	5,3
Nexstim Oyj	5,0
Talenom Oyj	3,8
United Bankers Oyj	3,6
Piippo Oyj	0,6
Herantis Pharma Oyj	0,6
Zeeland Family Oyj	0,6
FIT Biotech Oy	0,5
Elite Varainhoito Oyj	0,5
Oyj Ahola Transport Abp	0,2
<b>Yhteensä</b>	<b>114,1</b>

Lähde: Nasdaqin tilastot toukokuu 2016

## Digitalisaatio

Privanet tulee panostamaan aktiivisesti sijoituspalveluiden digitalisaatioon. AROUNDin kautta Privanet tulee olemaan vahvasti mukana joukkorahoitusmarkkinoiden läpimurrossa alustalla, jonka se kykenee kilpailijoistaan poiketen yhdistämään perinteiseen jakelujalustansa. AROUNDin kautta yhtiö pystyy myös ottamaan kustannustehokkaasti ensimmäiset askeleet kohti kansainvälistymistä.

Digitalisaatio tulee murtamaan sijoituspalvelutoimialan vanhoja sääntöjä ja Privanet on panostanut tähän murrokseen, minkä uskomme avaavan sille uusia kehitysmahdollisuuksia. Yhtiö ei ole kuitenkaan tässä yksin, vaan digitalisaatioon panostaa tällä hetkellä lähes kaikki finanssialan yhtiöt. Mainittakoon, että suurista pankeista Pohjola on kertonut viimeaikoina todella suurista panostuksista digitalisaatioon. Lopullisia voittajia on tässä vaiheessa mahdotonta sanoa.

## Toimialajärjestelyt

Johdon mukaan yhtiö pyrkii olemaan aktiivisesti mukana yrityskaupoissa ja toimialan strategisissa järjestelyissä. Näemme erityisesti AROUNDin mielenkiintoisena elementtinä toimialajärjestelyissä keskipitkällä aikavälillä. Privanet voi hyvin tehdä pienempiä strategisia yritysostoja, mutta emme usko yhtiön ottavan aktiivista roolia alan laajemmassa konsolidaatiossa. Käsittelemme asiaa lisää seuraavassa kappaleessa.

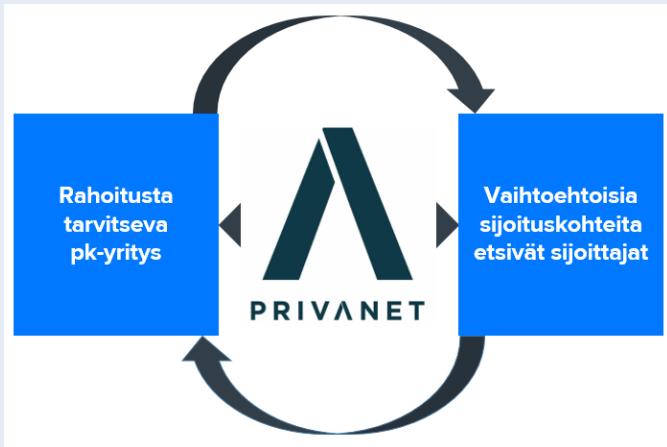
## Privanetin tavoitteet

Privanetin tavoitteena on tiivistetysti kasvaa kannattavasti. Konsernin taloudellisena tavoitteena on sijoituspalvelutoiminnan tuottojen ja liike tuloksen kasvattaminen kannattavuutta uhraamatta. Pää tavoitteena on yhtiön osakkeen kiinnostavuuden sekä likviditeetin maksimointi. Lisätuottoja haetaan tehostamalla toimintaa ja pääoman kiertoa.

Lisäksi Privanet pyrkii maksamaan korkeaa osinkotuottoa. Yhtiön hallituksen vahvistamana osingonjakopolitiikkana on jakaa osinkoa pääsääntöisesti vähintään puolet varsinaisen liiketoiminnan tuottamasta tilikauden tuloksesta kuitenkin niin, että yhtiön liiketoiminnan kehitystarpeet huomioidaan eikä maksukykyisyyttä tai vakavaraisuutta vaaranneta. Yhtiön tavoitteena on pitkällä aikavälillä maksaa vakaata ja euromääräisesti kasvavaa osinkoa. Olemme tällä hetkellä ennustaneet yhtiön maksavan noin 75 % nettotuloksestaan ulos osinkoina.

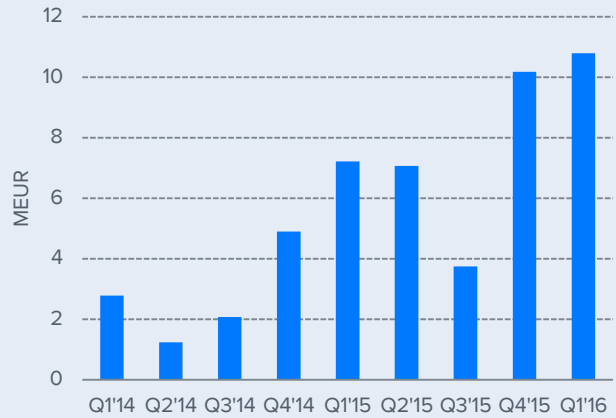
# Liiketoimintamalli graafisesti

## Privanet yhdistää pk-yritykset ja sijoittajat



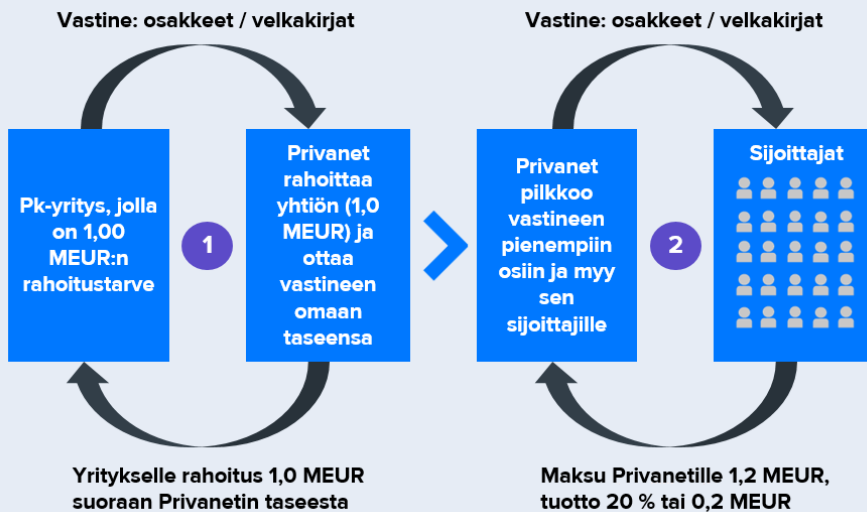
Lähde: Inderes

## Myynti omasta taseesta on kiihtynyt



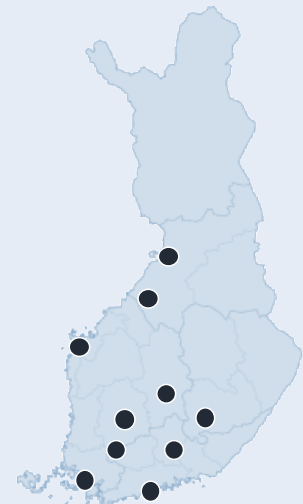
Lähde: Privanet / Inderes

## Privanet Capital Markets-liiketoimintamalli esimerkin kautta



Lähde: Inderes

## Yhtiön toimipisteverkosto



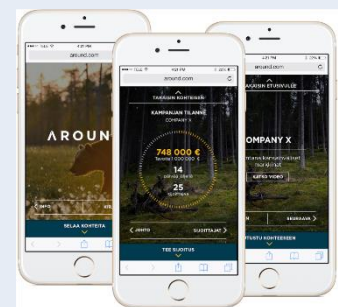
Lähde: Privanet

## AROUND ja muut joukkorahoituspalvelut vertailussa

	AROUND PRIVANET SECURITIES OY	INVEDOR	innovestor	FundedByMe
Arvopaperi	Osake ja jvk	Osake ja jvk	Osake	Osake
Osakeannin koko	1,0-5,0 MEUR	0,2-1,5 MEUR	1,0 MEUR	0,1-1,5 MEUR
Kohdeyhdyt	Suomi	Suomi / Englanti	Suomi / Ruotsi	Kv
Sijoittajat	Suomi / kv	Kv	Suomi / Ruotsi	Kv
Sijoittaa itse	Kyllä	Ei	Ei	Ei
Yhtiökarsinta	Kyllä	Ei	Kyllä	Ei
Osakerekisteri	Euroclear / ulkoistettu	Yhtiö itse tai Ownersportal	Yhtiö itse	Yhtiö itse
Kohteen analyysi	Kyllä	Ei	Kyllä	Ei
Yhtiösivut	Automatisoitu	Ei	Kevyt	Ei
Jälkimerkinat	Kyllä	Privanetin kautta	Ei	Ei
Juridinen DD	Asianajotoimisto	Ei	Ei	Ei
Mobiilisovellus	Kyllä	Ei	Ei	Ei
Merkinän maksu	Verkkopankki / luottokortti	Verkkopankki / luottokortti	Verkkopankki	Verkkopankki / luottokortti

Lähde: Inderes

## AROUND-sovellus



Lähde: Privanet

# Toimiala ja kilpailukenttä

Suomen talouden heikoista näkymistä huolimatta erikoistuneen rahoitusmarkkinan näkymät ovat suhteellisen hyvät. Toimialan keskeiset trendit tukevat etenkin ketteriä ja erikoistuneita toimijoita, minkä seurauksena isot pankit ovat viime vuosien aikana menettäneet markkinaosuuksiaan. Alan konsolidaatio tulee jatkumaan, kun kasvava regulaatio ja kiistattomat synergiaedut ajavat toimijoita neuvottelupöytiin.

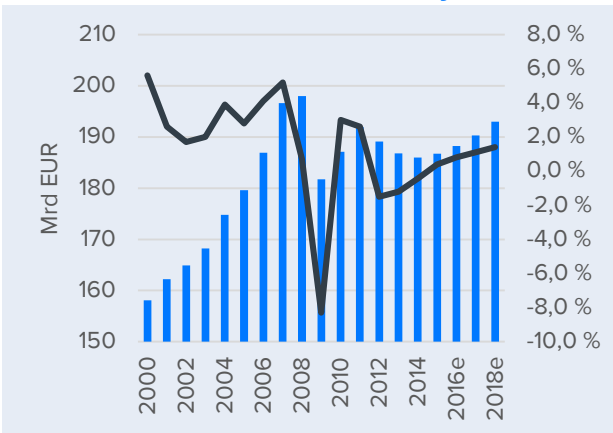
## Toimialan pitkän aikavälin näkymät ovat positiiviset

### Suomen talouden näkymät ovat edelleen heikot

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen. Suomen bruttokansantuote kääntyi vihdoin 2015 aikana pieneen kasvuun neljän kolmen nollakasvun jälkeen. 2008 aikainen taso tullaan kuitenkin saavuttamaan aikaisintaan vasta vuosikymmenen lopulla.

Suomen talouden keskeisiä ongelmia ovat korkea ja jäykkä kustannusrakenne, valtion ylisuuri rooli, teollisuuden rakennemuutos ja investointien puute. Lisäksi Suomen tärkeiden vientimarkkinoiden Euroopan ja Venäjän talousongelmat heikentävät Suomen talousnäkymiä entisestään. Kokonaisuutena ongelmat ovat pitkälti rakenteellisia ja näkemyksemme mukaan Suomen taloudella ei ole edellytyksiä ripeään kasvuun ilman rakenteita korjaavia toimenpiteitä.

### Suomen bruttokansantuotteen kehitys 2000-2018e



Lähde: Tilastokeskus, Suomen Pankki & Inderes

Suomen talous kääntyi 2015 hienoiseen nousuun, mutta merkittävästä elpymisestä ei edelleenkään voida puhua. Suomi ei pääse tällä hetkellä hyötymään Euroopan elpymisestä johtuen teollisuutemme heikosta kilpailukyvyistä, vientimme rakenteesta ja poliittisesta epävarmuudesta. Työttömyys tulee pysyttelemään nykyisellä korkealla tasolla (yli 9 %) johtuen talouden heikosta kasvusta, valtion toimintojen supistamisesta ja teollisuuden jatkuvasta rakennemuutoksesta.

### Suomen joukkorahoitusmarkkinat

Suomessa on yli 280 000 yritystä, joiden lähes 400 miljardin euron liikevaihdosta yli puolet syntyy alle 250 henkilöä työllistävissä pk-yrityksissä. Useilla hyvillä pk-yrityksillä haasteita saada riittävästi rahoitusta liiketoimintojensa kehittämiseen sekä kasvun rahoittamiseen. Erityisesti perinteisen pankkien tarjoaman lainoituksen ollessa paineessa kiristyvän regulaation takia, on pk-sektorilla hyvin tilaa uusille rahoitusratkaisuille.

Suomen joukkorahoitusmarkkinat ovat edelleen pienet, mutta ne ovat voimakkaassa kasvussa. Valtiovarainministeriön huhtikuussa julkaiseman selvityksen mukaan joukkorahoituksella välitetyt rahoitusmäärät olivat Suomessa yhteensä 84 MEUR vuonna 2015 (2014: 49 MEUR). Yrityksille suuntautuva joukkorahoitus on nyt vuositasolla arviolta noin 30-40 MEUR. Uskomme että joukkorahoitusmarkkinat tulevat kasvamaan tulevaisuudessa merkittävästi perinteisen pankkirahoituksen vähentyessä jatkuvasti.

### Suomalainen sijoitusmarkkina

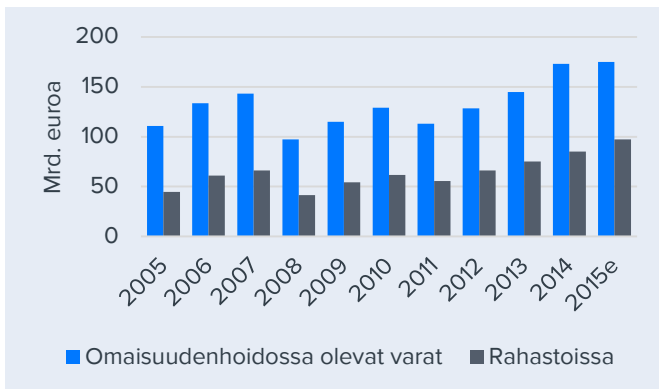
Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä tehottomassa käytössä.

Privanetin kannalta kriittistä on erityisesti vaihtoehtoisten sijoituskohteiden kasvu, mutta myös tähän markkinaan heijastuu perinteisempien sijoitusmuotojen yleistyminen.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2015 lopussa 175 miljardia euroa ja se säilyi edellisvuoden tasolla. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Uutta varallisuutta Suomeen on syntynyt vain suhteellisen vähän BKT:n ollessa noin vuoden 2006 tasolla. Tästä 175 miljardista noin 95 miljardia on sijoitettu

kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä.

### Suomen omaisuudenhoitomarkkina 2005-2015e



Lähde: Inderes, Finanssivalvonta & Sijoitustutkimus

Johtuen Suomen talouden heikoista näkymistä uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen melko vähän. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin. Mikäli pankit siirtävät EKP:n negatiiviset korot asiakkaidensa maksettaviksi, voi rotaatio kiihtyä yllättävänkin suureksi. Pidämme tätä kuitenkin tällä hetkellä epätodennäköisenä ja todennäköisesti rotaatio tulee edelleen olemaan varsin varovaista, joten pääosa kasvusta tulee edelleen varallisuusarvojen noususta.

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua.

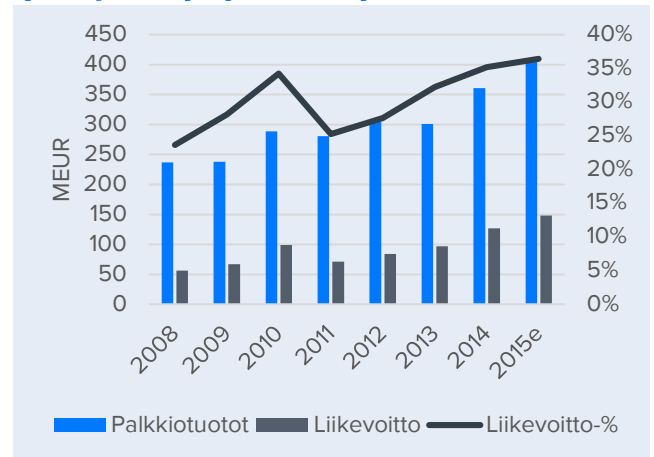
### Toimialalla takana vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talouden näkymät ovatkin erittäin vaisut, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös

kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta.

Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilta osin hyvin suotuisat. Odotamme alan positiivisen kehityksen jatkuvan vielä 1-2 vuotta, kun Euroopan taloussyklin kääntyminen yhdessä EKP:n aggressiivisten toimien kanssa pitää pääomamarkkinoiden kehityksen nousujohteisena ja transaktioiden määrän suotuisana.

### Sijoituspalveluyritysten kehitys 2008-2015e



Lähde: Tilastokeskus, Finanssivalvonta & Inderes

### Rahoitusalan trendit

Rahoitusalan keskeisiä trendejä ovat tällä hetkellä näkemyksemme mukaan:

- Kasvava regulaatio. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin, joissa sääntelyn määrä ja tähän liittyvä epävarmuus on alkanut haitata pankkien mahdollisuuksia täyttää niiden ydinfunktiota eli rahoituksen tarjoamista sitä tarvitseville.
- Sijoittajien vaatimustason nousu. Perinteiset eri markkinaindekseihin sidotut tai niitä mukailevat näennäisen aktiiviset sijoitustuotteet ovat menettämässä jalansijaa. Sijoittajat pyrkivät etsimään joko täysin passiivisia kustannustehokkaita tuotteita tai oikeasti näkemystä ottavia lisäarvoa tarjoavia tuotteita. Tuotteiden polarisaation jatkuessa hyvien tuotteiden hinnoitteluvoima tulee pysymään korkeana.
- Uudet tuotteet valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta. Perinteiset rahastotuotteet ovat myös menettäneet asemiaan, kun esimerkiksi pörssilistatut indeksiosuudet (ETF:t) ovat vallanneet alaa. Myös finanssi-instrumenttien määrän kasvu on mahdollistanut täysin uudentyyppisten tuotteiden rakentamisen esimerkiksi strukturoitujen tuotteiden puolella.



- Matala korkotaso nostaa kysyntää ”real yield” -tuotteita kohtaan, kun sijoittajat ovat etsineet korkotuotoilleen substituuotteja. ”Real yield” -tuotteita ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa.
- Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvelusta segmentistä (varallisuusluokka 50-200 TEUR) on tullut erittäin houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Privanetin asiakkaiden sijoitusvarallisuus on todennäköisesti juuri tässä luokassa, sillä yhtiön mukaan asiakkaiden mediaani salkunkoko Privanetissa on noin 38 TEUR (keskiarvo yli 200 TEUR). Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien ”peruspalveluun”. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.
- Riskin uudelleenmäärittely. Finanssikriisin ja Euroopan velkakriisin jälkeen riskittömän koron käsite maailmalla on joutunut täysin uuteen valoon. Historiallisesti riskittömänä pidettyjä valtion velkakirjoja ei enää voida pitää riskittöminä. Tämä on pakottanut sijoittajat etsimään uusia kohteita rahoilleen ja erilaiset matalan riskin ja tasaisen tuoton sijoituskohteet ovat nousseet sijoittajien suosioon. Tämä näkyy esimerkiksi Euroopan ylikuumentuneen kiinteistömarkkinan arvostuksessa.
- Nollakorkoympäristössä sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen toimijat ovat pakotettuja kasvattamaan riskiprofiiliaan paikatakseen korkosalkun jättämän aukon niiden tuotoissa. Nollakorko luo myös poikkeuksellisen suurta kysyntää erilaisille matalan riskin ja tasaisen sijoitustuoton instrumenteille (mm. kiinteistörahastot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla on myös positiivinen vaikutus transaktiomarkkinaan, sillä vieraan pääoman kustannuksen ollessa nollassa myös keskinkertainen järjestely alkaa näyttää houkuttelevalta.
- Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta. Useiden yllämainittujen tekijöiden johdosta uskomme, että alan keskimääräiset hintatasot tulevat keskipitkällä aikavälillä kohtaamaan selkeää painetta. On selvää, että toimijoiden kasvava koko, tehostuva kulturalinen, parantuva läpinäkyvyys ja kilpailun kiristyminen tulevat johtamaan kiinteiden palkkiotuottojen laskuun. Todennäköisesti myös tuottosidonnaisten palkkioiden osuus tulee kasvamaan, sillä sijoittajat haluavat yhä useammin varainhoitajan samaan veneeseen itsensä kanssa.

## Odotettavissa konsolidaatiota

Suomessa toimi vuoden 2015 lopussa 59 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Näissä yrityksissä työskenteli vuoden 2015 lopussa noin 1000 ihmistä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen 2015 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on tällä hetkellä erinomaisella tasolla. Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuisa markkinatilanne.

Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota viime vuosien aikana, mistä esimerkkejä tästä ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin Aventum-liiketoimintakauppa, eQ:n IceCapital-osto, Elite Pankkiiriliikkeen Eufex-osto, Taaleritehtaan Garantia-kauppa (sekä Fellow Finance- ja Invesdor-sijoitukset) ja CapManin Norvestia-osakkeiden hankinta. Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

- **Pankit:** Pankkien toiminnolle keskeisiä nimittäjiä ovat laaja kivijalkaan pohjautuva jakeluverkosto ja operoiminen kaikilla sijoituspalvelutoiminnan kentillä.
- **Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt:** joilla valtaosalla on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki, välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan, Alfred Berg, Seligson ja United Bankers.
- **Pienet sijoituspalveluyhtiöt:** jotka pääsääntöisesti keskittyvät omaisuuden- tai rahastonhoitoon. Tähän ryhmään kuuluvat mm. Fondita, Fourton, PYN ja Elite.

Konsolidaation näkökulmasta uskomme, että pankit ovat pitkälti tämän pelin ulkopuolella. Perustamme arviomme siihen, että pankkien asemat ovat verrattain sementoituneet ja ne kykenevät selviytymään kasvavasta regulaatiosta suuren kokoluokansa turvin. Niiden järjestelmät ja kulttuurit sopivat myös keskimäärin heikosti yhteen pienempien toimijoiden kanssa. Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi.

Sijoittajien kannalta kiinnostavin konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuuren ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista eQ, Evli, Elite, CapMan, United Bankers ja Taaleri ovat avoimesti ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin ja arviomme mukaan myös monet pienemmät toimijat kartoittavat aktiivisesti mahdollisuuksia konsolidaatiolle. Laajentumista haetaan entistä aktiivisemmin myös perinteisen sijoituspalvelutoiminnan ulkopuolelta ja esimerkiksi vertaislainat tai joukkorahoitus ovat kiinnostavia kohteita useille toimijoille, mikä on kiinnostava myös Privanetille.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Rahoituslalalla tyypillisesti ostaja sekä myyjä kokevat olevansa keskimääräistä paremmin perillä oman yrityksensä käyvästä arvosta ja näin ollen molempien kannalta tyydyttävän ratkaisun löytyminen on usein hankalaa. Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan/avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä. Alan arvostustasot ovat myös kohonneet selvästi johtuen alan viimevuosien vahvasta tuloskehityksestä ja toisaalta pörssilistattujen verrokkien kohonneista arvostustasoista.

Uskomme kuitenkin, että keskipitkällä aikavälillä konsolidaatio tulee lisääntymään merkittävästi ja sijoituspalveluyritysten määrä tulee lähivuosien aikana laskemaan selvästi nykyisestä. Alan kohonneista arvostustasoista ja hyvästä tuloskehityksestä johtuen pidämme kuitenkin mahdollisena, että seuraavaa suurempaa konsolidaatioaaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuhdanteeseen (pörssin kääntyminen laskuun) asti.

## Privanetin rooli konsolidaatiossa

Privanet on kertonut varsin avoimesti kiinnostuksestaan yritysjärjestelyihin, mikä lienee myös yksi syy listauksen taustalla. Privanetin tase on arviomme mukaan pääasiassa valjastettu liiketoiminnan käyttöön, mutta yhtiön osakkeen käyttökelpoisuus mahdollisissa järjestelyissä on nyt tietysti selvästi parempi. Johdon kommenttien perusteella yhtiö etsii sijoituskohteita erityisesti FinTech-sektorilta, mutta näissä sijoituksissa se ei välttämättä hae määräysvaltaa, vaan voi hyvin olla vähemmistöomistaja.

Emme odota merkittäviä liikkeitä yritysjärjestelyissä ainakaan lyhyellä tähtämellä, vaan uskomme mahdollisten järjestelyiden olevan enemmän nykyistä liiketoimintaa tukevia. Uskomme, että Privanet olisi yritysjärjestelyiden kautta kiinnostunut vahvistamaan tuotevalikoimaansa sekä vahvistamaan yhtiön jakeluverkostoa esimerkiksi digitalisaation kautta.

## Kilpailukenttä

Privanetilla on hyvin vähän suoria kilpailijoita, vaikka alalla on paljon toimijoita. Privanetin nykyisen ydinliiketoiminnan eli Capital Marketsin rahoitusjärjestelyissä on periaatteessa erittäin paljon kilpailua, mutta valtaosa alan yhtiöistä on keskittynyt selvästi suurempiin järjestelyihin. Yhä useampi on kuitenkin näkemysmme mukaan siirtymässä myös pienempiin järjestelyihin, ja toisaalta niihin tulee kokonaan uusia kilpailijoita. Toistaiseksi Privanet on kuitenkin saanut toimia suhteellisen vapaasti omalla sektorillaan erityisesti pääkaupunkiseudun ulkopuolella. Hieman samantyyliä

toimijoita ovat mielestämme esimerkiksi Finlandia ja Alexandria, mutta toisaalta samojen sijoittajien varoista kilpailevat suuri osa kappaleesta mainituista yhtiöistä ainakin rahastotuotteiden kautta.

AROUNDin keskeisiä kilpailijoita ovat muun muassa Nordea (juuri lanseerannut joukkorahoituspalvelun) sekä alaan erikoistuneet Innovestor, Invesdor ja Vauraus.fi. Vertailimme joidenkin näiden ominaisuuksia ja piirteitä edellisen kappaleen lopussa olleessa taulukossa.

Vauraus.fi:n Yrityslainat.fi-palvelu tarjoaa yrityksille mahdollisuuden kerätä yksityissijoittajilta vakuudetonta lainarahaa. Sijoittajien läpinäkyvyys palvelussa ei ole hyvä, sillä sijoittajien saamat tiedot kohdeyrityksistä ovat rajalliset, yritys voi itse päättää lainan ehdot ja se voi hakea lainaa jopa anonyymisti. Sijoittaja voi myös sijoittaa palvelun kautta lainasalkkuun, joka määräytyy hänen antamien riski/tuotto-parametrien mukaan. Vauraus.fi kertoo järjestäneensä yhteensä 510 yrityslainaa 40 MEUR:n edestä yhteensä 5500 asiakkaalle vuodesta 2013 alkaen. Tällä hetkellä yhtiö kerää rahaa yrityksille ilmeisesti noin 17 MEUR:n vuosivauhdilla. Vaurauden maine on mielestämme sijoittajien keskuudessa vähintäänkin kyseenalainen, mutta rahaa saadaan kerättyä.

Innovestor etsii siemenvaiheen ohittaneita voimakkaasti kasvavia yhtiöitä, joilla on kaupallistettu tuote tai palvelu, todiste liiketoimintamallin toimivuudesta sekä selkeä tarve ja suunnitelma rahoituskierroksella kerättäville varoille. Innovestor suosii erityisesti teknologiavetoisia B2B-yhtiöitä. Tyypillinen kohdeyhtiö hakee 0,5-2,0 MEUR:n oman pääoman ehtoista rahoitusta. Innovestor toteuttaa AROUNDin tapaan due diligencen ja valmistelee liikeeseenlaskumateriaalin. Innovestorin kokonaispalkkio on 7 %, mistä 2 % tulee kohdeyhtiöiden osakkeina.

Invesdor kerää pk-yrityksille sekä osake- että velkarahoitusta. Yhtiö on perustettu vuonna 2012 ja se kertoo toteuttaneensa yhteensä 57 onnistunutta rahoituskierrosta, joissa on kerätty pääomia yhteensä reilut 15 MEUR. Tällä hetkellä yhtiö järjestää rahoitusta ilmeisesti noin 12 MEUR:n vuosivauhdilla.

Privanet lanseerasi AROUNDin toukokuussa, joten alustan arvioiminen ja arvottaminen perustuu puhtaasti odotuksiin. Palvelun kotimaiset kilpailijat ovat muutamassa vuodessa päässeet rahoitusjärjestelyissä noin 10-20 MEUR:n vuosivauhtiin, joten Privanetin alkuvaiheen 40-60 MEUR:n rahoitusjärjestelytavoite vaikuttaa mielestämme todella haastavalta. AROUNDin etuina ovat toki Privanetin tunnettuus sekä sijoittajien että potentiaalisten kohdeyritysten osalta, valmis pipeline liikkeeseenlaskuille, AROUNDin kytkeytyminen Privanetin olemassa olevaan emissio- ja jälkimarkkinatoimintaan. Teoriassa yhtiön tavoite on siis saavutettavissa, mutta mielestämme tämän odottaminen tai hinnoittelu olisi tässä vaiheessa aggressiivista. Mielestämme AROUNDissa on paljon potentiaalia, mutta konkreettinen arvo sille syntyy vasta, kun se on laajemmin käytetty ja sen tuomaa rahoitusvolyyymia voidaan arvioida paremmin.

# Taloudellinen kehitys ja ennusteet

Nykymuotoinen Privanet-konserni syntyi vasta vuoden 2015 aikana Privanet Securities-kaupan myötä, minkä takia yhtiöllä ei ole pitkää vertailukelpoista track-recordia. Viime vuosina taloudellinen kehitys on ollut vahvaa, mutta toimiala on yleisestikin ollut erittäin vahva ja yhtiön toimintamallille suotuisia. Privanetin kestävää tulostasoa onkin erittäin vaikeaa arvioida luotettavasti erityisesti muuttavassa toimintaympäristössä. Ennustamme Privanetin tuloksen kasvavan lähivuosina kasvupanostuksien mukana, mutta ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta.

## Privanetin tuloksen muodostuminen

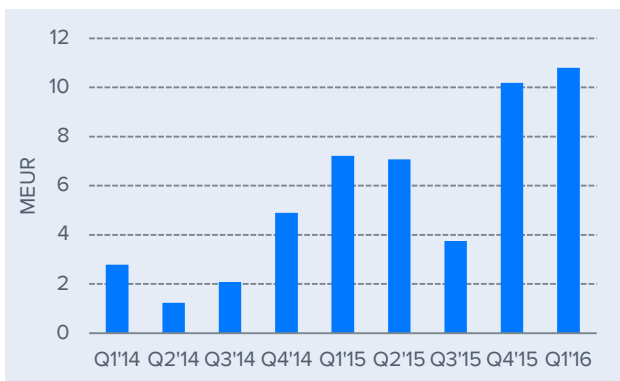
### Privanet-konserni on muuttunut voimakkaasti viime vuosina

Nykymuotoinen Privanet-konserni muodostui vuoden 2015 aikana Privanet Securities-kaupan myötä, mikä vaikeuttaa yhtiön taloudellisen kehityksen vertailua tilikausien 2014 ja 2015 välillä. Vertailtavuus pidemmälle historiaan on käytännössä mahdotonta, sillä yhtiö muutti liiketoimintamallinsa kokonaan vuoden 2013 aikana luopumalla omaisuudenhoidosta ja strukturoitujen tuotteiden myynnistä toimilupaongelmien jälkeen. Näihin liiketoimintoihin yhtiö ei ilmeisesti myöskään suunnittele paluuta. Keskitymme tuoreisiin lukuihin, koska luotettavaa pidempi aikaista track-recordia yhtiöllä ei ole.

### Valtaosa tuloksesta tulee oman taseen kautta kulkevista sijoituksista

Privanetin liikevaihto muodostuu nykyään pääasiassa Privanet Capital Marketsin tuotoista, jotka perustuvat valtaosin oman taseen kautta tehtäviin rahoitusjärjestelyihin sekä sijoituksiin. Tukea antavat Privanet Securitiesin palkkiotuotot, jotka perustuvat toimeksiantojen välittämiseen ja toteuttamiseen. Palkkiotuottojen osuus liikevaihdosta tilikaudella 2015 oli 14 %, kun oman taseen kautta käytävän kaupan osuus oli 85 %. Myynti omasta taseesta on myös kasvanut voimakkaasti viimeaikoina.

### Myynti omasta taseesta on kasvanut selvästi



Lähde: Privanet / Inderes

Privanetin tuotot voidaan jakaa seuraavan taulukon mukaisesti. Kuten taulukosta nähdään, viime vuosina tuotot ovat valtaosin tulleet myytävissä olevien rahoitusvarojen nettotuotoista. Tilikaudella 2015 myytävissä olevien rahoitusvarojen nettotuotot olivat 6,70 MEUR, mikä tarkoittaa 26,2 %:n kasvua edellisvuodesta (2014: 5,31 MEUR). Käytännössä tämä erä sisältää rahoitusvaroista realisoituneet voitot ja tappiot nettona eli oman taseen kautta tehtyjen rahoitusjärjestelyiden tuotto niitä myytäessä. Myyntituotto kirjataan kaupantekopäivänä ja realisoitumattomat käypien arvojen muutokset esitetään käyvän arvon rahastossa, joten arvonnousu ei kierrä tuloslaskelman kautta ilman myyntiä. Joka tapauksessa täytyy huomioida, että valtaosa Privanetin tuotoista tulee rahoitusjärjestelyiden yhteydessä tehtyjen sijoitusten ja näiden arvonnousun kautta.

### Liikevaihdon muodostuminen

Tuotot	2014	2015
Palkkiotuotot	0,76	1,55
Arvopaperikaupan ja valuuttatoiminnan tuotot	-0,33	0,00
Tuotot oman pääoman ehtoista sijoituksista	0,00	0,02
Korkotuotot	0,00	0,03
Myytävissä olevien rahoitusvarojen nettotuotot	5,31	6,70
Liiketoiminnan muut tuotot	0,16	0,07
<b>Sijoituspalvelutoiminnan tuotot</b>	<b>5,90</b>	<b>8,38</b>

Lähde: Privanet / Inderes

On kuitenkin tärkeää huomioida, etteivät yhtiön oman taseen kautta tulevat tuotot edusta puhtaasti perinteistä sijoitustoimintaa, sillä niiden syntymisessä näyttelee keskeistä roolia myös yhtiön kyky hankkia taseeseensa arvopapereita ”tukkuhintaan” ja ”vähittäismyydä” niitä pienemmissä erissä suhteellisen nopealla aikataululla ja hyvällä katteella. Mitä pidempään arvopaperit tosin pysyvät Privanetin omassa taseessa, sitä lähemmäksi perinteistä sijoitustoimintaa oman taseen käyttö muuttuu.

Palkkiotuotot olivat 1,55 MEUR vuonna 2015 ja vain 0,76 MEUR vuonna 2014. Palkkiotuotot sisältävät rahoitusjärjestelyistä saatavat palkkiot sekä sijoitustuotteiden välityksestä saatavat palkkiot sisältäen myös Privanet-markkinapaikan, mikä selittää ilmeisesti

merkittävän kasvun vuonna 2015. Palkkiotuottojen alhaisuus mielestämme tarkoittaa, että Privanet on riippuvainen oman taseen kautta kulkevien sijoitusten onnistumisesta. Näiden kahden tulolajin ulkopuoliset tuloerät ovat olleet käytännössä merkityksettömiä viime vuosina, emmekä odota niissä oleellisia muutoksia myöskään lähivuosina.

Kokonaisuudessaan Privanetin sijoituspalvelutoiminnan tuotot olivat 8,38 MEUR vuonna 2015, mistä yhtiön liikevaihtoa muodostuu. Liikevaihto kasvoi 41,9 % tilikaudesta 2014 (5,90 MEUR). Kasvua ajoi myytävissä olevien rahoitusvarojen nettotuottojen ja palkkiotuottojen kasvusta, minkä lisäksi kehitykseen vaikutti yhtiön mukaan positiivisesti erityisesti Tampereella, Jyväskylässä ja Vaasassa tapahtunut voimakas toiminnan kasvu.

Liikevaihto olisi voinut olla suotuisalla laskutavalla myös selvästi korkeampi vuonna 2015. Yhtiö nimittäin jakeli blokkikauppojen kautta hankkimiaan omia osakkeitaan eteenpäin kuten muitakin sijoitustuotteita, mutta Privanetin emoyhtiön osakkeilla käydyin kaupan nettotuottoja ei lopulta hyväksytty tuloslaskelmaan. Mielestämme ne on kuitenkin hyvä huomioida, sillä ne ovat vieneet samoja resursseja, joita olisi mahdollisesti voitu käyttää muihin sijoitustuotteisiin. Jos emoyhtiön osakkeilla käytyjen kauppojen nettotuotot oikaistaisiin tuloslaskelmaan, kohoaisi yhtiön vuoden 2015 liikevaihto 10,8 MEUR:oon.

## Kulurakenne on ollut varsin kiinteä

Privanetin kustannusrakenne on rahoituslalle tyypillisesti varsin kiinteä. Yhtiön kustannusmassa muodostuu pääasiassa henkilöstökuluista, muista hallintokuluista, palkkiokuluista sekä liiketoiminnan muista kuluista.

Privanetin merkittävin kustannuserä on henkilöstökulut, jotka edustivat noin puolta kaikista kuluista vuonna 2015. Liikevaihtoon suhteutettuna henkilöstökulut olivat 27 %, mikä on kohtuullisesti linjassa pienten sijoituspalveluyhtiöiden kuten Elite (27 %), UB (28 %) ja Finlandia (2014: 29%) kanssa. Privanetin henkilöstökulut/työntekijä oli laskelmiemme mukaan noin 81 TEUR, mikä on arviomme mukaan hieman toimialan keskiarvon alapuolella.

Privanetin toiseksi suurin kustannuserä on muut hallintokulut, jotka edustivat 14 % liikevaihdosta vuonna 2015. Myös tämä kustannuserä on hyvin linjassa useiden muiden pienten sijoituspalveluyhtiöiden kanssa (UB: 14 %, Elite: 15 % ja Alexandria 2014: 15 %). Muut hallintokulut kasvoivat voimakkaasti vuonna 2015 kasvaneiden markkinointipanostusten myötä. Käsittääksemme käytännössä kaikki emoyhtiön kulut, mukaan lukien esimerkiksi markkinointi, on sisällytetty hallintokuluihin. Näin ollen tätä erää ei voi tarkastella pelkästään hallinnon näkökulmasta. Arviomme mukaan kulut tulevat edelleen kasvamaan sääntelyn kiristyessä ja yhtiön pyrkiessä edelleen kasvattamaan sen tunnettavuutta. Todennäköisesti listautumisanti ja AROUND:in lanseeraus tulevat aiheuttamaan yhtiön mainoskuluihin huomattavan piikin.

Privanetin kolmas merkittävä kustannuserä on palkkiokulut edustaen noin 21 % konsernin kaikista kuluista vuonna 2015. Palkkiokulut muodostuvat ilmeisesti pääasiassa sidonnaisasiamiehille maksettavista palkkioista ja ne ovat usein sopimuksellisesti kiinteitä prosentteja myynnistä, minkä johdosta niiden kehitys seuraa varsin suoraan myynnin kehitystä. Toisaalta tämä vääristää mielestämme jossain määrin aikaisempaa palkkavertailua.

Yhtiön korkokulut muodostuvat yhtiön kesällä 2015 liikkeeseen laskemasta 1,5 MEUR:n joukkovelkakirjasta, jonka korkokustannus on 7 % p.a. Joukkovelkakirja erääntyy kesällä 2016, jolloin yhtiö tulee todennäköisesti laskemaan liikkeelle suunnilleen vastaavan joukkovelkakirjan markkinoille. Yhtiöesitteen mukaan yhtiö suunnittelee mahdollisesti laskevansa liikkeeseen oman vakuudettoman joukkovelkakirjalainan suomalaisten sijoittajien merkittäväksi vuoden 2016 aikana. Arviomme mukaan korkotason pitäisi laskea ainakin hieman, jos liikkeellelasku onnistuu odotetusti. Joka tapauksessa kuluerä on erittäin pieni suhteessa kokonaisuuteen.

## Viime vuosien kulurakenne (MEUR)

Kulut	2014	2015
Palkkiokulut	-0,58	-1,00
Korkokulut	-0,01	-0,08
Hallintokulut yhteensä	-1,87	-3,44
-Henkilöstökulut		
-Palkat ja palkkiot	-1,09	-1,85
-Henkilöstösivukulut	-0,26	-0,42
-Muut hallintokulut	-0,51	-1,17
Poistot ja arvonalentumiset konserniliikearvosta	0,00	-0,03
Poistot ja arvonalentumiset hyödykkeistä	-0,04	-0,01
Liiketoiminnan muut kulut	-0,20	-0,25
<b>Kulut yhteensä</b>	<b>-2,70</b>	<b>-4,81</b>

Lähde: Inderes

## Liikevoitto ja tulos

Privanetin voimakkaan liikevaihdon kasvun myötä yhtiön käyttökate kääntyi 3,2 MEUR voitolliseksi vuonna 2014 vahvasti tappiollisen vuoden 2013 jälkeen. Raportoitu EBITDA vahvistui edelleen vuonna 2015 saavuttaen 3,6 MEUR:n tason. Jos emoyhtiön osakkeiden myyntivoitot juoksutettaisiin tuloslaskelman läpi samalla tavoin kuin muikin yhtiön oman taseen kautta kulkeva arvopaperikauppa, olisi konsernin käyttökate noussut vuonna 2015 noin 6,1 MEUR:oon.

2015 liikevoitto oli 3,57 MEUR kasvaen 11,6 %. Voitto verojen, vähemmistöosuuden ja muiden varsinaiseen liiketoimintaan kuulumattomien kulujen jälkeen oli 2,77 MEUR. Tilikaudella 2014 vastaava oli 2,83 MEUR, eli tulos pysyi käytännössä edellisvuoden tasolla. Osakeantikorjattu tulos/osake nousi 25 senttiä voitolliseksi vuonna 2014 ja oli 24 senttiä vuonna 2015. Osinkoa yhtiö maksoi 5 senttiä per osake tilikauden 2013 osalta, 15 senttiä tilikauden 2014 osalta ja 25 senttiä tilikauden 2015 osalta. Yhtiö pyrkii nousujohteiseen osingonmaksuun myöskin jatkossa.

## Tuloskehitys (MEUR)

Tulos	2014	2015
<b>Liikevoitto (-tappio)</b>	<b>3,20</b>	<b>3,57</b>
Tuloverot	-0,37	-0,75
Vähemmistön osuus tilikauden tuloksesta	0,00	0,02
Varsinaisen toiminnan tulos vähemmistön jälkeen	2,83	2,85
Muun kuin varsinaisen toiminnan tuotot ja kulut	0,00	-0,08
<b>Tilikauden voitto (tappio)</b>	<b>2,83</b>	<b>2,77</b>

Lähde: Inderes

Yhtiön liiketoiminta on kehittynyt positiivisesti vuoden 2016 ensimmäisen neljänneksen aikana. Myyntivolyymit osakkeissa ja joukkovelkakirjoissa sekä sijoituspalvelu-toiminnan tuotot ja liikevoitto olivat voimakkaassa kasvussa. Yhtiön mukaan kohdeyhtiöiden liiketoiminnot ovat kehittyneet pääosin suotuisasti ja asiakkaiden saama korkotuotto listaamattomista joukkovelkakirjoista on yhtiön mukaan pysynyt korkeana. Toisaalta Q2-tulos tulee mitä ilmeisimmin olemaan todella heikko, koska suuri osa yhtiön resursseista on kohdistunut yhtiön omaan listautumisantiin. Arviomme mukaan tulos tulee Q2:lla olemaan lähellä nollatasoa, mikä tasoittaa erittäin vahvaa Q1-tulosta.

## Taserakenne

### Privanetilla tulee olemaan noin 10 MEUR:n tase

Privanetin taseen loppusumma oli vuoden 2015 lopussa 11,5 MEUR, mistä 5,5 MEUR oli sitoutuneena myytävissä oleviin rahoitusvaroihin (osakkeisiin, osuuksiin ja saamistodistuksiin) ja 3,1 MEUR likvideihin varoihin. Loppuosaa taseesta koostui lähinnä myyntisaamisista (1,6 MEUR), Privanet Securities Oy:n hankinnan kautta syntyneestä konserniliiketarvosta (0,6 MEUR) sekä sijoituskiinteistöosakkeista (0,2 MEUR).

Oma pääoma oli vuoden 2015 lopussa 7,0 MEUR, mistä jakokelpoisten varojen osuus oli 3,1 MEUR. Yhtiön korolliset velat olivat yhteensä 1,5 MEUR vuoden 2015 lopussa muodostuen lähes kokonaan kesällä 2015 emitoidusta joukkovelkakirjalainasta (1,47 MEUR). Yhtiö on nettovelaton ja vakavaraisuus on myös regulaattorisesta näkökulmasta kohtuullisen hyvä. Yhtiön ydinpääoma (CET1) suhteessa riskipainotettuihin erii oli 22,2 % vastaten sijoituspalvelusektorin mediaanitasoa ja ollen kaukana regulaattorin asettama minimitasosta 8 %. Taseen ulkopuoliset vastuut ovat noin 0,3 MEUR koostuen lähinnä yhtiön toimitilojen vuokravastuista sekä leasingvastuista.

Esitteessä julkaistujen Q1'16-lukujen perusteella taserakenne ei ole merkittävästi muuttunut kvartaalin aikana, joskin myytävissä olevien rahoitusvarojen osuus oli pienentynyt 5,1 MEUR:oon ja likvidien varojen osuus kasvanut 4,8 MEUR:oon. Yhtiö onnistui myynneissä Q1'16 ilmeisen hyvin, ja keräsi samalla likvidejä varoja osingonmaksua varten. Huhtikuussa ennen osakeantia

Privanet maksoi 2,9 MEUR:n osingon. Konsernin maksuvalmius on pysynyt tilikauden 2016 aikana hyvänä.

Oma pääoma Q1'16 oli 8,1 MEUR kasvaen vuoden vaihteesta 15,7 % vahvan Q1-tuloksen ansiosta. Omavaraisuusaste oli Q1:n lopussa 64,3 %. Kevään 2016 osingonmaksun (2,9 MEUR) ja noin 5 MEUR:n osakeannin jälkeen odotamme yhtiön oman pääoman asettuvan noin 10 MEUR:oon.

Yhtiö on kertonut suunnittelevansa oman vakuudettoman joukkovelkakirjalainan liikkeellelaskua suomalaisten sijoittajien merkittäväksi vuoden 2016 aikana. Jos velkakirjan korko on kohtuullinen, se antaisi yhtiölle lisää vipua ja voisi edelleen parantaa oman pääoman tuottoa. Samalla toki myös riskit kasvaisivat, riippuen toki velkakirjan kokoluokasta. Emme odota yhtiön ottavan merkittävästi uutta velkaa nykyisessä muuttavassa toimintaympäristössä, jossa tase on hyvä pitää vahva erityisesti Privanetin kaltaisessa toimintamallissa.

Yhtiön investoinnit ovat varsin pieniä eli niissä puhutaan muutamista sadoista tuhansista. Investoinnit kohdistuvat pääasiassa AROUND-merkintäpaikkaan sekä IT-järjestelmiin. Näitä investointeja tullaan jatkamaan, mutta ne eivät mielestämme ole merkittäviä kokonaisuuden kannalta.

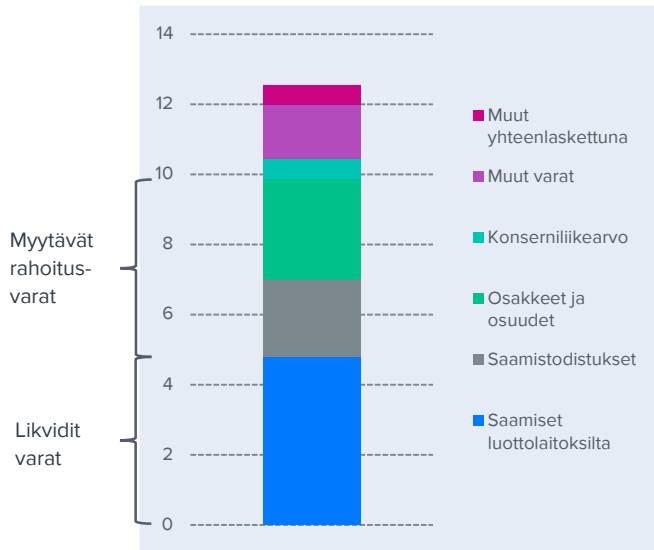
### Taseessa seurattavat erät ja rahavirta

Privanetin taseessa seuraamme erityisesti eriä 1) osakkeet ja osuudet, 2) käyvän arvon rahasto sekä 3) likvidit varat. Ensimmäinen näistä on käytännössä "varasto" omassa taseessa oleville sijoitustuotteille, jonka taso voi mielestämme indikoida jossain määrin myös lähiaikojen myyntiä ja sitä kautta liikevaihtoa. Nämä "varastotasot" ovat vaihdelleet voimakkaasti viime vuosina (2014: 6,1 MEUR ja 2015: 4,4 MEUR) ja Q1'16 ne vaikuttaisivat olevan alhaisia (Q1'16: 2,9 MEUR), mikä voi heijastua tuotemyyntiin lähiaikoina. Q2 tulee toki olemaan heikko muistakin syistä.

Tulevien myyntien tuottoja voi taas mahdollisesti suhteuttaa jossain määrin käyvän arvon rahaston kehitykseen, jossa kaupankäyntitarkoituksessa olevat varat ja velat arvostetaan käypään arvoon. Käyvän arvon määrittäminen perustuu pääasiassa viimeisimpään toteutuneeseen myyntihintaan, mikäli toteutunutta kauppaa voidaan pitää merkittävänä. Näin ollen toimintamallin kannalta erittäin tärkeä arvonnousu pitäisi näkyä rahastossa, kun rahoitusvaroja arvotetaan uudelleen niiden siirtyessä sijoittajille. Tämä rahasto on pienentynyt rajusti viime aikoina: Q1'16 käyvän arvon rahasto oli vain 0,2 MEUR, kun vuoden 2014 se oli vielä 4,1 MEUR. Tämä ei välttämättä tarkoita arvonalaskua, vaan todennäköisemmin arvon realisoitumista myyntien kautta. Läpinäkyvyyttä eri syihin ei kuitenkaan ole.

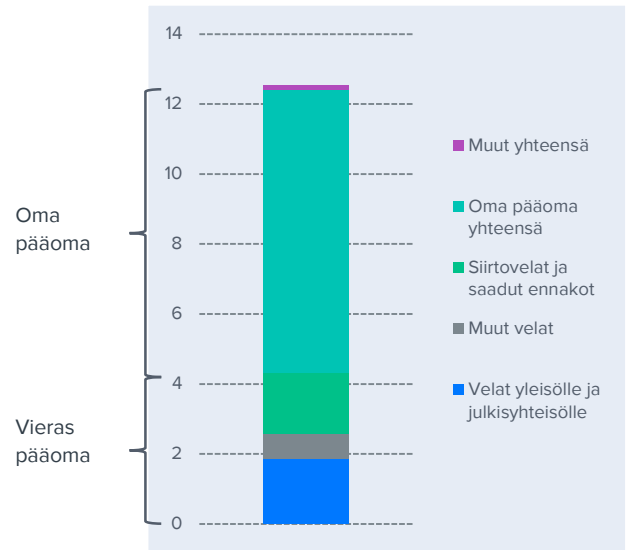
Lisäksi seuraamme luonnollisesti likvidien varojen muutosta, mikä kuvaa mielestämme yhdessä maksettujen osinkojen ja verojen kanssa myös yhtiön luomaa rahavirtaa. Jos yhtiön edellä mainituissa "varastotasoisissa" ei tapahdu suuria muutoksia, rahavirran pitäisi olla varsin hyvin linjassa yhtiön liikevoiton ja käyttökatteen kanssa.

## Taserakenne Q1'16: vastaavaa (MEUR)



Lähde: Inderes / Privanet

## Vastattavaa (MEUR)



## Tehokas pääomankierto tuo tulosta

Privanetin liiketoiminta ei sido suuria pääomia, mutta yhtiön taseen hyödyntäminen on yksi avainasioita taloudellisessa menestyksessä. Koska Privanetin tase on kuitenkin rajallinen noin 10 MEUR:n omalla pääomalla, on yhtiön saatava tämä pääoma tehokkaaseen käyttöön. Oman taseen kautta tehtävät rahoitusjärjestelyt ovat yhtiön liiketoimintamallin selvästi kannattavin osa ja tuotot paranevat pääoman kiertonopeuden kasvaessa.

Toisaalta todella nopea kiertonopeus nykyisellä liiketoimintamallilla, jossa sijoitusten arvonnousulla on taseessa ollessaan erittäin suuri rooli, voisi viitata sijoitustuotteiden hinnoittelukertoimien nostamiseen. Läpinäkyvyys hinnoitteluun on mielestämme heikko, emmekä voi varmaksi sanoa miten suuren osan potentiaalisesta arvonnoususta Privanet ottaa itselleen ja miten suuri osa jää loppusijoittajille. Jos Privanetin veisi liian suuren osan arvonnousupotentiaalista, tämä heijastuisi enemmän tai myöhemmin tyytymättöminä sijoittajani.

## Tulevaisuuden ennusteet

Privanetin tulos nojaa voimakkaasti oman taseen kautta kulkevien sijoituksien tuotoista. Privanetin lähivuosien tuloskehityksen ja erityisesti kestävän tuloksetekokyvyn arvioiminen on vaikeaa yhtiön nykyisen liiketoimintamallin heikon läpinäkyvyyden ja lyhyen historian johdosta. Ennustamme Privanetin tuloksen kasvavan lähivuosina kasvupanostuksien mukana, mutta ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta.

Yhtiön johto on arvioinut, että se kykenee nykyisen jakeluorganisaationsa puitteissa toteuttamaan vuositasolla emissioita ja muuta tuotemyyntiä 50-60 MEUR:lla, mistä se arvioi pystyvänsä generoimaan liiketoimintamallillaan 10-11 MEUR:n liikevaihdon ja noin 3,3-4,0 MEUR:n nettotuloksen.

Toimintamallin takia yhtiön liikevaihtoon ja tulokseen tulee kohdistumaan merkittävää vaihtelua oman taseen kautta menevän myynnin volyymin sekä sen kannattavuuden vaihteluista johtuen. Lisäksi arvonnousut riippuvat voimakkaasti sekä kohdeyhtiön että yleisen markkinatilanteen kehityksestä. Tämä aiheuttaa myös huomattavaa epävarmuutta tulevaisuuden ennusteisiin.

Ennusteissamme olemme pyrkineet huomioimaan listautumisannissa kasvavan oman pääoman, joka vie kokonaissumman arviomme mukaan noin 10 MEUR:n tasolle. Tämä antaa yhtiölle lisämahdollisuuksia, mutta toisaalta voi ainakin alussa painaa pääoman kiertonopeutta.

## Tuotemyynti ja ”placing power”

Privanetin liiketoimintamallin kannalta kriittistä on yhtiön myyntivoima (”placing power”), mikä tarkoittaa käytännössä yhtiön kykyä myydä (sekä oman taseen kautta, että yhteistyökumppaneilta tulevia) sijoitustuotteita asiakkailleen. Privanetin myyntiorganisaatio on tällä hetkellä arviolta 21 hengen vahvuinen yhtiön sidonnaisasiamiehet mukaan lukien. Yhtiön sisäinen myyntitavoite myyntihenkilöstölle on 250 tuhannen euron tuotemyynti kuukaudessa, mikä vastaa vuositasolla noin 3 MEUR:n tuotemyyntiä per myyjä ja noin 60 MEUR:n tuotemyyntiä koko organisaation tasolla.

Myyntitavoitteen saavuttaminen on tietysti riippuvaista myyjien onnistumisen lisäksi tuotetarjonnasta sekä vallitsevasta markkinatilanteesta. Mielestämme on selvää,

että tuotemyynissä tulee olemaan merkittävää vaihtelua neljännesten ja vuosien välillä. Privanetin viimeisen 12 kuukauden myynti omasta taseesta on ollut yhtiön mukaan 32 MEUR ja viimeisen puolen vuoden osalta myyntivauhti on ollut annualisoituna 40 MEUR. Yhtiö onnistui johdon mukaan saavuttamaan Q1'16:llä noin 20 MEUR:n tuotemyynin, minkä pohjalta yhtiön arvio 50-60 MEUR:n vuositason placing powerista nykyorganisaatiolla on ainakin jonkinlaisia näyttöjä. Yhden neljänneksen perusteella on kuitenkin mahdollista tehdä suuria johtopäätöksiä pitkällä tähtäimellä kestävästä tasosta, koska tuotetarjonta vaihtelee voimakkaasti. Esimerkiksi Alexandrian strukturoitujen tuotteiden emissiovolyymi oli 183 MEUR vuonna 2015, mutta Alexandria-konserni on toki kokonaisuudessaan eri kokoluokassa (yli 300 henkilöä konsernitasolla).

Olemme lähteneet ennusteisamme oletuksesta, jossa yhtiön vuosittain tuotemyynti on noin 50 MEUR vuonna 2016 ja kasvaa siitä organisaation mukana. Q1:n vahva tuotemyynti antaa vuoden 2016 ennusteelle vahvan pohjan, mutta käsityksemme mukaan Q2 on toisaalta mennyt pitkälti Privanetin oman listautumisen edistämiseksi. Näin ollen Q2-luvut lienevät todella heikkoja suhteessa alkuvuoteen, ja H2'16 tulee kertomaan antamaan paremman kuvan yhtiön myyntivoimasta.

Myyntivoimaa ("placing power") voidaan hahmottaa seuraavan taulukon mukaisilla laskelmilla.

## Tuotemyynin ja liikevaihdon arviointi

	2016e	2017e	2018e
Myyntiorganisaation koko (kpl)	21	24	26
Tuotemyynti / myyntihenkilö (MEUR/vuosi)	2,6	2,7	2,7
<b>Tuotemyynti (MEUR)</b>	<b>55,6</b>	<b>64,8</b>	<b>70,2</b>
Jakelu oman taseen kautta (%)	75 %	75 %	72 %
Jakelu suoraan asiakkaille (%)	25 %	25 %	30 %
<b>Jakelu yhteensä</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>102 %</b>
Jakelu oman taseen kautta (MEUR)	41,7	48,6	50,5
Jakelu suoraan asiakkaille (MEUR)	13,9	16,2	21,1
<b>Jakelu yhteensä (MEUR)</b>	<b>55,6</b>	<b>64,8</b>	<b>71,6</b>
Tuotto jakelulle oman taseen kautta (%)	20,5 %	19,5 %	18,5 %
Palkkio suoraan tapahtuvasta jakelusta (%)	5,5 %	5,0 %	5,0 %
Painotettu tuotto (%)	16,8 %	15,9 %	14,8 %
Tuotot taseen kautta menevästä jakelusta (MEUR)	8,7	9,5	9,4
Palkkiotuotot tuotemyynistä (MEUR)	0,8	0,8	1,1
Palkkiotuotot jälkimarkkinakaupasta (MEUR)	1,2	2,0	3,1
<b>Yhteensä (MEUR)</b>	<b>10,6</b>	<b>12,3</b>	<b>13,5</b>

Lähde: Inderes

Laskelmassa kriittisiä lukuja, joihin ei kuitenkaan ole näkyvyyttä, ovat muun muassa tuotto-% jakelulle oman taseen kautta. Viime vuosina tämä on ollut laskelmiemme perusteella erittäin korkea, mutta uskomme tuottojen saamisen käyvän vaikeammaksi lähivuosina. Avaamme oletuksia tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

## Oman taseen kautta saatavat tuotot ja palkkiot

Arviomme mukaan yli 80 % Privanetin tuotoista tulee oman taseen kautta tehtävistä rahoitusjärjestelyistä, joten tämän tuottopotentialin ja sen kestävyys selvitäminen mielestämme ensiarvoisen tärkeää.

Olemme olettaneet oman taseen läpi kulkevan myynin osuudeksi 75 % tuotemyynistä eli noin 37,5 MEUR vuodessa, mikä on hieman johdon arviota (80 %) konservatiivisempi näkyvyyden ollessa heikko. Yhtiön oman taseen läpi kulkenut myynti on ollut viimeisen puolen vuoden aikana noin 42 MEUR, mutta viimeiset neljänneksen ovat olleet yhtiölle vahvoja. Vaikka yhtiö on lisännyt myyntivoimaa ja sillä pitäisi olla annissa kerättävien varojen myötä edellytykset hyödyntää tasettaan yhä enemmän, mielestämme asiassa on perusteltua olla konservatiivinen.

Lisäksi olemme olettaneet yhtiö saavuttavan oman taseen kautta läpikulkevalle jakelulle lähivuosina noin 18-19 % tuoton, kun yhtiön oma tavoite on 25 %. Käsittääksemme tuotot ovat olleet korkeampia viime vuosina, mutta mielestämme ne eivät ole kestäviä. Sijoitukset ovat käsityksemme mukaan taseessa keskimäärin noin 6-12 kuukautta, joten annualisoituna odottamamme tuottolukemat ovat jo poikkeuksellisen korkeita ja ylittävät parhaimpien sijoittajien pitkällä tähtäimellä saamat tuotot. Mielestämme on myös selvää, että ennemmin tai myöhemmin alueelle tulee uusia kilpailijoita, jotka painavat tuottoja selvästi alaspäin. Toki tuottojen taustalla on ilmeisesti myös korkeariskisiä kohteita, mutta siltikin ne ovat liian korkeita olemaan houkuttelematta kilpailijoita.

Näillä oletuksilla yhtiön oman taseen kautta kulkevasta jakelusta syntyy noin 7,0-7,5 MEUR:n vuosituotot. Taseen ohi kulkevalle "puhtaalle" jakelulle olemme olettaneet 5 %:n palkkion johtuen emissioiden suhteellisen pienestä koosta, mikä luo Privanetille noin 0,6-0,7 MEUR:n palkkiovirran. Mielestämme palkkiovirtojen kokoluokat kuvaavat hyvin, miten kriittinen oman taseen ja "tukualennuksen" rooli Privanetille oikeasti on. Muiden tuotteiden välityksestä saatavat tuotot yksinään riittäisi yhtiön kannattavaan pyörittämiseen, vaikka niihin panostettaisiin huomattavasti nykyistä enemmän.

## Privanet jälkimarkkinapaikka

Privanetin ylläpitämän jälkimarkkinapaikan kaupankäyntivolyymit olivat hieman alle 20 MEUR ja liikevaihto oli vuonna 2015 vain 0,57 MEUR, mikä on mielestämme kaukana liiketoiminnan potentiaalista. Uskomme että liikevaihto tulee kasvamaan lähivuosina voimakkaasti yhtiön panostaessa siihen aivan eri tavalla kuin aikaisemmat omistajat, mutta jälleen ennusteisiin liittyvä epävarmuus on korkea.

Kaupapaikalla noteerataan yli 50 yhtiötä, mutta aktiivisesti kauppa käydään ainoastaan arviolta 20-25 yhtiössä. Valtaosa Privanet-listan yhtiöistä onkin "Muut"-osiossa, jossa aktiviteetti on käsityksemme mukaan hyvin rajallista.

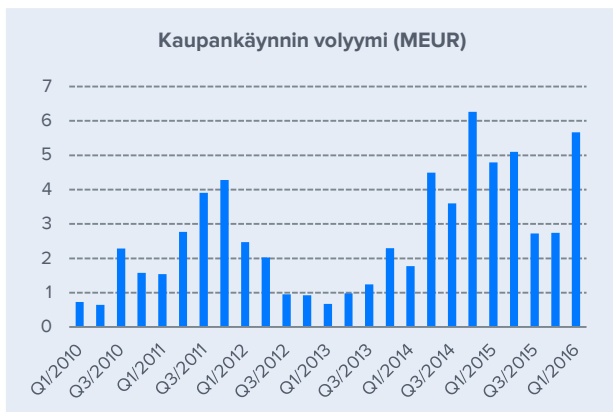
Seuraavassa taulukossa yhtiömäärä viittaa osakkeisiin, joilla käydään myös aktiivisesti kauppaa.

Odotamme Privanet-markkinapaikan vaihtovolyymien nousevan voimakkaasti lähivuosina sekä yleisen aktiivisuuden että yhtiömäärän kautta. Myös sijoittajien yleisen kiinnostuksen kasvu vaihtoehtoisia sijoitusluokkia kohtaan tukee kasvuennusteitamme. Ennustamme tällä hetkellä 2016 liikevaihdon nousevan noin 1,2 MEUR:n tasolle (kasvua yli 200 %) ja liiketoiminnan nettotuloksen yltävän hieman positiiviseksi. Lähivuosina odotamme kauppapaikalta voimakasta kasvua, jonka ajureina toimivat edelleen kaupankäyntivolyymien piristyminen sekä toisaalta AROUND-palvelun tuomat palkkiot.

Odotamme keskimääräisen komission olevan noin 3 %. Lähtökohtaisesti kaupankäynnissä sekä ostaja että myyjä maksavat 2 %:n komission (yhteensä 4 % transaktiosta), mutta muun muassa Osakesäästäjien Keskusliiton jäsenet eivät maksa täyttä hintaa. Näin ollen olemme olettaneet, että keskimääräinen komissio asettuu suunnilleen 3 %:n tuntumaan kaupasta. AROUND-rahoituskierröksen osalta odotamme palkkioiden olevan noin 5 % rahoitussummasta, mutta rahoituskierröksen määrää sekä niiden kokoa on erittäin vaikea arvioida tässä vaiheessa. Joka tapauksessa Privanet-kauppapaikan kontribuutio konsernin tulokseen jää ainakin toistaiseksi vähäiseksi.

## Privanet-jälkimarkkinapaikka

Jälkimarkkinapaikka (MEUR)	2016e	2017e
Yhtiömäärä (keskimäärin)	30	40
Kaupankäyntivolyymi / yhtiö / vuosi	0,8	1,0
<b>Kaupankäyntivolyymi</b>	<b>22,5</b>	<b>40,0</b>
Keskimääräinen komissio (%)	3,0 %	3,0 %
Muut tulot (AROUND)	0,50	0,80
<b>Liikevaihto</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>
Operatiiviset toimintakulut (arvio)	-1,00	-1,50
<b>Liiketulos (arvio)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>

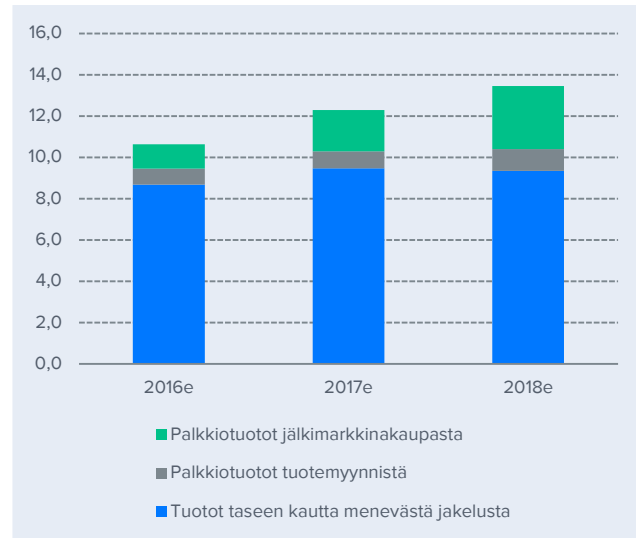


Lähde: Inderes

Edellä käsitellyistä tulolähteistä muodostuva Privanet-konsernin liikevaihto olisi noin 10,6 MEUR vuonna 2016. Tästä oman taseen kautta kulkevasta jakelusta syntyisi noin 8,0-9,0 MEUR, jakelusta noin 0,8-1,0 MEUR ja jälkimarkkinapaikasta noin 1,2 MEUR.

Mielestämme Privanetin olisi erittäin tärkeää saada tasoitettua tulojen muodosta tulevaisuudessa, jotta yhtiöllä olisi aidosti kolme tukijalkaa. Nyt valtaosa liikevaihdosta tulee omaan taseen kautta kulkevista rahoitusjärjestelyistä, joiden kestävydestä olemme pitkällä aikavälillä huolestuneita. Eniten käyttämätöntä potentiaalia näemme sen sijaan jälkimarkkinapaikalla sekä AROUND-palvelussa.

## Konsernin tulojen muodostuminen (MEUR)



Lähde: Inderesin ennuste

## Kulurakenteen ennustettu kehitys

Privanetin liiketoiminta on periaatteessa erittäin hyvin skaalautuvaa eli liikevaihdon kasvu ei merkittävästi lisää kuluja, mutta näemme kulurakenteessa kuitenkin kasvupaineita lähivuosille. Käsitelimme kulurakennetta jo aikaisemmin, joten tässä keskitymme ainoastaan odottamaamme kehityssuuntaan. Emme näe keskimääräisessä palkkakustannuksessa suurta painetta ylöspäin, mutta henkilöstökulut tulevat kuitenkin nousemaan henkilöstömäärän lisääntyessä.

Muut hallintokulut kasvoivat voimakkaasti vuonna 2015 kasvaneiden markkinointipanostusten myötä. Arviomme mukaan kulut tulevat edelleen kasvamaan sääntelyn kiristytessä ja yhtiön pyrkiessä edelleen kasvattamaan sen tunnettavuutta. Todennäköisesti listautumisanti ja AROUND:in lanseeraus tulee aiheuttamaan yhtiön mainoskuluihin huomattavan piikin.

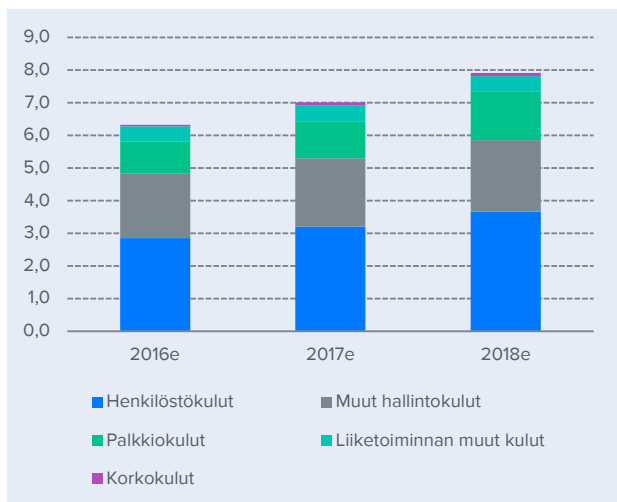
Palkkiokulut muodostuvat ilmeisesti pääasiassa sidonnaisiamiehille maksettavista palkkioista ja ne ovat usein sopimuksellisesti kiinteitä prosentteja myynnistä, minkä johdosta niiden kehitys seuraa varsin suoraan myynnin kehitystä. Korkokuluissa emme näe suurta muutosta, ja tämä kuluerä on joka tapauksessa erittäin pieni suhteessa kokonaisuuteen.

Liiketoiminnan muiden kulujen olemme ennustaneet kasvavan toiminnan laajentuessa, mutta kasvu on kuitenkin



maltillinen suhteessa odottamaamme liikevaihdon kasvuun. Seuraavassa graafissa olemme esittäneet Privanetin merkittävimmät kuluerät ja niille odottamamme kehityksen.

## Privanetin kulurakenteen kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin ennuste

Odotamme yhtiöltä selkeää liikevaihdon kasvua lähivuosilta, mutta korostamme, että ennuste sisältää oletuksen markkinatilanteen säilymisestä hyvänä. Suhtaudumme tällä hetkellä varauksella osakemarkkinoiden tilaan ja voi hyvinkin olla, että muutaman vuoden päästä sijoitusmarkkinoiden kokonaistilanne on nykyistä huomattavasti synkempi. Ennusteisiin liittyvän korkean epävarmuuden takia niihin kannattaa mielestämme suhtautua lähinnä todennäköisenä skenaariona.

## Privanet-konsernin tuloslaskelma (MEUR)

Tuloslaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Liikevaihto</b>	<b>8,4</b>	<b>10,6</b>	<b>12,3</b>	<b>13,5</b>
Henkilöstökulut	-2,3	-2,8	-3,2	-3,7
Muut hallintokulut	-1,2	-2,0	-2,1	-2,2
Palkkiokulut	-1,0	-1,0	-1,1	-1,5
Liiketoiminnan muut kulut	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Korkokulut	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
<b>Kulut yhteensä</b>	<b>-4,8</b>	<b>-6,3</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,9</b>
<b>Käyttökate (EBITDA)</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Liikevoitto (EBIT)</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>
Tuloverot	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Muut erät	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>
<b>Osakekohtainen tulos (euroa)</b>	<b>0,24</b>	<b>0,27</b>	<b>0,32</b>	<b>0,34</b>

Lähde: Inderesin ennuste

Odotamme Privanetin maksavan noin 75 % nettotuloksesta osinkoina lähivuosina. Viime vuosina yhtiö on maksanut käytännössä koko tuloksensa ulos osinkoina, mutta kasvun vaatimat pääomat huomioiden arvioimme, että osingonmaksussa ollaan jatkossa hieman maltillisempia. Yhtiö on kertonut tavoittelevansa kasvavaa osinkoa ja

toisaalta indikoinut maksavansa vähintään 50 % tuloksesta osinkoina huomioiden kuitenkin konsernin pääomatarpeet.

## Liiketoimintaympäristö on pysynyt hyvänä, mutta haasteita voi olla edessä

Privanetin johdon näkemyksen mukaan liiketoimintaympäristö on säilynyt hyvänä eikä yleinen taloustilanteen heikkous ole vaikuttanut merkittävästi liiketoiminnan kehitykseen. Yhtiön johto odottaa osakemarkkinoiden pitkään jatkuneen suotuisan kehityksen jatkuvan edelleen nousujohteisena, minkä suhteen olemme johtoa skeptisempiä ja näemme huomattavan todennäköisyyden ainakin väliaikaiselle korjausliikkeelle. Pörssien ohella liiketoiminnan kehitykseen vaikuttavat ennen kaikkea listaamattomien arvopaperimarkkinoiden näkymät, joiden johto odottaa edelleen kasvavan omaisuusluokan tunnettavuuden noustessa. Nykyisessä markkinatilanteessa monet sijoittajat etsivät houkuttelevasti arvostettuja sijoituskohteita myös pörssin ulkopuolelta, joten tässä olemme johdon kanssa samoilla linjoilla.

Korkomarkkinoiden tilanne heijastelee yhtiön mukaan edelleen maailmantalouden heikkoutta. Korkotaso on ollut jo vuosia ennätyksellisen alhainen, minkä takia sijoittajien on ollut erittäin hankalaa saada korkosijoituksistaan merkittäviä tuottoja. Tämä on avannut mahdollisuuden kasvattaa listaamattomien yhtiöiden velkakirjamarkkinoita, sillä monien listaamattomien yhtiöiden velkakirjoista on saatavissa korkeaa noin 5-10 %:n vuotuista korkotuottoa lyhyillä maturiteeteilla. Kiinnostus näihin sijoitustuotteisiin on yhtiön mukaan ollut voimakkaassa kasvussa ja kasvun odotetaan jatkuvan vahvana. Velkakirjasijoituksiin sisältyy tietysti riski liikkeeseenlaskijan luottokelpoisuudesta, mutta Privanetin johto arvioi tuotto-riskisuhteen olevan yleisesti ottaen näillä markkinoilla varsin houkutteleva, kun vallitseva maailmantilanne otetaan huomioon.

## Johdon antamat tulevaisuuden näkymät

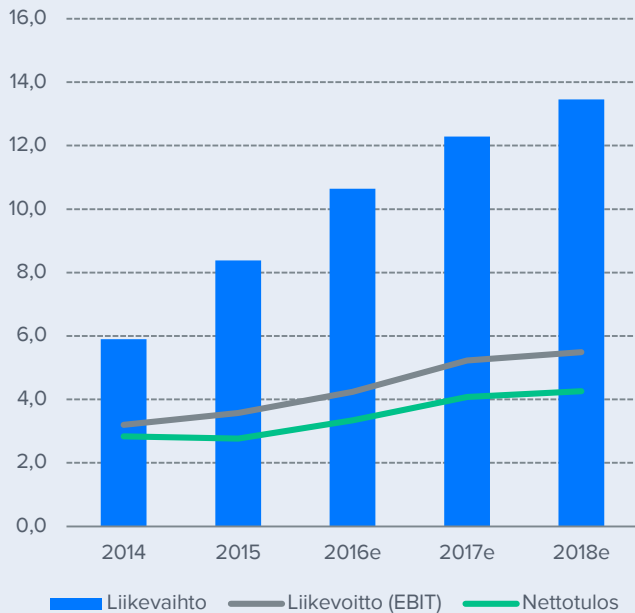
Privanet uskoo, että sen tarjoamille tuotteille on kysyntää ja asiakasvarallisuus kasvaa jatkossakin. Yhtiö odottaa sijoituspalvelutoiminnan tuottojen kasvavan vuonna 2016 vuodesta 2015. Konsernin kasvupotentiaali perustuu tytäryhtiöiden tarjoamiin sijoitustuotteisiin, jotka tuovat yhtiön mukaan uusia mahdollisuuksia salkkuprofilointiin ja käteisvarojen sijoittamiseen tuottavasti.

Vaikka yleinen talouskehitys ja sen vaikutukset näkyvät myös osakemarkkinoihin heijastuvina epävarmuustekijöinä, Privanet uskoo, että tuloksetekokyky paranee tulevaisuudessa konsernin ollessa edelläkävijä pk-sektorin yritysten joukkovelkakirjamarkkinoiden kehityksessä ja osakeantien järjestämisessä sekä jälkimarkkinalikviditeetin kehittämisessä. Yhtiö pitää lyhyen sekä pitkän aikavälin kasvunäkymiä positiivisina tiedostaen kuitenkin, että markkinoiden epäsuotuisa kehitys saattaisi vaikuttaa negatiivisesti liiketoiminnan kasvuun ja kannattavuuteen.

Johdon antamia näkymiä myötäillen odotamme Privanetilta merkittävää tuloskasvua lähivuosina, mutta näemme kuitenkin lähivuosina merkittävän riskin osakemarkkinoiden yleiselle laskumarkkinalle. Privanetin nykyistä liiketoimintamallia ei ole testattu laskumarkkinassa, minkä takia pidämme tätä merkittävänä riskinä sekä tuloskehityksen että liiketoimintamallin toimivuuden kannalta. Tästä olemme kirjoittaneet lisää Riskit-kappaleessa.

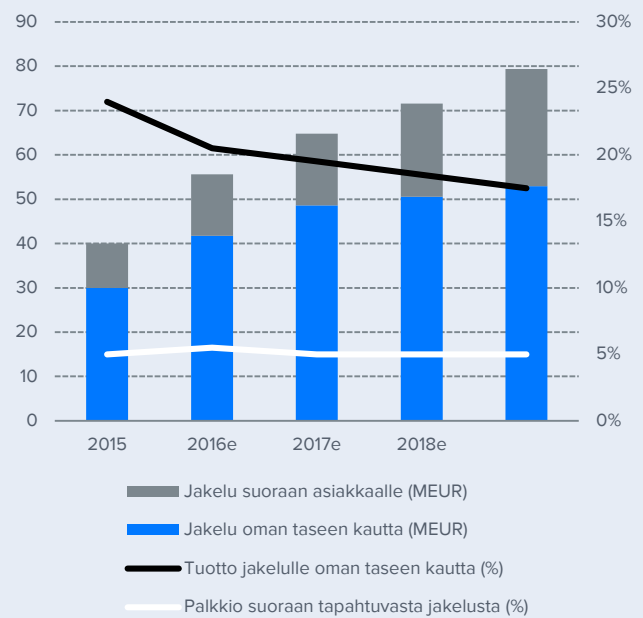
# Taloudellinen kehitys ja ennusteet

## Avainlukujen kehitys (MEUR)



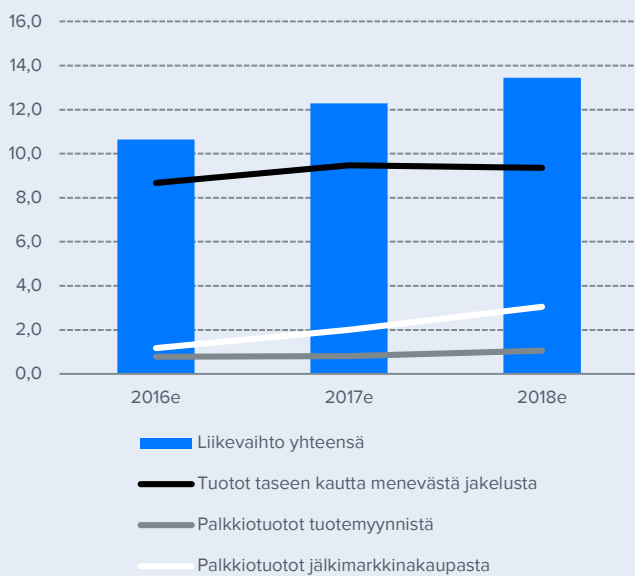
Lähde: Toteutuneet Privanet, ennusteet Inderes

## Arvioitu tuotemyynnin ja tuotto-% kehitys



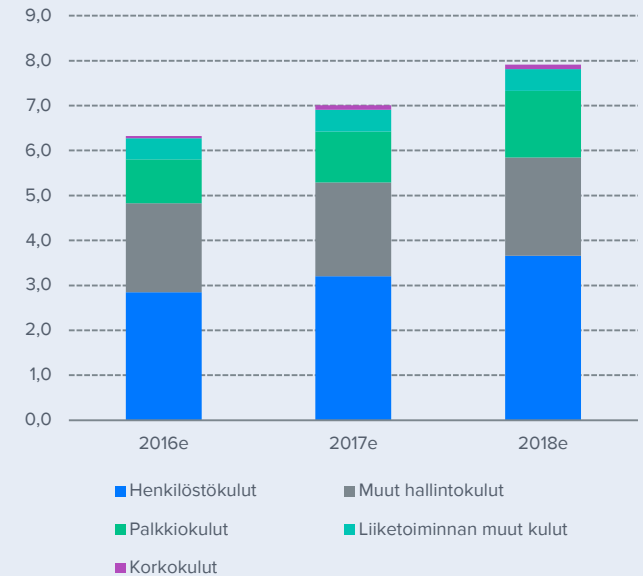
Lähde: Inderes

## Liikevaihto ja sen muodostuminen (MEUR)



Lähde: Inderes

## Privanetin kulurakenteen kehitys (MEUR)



Lähde: Inderes

# Arvostus ja riskit

Privanet on mielestämme sijoittajaprofiililtaan korkean riskin kasvuyhtiö. Privanetin luotettava arvottaminen on haastavaa yhtiön liiketoimintamallin lyhyen historia sekä heikon läpinäkyvyyden vuoksi. Lisäksi AROUND-palvelu on vasta lanseerattu, joten sen tulevaisuutta on poikkeuksellisen vaikea arvioida. Privanetin arvostuskertoimet ovat lähivuosien ennusteillamme suhteellisen korkeita, mikä saa meidät varovaisiksi. Mielestämme yhtiön riskiprofiili on korkea monien epävarmuustekijöiden takia, joista merkittävimpiä ovat track-recordin puute, heikko näkyvyys sijoitusprosessiin ja arvonmuodostukseen ja merkittävät taseriskit.

## Arvostustaso

### Osakkeeseen hinnoiteltu jo tulokasvua

Privanetin osakkeen arvostustaso on mielestämme suhteellisen haastava, ja osakkeeseen on hinnoiteltu tulosparannuksia lähivuosille. Pidämme tulokasvunäkymiä positiivisina, mutta arvostuksessa täytyy mielestämme huomioida myös korkea riskiprofiili, liiketoimintamallin mahdollisesti kohtaamat haasteet pitkällä tähtäimellä ja erityisesti laskumarkkinassa, joka on todennäköisesti kuitenkin edessä lähivuosina.

Arviomme mukaan liiketoiminnan ja tuloksen vaihtelut tulevat olemaan suuria johtuen yhtiön transaktiovetoisuudesta, toimialan syklistyydestä ja riippuvuudesta pääomamarkkinoiden kehityksestä. Myös yhtiön heikko läpinäkyvyys erityisesti rahoitusvarojen arvonkehitykseen laskee mielestämme Privanetin hyväksyttävistä arvostuskertoimista. Näin ollen osakkeen riskipreemioiden täytyy mielestämme olla normaalia korkeampia, mikä heijastuu osakkeelta vaatimaamme tuottopotentiaaliin selvästi.

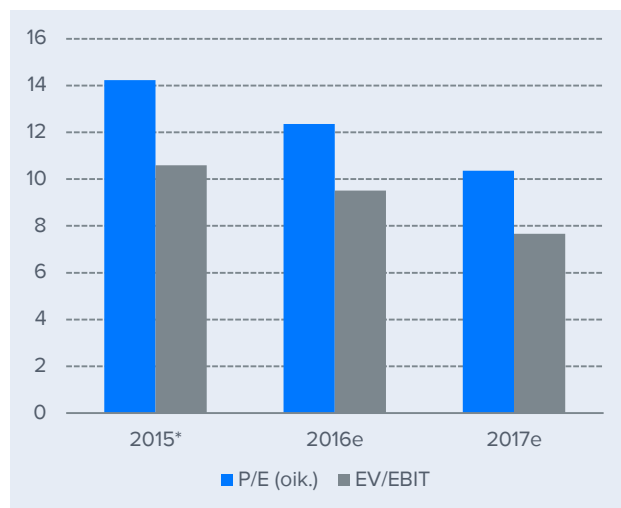
Ennusteillamme kuluvan vuoden P/E-kerroin on eiliselä päätöskurssilla (3,45 euroa) yli 12x ja ensi vuoden ennustamamme tulokasvun myötä P/E-kerroin laskee 10x tasolle. Osakkeen vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 10x ja 8x. Kertoimet vaikuttavat kohtuullisilta, mutta mielestämme tämä on perusteltua yhtiön korkean riskiprofiilin takia. Ensi vuoden tulokasvuun liittyy jo merkittävää epävarmuutta liittyen yhtiön omaan kehitykseen (mm. oman taseen sijoitusten tuotto) sekä markkinatilanteen kestävyteen. Näin ollen emme halua antaa suurta painoarvoa vielä ensi vuoden kertoimille, vaan pääpaino on selvästi kuluvan vuoden kertoimilla.

Nykyiset kertoimet olisivat mielestämme hyvin perusteltavissa, jos Privanetin tulot olisivat luonteeltaan jatkuvia, helposti ennustettavia ja yhtiöllä olisi takana vahva track-record. Mielestämme Privanetin profiililla neutraali P/E-kerroin (2016e) olisi noin 10-11x, jolloin EV/EBIT olisi noin 8x. Hyväksyttävistä kertoimista nostaa mielestämme hieman vasta lanseerattu AROUND, joka voi osoittautua positiiviseksi yllätykseksi. Transaktiovetoiselle liiketoimintamallille ei

mielestämme kuitenkaan yleisesti voi perustella tällä hetkellä korkeita arvostuskertoimia.

Mikäli Privanet kykenee jatkamaan voimakasta tulokasvuun, ylittämään ennusteemme ja todistamaan liiketoimintamallinsa toimivuuden pitkällä tähtäimellä, on osakkeessa mielestämme selkeää nousuvaraa lähivuosina. Merkittävänä mahdollisena positiivisena ajurina näemme AROUNDin, jonka rooli arvostuksessa on toistaiseksi varsin pieni. Jos juuri lanseerattu digitaalinen joukkorahoituspalvelu onnistuisi johdon suunnitelmien mukaisesti, se voisi nostaa sekä yhtiön tulosta että hyväksyttävää arvostustasoa. Tällä hetkellä emme kuitenkaan pidä osakkeen riski/tuotto-profiilia houkuttelevana.

### Tulos pohjaiset arvostuskertoimet



Lähde: Inderes, vuosi 2015 eiliselä päätöskurssilla 3,45 euroa

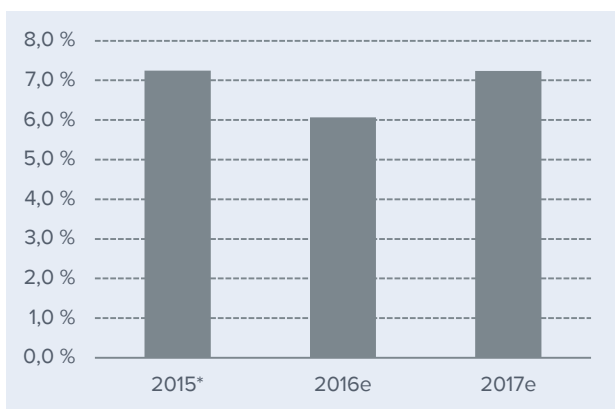
### Osinkotuotot varsin houkuttelevalla tasolla

Yhtiön tase on listautumisannin myötä kasvanut noin 10 MEUR:n kokoluokkaan, mikä antaa yhtiölle mielestämme hyvin taloudellista liikkumavaraa. Samalla täytyy kuitenkin muistaa, että liiketoimintamallin takia tase on periaatteessa koko ajan liiketoiminnan käytössä tai reservinä, joten on

erittäin vaikeaa sanoa mikä osa kohtuullisen suuresta kassasta on loppujen lopuksi ylimääräistä.

Yhtiön johto on indikoinut halusta pitää osinko kasvu-uralla, mutta liiketoiminnan tarpeet tulevat näkemyksemme mukaan prioriteeteissa ensin. Näin ollen osinkojen kehitystä on hankala arvioida. Osinkotuottoennusteemme vuosille 2016 ja 2017 ovat 6,1% ja 7,2 %, jotka ovat erittäin hyviä suhteessa Helsingin pörssin yleiseen tasoon (2016e mediaani noin 3,8 %). Toisaalta huomautamme, että sektorilla on tarjolla myös huomattavasti korkeampia osinkotuottoja, jotka ovat arviomme mukaan vakaammalla pohjalla. Esimerkiksi UB:n vastaavat osinkotuotot ovat 6,9 % ja 8,3 %. Näin ollen korkea osinkotuotto ei mielestämme ole riittävä syy omistaa osaketta.

### Ennustetut lähivuosisien osinkotuotot



Lähde: Inderes, vuosi 2015 eilisellä päätöskurssilla 3,45 euroa

### Vertailu rahoitusalan keskiuuriin toimijoihin

Privanetille ei löydy mielestämme hyvää verrokkia yhtiön kilpailijoista poikkeavasta liiketoimintamallista johtuen, sillä suomalaisten listattujen sijoituspalveluyhtiöiden liiketoiminta pohjautuu suurelta osin omaisuudenhoitoon tai rahastoihin, mikä on luonteeltaan selvästi Privanetin transaktiovoitoista liiketoimintaa tasaisempaa ja ennustettavampaa.

Käsityksemme mukaan Privanet vertaa itseään mielellään keskiuuriin rahoitusalan yhtiöihin kuten Evli, United Bankers (UB), eQ, Seligson ja Taaleri. Nämä yhtiöt ovat kuitenkin pääasiassa varainhoitajia ja saavat hallinnointavien varojen kautta jatkuvia ja helposti ennustettavia tulovirtoja. Rahoitusallalla Privanetin arvostustason pitäisi mielestämme olla lähempänä Corporate Finance-yhtiöitä, joiden hyväksyttävä arvostustaso on huomattavasti alhaisempi johtuen projektivetoisesta liiketoiminnasta, jossa näkyvyys on huomattavasti heikompi ja syklistyys voimakkaampi.

### Keskisuurien rahoitusyhtiöiden arvostustaso

	P/E		EV/EBITDA		P/B	Osinko-%
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2016e
<b>Privanet</b>	<b>12,4</b>	<b>10,4</b>	<b>9,3</b>	<b>7,5</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1 %</b>
Evli	15,6	15,0	11,0	10,5	2,4	5,0 %
eQ	16,6	15,3	11,5	10,4	3,3	8,6 %
Taaleri	12,7	14,1	9,6	10,3	2,3	3,2 %
United Bankers	14,1	10,5	6,9	5,7	3,3	6,8 %
CapMan	10,0	10,0	8,5	9,6	1,2	7,6 %
Elite	18,7	17,5	19,0	15,0	4,0	2,5 %
<b>Mediaani</b>	<b>14,9</b>	<b>14,6</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>2,9</b>	<b>5,9 %</b>
<b>Keskisarvo</b>	<b>14,6</b>	<b>13,7</b>	<b>11,1</b>	<b>10,3</b>	<b>2,8</b>	<b>5,6 %</b>
<b>OMXH mediaani</b>	<b>15,2</b>	<b>14,1</b>	<b>8,8</b>	<b>8,3</b>	<b>1,7</b>	<b>3,7 %</b>

Lähde: Inderes, muiden yhtiöiden data kerätty 9.6.2016

Privanetin arvostuskertoimet ovat hieman verrokkiryhmän alapuolella vuoden 2016 ennusteilla, mutta laskevat selvästi ryhmän mediaanin alapuolelle vuonna 2017 odottamamme vahvan tuloskasvun takia. Mielestämme on kuitenkin perusteltua arvottaa Privanet toistaiseksi selvällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmään, jonka liiketoimintamallit ansaitsevat luonteensa takia korkeamman arvostuksen. UB:n arvostustaso on selvästi muita verrokkia alhaisempi, sillä markkinat arvostavat vähemmän myyntivetoisia ja Corporate Finance-tyylisiä toimijoita kuin voimakkaammin varainhoitoon erikoistuneita toimijoita. Toisaalta UB:n arvostus on pitkälti linjassa Privanetin kanssa ja pidämme UB:n riskiprofilia kuitenkin selvästi Privanetin vastaavaa pienempänä.

### DCF-laskelma tukee arviotamme yhtiön arvosta

Kassavirtapohjainen DCF-laskelma vahvistaa näkemystämme yhtiön arvosta mielestämme perustelluilla oletuksilla tulevaisuuden kehityksestä. Laskelmassa olemme käyttäneet vuosien 2016-2019 mallinnettuja ennusteita, minkä jälkeen lähdemme oletuksesta, että liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain kohti 3 %:n tasoa. Kannattavuuden olemme olettaneet pysyvän korkealla tasolla noin 40 %:n tasolla pitkään, mutta hiipuvan lopulta noin 38 %:n tasolla. Taserakenteessa olemme odottaneet rahoitusvarojen kasvavan suunnilleen liikevaihdon mukana yhtiön liiketoimintamallin takia.

Olemme käyttäneet laskelmassa 10,0 %:n keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC-%). Tämä on verrokkeja korkeampi, mutta perusteltu, johtuen yhtiön selvästi verrokkeja heikommasta läpinäkyvyydestä ja jatkuvien palkkiotuottojen selvästi verrokkeja pienemmästä osuudesta.

DCF-laskelman antama 3,85 euron on mielestämme järkevä, vaikka tavoitehintamme on selvästi sen alapuolella. Toisaalta kumpikaan näistä luvuista ei mielestämme kuvaa osakkeen potentiaalia pitkän tähtäimen kehityksen ollessa suotuisa. Johdon tavoitteisiin nähden DCF-mallinnuksemme vaikuttaa varmasti konservatiiviselta, mutta mielestämme

yhtiöllä on vielä paljon todistettavaa. Huomautamme, että DCF-malli on erittäin herkkä muutoksille tärkeimmissä oletuksissa eikä kassavirta vastaa yhtiön raportoimaa muotoa. DCF-laskelma on kokonaisuudessaan esitetty raportin lopussa.

## Merkittävimmät riskit

Kuten olemme läpi raportin korostaneet, pidämme Privanetin riskiprofiilia suhteellisen korkeana. Merkittävimpiä epävarmuustekijöitä ovat mielestämme track-recordin puute, heikko näkyvyys sijoitusprosessiin ja siinä tapahtuvaan arvomuodostukseen sekä liiketoimintamalliin kuuluvat merkittävät taseriskit. Seuraavissa kohdissa olemme pyrkineet avaamaan näkemiämme riskejä enemmän:

**Transaktiovetoisuus:** Privanet on vahvasti transaktiovetoinen yhtiö, joten liiketoiminnan keskeisimmät riskit ovat 1) hyvien kohdeyhtiöiden löytämisessä sekä 2) toteutettavissa transaktioissa onnistuminen. Yksittäisiin transaktioihin liittyvät riskit voidaan suhteuttaa erityisesti siihen, miten suuri osa transaktiosta menee yhtiön oman taseen läpi. Yhtiö pyrkii pienentämään tätä riskiä keskittymällä lähtökohtaisesti yhtiöihin, joilla on jo kannattava vakiintunut liiketoiminta, sekä hajauttamalla taseensa useiden eri yhtiöiden arvopapereiden kesken. Mielestämme yhtiön tulisi pyrkiä synnyttämään yhä enemmän jatkuvampaa liiketoimintaa, millä olisi positiivinen vaikutus arvostukseen.

**Sääntely:** Toimialan sääntely tulee todennäköisesti edelleen kiristymään, mikä tulee näkymään yhä kasvavina kustannuksina sekä mahdollisesti nousuina pääomavaatimuksina. Privanetin näkökulmasta keskeinen riski on myös se, että yhtiön kykyä hyödyntää omaa tasettaan joustavasti erilaisissa transaktioissa rajoitetaan. Tällä hetkellä yhtiön mukaan näköpiirissä ei kuitenkaan ole tämän suuntaista kehitystä. Mahdollinen sijoittaja-asiamiesten käytön kieltäminen kasvattaisi yhtiön kiinteitä kuluja hieman, mutta ei aiheuttaisi suurempia ongelmia yhtiölle.

**Kilpailun kiristyminen:** Privanet on toistaiseksi saanut olla omalla sektorillaan suhteellisen rauhassa kilpailulta. Rahoitusjärjestelyissä yhtiö kohtaa enenevässä määrin kilpailua erilaisten rahastojen suunnalta, jotka tarjoavat oman ja/tai vieraan pääoman ehtoista rahoitusta sijoittajilta kerätyistä varoista. Samanaikaisesti yhtiö kohtaa yhä enemmän kilpailua myös joukkorahoittajien suunnalta, jotka pystyvät olemaan tehokkaita erityisesti 0,5-1,0 MEUR:n suuruisissa transaktioissa. Asiakaspinnassa yhtiön pitää toisaalta kilpailla muiden palveluntuottajien tarjoamia suorita ja epäsuoria sijoituskohteita vastaan.

**”Tukkualennuksien” kestävyys:** Koska Privanetin tulos on muodostunut pääosin oman taseen kautta tehtävien

rahoitusjärjestelyiden ja näiden korkeiden tuottojen ansiosta, näiden laskeminen esimerkiksi kiristyvän kilpailun tai markkinatilanteen heikkenemisen kautta muodostaa yhtiölle suuren riskin. Näemme tuotoissa selkeitä laskupaineita pitkälle aikavälillä, emmekä siten usko, että yhtiön tavoitteleva 25 %:n olisi kestävä. Toisaalta pitkällä tähtäimellä kestävää tasoa tällä liiketoimintamallilla on lähes mahdotonta arvioida luotettavasti.

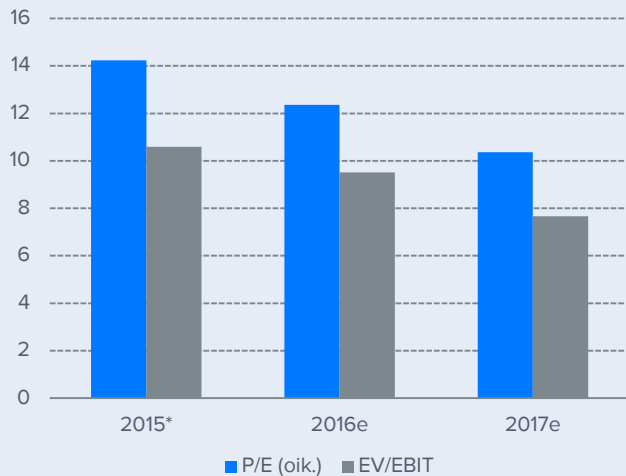
**Maine:** Maineella ja asiakasmielikuvalla on tärkeä rooli menestyksessä sijoituspalvelutoimialalla. Maineriski voi realisoitua esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiön emittoima tuote epäonnistuu tai henkilöstö sortuu aggressiivisiin myyntikeinoihin, jotka eivät ole asiakkaan edun mukaisia. Mielestämme Privanetin historiassa olevien tahrojen takia yhtiö on edelleen suurennuslasin alla, minkä takia väärinkäytökset voisivat heijastua voimakkaasti liiketoimintaan. Maineeseen heijastuu nopeasti yhtiön asiakkaille mahdollisesti kohdistuvat tappiot, mikä heijastuisi todennäköisesti edelleen tyytymättömyytenä ja ostohalukkuuden vähenemisenä.

**Listamattomien yhtiöiden riskit:** Listamattomien yhtiöiden arvopapereihin kohdistuu pörssilistattuja verrokkeja suurempi riski niiden epälikvidin luonteen ja arvonnäyttelyyn liittyvien haasteiden vuoksi. Listamattomien yhtiöiden arvopapereihin liittyy myös arvostusriski, jonka realisointuminen voi tarkoittaa yhtiön omien varojen vähenemistä ja siten vaikuttaa negatiivisesti vakavaraisuuteen. Samalla negatiivinen arvokehitys heijastuisi myös asiakastyytyväsyyteen sekä nostaisi selvästi edellä mainittua maineriskiä.

**Laskumarkkinat:** Sijoitustuotteiden kysyntä on vahvasti riippuvaista yleisestä markkinakehityksestä ja Privanetin palkkiotuottojen kehitys on vahvasti sidoksissa markkinoiden yleiseen kehitykseen. Markkinoiden voimakas lasku saattaisi vaikuttaa negatiivisesti yhtiöltä asiakkaiden kiinnostukseen ostaa uusia tuotteita ja toisaalta Privanetin oman taseen arvoon (sijoituksien käypä arvo). Mielestämme yhtiön liiketoimintamallia ei ole testattu laskumarkkinassa, ja näemme mahdollisuuden negatiiviseen kierteseen laskumarkkinassa. Muistutamme sijoittajia edelleen siitä, että takana on nyt lähes historiallisen pitkä nousumarkkina, mikä ei tule kestäväksi ikuisuusia.

# Arvostustaso

## Tulospohjaiset arvostuskertoimet



Lähde: Inderes, vuosi 2015 laskettu antihinnalla

## Lähipuosien ennustettu osinkotuotto-%

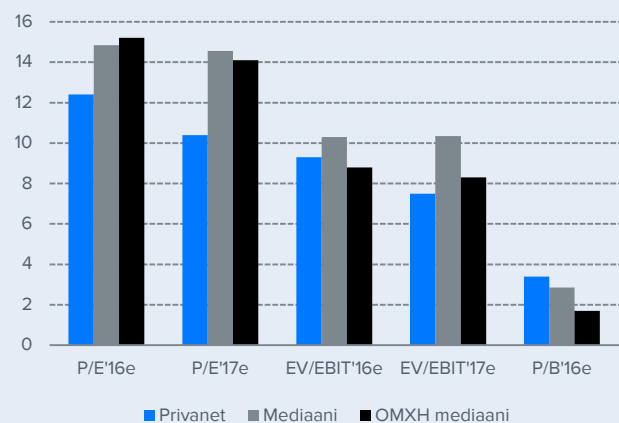


Lähde: Inderes, vuosi 2015 laskettu antihinnalla

## Keskisuurien rahoitusyhtiöiden arvostustaso

	P/E		EV/EBITDA		P/B		Osinko-%
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2016e	
<b>Privanet</b>	<b>12,4</b>	<b>10,4</b>	<b>9,3</b>	<b>7,5</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1 %</b>	
Evli	15,6	15,0	11,0	10,5	2,4	5,0 %	
eQ	16,6	15,3	11,5	10,4	3,3	8,6 %	
Taaleri	12,7	14,1	9,6	10,3	2,3	3,2 %	
United Bankers	14,1	10,5	6,9	5,7	3,3	6,8 %	
CapMan	10,0	10,0	8,5	9,6	1,2	7,6 %	
Elite	18,7	17,5	19,0	15,0	4,0	2,5 %	
<b>Mediaani</b>	<b>14,9</b>	<b>14,6</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>2,9</b>	<b>5,9 %</b>	
<b>Keskiarvo</b>	<b>14,6</b>	<b>13,7</b>	<b>11,1</b>	<b>10,3</b>	<b>2,8</b>	<b>5,6 %</b>	
<b>OMXH mediaani</b>	<b>15,2</b>	<b>14,1</b>	<b>8,8</b>	<b>8,3</b>	<b>1,7</b>	<b>3,7 %</b>	

Lähde: Inderes, muiden yhtiöiden data kerätty 9.6.2016



Lähde: Inderes, muiden yhtiöiden data kerätty 9.6.2016

# Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

## Tuloslaskelma ja avainlukuja

Privanet-konserni (MEUR)	2014	2015	H1'16e	H2'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	5,9	8,4	4,3	5,0	9,2	12,3	13,5
Henkilöstökulut	-1,4	-2,3	-1,4	-1,4	-2,7	-3,2	-3,7
Muut hallintokulut	-0,5	-1,2	-1,0	-0,8	-1,8	-2,1	-2,2
Palkkiokulut	-0,6	-1,0	-0,4	-0,5	-0,9	-1,1	-1,5
Liiketoiminnan muut kulut	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5
Korkokulut	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Käyttökate (EBITDA)	3,2	3,6	2,2	2,2	4,3	5,9	7,3
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Liiketulos (EBIT)	3,2	3,6	2,1	2,1	4,2	5,2	5,5
Tuloverot	-0,4	-0,7	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	-1,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Muut erät	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,8	2,8	1,7	1,7	3,3	4,1	4,3
Liikevaihdon kasvu	239 %	42 %	-	-	10 %	33 %	9 %
EBITDA-%	55 %	43 %	51 %	43 %	47 %	48 %	54 %
EBIT-%	54 %	43 %	50 %	43 %	46 %	43 %	41 %
ROE (oman pääoman tuotto)	81 %	43 %	-	-	36 %	31 %	30 %
Omavaraisuusaste	69 %	59 %	-	-	75 %	76 %	77 %

Lähde: Inderes / Privanet

## Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015
Saamiset luottolaitoksilta			Velat luottolaitoksille	0,0	0,0
-Vaadittaessa maksettavat	0,9	3,1	Velat yhteisöille ja julkisyhteisöille	0,0	1,5
Saamiset yleiseltä ja julkisyhteisöltä	0,0	0,0	Johdannaissopimukset	0,2	0,0
Saamistodistukset	0,6	1,1	Muut velat	0,0	1,2
Osakkeet ja osuudet	6,1	4,4	Siirtovelat ja saadut ennakot	0,5	1,5
Osakkeet ja osuudet omistusyhteisyydessä	0,0	0,1	Laskennalliset verovelat	1,0	0,2
Johdannaissopimukset	0,0	0,0	Osakepääoma	0,0	0,1
Aineettomat hyödykkeet			Muut sidotut rahastot		
-Konserniliikearvo	0,0	0,6	-Käyvän arvon rahasto	4,1	0,9
-Muut pitkävaikutteiset menot	0,0	0,0	Vapaat rahastot		
Aineelliset hyödykkeet			-Sijoitetun oman pääoman rahasto	2,5	2,4
-Sijoituskiinteistöt ja niihin liittyvät osakkeet ja osuudet	0,0	0,2	Edellisten tilikausien voitto (tappio)	-2,2	0,6
-Muut kiinteistöt ja niihin liittyvät osakkeet ja osuudet	0,0	0,1	Emoyrityksen osakkeiden myynnit ja ostot	0,0	2,0
-Muut aineelliset hyödykkeet	0,0	0,0	Osingon jako	0,0	-1,7
Muut varat	1,5	1,9	Tilikauden voitto (tappio)	2,8	2,8
Siirtosaamiset ja maksetut ennakot	0,0	0,1	Vähemmistön osuus pääomasta	0,0	0,0
<b>Yhteensä</b>	<b>9,1</b>	<b>11,5</b>	<b>Yhteensä</b>	<b>9,1</b>	<b>11,5</b>

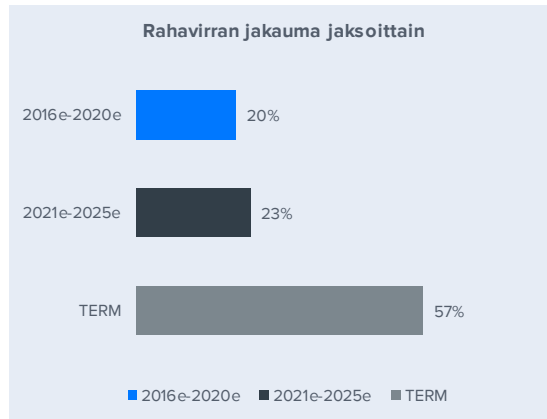


## DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
- Maksetut verot	-1,5	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	0,9	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoinvestoinnit	-0,1	-4,1	-1,6	-1,2	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	
+/- Muut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vapaa kassavirta	3,7	-0,8	2,9	3,5	3,9	4,2	4,5	4,6	4,6	4,7	4,8	70,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,8	2,5	2,7	2,8	2,7	2,6	2,5	2,3	2,1	1,9	28,4
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>49,8</b>	<b>50,5</b>	<b>48,1</b>	<b>45,3</b>	<b>42,6</b>	<b>39,8</b>	<b>37,2</b>	<b>34,7</b>	<b>32,5</b>	<b>30,4</b>	<b>28,4</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>49,8</b>											
- Korolliset velat		-1,5										
+ Rahavarat		3,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,9										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>48,5</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>3,85</b>											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumistaso D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	5,9	8,4	10,6	12,3
EBITDA	3,2	3,6	4,3	5,3
EBITDA-marginaali (%)	54,9	43,1	40,6	43,3
EBIT	3,2	3,6	4,2	5,2
Voitto ennen veroja	3,2	3,6	4,2	5,2
Nettovoitto	2,8	2,8	3,5	4,2
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	9,1	11,5	17,0	18,8
Oma pääoma	7,2	7,0	12,7	14,2
Liikearvo	0,0	0,6	0,6	0,6
Korolliset velat	0,0	1,5	1,5	1,5

Kassavirta	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	3,2	3,6	4,3	5,3
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	0,9	-0,1	0,2
Operatiivinen kassavirta	4,4	2,9	3,3	4,5
Vapaa kassavirta	-3,5	3,7	-0,8	2,9

**Yhtiökuvaus**  
 Privanet on suomalainen listaamattomien yritysten arvopapereiden välittämiseen ja pk-yritysten rahoitusjärjestelyihin erikoistunut sijoituspalvelukonserni, jonka tarkoituksena on yhdistää rahoitusta tarvitsevat pk-yritykset sekä sijoittajat. Konserniin kuuluvat omoyhtiön lisäksi Privanet Capital Markets Oy, joka keskittyy pääomajärjestelyihin käyttäen niissä voimakkaasti omaa tasettaan, sekä Privanet Securities Oy, joka ylläpitää listaamattomien yritysten arvopapereiden kauppapaikkaa osoitteessa www.privanet.fi.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,25	0,24	0,28	0,33
EPS oikaistu	0,25	0,24	0,28	0,33
Operat. kassavirta per osak	0,39	0,26	0,26	0,36
Tasearvo per osake	0,63	0,61	1,01	1,13
Osinko per osake	0,20	0,25	0,00	0,00
Voitonjako, %	81	103	75	75
Osinkotuotto, %		5,8	0,0	0,0

Tunnusluvut	2014	2015	2016e	2017e
P/E	0,0	17,7	12,4	10,4
P/B	0,0	7,0	3,4	3,1
P/Liikevaihto	0,0	5,9	4,1	3,5
P/CF	0,0	16,7	13,1	9,7
EV/Liikevaihto	-0,2	5,7	3,8	3,3
EV/EBITDA	neg.	13,2	9,3	7,5
EV/EBIT	neg.	13,3	9,5	7,7

Suurimmat omistajat	18.5.2016	%-osakkeista
Finactu Oy (Sami Järvisen määräysvalta-yhteisö)		10,5 %
Pennin Hevonen Oy (Roy Harjun määräysvalta-yhteisö)		9,2 %
Iron M Oy (Matti Heiskalan määräysvalta-yhteisö)		7,1 %
Oy Oja Invest Ltd		7,1 %
Oulun Anestesiapalvelu Oy		5,3 %
Sähköpalvelu Sarkkinen Oy		3,9 %

# 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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä 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 neuvonantaja. 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen 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.

Raportissa mainittu Taaleri Oyj omistaa Inderes Oy:stä 40 %:n osuuden. Lisäksi Inderesin hallituksen jäsen Tero Weckroth on myös raportissa mainitun Invesdor Oy:n hallituksen puheenjohtaja.

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

# Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)



**2015**

#1 ennustetarkkuus



**2014**

#1 ennustetarkkuus



**2014, 2016**

#1 suositustarkkuus



**2012, 2016**

#suositustarkkuus



**2012, 2016**

#suositustarkkuus



inde  
res.

**Palkittua  
analyysiä.**