

Springvest

Seurannan aloitus

30.3.2022 20:15



Antti Luuro

+358 50 571 4893

antti.luuro@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Listaamattomien kasvuyritysten rahoittaja ja omistaja

Springvest yhdistää listaamattomat kasvuyhtiöt rahoittajiin. Yhtiön arvoluonti nojaa vahvasti kierroksista saatuihin omistuksiin kasvuyhtiöissä. Springvest on kasvanut viime vuosina vahvasti rahoituspalvelunsa kilpailukyvyyn ja pääomamarkkinan myötätuulen tuella. Tulevien vuosien kerätyn rahoituksen kasvu on strategian toteutuksen jatkuessa edellytykset, joskin vahvojen pääomamarkkinavuosien jälkeen odotamme lyhyellä tähtäimellä kasvuun hengähdystaukoa. Osaketta hinnoitellaan preemiolla osiemme summaan nähden (P/SOTP 1,2x), mikä puoltaa varovaista näkemystä. Aloitamme seurantamme myy-suosituksella ja 6,7 euron tavoitehinnalla.

Springvest yhdistää listaamattomat kasvuyhtiöt ja kasvusijoittajat

Springvest on Suomessa toimiva sijoituspalveluyhtiö, joka järjestää osakeanteja listaamattomille kasvuyhtiöille ja yhdistää ne sijoittajiin. Yhtiön toiminta keskittyy yritysten valintaan ja rahoituskierrosten toteutukseen sekä näiden yritysten omistamiseen. Springvestin tulovirrat muodostuu rahoituskierrosten rahapalkkioista sekä optiopalkkioista, joista yhtiön on mahdollista saada tuloja myöhemmissä exit-tapahtumissa. Tätä kautta yhtiön liiketoiminta sitoo epäsuorasti pääomaa ja arvonmuodostukseen muodostuu vaikeasti ennustettava komponentti portfolioyhtiöiden kehityksestä ja myynneistä. Yhtiön liiketoiminta on itsessään varsin skaalautuvaa ja sillä on mahdollista tehdä hyvää kannattavuutta, mikäli kerätyn rahoituksen vuosittainen määrä pysyy hyvällä tasolla.

Markkinalla ollut poikkeuksellista myötätuulta, mutta yhtiön kilpailukyky on auttanut siitä hyötymisessä

Springvest toimii listaamattomien yritysten rahoitusmarkkinalla Suomessa. Markkina on saanut myötätuulta pandemia-ajan löysän rahapolitiikan likviditeettiriskeistä, josta yhtiö on päässyt strategiansa ja joustavan liiketoimintamallinsa avulla hyötymään. Näemme Springvestin kilpailuaseman listaamattomien yritysten rahoittajana vahvana johtuen sen hyvästä maineesta ja rahoituskierrosten korkeista täyttöasteista. Näemme yhtiön kilpailun tulevan vaihtoehdoista rahoitusmuodoista, kuten First North -listautumisista ja VC-rahastoista. Rahoituskierrosten kokoa kasvattamalla lähivuosien kasvu on nähdäksemme ajureita, kunhan markkinasta ei muodostu kasvuun jarrua.

Odotamme pääomamarkkinan vahvojen vuosien jälkeen hillitympää kehitystä

Arviomme Springvestin markkinan lähivuosien kasvun olevan maltillisempaa ja sen pullonkaulana olevan sijoittajien valmius tehdä sijoituksia listaamattomiin yrityksiin epävarmassa talousympäristössä. Viime vuodet ovat olleet pääomamarkkinoille poikkeuksellisen vahvoja, joten pidämme nykyisen liiketoiminnan mittakaavan ylläpitämistä jo hyvänä, mutta yhtiön kilpailuasema huomioiden realistisena skenaariona. Ennustamme vuoden 2022 liikevaihdon pysyvän haastavassa markkinassa edellisvuoden tasolla ja oikaistun liikevoittomarginaalin olevan niinikään edellisvuoden tasolla 20 %:ssa. Vuosille 2023-2025 ennustamme noin 3 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua ja 15-18 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Odotamme palkkiojakauman painottuvan tulevina vuosina vahvemmin optioihin.

Osaketta arvostetaan selvällä preemiolla osiemme summaan nähden

Osiemme summassa selvä enemmistö (noin 77 %) muodostuu nykyisistä ja etenkin tulevien rahoituskierrosten palkkioina saatavista omistuksista listaamattomissa kasvuyhtiöissä. Näiden omistusten arvo purkautuu mahdollisissa exit-tapahtumissa, joita on hyvin vaikeaa ennustaa. Osaketta arvostetaan selvällä preemiolla (P/SOTP 1,2x) osiemme summaan nähden, mikä puoltaa varovaista näkemystä. Pidemmällä tähtäimellä kertyvät näytöt yhtiövalintojen onnistumisesta ja kerätyn rahoituksen kasvusta nostaisivat kuitenkin nähdäksemme yhtiön käypää arvoa.

Suositus

Myy

(aik. -)

6,70 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

8,00

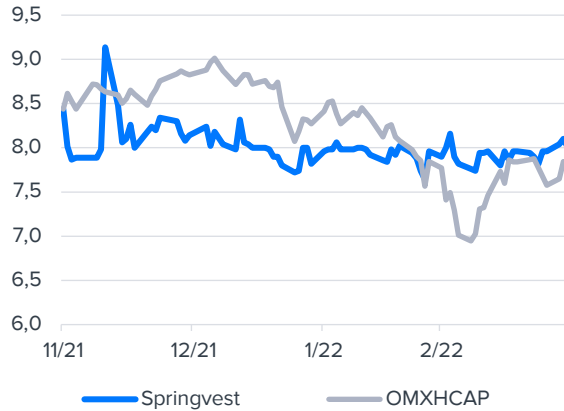


Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	4,0	4,0	4,1	4,3
kasvu-%	24 %	-1 %	3 %	4 %
EBIT oik.	0,8	0,8	0,7	0,7
EBIT-% oik.	19,8 %	20,3 %	18,0 %	16,6 %
Nettotulos	0,3	0,6	0,6	0,6
EPS (oik.)	0,12	0,12	0,11	0,10
P/E (oik.)	70,0	68,1	74,8	77,5
P/B	3,0	2,6	2,1	1,7
Osinkotuotto-%	28,3 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
EV/EBIT (oik.)	48,4	49,2	53,9	55,7
EV/EBITDA	99,0	50,0	53,9	55,7
EV/Liikevaihto	9,6	10,0	9,7	9,3

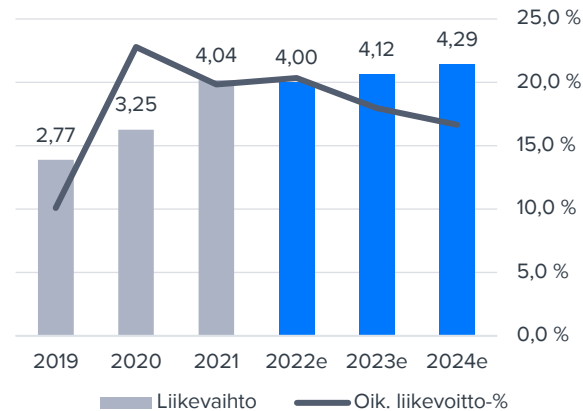
Lähde: Inderes

Osakekurssi



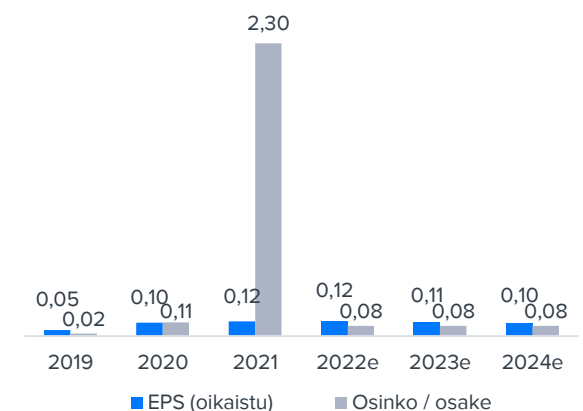
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vakiintunut asema ja sijoittajakunta listaamattomien yritysten rahoituskentässä Suomessa
- Tilaa kasvulle nykyisellä toimintamallilla nostamalla keskimääräistä rahoituskierroksen kokoa
- Portfolioyhtiöiden poiminnassa onnistuessaan yhtiöllä on mahdollisuudet luoda merkittävää arvoa omistusten arvonnousulla



Riskitekijät

- Riskipitoinen ja hyvin vaikeasti ennustettava kokonaisarvonluonti
- Pääomamarkkinan syklit voivat heikentää liiketoiminnan edellytyksiä
- Lainsäädännön muutokset voivat heikentää toimintaympäristöä
- Avainhenkilöriski

Osien summa

	MEUR	%
Kasvurahoitus: Tulevat rahapalkkiot	3,9	11 %
Kasvurahoitus: Tulevat optiopalkkiot	24,0	65 %
Nykyiset portfolioyhtiöt	7,3	20 %
Verovelka	-2,7	-7 %
Nettokassa	4,4	12 %
Yhteensä, MEUR	36,9	100 %
Per osake	6,7	
Osakekurssi	8,00	
P/SOTP	1,2	

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-12
Toimiala ja kilpailukenttä	13-17
Strategia	18-19
Taloudellinen tilanne	20-21
Ennusteet	22-26
Arvonmääritys ja suositus	27-34
Vastuuvapauslauseke	35

Springvest lyhyesti

Springvest tarjoaa kasvurahoitusta yrityksille ja sijoittajille mahdollisuuden sijoittaa listaamattomiin osakkeisiin. Springvest sijoittaa muiden sijoittajien tapaan kohdeyhtiöihin, joiden kasvurahoitusalueena se toimii. Yhtiöllä on toimipisteet Helsingissä ja Tampereella.

2012

Perustamisvuosi

20 % CAGR

Sijoituspalvelutoiminnan tuottojen kasvuvauhti, 2019-2021

18 %

Oikaistu liikevoittoprosentti, 2019-2021 keskiarvo

33 % CAGR

Vuosittain välitetyn rahoituksen määrän kasvu 2017-2021, CAGR

178+ MEUR

Välitetyn rahoituksen määrä (31.12.2021)

13,6 MEUR

Portfolioyhtiöiden tasearvo 2021 lopussa

36 kpl

Portfolioyhtiöiden lukumäärä 2021 lopussa

2012 - 2016

- Kansalaisrahoitus Oy (nyk. Springvest) perustetaan (2012)
- Kumulatiivinen välitetyn rahoituksen määrä ylittää 25 MEUR (2015)

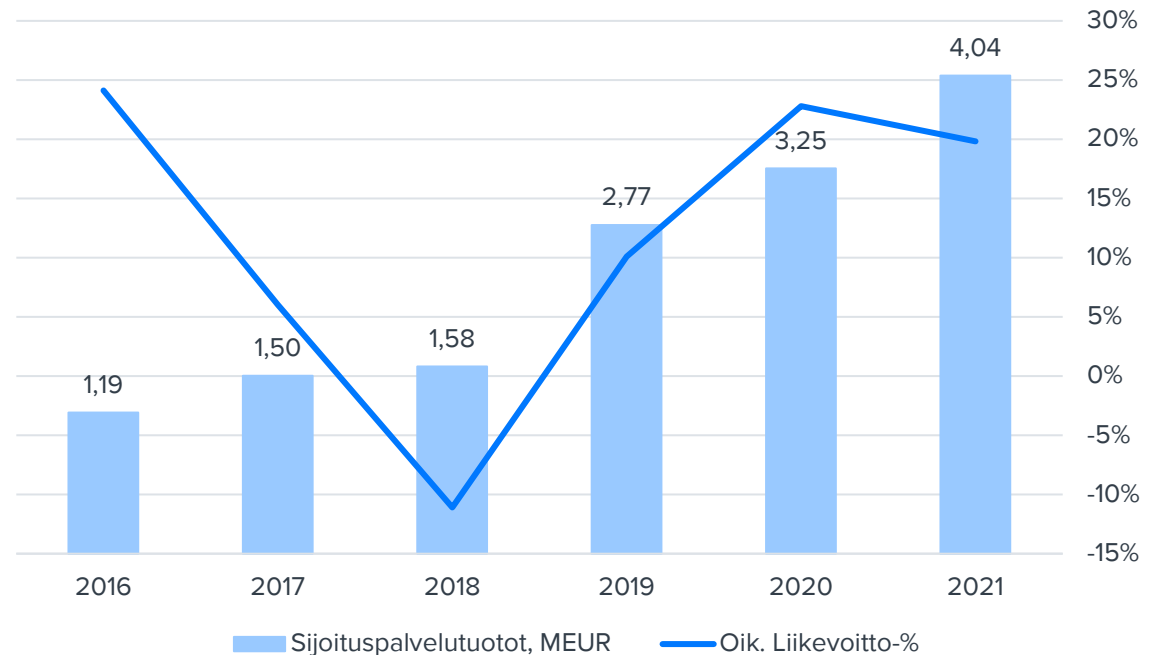
2017 - 2020

- Välitetyn rahoituksen määrä ylittää 50 MEUR kumulatiivisesti (2017)
- Yhtiön nimi muuttuu Springvestiksi (2018)
- Välitetyn rahoituksen kumulatiivinen määrä ylittää 100 MEUR:n rajapyykin (2019)

2021 ->

- Useita merkittäviä irtaantumisia salkkuyhtiöistä vuonna 2021 (Ginolis, Mobidiag, Sensapex, Bioretec listautuminen)
- Listautuminen First North -markkinapaikalle

Sijoituspalvelutuottojen ja kannattavuuden kehitys, 2016-2021



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Springvest on listaamattomien kasvuyritysten rahoittaja ja omistaja

Springvest on sijoituspalveluyhtiö, joka toimii Venture Capital -rahaston kaltaisena toimijana Suomessa. Yhtiö järjestää osakepohjaisia rahoituskierroksia listaamattomille kasvuyhtiöille ja mahdollistaa yksityishenkilöiden sijoittaa näihin yhtiöihin. Springvest myös kantaa sijoittajien kanssa riskiä yhtiöiden menestyksestä ottamalla tyypillisesti suurimman osan rahoituskierroksen järjestelypalkkioista yhtiön optioina.

Springvest oli perustamisensa aikaan vuonna 2012 yksi Suomen ensimmäisistä joukkorahoituksen järjestäjistä. Yhtiön perustajat ovat edelleen sen merkittäviä omistajia ja osa perustajista on edelleen aktiivisesti mukana yhtiön toiminnassa. Springvest listautui vuoden 2021 lopussa First North -markkinapaikalle. Listautuminen toteutettiin teknisenä listautumisena, jonka yhteydessä ei järjestetty osakeantia tai -myyntiä. Springvestin mukaan listautumisen tavoitteena oli luoda sen osakkeelle likviditeetti ja läpinäkyvä arvostus, sekä tätä kautta kasvattaa Springvestin tunnettuutta mahdollisten kohdeyhtiöiden ja sijoittajien keskuudessa. Lisäksi yhtiö halusi näyttää esimerkkiä portfolioyhtiöilleen, joiden sijoittajille listautuminen tarjoaa exit-mahdollisuuden.

Springvest yhdistää listaamattomat kasvuyhtiöt ja kasvusijoittajat

Kasvuyrityksen elinkaaren alkuvaiheessa rahoituksen saaminen usein nojaa yrityksen perustajien lähipiiriin, enkelisijoittajiin ja yrityshautomoihin sekä joukkorahoituskanaviin. Näistä viimeisin on muodostunut viimeisen

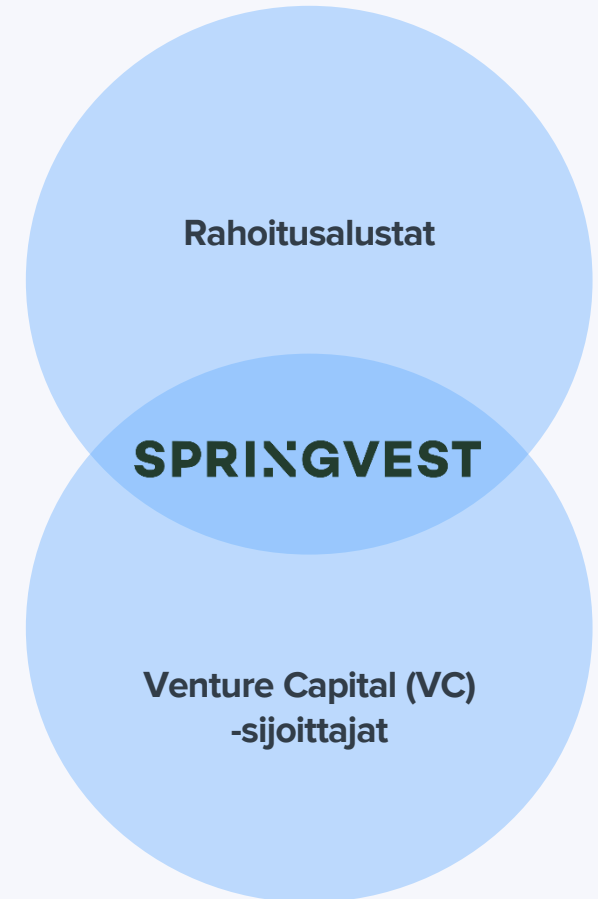
vuosikymmenen aikana yhdeksi vaihtoehdoksi rahoitusta tarvitseville kasvuyrityksille. Tämän lisäksi VC-rahastot ovat merkittävä rahoittajajoukko startup-yrityksille. Vaikka Springvest usein kategorisoidaan joukkorahoittajaksi, sen toiminnassa on jo pidempään ollut olennaisia eroja perinteiseen joukkorahoitukseen nähden. Yhtiö onkin nykyisellään lainsäädännön määritelmän mukaisesti sijoituspalveluyhtiö.

Springvestin keräämässä rahoituksessa painopiste on startup-vaiheen ohittaneissa nuorissa kasvuyhtiöissä, joiden omistajina on usein mukana myös enkeli- ja VC -sijoittajia.

Springvestin toiminta keskittyy yritysten valintaan ja rahoituskierrosten toteutukseen

Springvestin organisaation tärkein tehtävä on etsiä ja valikoida rahoitettavat yhtiöt sekä järjestää näille rahoituskierrokset. Springvest pyrkii valikoimaan yritysmassasta lupaavimmiksi katsomansa yhtiöt rahoitettavaksi. Kaikki Springvestin järjestämät rahoituskierrokset ovat saavuttaneet vähintään kierroksen minimitalvoitteen.

Springvestin alkutaipaleella yhtiö etsi yrityksiä myös itse, mutta nykyään vahvistuneen brändin myötä yritykset ottavat pääsääntöisesti itse suoraan yhteyttä. Monille asiakkailleen Springvest järjestää myös uusia rahoituskierroksia. Tästä esimerkkinä ovat ArcDia ja Mobidiag. Jotta rahoituskierrokset saadaan toteutettua, Springvest tarvitsee yksityissijoittajia ja rahastoja mukaan sijoittamaan yrityksiin. Springvestin järjestämissä rahoituskierroksissa on ollut sijoittajina myös VC-rahastoja kuten Lifeline Ventures, Innovestor ja Icebreaker.vc.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Rahoitettavien yritysten valintaprosessissa arvioidaan kohdeyhtiön kiinnostavuus sijoituskohteena

Vaihe	Kuvaus	Yritysten lukumäärä per vuosi
1	Kontaktointi ja liiketoimintasuunnitelman arvioiminen	~200
2	Jatkotutkimus, yhtiön tapaaminen ja esittely sijoituskomitealle	30-60*
3	Due diligence -tarkastus	10-20*
4	Lukitaan valuaatio ja rahoituskierroksen ehdot	~10*
5	Onnistunut rahoituskierros	~10

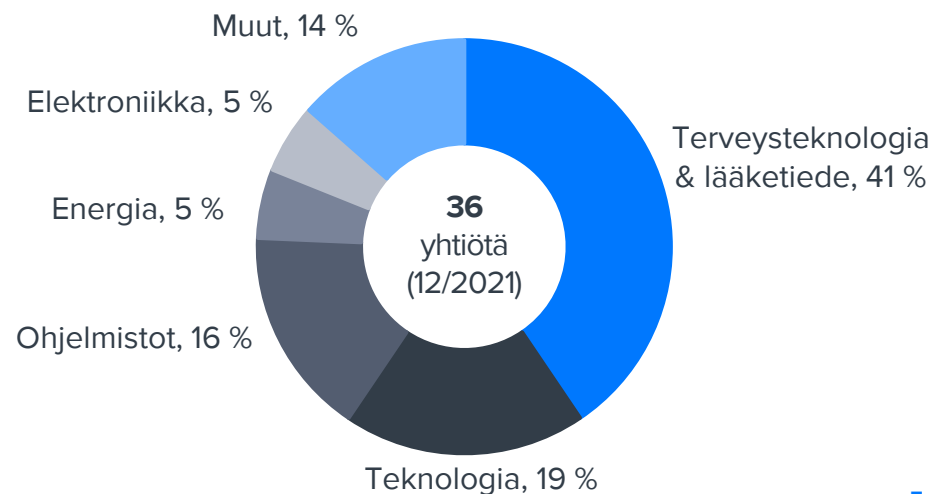
Lähde: Springvest, *Inderes arvio

Rahoitettavaksi pyritään valitsemaan lupaavia skaalautuvan liiketoimintamallin ja korkean tuottopotentialin yrityksiä

Springvest arvioi seuraavia tekijöitä kohdeyhtiöissä:

- Tuotteen ja/tai palvelun analysointi – lisäarvo, asiakashyöty ja mihin ongelmaan pyritään vastaamaan
- Markkinan houkuttelevuus ja yrityksen kilpailukyky toimialalla
- Johdon kyvykkyyksien arvioiminen
- Liiketoiminnan skaalautuvuus
- Valuaatio ja irtaantumismahdollisuudet
- Vaikuttavuus ja vastuullisuus

Portfolioon on päätyttyä pääasiassa teknologiayrityksiä, Springvestin portfolioyhtiöiden sektorijakauma, 10/2021, % yrityksistä



Lähde: Springvest, Inderes arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Springvestillä on noin 8 hengen kompakti tiimi, jonka ydintehtävänä on arvioida yhtiöitä ja tehdä sijoituspäätökset, johtaa rahoituskierrosten toteutusta sekä koordinoida liiketoimintaa tukevien asiantuntijapalveluiden hankintaa.

Tulovirrat rahoituskierrosten palkkioista sekä myöhemmistä exit-tapahtumista

Springvestin tulovirrat muodostuvat rahoituskierrosten rahallisista palkkioista sekä osakeoptioista kohdeyhtiöissä. Palkkioiden yhteenlaskettu määrä on arviomme mukaan ollut viime vuosina noin 15-25 % välitetyr rahoituksen määrästä. Yhtiön rahana saadut palkkiot ovat olleet vuosina 2018-2021 noin 9-10 % välitetyr rahoituksen määrästä. Rahapalkkiot muodostuvat sijoittajien maksamasta merkintäpalkkiosta (n. 3-4 % kerätystä rahoituksesta) ja rahoitusta keräävän yhtiön maksamasta järjestelypalkkiosta.

Springvestin palkkioiden jakauma rahaan ja optioihin vaihtelee tapauskohtaisesti. Yhtiön julkaisemien tietojen perusteella arvioimme kummankin osuuden olevan tilanteesta riippuen noin 40-60 %. Springvest käyttää optionsa välittömästi kierrosten sulkeuduttua, joten käytännössä yhtiö ottaa palkkiona kohdeyhtiön osakkeita. Yhtiö pyrkii itse painottamaan palkkioissa optioita.

Springvestin tuloslaskelma muodostuu puhtaasti rahoituskierroksien järjestämiseen nojaavasta kannattavasta perusliiketoiminnasta. Yhtiön tuloslaskelma sisältää ainoastaan rahamuotoiset palkkiot, joten se kuvaa vain pientä osaa yhtiön tulovirroista ja arvonmuodostuksesta. Palkkioiden tulovirrat nojaavat transaktioihin, eivätkä siten ole

toistuvia. Moni yhtiöistä kuitenkin toteuttaa myöhemmin uusia rahoituskierroksia Springvestin alustalla, joskin uusintakierrokset ovat historiallisesti olleet vähemmistössä.

Kierroksista muodostuva omistus kohdeyhtiöissä tuo Springvestin arvonmuodostukseen VC-rahaston kaltaisen komponentin. Springvestin arvon muodostumisen voikin jakaa kahteen komponenttiin: rahoitusliiketoimintaan ja portfolioyhtiöiden arvonluontiin. Springvestin taseessa on 36 portfolioyhtiötä, joiden tasearvo on 13,6 MEUR (31.12.2021 tilanne).

Taseen portfolioyhtiöiden menestyksessä on heikko ennustettavuus

Springvestin portfolioyhtiöt ovat listaamattomia ja epälikvidejä, joten arvon vapautuminen vaatii käytännössä yhtiöiden myyntiä tai muuta exit-tapahtumaa, jonka yhteydessä omistuksen arvo on jaettavissa Springvestin omistajille. Merkittävä osa näistä yrityksistä päättyy konkurssiin ja pieni osa myydään selvästi tasearvoa suuremmalla hinnalla, joten tämä osa yhtiön tulonmuodostusta on hyvin korkeariskistä.

Springvestin portfolioon yhtiö päättyy rahoituskierroksen yhteydessä. Tämän jälkeen rahoitettu yhtiö käyttää keräämänsä pääomaa kasvustrategiansa toteutukseen. Osa yhtiöistä etenee exit-tapahtumaan tällä rahoituksella, joko negatiiviseen (konkurssi) tai positiiviseen kuten listautumiseen. Osa yhtiöistä taas kerää matkan varrella vielä uutta rahoitusta, Springvestin kautta tai muuten, mikä voi vaikuttaa Springvestin omistusosuuteen yhtiössä.

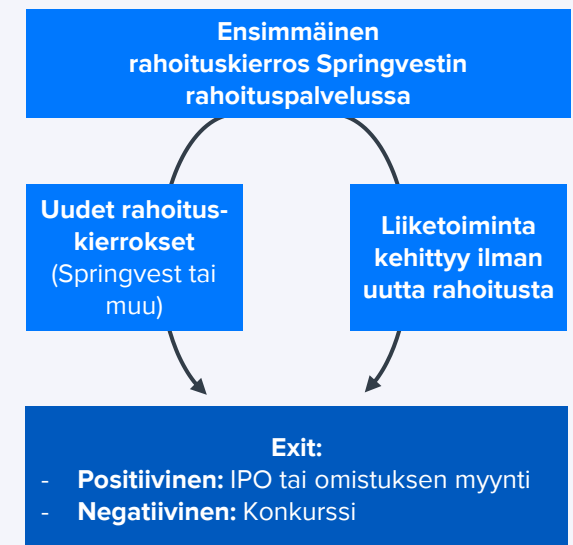
Palkkioiden arvioitu jakauma

~40-60%
Rahapalkkio*

~40-60%
Optiot

Lähde: Inderes

Rahoitettavan kohdeyrityksen päätyminen ja poistuminen Springvestin omistuksesta



Lähde: Inderes, Springvest

*Rahapalkkio jakautuu merkintäpalkkioihin (sijoittajat maksaa) ja järjestelypalkkioihin (rahoitusta keräävä yritys maksaa)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Springvestin toteutuneet exitit (negatiiviset ja positiiviset) ovat tapahtuneet 2,7 vuoden sijoitusajalla (31.12.21 tilanne), mutta yhtiön taseessa on myös hyvin pitkään (lähes 10 vuotta) pysyneitä omistuksia.

Springvestin tähtäimessä on omistuksista irtaantuminen joko exit-tapahtuman kautta myymällä omistuksena tai portfolioyhtiön listautumisen kautta. Portfolioyhtiön listautuessa Springvest voi jakaa portfolioyhtiön osakkeet omille osakkeenomistajilleen, kuten se teki Bioretecin listautumisen jälkeen. Springvest voi myös myydä listautuneen portfolioyhtiönsä osakkeet markkinalle. Vaihtoehtoisesti yritys voi mennä konkurssiin, joka skenaariona on hyvinkin todennäköinen useille portfolioyhtiölle huomioiden niiden riskipitoinen profiili.

Kustannusrakenne on skaalautuva, kannattavuus vaatii riittävää kokoluokkaa

Springvestin kulurakenne jakautuu ylätasolla hallintoon keskittyviin kiinteisiin kuluihin, sekä tasaisesti palkkiotuottojen mukana muuttuviin kustannuksiin. Yhtiön kustannusrakenne on skaalautuva, mutta kiinteiden kustannusten kattaminen ja hyvä kannattavuus vaatii liiketoiminnalta riittävää kokoluokkaa.

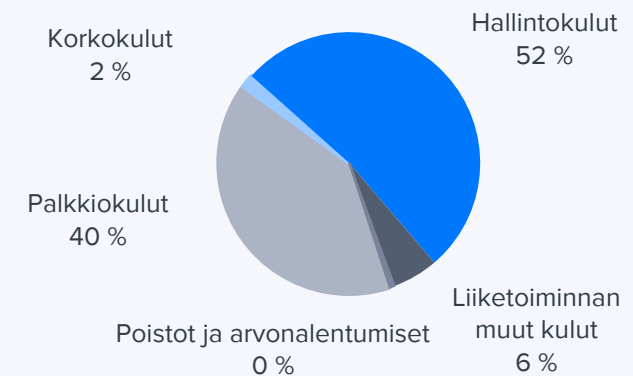
Rahoituskierrosten järjestäminen ja yhtiöiden valinta on yhtiön kiinteän organisaation vastuulla. Kiinteät kustannukset koostuvat hallintokuluista (2021: 52 % kustannuksista*) ja liiketoiminnan muista kuluista (6 %). Nämä kustannukset kattavat yhtiön johdon ja hallinnon, toimitilat sekä ulkoistetut sijoitusalan ylläpitoon ja kehitykseen liittyvät kustannukset. Osa sijoitusalan

kehityskuluista näkyy vähäisinä poistoina. Lisäksi Springvestillä on vähäisesti korkokuluja (2 %), jotka johtuvat yhtiön pankkitilille maksettavasta negatiivisesta korosta.

Springvestin rahoituskierrosten myynnin toteuttavat sidonnaisasiamiehet, jotka toimivat hallinnoimansa yhtiön kautta Springvestin ulkopuolisina konsultteina ja saavat provisiopalkkaa rahoituskierrosten myynnistä. Järjestelyssä Springvest on kuitenkin viimekädessä vastuussa sidonnaisasiamiesverkostostaan. Myynnistä maksettavat palkkiokulut (2021: 40 % kustannuksista) ovat merkittävä osa yhtiön kuluista, mutta luonteeltaan puhtaasti muuttuvia. Palkkiokulut ovat sidonnaisia kerätyn pääoman määrään ja nojaavat pääasiassa sijoittajien maksamiin merkintäpalkkioihin sekä muihin pääosin provisioperusteisiin maksuihin.

Malli tuo yhtiön kulurakenteeseen joustoa, sillä sidonnaisasiamiesten palkkiot määrittyy pääosin rahoituskierrosten lukumäärän ja niihin liittyvän myyntipanostusten tarpeen mukaan. Tämä toimintamalli tuo Springvestin kulurakenteeseen joustoa, sillä sidonnaisasiamiesten palkkiot määrittyy pääosin rahoituskierrosten lukumäärän ja niihin liittyvän myyntipanostusten tarpeen mukaan. Palkkioiden kasvu on ollut käytännössä suoraan verrannollinen kasvaneeseen liikevaihtoon.

Vuoden 2021 kustannusjakauma,
% kaikista kustannuksista*



Lähde: Springvest, Inderes

*Hallintokuluista vähennetty listautumiskulut (0,43 MEUR)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

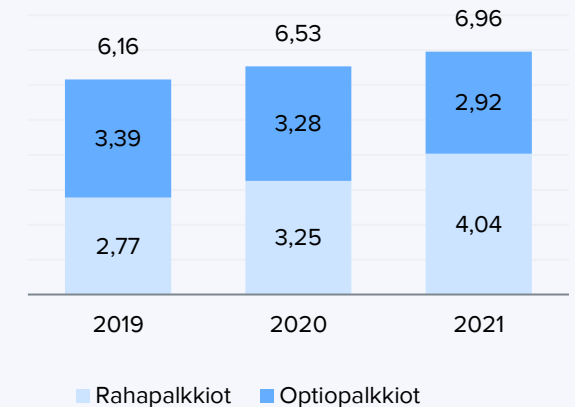
Liiketoiminta sitoo pääomaa epäsuorasti

Springvestin operatiiviseen liiketoimintaan (rahoituskierron järjestäminen) sitoutuu suoraan hyvin vähäisesti pääomia. Käytännössä yhtiön täytyy ylläpitää vain rajattua kiinteää kulumassaa (johto ja hallinto, toimitilat, sijoituslusta) liiketoimintansa operoimiseksi. Nämä eivät vaadi Springvestiltä olennaisia investointeja taseeseen, ja liiketoiminnan operointi onkin itsessään erittäin tasekeveää.

Merkittäviä pääomia kuitenkin sitoutuu Springvestin arvonluonnissa epäsuorasti johtuen valitusta liiketoimintamallista. Yhtiö saa arviomme mukaan noin 40-60 % rahoituskierron palkkioistaan osakkeina, jotka kertyvät sen taseeseen. Springvestin arvonmuodostuksesta merkittävä osa on tätä kautta epälikvidissä muodossa (listaamattomien yhtiöiden osakkeet) taseessa odottamassa tulevaisuudessa tavoiteltua exit-tapahtumaa. Yhtiön ei toisaalta tarvitse itse sijoittaa kohdeyhtiöihin rahoituskierroksilla omia pääomia, joten malli ei aiheuta suoraa rasitetta yhtiön kassalle.

Springvestin kohdalla pääoman allokoinnissa onkin kyse siitä, miten yhtiö kykenee haalimaan laadukkaita yhtiöitä portfolioonsa. Tämä ei ole pääoman allokoointia perinteisessä mielessä (liiketoiminnan tuottaman kassavirran allokointi). Toisaalta yhtiön arvosta suuren osan muodostaa nimenomaan edellä mainittu kyky löytää hyviä portfolioyhtiöitä, joista Springvest saa tuoton mahdollisista irtaantumistapahtumista.

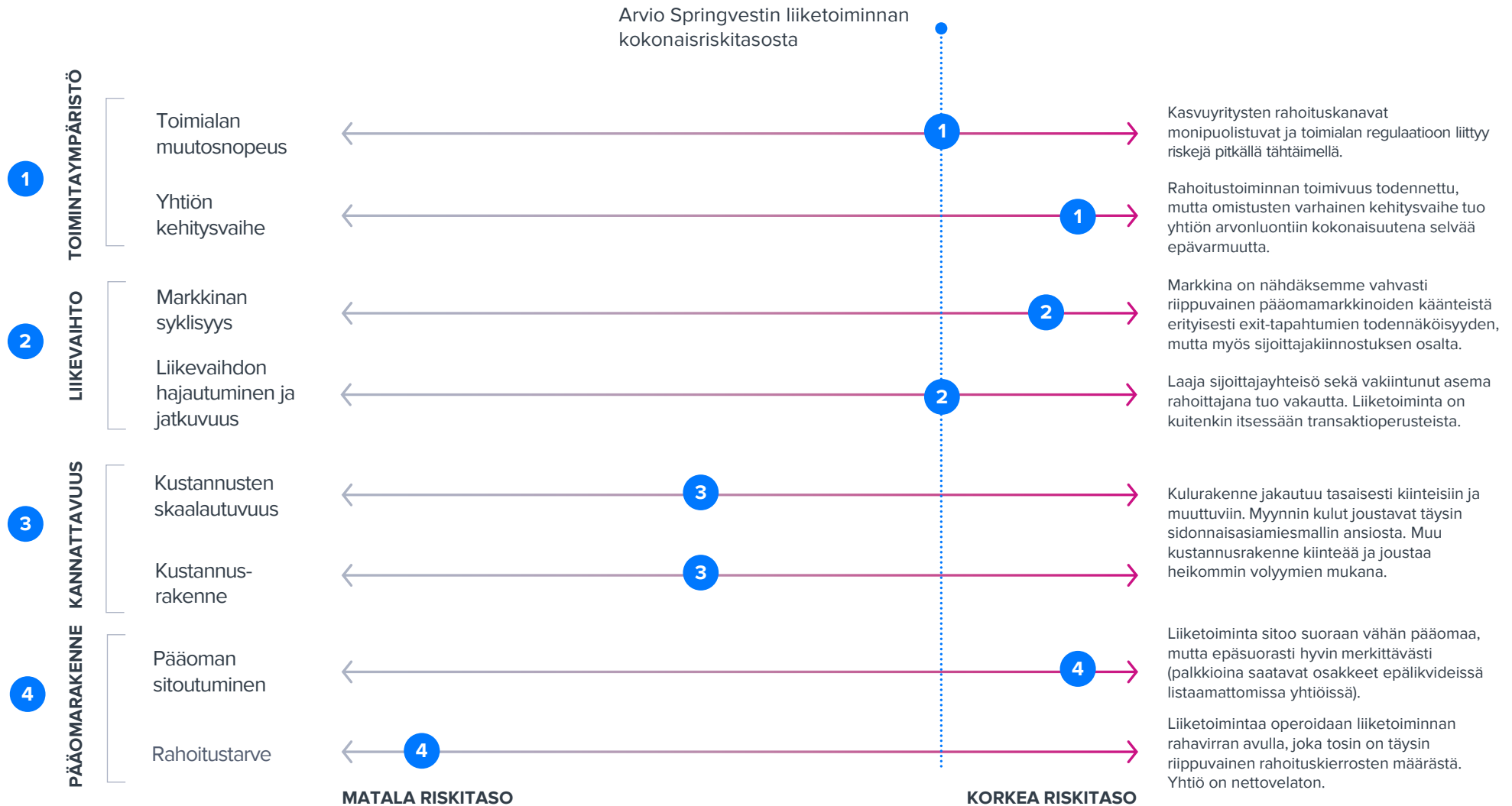
Palkkioiden arvioitu jakauma raha vs. optiot, 2019-2021, MEUR



Lähde: Inderes arvio, Springvest

Optiopalkkioiden suuruus on arvioitu Springvestin vuosittain raportoitujen käyvän arvon muutoksien perusteella. Historialluvut näyttävät todennäköisesti hieman liian suurta painoa rahapalkkioille.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Vakiintunut ja hyvä asema suomalaisten kasvuyritysten rahoittajana

2.

Rahoituskierrosten palkkiotuloihin nojaava kannattava perusliiketoiminta

3.

Joustavaan ja varsin kevyeen kustannusrakenteeseen nojaava liiketoimintamalli

4.

Korkea arvonluontipotentiaali skaalautuvien liiketoimintamallien portfolioyhtiöissä

5.

Korkeat riskit ja arvonluonnin epävarmuus portfolioyhtiöissä

Potentiaali



- Vakiintunut asema ja sijoittajakunta listaamattomien yritysten rahoituskentässä Suomessa
- Tilaa kasvulle nykyisellä toimintamallilla nostamalla keskimääräistä rahoituskierroksen kokoa
- Portfolioyhtiöiden poiminnassa onnistuessaan yhtiöllä on mahdollisuudet luoda merkittävää arvoa omistusten arvonnousulla

Riskit



- Arvonluonti nojaa onnistuneisiin yhtiövalintoihin ja exit-tapahtumiin, avainhenkilöiden vaihdokset voisivat heikentää yhtiövalintojen laatua
- Portfolioyhtiöiden myyntien ajoitukset ja arvostustasot ovat alttiita pääomamarkkinan sykleille
- Rahoituskierrosten onnistuminen nojaa yksityissijoittajien riskinnälkään, joka on altis pääomamarkkinan sykleille
- Riskipitoinen ja vaikeasti ennustettava kokonaisarvonluonti johtuen varhaisemman vaiheen kasvuyritysten luonteesta

Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Springvestin markkinaa on aikaisemman vaiheen kasvuyritysten sijoitusmuotoinen rahoitus

Springvest kerää rahoitusta kasvuyrityksille. Tämä kasvuyritysten rahoitusmarkkina jakautuu nähdäksemme useiden eri rahoitusmuotojen välille (ks. sivu 16), joten markkinaa voi lähestyä useasta näkökulmasta. Springvestiä on myös vaikeaa asettaa tiettyyn markkinan lokeroon. Näemme VC-sijoitukset ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kuitenkin hyvinä lähtökohtina yhtiön markkinan ymmärtämiselle. Näillä markkinoilla kohdeyhtiöt ja rahoituksen keräämisen toimintamalleissa on selvää samankaltaisuutta kuin Springvestillä.

Aikaisemman vaiheen kasvuyritysten VC-sijoitukset ovat kasvaneet Suomessa vahvasti viimeisen kymmenen vuoden aikana. Tämä markkina on laajasti katsoen Springvestin potentiaalista markkinaa. Nähdäksemme kasvua on ajanut nopea teknologian kehitys sekä tätä hyödyntävän kasvuyrittäjyyden ja sitä tukevan ekosysteemin (mm. rahoittajat ja neuvonantajat) vahvistuminen Suomessa. Samalla arvioimme viime vuosien löysän rahapolitiikan tuoneen sektorille väliaikaisen piristysruiskeen.

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitusmarkkina on Springvestin lähin vertailukelpoinen markkina

Springvestin toimintamallissa on paljon samankaltaisuutta kuin sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa. Yhtiötä on myös aiemmin kategorisoitu joukkorahoittajien joukkoon. Marraskuussa 2021 joukkorahoitus kuitenkin siirtyi oman toimilupansa alle. Johtuen Springvestin liiketoiminnan eroista joukkorahoittajiin nähden (mm. suuremmat yksittäiset sijoitukset, suuremmat rahoituskierrokset, Springvestin suora riski

rahoitettavien kohteiden menestyksestä, sijoittajien neuvonta ja sidonnaisasiamiehien käyttö) on Springvest nykyään sääntelymielessä sijoituspalveluyhtiö. Rahoitusta keräävän yrityksen näkökulmasta Springvest näyttyy toisaalta edelleen tiettyssä mielessä suurempiin anteihin kykenevältä joukkorahoittajalta, mikä tekee markkinasta mielestämme loogisen vertailukohtan.

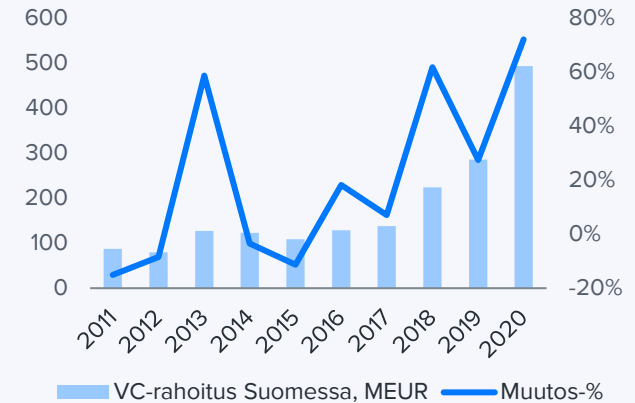
Sijoitusmuotoinen joukkorahoitusmarkkina on toimialana ja VC-sijoitusten segmenttinä Suomessa suhteellisen nuori. Esimerkiksi Springvest ja sen kotimaan merkittävän kilpailija Invesdor perustettiin vuonna 2012.

Joukkorahoitusala on kasvanut voimakkaasti lähihistoriassaan, joskaan ei tasaisesti.

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus* kasvoi vuonna 2020 Suomessa jopa 27 %, mitä nähdäksemme tuki koronapandemian aikainen löysä rahapolitiikka. Vuosina 2017-2019 markkina taas pieneni tai kasvoi hyvin lievästi.

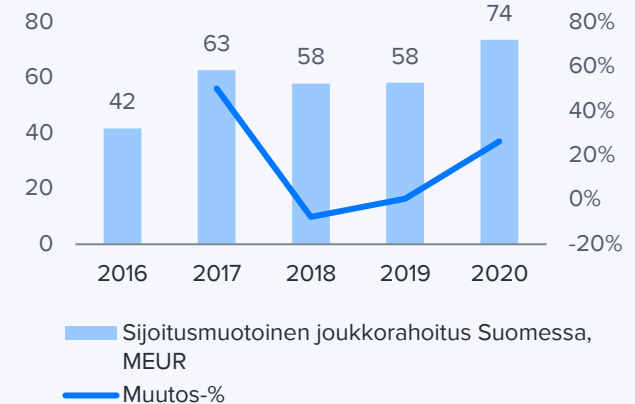
Joukkorahoitusmarkkinaa ajaa yleisen VC-sijoitusten markkinan mukaisesti varhaisen vaiheen kasvuyritysten tarve rahoitukselle. Tämän tarpeen odotamme säilyvän kasvuyrittäjyyden trendien tuella myös jatkossa. Toisaalta markkinaa ajaa myös yksityishenkilöiden valmius rahoittaa näitä kohteita. Tämän puolen markkinaa näemme alttiimmaksi talouden sykleille. Springvestin rahoituskierrokset (kuvaaja seuraavalla sivulla) täytettiin vuosina 2020-2021 ennätysajassa. Viime vuosien voimakas kasvu ja korkealla tasolla oleva sijoittajakiinnostus tuskin jatkuu aivan samalla voimakkuudella tulevaisuudessa. Pidämmekin markkinan lyhyen tähtäimen syklistä heikentymistä mahdollisena.

VC-sijoitukset ovat kasvaneet Suomessa vahvasti



Lähde: OECD. USD>EUR muunnos kunkin vuoden päätöskurssilla.

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus* on myös kasvanut Suomessa



*Springvest on käsittääksemme mukana sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen tilastoissa, vaikka yhtiö ei nykyinsäädännön puitteissa ole varsinainen joukkorahoittaja.
Lähde: Suomen pankki (Joukkorahoitus ja vertaislainaus -tilasto)

Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

Alan sääntely ja ammattimaistuminen on parantanut joukkorahoituksen mainetta

Joukkorahoitus alana on etenkin aiempina vuosina kärsinyt heikosta maineesta ja saanut negatiivista huomiota mediassa. Vaikka Springvest on sijoituspalveluyhtiö, vertautuu se monin tavoin edelleen joukkorahoittajiin. Sijoittajien näkökulmasta joukkorahoitukseen liittyy ilmeisiä riskejä, koska kasvurahoitusta hakevat yritykset ovat yleisesti hyvin varhaisessa vaiheessa elinkaartaan, ja täten konkurssiriski on ilmeinen. Joukkorahoitusta hakeneista yhtiöistä suuri osa onkin hakeutunut konkurssiin riskien realisoituessa. Joukkorahoittajan tulot ovat tyypillisesti nojanneet kerätyn rahan määrään ja riskit jääneet sijoittajien kannettavaksi, jolloin rahoitukseen valikoituvien yritysten laatu on myös herättänyt kysymyksiä.

Joukkorahoitukseen liittyvä sääntely on viime vuosina kehittynyt ja uusin lainsäädäntö tuli Suomessa voimaan marraskuussa 2021. Tässä yhteydessä joukkorahoittajiksi rekisteröityneille yhtiöille tuli esimerkiksi rajoitus maksimissaan 5 MEUR:n rahoituskierroksen koosta.

Sijoituspalveluyhtiönä Springvest voi järjestää joukkorahoittajia suurempia osakeanteja. Toisaalta tämä vaatii, että sijoituskohteesta laaditaan sijoittajille perustietoaasiakirja. Lisäksi yli 8 MEUR:n rahoituskierroksissa tulee laatia ja hyväksyttää esite Finanssivalvonnalla (Fiva), joskin Springvest lähettää Fivalle jo nykyisellään antiensa perustietoaasiakirjat. Nykyisellään sääntely mahdollistaa Springvestille varsin monipuoliset työkalut rahoituskierrosten järjestämiseen. Sääntelyn kehitys on kuitenkin keskeinen alaan liittyvä epävarmuus.

Sääntelyn kehityksen lisäksi alan salonkikelpoisuutta

on nähdäksemme parantanut pitkäjänteisemmin toimivien rahoittajien suosion ja markkinaosuuden kasvu. Esimerkiksi Springvest ja Invesdor ovat myös kumppanoituneet ammattimaisten sijoittajien kanssa (erit. VC-rahastot). Luottamusta ylläpitävä toiminta on nähdäksemme muodostunut alalle jäljelle jääneille toimijoille elinehdoksi. Sijoittajien tai yritysten luottamuksen menettäminen on mielestämme keskeinen riski alan toimijoille kuten Springvestille.

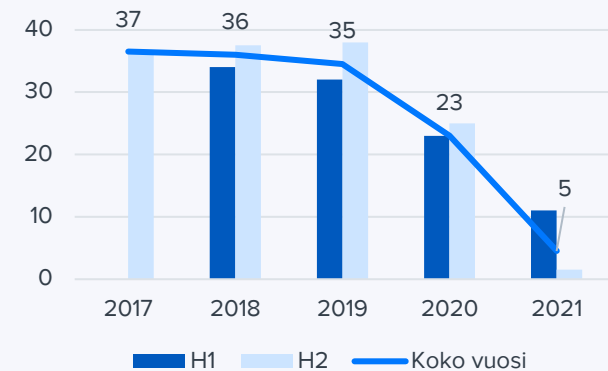
Kokonaisuutena joukkorahoittajat, ja siihen verrannolliset toimijat kuten Springvest, ovat vuosien varrella arviomme mukaan ottaneet askelia ammattimaisempaan suuntaan. Tämä lisännee näiden toimijoiden houkuttelevuutta sijoittajien ja rahoitusta keräävien yritysten keskuudessa.

Suomessa kilpailukenttä on viime vuosina konsolidoitunut kovaa vauhtia

Cambridgen vaihtoehdoisen rahoituksen keskus arvioi vuonna 2017 Suomessa toimineen 17 joukkorahoituslupaa, joista 9 paikallisia. Tänä päivänä Suomessa toimii arviomme mukaan yrityksen näkökulmasta käytännössä vain kaksi merkittävää paikallista joukkorahoittajan kaltaista peluria: Springvest ja Invesdor.

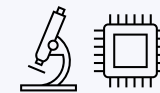
Markkinan konsolidaation takana ovat arviomme mukaan olleet selvät ajurit. Sektorilla rahoittajat toimivat alustamallilla, jossa paikallinen mittakaava tuo kilpailuetuja ja verkostovaikutuksia. Kun suurempi määrä sijoittajia tekee palvelun kautta sijoituksia, parantaa se kierrosten läpimenon todennäköisyyttä ja houkuttelee enemmän yrityksiä hakemaan palvelun kautta rahoitusta. Vastaavasti suuri määrä laadukkaita yhtiöitä houkuttelee lisää sijoittajia palveluun.

Sijoittajakiinnostuksessa kuumentumisen merkkejä Springvestin rahoituskierrosten mediaanikesto, päiviä



Lähde: Springvest, Inderes

Trendit markkinan kehityksen taustalla



Nopea teknologian kehitys useilla eri sektoreilla



Startup-ekosysteemin vahvistuminen Suomessa



Joukkorahoituksen sääntely ja ammattimaistuminen

Lähde: Inderes arvio

Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

Markkinaosuus onkin nähdäksemme tätä kautta vuosien varrella keskittynyt niille toimijoille, joiden rahoituskierrosten kohteet ovat olleet riittävän laadukkaita ja kiinnostavia, ja joista sijoittajat ovat saaneet kokonaisuutena riittäviä tuottoja.

Vastaavasti heikompilaatuisia kohteita ja tuottoja tarjonneet palvelut menettävät sijoittajien luottamusta. Tätä luottamusta on nähdäksemme vaikea voittaa takaisin, jolloin alustan likviditeetin kuihtuessa sen houkuttelevuus yritysten suuntaan heikkenee.

Suomessa pankit ovat käytännössä poistuneet Springvestin markkinoilta. Arvioimme rahoitusmuotoon liittyvien maineriskien olleen pankeille liian suurina suhteessa toiminnasta saavutettavaan hyötyyn. Esimerkiksi OP ja Nordea järjestivät aiemmin itse joukkorahoituksia, mutta ovat molemmat lopettaneet toiminnan. Nordea tekee kuitenkin edelleen joukkorahoituksia yhteistyössä Invesdorin kanssa.

Näkemyksemme mukaan markkinaa hallitsee Suomessa tänä päivänä käytännössä Springvest ja Invesdor. Springvestin strategia rajaa sen palvelut tietyn yritysjoukon tarjolle ja yhtiö järjestää pelkästään osakemuotoista rahoitusta. Invesdor tekee julkisten tietojen valossa näiden yritysten lisäksi muiden yritysten rahoituskierroksia ja järjestää lisäksi lainamuotoista joukkorahoitusta.

Springvestin kohdesegmentissä (skaalautuvat yritykset, osakemuotoinen) sen kilpailuedut ovat nähdäksemme Invesdoria vahvempia. Vuosina 2018-2021 Springvestin keskimääräinen kierroskoko on ollut 3,4 MEUR ja täyttöaste 85 % maksimista. Invesdorin vastaavat luvut (80

kierroksen otanta) ovat 0,7 MEUR ja 56 %. Toisaalta joukkorahoittajana Invesdor ei kykene järjestämään yhtä suuria rahoituskierroksia kuin sijoituspalveluyhtiö Springvest. Springvest profiloituu mielestämme vahvemmin suurempien ja varmempien rahoituskierrosten järjestäjänä.

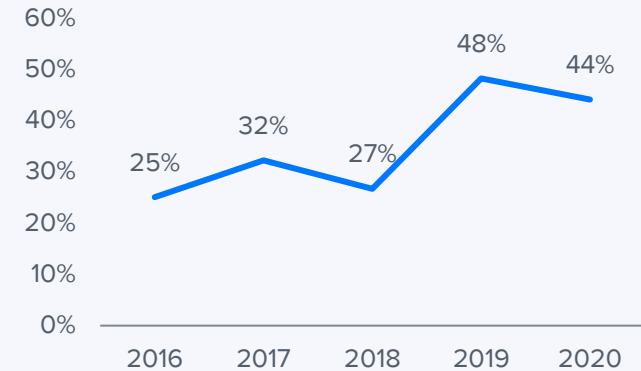
Pääomamarkkinan yleinen tilanne vaikuttaa exit-tapahtumien todennäköisyyteen

Onnistuneen rahoituksen keräämisen lisäksi Springvestin toiminnan arvonluontiin liittyy keskeisesti portfolioyhtiöiden myynnit (exit-tapahtumat). Nähdäksemme nämä tapahtumat ajoittuvat tyypillisesti pääomamarkkinoiden vahvoin vuosiin, jolloin ostajia on enemmän tarjolla ja arvostustasot myyjän kannalta houkuttelevat.

Springvestillä tämä näkyi useana onnistuneena exit-tapahtumana vuonna 2021, jolloin etenkin listayhtiöiden arvostuskertoimet olivat poikkeuksellisen korkealla ja likviditeettiä oli löysästä rahapolitiikasta johtuen runsaasti tarjolla. Vastaavasti heikompina vuosina yhtiöltä on nähdäksemme odotettavista selvästi vähemmän positiivisia exit-tapahtumia. Heikompina vuosina exit-tapahtumat ovat nähdäksemme myös mahdollisia (esim. yksityisen ostajan tapauksessa), mutta epätodennäköisempiä.

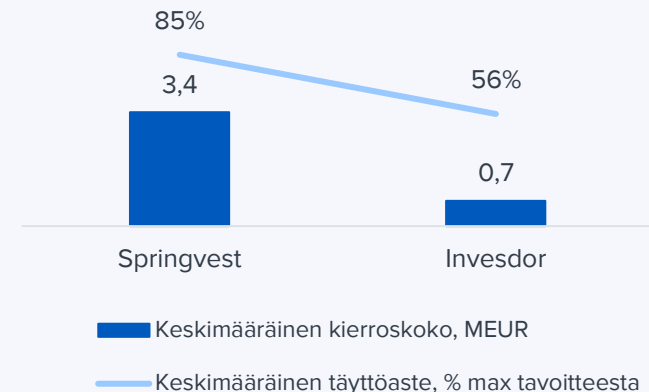
Kokonaisuutena Springvestin omistusten arvон purkautuminen on nähdäksemme todennäköisempää vahvassa pääomamarkkinassa. Vastaavasti positiiviset kurssiajurit ovat nähdäksemme selvästi heikommalla tavalla heikossa pääomamarkkinan tilanteessa (vähemmän exit-tapahtumissa purkautuvaa arvoa).

Springvestin markkinaosuus Suomessa, % sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella* kerätystä pääomasta



Lähde: Springvest, Suomen Pankki, Inderes
*Springvest on käsittäksemme mukana sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen tilastoissa, vaikka yhtiö ei nykyinsäädännön puitteissa ole varsinaisen joukkorahoittaja.

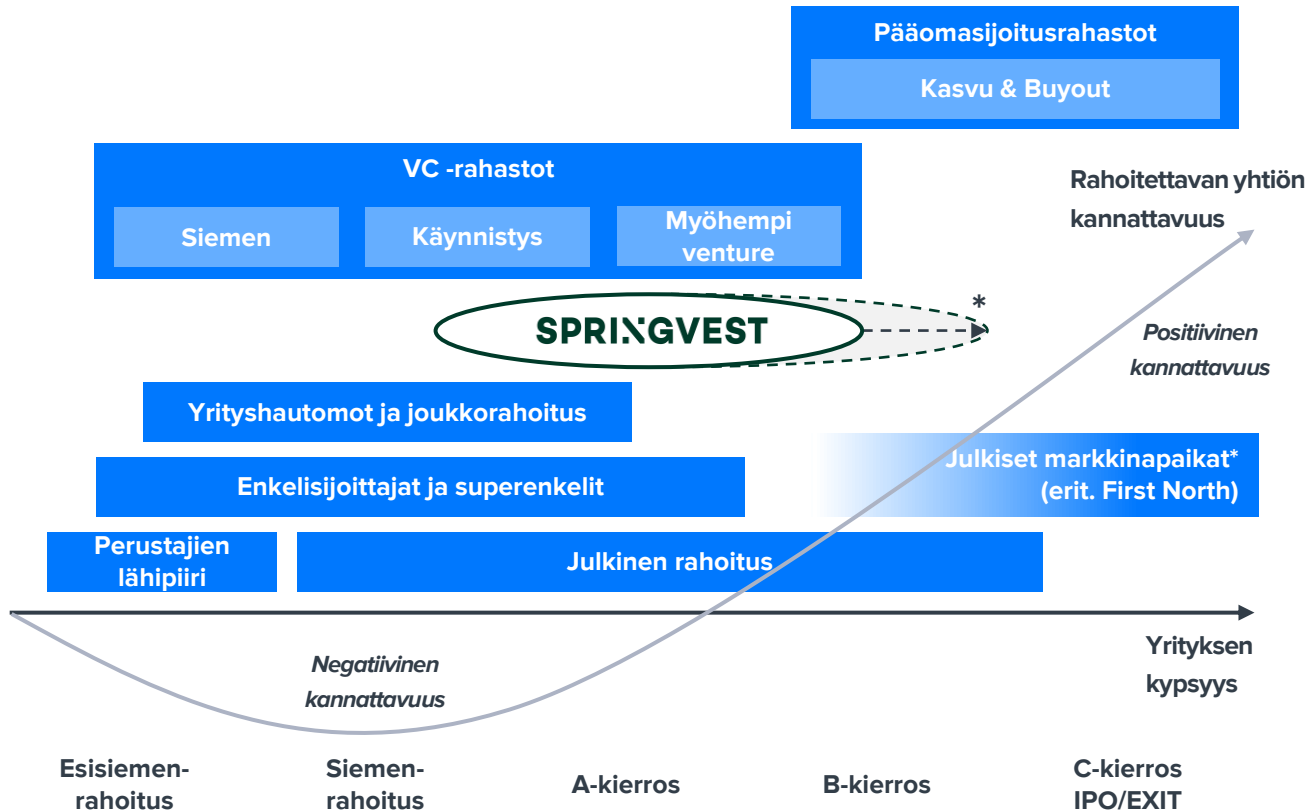
Springvestin rahoituskierrokset ovat olleet suurempia ja varmempia kuin Invesdorilla, 01/2018-12/2021



Lähde: Springvest, Invesdor verkkosivut (n=80 kierrosta 01/2018-12/2021, kerätty Q1/2022)

Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

Springvest kilpailee hyvistä sijoituskohteista muiden rahoitusmuotojen kanssa



Springvestin aseitoituminen kilpailukentässä

- Keskittyminen rahoittamaan käynnistys- ja myöhemmän venture -vaiheen yhtiöitä, jotka ovat ohittaneet riskisimmän siemen-vaiheen ja joilla on polku kohti kannattavuutta
- Laaja noin 6 000 sijoittajan yhteisö ja hyvin toimiva sijoitusala, jotka mahdollistavat tehokkaan rahoituskierroksen toteuttamisen
- VC- ja osin myös enkelsijoittajat kilpailevat parhaimmista kasvuyhtiöistä, mutta Springvest myös kumppanoituu järjestämällä rahoituskierroksilla näiden sijoittajien kanssa
- Springvestin rahoituksen etuna yritykselle on mm. omistajapohjan laajentaminen, kontrollin säilyttäminen, suhteellisen nopea rahoituksen kerääminen, korkea onnistumisen todennäköisyys (100 % kierroksista kerännyt vähintään minimitavoitteen) sekä hyvä maine kasvuyritysten keskuudessa
- Springvestin kilpailuhaittina yrityksen näkökulmasta on rahoituskierrosten hinta (erityisesti optiot), keskittyminen pelkkään rahoitukseen (esim. ei tarjoa osaamista tai muuta tukea yhtiöilleen) sekä joukkorahoitukseen historiallisesti liittyvät epäluulot

Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Springvestin kilpailu muodostuu nykyisellään pääasiassa muista rahoitusmuodoista

Springvest toimii pelkästään Suomessa. Johtuen yhtiön kohdesegmentistä (skaalautuvat yritykset) arvioimme nykyisellään sen suurimpia kilpailijoita olevan Suomesta rahoitettavia yrityksiä etsivät Venture Capital (VC) -rahastot. VC-rahastot ovat usein Springvestin kumppaneina sijoittamassa yhtiöihin, joten ne voidaan nähdä sekä kilpailijoina että kumppaneina.

Toisaalta kilpailua alkaa muodostua aiempaa vahvemmin myös First Northista. Yhä useampi varhaisemman vaiheen kasvuyritys on listautunut kasvurahoituksen ja sen tarjoamien strategisten työkalujen takia, joten First Northista on tullut varteenotettavampi vaihtoehto Springvestin aiemman kohderyhmän yhtiöille. Toisaalta Springvest on kasvattamassa rahoituskierröstensä kokoa kohti 8 MEUR:a (2021: 4,1 MEUR), mikä on linjassa tyypillisen pienemmän First North IPO:n kokoluokkaan (5-8 MEUR). Springvestin viime aikoina rahoittamista yhtiöistä esimerkiksi Tamturbo (perui listautumisen) ja Bioretec (listautui myöhemmin) olisivat voineet päätyä keräämään rahoituksensa Springvestin sijaan First Northista.

Listautuminen on nähdäksemme relevantti kilpailija myös rahoituksen keräämisen kustannuksen puolesta. Tyypillisen pienen (5-8 MEUR anti ja/tai myynti) First North -listautumisen kustannukset ovat selvityksemme mukaan noin 0,5-1,0 MEUR, tai noin 10-20 % kerätystä rahoituksesta. Springvestin hintataso (arvioimme mukaan noin 15-25 %) on selvästi korkeampi, joten First North voi

nähdäksemme kilpailijana tuoda Springvestille hintapainetta tulevana vuosina.

Näemme kansainvälisten joukkorahoittajien kilpailu-uhan rajallisena

Joukkorahoituksen (tai sen kaltaisten palveluiden) osalta kilpailu on yleisesti hyvin paikallista, eikä nähdäksemme selvää globaalia alustaa sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen ole vielä muodostunut. Arvioimme taustalla olevan pääasiassa maakohtainen ja muuttuva sääntely, jonka hallitseminen vaatii paikallisen tiimin. Lisäksi paikallisen sijoittajakunnan kerääminen olisi nähdäksemme haastavaa ilman vakiintuneen toimijan apua. Esimerkiksi saksalainen Kapilendo tuli Suomeen yhdistymällä Invesdorin kanssa vuonna 2021 ja ruotsalainen FundedByMe toimi Suomessa vuoteen 2019 asti Privanet Around -joukkorahoitusalan kautta.

Itse joukkorahoitusalan maarajojen yli skaalautuva teknologia on nähdäksemme varsin kustannustehokasta rakentaa ja ylläpitää. Lisäksi arvioimme sijoittajien suhtautuvan epäilevästi maarajojen yli tehtäviin sijoituksiin, jolloin myös likviditeettihyödyt jäisivät rajallisiksi. Siten useassa maassa toimimisessa olisi arvioimme mukaan vaikea saavuttaa olennaisia synergiahyötyjä. Emme siten näe Springvestille merkittävää kilpailu-uhkaa kansainvälisistä joukkorahoitusaloista.

Esimerkkejä lukuisista joukkorahoitusaloista maailmalla

EquityNet

FundedByMe

aescuvest

COMPANISTO

gofundme

WiSEED

seedinvest

CROWDFUNDME

CONDA

KICKSTARTER

crowdcube

Strategia 1/2

Springvestin kasvustrategia nojaa rahoituskierrosten koon kasvattamiseen

Springvestin nykyinen toimintamalli pyrkii yhdistämään sen omat ja sijoittajien edut. Tähän Springvest tähtää liittämällä oman arvonluontinsa sen alustalla rahoitusta keräävien yhtiöiden menestykseen, sillä yhtiö on toimintansa alusta asti ottanut merkittävän (arviomme mukaan noin 40-60 %) osan kokonaispalkkioistaan omistuksena rahoitettavasta yhtiöstä. Tällöin yhtiön arvonluonti linkittyy sen järjestämiin rahoituskierroksiin osallistuneiden sijoittajien saamiin tuottoihin.

Yhtiön alustalla historiallisesti järjestetyt rahoituskierrokset ovat tähän asti kaikki täytetty vähintään minimitavoitteeseen ja keskimäärin noin 85 %:iin maksimitavoitteesta. Springvestin vahvuutena on nähdäksemme sekä rahoitettavien yhtiöiden että sijoittajien luottamus historiallisesti huonosta maineesta kärsineellä alalla. Yhtiön nykyinen strategia tukeekin mielestämme sen vahvuuksien ylläpitämistä.

Sijoittajien luottamukseen ja kasvuyhtiöiden laatuun panostavasta toimintamallista johtuen Springvest on tehnyt valinnan olla lisäämättä rahoitettavien yhtiöiden määrää, mikä voisi lisätä sen riskiä ajautua rahoittamaan heikompileatuista yhtiöitä. Yhtiön organisaation kapasiteetti ei myöskään nykyisellään nähdäksemme riittäisi suurempaan yhtiömäärään. Arvioimme yhtiön pystyvän järjestämään maksimissaan noin 12 rahoituskierrosta (1 per kk) vuoden aikana, mitä puoltaa myös data yhtiön aiempien vuosien kierrosten lukumääristä. Jokainen rahoituskierros vaatii Springvestiltä lähtökohtaisesti saman määrän valmistelutyötä. Tästä ja yllä kuvatussa määrärajoitteesta johtuen Springvest pyrkii kasvuun kasvattamalla järjestämiensä

kierrosten keskokokoa, missä yhtiö on viime vuosina onnistunutkin (ks. kuvaaja oikealla). Nykyisellään yhtiön suurimmat yksittäiset rahoituskierrokset ovat olleet 8 MEUR. Sijoituspalveluyhtiönä Springvestin rahoituskierrosten maksimikoolle ei ole asetettu rajoituksia, toisin kuin joukkorahoittajilla. Nykytasolta (2021: 4,1 MEUR/kierros) Springvestillä olisi nykysääntelyn puitteissa vielä selvästi tilaa kasvattaa rahoituskierrosten keskokoa.

Tavoitteena taseen kasvattaminen kannattavalla rahoitustoiminnan kasvulla

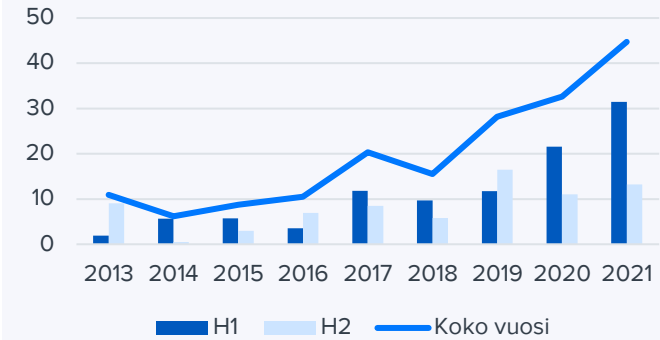
Springvestin syksyllä 2021 antamat pitkän aikavälin tavoitteet ovat seuraavat:

- 1) Keskimäärin yli 5 %:n vuotuinen sijoituspalvelutoiminnan tuottojen kasvu
- 2) Keskimäärin yli 20 %:n liikevoittomarginaali
- 3) Kerätä vuosittain noin 4 MEUR arvosta uusia portfolioyhtiöiden osakkeita taseeseen

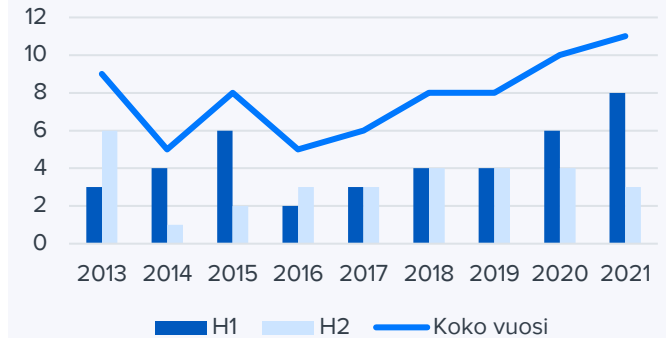
Springvestin tasekasvu ei ole arviomme mukaan vielä noussut tavoitteen tasolle, mutta kannattavuus on yltänyt oikaistuna tavoitteeseen vuosina 2020-2021. Tuottojen kasvu on sen sijaan ollut keskimäärin tavoitetason yläpuolella jo pidempään.

Tavoitteissa pysyminen vaatii nähdäksemme käytännössä suhteellisen vakaata tahtia rahoituskierrosten järjestämisessä ja kokoluokan kasvussa. Kerätyn rahoituksen määrän kasvu vastaavasti vaatisi nähdäksemme korkealla tasolla säilyvää sijoittajakiinnostusta, missä näemme selviä markkinan sykleihin liittyviä riskejä. Pidämmekin tavoitetason ylläpitämistä haastavana, vaikka yhtiöllä onkin mielestämme kilpailullisesti hyvät edellytykset pärjätä markkinassaan jatkossakin.

Kohdeyhtiöille kerätyn rahoituksen määrä, MEUR



Rahoituskierrosten lukumäärä, #



Rahoituskierroksen keskimääräinen koko, MEUR per rahoituskierros



Lähde: Springvest

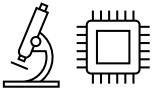
Strategia 2/2

Kohdemarkkina ja Springvestin asemoituminen

Kerätty sijoitusmuotoinen joukkorahoitus Suomessa, 2020 **73,7 MEUR**

Springvestin osuus kerätystä rahoituksesta, 2020 **44 %**

Trendit markkinan kehityksen taustalla



Nopea teknologian kehitys useilla eri sektoreilla



Startup-ekosysteemin vahvistuminen Suomessa



Joukkorahoituksen sääntely ja ammattimaistuminen

Vakiintunut kasvu-yritysten rahoituksen järjestäjä ja omistaja Suomessa

SPRINGVEST

Strategiset painopisteet

1. Keskittyminen korkealaatuisten ja skaalautuvien kasvuyhtiöiden rahoittamiseen
2. Rahoitettavien yritysten määrän rajoittaminen laadun ylläpitämiseksi
3. Kasvu rahoituskiertoja kasvattamalla



Investointikeveän strategian rahoitus palkkiotulojen kassavirralla

Keskipitkän aikavälin tavoitteet



+ 5 %

Keskimääräinen vuosittainen sijoituspalvelutuottojen kasvu

>20 %

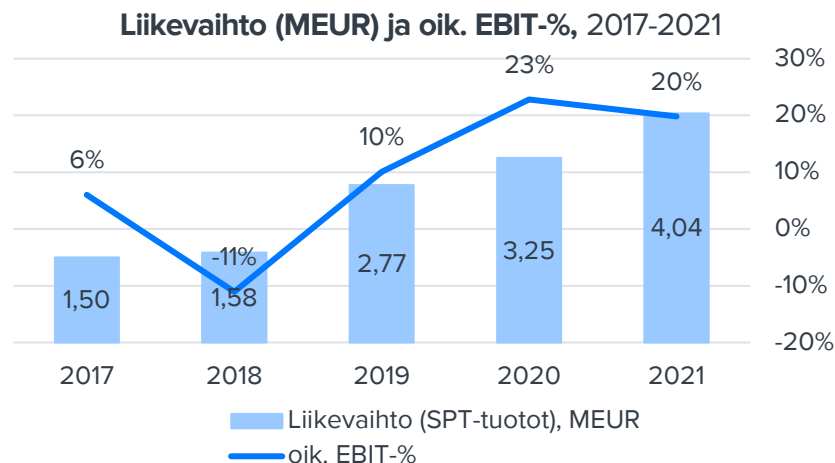
Keskimääräinen liikevoittomarginaali

~4 MEUR

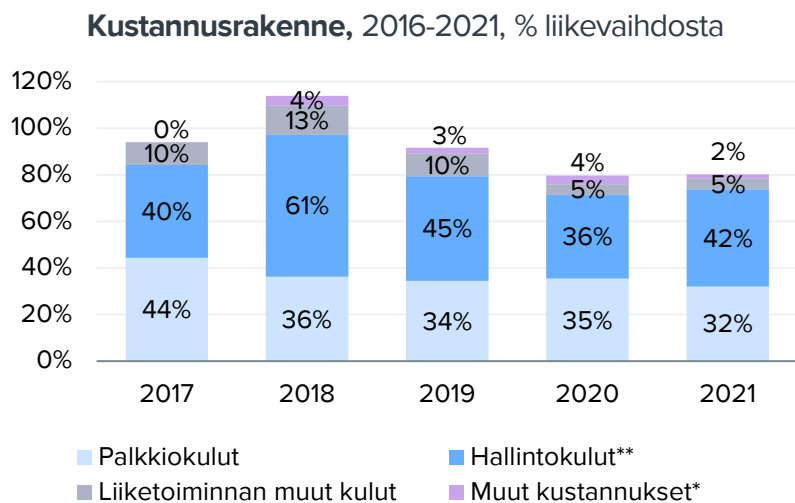
arvosta vuosittain uusia portfolioyhtiöiden osakkeita taseeseen

Taloudellinen tilanne 1/2

Viime vuosien liikevaihdon kasvu on nostanut Springvestin kannattavuuden hyvälle tasolle



- Springvestin liikevaihdon vuosittainen kasvu on ollut noin 27 %:n tasolla ja kannattavuus (EBIT-%) noin 10 % keskimäärin vuosina 2017-2021. Keskeisenä kasvun ajurina on ollut rahoituskierroksen keskimääräisen kokoluokan kasvu (2018 1,9 MEUR, 2021: 4,1 MEUR).
- Vuosien 2019-2021 vahvaa kehitystä on näkemyksemme mukaan tukenut erityisesti pääomamarkkinan vahva veto, mutta myös markkinan konsolidoituminen (mm. OP Joukkorahoitus lopetti 2019).
- Springvestin portfolioyhtiöiden kirjanpitokäsittelyssä sovelletaan IFRS 9 -standardia, joten omistusten arvomuutokset ja irtautumiset näkyvät tuloslaskelman sijaan taseessa edellisten tilikausien voittovarain -erän muutoksena. Yhtiön liikevaihto muodostuu siten puhtaasti sijoituspalvelutoiminnan tuotoista.



- Kustannusrakenne on skaalautuva, mutta vaatii riittävän kokoluokan kannattavuuden saavuttamiseksi
 - Springvestin kustannusrakenne koostuu pääasiassa kiinteistä hallintokuluista (2021: 42 % liikevaihdosta) ja liiketoiminnan muista kuluista (5 %), sekä liikevaihdon mukana muuttuvista palkkiokuluista (32 %).
 - Vuosina 2017-2018 liiketoiminnan pienempi kokoluokka piti kiinteät kulut korkeina suhteessa liikevaihtoon ja kannattavuuden vastaavasti heikkona
 - Vuosien 2019-2021 vahva kasvu toi esiin liiketoimintamallin skaalautuvuuden ja nosti kannattavuuden uudelle tasolle

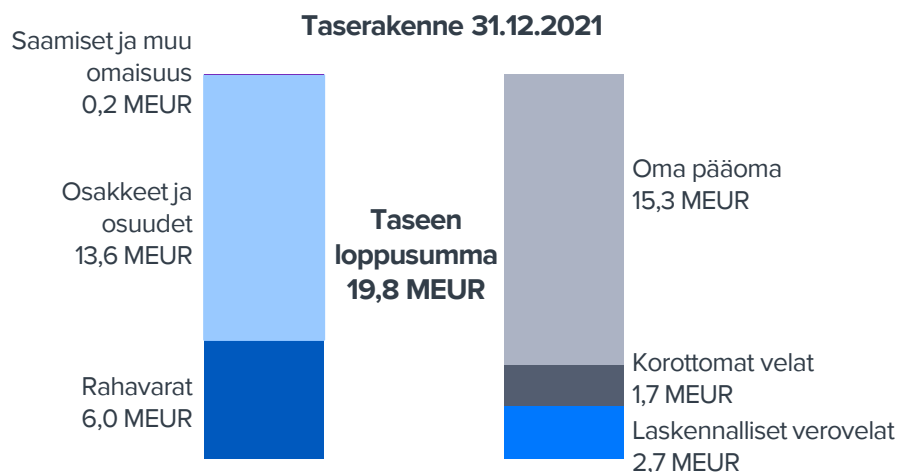
Lähde: Springvest, Inderes

*Poistot ja arvonalentumiset, korkokulut

**Hallintokuluista oikaistu vuodelta 2021 listautumisen kustannukset

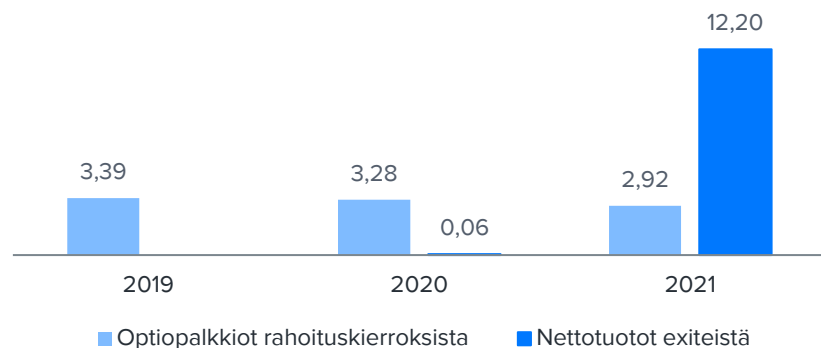
Taloudellinen tilanne 2/2

Nettovelaton tase painottuu omistuksiin listaamattomissa yhtiöissä – osa Springvestin tulovirroista valuu suoraan taseeseen



- Taseen merkittävin osuus on muodostunut oman pääoman ehtoista sijoituksista niihin yhtiöihin, joille Springvest on järjestänyt rahoituskierron (2021: 13,6 MEUR). Springvest saa osuuden palkkiona, eikä yhtiö itse sijoita pääomaa omistusosuutta vastaan.
- Edellisestä johtuen taseen vastattavaa -puolella suurin erä on käyvän arvon rahasto (2021: 10,8 MEUR), johon kirjataan portfolioyhtiöiden käyvän arvon muutokset, mikäli näille on tehty uusia rahoituskierroksia.
 - Portfolioyhtiöiden tasearvoa vastaava laskennallinen verovelka kirjataan taseen siirtovelkoihin (2021: 2,7 MEUR) ja yhtiö päivittää sitä tasearvon kehityksen mukaisesti vastaavasti.
- Portfolioyhtiöiden tasearvot määräytyy pääasiassa viimeisimmän Springvestin järjestämän rahoituskierron valuaation tai muun markkinahintaisen rahoituskierron arvostuksen perusteella.
 - Myöhemmät rahoituskierrokset, jossa Springvest itse ei ole osallisena, laimentaa Springvestin omistusosuutta portfolioyhtiössä.

Optiopalkkiot* ja exitit, 2019-2021



- Springvestin portfolion ensimmäiset olennaiset positiiviset exitit tapahtuivat vasta vuonna 2021 ja vuosi oli nähdäksemme portfoliolle poikkeuksellisen hyvä
 - Positiiviset exitit vuonna 2021: Ginolis, Sensapex, Mobidiag, Bioretec
 - Aikaisempina vuosina Springvest on myynyt osuutensa Ukkoverkot Oy:stä (2020) ja Cleantech Invest Oyj:stä (2017).
- Lisäksi jotkut kohdeyhtiöt ovat maksaneet osinkotuloa Springvestille, mutta näiden merkitys kokonaisuudessa on minimaalinen.
- Opiopalkkiot ovat rahoituskierroksista palkkioina saatuja omistuksia rahoitetuissa yhtiöissä. Nämä eivät näy yhtiön tuloslaskelmassa, mutta muodostavat keskeisen osan Springvestin tuloista. Springvest ei tällä hetkellä raportoi palkkioiden tarkkaa määrää.

Ennusteet 1/4

Ennustamme liiketoimintaa kerättävän rahoituksen kautta

Springvestin liiketoiminnan tulovirrat nojaavat rahoituskierrosten järjestämiseen. Yhtiön palkkiot ovat sidonnaisia kierrosten suuruuteen, joten kerätty rahoitus muodostaa keskeisen tulovirtojen ajurin ja ennusteidemme perustan. Kerättyä rahoitusta ennustamme arvioimalla toteutettavien kierrosten lukumäärää ja sekä keskimääräistä kokoa.

Lisäksi ennustamme kokonaispalkkioiden suuruutta suhteessa kerättävään pääomaan. Tämä on ollut viime vuosina arviomme mukaan noin 15-25 %. Palkkiot jaamme tuloslaskelman rahapalkkioihin sekä taseen kasvussa näkyviin optiopalkkioihin. Näistä kumpikin muodostaa arviomme mukaan noin 40-60 % kokonaispalkkioista. Arviomme optioiden osuuden tasaantuvan 55 %:n tasolle pitkällä aikavälillä. Sisällytämme optiotulot yhtiön tase-ennusteeseen ja käsittelemme niiden merkitystä Springvestin arvostukselle Arvostus-osiossa. Rahapalkkiot raportoidaan sijoituspalvelutoiminnan tuottoina (SPT), joihin viittaamme liikevaihtona.

Arviomme ennusteissamme myös sijoittajien likviditeetin tuomaa rajoitusta kerättävien pääomien määrälle. Springvestin kilpailuasema on nähdäksemme vahva, mutta sijoittajien halukkuus antaa pääomia riskipitoisille listaamattomilla kasvuyhtiöille voi heilahdella ja muodostaa siten keskeisen liiketoiminnan ajurin.

Kustannusten osalta ennustamme kiinteitä hallintokustannuksia (hallintokulut, liiketoiminnan muut kustannukset) suhteellisen vakaina. Vastaavasti muuttuvien palkkiokulujen suuruutta ennustamme suhteessa kerätyn rahoituksen

määrään.

Kannattavuuden osalta seuraamme pääasiassa liikevoittoa, joka nähdäksemme kuvaa parhaiten yhtiön operatiivista kannattavuutta.

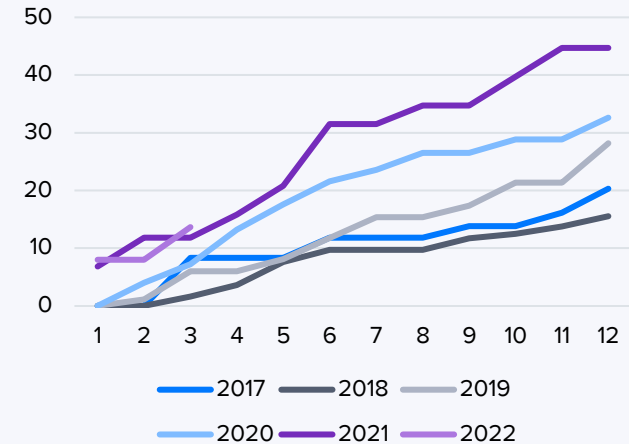
Springvestin liiketoiminnan kehitys on itsessään lyhyellä tähtäimellä hyvin läpinäkyvää, sillä yhtiön rahoituskierrokset ja niiden tulokset ovat julkisina sen digitaalisessa rahoituspalvelussa.

Odotamme vuodesta 2022 välivuotta kasvulle

Ennustamme Springvestin vuoden 2022 liikevaihdon asettuvan samalle tasolle vertailukauteen nähden. Kerätty rahoitus on kehittynyt alkuvuodesta vahvasti, mikä kertoo vuoden olevan toistaiseksi edellisvuotta vahvemmallalla trendillä. Pääomamarkkinoilla on kuitenkin merkittävää epävarmuutta Ukrainan sodan, talousympäristön riskien ja kasvuyhtiöiden arvostustasojen romahduksen myötä. Tämä nähdäksemme heikentää sijoittajien valmiutta rahoittaa listaamattomia yhtiöitä lyhyellä tähtäimellä ja arviomme kehityksen hidastuvan vuoden kuluessa edellisvuoteen nähden.

Vuonna 2022 ennustamme Springvestin liikevaihdon laskevan 1 %:n 4,0 MEUR:oon ja oikaistun liikevoittomarginaalin pysyvän neutraalina 20 %:ssa (2021: 20 %). Näkymissään Springvest odottaa sijoituspalvelutoimintansa tuottojen kasvavan edellisvuodesta ja liikevoiton vahvistuvan huolimatta markkinatilanteen epävarmuudesta. Odotuksemme vuoden markkinatilanteen vaikutuksesta Springvestin liiketoimintaan on siten yhtiötä negatiivisempi. Näkymä tähän päivittyä kuitenkin jatkuvasti Springvestin järjestäessä uusia rahoituskierroksia.

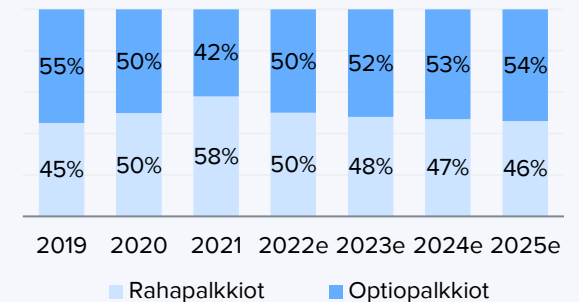
Kumulatiivinen vuoden aikana kerätty rahoitus, MEUR, per kuukausi*



Lähde: Inderes, Springvest

*Luvut sisältävät sisältää 30.3.22 mennessä päättyneet kierrokset. Ajoitus laskettu kierroksen päättymisen mukaan.

Palkkioiden jakauma raha vs. optiot, 2019-2025e, % kokonaispalkkioista



Lähde: Inderes

Optiopalkkioiden suuruus on arvioitu Springvestin vuosittain raportoitujen käyvän arvon muutoksien perusteella. Historialluvut näyttävät todennäköisesti hieman liian suurta painoa rahapalkkioille.

Ennusteet 2/4

Vuosina 2023-2025 odotamme paluuta kasvuun

Vuoden 2022 jälkeen odotamme Springvestin markkinalta asteittaista normalisoitumista, mikä mahdollistaisi yhtiölle paluun kasvun tielle. Arviomme mukaan rahoituskierron kokoluokan kasvaessa myös rahoitusta hakevien yhtiöiden kokoluokka kasvaisi. Tällöin Springvest kilpailee osittain myös pörssin ja pääomarahastojen kanssa parhaista kasvuyhtiöistä, mikä odotuksissamme heikentää yhtiön hinnoitteluvoimaa yritysten suuntaan.

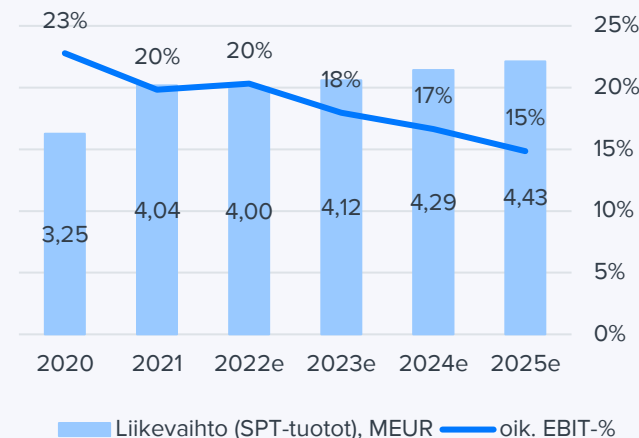
Ennustamme Springvestin kerätyn rahoituksen kasvavan noin 9 % vuodessa vuosina 2023-2025. Vuosien 2020-2021 osalta Springvestin kasvu on ollut merkittävästi voimakkaampaa kuin aiemmin, ja arviomme mukaan osaltaan koronaelvytyksen siivittämää. Siten jo vuosien 2020-2021 tason ylläpitäminen ja ennustamamme kasvu olisi nähdäksemme jo hyvä suoritus. Suomen sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen viime vuosien kasvun (noin 5 % vuodessa 2017-2020) odotamme hiipuvan johtuen pääomamarkkinan kasvaneesta epävarmuudesta. Vuosien 2020-2021 kasvupiikin jälkeen ennustamamme kerätyn rahoituksen kasvu vaatii Springvestiltä markkinaosuuden kasvua, mihin näemme hyvät edellytykset yhtiön kilpailukyky huomioiden.

Vastaavasti odotamme liikevaihdon kasvavan samana jaksona noin 3 % vuodessa. Lyhyellä tähtäimellä arvioimme Springvestin kykenevän palauttamaan kerättyyn rahoitukseen suhteutetut kokonaispalkkionsa vuoden 2021 kuopasta (16 % kerätystä rahoituksesta) noin 20 %:n tasolle.

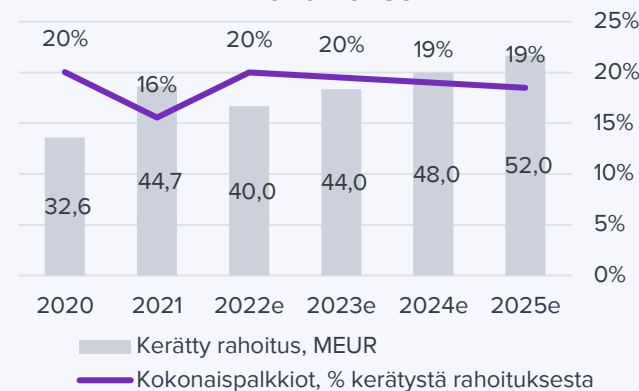
Odotamme kokonaispalkkioiden trendin olevan kuitenkin lievästi laskusuuntainen johtuen asteittain kasvavasta vaihtoehtoisten rahoitusmuotojen tuomasta hintapaineesta.

Kannattavuuden osalta Springvestin liiketoiminta on varsin ennustettavaa johtuen kulurakenteen selkeydestä. Ennustamme yhtiön liikevoittomarginaalin olevan laskutrendillä ja noin 15-18 % vuosina 2023-2025. Tämän taustalla on odotuksemme palkkioiden painotuksen siirtymisestä edellisistä vuosia vahvemmin optioihin, jolloin rahapalkkioihin nojaava kannattavuus vastaavasti hieman kärsisi.

Liikevaihdon ja oik. liikevoiton ennusteet, 2020-2025e



Kerätyn rahoituksen ja suhteellisten palkkiotuottojen ennuste, 2020-2025e



Lähde: Inderes, Springvest
Kokonaispalkkioiden sisältämä optiopalkkioiden suuruus on arvioitu Springvestin vuosittain raportoitujen käyvän arvon muutoksien perusteella.

Ennusteet 3/4

Pitkällä tähtäimellä kilpailupaine tuonee painetta hintatasoille

Vuosien 2026-2031 osalta odotamme Springvestin liikevaihdon kasvun olevan vuositasolla noin 0-2 %. Odotamme yhtiön pystyvän kasvattaa keräämänsä rahoitusta liikevaihdon kasvua vahvemmin, mutta hintatason (kokonaispalkkiot suhteessa kerättyyn rahoitukseen) olevan lievässä laskutrendissä vaihtoehtoisten rahoitusväylien (erityisesti First North -listautumiset ja VC-rahastot) kilpailupaineen myötä. Odotamme kilpailuasetelman kuitenkin pitkällä tähtäimellä tasaantuvan ja kasvun asettuvan terminaalissa 2 %:iin.

Springvestin keräämän vuosittaisen rahoituksen maksimi on sen nykyisellä organisaatiomallilla (max 1 kierros /kk) ja toistaiseksi suurimpien toteutettujen rahoituskierrosten (8 MEUR per kierros) noin 96 MEUR vuodessa. Arvioimme kasvua pitkällä tähtäimellä rajoittavan halukkaiden rahoittajien määrä, sillä yhtiön täytyy kerätä kasvurahoittajilta kierroksillaan merkittävä määrä rahoitusta joka vuonna. Mikäli Springvest kuitenkin esimerkiksi onnistuu pitkällä tähtäimellä viemään laadukkaita kasvuyrityksiä VC-rahastoilta ja tuomaan nämä rahastot sijoittajiksi rahoituskierroksilleen, on yhtiöllä edellytykset kasvaa selvästi ennusteitamme vahvemmin.

Kannattavuuden osalta arvioimme liikevoittomarginaalin laskevan hintapaineen mukana vuosina 2026-2031 asteittain 15 %:sta 13 %:iin. Springvestin liiketoimintamalli huomioiden näemme hyvän kannattavuuden tekemiselle kuitenkin hintapaineesta huolimatta hyvät edellytykset pitkällä tähtäimellä.

Pitkän aikavälin ennusteet, 2026e-2031e

- Liikevaihdon kasvu 0-2 % vuodessa
 - 2031e liikevaihdon terminaalikasvu 2 %
- Liikevoittomarginaali 13-15 %
 - 2031e terminaalikannattavuus 13 % (liikevoittomarginaali)

Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

Tuloslaskelma	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	1,8	1,5	3,3	1,8	2,2	4,0	2,2	1,8	4,0	4,1	4,3	4,4
Käyttökate	0,5	0,2	0,7	0,4	0,0	0,4	0,5	0,2	0,6	0,8	0,7	0,7
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,5	0,2	0,7	0,4	0,4	0,8	0,5	0,2	0,6	0,8	0,7	0,7
Liikevoitto	0,5	0,2	0,7	0,4	0,0	0,4	0,5	0,2	0,6	0,8	0,7	0,7
Tulos ennen veroja	0,5	0,2	0,7	0,4	0,0	0,4	0,5	0,2	0,6	0,8	0,7	0,7
Verot	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Nettotulos	0,5	0,0	0,6	0,3	0,0	0,3	0,4	0,1	0,6	0,6	0,6	0,5
EPS (oikaistu)	0,10	0,01	0,10	0,05	0,06	0,12	0,08	0,02	0,10	0,11	0,11	0,10
EPS (raportoitu)	0,10	0,01	0,10	0,05	0,00	0,05	0,08	0,02	0,10	0,11	0,11	0,10

Tunnusluvut	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%		-46,9 %	17,2 %	2,1 %	50,6 %	24,1 %	21,1 %	-18,9 %	-0,9 %	3,0 %	4,1 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-30,3 %	164,9 %	-34,1 %	125,7 %	8,0 %	31,2 %	-64,0 %	-21,1 %	19,9 %	-3,3 %	-7,6 %
Käyttökate-%	30,7 %	13,2 %	22,8 %	19,8 %	1,4 %	9,7 %	21,2 %	8,4 %	15,4 %	18,4 %	17,1 %	15,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	30,7 %	13,2 %	22,8 %	19,8 %	19,8 %	19,8 %	21,5 %	8,8 %	15,8 %	18,4 %	17,1 %	15,3 %
Nettotulos-%	30,7 %	2,1 %	17,7 %	15,9 %	0,3 %	7,3 %	20,0 %	6,9 %	14,1 %	14,6 %	13,6 %	12,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	16,6	13,6	17,6	22,1	26,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	16,5	13,6	17,6	22,1	26,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	1,1	6,1	4,0	4,2	4,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Likvidit varat	0,9	6,0	4,0	4,1	4,3
Taseen loppusumma	17,7	19,8	21,6	26,3	31,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	14,0	14,9	16,8	21,4	26,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,1	2,8	0,7	0,8	1,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	13,1	10,8	14,8	19,3	24,1
Muu oma pääoma	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Laskennalliset verovelat	3,3	2,7	2,7	2,7	2,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	1,7	1,7	1,7	1,7
Lyhytaikaiset velat	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	17,7	19,8	21,6	26,3	31,2

Arvonmääritys ja suositus 1/5

Arvonmäärityksemme nojaa osien summaan, jossa virhemarginaalit ovat leveät

Springvestin arvonmuodostus on sikäli useista yhtiöistä poikkeava, että yhtiön tuloslaskelma kuvaa tästä vain pientä osaa. Springvestin käyvästä arvosta merkittävin osa muodostuu arvioissamme sekä sen nykyisistä, että tulevien rahoituskierrosten palkkioina otettavien optioiden myötä tulevista omistuksista kasvuyhtiöissä. Keskeisin Springvestin arvoa määrittävä ajuri onkin mielestämme luottamus yhtiön kykyyn valikoida sen rahoitettavaksi ja omistukseen laadukkaita kasvuyhtiöitä. Käytännössä tämä kyky konkretisoituu lopulta portfolion kertyvien yhtiöiden tuotto-odotuksessa.

Omistukset ovat kasvuyhtiöitä, joiden riskitaso ja tulevaisuuden kehityksen epävarmuus ovat korkeita. Tästä johtuen yhtiön arvonmääritys sisältää niinikään merkittäviä epävarmuuksia ja oletuksia, minkä myötä myös arvonmäärityksen virhemarginaalit ovat poikkeuksellisen leveät.

Käytämme Springvestin arvonmääritykseen osien summaa. Osiemme summa sisältää viisi keskeistä komponenttia: rahoituskierrosten rahapalkkiot, rahoituskierrosten optiot, portfolioyhtiöiden arvon, verovelat (portfolion käyvän arvon muutoksista) ja nettokassan. Nykyisiin ja tuleviin omistuksiin sidonnaiset erät muodostavat osiemme summasta selvän enemmistön, noin 77 %.

Rahapalkkiot muodostavat arvostukseen pienen ja suhteellisen ennustettavan komponentin

Määritämme Springvestin palkkiotuottojen arvoa kassavirtamallilla, jonka keskeisiä ennusteoletuksia olemme tarkastelleet Ennusteet-osiossa. Ennusteet pohjautuvat kerättävän rahoituksen määrään. Kassavirtamalli (DCF) on nähdäksemme

käytännöllisin arvostusmenetelmä liiketoiminnalle, jolle ei käytännössä löydy soveltuvia verrokkeja.

Rahoituskierrosten järjestämisessä on lyhyen tähtäimen vaihtelua ja yksittäisen vuoden tulovirrat nojaavat vain kouralliseen järjestettäviä rahoituskierroksia. Keskipitkällä tähtäimellä arvioimme Springvestin brändin ja alustalle saavutetun aseman tuovan kuitenkin vakautta rahoitusta hakevien yhtiöiden houkuttelemiseen ja rahoituskierrosten järjestämiseen.

Käytämme DCF-mallimme terminaalikasvuna pitkän tähtäimen inflaatio-odotusten mukaisesti 2 %:ia ja kannattavuutena 13 % liikevoittomarginaalia. Johtuen transaktiopohjaisen liiketoiminnan epävarmuudesta, toimialan regulaatioon liittyvistä riskeistä sekä yhtiön pienehköstä kokoluokasta ja likviditeetistä käytämme oman pääoman kustannuksena 15,0 %:ia (CoE-%). Yhtiön velattomuudesta johtuen tämä on myös pääoman keskimääräisenä kustannus (WACC-%). Näin terminaalikassavirtojen painoarvo muodostaa nähdäksemme vähäisen 26 %:n osuuden yhtiön palkkiotuottojen arvosta, eikä niiden arvo nojaa liiaksi epävarmoin pitkä tähtäimen tulovirtoihin. Arvioimme rahapalkkioiden nykyarvoksi 3,9 MEUR.

Rahoituskierrosten optioiden pohjautuu kerätyn rahoituksen ennusteisiimme

Määritämme tulevista rahoituskierroksista saatavien optioiden tasearvoa pitkän aikavälin ennusteiden kautta. Oletamme rahapalkkioiden muodostavan keskimäärin 45 % ja optioiden keskimäärin 55 % rahoituskierrosten palkkioista pitkällä aikavälillä. Ennustamme optiopalkkioiden olevan pitkällä tähtäimellä noin 9-10 % kerättävän rahoituksen määrästä.

Osien summa -laskelmamme keskeiset komponentit

- Rahoituskierrosten rahapalkkiot
- Rahoituskierrosten optiot
- Portfolioyhtiöiden arvo
- Verovelat
- Nettokassa

Arvonmääritys ja suositus 2/5

Diskonttaamme optioiden nimellisarvot nykypäivään samalla tuottovaatimuksella kuin rahapalkkiot, sillä optiopalkkioiden taustalla on täysin samat liiketoiminnalliset ajurit ja epävarmuudet kuin rahapalkkioissa. Diskontattu optioiden nimellisarvo on arvonmäärityksessämme noin 38 MEUR. Määritämme nimellisarvojen käyvän nykyarvon nojaten näiden sijoitusten tuotto-odotukseen, mitä arvioimme seuraavaksi.

Haarukoimme optioiden saatujen omistusten tuotto-odotusta sektorin tuottojen kautta

Springvestin tulevat omistukset selviävät vasta rahoituskierrosten toteutuessa, joten niitä ei voi nykyhetkessä arvioida yhtiökohtaisesti erikseen. Tästä syystä haarukoimme näille omistuksille perusteltua tuotto-odotusta vastaavien vaiheen sijoituksia tehneiden sijoittajien tuottojen kautta ja peilaamme tätä myös Springvestin toteutuneiden exit-tapahtumien tuottoihin.

Lokakuussa lopussa 2021 Springvestin 16 portfolioyhtiötä on päätyttyä exit-tapahtumaan. Kohdeyhtiösijoittajien keskimääräinen tuottokerroin sijoitukselleen Exit-tapahtumassa on ollut noin 2,3x, vuosituotto (IRR) noin 24,2 % ja keskimääräinen sijoitusaika rahoituskierroksesta exit-tapahtumaan noin 2,7 vuotta. Edellä mainituista exit-tapahtumista 7 on ollut positiivisia (5 yrityskauppaa, 2 listautumista) ja 9 negatiivista (3 toiminnan lopetusta, 6 konkurssia).

Toteutunut tuotto (IRR) on ollut erittäin hyvä, mutta mielestämme raportoitu luku ei tarjoa Springvestin kaikkien sijoitusten tuotolle hyvää vertailukohtaa. Kyseisessä luvussa ei huomioida muita omistuksia, joten siitä jää pois esimerkiksi hitaasti kehittyvät tai taantuvalla trendillä sinnittelevät omistukset. Lisäksi

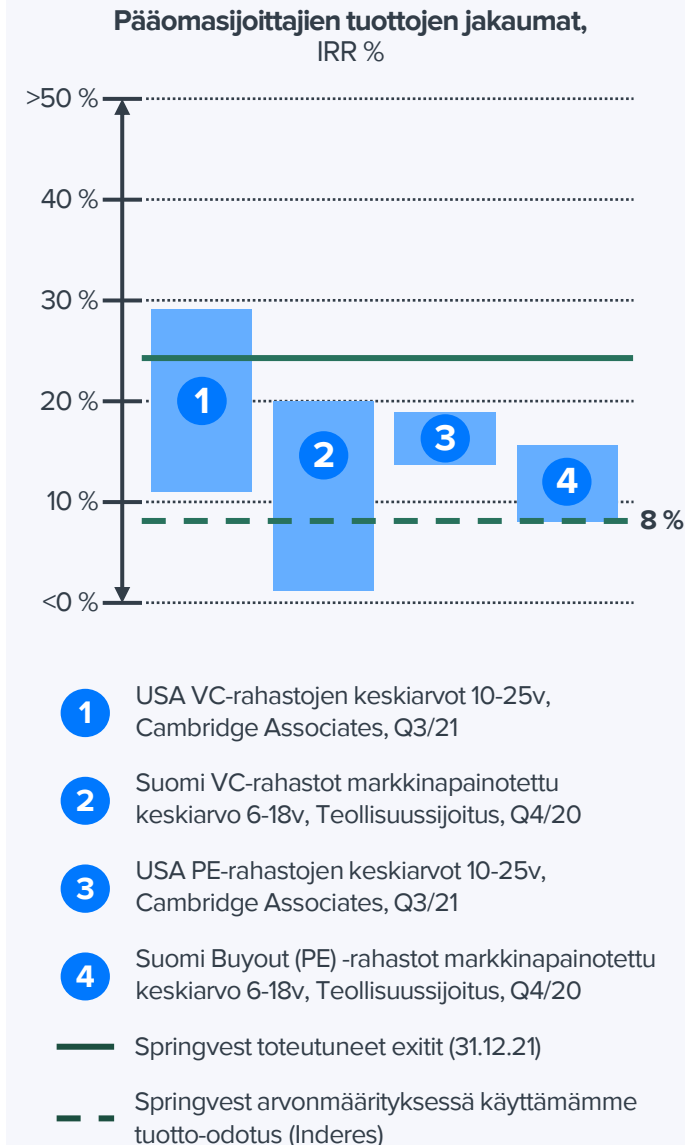
arvioimme koronapandemian myötä voimistuneen keskuspankkielvytyksen lisänsä exit-tapahtumien toteutumista. Toisin sanoen toteutuneet tuotot antavat mielestämme liian positiivisen kuvan odotettavista tuotoista.

Springvestin omistukset ovat tyypillisesti myöhemmän vaiheen Venture Capital –sijoituksia. Kohteet ovat kuitenkin yrityksinä pääasiassa kypsempiä kuin varhaisimman vaiheen VC-sijoitusten kohteet, joten Buyout/PE (Private Equity) -rahastot tarjoavat toisen tarkastelupisteen tuotoille.

Vertailukelpoiset VC-sijoitukset ovat tuottaneet ajanjaksosta riippuen vuosittain keskimäärin 11-29 % USA:ssa ja 2-20 %:a Suomessa. Springvestin näytöt arvoa luovia yhtiöiden valikoimisesta ovat vielä rajalliset johtuen yhtiön verrattain lyhyestä historiasta sijoitusten tekemisestä ja omistusten myynneistä. Tästä johtuen tukipistettä on mielestämme perusteltua hakea Suomen VC-rahastosijoittajien keskiarvon alapuolelta.

Vastaavasti PE-sijoitukset ovat tuottaneet niinikään ajanjaksosta riippuen vuosittain keskimäärin 14-18 %:a USA:ssa ja 8-15 %:a Suomessa. PE-sijoittajat kuitenkin tyypillisesti pyrkivät nostamaan omistuksiansa arvoa kehittämällä niitä aktiivisesti, mikä ei kuulu Springvestin toimintamalliin. Tämän oletettavasti arvoa luovan toiminnan puuttuessa Suomen PE-rahastosijoittajien tuottojen alalaita on mielestämme Springvestille realistisempi.

Huomioiden Springvestin VC- ja PE-profiilin kohdeyhtiöitä yhdistävä profiili ja tähänastiset vielä suhteellisen rajalliset näytöt sijoitusten menestyksestä, arvioimme tulevien omistusten vuosittaisen tuotto-odotuksen noin 8 %:iin tasearvoon nähden.



Arvonmääritys ja suositus 3/5

Nykyisten portfolioyhtiöiden ryhmittely antaa karkean kuvan niiden arvonluontiedellytyksistä

Springvest ei raportoi portfolioyhtiöistään tietoja, sillä yhtiö on niissä vähemmistöomistajana muiden muiden joukossa. Tästä johtuen nykyisistä portfolioyhtiöistä on saatavilla rajallisesti ajantasaista tietoa. Lisäksi näiden yhtiöiden varhaisesta luonteesta sekä suuresta määrästä johtuen syvällinen yhtiökohtainen analyysi ei nähdäksemme tuota olennaista lisäarvoa Springvestin arvonmäärityksen kannalta. Tästä johtuen arvioimme Springvestin nykyisten portfolioyhtiöiden tuotto-odotusta kokonaisuutena.

Portfoliosta poistuu exit-tapahtumien myötä sekä vahvimpia että heikompia yhtiöitä, jolloin koko portfolion tuotto-odotus elää ajan kuluessa. Tästä johtuen olemme tehneet nykyisille portfolioyhtiöille karkean ryhmittelyn, jolla arvioimme portfolion kokonaislaadun kehitystä exit-tapahtumien ja uusien rahoituskierrosten myötä. Huomautamme arviomme olevan luonteeltaan pintapuolinen ja karkea, eikä sitä ole vedettävissä luotettavia johtopäätöksiä yksittäisen portfolioyhtiön menestyksen edellytyksistä.

Käyttämämme yhtiökohtaiset kriteerit ovat kohdemarkkinan houkuttelevuus, kilpailualueen vahvuus, strategian uskottavuus ja aiemmat näytöt strategian toteutuksesta, sekä liiketoiminnan arvonluonnin edellytykset. Luokittelemme kunkin yhtiön tämän perusteella erinomaisen, hyvän, heikon tai huonon tuotto-odotuksen kategoriaan. Luokitus ja niitä vastaavat oletetut exit-kertoimet on kuvattu sivun oikeassa reunassa. Oletamme luokittelussa portfolion yhtiöiden arvostustasojen olevan linjassa varhaisemman vaiheen kasvuyhtiöiden yleisiin arvostustasoihin

sijoitushetkillä.

Laskemme koko portfolion exit-kertoimen ennusteen nojaten Springvestin tilinpäätöksessään raportoimiin omistusosuuksiin ja arvostustasoihin. Nämä eivät käyvän arvon muutoksista johtuen täysin vastaa todellista taseen rakennetta, mutta tarjoavat nähdäksemme riittävän tarkan kuvan yhtiöiden painotuksista Springvestin taseessa.

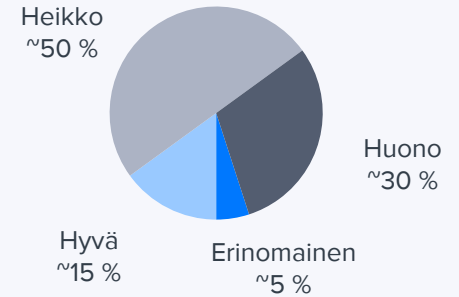
Portfolion ryhmittelyn perusteella arvioimme nykyisen portfolion exit-kertoimen olevan tasearvolle kokonaisuudessaan 1,3x. Nykyisen portfolion tasearvo on 13,6 MEUR (31.12.21), mitä vasten Springvestillä on käyvän arvon muutoksista 2,7 MEUR:n edestä laskennallista verovelkaa.

Omistusten pitoaika ja tuottovaatimus määrittävät yhdessä käyvän arvon kerrointamme

Springvestin portfolioyhtiöiden osakkeet olivat olleet taseessa keskimäärin 3,7 vuotta vuoden 2021 lopussa. Tätä keskiarvoa kasvattaa taseesta jo toteutuneet exitit (keskimäärin 2,7 vuoden pitoaika), mutta toisaalta sitä laskevat useat hiljattain tehdyistä rahoituskierroksista saadut omistukset. Luku tarjoaa mielestämme kuitenkin alarajan odotetulle keskimääräisen omistuksen pitoajalle.

Käsityksemme mukaan noin 4-5 vuotta on tyypillinen tavoiteltu pitoaika VC-sijoitukselle, minkä jälkeen sijoituksesta pyritään irtautumaan esimerkiksi rahaston sulkeutumisesta johtuen. Toisaalta pitoaika voi venyä myös selvästi pidemmäksi liiketoiminnan kehityksen kohdatessa haasteita, mikäli kohde ei siis päädy konkurssiin. Tämä huomioiden käytämme sekä nykyisen, että tulevien omistusten odotettuna keskimääräisenä pitoaikana 6 vuotta.

Nykyisten portfolioyhtiöiden ryhmittely arvonluonnin edellytysten perusteella, 31.12.21., % yritysten lukumäärästä



Oletetut exit-kertoimet ryhmittäin, 31.12.21 portfolio, kerroin suhteessa tasearvoon*

Erinomainen	10x
Hyvä	2,5x
Heikko	0,5x
Huono	0x
Portfolion painotettu exit-kerroin	1,3x

Lähde: Inderes arvio

*Springvest arvostaa omistuksensa taseessaan konservatiivisesti.

Käyvän arvon nostot tapahtuvat käytännössä vain markkinaehtoisten rahoituskierrosten yhteydessä. Käypää arvoa taas vähennetään mikäli yhtiöt eivät raportoi edistysaskelista Springvestille.

Arvonmääritys ja suositus 4/5

Omistusten hyväksyttävään nykyarvoon vaikuttaa odotetun pitoajan lisäksi sitoutuneelta pääomalta vaadittu tuottovaatimus (pääoman kustannus). Springvestin portfolioyhtiöiden osakkeet ovat listaamattomia ja siten epälikvidejä. Lisäksi yhtiöiden kehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta, mikä nostaa sijoitukselta vaadittavaa tuottovaatimusta. Käytämme omistusten tuottovaatimuksena 15,0 %:a, mikä on linjassa rahapalkkioiden kassavirroille käyttämämme pääoman kustannukseen (WACC).

Omistusten arvostuksen muodostuminen on kuvattu taulukossa oikealla. Määritämme bruttoarvostuskertoimen oletetun tuotto-odotuksen (IRR) ja pitoajan kautta. Vähennämme tämän jälkeen exit-kerrointa vastaavat verot omistuksen arvonnoususta tasearvoon nähden ja saamme portfolion odotetun nettoarvostuskertoimen pitoajan lopussa. Tämän jälkeen laskemme pääoman kustannusta käyttäen omistusten tase- tai nimellisarvolle nykyhetkessä hyväksyttävän arvostuskertoimen. Käyttämämme kertoimet nykyisille ja tuleville omistuksille ovat noin 0,5x ja 0,6x sekä niitä vastaavat käyvät nykyarvot vastaavasti 7,3 ja 24,0 MEUR.

Arvomudostus riippuu lopulta yhtiöiden menestyksestä ja exit-ajoituksista

Käsitlemme arvonmäärityksessämme Springvestin portfolioa kokonaisuutena. Sijoittajan on kuitenkin tärkeä huomioida, että yksittäisten omistusten lopulliset tarinat voivat olla hyvinkin kirjavia. Ihanteellinen lopputulema portfolioyhtiön arvomuodostuksen suhteen olisi positiivinen exit-tapahtuma, kuten yrityksen myynti tai

listautuminen. Kolikon kääntöpuolena on kuitenkin puolestaan liiketoiminnan heikko kehitys tai konkurssi. Springvestin portfolioyhtiöiden kehitysvaiheet huomioiden, on negatiivinen tai neutraali tuotto yksittäiselle yhtiölle nähdäksemme keskimäärin todennäköisin skenaario edellä mainituista. Esimerkiksi VC-sijoituksissa käytetään nyrkkisääntönä, että 10 sijoituksesta 1-2 onnistuu erinomaisesti, 3-4 palauttaa sijoitetun pääoman ja 3-4 epäonnistuu täysin.

Yksittäisillä exit-tapahtumilla voikin olla hyvin suuri vaikutus portfolion ja siten koko osakkeen tuottoon. On myös lähes mahdotonta määritellä ajankohta, jolloin portfolioyrityksen exit tapahtuu. Siten sijoittajalta vaaditaan pitkää aikahorisonttia, sekä valmiutta sietää korkeaa riskiä ja epävaraata tuottoa. Käytännössä tämä tarkoittaa valmiutta antautua osin myös todennäköisyyksien armoille.

Osaketta hinnoitellaan preemiolla suhteessa arvioimaamme osien summaan

Kuvaamamme komponentit on yhdistetty Osien summaan oikealla. Osien summa -laskelmamme perusteella osakkeen arvoksi saadaan 6,7 euroa osakkeelta, kun osakekurssi on 8,00 euroa. Osaketta hinnoitellaan siten selvällä preemiolla (P/SOTP 1,2x) osiemme summaan nähden. Osiemme summa muodostuu lähes puhtaasti epälikvidien nykyisten ja tulevien portfolioyhtiöiden arvosta (77 % osien summasta). Tämän valossa Springvestin arvomuodostus nojaa erittäin vahvasti yhtiön kykyyn valikoida tulevaisuudessa rahoitettavaksi laadukkaita ja hyvää tuottoa tarjoavia kohdeyhtiöitä, sekä yhtiön kykyyn jatkaa rahoituskerrosten aktiivista järjestämistä.

Omistusten hyväksyttävät arvostuskertoimet

	Tulevat omistukset keskimäärin	Nykyiset omistukset (31.12.21)
Yhtiön pitoaika, vuosia	6	6
Keskimääräinen IRR, %	8 %	3 %
Bruttoarvostuskerroin pitoajan lopussa	1,6	1,3
Vero-%	20 %	20 %
Myyntivoittoverot (vaikutus kertoimeen)	-0,1	-0,1
Nettoarvostuskerroin pitoajan lopussa	1,5	1,2
WACC, %	15,1 %	15,1 %
Hyväksyttävä käyvän arvon kerroin tase- tai nimellisarvolle	0,6	0,5

Osien summa (SOTP)

Osien summa	MEUR	%
Kasvurahoitus: Tulevat rahapalkkiot	3,9	11 %
Kasvurahoitus: Tulevat optiopalkkiot	24,0	65 %
Nykyiset portfolioyhtiöt	7,3	20 %
Verovelka	-2,7	-7 %
Nettokassa*	4,4	12 %
Yhteensä, MEUR	36,9	100 %
Per osake	6,7	
Osakekurssi	8,00	
P/SOTP	1,2	
Liiketoiminnan ja nettokassan arvo	23 %	
Epälikvidien omistusten osuus arvosta	77 %	

Lähde: Inderes

SOTP = Sum of the parts = Osien summa

*Nettokassa huomio 0,3e/osake osingon irtoamisen 30.3.22

Arvonmääritys ja suositus 5/5

Arvostuksen skenaarioissa näkyvät yhtiön arvonmäärityksen epävarmuudet

Arvonmäärityksessämme on useita ajureita, joiden ennustaminen on hyvin epätarkkaa. Tästä johtuen olemme luoneet arvostukselle skenaarioita, jotka havainnollistavat keskeisten parametrien vaikutusta yhtiön käypään arvoon.

Negatiivisessa skenaariossa Springvestin yhtiövalinnat onnistuvat odotuksiamme heikommin ja uusien sijoitusten exit-kertoimet jäävät niiden hankinta-arvon tasolle. Lisäksi nykyiset portfolioyhtiöt eivät skenaariossa keskimäärin onnistuisi luomaan uutta arvoa ja niiden exit-kertoimet jäisivät niinikään tasearvon tasolle. Skenaariossa osakkeen käypä arvostus olisi 37 % alle yhtiön osakekurssin. Skenaario vaatisi käytännössä Springvestiltä sen historiaansa heikompia yhtiövalintoja.

Optimistisessa skenaariossa Springvestin yhtiövalinnat onnistuvat odotuksiamme selvästi paremmin ja uusien sijoitusten exit-kertoimet olisivat keskimäärin 2,1x hankintahintaan nähden. Lisäksi nykyiset portfolioyhtiöt onnistuisivat luomaan keskimäärin huomattavasti odotuksiamme enemmän arvoa. Skenaariossa osakkeen käypä arvostus olisi 12 % yli yhtiön osakekurssin. Skenaario on mahdollinen, mutta mielestämme siihen ei ole nykyhetkessä perusteltua nojata huomioiden yhtiön vielä verrattain lyhyehköt näytöt arvoa luovista sijoituksista.

Aloitamme seurannan varovaisella näkemyksellä

Springvest on perustettu vasta vuonna 2012, joten yhtiöllä ei ole pitkää toimintahistoriaa. Lisäksi yhtiö

on saavuttanut tämän hetkisen kokonsa käytännössä vasta viimeisen parin vuoden aikana. Myös onnistuneiden portfolioyhtiöiden irtaantumisten suhteen Springvestin näytöt ovat kertyneet lyhyeltä ajalta, käytännössä vuodelta 2021.

Tätä taustaa vasten on mielestämme perusteltua ottaa varovainen näkemys Springvestin kykyyn luoda omistaja-arvoa portfolioyhtiöillään. Osiemme summaan nähden selvällä preemiolla hinnoiteltu osake (P/SOTP 1,2x) puoltaa varovaista näkemystämme. Aloitamme seurantamme 6,7 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella.

Yhtiön tärkeimmät arvostusajurit nojaavat onnistuneisiin exit-tapahtumiin, jotka voisivat tuoda osiemme summaan painetta ylöspäin. Näitä tapahtui useita vuonna 2021, joten lyhyen tähtäimen exit-kandidaatteja on Springvestin taseessa tällä hetkellä tarjolla vähemmän. Pääomamarkkinan tilanne on lisäksi heikentynyt selvästi viime vuodesta, mikä nähdäksemme heikentää exit-tapahtumien todennäköisyyttä lyhyellä tähtäimellä edelleen. Kokonaisuutena emme siten näe osakkeelle selkeitä positiivisia lyhyen tähtäimen ajureita.

Pidemmällä tähtäimellä Springvestillä on mielestämme edellytykset kerätä lisää näyttöjä yhtiövalintojen onnistumisesta ja kerätyn rahoituksen kasvusta. Tämän tapahtuessa yhtiön tuleville sijoituksille voisi perustella korkeampia arvostuskertoimia. Tällöin yhtiön käyvällä arvolla olisi edellytykset kasvaa olennaisesti nykyhetkeen nähden.

Arvostuksen skenaariot

Osien summa	Negatiivinen	Perus	Optimistinen
Kasvurahoitus: Tulevat rahapalkkiot	3,9	3,9	3,9
Kasvurahoitus: Tulevat optiopalkkiot	16,3	24,0	33,5
Nykyiset portfolioyhtiöt	5,9	7,3	10,2
Verovelka	-2,7	-2,7	-2,7
Nettokassa	4,4	4,4	4,4
Yhteensä, MEUR	27,8	36,9	49,3
Per osake	5,1	6,7	9,0
Osakekurssi	8,00	8,00	8,00
P/SOTP	1,6	1,2	0,9
Potentiaali, % osakekurssista	-37 %	-16 %	12 %

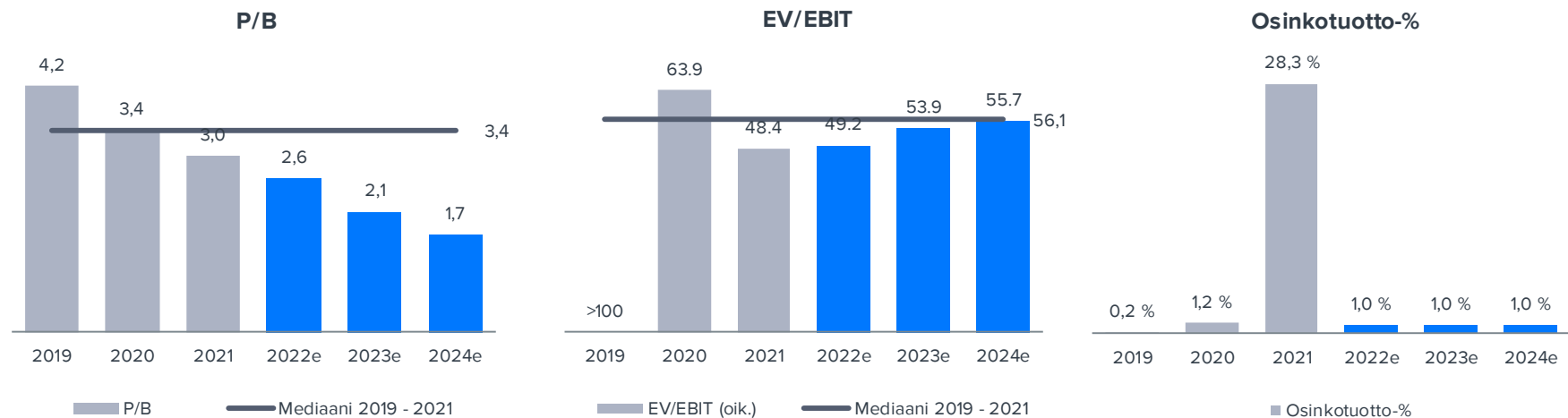
	Negatiivinen	Perus	Optimistinen
Yhtiön pitoaika, vuosia	6	6	6
Keskimääräinen IRR, %	0 %	8 %	15 %
Bruttoarvostuskerroin pitoajan lopussa	1,0	1,6	2,3
Vero-%	20 %	20 %	20 %
Myyntivoittoverot (vaikutus kertoimeen)	0,0	-0,1	-0,3
Nettoarvostuskerroin pitoajan lopussa	1,0	1,5	2,1
WACC, %	15,0 %	15,0 %	15,0 %
Hyväksyttävä käyvän arvon kerroin tase- tai nimellisarvolle	0,4	0,6	0,9

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi			8,77	8,77	8,14	8,00	8,00	8,00	8,00
Osakemäärä, milj. kpl			5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Markkina-arvo			48	48	45	44	44	44	44
Yritysarvo (EV)			47	47	39	40	40	40	40
P/E (oik.)			>100	83,6	70,0	68,1	74,8	77,5	84,2
P/E			>100	83,6	>100	68,1	74,8	77,5	84,2
P/Kassavirta			neg.	neg.	9,9	66,7	73,5	75,6	82,3
P/B			4,2	3,4	3,0	2,6	2,1	1,7	1,4
P/S			17,4	14,8	11,1	11,0	10,7	10,3	9,9
EV/Liikevaihto			17,1	14,5	9,6	10,0	9,7	9,3	9,0
EV/EBITDA (oik.)			>100	63,9	99,0	50,0	53,9	55,7	60,3
EV/EBIT (oik.)			>100	63,9	48,4	49,2	53,9	55,7	60,3
Osinko/tulos (%)			40,5 %	102,3 %	4282,9 %	68,1 %	74,8 %	77,5 %	84,2 %
Osinkotuotto-%			0,2 %	1,2 %	28,3 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %

Lähde: Inderes. Osakekurssina vuosille 2019-2020 on käytetty ensimmäisen kaupankäyntipäivän 30.11.21 päätöskurssia.



DCF-laskelma

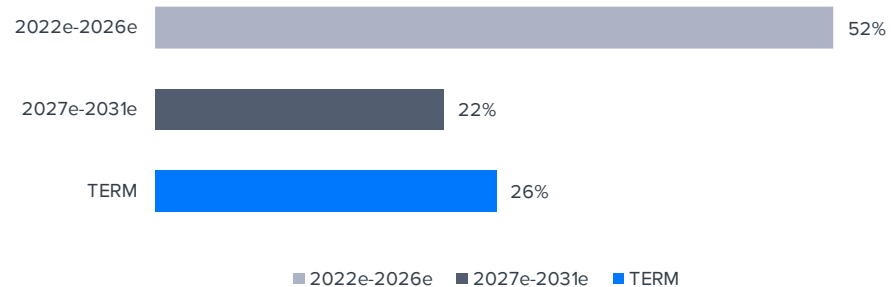
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	0,4	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Maksetut verot	-0,7	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
- verot rahoituskuluista	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	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	0,0	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	2,9	-4,0	-4,5	-4,8	-5,2	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	-5,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,5	-3,3	-3,9	-4,3	-4,7	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	
+/- Muut	0,0	4,0	4,5	4,8	5,2	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	
Vapaa kassavirta	4,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	4,0
Diskontattu vapaa kassavirta		0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	1,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		3,9	3,3	2,9	2,5	2,1	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2	1,0
Velaton arvo DCF		3,9										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	2,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	15,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	15,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	2,8	3,3	4,0	4,0	4,1	EPS (raportoitu)	0,05	0,10	0,05	0,12	0,11
Käyttökate	0,3	0,7	0,4	0,8	0,7	EPS (oikaistu)	0,05	0,10	0,12	0,12	0,11
Liikevoitto	0,3	0,7	0,4	0,8	0,7	Operat. kassavirta / osake	0,16	0,15	0,00	0,11	0,11
Voitto ennen veroja	0,3	0,7	0,4	0,8	0,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,46	-0,42	0,82	0,12	0,11
Nettovoitto	0,3	0,6	0,3	0,6	0,6	Omapääoma / osake	2,09	2,55	2,71	3,06	3,90
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	Osinko / osake	0,02	0,11	2,30	0,08	0,08
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	14,4	17,7	19,8	21,6	26,3	Liikevaihdon kasvu-%	75 %	17 %	24 %	-1 %	3 %
Oma pääoma	11,5	14,0	14,9	16,8	21,4	Käyttökateen kasvu-%	-258 %	165 %	-47 %	105 %	-8 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-258 %	165 %	8 %	2 %	-9 %
Nettovelat	-0,8	-0,9	-6,0	-4,0	-4,1	EPS oik. kasvu-%	-100 %	122 %	11 %	1 %	-9 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	10,1 %	22,8 %	9,7 %	20,0 %	18,0 %
Käyttökate	0,3	0,7	0,4	0,8	0,7	Oik. Liikevoitto-%	10,1 %	22,8 %	19,8 %	20,3 %	18,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	Liikevoitto-%	10,1 %	22,8 %	9,2 %	20,3 %	18,0 %
Operatiivinen kassavirta	0,9	0,8	0,0	0,6	0,6	ROE-%	2,6 %	4,5 %	2,0 %	4,1 %	3,1 %
Investoinnit	-3,4	-3,2	2,9	-4,0	-4,5	ROI-%	2,8 %	5,8 %	2,6 %	5,1 %	3,9 %
Vapaa kassavirta	-2,5	-2,3	4,5	0,7	0,6	Omavaraisuusaste	79,6 %	79,2 %	75,5 %	77,7 %	81,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-7,0 %	-6,5 %	-40,5 %	-23,5 %	-19,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	17,1	14,5	9,6	10,0	9,7						
EV/EBITDA (oik.)	>100	63,9	99,0	50,0	53,9						
EV/EBIT (oik.)	>100	63,9	48,4	49,2	53,9						
P/E (oik.)	>100	83,6	70,0	68,1	74,8						
P/B	4,2	3,4	3,0	2,6	2,1						
Osinkotuotto-%	0,2 %	1,2 %	28,3 %	1,0 %	1,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyysi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
31/03/2022	Myy	6,70 €	8,00 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**