

GF Money

Sijoitustutkimus

5/2018

inde
res.

TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen GF Money Oyj:stä ("Yhtiö").

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopaperien tarjoamisena tai markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevissa lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetyistä seikoista. Inderes tai Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Yhtiön toimeksiannosta, tutkimus ei ole arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) tarkoitettu esite tai markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoa Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopaperien hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus ei ole arvopapereiden myyntitarjous Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa eikä missään muussakaan maassa.

Yhtiö ei ole rekisteröinyt, eikä sen tarkoituksena ole rekisteröidä, mitään osaa mahdollisesta tarjouksesta Yhdysvalloissa, eikä sen tarkoituksena ole tarjota arvopapereita yleisölle Yhdysvalloissa. Mitään tarjousta ei tehdä missään sellaisessa maassa, missä joko tarjous tai siihen osallistuminen olisi kiellettyä tai edellyttäisi Suomen lainsäädännön mukaisten toimenpiteiden lisäksi esitteen laatimista, rekisteröintiä tai muita toimenpiteitä.

Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa julkaiseminen tai levittäminen olisi lainvastaista.

Sijoitustutkimus: GF Money

GF Money on voimakkaasti kasvava rahoituspalvelukonserni, joka tarjoaa finanssiteknologiaa hyödyntäviä rahoitusratkaisuja. Lisäksi yhtiö on opportunistinen kiinteistösijoittaja. Yhtiö hakee listautumisannissa 40 MEUR:n pääomaa, jonka avulla se pystyisi uudistamaan rahoitusrakenteensa ja hakemaan voimakasta kasvua. Listautumisessa osakkeen (hinta 4,35 €) arvostustaso (2019e P/E noin 10x) on mielestämme houkutteleva, vaikka yhtiön riskiprofiili onkin mielestämme korkea.

Yksinkertainen, mutta tehokas liiketoimintamalli

GF Money:n rahoitusliiketoiminta perustuu yksinkertaistettuna antolainauksen ja ottolainauksen korkoeroon, joka on merkittävä. Mielestämme rahoitusliiketoiminnan selvästi tärkein osa on kuluttajarahoitusta, jossa yhtiö tarjoaa yksityishenkilöille kulutusluottoja ja -limittejä. Lisäksi yhtiö tarjoaa yritysainoita sekä factoring-rahoitusta, joista jälkimmäinen on vasta ylösojovaiheessa, mutta omaa erittäin mielenkiintoiset näkymät. Yhtiön kiinteistöliiketoiminta on mielestämme sijoittajille enemmän tukitoiminta, vaikka kiinteistöihin on sitoutunut merkittävä pääoma (kiinteistöjen käypä arvo noin 24 MEUR).

Listautumisanti vahvistaa rahoitusrakennetta ja tuloskuntoa merkittävästi

GF Moneylla on poikkeuksellisen selkeä suunnitelma listautumisannilla kerättävälle pääomalle (noin 40 MEUR). Yhtiö pyrkii osakeannilla vahvistamaan merkittävästi rahoitusrakennettaan ja käyttää antivarjoja B- ja C-osakesarjojen vähemmistöosuuksien (yhteensä 26,2 MEUR) lunastamiseen. Tähän rahoituskanavaan liittyvä epävarmuus on kasvanut (tuore verotulkinta) ja sen kustannus on ollut suhteellisen korkea. B- ja C-sarjojen lunastaminen laskisi mielestämme selvästi yhtiön riskiprofiilia. Arvioimme GF:n oman rahoituksen hinnan (ottolainaus) olevan noin 9-10 % ja arvioimme mukaan yhtiö saa painettua tämän noin 7-8 %:n tasolle listautumisen ja velan uudelleenrahoituksen jälkeen. Arvioimme mukaan yhtiön nettotulos nousee rahoitusrakenteen muutoksen ansiosta noin 3,5-4,0 MEUR seuraavan 12-18 kk:n aikana listautumisannin onnistuessa suunnitellusti. Samalla rahoitusruiske avaa merkittävän kasvumahdollisuuden, koska yhtiö pystyy allokoimaan pääomia erityisesti kuluttajarahoitukseen houkuttelevalla tuotto-odotuksella.

Osake on mielestämme houkuttelevasti hinnoiteltu listautumisannissa

Listautumisannissa GF:n osakkeita tarjotaan osakekurssilla 4,35 €, mikä tarkoittaa noin 120 MEUR:n annin jälkeistä markkina-arvoa ("post-money"). Oletamme yhtiön keräävän noin 40 MEUR ja osakemäärän nousevan noin 50 %:lla annissa. Annin täydet vaikutukset heijastuvat vuoden 2019 tulokseen, jolloin osakkeen P/E on reilut 10x, EV/EBITDA noin 9x, P/B noin 1,8x ja osinkotuotto noin 2,9 % ennusteillamme. Kertoimet ovat mielestämme houkuttelevia absoluuttisesti ja suhteessa hyviin verrokkeihin. Myös "osien summa" -ja DCF-laskelmamme tukevat ainakin 125 MEUR:n osakeannin jälkeistä arvoa. Näkemyksemme mukaan GF:llä on mahdollisuus kasvaa voimakkaasti korkealla kannattavuudella kumuloiden pääomaa suhteellisen nopealla vauhdilla, mikä tekee siitä houkuttelevan sijoituskohteen pääoman tuottoa ajatellen.

Yhtiön riskiprofiili on mielestämme korkea

Merkittävän tuotto-odotuksen vastapuolella on korkea riskiprofiili. Merkittävimmät riskit ovat mielestämme toimialan kiristytvä sääntely sekä sen heikko maine (osittain linkissä), kilpailun jatkuva kiristyminen, sekä operatiiviset riskit (esim. luotto- ja IT-riskit). Riskeihin kuuluu myös listautumisannin onnistuminen suunnitellusti (40 MEUR / 9,2 miljoonaa uutta osaketta), mikä on oletus arvonmäärityksessämme.

Analytytikot

Juha Kinnunen

+358 40 778 1368

Juha.kinnunen@inderes.fi



Sauli Vilén

+358 44 025 8908

sauli.vilen@inderes.fi



Arvostus

Osakekannan arvo merkintähinnalla ennen antia:

80 MEUR (4,35 euroa/osake)

Inderes osakekannan valuaatioarvio annin jälkeen:

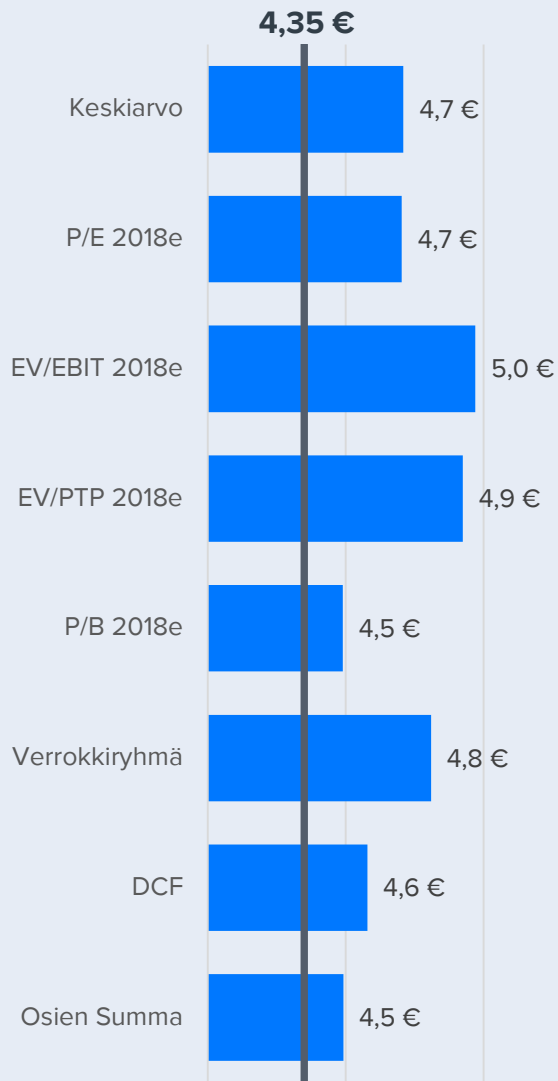
125 MEUR (4,51 euroa/osake) olettaen, että anti onnistuu suunnitellusti (40 M€ / 9,2 miljoonaa uutta osaketta)

Avainluvut (merkintähinnalla)

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto (M€)	21,7	30,7	37,6	46,4
- kasvu (%)	-	41 %	22 %	23 %
Liikevoitto (M€)	11,0	14,9	17,8	22,6
- marginaali (%)	50,7 %	48,4 %	47,4 %	48,8 %
Tulos ennen veroja (M€)	7,6	10,7	14,5	18,3
- marginaali (%)	35,0 %	34,9 %	38,7 %	39,5 %
Nettotulos (M€)	4,1	7,7	11,5	14,2
- kasvu (%)	-	87 %	51 %	23 %
Lainasaamiset (M€)	-	56,2	79,7	104,7
Markkina-arvo (pre-money)		80	80	80
Markkina-arvo (post-money)		120	120	120
Yritysarvo (EV, post-money)		156	169	180
P/E (oik.)		15,7x	10,4x	8,4x
EV/PTP (Pre-Tax Profit)		14,6x	11,6x	9,8x
EV/EBITDA		10,3x	9,2x	7,7x
Osinkotuotto-%		1,9 %	2,9 %	3,5 %
- osinko/tulos (%)		30 %	30 %	30 %

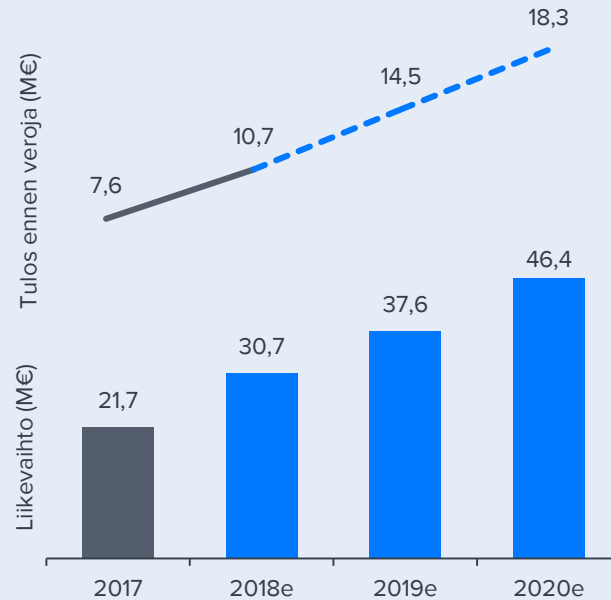
Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus eri menetelmillä ("post-money")



Inderesin arvonmääritys sisältää oletuksen annin onnistumisesta

Liikevaihto ja tulos ennen veroja



Osakekohtainen tulos ja osinko (€)



Arvoajurit

- Liikevaihdon voimakas kasvu uuden pääoman avulla
- Pitkälle automatisoitu ja skaalautuva kuluttajarahoituliiketoiminta
- Keskipitkällä aikavälillä GF Creditin factoring-liiketoiminnan tuottopotentiaali on erittäin suuri



Riskitekijät

- Toimialan sääntely voi tiukentua ja painaa korkotasoa
- Toimialan maine on erittäin heikko ja maineriskit huomattavia
- Kilpailu kiristyy ja pitkällä aikavälillä volyymit voivat siirtyä platformeihin
- Luotto- ja IT-riskit



Arvostus

- Arvostuskertoimet ovat maltillisia, jos lähivuosien tuloskasvu toteutuu
- Sektorin yleiset arvostuskertoimet ovat olleet laskussa
- GF Creditin mahdollinen läpimurto voi muuttaa arvoa merkittävästi
- Riski/tuotto-suhde positiivinen

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja konsernirakenne	s. 6-15
Kuluttajarahoitustoiminta	s. 9-10
Yrityslainat-toiminta	s. 11
Factoring ja leasing-toiminta	s. 12-13
Kiinteistötoiminta	s. 14
Markkinakatsaus	s. 16-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 19-20
Listautumisanti ja taserakenne	s. 21-24
Sijoittaja- ja riskiprofiili	s. 25-29
Ennusteet	s. 30-39
Arvostustaso, arvonmääritys ja tuotto-odotus	s. 40-49
Taulukot ja liitteet	s. 50-54
Vastuuvapauslauseke	s. 55

Taustatekijöitä



Toimialan sääntely



Uudet rahoituslusrat



Vertailupalvelut
(erityisesti kulutusluotot)



Yhteiskunta ja yleinen
suhtautuminen toimialaan

Palvelut

Kulutusluotot
/ luottolimiitit



Vakuudellinen
yritysrahoitus



Factoring ja
leasing



Kiinteistö-
sijoituksia



Kiinteistövälitys

WESTHOUSE

Osuus laskutus- ja
perintätoimistosta



Liiketoimintaidea

GF Money on suomalainen ja
riippumaton rahoituspalvelukonserni,
joka tarjoaa finanssiteknologiaa
hyödyntäviä rahoitusratkaisuja
yrityksille ja yksityishenkilöille.

Aktiivisia asiakkaita
>54 000

Laajentunut Ruotsiin
ja Tanskaan



Tehokas ja pitkälle
automatoitu
taustajärjestelmä



Brändi,
tunnettavuus ja
suomalaisuus



Keskeiset brändit



GF Money



Lainasto



Nordcredit

Kilpailu

(pääasiassa kulutusluotot)



FELLOW FINANCE



Avainlukuja



21,7 M€

Liikevaihto
2017



7,6 M€

Voitto ennen
veroja 2017



5,5 M€

Kassa
31.12.2017



56,2 M€

Lainasaamiset
31.12.2017



23,8 M€

Sijoituskiinteistöt
31.12.2017



54 400

Asiakasta vuonna
2017



45

Työntekijää
31.12.2017



2012

Perustettu

Tiivistetty yhtiökuvaus

Yhtiökuvaus

GF Money on suomalainen ja riippumaton rahoituspalvelukonserni, joka tarjoaa finanssitekniologiaa hyödyntäviä rahoitusratkaisuja yksityishenkilöille ja yrityksille. GF Moneyn liiketoiminta-alueet ovat rahoitus- ja kiinteistöliiketoiminta. Yhtiön rahoitusliiketoimintaan kuuluvat yksityishenkilöille tarjottava kuluttajarahaus ja yrityksille tarjottavat yrityslainat, factoring-rahoitus ja leasing-rahoituksen välittäminen. Yhtiön kiinteistöliiketoimintaan kuuluvat kiinteistösijoittaminen ja -kehitys sekä kiinteistönvälitystoiminta.

Yhtiön päämarkkina-alue on Suomi, minkä lisäksi se toimii tällä hetkellä pienessä mittakaavassa Ruotsissa ja Tanskassa. Yhtiö on kertonut tutkivansa aktiivisesti mahdollisuuksia toimintansa laajentamiseen myös muihin maihin.

Yhtiön visiona on olla johtava eurooppalainen edistyksellisen teknologian finanssipalveluyhtiö.

Yhtiön tuotot perustuvat korkoeroon

Mielestämme GF Moneyn selvästi tärkein ja arvokkain osa on rahoitusliiketoiminta. Voimakkaasti yksinkertaistettuna GF Moneyn rahoitusliiketoiminta perustuu antolainauksen ja ottolainauksen korkoeroon, joka on ollut merkittävä. GF:n oman rahoituksen hinta (ottolainaus) on arviomme mukaan listautumisen jälkeen noin 9-10 % ja arviomme mukaan yhtiö saa painettua tämän noin 7-8 %:n tasolle uudelleenrahoituksen jälkeen. Vieraan pääoman korot tulevat arviomme mukaan laskemaan selvästi, kun tase vahvistuu merkittävästi ja samalla yhtiön riskiprofiili laskee (olettaen annin onnistuminen).

Toisaalta GF:n antamien lainojen keskikorko on näkemyksemme mukaan kuluttajarahauksessa

40-50 % ja yrityslainoissa noin 20 % sisältäen kaikki lainoihin liittyvät kulut. Keskimääräinen korko riippuu lainojen jakautumisesta eri alueisiin ja niiden segmentteihin, mutta anto- ja ottolainauksen korkoero on kuitenkin arviomme mukaan erittäin suuri, joten yhtiölle jää merkittävä puskuri luottotappioita varten. Tämän takia kasvu on tällä hetkellä erittäin kannattavaa.

Kasvu sitoo pääomia

Rahoitusliiketoiminnan kasvattaminen tarkoittaa lainakannan kasvattamista. Tämän takia GF pyrkii osakeannilla vahvistamaan rahoitusrakennettaan, erityisesti kun aikaisemman rahoitusmallin tulevaisuuden toimivuuteen kohdistuu epävarmuutta. Rahoitusliiketoimintaa on aikaisemmin rahoitettu B- ja C-osakesarjoilla, joiden verokohtelu voi olla muuttumassa. Aikaisemmin näitä on verotettu osinkoina, mutta verottajan tulkinta on mahdollisesti muuttumassa korkotuloksi. Koska tämän rahoituksen määrä on yhtiölle kriittinen (ennen antia 26,2 MEUR), on osakeanti yhtiölle hyvä ratkaisu sekä rahoituksen varmistamisen että tulevaisuuden kasvun kannalta.

Kiinteistöliiketoiminta on mielestämme enemmän sivujuonne

GF:n kiinteistöliiketoiminta on mielestämme tällä hetkellä enemmän rahoitusliiketoiminnan jatke ja tukija. Vaikka kiinteistöihin on sitoutunut merkittävä määrä pääomaa (kiinteistöjen käypä arvo noin 24 MEUR) ja liiketoiminta on tuottanut hyvin, on se mielestämme kuitenkin sijoittajien kannalta sivuroolissa. Rahoitusliiketoiminnassa pääoman tuottopotentiaali on huomattavasti korkeampi ja uskomme yhtiön kasvupanostuksien keskittyvän tälle puolelle. Samalla osaaminen kiinteistömarkkinoilla tukee rahoitusliiketoimintaa ja mahdollistaa tuottavat kiinteistösijoitukset.

GF Money lukuina



2012
Perustettu



45
Työntekijöitä
31.12.2017



21,7 M€
Liikevaihto
2017



7,6 M€
Tulos ennen
veroja 2017



Yli 54 400
Asiakasta
vuonna 2017



5,5 M€
Kassa
31.12.2017



23,8 M€
Sijoituskiinteistöt
31.12.2017



56,2 M€
Lainasaamiset
31.12.2017

Konsernirakenne ja liiketoiminnat



GF Money Oyj (emoyhtiö)

Vastaa konsernin rahoituksen hankinnasta sekä pääoman allokoinnista liiketoimintoihin. Lisäksi tuottaa konsernin yhtiöille hallinnointipalveluita.



GF Money Consumer Finance Oy

- Kulutusluotot / limiitit
- Antolainauksen keskikorko erittäin korkea, keskimäärin noin 45 % (Inderesin arvio)
- Korkea, mutta hajautettu luottoriski
- Laajentunut Ruotsiin ja Tanskaan*

100 %

100 %



GF Property Oy

- Kiinteistösijoittaja, joka hankkii kohteita halvalla erikoistilanteissa
- Liiketoiminnalla selkeä linkki yrityslainoihin ja niiden vakuuksiin

92 %

Kiinteistösijoituksia



Euro-Westhouse Oy

- Kiinteistövälittäjä
- Liiketoiminta tukee kiinteistöliiketoimintaa
- Pieni arvo kokonaisuudessa

100 %



GF Money Business Oy

- Vakuudelliset yrityslainat
- Antolainauksen korko 16-18 % + 2 % (kulut)
- Luottoriski merkittävä, mutta tätä pienentävät vaaditut hyvät vakuudet

70 %

40 %



GF Credit Oy

- Factoring-palvelu yrityksille
- Myös leasing-mahdollisuus
- Toistaiseksi start-up vaiheessa, mutta liiketoiminnalla on erinomainen pohja

Brang Oy

- Laskutus- ja perintätoimisto
- Tukee ydinliiketoimintaa
- Arvo kokonaisuuden kannalta pieni



(Omistusosuudet)

* Lisäksi konserniin kuuluvat Ruotsin ja Tanskan tytäryhtiöt, jotka ovat GF Money Consumer Finance AB (Ruotsi) sekä Nordcredit Aps (Tanska)

Kuluttajarahoituliiketoiminta

Selvästi GF:n tärkein liiketoiminta

GF:n selvästi arvokkain liiketoiminta on mielestämme kuluttajarahoituliiketoiminta, jonka osuus yhtiön liikevaihdosta oli vuonna 2017 noin 78 %. Liiketoiminta on hyvin kannattavaa, pitkälle automatisoitu ja kiinteiden kulujen (erityisesti henkilöstökulut) osalta skaalautuvaa, mikä tekee kasvusta erityisen houkuttelevaa. Kasvun vaatima asiakashankinta vaatii kuitenkin merkittäviä panostuksia eli mainontaa. Liiketoiminnan kannattavuuden määrittävät otto- ja antolainauksen korkoero, riskienhallinta, kulurakenne ja toiminnan tehokkuus. Olemme esittäneet mallin yksinkertaistettuna graafisesti seuraavalla sivulla.

Liiketoimintamallin pohjalla automatisaatiota

Liiketoimintamalli on yksinkertainen ja perustuu kulutusluottojen ja -limiittien tarjoamiseen digitaalisesti verkon yli. Taustalla on pitkälle automatisoitu järjestelmä, jonka avulla lainojen riskit voidaan arvioida ja korot laskea tehokkaasti. Teknologiaan pohjautuva pitkälti automatisoitu lainahakemusten käsittelyprosessi mahdollistaa liiketoiminnalle kevyen kustannusrakenteen ja skaalautuvuuden.

GF tarjoaa vakuudettomia kerta- ja limiittiluottoja, jotka vaihtelevat 100-10000 euron välillä. Keskimääräinen lainasumma oli 1039 euroa vuonna 2017. Digitaaliset jakelukanavat tuovat palvelun asiakkaan saataville ilman konttoriverkostoa, mikä mahdollistaa alhaiset kiinteät kulut. Kuluttajarahoitusta tarjotaan sekä GF Moneyn omien verkkosivujen että rahoituksen välittäjien kautta.

Toimintamainana tällä hetkellä Suomi, Ruotsi ja Tanska. Näistä ylivoimaisesti suurin on Suomi - Ruotsissa ja Tanskassa toiminta on aloitettu vasta tilikaudella 2017. Keskeiset brändit ovat GF

Money, Lainasto sekä Nordcredit. Yhtiö pyrkii tavoittamaan eri asiakasryhmiä kohdennetun markkinoinnin avulla, jonka onnistumisella on merkittävä vaikutus kokonaisuuteen.

Kriittistä toiminnassa on lisäksi riskienhallinta ja sen hinnoittelu oikein. Riskienhallinta perustuu laajan asiakaskunnan mahdollistamaan tehokkaaseen hajautukseen sekä asiakkaiden luottokelpoisuuden monipuoliseen analysointiin. Luottotappiot kuuluvat liiketoimintaan, mutta yhtiö on historiassa pystynyt hallitsemaan riskit hyvin.

Kasvu vaatii pääomia

Liiketoiminnan kasvu vaatii lainakannan kasvua, mikä sitoo pääomaa. Vuonna 2017 liiketoiminnan lainakanta oli 39,6 MEUR, mikä sisältää myös yhtiön vielä pienet kansainväliset avaukset Ruotsissa ja Tanskassa. Valtaosa lainakannasta on Suomessa.

Odotamme lainakannan kasvavan vuosina 2018-2021 noin 30 %:n vuosivauhtia (CAGR). Vuodelle 2018 ennustamme erittäin voimakasta 35 %:n kasvua annin tuodessa yhtiölle huomattavasti lisää pääomaa. Tämän jälkeen epävarmuus kasvaa huomattavasti, koska toimialan dynamiikkaan voivat vaikuttaa niin viranomaiset kuin kilpailijoiden aggressiivisuus. Kasvuvauhti riippuu myös omasta aggressiivisuudesta mennä uusiin segmentteihin, joissa keskiporko jäisi selvästi nykyistä alemmaksi. Kasvuvauhdin ja kannattavuuden välillä on siten selkeä yhteys.

Markkina kasvaa voimakkaasti

Erilaisien kulutusluottojen markkina on kasvanut viime vuosina Suomessa voimakkaasti. Erityisen nopeasti viime vuosina ovat kasvaneet kulutusluotot, joista noin 80 % on kotimaisilta rahalaitoksilta. Finanssiala ry:n kesällä 2017 julkistaman kyselytutkimuksen mukaan joka

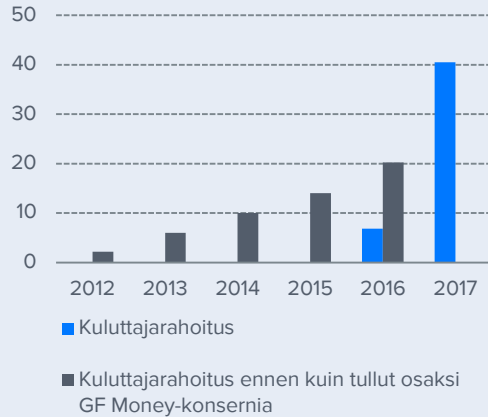
neljännellä suomalaisella on jokin kulutusluotto. Vakuudettomat kulutusluotot kasvoivat 10,9 % marraskuussa 2017 edellisvuoden vertailukaudesta. Kotitalouksien velkaantuneisuuden kasvusta huolimatta korkomenot ovat olleet suhteellisesti laskussa matalan korkotason myötä.

Kilpailijoita kuluttajarahoituksessa

Kuluttajarahoitushenkilöillä toimivat talletuspankit, jotka hallitsevat alemman riskin luottoja, sekä erikoistuneet rahoituspalveluiden tarjoajat. Näistä jälkimmäisiä GF Money pitää sen pääkilpailijoina, koska ne tarjoavat palveluitaan samoille asiakasryhmille ja tarjoavat saman tyyppistä kuluttajarahoitusta kuin yhtiö. Pääkilpailijoita ovat yhtiöt kuten 4finance (Vivus.fi), Bank Norwegian, Collector Bank, DFC Nordic (Laina.fi), Ferratum, Nordax Bank, OPR-Vakuus, Mash (aik. Euroloan), Resurs Bank ja Santander Consumer Finance. Erityisesti viime vuosina Pohjoismaissa nähdyn kuluttajarahoituksen kasvun johdosta uudet erikoistuneet rahoituspalveluiden tarjoajat ovat tulleet markkinoille ja lisänneet kilpailua alalla. Pidämme mielenkiintoisina esimerkiksi vertaislainojen (yhtiöt kuten Fellow Finance) kasvua, mistä voi muodostua erittäin tärkeä trendi. Perinteiset pankit eivät ole sektorilla aktiivisia.

Rahoitusalan digitalisaatio ja pankkijärjestelmien rajapintojen avautuminen ovat muuttamassa rahoitusalan kilpailuympäristöä, ja alalle on tullut uusia finanssitekniologiaan keskittyviä yrityksiä. Erityisesti verkkomaksupalveluiden markkinoille on viime aikoina ilmaantunut useita toimijoita, jotka hyödyntävät internet-pohjaista liiketoimintamallia. Näitä ovat esimerkiksi Facebook (messenger payment) ja Klarna. Ala onkin voimakkaassa murroksessa.

Vuosittain myönnetty lainat (MEUR)*



Kulutusluotot / limiitit

GF Moneyyn pääliiketoiminta, johon yhtiön arvo myös mielestämme keskittyy. Sitoo pääomia, mutta pystyy tarjoamaan niille merkittäviä tuottoja

Rahoitus konsernilta

Ottolainakorko noin 7-8 % (Inderesin ennuste)

Tulos sijoitetaan pääosin kasvuun

Brang (perintä)

Luottotappiot
~10 % lainakannasta (Inderesin arvio)

Takaisinmaksu, korot ja kulut
korkokate ~35 % luottotappioiden jälkeen (Inderesin arvio)

Keskimääräinen lainasumma noin 1000 €

Merkittävä kuluerä, joka ei skaalaudu

Automatisoitu järjestelmä

Lainahakemuksia

Asiakkaita (2017 aikana yli 54 tuhatta)

Asiakashankinta (markkinointi)

Lainakanta (lainasaamiset)

Riskienhallinta

Antolainaus
keskikorko ~45 %
kuluineen (Inderesin arvio)

Asiakkaille tarjotaan luottolimiittejä sekä kiinteitä lainoja nopeasti ja helposti sivustoilla kuten lainasto.fi

Lähde: Inderes, kuvat havainnollistavia eivätkä oikeassa mittakaavassa.

*Luvut ovat tilintarkastamattomia. GF Money laajensi toimintaansa kuluttajarahoitukseen hankkimalla 50,2 % GF Money Consumer Finance Oy:n (entinen Lainasto Oy) äänivaltaisista osakkeista 20.10.2016 ja loput 49,8 % heinäkuussa 2017. "Kuluttajarahojutus ennen kuin tullut osaksi GF Money -konsernia" sisältää GF Money Consumer Finance Oy:n vuosittain myöntämät lainat 19.10.2016 mennessä eli ajalta, jolloin yhtiö ei kuulunut GF Money -konserniin.

Yrityslainat-liiketoiminta

Liiketoimintamalli ei skaalaudu samalla tavalla

Myös yrityslainoissa liiketoimintamallin pohjalla on korkoeron hyödyntäminen, mutta yrityslainat ovat vakuudellisia, summat ovat suurempia ja korot yleensä alhaisempia. Yrityslainat-liiketoimintaa ei myöskään voi samalla tavalla automatisoida: päätökset vaativat enemmän ihmisten kanssakäymistä ja tapauskohtaista harkintaa, minkä takia liiketoiminta ei myöskään skaalaudu samalla tavalla kuin kuluttajarahotus.

Riskejä vastaan vaaditaan vakuudet

GF Money tarjoaa velkakirjalainoja yrityksille ja yrittäjille ilman toimialarajoja. Lainan koko vaihtelee pääsääntöisesti 50 000 euron ja 10 MEUR:n välillä. Yrityslaina-asiakkaiden luottokelpoisuuden arviointi perustuu sekä asiakkaan taloudellisen tilanteen että liikeidean analysointiin, mutta riskit pyritään minimoimaan riittäväillä vakuuksilla. Kaikki GF:n myöntämät yrityslainat ovat vakuudellisia. Lainojen vakuuksina toimivat yhtiön mukaan konservatiiviset ja suhteellisen likvidit vakuudet kuten asuinhuoneistojen osakekirjat, kiinteistöjen panttikirjat tai pörssiosakkeet. Asuntojen ja kiinteistöjen vakuusarvojen määrittämisessä hyödynnetään kiinteistöliiketoiminnan markkinatuntemusta. Yleensä lainoihin vaaditaan myös yrittäjän takaus lainanottajan omistusrakenteesta riippuen.

Laina-aika vaihtelee lähes poikkeuksetta kuuden kuukauden ja kolmen vuoden välillä. Lainan vuosikorko on yhtiön mukaan tyypillisesti 16-18 %, minkä lisäksi peritään pääsääntöisesti 2 %:n järjestelypalkkio. Arviomme mukaan todellinen vuosikorko on lopulta keskimäärin noin 20 % (sisältäen kulut). Korot ovat korkeita verrattuna pankkien tarjoamaan rahoitukseen, minkä takia

pankit ovat lähtökohtaisesti ensimmäinen vaihtoehto lainanhakijoille, jos asiakkaalla ei ole kiire. Palveluiden myynti ja markkinointi perustuu GF Moneyn brändin yleisen tunnettavuuden parantamiseen, mutta myös henkilökohtaisilla suhteilla (esimerkiksi GF:n perustaja Kari Keskitalo) on merkittävä vaikutus liiketoimintaan.

Markkinat ja kilpailijat yrityslainoissa

Kotimaisten rahalaitosten myöntämien yrityslainojen määrä on ollut tasaisessa kasvussa etenkin vakuudellisten yrityslainojen johdattamana. Pankkisääntelyn kiristyminen on luonut markkinalle selkeän aukon, jossa kilpailu on varsin rajattua. GF Moneyn vahvuus yrityslainoissa on yhtiön mukaan lainaprosessin nopeus ja joustavuus perinteisiin pankkeihin ja muihin kilpailijoihin nähden. Yhtiön mukaan yrityslaina-asiakkaat koostuvat usein tahoista, jotka eivät saa pankeista hakemaansa lainaa, tarvitsevat luottopäätöksen nopeasti taikka kaipaavat pankeja joustavampaa palvelua.

Yhtiö pitää pääkilpailijoinaan erikoistuneita rahoituspalveluiden tarjoajia, joihin kuuluu pieniin ja keskisuuriin yrityksiin erikoistuneita omasta taseesta lainaavia toimijoita, yritysrahoitusrahastoja sekä vertaislaina- ja joukkorahoituspalveluita. Oleellisin kilpailija sektorilla on näkemysemme mukaan Collector Bank, minkä lisäksi sektorilla toimii yhtiöitä kuten Fellow Finance, Front Finance, Fundu, UB Rahoitus ja Elite Rahoitus.

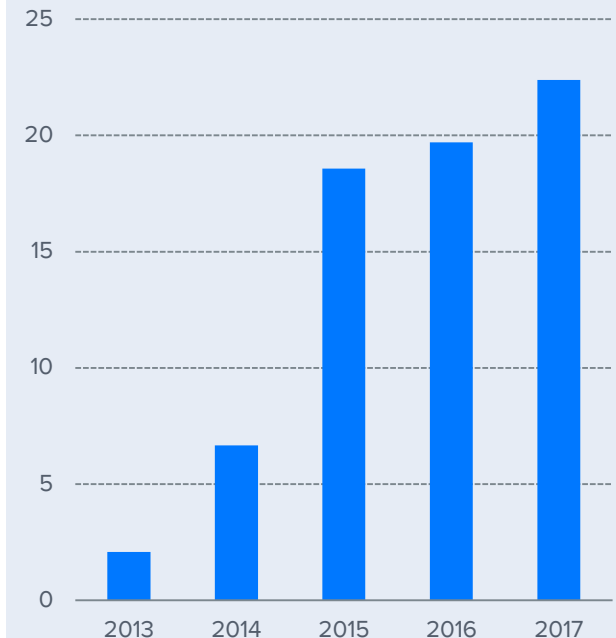
Mittakaava merkittävästi pienempi

GF:llä oli tilikauden 2017 aikana 47 aktiivista yrityslaina-asiakasta ja vuoden lopussa 32 yrityslaina-asiakasta. Yrityslainasaamiset 31.12.2017 olivat 16,5 MEUR keskimääräisen asiakaskohtaisen lainasumman ollessa 517 TEUR.

Avainlukuja 31.12.2017

16,5 MEUR	Yrityslainasaamiset
0,52 MEUR	Keskimääräinen lainasumma
237 päivää	Jäljellä oleva laina-aika keskimäärin
47	Asiakasta vuonna 2017

Vuosittain myönnettyt lainat (MEUR)*



*Taulukon luvut ovat tilintarkastamattomia

Factoring ja leasing-liiketoiminta

Factoring voi olla GF:lle tulevaisuuden tähti

GF Money aloitti factoring-rahoituksen tarjoamisen tilikauden 2017 lopussa. Liiketoiminta on vielä niin varhaisessa vaiheessa, että sen mahdollista menestystä on erittäin vaikea arvioida. Mielestämme liiketoiminnan pohja on kuitenkin vahva, markkinapotentiaali merkittävä ja liiketoimintamalli houkutteleva, minkä takia näemme factoring-liiketoiminnan potentiaalin erittäin suurena. Toistaiseksi näyttöjä ei kuitenkaan ole, minkä takia liiketoiminnalle ei mielestämme voi vielä antaa suurta arvoa.

Factoring-liiketoiminnan perusteet

Factoring-rahoituspalvelussa GF rahoittaa asiakkaan myyntisaamia käyttäen vakuutena tulevia saatavia, ja nopeuttaa siten asiakkaan kassavirtaa. GF tarjoaa myyntisaatavien rahoitusta lähinnä jatkuvana rahoituslimiitinä, mutta myös yksittäisten laskujen rahoitusta.

Kyseessä on suurille yhtiöille monesti merkittävä rahoituskanava, mutta GF tarjoaa factoring-rahoitusta pienille ja keskisuurille yrityksille niiden likviditeetin parantamiseksi. Pk-sektorille factoring-mallia ei ole toistaiseksi juurikaan tarjottu. GF onkin keskittynyt tarjoamaan ratkaisuja pk-yrityksille, jotka ovat yhtiön mukaan yleisesti ottaen alipalveltuja talletuspankkien toimesta ja joiden saatavilla on siten heikosti rahoitusratkaisuja. Factoring-palvelujen liikevaihto Suomessa on ollut selvässä kasvussa.

Factoring-palveluiden myynti tapahtuu pääsääntöisesti yhteistyökumppaneiden kautta. Yhteistyökumppaneiden kautta tarjottava factoring-rahoitus voidaan toteuttaa myös ns. white label -ratkaisuna, jolloin palvelu esiintyy yhteistyökumppanin brändin alla, mutta on GF Money:n tuottama ja rahoittama.

Taustalla on oma teknologia

GF:n factoring-palvelu pohjautuu yhtiön omaan teknologiaan. Teknologian keskeisenä vahvuutena on yhtiön mukaan yhdistää asiakkaiden laskutus, rahoitus, perintä ja kirjanpitoraportointi yhteen kokonaisuuteen, joka on helposti integroitavissa eri taloushallinnon järjestelmien kanssa. Yhtiön mukaan tämä mahdollistaa myös factoring-palveluiden tehokkaan laajentamisen tulevaisuudessa ilman merkittävää henkilöresurssien lisäämistä.

Ansaintamalli ja riskienhallinta

GF Money:n tuotot muodostuvat factoring-mallissa pääasiassa laskutuksen sovitusta prosenttiosuudesta tai rahoitetuista määristä. Veloitettavan prosenttiosuuden määrä riippuu rahoitettavien saamisten määrästä, laadusta ja suuruudesta sekä asiakkaan luottoriski-arvioinnista. Arviomme mukaan GF:n saama proviisio on tyypillisesti noin 2 % laskutettavasta määrästä, jos kiertoaika on 30 päivää. Jos asiakkaan luototusaste on esimerkiksi 70 % myyntisaatavista ja saatavien kiertoaika 30 päivää, sitoutuneelle pääomalle voidaan laskea lähes 35 %:n vuosittainen tuotto. Tämä on erittäin houkutteleva mahdollisuus erityisesti, koska liiketoiminta on voimakkaasti skaalautuvaa.

Factoring-rahoituksessa rahoitusriskin keskeisinä hallintaelementteinä ovat myönnettävän rahoituslimiitin määrä, enimmäisrahoitusaika sekä asiakkaan myyntisaatavien rahoitusaste, joka on tyypillisesti noin 30-70 % eli alhaisempi kuin tarjottavan rahoituksen vakuutena olevien myyntisaatavien euromäärä. Lisäksi voidaan myös asettaa rajoituksia yksittäisten ostajien laskujen rahoituksen enimmäismäärälle. Pääsääntöisesti yrittäjältä vaaditaan henkilökohtainen takaus rahoituslimiitille. Lähtökohtaisesti näemme

riskiprofiilin hyvin maltillisena.

GF Creditin johto tuli Nordealta

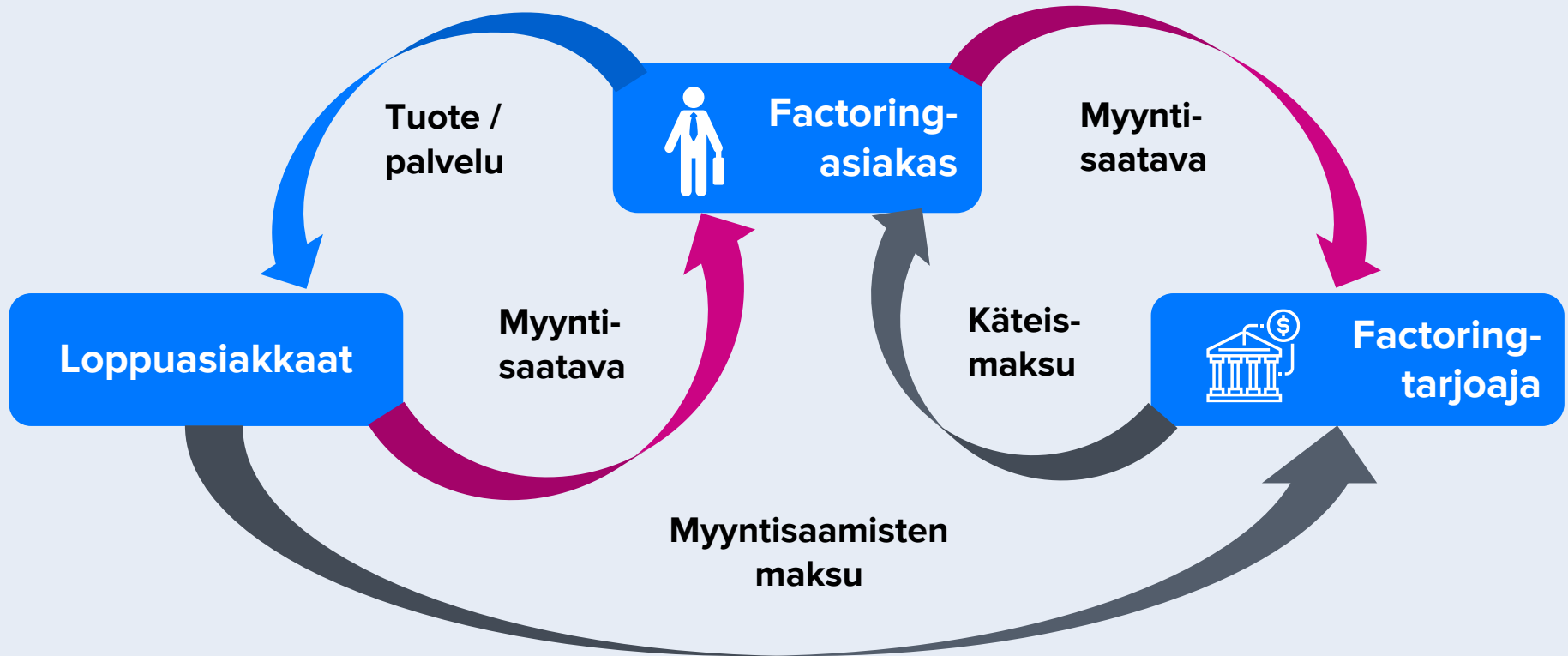
GF aloitti factoring-rahoituksen tarjoamisen tilikauden 2017 lopussa ja arvioi liiketoiminnan laajenevan tulevaisuudessa. Factoring-rahoitusta tarjoaa Tytäryhtiö GF Credit Oy, jossa liiketoiminnan johtajilla on 30 %:n omistusosuus ja optio 10 %:n lisäosuuteen liiketoiminnan edetessä suunnitellusti. Liiketoiminnan johtaja on Junno Roine, joka teki ennen siirtymistä GF:lle pitkän uran Nordeassa. Viimeisimpänä Roine oli Nordea Rahoituksen operatiivinen johtaja, ja häneltä löytyy laaja kokemus factoring-liiketoiminnasta. Nordea on factoring-liiketoiminnan selkeä markkinajohtaja, mikä antaa mielestämme uskottavuutta myös GF:n vielä alkuvaiheessa olevalle factoring-liiketoiminnalle.

Leasing-liiketoiminta tukiroolissa

GF Money on aloittanut myös leasing-rahoituksen välittämisen tilikauden 2017 lopussa. Leasing-rahoitus on palvelu, jolla tarjotaan rahoitus irtaimelle käyttöomaisuudelle. Sillä tarkoitetaan esineen pitkäaikaista vuokraamista, jossa asiakas maksaa irtaimiston käyttämisestä, ei sen omistamisesta. Yhtiö ei leasing-palveluissa tarjoa itse rahoitusta, vaan välittää yhteistyökumppaniensa rahoitusta. Yhtiön yhteistyökumppaneina on alan vakiintuneita toimijoita Euroopassa. Yhteistyökumppani omistaa rahoitettavan kohteen, jota asiakas vuokraa. Rahoitettava esine toimii siten vakuutena. Yhteistyökumppani maksaa leasing-asiakkaista GF:lle proviisiota ja kantaa itse luottoriskin. Yhteistyökumppanien tarjoama leasing-rahoitus täydentää yhtiön palvelutarjontaa, mutta emme pidä tätä merkittävänä tulevaisuuden ajurina.

Factoring-rahoitusmalli

Perinteinen factoring-malli



GF Money tarjoaa factoring-asiakkaalle luottolimiittiä, jotka ovat sidottu asiakassaamisiin. Luottoa asiakas saa 30-70 % asiakassaamisista sopimuksien mukaan. GF Creditin factoring-järjestelmä voidaan integroida osaksi asiakasyhtiön järjestelmiä, jolloin se voidaan myös automatisoida osaksi prosessia.

Kiinteistöliiketoiminta

Opportunistinen kiinteistösijoittaja

Yhtiön toinen raportoitava toimiala on kiinteistöliiketoiminta. Vuonna 2017 10 % konsernin liikevaihdosta koostui kiinteistöliiketoiminnasta, mutta liiketoiminnan luonteen takia se satoi merkittäviä pääomia ja näkyi toisaalta voimakkaammin tuloksessa kiinteistöjen käyvän arvon muutoksien takia.

Kiinteistöliiketoiminta koostuu kiinteistösijoituksista ja kiinteistökehityksestä sekä kiinteistönvälityksestä. Arvonluonnin kannalta kriittisintä on kuitenkin lopulta onnistuminen opportunistisissa sijoituksissa mahdollisimman likvideihin asunto-osakkeisiin tai kiinteistökehityshankkeisiin.

Vaikka GF on onnistunut kiinteistösijoituksissaan viime vuosina varsin hyvin ja yhtiölle avautuu välillä houkuttelevia mahdollisuuksia rahoituskanavan takia, emme pidä kiinteistöliiketoimintaa sijoittajien kannalta erityisen houkuttelevana. Mahdollisessa merkittävässä markkinakäänteessä myös taseriskit voisivat olla huomattavia.

Kiinteistösijoituksien liiketoimintamalli

Yhtiö harjoittaa kiinteistösijoitusta ja kiinteistökehitystä sijoittamalla varojaan lähinnä yliopistokaupunkien ja muiden kasvukeskusten asunto-osakkeisiin tai kiinteistökehityshankkeisiin. Yhtiön tarkoituksena ei ole omistaa kiinteistösijoituskohteita pitkäaikaisesti, vaan se pyrkii hyödyntämään investointikohteiden haussa synergioita konsernin muista liiketoiminnoista ja sijoittamaan opportunistisesti mahdollisimman likvideihin kohteisiin kasvukeskuksissa. Näemme rahoitusliiketoiminnalla tässä merkittävän roolin, sillä tätä kautta GF voi saada tietoa esimerkiksi

rahoitusyritysten ja -hankkeiden haastavasta tilasta. Näissä tilanteissa yhtiöllä voi avautua mahdollisuus ostaa kohteita selvästi markkinahintaa alemmalla tasolla.

Yhtiön mukaan sijoituskohteiden valintaa ohjaa ensisijaisesti kohteesta mahdollisesti saatavissa oleva merkittävä myyntikate. Kohteen makro- ja mikrosijainti sekä hinta ovat tärkeimmät sijoituskriteerit. GF sijoittaa lähinnä uusiin kerros- tai rivitaloasuntoihin, mutta yhtiön omistukseen voi tulla yritysainojen vakuuksista realisoituneita kiinteistöjä tai asunto-osakkeita.

Hankinta rahoitetaan konsernin omista varoista, minkä lisäksi yhtiö hyödyntää perinteistä pankkirahoitusta, esimerkiksi kohteen taloyhtiölainan muodossa. Kiinteistöliiketoimintaa harjoittaa Tytäryhtiö GF Property Oy ja sen tytäryhtiöt.

Kiinteistöportfolion arvo on noin 24 MEUR

GF:n kiinteistösijoituksien käypä arvo oli yhtiön mukaan 23,8 MEUR vuoden 2017 lopussa, mikä on yhtiön mittakaavassa merkittävä summa. Käypä arvo määritetään pääsääntöisesti ulkopuolisen kiinteistöarvioijan tekemän arvion perusteella, ja mielestämme tasearvot ovat uskottavia.

Käypä arvo vastaa velatonta kauppahintaa, jolla omaisuus arviopäivänä vaihtaisi omistajaa liiketoimeen halukkaiden ja toisistaan riippumattomien myyjän ja ostajan välillä asianmukaisen markkinoinnin jälkeen osapuolten toimiessa asiantuntevasti, harkitusti ja ilman pakkoa. GF:n Uudellamaalla sijaitsevien kohteiden käypänä arvona on käytetty kohteista vuoden 2017 lopulla solmitun kauppakirjan mukaisia velattomia myyntihintoja.

GF:n osien summa-arvonmäärityksessämme olemme määrittäneet liiketoiminnan arvon pääosin kiinteistöjen käyvän arvon kautta, joten varsinaiselle liiketoiminnalle emme ole antaneet oleellista arvoa. Huomautamme, että osien summassa käyttämämme 25 MEUR:n arvo sisältää myös Westhouse-kiinteistövälityksen.

Kiinteistövälitys

GF Money tarjoaa myös kiinteistön- ja asunnonvälityspalveluita, asuntojen vuokrausta sekä arviokirjoja Westhouse-brändin alla. Toiminta-alueena on ensisijaisesti Espoon ja Helsingin alue. Erityisosaamista Westhousella on yhtiön mukaan arvoasunnoista, lomakiinteistöistä, erityiskohteista ranta-alueilla ja saarikohteista. Asiakashankinta tapahtuu oman myynnin ja Westhouse-brändin markkinoinnin avulla.

Yhtiön käsityksen mukaan se perehtyy keskimääräistä enemmän myytävien kohteiden ennakkotutkimukseen, millä pyritään välttämään vastuukysymyksistä mahdollisesti johtuvat ongelmalliset jälkiselvittelytilanteet.

Euro-Westhousen liikevaihto oli noin 1,7 MEUR vuonna 2017 ja liiketulos oli hieman tappiollinen (noin 60 TEUR). Odotamme liikevaihdon kasvavan hieman lähivuosina ja tuloksen nousevan lievästi positiiviseksi. Näemme kiinteistövälityksen tukitoimintona, jonka asiantuntemusta voidaan hyödyntää muissa liiketoiminnoissa. Oleellisena arvonluojana emme liiketoimintaa näe, eikä sillä myöskään ole suurta roolia arvonmäärityksessä.

GF Moneyn liiketoimintamallin kuvaus



Markkinakatsaus (1/3)

Suomalaiset velkaantuvat

Suomalaisten kotitalouksien velkaantumisasaste suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin on ollut tasaisessa kasvussa jo pidemmän aikaa ja liki kaksinkertaistunut 2000-luvun alusta. Vuoden 2017 lopussa suomalaisten kotitalouksien velka oli ennätyskellisen korkealla tasolla määrän ollessa noin 1,28-kertainen suhteessa käytettäviin tuloihin. Vaikka suomalaisten kotitalouksien velkaantuneisuus on viime vuodet ollut tasaisessa kasvussa, suhteessa käytettäviin tuloihin se on kuitenkin selvästi alhaisemmalla tasolla kuin muissa Pohjoismaissa. Lisäksi kotitalouksien korkomenot suhteessa käytettäviin tuloihin ovat olleet viimeiset vuodet tasaisessa laskussa yleisen matalan korkotason ansiosta. Vuoden 2017 lopussa kotitalouksien korkomenot vastasivat noin 1,6 % käytettävissä olevista tuloista. Lisäksi velkaantumista tarkastellessa on tärkeää huomata, että suomalaisten kotitalouksien lainakannasta noin 78 % koostui vuoden 2017 lopussa asuntolainoista.

Maksuhäiriöisten henkilöiden määrä kasvoi Suomessa voimakkaasti finanssikriisin jälkeisinä vuosina aina vuoteen 2014 saakka. Viime vuosina maksuhäiriöisten henkilöiden määrän kasvu on kuitenkin selvästi hidastunut johtuen arviomme mukaan työllisyysilanteen parantumisesta sekä 2013 voimaantuneesta korkokatosta. Vuoden 2018 maaliskuun lopussa maksuhäiriöisiä henkilöitä oli Suomessa noin 373 600 (lähde: Suomen Asiakastieto).

Kulutusluottojen määrä nopeassa kasvussa

Vaikka suomalaisten kotitalouksien velasta valtaosa on edelleen asuntolainoja, viime vuosina kulutusluotot ovat kuitenkin kasvaneet selvästi asuntolainojen määrää nopeammin. Finanssiala

ry:n kesällä 2017 julkistaman kyselytutkimuksen mukaan joka neljännellä suomalaisella on jokin kulutusluotto. Tavallisin kulutusluottomuoto on tutkimuksen mukaan pankista otettu kulutusluotto, jota on 20 %:lla suomalaisista. Osamaksuluotto (ei pankin myöntämä) oli 6 %:n vastanneista.

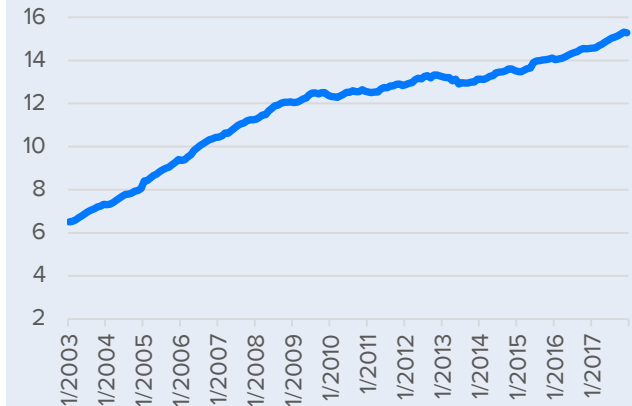
Yhteensä kotitalouksien kulutusluottokanta on arvion mukaan lähes 19 miljardia euroa (lähde: Suomen Pankki). Tästä Suomessa toimivien luottolaitosten myöntämiä on noin 80 %. Marraskuussa 2017 suomalaisten rahalaitosten kotitalouksille myöntämien kulutusluottojen kanta oli 15,2 miljardia euroa, josta vakuudettomien kulutusluottojen osuus oli 4,6 miljardia euroa, vakuudellisten osuus 5,9 miljardia euroa ja tili- ja korttiluottojen osuus 4,7 miljardia euroa.

Eniten kasvua tapahtui vakuudettomissa kulutusluotoissa, jotka kasvoivat 10,9 % marraskuussa 2017 edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan nähden. Tämä 4,6 miljardia euroa on GF:n kuluttajarahoituksen kannalta relevantin lukema, ja antaa kuvan teoreettisen markkinan koosta. Toisaalta se myös kertoo, miten pieni toimija GF markkinalla on.

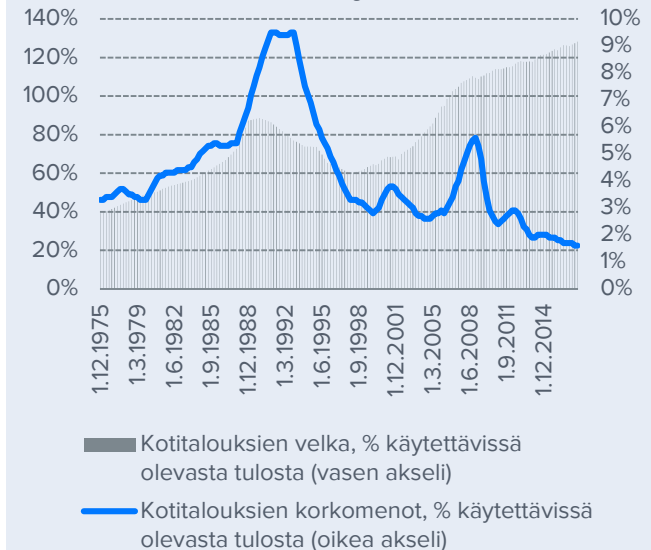
Suomi on pieni markkina EU:ssa

GF:n tärkein toimintamaa kuluttajarahoituksessa on Suomi, mutta lisäksi kuluttajarahoitusta tarjotaan Ruotsissa ja Tanskassa. Koko EU-alueen kotitalouksille myönnettyjen kulutusluottojen määrästä suomalaisten rahalaitosten osuus oli noin 15,3 miljardia euroa (1,7 %), ruotsalaisten 21,4 miljardia (2,3 %) ja tanskalaisten 16,4 miljardia euroa (1,8 %). Joulukuussa 2017 Euroopan Unionin rahalaitosten myöntämien kulutusluottojen määrä kotitalouksille oli noin 918,9 miljardia euroa.

Kulutusluotot suomalaisilta rahalaitoksilta (miljardia euroa)



Velkaantumisaste ja korkorasitus



Markkinakatsaus (2/3)

Yrityslainat

Suomalaisten rahalaitosten myöntämien lainojen yhteenlaskettu määrä on kasvanut viime vuosina. Kasvu on painottunut erityisesti vakuudellisiin yritysainoihin. Vuoden 2017 lopussa suomalaisten rahalaitosten euroalueen yrityksille myönnettyjen lainojen kanta oli noin 79 miljardia euroa, josta noin 43 miljardia euroa oli vakuudellista lainaa (vakuutena asunto- tai kiinteistövakuus tai muu vakuus). Suomen Pankin mukaan kasvu on kohdistunut pieniin ja keskisuurin (alle 1 MEUR:n) lainoihin, kun taas suurten (yli 1 MEUR:n) lainojen nostot ovat vähentyneet.

Etenkin pienten ja keskisuurten yritysten tärkein rahoittajataho on pankit. Pankkisektorin rakennemuutoksista johtuva pankkien toiminnan supistuminen on kuitenkin luonut tilaa muille uusille rahoitussektorin toimijoille. Suomen Pankin mukaan perinteisen pankkisektorin ulkopuolisilla uusilla toimijoilla on tärkeä merkitys rahoitusmarkkinoilla, sillä ne laajentavat rahoituksen lähteitä, tukevat markkinalikviditeettiä ja hajauttavat riskejä.

Pankkisektorin ulkopuoliset toimijat saattavat myös olla merkittäviä toimijoita tietyillä pienillä ja erikoistuneilla markkinoilla, joissa perinteisellä pankkisektorilla ei ole halua tai kykyä toimia, minkä lisäksi ne ovat toimineet myös merkittävänä lähteenä erilaisille rahoitusnovaatioille. Perinteisten talletuspankkien ulkopuolisten toimijoiden kautta kasvava markkinaperusteinen rahoitus on näiden toimijoiden kautta kanavoitumassa mm. kulutusluottomarkkinoille ja yritysten velkakirja- ja lainamarkkinoille.

Factoring- ja leasing-markkinat kasvavat

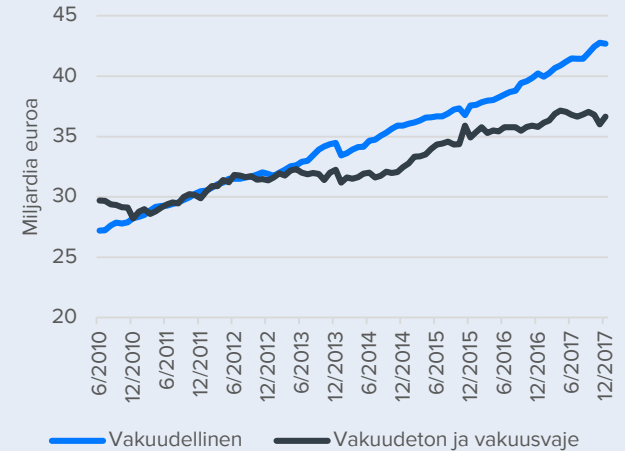
Factoring-palvelujen suosio on pitkällä aikavälillä kasvanut Suomessa selvästi. Factoring-palveluiden liikevaihto, eli rahoitusyhtiöiden rahoittamien ja ostamien myyntisaatavien määrä, oli Suomessa arviolta noin 22,0 miljardia euroa vuonna 2016. Factoring-palveluiden markkinan koko Suomessa on hieman suurempi kuin Ruotsissa (20,5 miljardia euroa) sekä selvästi suurempi kuin Tanskassa (13,2 miljardia euroa). Tarkasteltaessa koko Euroopan Unionia, on Suomen osuus factoring-palveluiden yhteenlasketusta liikevaihdosta vain 1,5 %.

Leasing-palveluiden markkinan kokoa voidaan arvioida tarkastelemalla leasing- ja osamaksurahoituksella hankittujen kohteiden arvoa. Suomessa leasing- ja osamaksurahoituksella hankittujen laitteiden kannan arvo on viime vuosina kasvanut hyvin maltillisesti ollen noin 9,7 miljardia euroa vuoden 2016 lopussa.

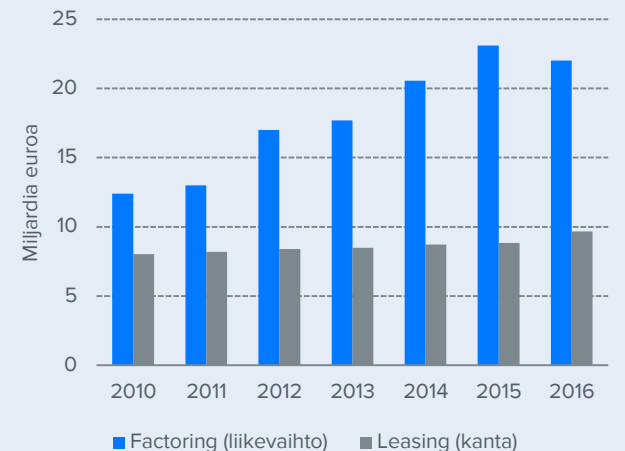
GF:n markkinaosuus on minimaalinen

Sekä kuluttajarahoitusta että yritysrahoitusta ovat erittäin suuria markkinoita pelkästään Suomessa. GF Moneyn ydinalueita ovat arviomme mukaan vakuudettomat kulutusluotot, jonka koko oli Suomessa yhteensä 4,6 miljardia euroa vuonna 2017, sekä (pääosin) pk-sektorille suuntautuvat vakuudelliset yritysainat. GF Money on lainakannallaan (2017: 56,2 MEUR) minimaalinen toimija markkinalla Suomessa, joka on edelleen valtaosin talletuspankkien hallinnassa. Yhtiö kuuluu kuitenkin kuluttajarahoituksessa ydinalueillaan suurimpien joukkoon Suomessa, ja yhtiöllä on kriittinen massa toimintaan muuttuvassa ympäristössä. Kasvupotentiaalia on kuitenkin valtavasti, varsinkin jos huomioidaan myös Eurooppa.

Suomalaisten rahalaitosten lainat yrityksille



Kohdevakuudellisen rahoituksen kehitys Suomessa



Markkinakatsaus (3/3)

Rahoitusmarkkinoilla on käynnissä murros

Näkemyksemme mukaan sekä kuluttajarahoi- tusta että yritysrahoitus ovat tällä hetkellä murroksessa varsinkin, kun käsittelemme GF Moneyn ydinalueita. Näitä ovat vakuudettomat kulutusluotot ja -limiitit, sekä pk-sektorille suunnatut vakuudelliset yrityslainat. Molempia sektoreita on aikaisemmin dominoineet talletuspankit, joiden rooli on kuitenkin pienentymässä. Taustalla on muun muassa pankkien kiristynyt sääntely, teknologian kehittyminen (missä pankit eivät ole täysin pysyneet mukana) ja ainakin osittain uudistuvat kuluttajatottumukset. Osittain nämä tekijät, ja toisaalta uusien yhtiöiden innovatiiviset ratkaisut, ovat synnyttäneet uuden FinTech-toimialan.

Kuluttajarahoituksen tärkeitä trendejä

Seuraavat trendit ovat mielestämme tällä hetkellä jo käynnissä kuluttajarahoitussektorilla. Käsittelemme niistä tärkeimpiä myöhemmin.

- Vakuudettomat kulutusluotot kasvavat nopeasti, missä taustalla on mielestämme kulustottumuksien osittainen muuttuminen. Osamaksujen kk-erät ovat joillekin kuluttajille tärkeimpiä kuin tuotteen hinta. Trendi on paljon pidemmällä esimerkiksi Yhdysvalloissa, mutta erilaiset osamaksujärjestelyt yleistyvät koko ajan myös Suomessa.
- Uudet digitaaliset toimijat haastavat perinteiset talletuspankit ketteryydellään ja uusilla kuluttajille helpoilla ratkaisullaan. Uusi teknologia ja digitalisaatio mahdollistavat prosessien automatisoinnin ja tehokkuuden. Perinteisten pankkien tilannetta vaikeuttaa kiristynyt sääntely ja vanhojen järjestelmien kankeus ja tehottomuus.

- Kulutusluottojen kasvu on luonut merkittävän markkinan myös niiden välitykselle sekä vertailulle. Näin ollen lainojen välitys- ja vertailupalvelut kasvavat. Samalla kun tämä voi tarkoittaa kasvua, pitäisi näiden palveluiden parantaa myös läpinäkyvyyttä hinnoitteluun. Tuote (raha) on sama, minkä takia todellisen vuosikoron vertailtavuuden pitäisi auttaa kuluttajien valitsemaan paras vaihtoehto. Tämän pitäisi painaa keskiporkkoja ainakin keskipitkällä aikavälillä.
- Vertaislainapalvelut tulevat arviomme mukaan kasvamaan voimakkaasti. Vertaislaina-alustat (kuten Fellow Finance) välittävät lainoja yksityishenkilöiden (ja yritysten) välillä, ja leikkaavat siten välikäden. Alustan toimissa oikein korot määräytyvät ”markkinalla”, kun sijoittajat kilpailevat lainoista ja painavat siten korkoja alaspäin. Vahvuudeksi nousee mielestämme läpinäkyvyys ja mahdollisesti korkeampi eettisyys. Lainanhakijan kannalta prosessi ei välttämättä ole yhtä vaivatton kuin kulutusluottoyhtiön kanssa asioidessa.
- Erityisesti kuluttajarahoituksessa toimialan sääntelyllä on kriittinen rooli alan kehityksen suhteen. Sääntelyä on yleisesti kiristetty viime vuosina ja trendi vaikuttaisi jatkuvan.

Uudet toimijat tulevat valtaamaan alaa

Näkemyksemme mukaan toimialalla tulevat menestymään erityisesti yritykset, jotka pystyvät parhaalla tavalla hyödyntämään uutta teknologiaa (digitalisaatio & automatisaatio) ja tarjoamaan kuluttajille kilpailukykyisiä palveluita skaalautuvalla liiketoimintamallilla. GF:n alueilla parhaiten trendeissä ovat mielestämme kiinni vertaislainapalvelut, mutta myös GF:llä on hyvä tarjonta kuluttajarahoitukseen ja GF Creditin factoring-konsepti vaikuttaa erittäin lupaavalta.

Muutamia lainojen välitys- ja vertailupalveluita

OMA laina.fi

Lendo

rahalaitos

Zmarta

simplia

Muutamia vertaislainapalveluita



FIXURA

FELLOW FINANCE

Lainaja.fi

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategia

GF:n strategiana on tarjota monipuolisia rahoituspalveluita nopeasti hyödyntäen digitaalisia jakelukanavia ja kehittäen tärkeitä finanssitekniologioita sekä tehdä sijoituksia opportunistisesti mahdollisimman likvideihin kiinteistökohteisiin. Strategian keskeiset teemat ovat yhtiön mukaan:

- Teknologijahtajuus tehokkaasti skaalautuvissa palveluissa
- Uusien tuotteiden ja palveluiden tuominen nykymarkkinoille
- Kansainvälinen laajentuminen

Strategiassa painottuu voimakkaasti kasvu ja laajentuminen uusiin tuotteisiin sekä uusille maantieteellisille alueille. Tässä yhtiötä tukee finanssisektorin murros, jossa perinteiset pankit menettävät asemiaan uusille ketterimmille ja digitaalisesti toimiville haastajille. Teknologian kehitys, sen mahdollistama tehokkuus sekä skaalautuvuus ovat kriittisiä tekijöitä, ja tukevat kasvumahdollisuuksia.

Murrosta ajavat myös toimialan sääntelyn lisääntyminen, joka toisaalta on avannut uusia mahdollisuuksia (perinteinen pankkilainaus vaikeutunut) ja tiputtanut pois arveluttavia kilpailijoita ("pikavippien" korkokatto). Lisäksi pankkijärjestelmien rajapintojen avautuminen avaa mahdollisuuksia uudelle finanssitekniologialle.

Mielestämme markkinatrendit ovat selkeät ja ne tulevat avaamaan GF:n kaltaiselle toimijalle mahdollisuuksia. Yhtiö on positioitunut mielestämme kohtuullisen hyvin hyötymään näistä trendeistä, vaikka yhtiö ei ole mukana esimerkiksi vertaislainoissa.

Keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

GF on kertonut yhtiön keskipitkän aikavälin taloudelliseksi tavoitteikseen seuraavat:

- Liikevaihdon vuosittainen kasvu keskimäärin yli 25 %
- Oman pääoman tuotto (ROE) vuositason keskimäärin yli 15 %
- Omavaraisuusaste vähintään 15 %

Lisäksi GF Money pyrkii jakamaan vuosittain vähintään 30 % nettotuloksestaan osinkoina, ottaen kuitenkin huomioon yhtiön keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet.

GF profiloituu selvästi kasvuyhtiöksi

Tavoitteet kertovat yhtiön voimakkaasta kasvuhallusta ja tavoitteista mielestämme haastavin on yli 25 %:n voimakas kasvu. Yli 15 %:n oman pääoman tuoton pitäisi olla yhtiölle hyvin saavutettavissa, joskin tähän vaikuttaa voimakkaasti taserakenne ja sitä kautta omavaraisuusaste. Olemme suhteuttaneet omia ennusteitamme yhtiön taloudellisiin tavoitteisiin seuraavalla sivulla.

Vähintään 15 %:n omavaraisuusaste kertoo mahdollisuudesta käyttää voimakasta velkavipua. Jos 15 %:n omavaraisuusastetta kuitenkin verrattaisiin pankkien pääomavaatimuksiin, on se vielä suhteellisen maltillinen. Merkittäville virheillä tämä ei kuitenkaan enää antaisi puskuria, minkä takia tällä tasolla osakkeenomistajien riski olisi huomattava. Merkittävän velkavivun käyttäminen on kuitenkin mielestämme täysin perusteltua, kunhan riskienhallinnasta ei tingitä kasvun saavuttamiseksi. Tässä yhtiön täytyy huomioida myös markkinan ja kuluttajakäyttäytymisen

mahdolliset muutokset.

Annin toteutuessa yhtiön suunnitelmien mukaan taserakenne olisi kuitenkin huomattavasti vahvempi ja omavaraisuusaste olisi arviomme mukaan noin 50-55 %. Näin ollen yhtiö pystyy tulevaisuudessa kasvamaan merkittävästi velkavipua kasvattaen ilman uusia pääomia.

Käsittelemme taserakennetta ja annin vaikutuksia siihen laajemmin seuraavassa kappaleessa.

Johdolla on merkittävä omistus, vanhat omistajat eivät myy listautumisannissa

GF:n johdolla on merkittävä omistus yhtiössä ja mielestämme on tärkeää, ettei kukaan nykyisistä omistajista myy osakkeitaan suunnitellussa listautumisannissa. Samalla kaikki omistajat sitoutuvat luovutusrajoituksiin. Suunnitellun listautumisannin toteutuessa kaikki nykyiset osakkeenomistajat sitoutuvat luovutusrajoitukseen:

- 50 % osakkeista vapautuu 180 päivän kuluttua ensimmäisestä kaupankäyntipäivästä
- 50 % osakkeista vapautuu 365 päivän kuluttua ensimmäisestä kaupankäyntipäivästä

Kukaan vanhoista omistajista ei siis myy annissa osakkeita, mikä vahvistaa luottamustamme annin järkevyyteen ja hinnoitteluun. On kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista, että anti onnistuu hyvin ja osake kehittyy tämän jälkeen positiivisesti. Luovutusrajoitukset voisivat toki olla pidempiäkin.

Strategian kehittyminen ja päätekijät

Nykyinen GF Money-konserni rakennetaan yritysjärjestelyillä

- GF Money haki strategista suuntaa ja kasvua yritysostoilla
- Erityisen tärkeä yritysosto oli kuluttajarahoituksen pohjan luonut Lainasto Oy (10/2016)
- GF Credit perustettiin vuoden 2017 lopussa

Nykyinen strategia muodostuu, fokus kannattavassa ja skaalautuvassa kasvussa

Strategian keskeiset teemat ovat:

- Teknologijahtajuus tehokkaasti skaalautuvissa palveluissa
- Uusien tuotteiden ja palveluiden tuominen nykymarkkinoille
- Kansainvälinen laajentuminen
- Kiinteistösjoittaminen on edelleen osa strategiaa, mutta mielestämme siirtymässä taka-alalle

Rahoitusrakenteen uusiminen ja kasvun kiihdyttäminen

- Listautumisannin onnistuessa yhtiön rahoitusrakenne muuttuu
- Uusi pääoma mahdollistaa kasvun kiihdyttämisen lähivuosina
- Odotettavissa uusia kansainvälisiä avauksia
- GF Money-konsernin laajentuminen on mielestämme selvästi vakaammalla pohjalla onnistuneen listautumisen jälkeen

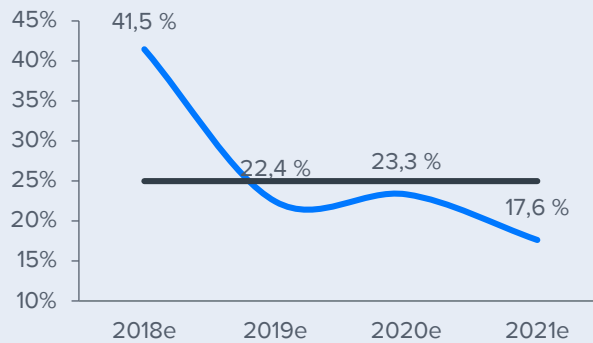
– 2017

2017-2018

2018 –

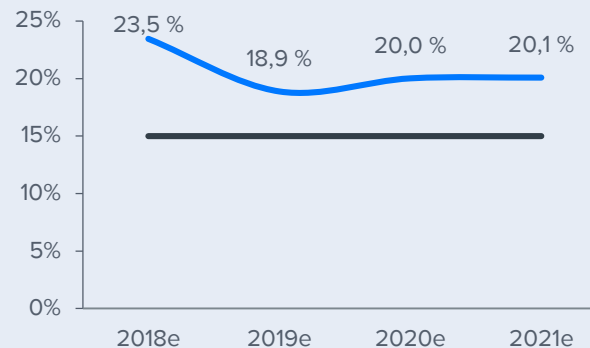
GF:n taloudelliset tavoitteet suhteutettuna ennusteisiimme

Kasvutavoite >25 % keskimäärin



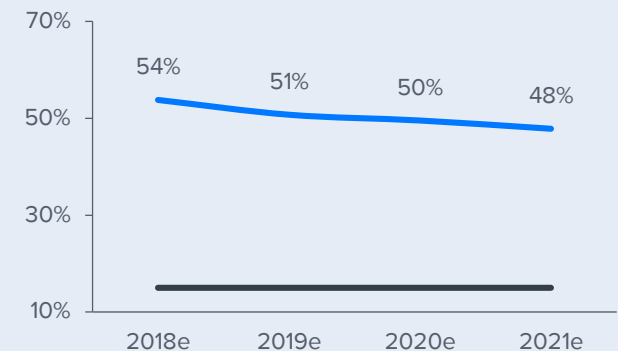
— Inderes ennuste: liikevaihdon kasvu-%
— Yhtiön taloudellinen tavoite

ROE-tavoite >15 % keskimäärin



— Inderesin ennuste: oman pääoman tuotto-%
— Yhtiön taloudellinen tavoite

Omavaraisuusaste minimi >15 %



— Inderesin ennuste: omavaraisuus-%
— Yhtiön taloudellinen tavoite

Listautumisanti ja taserakenne (1/2)

Antirahat uudistavat pääomarakenteen

GF on profiililtaan selkeästi kasvuyhtiö, ja yhtiön hakema kasvu sitoo pääomia. Yhtiön listautumisen annin taustalla onkin erityisesti pääomarakenteen uudistaminen ja vahvistaminen. Yhtiö itse kertoo, että annin tarkoituksena on:

- Parantaa mahdollisuuksia kasvaa strategian mukaisesti
- Kehittää pääomarakennetta ja optimoida rahoituskuluja
- Kohentaa GF Money:n ja liiketoiminnan tunnettavuutta
- Parantaa mahdollisuuksia hankkia rahoitusta pääomamarkkinoilta
- Laajentaa omistuspohjaa
- Mahdollistaa omien osakkeiden tehokkaamman käytön maksuvälineenä mahdollisissa yrityskaupoissa

Listautumisannissa hankittavat varat käytetään GF Money:n strategian mukaiseen kasvun rahoittamiseen ja yhtiön pääomarakenteen sekä taloudellisen aseman vahvistamiseen. GF:llä on myös harvinaisen selkeä suunnitelma antirahojen käyttöön, sillä listautumisannissa hankittavista varoista suuri osa tullaan käyttämään tytäryhtiö GF Money Consumer Finance Oy:n B- ja C-sarjojen osakkeiden lunastukseen siltä osin kuin B- ja C-sarjojen osakkeenomistajat eivät osallistu apporttianttiin. Yhteensä näiden B- ja C-sarjojen lunastamiseen tarvitaan noin 26,2 MEUR, kun annilla haetaan yhteensä noin 40 MEUR:n pääomia. Näin ollen B- ja C-osakesarjojen lunastamiseen käytetään merkittävä osa antirahoista, mikä muuttaa myös oleellisesti yhtiön tulosta ja sen jakautumista.

Rahoitus on nojannut etuoikeusosakkeisiin

GF Money-konsernia on rahoitettu omistajilta ja sijoittajilta nostetuilla lyhytaikaisilla lainoilla sekä vähemmistöosuuksina esitetyn tytäryhtiö GF Money Consumer Finance Oy:n B- ja C-sarjan osakkeiden kautta. Rahoituksen luonne on mielestämme tärkeä ymmärtää, vaikka annin onnistuessa B- ja C-sarjojen osakkeet lunastetaan ja näihin liittyvä rahoitusriski poistuu.

GF:n omavaraisuus oli vuoden 2017 lopussa vain 9,7 % (2016: 9,4 %), mikä kertoo voimakkaasti velkavivusta. Jos omaan pääomaan lasketaan myös merkittävä vähemmistöosuus, omavaraisuusaste oli 38,2 % (2016: 44,5 %). Tämä vähemmistö vastaa pääosin B- ja C-sarjan osakkeita, jotka yhtiö voi lunastaa 60 päivän kuluessa oma-aloitteisesti ja tulee lunastaa 14-90 päivän kuluessa osakkeenomistajan vaatimuksesta osakeyhtiölain asettamien edellytysten täytyessä. Toisaalta jos B- ja C-sarjojen osakkeenomistajat tekisivät samanaikaisesti yhtiölle lunastamisvaatimuksen, joutuisi GF Money maksamaan osakkeiden 26,2 MEUR:n lunastusarvon osakkeiden omistajille osakeyhtiölain puitteissa. Yhtiön kassassa oli vuoden 2017 lopussa 5,5 MEUR, minkä takia listautumisesite sisältää rahoitukseen liittyvän riskin, joka on esitetty seuraavasti:

”Yhtiöllä ei ole riittävää käyttöpääomaa seuraavan 12 kuukauden ajaksi, jos GF Money Consumer Finance Oy:n B- ja C-sarjan osakkeiden omistajat vaatisivat näiden osakkeiden lunastamista merkittävässä määrin tai kokonaan, eikä ole varmuutta siitä, että Yhtiö pystyy hankkimaan riittävän käyttöpääoman mainittuihin lunastuksiin ja lyhytaikaisten lainojen takaisinmaksuun”

GF Money:n rahoitusratkaisu on mielestämme perustunut luottamukselle siitä, etteivät B- ja C-sarjojen osakkeenomistajat vaatisi pääomia

takaisin ainakaan samanaikaisesti. Historiassa B- ja C-lunastuksia on ollut suhteellisen vähän.

Tietty suoja yhtiöllä kuitenkin on, koska B- ja C-osakesarjoja kohdellaan omana pääomana ja niiden lunastaminen on siten käytännössä omien osakkeiden ostamista. Osakeyhtiölaki estää omien osakkeiden oston, jos tämä asettaa yhtiön maksukykyisyyden epävarmaksi. Käytännössä omien osakkeiden hankinta tai lunastus tapahtuu yleensä samoin edellytyksin kuin osingonjako.

Osakeyhtiölaki siis käytännössä estää lunastukset, jos se asettaisi yhtiön toiminnan jatkuvuuden vaaraan. Näin ollen GF Money ei näkemyksemme mukaan joutuisi selvitystilaan skenaariossa ”samanaikainen B- ja C-sarjojen lunastusvaatimus”. Mielestämme on kuitenkin selvää, että yhtiön rahoitustilanne muodostuisi skenaariossa erittäin tukalaksi ja yhtiön tarvitseman uuden pääoman hinta olisi skenaariossa todennäköisesti korkea. Vanhojen omistajien kannalta tilanne olisi arviomme mukaan erittäin epäedullinen.

Yhtiöllä on varsin likvidejä omaisuuseriä

Pidämme GF Money-konsernin aikaisempaa taserakennetta erittäin korkeariskisenä, koska se on nojannut lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan ja etuoikeusosakkeisiin. Tilannetta helpottaa se, että yhtiön tärkeimmät omaisuuserät ovat varsin likvidejä. Yhtiön lainakanta (2017: 56,2 MEUR) on toimialalla erittäin haluttua ja myytävissä myös lyhyellä aikavälillä, mutta silloin kannasta saatava hinta ei olisi optimaalinen. Lainakannan myyminen veisi kuitenkin yhtiön selvästi pienempään kokoluokkaan ja mielestämme tuhoaisi omistaja-arvoa. Lisäksi GF voisi myydä kiinteistösijoituksiaan (2017: 23,8 MEUR), joiden nopea myyminen järkevään hintaan voisi kuitenkin olla haastavaa.

Listautumisanti ja taserakenne (2/2)

Taserakenne annin toteutuessa suunnitellusti

Yhtiö on ilmoittanut tavoitteekseen kerätä 40 MEUR omaa pääomaa listautumisannissa. Jos listautuminen sujuu yhtiön suunnitelmien mukaan ja raha saadaan kerättyä, yhtiön taserakenne uudistuu täysin. Yhtiö on kertonut, että se tulee käyttämään antivaroja GF-Money Consumer Finance Oy:n B- ja C-osakesarjojen lunastukseen, mikä vaatii arviomme mukaan 26,2 MEUR (yhtiö on sitoutunut käyttämään vähintään 15 MEUR vähennettynä apporttiannin lopullisella määrällä). Mikäli se lunastaa kaikki nämä osakkeet, aiemmin käsitelty likviditeettiriski poistuu. Tämän lisäksi yhtiö saisi uutta pääomaa noin 12 MEUR, minkä yhtiö pystyy arviomme mukaan allokoimaan nopeasti tuottaviin kohteisiin. Tämä antaa yhtiölle merkittävän kasvumahdollisuuden arviomme mukaan houkuttelevalla pääoman tuotto potentiaalilla.

Arviomme mukaan GF Money-konsernin omavaraisuusaste olisi annin jälkeen noin 50-55 %, mikä on mielestämme yhtiölle erittäin hyvä taso. GF:n taloudellisissa tavoitteissa annettu minimiomavaraisuusaste on vain 15 %. Yhtiö pystyisi siis arviomme mukaan vahvistamaan kasvua ottamalla merkittävästi velkavipua. Verrattuna antia edeltäneeseen tilanteeseen yhtiön riskiprofiili laskisi silti voimakkaasti.

Vieraan pääoman kustannuksen pitäisi myös laskea

Mielestämme erittäin korkeasta riskiprofiilista huolimatta GF Money on saanut myös aikaisemmin merkittävää vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Tämän korko on ollut kuitenkin korkea, arviomme mukaan keskimäärin noin 10 % (ei sisällä tässä B- ja C-sarjoja).

Listautumisannin onnistuessa suunnitellusti GF:n

riskiprofiili laskee mielestämme merkittävästi. Taserakenne vahvistuu huomattavasti ja B- ja C-osakkeisiin liittyvä pääomariski poistuu, jolloin anti arviomme mukaan edistää osaltaan myös vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimista yhtiön kannalta edullisilla ehdoilla. Samalla yhtiöstä tulee myös pörssi-yhtiö, mikä nostaa muun muassa läpinäkyvyyttä ja tunnettavuutta. Arviomme mukaan yhtiö pystyy laskemaan vieraan pääoman korkoa asteittain noin 7-8 %:n tasolle, kun yhtiö saa neuvoteltua uudelleen nykyisiä rahoitussopimuksia. Keskipitkällä aikavälillä yhtiöllä on mielestämme mahdollisuuksia myös tätä alhaisemmille tasoille.

Alhaisempi pääoman kustannus olisi merkittävä tekijä yhtiölle, joka tekee lopulta tuloksensa otto- ja antolainauksen korkoerolla. Näin ollen rahoituskulujen suhteellisella laskulla olisi suora tulosvaikutus.

Annilla selkeä positiivinen vaikutus tulostasoon

Toteutuessaan suunnitellusti listautumisannilla on merkittävä vaikutus GF Money-konsernin tuloskuuntoon. Vuonna 2017 yhtiö maksoi B- ja C-sarjojen osakkeille yhteensä 1,822 MEUR, mitkä näkyvät vähemmistöosuuksina. Tämä erä poistuu, kun B- ja C-sarjat lunastetaan pois.

Merkittäviä vaikutuksia tapahtuu myös korkokuluissa, vaikka näitä joudutaan mahdollisesti odottamaan hieman kauemmin. GF Money-konsernilla oli vuoden 2017 lopussa noin 50,8 MEUR korollista velkaa (2016: 22,6 MEUR). Vuoden 2017 nettorahoituskulut olivat yhteensä 3,4 MEUR ja jos laskemme vuosien 2017 ja 2016 taseiden velkatasojen perusteella keskimääräisen korollisen velan vuodelle 2017, olisi vieraan pääoman kustannus ollut keskimäärin 9,3 %. Vuoden 2017 lopun taseen velkamäärällä yhden prosenttiyksikön lasku keskimääräisessä korossa

tarkoittaisi noin +0,5 MEUR:n tulosvaikutusta ennen veroja. Mielestämme on realistista odottaa 2 %-yksikön laskua vuoden 2017 tasosta seuraavan 12 kuukauden aikana olettaen, ettei yleisessä korkoympäristössä tapahdu oleellisia muutoksia. Tämä tarkoittaisi noin 1 MEUR:n parannusta tulokseen nykyisellä lainakannalla.

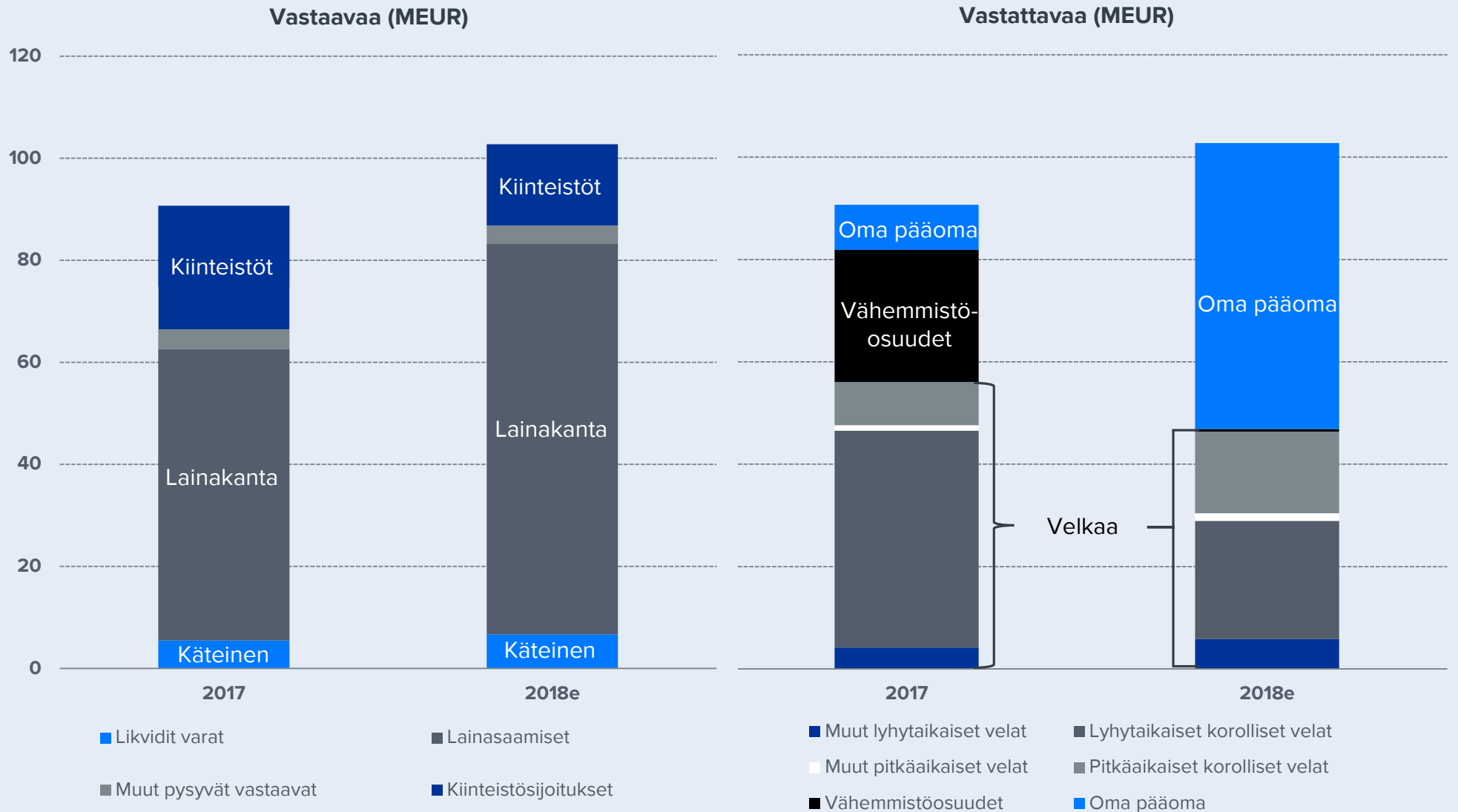
Todellisuudessa 12 MEUR:n lisäpääoma (B- ja C-sarjojen lunastamisen jälkeen) heijastuisi myös velkojen määrään, mikä nostaa vaikutusta edelleen. Jos eliminoisimme suoraan 12 MEUR korollista velkaa keskipörssillä 9,3 %, tämä tarkoittaisi noin 1,2 MEUR:n pienennystä korkokustannuksissa. Kaikkien edellä mainittujen tekijöiden yhteisvaikutus olisi noin +4 MEUR vuoden 2017 tulokseen ennen veroja (2017 nettotulos oli 4,1 MEUR).

Odotamme kuitenkin yhtiön allokoivan uusia pääomia suoraan kasvuun, minkä takia vaikutus ei ole todellisuudessa näin suoraviivainen. Yhtiön hakiessa voimakasta kasvua (tavoite >25 % vuosittain) velkamäärä tulee myös kasvamaan merkittävästi tulevaisuudessa. Näin ollen vieraan pääoman korkotasolla on suuri vaikutus yhtiön tuloskehitykseen.

Tärkeä huomautus arvonmääritykseen

Listautumisannin aiheuttamista suurista muutoksista johtuen arvonmäärityksemme pohjana on GF Money:n listautumisannin jälkeinen arvo. Tämä arvo sisältää oletuksen siitä, että anti onnistuu suunnitelmien mukaisesti. Jos anti ei onnistu suunnitellusti tai jää vajaaksi, ennakoimamme vaikutukset eivät todennäköisesti toteudu ainakaan täysimääräisesti. Tämä voisi vaikuttaa arvonmääritykseen negatiivisesti, varsinkin jos annissa kerätyt varat eivät mahdollista B- ja C-sarjojen lunastamista.

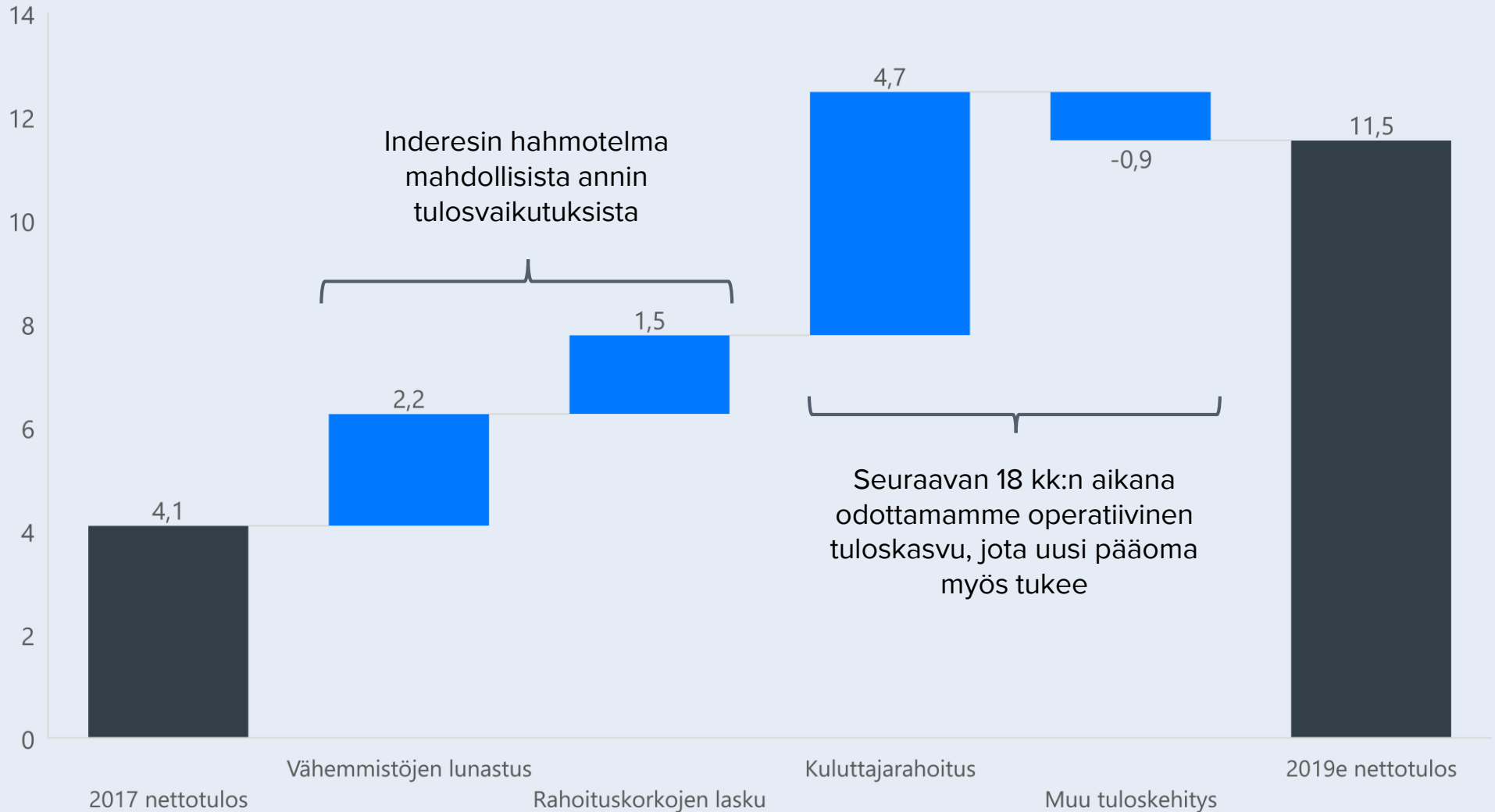
Taserakenne muuttuu merkittävästi



Lähde: Inderes

Listautumisanti tukee myös tulokasvua

Rahoitusuudistus on myös merkittävä tulosajuri (MEUR)



Lähde: Inderes

Huomautus: kyseessä hahmotelma Inderesin odotuksista listautumisannin onnistuessa.

Sijoittaja- ja riskiprofiili (1/2)

GF Money on kasvuyhtiö

Mielestämme GF Money on sijoitusprofiililtaan kasvuyhtiö, jolla on mahdollisuus kasvaa voimakkaasti korkealla kannattavuudella kumuloiden pääomaa varsin nopealla vauhdilla. Kriittistä on mielestämme mahdollisuus tehdä korkean tuotto-odotuksen omaavia sijoituksia kasvavalla markkinalla, ja sijoittaa jatkuvasti uudelleen takaisin tulevia kassavirtoja. Tämä pitää pääoman koko ajan töissä ja mahdollistaa merkittävän omistaja-arvon luonnin.

Merkittävän tuotto-odotuksen vastapuolella on korkea riskiprofiili. Käsittelemme riskejä laajasti seuraavalla sivulla. Yhtiön tuottopotentiaali nojaa mielestämme seuraaviin tekijöihin:

Tehokas liiketoimintamalli

GF:llä on näkemyksemme mukaan tehokas toimintamalli. Digitaalisuuden tuomat edut mahdollistavat kustannustehokkaan sekä ketterän toimintamallin, minkä seurauksena liiketoiminta on erittäin kannattavaa. GF Money on kehittänyt edistyneitä teknologioita, jotka ovat mahdollistaneet tehokkaat ja pitkälle automatisoidut prosessit. Tämä tuo liiketoimintaan merkittävää skaalautuvuutta.

Yhtiö omistaa ja kehittää jatkuvasti tärkeimpiä finanssitekknologioitaan, eikä siis ole ulkopuolisien järjestelmien varassa. Järjestelmien toimivuus ja tehokkuus on mielestämme tässä vaiheessa jo todistettu, mikä pienentää merkittävästi teknologiaan liittyviä riskejä.

Laaja olemassa oleva asiakaskunta

Vuonna 2017 GF Moneylla oli yli 54 400 aktiivista asiakasta, mikä käsityksemme mukaan tarkoittaa asiakkaita, joilla on ollut laina vuoden 2017 aikana. Valtaosa asiakkaista on luonnollisesti

kuluttajarahoituksesta. Asiakaskanta on merkittävä ja yhtiön asiakasrekisterillä on jo merkittävä arvo. Suuri osa asiakkaista voidaan myös mieltää jatkuviksi, koska he käyttävät GF:n luottolimiittejä arviomme mukaan varsin säännöllisesti. Laaja asiakasrekisteri on myös erittäin tärkeä työkalu riskienhallinnassa.

Merkittäviä kasvumahdollisuuksia nykyisissä liiketoiminnoissa

GF Money pitää kasvumahdollisuuksiaan nykyisillä toimintamarkkinoilla hyvinä ja aikoo strategiansa mukaisesti myös laajentaa liiketoimintaansa valikoituihin maihin tulevaisuudessa. Toistaiseksi yhtiö on laajentunut Ruotsiin ja Tanskaan. Ruotsiin yhtiö laajeni yritysostolla, missä käytännössä hankittiin asiakasrekisteri. Ruotsin toiminta saatiinkin kannattavaksi hyvin nopeassa aikataulussa. Tanskan toiminnan yhtiö käynnisti tyhjästä, mikä on arviomme mukaan selvästi vaikeampi tie. Ruotsin mallia voidaan kuitenkin käsityksemme mukaan toistaa hallitulla riskillä, koska yhtiön tuotteet ja teknologiat skaalautuvat eikä laajeneminen vaadi suuria etupainotteisia investointeja. Tämä tukee näkemyksemme mukaan yhtiön kasvua ja kansainvälistymistä tulevaisuudessakin.

GF Creditin potentiaali on huomattava

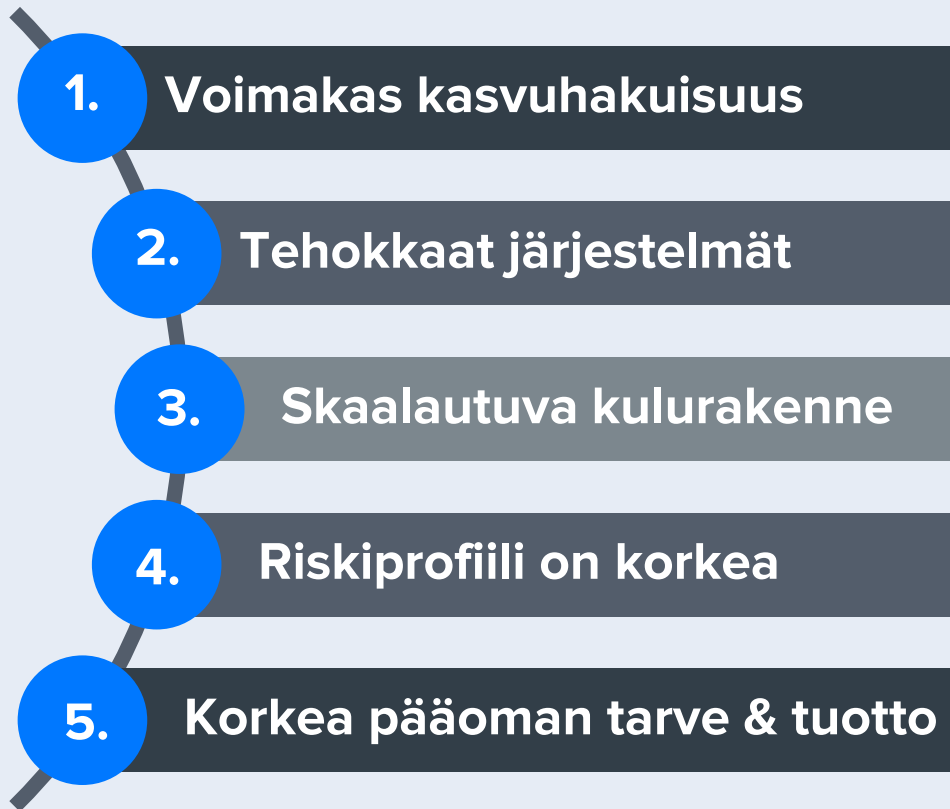
GF Money-konsernin nykyisillä liiketoiminnoilla on merkittävä kannattavan kasvun potentiaali, mutta mielenkiintoisimpana tulevaisuuden mahdollisuutena keskipitkällä aikavälillä näemme kuitenkin GF Creditin factoring-liiketoiminnan. Tämä on vielä erittäin varhaisessa vaiheessa, mutta yhtiön factoring-malliin kehittämä järjestelmä on kokonaisvaltainen, kilpailu yhtiön kohdemarkkinalla (pk-sektori) vielä hyvin vähäistä ja liiketoiminnan johto on mielestämme

vakuuttava. Pidämme epätodennäköisenä, että Suomen factoring-markkinajohtaja Nordealta siirtyneet johtajat olisivat tulleet GF Moneylle ”yrittäjiksi”, elleivät he uskoisi liiketoiminnan merkittäviin mahdollisuuksiin. Näin lähtökohdat ovat mielestämme hyvät.

Koska factoring-liiketoiminta on toistaiseksi ”sisäinen start-up” eikä konseptia ole vielä millään tavalla todistettu, emme ole antaneet sille merkittävää painoarvoa GF:n arvonmäärittämisessä. Silti liiketoiminnassa näkemämme potentiaali on erittäin suuri ja pidämme mahdollisena, että GF Credit on pidemmällä aikavälillä GF Money-konsernin arvokkain liiketoiminta. Tätä silmällä pitäen huomautamme, että GF Creditin johtoryhmä omistaa yhtiöstä 30 %:n vähemmistöosuuden ja heillä on optio kasvattaa omistustaan 40 %:iin liiketoiminnan edetessä liiketoimintasuunnitelmien mukaisesti.

Sijoitusprofiili

Mahdollisuus kasvaa voimakkaasti korkealla kannattavuudella kumuloiden pääomaa varsin nopealla vauhdilla. Merkittävän tuotto-odotuksen vastapuolella on korkea riskiprofiili. Riskeihin kuuluu myös listautumisannin onnistuminen suunnitellusti, mikä on oletuksena arvonmäärityksessämme.



Potentiaali

- GF Creditin Factoring-malli vaikuttaa erittäin lupaavalta
- Suuri kasvupotentiaali kasvavalla markkinalla
- Kulurakenteen skaalautuminen mahdollistaa korkeat marginaalit
- Liiketoiminta antaa mahdollisuuden jatkuvalla pääoman kumuloinnille

Riskit

- Toimialan maine on erittäin heikko ja maineriskit huomattavia
- Toimialan sääntely voi tiukentua ja painaa korkotasoa
- Kilpailu kiristyy ja pitkällä aikavälillä volyymit voivat siirtyä alustoihin
- Luotto- ja IT-riskit kuuluvat oleellisena osana liiketoimintaan

Sijoittaja- ja riskiprofiili (2/2)

Riskiprofiili on korkea

GF:n kokonaisriskiprofiili on korkea. Merkittävää epävarmuutta aiheuttaa toimialan sääntely, joka vaikuttaisi kiristyvän hiljalleen. Osittain tähän linkissä on toimialan huono maine ja joissain tapauksissa väärinkäytökset. Tämä aiheuttaa painetta koko toimialaa kohtaan. Osittain sääntelyyn liittyy myös GF:n rahoituskanavana käyttämien B- ja C-osakesarjoihin liittyvä verotus, ja tämän kaltaisen rahoituksen saatavuuteen liittyvä epävarmuus. Annin onnistuessa tämä riski poistuu, mikä on senkin takia erittäin tärkeää.

Liiketoiminnan luonteeseen kuuluu merkittävät luottoriskit, jotka ovat kuitenkin hallittavissa. Arviomme mukaan koko ajan kiristyvä kilpailu tulee myös painamaan korkoja alaspäin keskipitkällä aikavälillä merkittävästi, mikä asettaa paineita toimialan kannattavuudelle. Tässä merkittävässä roolissa ovat mahdollisesti myös lainojen vertailuun ja välitykseen keskittyvät alustat, sekä vertaislainapalveluiden kasvu.

Sääntelyn kiristyminen lisää epävarmuutta

GF:n rahoitusliiketoiminnan harjoittamiseen liittyy lainsäädännöllisiä osa-alueita, kuten toimilupa-vaatimukset, kuluttajansuojasääntely (mukaan lukien korkokattosääntely) ja menettelytapasäännökset, kuten rahanpesulain säännökset.

Euroopan finanssisektorilla on tapahtunut sääntelyyn liittyviä muutoksia rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (MiFID II) ja -asetuksen (MiFIR), maksupalveludirektiivin (PSD2) ja uuden EU:n laajuisen tietosuojasääntelyn (GDPR) voimaantulon myötä. Euroopan viranomaiset ovat myös alkaneet tutkia finanssitekniikan mahdollisia vaikutuksia finanssijärjestelmän toimintaan sekä siihen liittyvään regulaatioon ja valvontaan. Euroopan pankkiviranomainen on myös arvioinut tarvetta tarkastella mahdollisia

EU:n sisällä toimivien finanssitekniikayritysten sääntely-ympäristön eroavaisuuksia ja tarvetta identifioida mahdollisia sääntelyarbitraasin mahdollisuuksia ja tunnistamattomia kuluttajansuojan riskejä. Vuonna 2018 aktiviteetti toimialan sääntelyn ympärillä pysynee aktiivisena, sillä Euroopan pankkiviranomainen ilmoitti keskittyvänsä arvioimaan ja edistämään finanssitekniikatoimialan sääntelykehystä kuluvan vuoden aikana. On vaikeaa arvioida, mitä muutoksia lopulta toteutuu. Suunta on kuitenkin koko ajan ollut kiristyminen, minkä oletamme myös jatkuvan. Tämä luo selvästi epävarmuutta toimialalla, mutta lopullisia vaikutuksia on vielä vaikea arvioida.

Toimialan maine on heikko

Toimialan maine on heikko, mikä johtuu sekä toiminnan kyseenalaisesta eettisyydestä että ulkomailla esiintyneistä väärinkäytöksistä. Aikaisemmin ns. pikavipeissä nähtyjä ylilyöntejä on sääntelyn kiristyttyä pienissä lainoissa (alle 2 TEUR) siirtynyt osittain kulutusluottoihin. Vuonna 2013 säädetty lakimuutos määräsi alle 2000 euron pienlainoihin korkokaton, joka on viitekorko + 50 prosenttiyksikköä. Tämä aiheutti toimialalla merkittävän murroksen. Monet toimijat lopettivat toiminnan kannattamattomana, mikä keskitti markkinaa. Toisaalta jotkin toimijat siirtyivät suurempiin kulutusluottoihin, joissa vastaavaa ”korkokattoa” ei toistaiseksi ole.

Luottoriskit ovat merkittäviä, mutta hallittavissa

Itse GF:n liiketoiminnan kannalta merkittävimmät riskit liittyvät luottoihin, joita yhtiö antaa sekä yksityishenkilöille että yrityksille. Vaikka luottoriskit ovat huomattavia, ne ovat hallittavissa ja riskienhallinta on liiketoiminnan ytimessä. Kuluttajille suunnatuissa luotoissa riskien hallinnassa kriittistä on riittävä hajautus. Yhtiöllä on laaja ja eri alueille hajautunut asiakaskunta,

jossa ei käsityksemme mukaan ole merkittäviä riskikeskittymiä. Historiallisesti yhtiö on pystynyt hallitsemaan riskejä hyvin, ja luottotappioiden määrät ovat pysyneet ennalta määritellyillä hyväksyttävillä tasoilla. Luottotappioiden tasot ovat olleet arviomme mukaan noin 10 % lainakannasta, mikä on käsityksemme mukaan alalle hyvä taso.

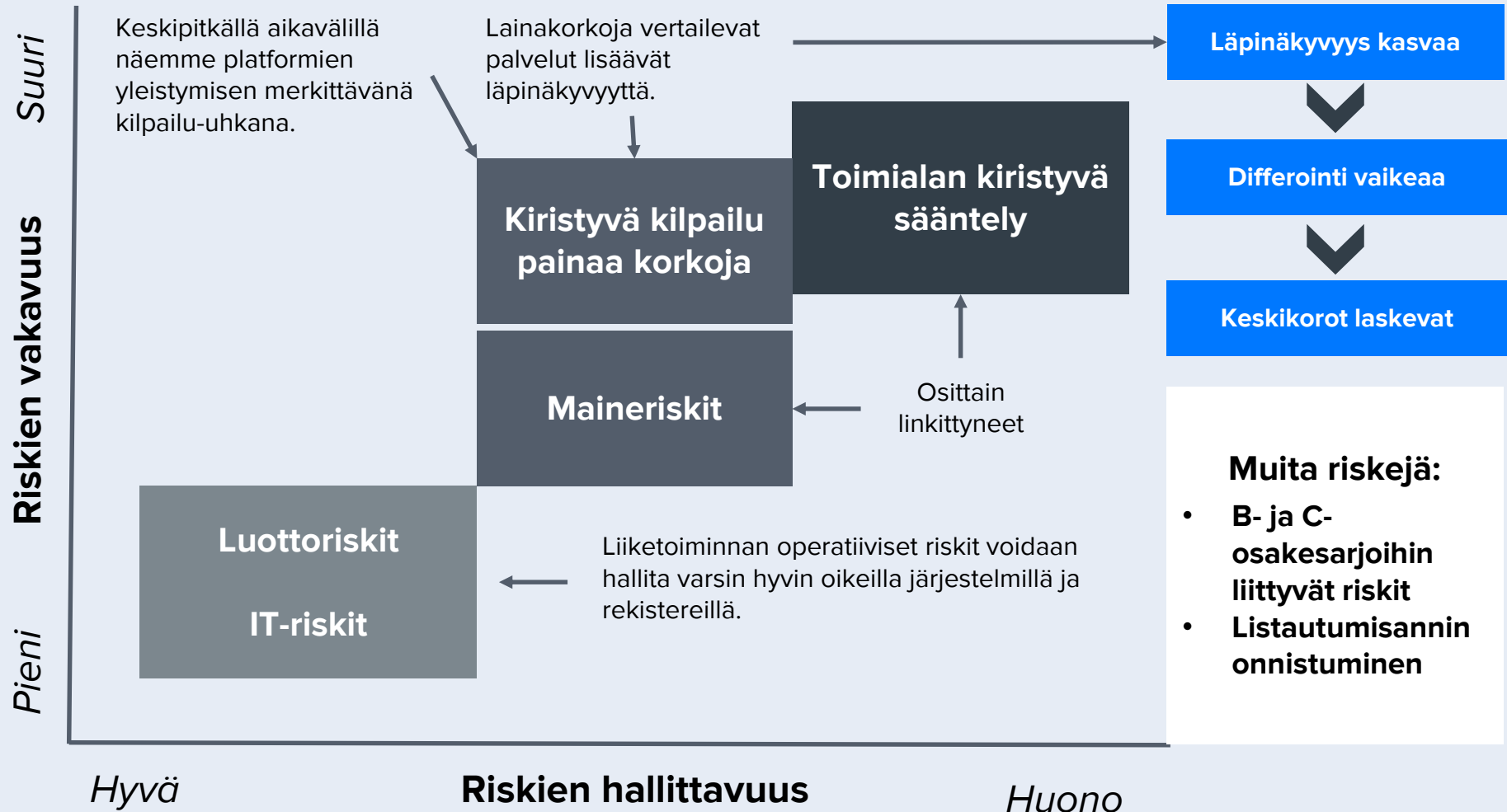
Kilpailu tulee painamaan keskiporkoja

Arviomme mukaan kuluttajarahoituksen lainakannan keskimääräinen korko on vuonna 2018 noin 45 %, mikä antaa yhtiölle vahvan turvamarginaalin luottotappioita varten. Odotamme kuitenkin keskiporkojen laskevan lähivuosina merkittävästi. Oletamme ennusteissamme antolainauksen keskiporkon laskevan noin 2-2,5 %-yksikköä vuosittain vuosina 2018-2021, mihin liittyy merkittävää epävarmuutta. Suunta on mielestämme kuitenkin selvä, koska:

- GF tulee käsityksemme mukaan laajentumaan hintasensitiivisempiin segmentteihin, mikä painaa keskiporkoa (vähentäen myös luottotappioita).
- Toimialan nykyinen kannattavuustaso vetää puoleensa kilpailijoita, jotka painavat korkotasoa. Viime vuosina merkittävin tulija Suomen markkinoille on ollut Norwegian Bank, jonka tarjoamat korot ovat esimerkiksi GF Moneyn vastaavia alhaisempia. Toimijoita alalla on paljon, vaikka pienimmät joutuivat vaikeuksiin 2013 lakimuutoksen jälkeen.
- Markkinaan vaikuttavat myös palvelut, joissa lainan korkoja ja kokonaiskustannuksia voidaan vertailla läpinäkyvästi. Tämä auttaa kuluttajia vertailemaan eri palveluita ja tekemään järkevämpiä päätöksiä, koska itse tuote (raha) on sama kaikilla ja palveluiden differointi on vaikeaa.

Merkittävimmät riskit

Mielestämme suurempia riskejä ovat toimialan yleisesti heikko maine ja eettisyys, mikä aiheuttaa painetta myös kasvavana sääntelynä. Lisäksi odotamme kilpailun kiristyvän ja painavan keskipitkällä aikavälillä.



Muut riskit

B- ja C-osakesarjoihin liittyvä verotulkinta

Verohallinto on katsonut 5.2.2018 päivityssä ja 24.4.2018 vastineen perusteella täydennytyssä yhtiön tytäryhtiön GF Money Consumer Finance Oy:öön kohdistuvassa verotarkastuskertomusluonnoksessa, että GF Money Consumer Finance Oy:n B- ja C-sarjan osakkeiden sijoitusten todellinen taloudellinen luonne on laina ja sille maksettu tuotto korkoa.

Yhtiö on antanut Verohallinnolle asiassa pyydetyn selvityksen. Yhtiön näkemyksen mukaan verotarkastusluonnoksessa esitetty kanta on perusteeton, sillä se poikkeaa Verohallinnon aiemmasta kannasta, oikeuskäytännössä vakiintuneesta tulkinnasta ja on verotuksessa noudatettavan yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. GF Money ei ole muuttanut B- ja C-sarjan osakkeiden sijoitusten aiempaa kirjanpito- ja verotuskäsittelyään. Tämän asian käsittely on kesken, emmekä ota kantaa Verohallinnon mahdolliseen tulkintaan.

B- ja C-osakesarjoihin liittyvät riskit

Finanssivalvonta on 31.1.2018 julkaissut luottolaitoslain mukaisen takaisinmaksettavien varojen määritelmää koskevan uuden tulkintaluonnoksen. Luonnoksessa ehdotetaan Finanssivalvonnan ottavan käyttöön tulkinnan, jonka mukaan takaisinmaksettaviksi varoiksi katsottaisiin sellaiset osakkeet, jotka liikkeeseen laskenut yhtiö on sitoutunut lunastamaan merkitsijältä takaisin viimeksi mainitun niin vaatiessa. GF Money Consumer Finance Oy:n liikkeeseen laskemat B- ja C-sarjan osakkeet ovat tulkintaluonnoksessa tarkoitettuja osakkeita.

Mielestämme B- ja C-osakesarjoihin liittyvät riskit on selitetty listautumisesitteessä erittäin

kattavasti, minkä takia suosittelemme sijoittajia tutustumaan listautumisesitteen osioihin:

- Yhtiön rahoitukseen liittyvät riskit s. 16-20
- Käyttöpääomaa koskeva lausunto s. 77-78

Oma näkemyksemme B- ja C-sarjoihin liittyvistä riskeistä olemme esittäneet sivuilla 21-22.

Oikeudenkäynnit ja hallinnolliset menettelyt

GF Money-konsernin tytäryhtiölle on annettu tiedoksi 20.4.2018 päivätty haastehakemus riita-asiassa koskien väitetysti alihintaan myytyä kiinteistöä. Yhtiöön kohdistetun vahingonkorvausvaatimuksen määrä on 383,2 TEUR. Yhtiön käsityksen mukaan vaatimus on perusteeton. Emme ota kantaa riita-asiaan, mutta toteamme, ettei vahingonkorvausvaatimuksen kokoluokka ole näkemyksemme mukaan merkittävä yhtiön arvonmäärittäystä ajatellen.

Ennusteet - kuluttajarahoitus (1/7)

Kuluttajarahoitusliiketoiminta

GF:n tällä hetkellä selvästi arvokkain liiketoiminta on mielestämme kuluttajarahoitus, jonka osuus yhtiön liikevaihdosta oli noin 78 % vuonna 2017. Liiketoiminta on erittäin kannattavaa ja kiinteiden kulujen (erityisesti henkilöstökulut) osalta skaalautuvaa, mikä tekee kasvusta erityisen houkuttelevaa. Kasvun vaatima asiakashankinta vaatii kuitenkin merkittäviä panostuksia eli mainontaa, minkä takia odotamme muiden kulujen kasvavan liikevaihdon mukana.

Kasvu tapahtuu lainakannan kautta

Liiketoiminnan kasvattaminen tarkoittaa käytännössä lainakannan kasvattamista. Vuonna 2017 liiketoiminnan lainakanta oli 39,6 MEUR, mikä sisältää vielä pienet avaukset Ruotsissa ja Tanskassa. Valtaosa lainakannasta on Suomessa.

Odotamme lainakannan kasvavan vuosina 2018-2021 noin 30 %:n vuosivauhtia (CAGR). Vuonna 2018 kasvu on erityisen voimakasta (ennuste +35 %) listautumisannin tuodessa yhtiölle huomattavasti lisää pääomaa. Tämän jälkeen ennusteisiin liittyvä epävarmuus kasvaa huomattavasti, koska toimialan dynamiikkaan voivat vaikuttaa niin viranomaiset kuin kilpailijoiden aggressiivisuus. Kasvuvauhti riippuu myös oleellisesti omasta aggressiivisuudesta laajentua uusiin segmentteihin, joissa keskiporkko jäisi selvästi nykyistä alemmaksi. Kasvuvauhdin ja kannattavuuden välillä on siten selkeä yhteys.

Historiallisesti GF:n kuluttajarahoitusliiketoiminnan ytimen luonut GF Money Consumer Finance Oy (entinen Lainasto Oy) on kuitenkin kasvanut selvästi ennustamaamme tahtia nopeammin. Vuosina 2012-2017 kuluttajarahoituksen myönnettyt lainat kasvoivat 79,1 % vuosittain (CAGR-%). Alkuvaiheen alhaiset

vertailutasot nostavat lukemaa, mutta esimerkiksi 2014-2017 vastaava lukema oli 59,4 %. Vuosittain myönnettyt lainat eivät välttämättä anna oikeaa kuvaa lainakannan tai liikevaihdon kasvusta (eivät huomioi luottotappioita), mutta ne antavat kuitenkin suuntaa liiketoiminnan skaalan erittäin nopeasta kasvusta. Kokoluokan kasvaessa vastaavien kasvulukemien ylläpitäminen muodostuu lopulta mahdottomaksi, mutta pidämme ennustamaamme noin 30 %:n vuosittaista kasvua hyvin realistisena lähivuosille.

Markkina itsessään kasvaa myös nopeaa vauhtia (arviomme mukaan yli 10 % vuosittain), mutta odotamme kuitenkin GF:n voittavan markkinaosuuksia erityisesti yhtiön tilanteen muuttuessa merkittävästi listautumisannin myötä.

Liikevaihto muodostuu korkotuloista ja kuluista

Rahoitusliiketoiminnan liikevaihto muodostuu korkotuloista ja kuluista kuten käsittelymaksut. Analyysissämme keskimääräinen korko sisältää kaikki lainaan liittyvät kulut. Lisäksi liikevaihtoa ja kannattavuutta painavat luottotappiot, jotka ovat Suomessa historiallisesti olleet noin 8 %:n tasolla. Ruotsissa taso on hieman alhaisempi ja Tanskassa lähempänä Suomen tasoa. Olemme ennusteissamme oletaneet kuluttajarahoituksen luottotappioiden (sisältäen luottotappiovaraukset) olevan nyt noin 10 % lainakannasta ja laskevan hiljalleen yhtiön laajentuessa pienemmän riskitason asiakasryhmiin.

Arviomme mukaan lainakannan keskimääräinen korko on vuonna 2018 noin 40,5 % (2017: 42,9 % Inderesin arvio), kun suhteutamme vuoden lopun lainakannan ja vuoden aikana kertyneen liikevaihdon. Lainojen todellinen keskimääräinen vuosikorko (ennuste 46,5 % sisältäen kulut) on vielä selvästi korkeampi, koska odotamme lainakannan kasvavan voimakkaasti vuoden

aikana.

Korkotasoa antaa yhtiölle erinomaisen turvamarginaalin ajatellen luottotappioita, joiden odotamme olevan noin 10 % lainakannasta. Näin ollen kasvu on erittäin kannattavaa, vaikka odotamme keskiporkon laskevan vuoden 2018 aikana yli 2 %-yksikköä kilpailun kiristyessä. Odotamme lainakannan keskiporkon jatkavan laskuaan myös vuonna 2019 noin 2 %-yksikköä vuodessa ja tämän jälkeen 2,5 %-yksikköä vuosina 2020-2021. Keskiporkon laskua selittää mielestämme seuraavat tekijät:

- GF tulee käsityksemme mukaan laajentumaan hintasensitiivisempiin segmentteihin, mikä painaa keskiporkkoa mutta toisaalta vähentää myös luottotappioita.
- Arviomme mukaan toimialan nykyinen kannattavuustaso vetää puoleensa kiihtyvässä tahdissa kilpailijoita, jotka puolestaan painavat antolainauksen korkotasoa. Viime vuosina merkittävin tulija Suomen markkinoille on ollut Norwegian Bank, jonka tarjoamat korot ovat esimerkiksi GF Moneyn vastaavia alhaisempia.
- Toimialalla yhä vahvemmassa roolissa ovat palvelut, joissa lainan korkoja ja kokonaiskustannuksia voidaan vertailla läpinäkyvästi. Tämä auttaa kuluttajia vertailemaan eri palveluita ja tekemään fiksumpia päätöksiä, jos lainanhakija tekee tutkimusta ennen lainapäätöstä. Toimiessaan tämän pitäisi painaa korkotasoa.

Kokonaisuutena odotamme, että lähivuosina lainakanta kasvaa, mutta keskiporkko laskee jatkuvasti. Silti kasvu on erittäin kannattavaa, koska yhtiön kulurakenne ei arviomme mukaan kasva läheskään yhtä nopeasti kuin yhtiön liikevaihto.

Ennusteet - kuluttajarahoitus (2/7)

Kuluttajarahoituksen kulurakenne

Kuluttajarahoituliiketoiminnan kulurakenne on korkean automaatioasteen ansiosta kohtuullisesti skaalautuva. Erityisesti henkilöstökulut (12 % operatiivisista kuluista) ovat suoraan skaalautuvia, sillä lainakannan kasvattaminen ei vaadi oleellisia lisäyksiä henkilökuntaan. Uuden asiakaspalvelijan lisääminen ei ole yhtiön mittakaavassa merkittävä kulu. Materiaalit ja palvelut-kuluerä (18 % operatiivisista kuluista) tulee arviomme mukaan kasvamaan liiketoiminnan mukana, mutta ei yhtä nopeasti kuin liikevaihto. Tämä sisältää mm. perintäkuluja ja asianajajien palveluita.

Sen sijaan muut liiketoiminnan kulut (70 % operatiivisista kuluista), jotka sisältävät käsityksemme mukaan asiakashankintaan liittyviä markkinointikuluja, tulevat arviomme mukaan kasvamaan merkittävästi. Odotamme näiden kasvavan lainakannan koon mukana, mutta pitkällä tähtäimellä oletus indikoi todennäköisesti liian korkeita kuluja. Tämä johtuu siitä, että suuri osa asiakkaista jää palvelunpiiriin pitkäksi aikaa ja siten liiketoiminnalla on merkittävä jatkuva piirre. Lisäksi yleisluontoiset brändin ja yhtiön tunnettavuuteen liittyvät kulut eivät todennäköisesti kasva yhtä nopeasti kuin liikevaihto. Ne ovat kuitenkin merkittäviä erityisesti, kun yhtiö laajentuu uusille markkinoille ilman yritysosaston antamaa pohjaa.

Kulurakennetta tarkastellessa on huomattava, että liiketoiminnalle erittäin tärkeä pitkälle automatisoituun lainajärjestelmään liittyvät investoinnit on pitkälti tehty ja jatkossa järjestelmään liittyä lähinnä ylläpitoinvestointeja. Järjestelmä pystyy ilmeisesti käsittelemään moninkertaisen määrän transaktioita ilman oleellisia uusia investointeja, mikä antaa yhtiölle erittäin hyvän pohjan kannattavalle kasvulle.

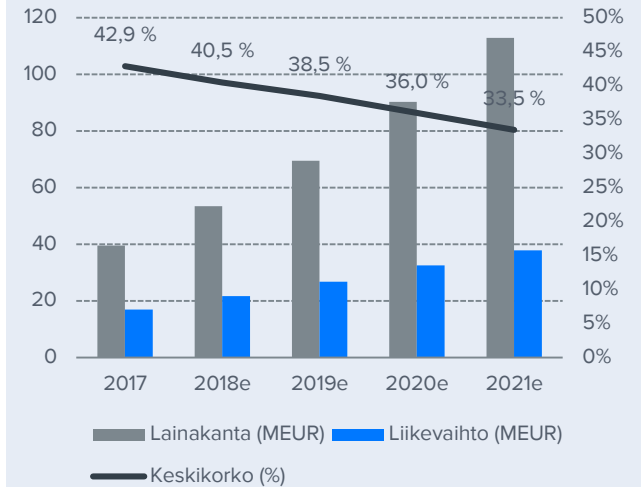
Kuluttajarahoituksen kannattavuus

Kuluttajarahoituksen kannattavuus on ollut erinomainen. Vuonna 2017 kuluttajarahoituliiketoiminnan liikevoitto oli laskelmiemme mukaan noin 6,7 MEUR, mikä tarkoittaa noin 39,3 %:n liikevoittomarginaalia. Vaikka taso on jo erinomainen, liikevaihdon merkittävä kasvu ja kulurakenteen osittainen skaalautuminen tulevat arviomme mukaan parantamaan kannattavuutta edelleen lähivuosina.

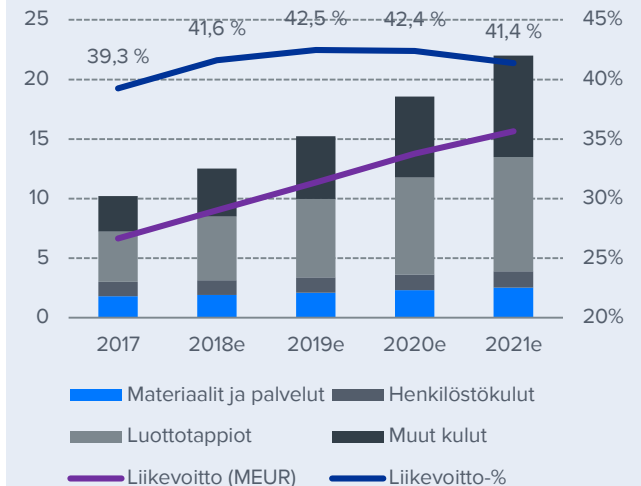
Ennustamme liiketoiminnan vuoden 2018 liikevoittomarginaalin olevan noin 41,6 % ja vuoden 2019 noin 42,5 %. Vastaavat liikevoittoennusteet ovat 9,0 MEUR ja 11,4 MEUR. Tämän jälkeen odotamme kannattavuuden kääntyvän laskuun, kun keskikoron aleneminen syö korkokatetta enemmän kuin kasvu tukee sitä.

Liiketoiminnan luonteen takia täytyy kuitenkin huomioida, ettei liikevoitto sisällä kriittisiä pääomakustannuksia. Näin ollen voitto ennen veroja, joka sisältää rahoituskulut, olisi oikeampi kuvaamaan liiketoiminnan kannattavuutta. GF Money-konsernin kohdalla pääoman allokoinnista eri liiketoiminnan osiin vastaa emoyhtiö, eikä yksittäisen tytäryhtiön / liiketoiminnan tase tai vuoden lopun tuloslaskema välttämättä anna oikeaa kuvaa tytäryhtiön pääomakustannuksista. Tämän takia olemme luoneet ennusteemme liikevoittotasolle, minkä jälkeen käsittelemme rahoituskustannukset konsernitasolla.

Avaintekijät tulonmuodostuksessa



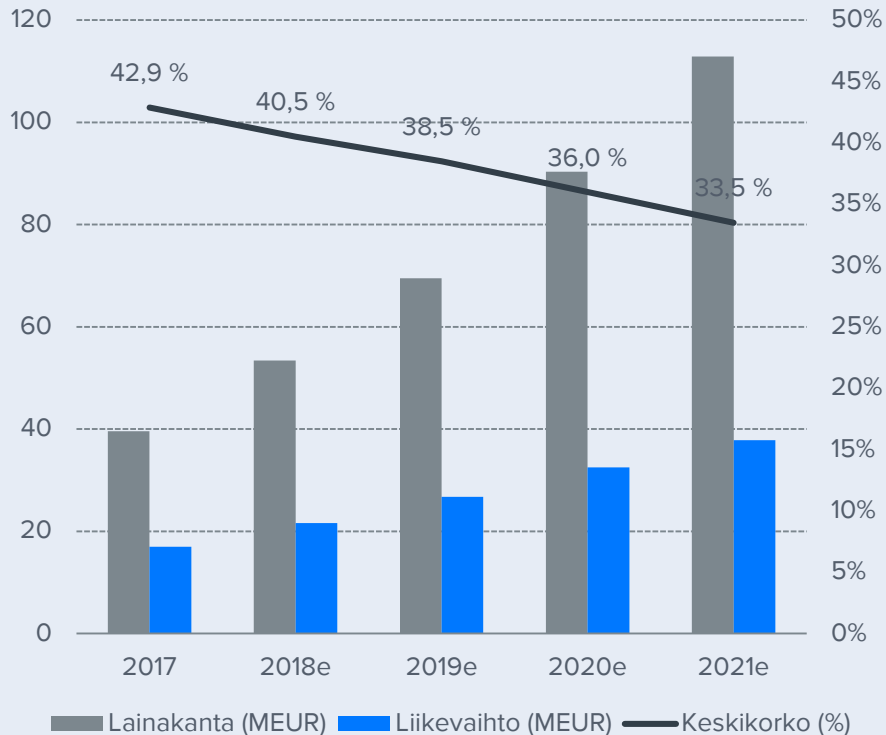
Kulurakenne (MEUR) ja kannattavuus (%)



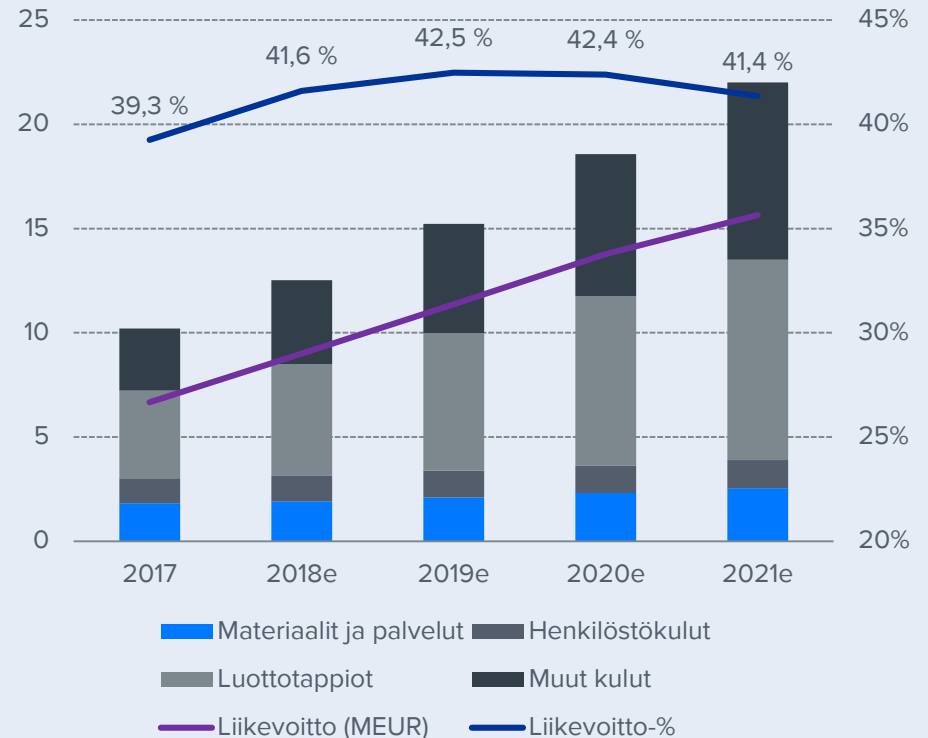
Ennusteiden taustaoletuksia

Kuluttajarahoitustoiminta tuottaa merkittäviä kassavirtoja, jotka investoidaan takaisin kasvuun.

Tuloja ajavat lainakannan kasvu ja keskkoron kehitys



Kulurakenteessa asiakashankinta ja luottotappiot ovat muuttuvia



Pidemmillä aikavälillä kannattavuuteen kohdistuu painetta, missä taustalla on 1) kiristynvä kilpailu, 2) kasvavat markkinointikulut ja 3) (mahdollisesti) kiristynvä sääntely. Toimialan kannattavuus tulee arviomme mukaan normalisoitumaan hiljalleen. Taseriskiä pienentää mahdollisuus saatavien myyntiin eteenpäin, minkä pitäisi olla suhteellisen helppoa. Operatiiviset riskit ovat hallittavissa.

Ennusteet - yrityslainat (3/7)

Yrityslainat

Yrityslainat on selvästi kuluttajarahoitusta pienempi liiketoiminta, minkä lisäksi se ei skaalaudu automatisaation ollessa pitkälti mahdotonta yritysten tilanteiden vaihdellessa voimakkaasti. Yrityslainat ovat yleensä merkittävän kokoisia (2017 keskimäärin 517 TEUR) GF:n tase huomioiden, minkä takia vakuuksien täytyy olla kunnossa. Luottotappiot ovatkin olleet historiallisesti alhaisia.

Vuonna 2017 liiketoiminnan (tytäryhtiö GF Money Business Oy) liikevaihto oli 3,6 MEUR, millä yhtiö teki 2,6 MEUR:n liikevoiton. Liikevoittomarginaali oli siis noin 72 %. Liiketoiminta on erittäin kannattavaa, mutta tähän vaikuttaa kulujen allokointi GF Money-konsernissa. Yrityslainat-liiketoimintaa johtaa konsernin toimitusjohtaja Kari Keskitalo, jonka palkkakulut eivät oletettavasti näy tytäryhtiön tuloslaskelmassa (2017 henkilöstökulut 0,1 MEUR).

Liiketoiminnan mallintaminen on haastavaa

Liiketoiminnan mallintaminen on erittäin hankalaa, koska liiketoiminnassa on suhteellisen vähän tapahtumia eikä varsinaisesti jatkuvaa elementtiä. Liikevaihto muodostuu lainakannasta kertyvistä koroista ja kuluista, ja kulurakenteen voimme olettaa olevan jatkossakin hyvin alhainen. Näin ollen tulostason määrittää pitkälti lainakanta ja mahdolliset luottotappiot.

Olemme olettaneet yrityslainojen ulkoisen lainakannan olevan vuonna 2018 noin 23 MEUR, mikä on käsityksemme mukaan liiketoiminnalle tyypillinen taso (2017: 17,2 MEUR oli poikkeuksellisen alhainen, kannassa oli konsernin sisäisiä saatavia). Yrityslainojen korkotaso on käsityksemme mukaan yleensä 16-18 % vuodessa,

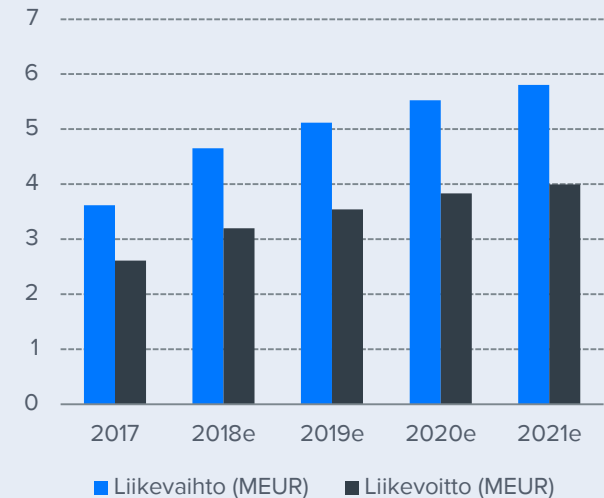
minkä lisäksi yhtiö perii 2 %:n järjestelykulun. Laina-ajat voivat kuitenkin olla myös lyhyempiä ja järjestelyitä voi tapahtua näin useammin. Näin ollen keskimääräiseksi vuosikoroksi (sisältäen kulut) määräytyy arviomme mukaan noin 20 %. Tämä tarkoittaisi vuoden 2018 liikevaihdon olevan noin 4,7 MEUR, mikä tarkoittaisi 29 %:n kasvua poikkeuksellisesta vuodesta 2017.

Kulurakenteen odotamme nousevan vain hieman (henkilöstömäärä kasvanut), minkä takia odotamme liiketoiminnalta 3,2 MEUR:n liikevoittoa vuonna 2018. Luottotappioiden odotamme olevan noin 2 %, mikä on lähellä pitkän aikavälin keskiarvoa. Kannattavuus pysyy ennusteissamme lähellä vuoden 2017-tasoa, mutta tämä ei kerro liiketoiminnan todellisesta kannattavuudesta (rahoituskulut huomioimatta). Näkyvyys kehitykseen on erittäin heikko, joten ennusteeseen liittyy merkittävää epävarmuutta.

Lähivuosina odotamme Yrityslainat-liiketoiminnan tuloksen kasvavan, mutta pysyvän absoluuttisesti suhteellisen alhaisena. Vuonna 2021 odotamme yritysrahoituksen tekevän 4,0 MEUR:n liikevoiton ja sen osuus konsernin tuloksesta laskee selvästi.

Arviomme mukaan GF:n varsinainen tulosajuri on kuitenkin lähivuosina kuluttajarahoitusta, ja pidemmällä aikavälillä mahdollisesti GF Credit. Yrityslainojen roolin pienentyminen on mielestämme sijoittajan kannalta hyvä asia johtuen sen heikosta ennustettavuudesta ja vähäisestä jatkuvuudesta. Tämä heijastuu Yrityslainoille sovellettavina matalampina arvostuskertoimina, joita käsittelemme tarkemmin Arvostus-kappaleessa.

Ennustettu tuloskehitys (MEUR)



Ennusteet - factoring (4/7)

GF Credit

GF Credit on vielä hyvin alkuvaiheessa, minkä takia yhtiön taloudellista menestystä on äärimmäisen vaikea arvioida. Liiketoiminta käynnistettiin vuoden 2017 lopussa ja sitä ollaan nyt ajamassa ylös. Tämän takia ennusteisiimme kannattaa suhtautua enemmänkin yhtenä mahdollisista tulevaisuuden skenaarioista. CF Credit on raportoinnissa osa konsernin rahoitusliiketoimintaa.

Potentiaali perustuu mielestämme factoring-liiketoimintaan

GF Creditin ansaintapotentiaali perustuu arviomme mukaan erityisesti yhtiön factoring-liiketoimintaan, jota ollaan vasta ajamassa ylös. Näemme liiketoiminnassa huomattavan potentiaalilin, mutta tämän realisoitumista on toistaiseksi äärimmäisen vaikea arvioida. Leasing-liiketoiminta laajentaa yhtiön tuotevalikoimaa, mutta tämän suhteen odotuksemme ovat hyvin maltillisia selkeään kilpailuedun puuttuessa.

Teoriassa yhtiön factoring-liiketoimintamalli on todella hyvin kannattava, minkä mahdollistaa pitkälle automatisoitu järjestelmä ja järjevä ansaintamalli. Tässä kriittinen tekijä on teknologia, jonka kehityksestä on vastannut yhtiön factoring-asiiantuntijat ja sen asetukset ja toiminnallisuudet on määritelty yhtiön tarpeisiin. Järjestelmän on koodannut Kajala Group Oy, joka on siirtänyt kaikki oikeudet järjestelmään yhtiölle. Järjestelmän myyjän Kajala Group Oy:n kanssa on tehty konsulttisopimus. Järjestelmän toimivuutta on mahdotonta todeta ulkopuolelta, mutta ainakin ominaisuuksiltaan se on mielestämme vakuuttava. Niin kauan kun järjestelmää ei ole testattu käytännössä, liittyy siihen mielestämme oleellinen riski.

Ansaintamalli mahdollistaa korkean pääoman tuoton

Factoring-liiketoiminnan ansaintamalli on mielestämme houkutteleva sijoittajien kannalta. Mallissa yhtiön saama provisio riippuu myyntilaskujen kiertoajasta. Alla olevassa esimerkkilaskelmassa olemme pyrkineet avaamaan sitä, miten liiketoiminnan pääoman tuotto lopulta muodostuu. Esimerkissä on käytetty liiketoiminnalle arviomme mukaan normaaleja lukuja.

Tyypillisesti provisio on käsityksemme mukaan 2 % laskutettavasta määrästä, jos asiakkaiden laskuilla on esimerkiksi 30 päivän kiertoaika. Provisio vaihtelee kiertoajan mukana. GF Creditin sitoutunut pääoma on asiakkaan laskutus kertaa GF:n myöntämä luototusaste, joka on 30-70 % myyntisaamisista asiakkaiden luottoriski huomioiden. Tämä on tärkeää myös riskien hallinnan kannalta, ja arviomme mukaan luottotappiot tulevat olemaan todella pieniä järjestelmän toimiessa. Oletamme esimerkissä, että luototusaste on 70 %, jolloin sitoutunut pääoma on "kertomella" $70\% \times ((30 \times 12) / 365)$.

Jos asiakkaan laskutus olisi 100 000 euroa/kk, sitoutunut pääoma olisi joka kuukausi tästä 70 % eli noin 69 000 euroa ($12 \times 30 / 365$). GF:n factoring-palvelusta saama provisio olisi silloin 2000 euroa/kk (eli 2 % 100 000 eurosta). Vuositasolla provisio olisi 24 000 euroa, jolloin sitoutuneelle pääomalle (69 000 euroa) saataisiin noin 34,8 %:n vuosikorko. Vaihtoehtoisesti korko saa laskettua suoraan kaavalla $(365/30) \times (0,02/0,70) = 34,8\%$.

Maltillisella riskillä tämä potentiaalinen pääoman tuotto on äärimmäisen houkutteleva, jos factoring-liiketoiminta onnistuu samaan merkittävän aseman. Lisäksi liiketoiminnan

houkuttelevuutta kasvattaa se, että liiketoiminta on arviomme mukaan pitkälti jatkuvaa. Factoring-malli integroidaan asiakkaan omiin järjestelmiin, mikä lisää asiakkuuden pysyvyyttä.

Lähivuosien ennusteet

Vuosi 2018 on liiketoiminnan näkemyksemme mukaan ylösjovaihetta, mutta kertoo kuitenkin liiketoiminnan vastaanotosta ja on siten tärkeä. Odotamme GF Creditin liikevaihdon olevan vain noin 0,5 MEUR ja painottuvan voimakkaasti vuoden loppua kohti. Liiketuloksen odotamme olevan noin -0,4 MEUR tappiolla alhaisen liikevaihdon takia, vaikka arviomme mukaan yhtiön kiinteät kulut ovat myös todella alhaisia.

Vuonna 2019 odotamme liikevaihdon kasvavan lainakannan mukana 1,9 MEUR:oon ja liikevoiton kääntyvän jo 0,8 MEUR positiiviseksi. Kulurakenne voi hyvinkin kasvaa odotettua nopeammin kasvupanostuksien takia, mutta oleellista on mielestämme tässä vaiheessa kasvu ja liiketoiminnan onnistunut ylösaajo.

Vuosi 2020 on mielestämme ensimmäinen, kun factoring-liiketoiminnalta voidaan odottaa merkittävää tulosta. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 4,5 MEUR:oon ja liikevoiton olevan peräti 3,0 MEUR. Kulurakenteen pitäisi pysyä alhaisena, koska valtaosa myynnistä on arviomme mukaan white label-myyntiä ja toisaalta liiketoiminta jatkuvaa. Näin lainakannan antama korko (ennusteissamme 30 %) tuottaa erinomaisesti. Kannattava kasvu jatkuu ennusteissamme myös vuonna 2021. Ennusteisiin liittyy erittäin paljon epävarmuutta ja niihin kannattaa toistaiseksi suhtautua yhtenä mahdollisena skenaariona. Potentiaalia mielestämme on, mutta sitä ei ole vielä todistettu.

Ennusteet - kiinteistöliiketoiminta (5/7)

Opportunistinen kiinteistösijoittaja

Yhtiön toinen toimiala on kiinteistöliiketoiminta. Vuonna 2017 10 % konsernin liikevaihdosta koostui kiinteistöliiketoiminnasta.

Kiinteistöliiketoiminta koostuu kiinteistö-sijoituksista ja kiinteistökehityksestä sekä kiinteistönvälityksestä. Vuoden 2017 lopussa yhtiö omisti yhteensä 162 huoneistoa (sis. osaomisteisten kiinteistöjen huoneistot), joiden käypä arvo oli 23,8 MEUR (yhtiön käyttämä ulkopuolinen arvio, tiettyjen kohteiden osalta perustuu jo tehtyjen kauppajen velattomaan kauppahintaan). GF Moneyn tarkoituksena ei ole olla pitkäaikainen omistaja kiinteistöissä, vaan yhtiö on opportunistinen sijoittaja ja normaali sijoitusaika on arviomme mukaan noin vuosi (vaihtelee tapauskohtaisesti). Lisäksi konserniin kuuluu Westhouse-kiinteistövälittäjä.

Tuloksen muodostuminen

Kiinteistöliiketoiminta perustuu arviomme mukaan yksinkertaistettuna poikkeuksellisten tilanteiden hyödyntämiseen, mikä mahdollistaa selvästi markkinatasoa alhaisemmat ostohinnat. Taustalla voi olla esimerkiksi rakennuttajan taloudelliset vaikeudet tai muu kiireellinen rahantarve. Näin GF Property Oy (kiinteistöliiketoimintaa harjoittava tytäryhtiö) pystyy ostamaan kohteita kuten kerrostaloja alle niiden markkina-arvon. Myöhemmin yhtiö normaalisti myy kohteet asunto kerrallaan, jolloin tukkualennusta ei tarvitse antaa. Koko prosessissa Westhousen asiantuntemuksen hyödyntäminen on tärkeää.

Koska kiinteistösijoitukset kirjataan oston jälkeen käypään arvoon taseeseen, muodostuu tulos usein merkittävien osin käyvän arvon muutoksista. Kun tuloskirjaus tehdään jo ennen asuntojen myyntiä, sijoittajat kantavat riskin siitä, toteutuuko tuloskirjaus täysimääräisenä. GF Money käyttää

käyvän arvon määrittämisessä pääosin ulkopuolista arvonmäärittäjää. Olemme tarkastelleet nykyisiä kiinteistöarvoja ja pidämme niitä lähtökohtaisesti uskottavina.

Tuloskehitystä on vaikea ennustaa

Kiinteistöliiketoiminnan tuloskehitystä on vaikea ennustaa, koska se riippuu paljon yksittäisistä kiinteistökaupoista ja käyvän arvon muutoksista. Odotamme kiinteistösijoituksilta vuonna 2018 noin 2,2 MEUR:n liikevaihtoa eli bruttovuokraa (2017: 1,9 MEUR). Tämä on mielestämme maltillinen huomioiden vuoden vaihteen merkittävä kiinteistöportfolio. Vaikeammin ennustettavien käyvän arvon muutoksien odotamme olevan noin 2,0 MEUR (2017: 2,2 MEUR) ja transaktiokulujen noin 0,4 MEUR. Näin odotamme kiinteistösijoituksista noin 3,0 MEUR:n liikevoittoa vuonna 2018 (2017: 3,3 MEUR). Tätä voi suhteuttaa noin 23,8 MEUR:n kiinteistö-omistukseen huomioiden myös merkittävä velkavipu. Mielestämme kiinteistösijoitusten tuotot eivät ole verrannollisia Suomen kiinteistömarkkinoihin, vaan yhtiön kykyyn löytää kohteita selvästi alle niiden markkina-arvon. Tässä on mielestämme kriittinen linkki rahoitusliiketoimintaan, sillä se tarjoaa yhtiölle uusia ostokohteita. Ennusteemme nojaavat siihen, että yhtiö pystyy tulevaisuudessa löytämään kohteita houkuttelevilla hinnoilla.

Kiinteistönvälitys

GF tarjoaa Westhouse-brändin alla kiinteistön- ja asunnonvälityspalveluita, asuntojen vuokrausta sekä arviokirjoja. Ensisijaisena toiminta-alueena on Espoon ja Helsingin alue. Euro-Westhouse Oy:n liikevaihto oli noin 1,7 MEUR ja liiketulos noin 60 TEUR tappiollinen. Olemme olettaneet Westhousen liikevaihdon kasvavan tulevina vuosina noin 5 % vuosittain ja liiketulos-

marginaalin olevan 2018 nollatasolla ja tämän jälkeen nousevan noin 3 %:n tasolle. Näin kannattavuus olisi ainakin lähempänä sektorille tyypillistä tasoa. Näemme Westhousen selvästi kokonaisuutta tukevana liiketoimintana, jonka tulos on konsernitasolla erittäin pieni.

Kiinteistöliiketoiminta ennusteet

Koko kiinteistöliiketoiminnan 2018 liikevaihdon odotamme olevan noin 3,9 MEUR, mikä muodostuu kiinteistöomistuksien bruttovuokratuotosta (2,2 MEUR) sekä Westhousen noin 1,75 MEUR:n liikevaihdosta. Voimakas kasvu edellisvuodesta (noin 75 %) johtuu erityisesti kiinteistöomistuksien ja sitä kautta ennustamiemme vuokratulojen kasvusta. Liiketoiminnan liikevoiton ennustamme olevan noin 3,0 MEUR (2017: 3,2 MEUR), mikä muodostuu kiinteistöomistuksien nettovuokratuotosta (ennuste 1,4 MEUR) sekä käyvän arvon muutoksista (vähennettynä transaktiokulut, ennuste 1,6 MEUR). Westhousen liikevoiton odotamme olevan nollatasolla.

Tulosta vetää edelleen käyvän arvon muutokset, mikä lisää merkittävästi ennusteisiin liittyvää epävarmuutta. Tämä on mielestämme liiketoimintamallin selkeä heikkous jatkuvuuden puutteen lisäksi. Osittain tämän takia olemme olettaneet liiketoiminnan tulostason laskevan vuodesta 2019 alkaen 2,1 MEUR:n tasolle, missä käyvän arvon muutoksien vaikutus pienenee. Oletuksissamme kiinteistösijoituksien liikevoittotaso laskee 2,0 MEUR:n vuositasolle ja lopun pieni kontribuutio (0,1 MEUR) tulee Westhousen kiinteistövälityksestä. Kiinteistöomistuksien kehitys vaikuttaa lukuihin oleellisesti, mitä on käytännössä mahdotonta arvioida vuosien päähän. Tähän vaikuttaa muun muassa konsernin pääoman allokoitipäätökset.

Ennusteet - konserni (6/7)

Odotamme yhtiöltä voimakasta tulokasvua

Mielestämme yhtiöllä on hyvät edellytykset kasvattaa tulostaan lähivuosina voimakkaasti vuosittain 2017 pohjatasosta. Osittain tämä johtuu merkittävästä hypystä seuraavalla 12 kuukaudella (H2'18 ja H1'19) johtuen listautumisen tuomista merkittävistä uusista pääomista, B- ja C-sarjojen vähemmistöosuuksien poistumisesta sekä laskevista rahoituskustannuksista. Kuten aikaisemmin laskimme (kappale Listautumisanti ja taserakenne), listautumisanti voi välillisesti parantaa yhtiön tulosta ennen veroja jopa 4 MEUR, kun yhtiön 2017 nettotulos oli 4,1 MEUR. Tämä heijastuu erityisesti vuoden 2019 tulokasvuun, jolloin odotamme osakekohtaisen tuloksen nousevan noin 50 %.

Listautumisannin tuoman parannuksen jälkeen ennustamme osakekohtaisen tuloksen nousevan keskimäärin noin 20 % vuosina 2020-2021, mikä sisältää GF Creditin factoring-liiketoiminnan kannattavaa kasvua.

Korostamme jälleen, että tulosenusteemme nojaavat oletukseen osakeannin onnistumisesta. Mikäli osakeanti epäonnistuisi tai jäisi selvästi odotettua pienemmäksi, olisi sillä negatiivinen vaikutus ennusteisiimme.

Tulosajurina toimii kuluttajarahojus

Arviomme mukaan GF:n selvästi merkittävin tulosajuri on kuluttajarahojus, johon oletamme konsernin allokoivan listautumisannista saatavia pääomia houkuttelevan tuotto-odotuksen takia. Odotamme oleellista tulosparannusta myös yritysrahoituksesta, mutta valtaosa rahoitusliiketoiminnan tulokasvusta tulee arviomme mukaan kuluttajarahojuksesta. Odotamme rahoitusliiketoiminnan liikevaihdon

kasvavan noin 30 % yhteensä 26,7 MEUR:oon ja liikevoiton olevan 11,8 MEUR vuonna 2018 (2017 liikevoitto: 9,2 MEUR, Inderesin arvio). Kiinteistöliiketoiminnan liiketuloksen odotamme olevan 3,0 MEUR eli pysyvän käytännössä vuoden 2017 tasolla (3,2 MEUR, Inderesin arvio).

Rahoituksen hinta laskee selvästi

Pääoman kustannus on GF Money-konsernille kriittinen tekijä. Käsittelemme tässä GF Money-konsernin kokonaisrahoitusratkaisua, mikä sisältää myös B- ja C-sarjojen osakkeet. Tällä laskutavalla yhtiöllä oli vuoden 2017 lopussa yhteensä noin 76,7 MEUR ”ulkopuolista” rahoitusta, josta yhtiö maksoi arviomme mukaan keskimäärin noin 9 %. Tämä tarkoittaisi yhteensä noin 6,9 MEUR:n vuosikulua rahoituksesta. Vuonna 2017 tämä summa oli noin 1,8 MEUR B- ja C-sarjoille ja noin 3,4 MEUR nettorahoituskuluille, mutta vuoden 2017 alussa vastaavaa rahoitusta yhtiöllä oli vain 39,2 MEUR. Keskimääräiselle rahoitukselle tuli siis myös vuonna 2017 hintaa noin 9 %.

Listautumisannin toteutuessa suunnitellusti, yhtiö saa 40 MEUR uutta omaa pääomaa. Tämä pienentää rahoitustarvetta noin 9 %:n kustannuksella vastaavalla määrällä, mikä tarkoittaa noin 3,6 MEUR:n säästöä rahoituskustannuksissa. Käytännössä B- ja C-sarjojen vähemmistöosuus poistuisi kokonaan (2017: 1,8 MEUR) ja vieraan pääoman lainakustannukset (arviolta noin 9-10 %) pienenisivät noin 1,1 MEUR:lla.

Emme kuitenkaan ennusta näin merkittävästi pienentyviä rahoituskustannuksia, koska yhtiö hakee voimakkaasti pääomia sitovaa kasvua. Odotamme yhtiön lainakannan kasvavan vuoden 2018 loppuun mennessä lähes 80 MEUR:oon

(2017: 56,2 MEUR), missä vieraalla pääomalla on myös merkittävä rooli. Sen sijaan odotamme vieraan pääoman kustannuksen laskevan selvästi lähivuosina, koska listautumisannin toteutuminen suunnitellusti laskisi merkittävästi yhtiön riskiprofiilia.

Vuoden 2018 rahoituskustannuksissa on tärkeää huomioida, että H1:llä rakenne säilynee vielä ennallaan. B- ja C-sarjojen lunastus tapahtuu arviomme mukaan keskikesällä, joten tämä vaikutus näkyy vasta H2:lla. Myös vieraan pääoman kustannukset lähtevät arviomme mukaan laskemaan vasta onnistuneen listautumisannin jälkeen. Näin ollen ennustamme H1-rahoituskulujen olevan vielä -3,3 MEUR, mikä tarkoittaa noin 9,0 %:n vuosikorkotasoa (velkojen määrän oletettu kasvaneen hieman 2017 lopun tasosta). H2:llä B- ja C-sarjojen rasitus poistuu, odotamme koko vuoden 2018 rahoituskustannuksien olevan noin 5,2 MEUR, missä on mukana vähemmistöosuudet 1,0 MEUR.

Näkemyksemme mukaan vieraan pääoman kustannukset tulevat laskemaan seuraavan 12 kuukauden aikana merkittävästi, kun yhtiö saa neuvoteltua rahoituksensa uudelleen. Ennustamme keskimääräisen korkokulun laskevan noin 9-10 %:n tasolta noin 8,5 %:n tasolle H2'18:lla ja tästä edelleen noin 7,5 %:n tasolle vuonna 2019. Vuonna 2020 odotamme keskikoron olevan noin 7,0 %. Absoluuttiset rahoituskustannukset kasvavat ennusteissamme pitkällä aikavälillä velkarahoituksen lisääntyessä, mutta velasta maksettava suhteellinen hinta (korko-%) laskee kuitenkin samalla.

Ennusteet - konserni (7/7)

Nettotulos nousee voimakkaasti vuonna 2018

Odotamme GF Money-konsernin vuoden 2018 nettotuloksen olevan 7,7 MEUR, mikä tarkoittaisi 87 %:n nousua edellisvuodesta (2017: 4,1 MEUR). Huomautamme, että osakekohtainen tulos ei nouse yhtä nopeasti (ennuste +25 %), koska osakemäärä kasvaa annissa olettavasti 50 %:lla.

Operatiivinen tulosparannus tapahtuu pääosin kuluttajarahoituksen kannattavasta kasvusta, mikä on mielestämme suhteellisen vankalla pohjalla. Yhtiö saa hyötyä myös vieraan pääoman kustannuksien alentumisesta. Selvemmin hyödyt näkyvät kuitenkin vasta vuonna 2019, kun annin vaikutus rahoituskustannuksiin näkyy täysimääräisesti ja yhtiö voi laittaa lisää pääomaa töihin parantuneen taserakenteen turvin.

Yhtiön veroasteen oletamme olevan 20 % Suomen yritysveroasteen mukaan. Tanskan ja Ruotsin verokannat ovat hieman Suomea korkeammat (22 %), mutta niiden vaikutus konsernin lukuihin jää lähivuosina hyvin pieneksi.

Käsityksemme mukaan GF-konsernin verorasitus on kuitenkin kassavirtana hieman 20 %:n tasoa korkeampi, koska yhtiö ei voi hyödyntää luottotappiovarausta suoraan verotuksessa. Yhtiö on vuodesta 2017 lähtien (ml. 2016 vertailutiedot) kirjannut luottotappiovarauksista laskennallisia verosaamia. Tämä tarkoittaa, että liiketoiminnan kasvaessa verorasitus on hieman normaalia korkeampi luottotappiovarauksien tullessa ennen realisoituneita luottotappioita, jotka voidaan hyödyntää verotuksessa. Pitkällä aikavälillä veroaste kuitenkin käsityksemme mukaan normalisoituu noin 20 %:iin.

Tuloskasvu jatkuu vahvana vuonna 2019

Ennustamme GF Money:n nettotuloksen kasvavan vuonna 2019 noin 11,6 MEUR:oon, missä ajureina ovat samat tekijät kuin vuonna 2018. Näitä ovat operatiivisen liiketoiminnan positiivinen kehitys erityisesti kuluttajarahoituksessa sekä suhteellisten rahoituskustannuksien selkeä laskeminen. Vuonna 2019 B- ja C-sarjojen rasiudesta ei ole enää ollenkaan ja korkojen laskun pitäisi näkyä vieraan pääoman hinnassa, minkä takia ennustamme konsernin rahoituskulujen laskevan noin 3,3 MEUR:oon (ennustettu keskimääräinen korko noin 7,5 %). Tämä siitä huolimatta, että ennustamme yhtiön rahoitusliiketoiminnan lainasaamisten nousevan noin 105 MEUR:n tasolle vuonna 2019.

Edellä mainittujen tulosajurien lisäksi odotamme myös GF Creditiltä positiivista tuloskontribuutiota vuonna 2019. Ennustamme GF Creditin liikevaihdon nousevan edelleen vaatimattomalle 1,9 MEUR:n tasolle, millä ennustamme yhtiön tekevän 0,8 MEUR:n liikevoiton. Vuonna 2018 odotamme GF Creditin tekevän 0,4 MEUR:n liiketappion. Ylösaajovaiheessa olevan liiketoiminnan kehitystä on tässä vaiheessa erittäin vaikea arvioida, mutta arviomme mukaan GF Creditillä on hyvät edellytykset tehdä positiivinen tulos vuonna 2019.

Tuloskasvu ”normalisoituu” vuonna 2020

GF Money-konsernin tuloskasvu on arviomme mukaan poikkeuksellisen voimakasta, mikä liittyy yhtiön rahoitusrakenteen täydelliseen uudistumiseen. Tämä perustuu siihen oletukseen, että yhtiön listautumisanti toteutuu suunnitellusti.

Vuonna 2020 tilanne arviomme mukaan normalisoituu, mikä näkyy myös tuloskasvu-

odotuksistamme. Vuosien 2017-2019 välillä yhtiön nettotulos käytännössä moninkertaistuu, mutta vuonna 2020 tuloskasvuennusteemme laskee 23 %:n tasolle. Taso on edelleen erittäin korkea, mutta tässä ajurina on yhä voimakkaammin GF Credit. Odotamme GF Creditin liikevaihdon kasvavan 2020 4,5 MEUR:oon ja liikevoiton olevan peräti 3,0 MEUR. Liiketoiminnan kannattavuuspotentiaali on erinomainen, jos asiakas- ja sitä kautta lainakantaa saadaan laajennettua suunnitellusti. Toisena merkittävänä tulosajurina pysyy arviomme mukaan edelleen kuluttajarahoitus.

Näkyvyys vuoteen 2020 ja erityisesti vielä alkutaipaleella olevan GF Creditin kehitykseen on erittäin heikko. Tämän takia emme nojaa vuoden 2020 ennusteisiimme enää arvonmäärityksessä. Mielestämme tuloskasvuajurit ovat kuitenkin vahvat pitkälle tulevaisuuteen, jos markkinaympäristössä (esimerkiksi sääntely) ei tapahdu oleellisia muutoksia.

Osinkoennusteet

GF Money on kertonut tavoitteekseen maksaa vähintään 30 % nettotuloksestaan osinkoina. Mielestämme yhtiön ei kannattaisi maksaa osinkoja ainakaan yhtään tätä enempää niin kauan, kun yhtiöllä on pääomille houkuttelevia sijoituskohteita. Osinkoennusteissamme oletamme osingon olevan 30 % nettotuloksesta, mikä tarkoittaa osingon kasvavan lähivuosina voimakkaasti tulostason mukana.

GF Money-konsernin tuloseennusteet

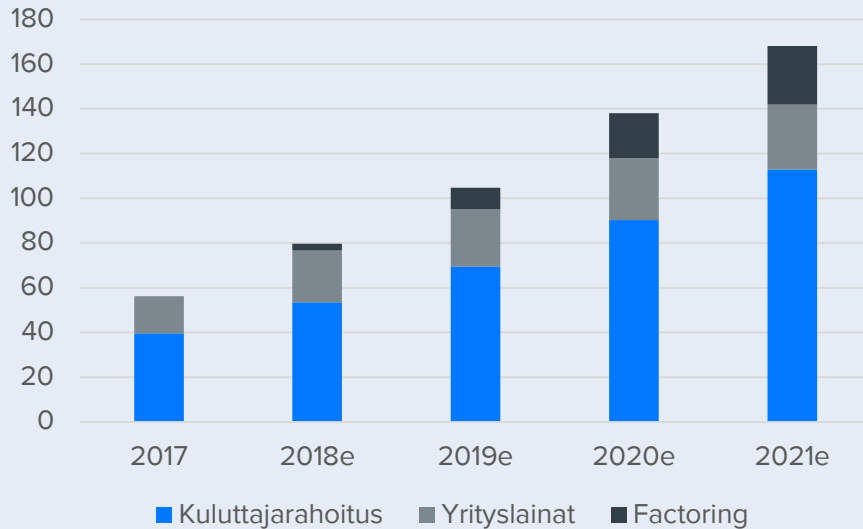
	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	30,7	37,6	46,4
<i>Rahoitus</i>	26,8	33,8	42,5
<i>Kiinteistöt</i>	3,9	3,8	3,9
<i>Konsemi</i>	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	15,2	18,4	23,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,6	-0,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	14,9	17,8	22,6
Liikevoitto	14,9	17,8	22,6
<i>Rahoitus</i>	11,8	15,7	20,6
<i>Kiinteistöt</i>	3,0	2,1	2,1
<i>Konsemi</i>	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-4,2	-3,3	-4,3
Tulos ennen veroja	10,7	14,5	18,3
Verot	-2,1	-2,9	-3,7
Vähemmistöosuudet	-0,9	-0,1	-0,4
Nettotulos	7,7	11,5	14,2
EPS (oikaistu)	0,28	0,42	0,51
EPS (raportoitu)	0,28	0,42	0,51
Tunnusluvut			
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	41,5 %	22,4 %	23,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	35,1 %	19,7 %	27,2 %
<i>Käyttökate-%</i>	49,4 %	48,8 %	50,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	48,4 %	47,4 %	48,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	24,9 %	30,7 %	30,7 %



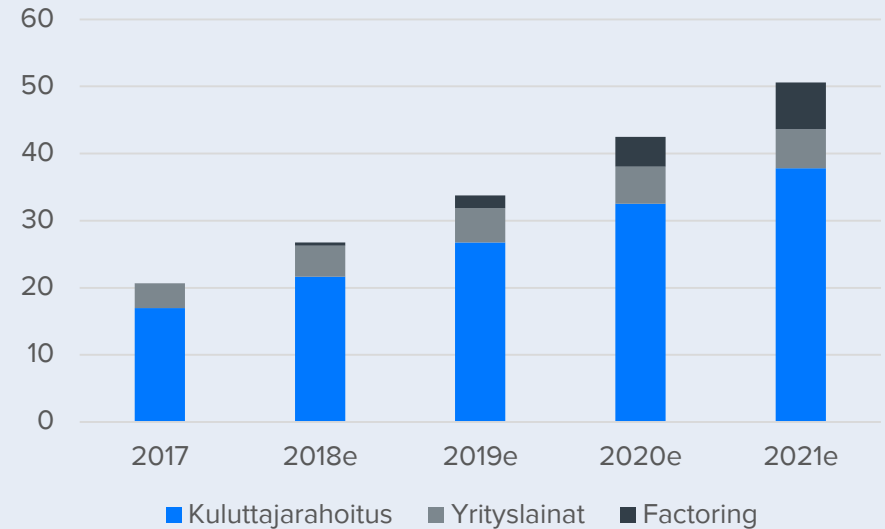
Vuoden 2018 ennusteissa oletettu, että B-C-sarjojen osakkeet lunastetaan listautumisannista saatavilla varoilla. Oletettu ajankohta on vuoden 2018 puoliväli. Ennusteet nojaavat osakeannin suunnitelman mukaiseen toteutumiseen. Vuoden 2018 EPS on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Tulosennusteiden taustoja

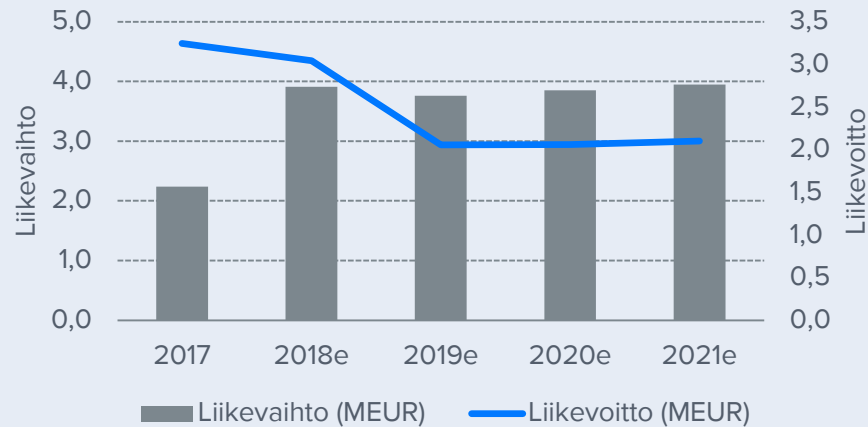
Lainakanta (MEUR)



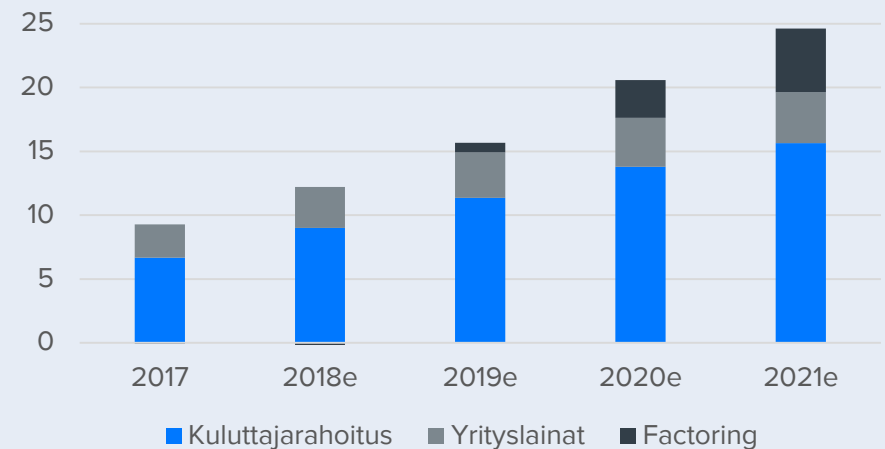
Liikevaihto (MEUR)



Kiinteistöliiketoiminta



Liikevoitto (MEUR)



Arvostustaso (1/5)

Arvonmääritys olettaa annin onnistuvan suunnitellusti

GF Money on poikkeuksellisessa tilanteessa, koska listautumisanti onnistuessaan muuttaa yhtiön taserakennetta ja tulostasoa merkittävästi. Jos yhtiö onnistuu keräämään annissa vähintään 26-27 MEUR, se pystyy lunastamaan B- ja C-osakesarjat pois antirahoilla ja näihin liittyvä epävarmuus poistuu. Tämä muuttaa sijoittaja-profiilia mielestämme merkittävästi. Jos annissa kerätty raha jäisi alhaiseksi, esimerkiksi 10 MEUR:n tasolle, yhtiö joutuisi etsimään muuta rahoitusta. Tämän edullisuudesta ei ole takeita, ja silloin yhtiön kasvunäkymät ja kannattavuus voisivat oleellisesti heiketä ennustamastamme.

Sijoittajien on siis tärkeää ymmärtää, että tekemämme arvonmääritys pohjautuu oletukseen annin onnistumisesta suunnitellusti eli 40 MEUR:n uuteen omaan pääomaan. Arviomme yhtiön arvosta ei nykyisen käsityksemme mukaan oleellisesti muuttuisi, jos annissa kerätään vähintään 30 MEUR. Jos tästä kuitenkin jäätäisiin selvästi, vaikuttaisi se myös näkemykseemme yhtiön arvosta. Osakkeen merkitsijät kantavat siis myös riskiä siitä, ettei anti menesty suunnitelmien mukaisesti ja yhtiön tavoitteista jäädään selvästi.

Listautumisannissa GF Money-konsernin osakkeen hinta on 4,35 euroa, mikä tarkoittaa reilun 80 MEUR:n markkina-arvoa ennen listautumisantia (18,47 miljoonaa osaketta) ja reilun 120 MEUR:n markkina-arvoa osakeannin jälkeen osakemäärän ollessa silloin oletettavasti noin 27,7 miljoonaa kappaletta. Olemme käyttäneet arvotuskertoimien laskussa yhtiölle markkina-arvona 120 MEUR:n listautumisannin jälkeistä arvoa ("post-money"). Tämä sisältää oletuksen, että annissa kerätään 40 MEUR uutta omaa pääomaa, sekä oletuksen noin 50 %:

kasvusta osakemäärässä.

Muita arvoon vaikuttavia tekijöitä

Voimakas kannattava kasvu. GF Money-konsernin kasvutavoite on keskimäärin yli 25 % vuosittain, mikä on mielestämme myös realistinen listautumisannin toteutuessa suunnitellusti ja vahvistaessa yhtiön tasetta merkittävästi. Yhtiöllä on vahva pohja merkittävälle tulokasvulle lähivuosille ja myös tämän jälkeen, mikä tukee hyväksyttävää arvostuskertoimia. Erityisen houkutteleva on kuluttajarahoitusliiketoiminta, joka skaalautuu automatisoitujen järjestelmien tehdessä valtaosan prosessiin liittyvästä työstä. Yhtiön tuloskasvuvauhdilla voitaisiin mielestämme perustella myös merkittävästi hyväksymäämme korkeampi arvostustaso, mikäli yhtiön riskiprofiili laskisi nykyisestä.

Factoring-liiketoiminnan potentiaali. Arvostusta tukee mielestämme GF Creditin erittäin lupaava factoring-liiketoiminta. Tässäkin taustalla on automatisoitu järjestelmä, jonka kautta käytännössä koko asiakkaan maksuliikenne voidaan järjestää. Mielestämme liiketoiminnan asiakkaalle tuoma hyöty on merkittävä ja sitä kautta koko liiketoimintamalli on myös vankemmalla pohjalla kuin esimerkiksi kuluttajarahoituksessa. GF Credit voi hyvin olla GF Money:n arvokkain liiketoiminta viiden vuoden kuluttua, mutta tällä hetkellä kyseessä on kuitenkin todistamaton start-up. Näin ollen konseptin toimivuutta käytännössä on erittäin vaikeaa arvioida. Pidämme liiketoimintaa erittäin mielenkiintoisena optiona, mutta toistaiseksi sille on kuitenkin vaikeaa antaa suurta arvoa (osien summa-laskelmassa arvoksi annettu 10 MEUR).

Mahdollisuus korkealle pääoman tuotolle. GF Money-konsernilla on mielestämme poikkeuksellisen hyvä mahdollisuus allokoida merkittäviä pääomia erittäin houkuttelevalla tuotto-odotuksella. Yhtiöllä on arviomme mukaan paljon mahdollisuuksia sekä kuluttajarahoitusliiketoiminnassa että factoring-liiketoiminnassa. Näissä molemmissa markkinoiden korkotasot ovat ainakin toistaiseksi erittäin korkeita myös luottotappiot huomioiden. Yhtiöllä on mielestämme poikkeuksellisen hyvä mahdollisuus hyötyä suotuisasta markkinatilanteesta ja kumuloida pääomia edelleen olettaen kuitenkin, että listautumisanti toteutuu suunnitellusti.

Riskiprofiili on korkea. GF Money-konsernin kokonaisriskiprofiili on korkea, mikä painaa mielestämme hyväksyttävää arvostustasoa selvästi. Merkittävää epävarmuutta aiheuttaa toimialan sääntely, joka vaikuttaisi kiristyvän edelleen. Osittain tämän taustalla on toimialan huono maine ja joissain tapauksissa väärinkäytökset ulkomailla, mikä aiheuttaa painetta koko toimialalle. Osittain sääntelyyn liittyy myös yhtiön rahoituskanavana käyttämien B- ja C-osakesarjoihin liittyvä verotus, ja tämän kaltaisen rahoituksen saatavuuteen liittyvä epävarmuus. Annin onnistuessa tämä riski poistuu ja annin onnistuminen onkin yhtiölle erittäin tärkeää.

Liiketoiminnan luonteeseen kuuluu merkittävät luottoriskit, jotka ovat kuitenkin hallittavissa. Arviomme mukaan koko ajan kiristyvää kilpailu tulee myös painamaan korkoja alaspäin keskipitkällä aikavälillä merkittävästi, mikä asettaa paineita toimialan kannattavuudelle. Tässä merkittävässä roolissa ovat mahdollisesti myös lainojen vertailuun ja välitykseen keskittyvät alustat, sekä vertaislainapalveluiden kasvu.

Arvostustaso (2/5)

Arvostuskertoimet 120 MEUR:n oletetulla markkina-arvolla

GF Money-konsernilla on poikkeuksellisen selkeä kuva siitä, mitä listautumisannissa saatavilla rahoilla tehdään. Olettamamme 40 MEUR:n oma pääoma muuttaisi yhtiön rahoitusrakenteen kokonaan ja laskisi merkittävästi yhtiön riskiprofiilia. Yhtiö saisi myös arviomme mukaan pääoman nopeasti töihin, mikä tukisi arviomme mukaan yhtiön kannattavaa kasvua.

Muutokset tapahtuvat olettavasti lähellä vuoden 2018 puoliväliä ja erityisesti vieraan pääoman osalta uuden rahoituksen neuvottelemisen vaatii aikaa, minkä takia 2018 ei vielä anna oikeaa kuvaa uudesta tulostasosta. Tämän takia nojaamme arvostuskertoimissa erityisesti vuoden 2019 kertoiimiin.

2019e tulos pohjainen arvostus houkutteleva

Oletamme yhtiön markkina-arvon olevan listautumisannin jälkeen noin 120 MEUR ("post-money"), mikä sisältää 40 MEUR:n annissa kerätyn oman pääoman. Tämä tarkoittaisi osakekurssin olevan noin 4,35 euroa osakemäärän ollessa noin 27,7 miljoonaa osaketta. Vuoden 2019 tulosenusteellamme tämä tarkoittaisi suunnilleen P/E-kerrointa 10x, mikä on mielestämme houkutteleva vahvasti kasvavalle ja erittäin hyvin kannattavalle liiketoiminnalle.

Vuoden 2018 ennusteilla P/E-kerroin on 15,7x, mikä on mielestämme kohtuullinen. Tässä on kuitenkin tärkeää huomioida, etteivät annin positiiviset vaikutukset vielä näy vuoden 2018 tuloksessa (osittain H2'18). Tämän takia sijoittajien ei kannata mielestämme antaa liian suurta painoarvoa vuoden 2018 arvostuskertoimille.

Mielestämme keskipitkällä aikavälillä GF Moneylle voitaisiin perustellusti hyväksyä noin 15x P/E-luku. Tämä vaatisi arviomme mukaan rahoitusrakenteen selkeyttämistä, kuluttajarahoituliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkumista sekä GF Creditin factoring-liiketoiminnan kohtuullista menestystä. Lisäksi markkina-ympäristöön liittyen riskien täytyisi mielestämme pysyä hallittavina. Näissä olosuhteissa GF Money pystyisi arviomme mukaan jatkamaan voimakasta tuloskasvua, jolloin 15x P/E-kerroin kompensoisi sijoittajia edelleen heidän kantamista riskeistä. Neutraalin P/E-kertoimen määrittäminen on kuitenkin vaikeaa, koska markkinaympäristön kehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta.

Muut kertoimet maltillisia

Yhtiön liiketoiminnassa voidaan käyttää merkittävää velkavipua, minkä takia P/E-kertoimen rinnalla on mielestämme tärkeää soveltaa myös nettovelan huomioivaan yritysarvoon (EV) pohjautuvia kertoimia. Monet toimialan yhtiöt ovat käyttäneet voimakasta velkavipua, mikä on periaatteessa perusteltua antolainauksen korkojen ylittäessä merkittävästi ottolainauksen korot (luottotappiot huomioiden). Tämä kuitenkin nostaa liiketoiminnan riskiprofiilia.

GF Moneyn tase, olettaen listautumisannin onnistuminen suunnitellusti, tulee olemaan erittäin vahva. Omavaraisuusaste on arviomme mukaan noin 50-55 % ja nettovelkaantumisaste noin 60 %. Tasot ovat toimialalle maltillisia. Yritysarvo (EV) on näin arviomme mukaan noin 155 MEUR osakeannin jälkeen. Tämä tarkoittaa, että vuoden 2019 ennusteilla EV/EBITDA olisi edellä mainituilla oletuksilla noin 9x. Yhtiöllä ei ole merkittäviä poistoja, joten EV/EBIT olisi lähes samalla tasolla (2019e noin 9x).

GF Moneyn tärkein tulosluku on lopulta tulos ennen veroja, minkä takia tätä on mielestämme myös hyvä suhteuttaa yritysarvoon (EV). EV/PTP (Pre-Tax Profit)-kerroin on vuoden 2019 ennusteilla noin 11-12x. Tasot ovat mielestämme houkuttelevia, kun huomioidaan odottamamme nopea tuloskasvu lähivuosilta.

P/B-luku on suhteellisen alhainen

Huomioiden oletus listautumisannin onnistumisesta, myös tasesubstanssiin pohjautuva P/B-luku jää mielestämme maltilliselle noin 2,1x-tasolle vuonna 2018. P/B-luku on mielestämme suhteellisen relevantti tunnusluku GF Moneylle, koska yhtiön liiketoiminta perustuu korkoeroon ja sitä kautta pääoman tuottoon. Kun noin 2x P/B-luvun suhteuttaa yhtiön arvioimaamme korkeaan oman pääoman tuottopotentiaalin tai yhtiön omaan taloudelliseen tavoitteeseen (yli 15 % vuosittain keskimäärin), on taso mielestämme varsin houkutteleva. Omat ROE-ennusteemme ovat lähivuosina yhtiön tavoitetasoa korkeampia (2019-2021 noin 19 %).

Osinkotuotto jää maltilliseksi

Odotamme yhtiön maksavan osinkoja vuosittain yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaisesti (vähintään) 30 % nettotuloksestaan. Tämä asettaisi 120 MEUR:n markkina-arvolla vuoden 2018 ennustetun osinkotuoton noin 1,9 %:n ja vuoden 2019 osinkotuoton noin 2,9 %:n tasoille.

Mielestämme GF Money on profiililtaan selvästi kasvuyhtiö ja mielestämme on kyseenalaista, kannattaisiko yhtiön maksaa ollenkaan osinkoja niin kauan, kun yhtiö pystyy allokoimaan pääomia kasvuun nykyisillä tuotto-odotuksilla. Yhtiö kuitenkin haluaa olla myös osingonmaksaja, ja osinko kasvaa ennusteissamme tuloksen mukana.

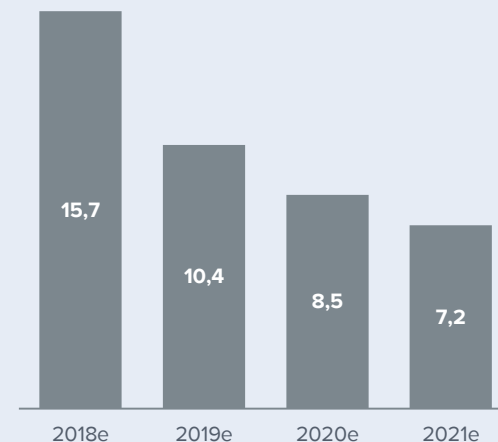
Arvostuskertoimet

Huomautus: arvostuskertoimet on laskettu 120 MEUR:n listautumisannin jälkeiselle ("post-money") markkina-arvolle.

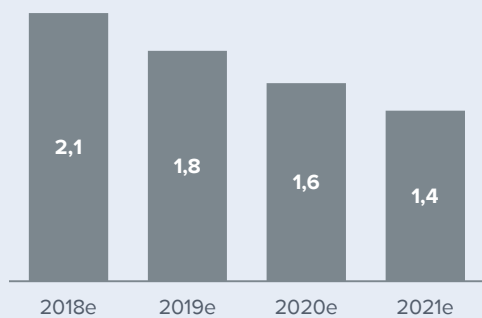
Arvostustaso	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,35	4,35	4,35	4,35
Osakemäärä, milj. kpl	27,7	27,7	27,7	27,7
Markkina-arvo	120	120	120	120
Yritysarvo (EV)	156	169	180	196
P/E (oik.)*	15,7	10,4	8,5	7,2
EV/PTP	14,6	11,6	9,8	9,0
P/B	2,1	1,8	1,6	1,4
P/S	3,9	3,2	2,6	2,2
EV/Liikevaihto	5,1	4,5	3,9	3,6
EV/EBITDA	10,3	9,2	7,7	7,1
EV/EBIT	10,5	9,5	7,9	7,3
Osinko/tulos (%)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,9 %	3,5 %	4,1 %

*P/E-luku on laskettu vuoden lopun ennustetulla osakemäärällä

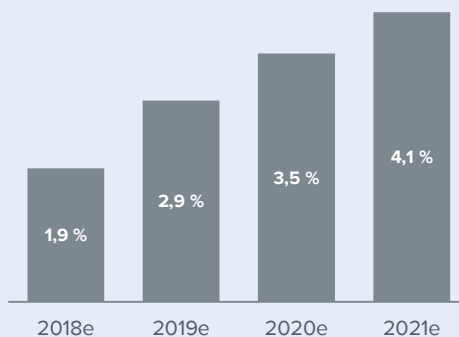
P/E (oikaistu)



P/B



Osinkotuotto-%



EV/EBITDA



Arvostustaso (3/5)

Verrokkiryhmän luominen

Yhtiöllä ei ole verrokkeja Helsingin pörssissä, mutta Euroopasta ja Yhdysvalloista löytyy paljon listattuja alalla eri malleilla toimivia verrokkeja. Suoraan GF:n rakennetta vastaavia verrokkeja ei ole, varsinkaan kun huomioidaan myös kiinteistösjoiutukset. Lisäksi yhtiöiden toimintamalleissa on merkittäviä eroja, erityisesti automaation roolissa. Olemme pyrkineet erottamaan erilaiset yhtiöt ja keräämään GF:lle verrokkiryhmän, josta saa mahdollisimman hyvän kuvan toimialalle tyypillisistä arvostuskertoimista.

Verrokkiryhmän arvostustaso on suhteellisen matala

Kokonaisuudessaan sektorin arvostustasot ovat maltillisia ja olleet laskusuunnassa viime vuosina. Tähän ovat arviomme mukaan vaikuttaneet toimialalla tapahtuneet väärinkäytökset, sääntelyn kiristyminen sekä toimialan murros kohti automatisointia ja toisaalta rahoituspalveluita ("platform-liiketoimintamalli"). Väärinkäytökset ja epäeettisyys ovat myös osittain syitä kiristyvään sääntelyyn ympäri maailmaa. Verrokkiryhmän mediaani 2018e P/E on noin 12x ja EV/EBITDA 11x. Ensi vuoden ennusteilla kertoimet laskevat edelleen (molemmat hieman yli 9x).

Verrokkiryhmä sisältää monta ns. vanhan mallin kulutusluottoyhtiötä, joiden toiminta perustuu edelleen manuaaliseen myyntityöhön (joskus jopa kotiovelle). Emme usko, että näillä liiketoimintamalleilla on tulevaisuutta. Lisäksi ryhmässä on vaikeuksiin joutuneita yhtiöitä kuten Provident Financial, joka joutuu maksamaan korvauksia virheellisestä markkinoinnista. Näiden arvostus on ymmärrettävästi laskenut maineriskin realisoiduttua. Näin ollen on mielestämme selvää, että GF:lle voidaan perustella selvästi

verrokkiryhmää korkeampi arvostustaso.

Verrokkiryhmässä on mukana myös yhtiöitä, jotka mielestämme ansaitsevat korkeammat arvostuskertoimet kuin GF. Näitä ovat erityisesti Lending Club, joka on P2P-platformin ympärille rakennettu ekosysteemi. Mielestämme Lending Club on liiketoimintamallin ja kannattavuus-potentiaalin kautta selvästi GF:ää edellä yhtiön tämän hetken vaikeuksista huolimatta. Toisaalta Lending Clubin, kuten myös listaamattomien toimialan platformien, arvostustasot ovat todella korkeita. Lending Clubin 2018e P/E on noin 31x ja EV/EBITDA 48x, mutta yhtiön liiketoimintamallin dynamiikka poikkeaa esimerkiksi GF:stä.

Ferratum on mielestämme sektorin laadukkaimpia yhtiöitä, jonka kokoluokka on merkittävästi suurempi ja teknologiapohja vahva. Yhtiöllä on vahva kannattavan kasvu track-record ja myös merkittäviä avauksia uusille alueille. Erityisen mielenkiintoinen on yhtiön P2P-alusta, joka on vasta aloittanut. Myös Ferratumilla on siis GF:n Creditin kaltaisia "optiota" tulevaisuudelle, mutta silti arvostustaso on kohtuullinen.

Verrokkiryhmän GF:lle indikoima arvostustaso

Toimialan listautuista vaihtoehtoista paras yhtiö ja sitä kautta mahdollisesti sopivin verrokki on mielestämme Ferratum, joka mielestämme kuitenkin ansaitsee hieman GF:ää korkeammat arvostuskertoimet. Ferratumin 2018e P/E on 17,5x ja EV/EBITDA 15x, mitkä antavat mielestämme ylätasoa GF:lle hyväksytyille kertoimille. Korkeampi arvostus vaatisi mielestämme oleellisen arvon antamista Creditille, sillä muiden liiketoimintojen track-record ei ole riittävä verrattuna Ferratumiin.

Toisaalta pohjatasoa GF:lle antaa mielestämme

suhteellisen heikkolaatuisten kansainvälisen verrokkiryhmän mediaanikertoimet, jotka ovat matalat: 2018e P/E 12x ja EV/EBITDA 11x.

Hyväksymme GF:lle noin 20 %:n preemion suhteessa verrokkiryhmän kertoimiin, joissa painotamme erityisesti P/E-lukua sekä vaihtoehtoista EV/PTP-lukua (Pre-Tax Profit eli voitto ennen veroja). Yhtiölle hyväksymämme kertoimet kuuluvat lopulta nykyisen verrokkiryhmän korkeimpien joukkoon. GF:n kulutusluotto liiketoiminnalle nämä voidaan mielestämme hyvin perustella, mutta GF:n muulle liiketoiminnalle (yrityslainat ja kiinteistöt) vastaavia kertoimia ei voi mielestämme hyväksyä. Yrityslainat-liiketoiminta on manuaalista eikä skaalautuvaa liiketoimintaa, jolle on vaikea hyväksyä preemiota suhteessa verrokkeihin. Sama pätee kiinteistöliiketoiminnalle, jonka arvo nojaa osittain kiinteistöomistuksiin. Tämä laskee hieman koko konsernille hyväksyttävistä kertoimista.

Sampo oli mukana ostamassa kilpailija Nordax Groupia

Sampo osallistui kansasijoittajana Nordic Capital Fund VIII:n kautta toteutettavaan ostotarjoukseen Nordax Group AB:n osakekannasta. Nordax Group on pohjoismainen kulutusluottoihin erikoistunut pankki. Ostotarjouksessa Nordaxin osakekannan arvo on noin 6 657 MSEK. Ostohinnalla Nordaxin P/E-kertoimet olivat 14x (2018e) ja 13x (2019e). P/B-kerroin oli 2,6x.

Mielestämme Nordax Group on kohtuullisen hyvä verrokki GF:lle ja ostotarjouksessa maksetut kertoimet tukevat arviotamme GF:n käyvästä arvosta. Sampo tunnetaan yleisesti hyvänä sijoittajana, joten uskomme Nordaxin tuotto-odotuksen olevan erittäin hyvä tälläkin arvostustasolla.

Verrokkiryhmän arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/PTP		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Ferratum Oyj	26,40	564	738	16,3	12,2	15,2	11,4	20,8	15,1	17,5	13,7	1,3	1,7	4,4
Provident Financial PLC	687,80	1858	3964	13,4	11,7	14,2	9,3	19,7	14,4	12,7	9,5	2,1	6,4	2,0
Resurs Holding AB	56,05	1064	3501	19,0	17,3			24,0	22,4	9,5	8,8	6,7	7,0	1,7
World Acceptance Corp	107,68	824	1121	10,1	10,2	11,7	11,2	13,1	12,8	15,3	11,7			1,9
Enova International Inc	31,30	894	1471	9,7	8,6	8,5	7,5	17,3	14,7	12,9	11,3			3,0
Banca Farmafactoring SpA	5,08	891	2723	20,5	19,0	21,2	20,4	19,9	18,7	9,3	8,8	10,4	11,1	2,8
Kruk SA	221,20	976	601	5,4	4,7	5,2	4,5	6,7	5,9	12,2	10,9	2,3	2,7	2,4
International Personal Finance I	238,80	605	1347	10,7	9,4	10,7		10,7	9,7	8,0	7,0	5,7	5,4	
Non-Standard Finance PLC	62,60	223	438	9,0	6,1	10,8	7,7	20,9	11,5	15,4	8,3	4,0	6,2	0,8
Morses Club PLC	154,00	228	240	11,6	9,5	10,4	8,9	11,4	9,6	13,6	11,8	4,5	4,8	
Santander Consumer USA Hok	19,16	5835	31694	18,1	15,0		16,2	36,4	34,0	8,4	7,7	1,3	1,7	1,0
Elevate Credit Inc	8,38	298	664	6,4	5,2	5,6	4,7	17,2	11,7	11,1	7,7			2,7
Regional Management Corp	36,02	357	812					19,0	16,4	11,5	9,7			1,6
Qudian Inc	10,77	2985	3176	9,1	6,1	9,1	6,3	8,7	5,7	9,0	6,0			1,8
LendingClub Corp	2,82	998	3444	65,2	37,9	48,4	31,0		102,2	30,6	15,1			1,1
Collector AB	61,90	605	2108	23,1	17,6			28,7	23,2	11,7	9,1			1,8
GF (Inderes)	4,35	120	156	10,5	9,5	10,3	9,2	14,6	11,6	15,7	10,4	1,9	2,9	2,1
Keskiarvo				16,5	12,7	14,3	11,6	18,3	20,5	13,0	9,8	4,2	5,2	2,1
Mediaani				11,6	10,2	10,7	9,1	19,0	14,5	11,9	9,3	4,0	5,4	1,9
Erotus-% vrt. mediaani				-10 %	-7 %	-4 %	1 %	-23 %	-20 %	32 %	13 %	-52 %	-47 %	15 %

Olemme korostaneet omissa laskelmissamme erityisesti näitä tunnuslukuja.

Arvostustaso (4/5)

”Osien summa”-laskelma

Yhtenä arvonnäytteen osana olemme tehneet osien summa-laskelman, missä tarkastelemme GF Money-konsernin eri liiketoimintojen arvoja. Tämä antaa yhden lisänäkökulman yhtiön arvostukseen ja antaa mielestämme myös laajemman kuvan näkemyksistämme eri liiketoimintojen rooleista. ”Osien summa”-laskelma on parhaimmillaankin suuntaa-antava, koska GF Money-konsernin rahoituskulut pystytään mallintamaan järkevästi vain konsernitason saatavilla olevilla tiedoilla. Liiketoiminnot vaativat merkittäviä pääomia ja pääoman allokoinnissa konsernissa vastaa emoyhtiö. Itsenäisinä yhtiöinä eri liiketoimintojen pääoman kustannuksista voisi olla merkittäviä eroja, mikä voisi vaikuttaa merkittävästi arvoihin. Muistutamme edelleen, että arvonnäytteen pohjalla on myös oletus listautumisannin onnistumisesta suunnitelmien mukaisesti.

Kuluttajarahojus

Kuluttajarahojus-liiketoiminnalla on vahva pohja, olemassa oleva asiakaskunta ja erittäin suuri kasvupotentiaali. Kasvusta houkuttelevaa tekee sen osittainen skaalautuminen. Merkittävää osaa liiketoiminnasta voidaan pitää myös kohtuullisen hyvin jatkuvana, koska erityisesti luottolimiitit ovat monesti pitkäaikaisia. Markkinoiden keskikorko on edelleen erittäin korkea, minkä ansiosta korkoero on todella suuri ja antaa vahvan turvamarginaalin luottotappiota vastaan.

Mielestämme kokonaisuus tarjoaa houkuttelevan mahdollisuuden alokoida liiketoimintaan merkittäviä pääomia, joiden tuotto-odotus on erittäin hyvä (arviomme mukaan yli 30 %). Mielestämme yhtälö on erittäin houkutteleva, vaikka oletamme keskikorkojen laskevan tulevaisuudessa, toimialan sääntely tulee

arviomme mukaan kiristymään ja riskiprofiili on korkea.

Olemme arvottaneet liiketoiminnan EV/EBIT-kertoimella 12x vuoden 2018 ennusteilla osien summa-laskelmassa. Edellä mainitut tekijät huomioiden korkeahko kerroin on mielestämme hyvin perusteltu ja linjassa verrokkien kanssa. Lisäksi vuonna 2018 liiketoiminnan tulostaso on edelleen kaukana potentiaalista. Laskelma antaa kuluttajarahojus-liiketoiminnan yritysarvoksi (EV) noin 108 MEUR.

Yrityslainat

Yrityslainat-liiketoimintaa ei voida lähtökohtaisesti automatisoida, eikä se arviomme mukaan juurikaan skaalaudu. Toiminta on mielestämme henkilösidonnaista ja projektiluontoista ilman merkittävää jatkuvaa elementtiä. Pääoman tuotto-odotus on hyvä, mutta selvästi kuluttajarahojusta maltillisempi.

Sijoittajan näkökulmasta liiketoiminnan kannattavan kasvun potentiaali on mielestämme varsin maltillinen, minkä takia liiketoiminnalle ei mielestämme voi perustella korkeita arvostuskertoimia. Olemme arvottaneet yritysrahoitus-liiketoiminnan EV/EBIT-kertoimella 6x vuoden 2018 ennusteilla osien summa-laskelmassa. Tämä antaa liiketoiminnalle noin 19 MEUR:n yritysarvon (EV) laskelmassamme.

GF Credit

Alkuvaiheessa olevalle GF Creditille on mielestämme toistaiseksi erittäin vaikea määrittää arvoa. Ennusteisiin liittyvän erittäin korkean epävarmuuden takia arvolle on hankala saada tukea. Liiketoimintamalliltaan liiketoiminta on mielestämme konsernin houkuttelevin, minkä

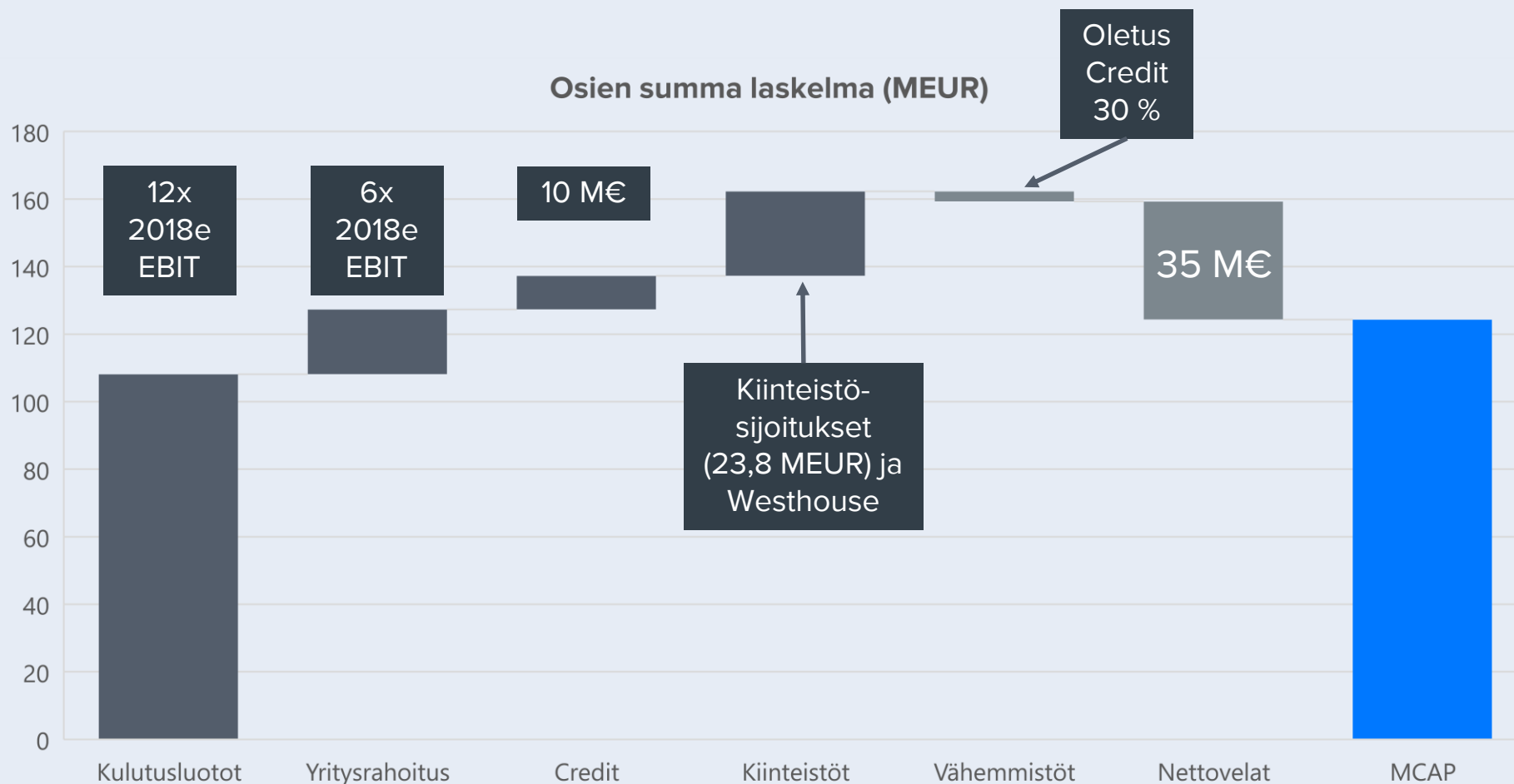
takia se mielestämme ansaitsisi korkeimmat arvostuskertoimet. Olemme antaneet GF Creditille 10 MEUR:n yritysarvon (EV), mikä tarkoittaisi vuoden 2019 ennusteilla noin 13x EV/EBIT-kerrointa, mutta tämä laskisi vuoden 2020 ennusteella 3-4x välille. Alkuvuosina tulostaso on luonnollisesti todella kaukana todellisesta potentiaalista. Nousuvaraa on todella paljon, jos liiketoiminta lyö läpi. Toisaalta voi olla, ettei liiketoiminta koskaan menesty tai tee tulosta. Suosittelemme sijoittajia suhtautumaan liiketoimintaan arvokkaana optiona.

Kiinteistöliiketoiminta

Kiinteistöomistuksien käypä arvo oli vuoden lopussa noin 23,8 MEUR, ja pidämme kiinteistöille annettuja arvoja perusteltuina. Käsityksemme mukaan yhtiö on pystynyt myymään kiinteistö-sijoitukset tasearvoilla, ja pidämme tätä todennäköisenä myös tulevaisuudessa. Tämä luo pohjan kiinteistöliiketoiminnan arvolle osien summa-laskelmassamme. Lisäksi yhtiö omistaa 92 % Euro-Westhouse Oy:stä, jolla on arviomme mukaan ainakin 1,2 MEUR:n arvo. Westhouse omistaa käsityksemme mukaan arvokkaan kiinteistön Espoosta, minkä lisäksi liiketoiminnalla on tämän hetken heikosta kannattavuudesta huolimatta pieni arvo.

Olemme antaneet osien summassa kiinteistöliiketoiminnalle 25 MEUR:n arvon, mikä perustuu valtaosin yhtiön kiinteistö-omistuksille. Varsinaiselle liiketoiminnalle tai sen kyvyille luoda lisäarvoa emme anna oleellista arvoa. Vaikka yhtiö on arviomme mukaan onnistunut luomaan lisäarvoa kiinteistösijoituksilla, emme ole vakuuttuneita lisäarvon kestävyyydestä pidemmällä aikavälillä. Näin olen pidämme omistuksien arvosta lähtevää arvonnäytetystä perustellumpana.

Osien summa-laskelman tiivistys



Osien summa-laskelmaan kannattaa suhtautua varauksella, koska sen tekemistä hankaloittaa liiketoimintojen riippuvuus pääomasta ja sen kustannuksesta. Rahoituskulut on pystytty mallintamaan järkevästi vain konsernitason nykytiedoilla. Lisäksi GF Creditin arvo nykytilanteessa on erittäin vaikea määrittää, mutta mielestämme 10 MEUR:n arvo on maltillinen suhteessa liiketoiminnan tulevaisuuden potentiaaliin.

Arvostustaso (5/5)

Nettovelat, vähemmistöt ja konsernikulut

Osien summa-laskelmassa on myös vähennettävä yhtiön nettovelat sekä eliminoitava konsernikulut. Arvioimme yhtiön nettovelkojen olevan noin 35 MEUR vuoden 2018 lopussa, mihin muutkin arvot laskelmassa nojaavat. On tärkeää huomioida, että taseen kehitystä on ulkopuolelta erittäin vaikeaa arvioida, koska siihen liittyy myös yhtiön kyky allokoita pääomaa tuottavasti eri liiketoiminta-alueisiin. Lisäksi oletuksemme taseesta sisältävät oletettavasti listautumisannista kerättävän 40 MEUR:n oman pääoman.

Merkittäviä vähemmistöjä on GF Creditin johdon 30 %:n omistus, jonka olemme vähentäneet vähemmistöosuutena. Toistaiseksi emme ole huomioineet johdon mahdollisuutta ostaa myöhemmin 10 % lisää omistusta GF Credit Oy:ssä, koska silloin yhtiön arvo olisi joka tapauksessa eri tasolla. Emme ole myöskään huomioineet esimerkiksi Euro-Westhousen 8 %:n vähemmistöä, koska tällä ei mielestämme ole merkitystä kokonaisuudessa. Sama pätee kuluttajarahituksen Ruotsin liiketoimintaan, jossa paikallisella johdolla on 2,5 %:n omistusosuus.

GF Money-konsernin kulut ovat käsityksemme mukaan valtaosin jaettu eri liiketoimintoihin. Näin ollen konsernikulujen eliminointiin ei ole tarvetta osien summa-laskelmassa. Yleensäkin GF Moneyn liiketoiminnassa ei ole selkeitä rajoja konsernin ja eri liiketoimintojen välillä.

Osien summa-laskelman lopputulos

Osien summa-laskelmamme antaa GF Money-konsernin eri liiketoimintojen yhteenlasketuksi arvoksi noin 124 MEUR. Tämä on pitkälti linjassa muiden menetelmien kanssa ja tukee näkemystämme yhtiön tämän hetken arvosta.

Kassavirtalaskelma (DCF)

Kassavirtalaskelman (DCF) luominen on GF Moneylle jossain määrin haastavaa, sillä yhtiön voimakas kasvu tarkoittaa myös lainakannan voimakasta kasvua, mikä sitoo koko ajan pääomaa. Oletamme yhtiön keskittyvän lähivuosina voimakkaasti kasvuun, minkä takia kassavirta jää laskelmassamme negatiiviseksi aikajaksolla 2018-2022. Samalla on kuitenkin tärkeää huomioida, että liiketoiminta generoi arviomme mukaan koko ajan vahvaa kassavirtaa, mutta yhtiö allokoit sitä uudelleen kasvuun.

Odotamme kasvun rauhoittuvan tästä eteenpäin ja vuosina 2023-2027 kassavirta on selvästi positiivinen. Joka tapauksessa DCF-laskelmamme antama osakkeen arvo (4,58 euroa) nojaa erittäin voimakkaasti epävarmaan terminaaliarvoon (paino 79 %). Tässä kuitenkin täytyy huomioida alan dynamiikka – yhtiö voisi missä tahansa vaiheessa todeta, ettei uusien lainojen tuottopotentiaali ole enää riittävän hyvä ja alkaa keskittyä kasvun sijasta kassavirtoihin. Lisäksi lainasaamiset ovat arviomme mukaan arvokasta kauppatavaraa, minkä takia niihin kertyvä arvo on varsin konkreettinen investointi.

Joka tapauksessa yhtiön korkea riskiprofiili (ja kassavirtaprofiili) huomioiden on WACC:n ja erityisesti oman pääoman tuottovaatimuksen oltava korkeita. DCF-laskelmassamme oman pääoman kustannus on 11,6 % ja WACC 9,5 %. Mielestämme kassavirtalaskelmaan liittyy GF Moneyn kohdalla erityisen paljon epävarmuutta, mutta lopputulos kuitenkin tukee näkemystämme osakkeen arvosta. Olemme esittäneet DCF-laskelman ja sen oletukset sivulla 52.

Arvostuksen yhteenveto

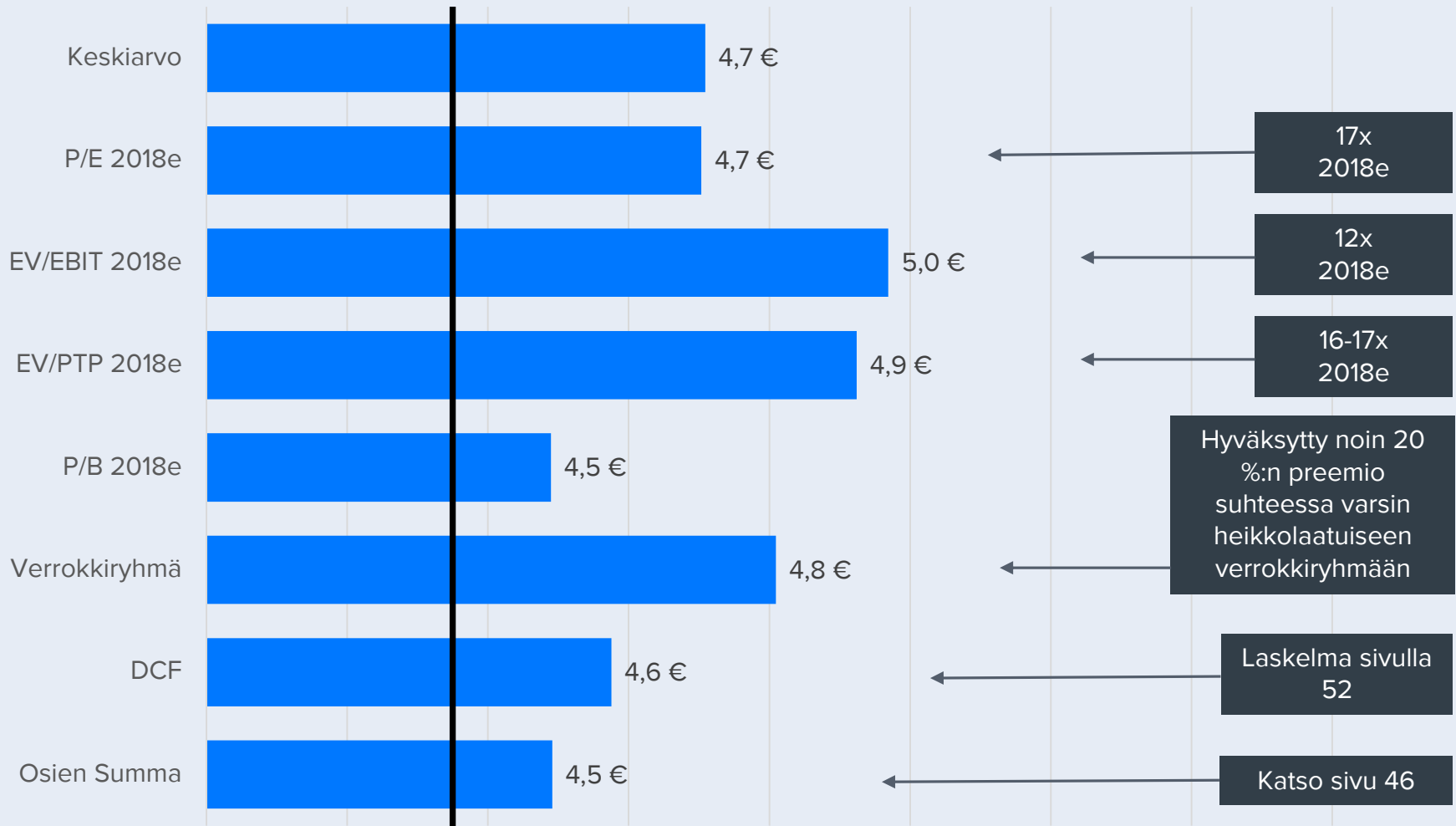
GF Money-konsernin markkina-arvo on kaikilla käyttämillämme arvonmäärittämenetelmillä onnistuneen listautumisannin jälkeen ("post-money") vähintään noin 125 MEUR, mikä tarkoittaa noin 27,7 miljoonan osakemäärällä noin 4,5 euron osakekohtaista arvoa. Tämä arviomme ja tässä raportissa esitetyt ennusteemme nojaavat oletukseen siitä, että yhtiö kerää annissa noin 40 MEUR annin ehdossa indikoidulla valuaatiolla ja vahvistaa näin merkittävästi rahoitusrakennettaan. Sijoittajien on kuitenkin kriittistä ymmärtää, että mikäli anti ei onnistu, B-C-sarjojen osakkeita ei voida lunastaa ilman muuta ulkopuolista rahoitusta, mikä muuttaa tilannetta merkittävästi.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset kasvaa voimakkaasti korkealla kannattavuudella kumuloiden pääomaa. Sijoittajat saavat mielestämme myös arvokkaan "option" vielä varhaisessa vaiheessa olevan GF Creditin factoring-liiketoiminnan muodossa.

Sijoittajan kannalta keskeisimpiä yhtiöön liittyviä riskejä ovat mielestämme toimialan kiristyvä sääntely, heikko maine sekä kilpailun kiristyminen. GF Money-konsernin korkean riskitason takia tulee myös tuottovaatimuksen olla vastaavasti korkea, mikä näkyy listautumisannin mielestämme maltillisessa arvostustasossa. Vuoden 2019 osakkeen P/E-luku olisi 120 MEUR:n markkina-arvolla noin 10x, kun neutraalitaso voisi olla noin 15x yhtiön kehityksessä ennustamallamme uralla. Osakkeen riski/tuotto-suhde on mielestämme houkutteleva antihinnalla, vaikka yhtiön riskiprofiili on korkea.

Olemme esittäneet seuraavilla kalvoilla arvostuksen eri arvonmäärittämenetelmillä sekä arviomme osakkeen tuotto-odotuksesta.

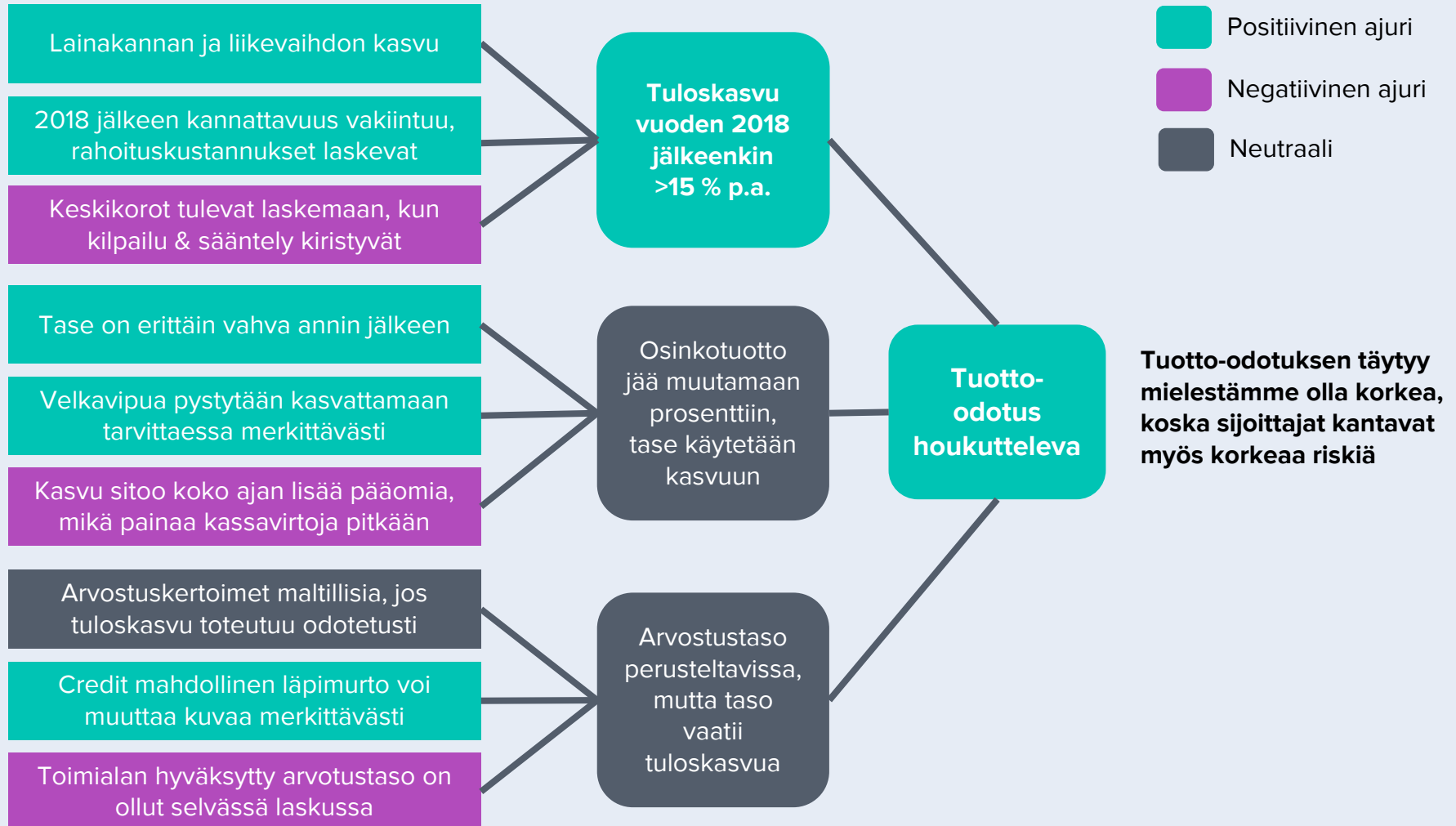
Inderesin arvonmäärityksen yhteenveto



4,35 euroa tai noin 120 MEUR:n annin jälkeinen markkina-arvo ("post-money")

Käypä arvo, tuottoajurit ja tuotto-odotus

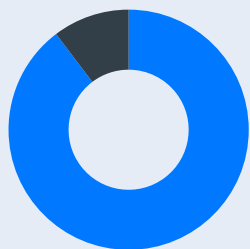
Arviomme GF Moneyyn käyvistä arvosta on noin 125 MEUR ("post-money"), jolloin osakkeen tuotto-odotus on houkutteleva odotetulla tuloskasvulla. Näkemyksemme nojaa listautumisannin onnistumiseen suunnitellulla tavalla eli sisältää oletuksen noin 40 MEUR:n listautumisannista noin 50 %:n osakemäärän kasvulla.



Konsernin tuloslaskelma

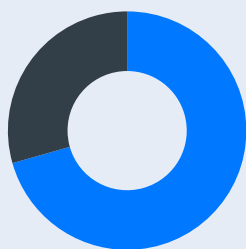
Tuloslaskelma (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	6,9	21,7	30,7	37,6	46,4
Kulut	-4,0	-10,4	-15,5	-19,2	-23,1
Käyttökate (EBITDA)	2,9	11,3	15,2	18,4	23,3
Poistot	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
Liikevoitto (EBIT)	2,7	11,0	14,9	17,8	22,6
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,7	11,0	14,9	17,8	22,6
Rahoituserät	-1,9	-3,4	-4,2	-3,3	-4,3
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	0,9	7,6	10,7	14,5	18,3
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	-1,7	-2,1	-2,9	-3,7
Vähemmistöosuus	-0,2	-1,8	-0,9	-0,1	-0,4
Nettotulos	0,5	4,1	7,7	11,5	14,2
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>0,5</i>	<i>4,1</i>	<i>7,7</i>	<i>11,5</i>	<i>14,2</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	0,5	4,1	7,7	11,5	14,2
Osakekohtainen tulos	3,49	0,22	0,28	0,42	0,51
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	3,49	0,22	0,28	0,42	0,51
Osakemäärä (miljoonaa kpl)	0,14	18,47	27,67	27,67	27,67

**Liikevaihto 2017:
21,7 MEUR**



■ Rahoitus ■ Kiinteistöt

**Tulos ennen veroja 2017:
7,6 MEUR**



■ Rahoitus ■ Kiinteistöt

Lyhennetty tuloslaskelma	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	6,9	21,7	30,7	37,6	46,4	54,5
Käyttökate (EBITDA)	2,9	11,3	15,2	18,4	23,3	27,4
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	2,7	11,0	14,9	17,8	22,6	26,7
Liikevoitto (EBIT)	2,7	11,0	14,9	17,8	22,6	26,7
Tulos ennen veroja	0,9	7,6	10,7	14,5	18,3	21,8
Nettotulos	0,5	4,1	7,7	11,5	14,2	16,6
Osakekohtainen tulos	3,49	0,22	0,28	0,42	0,51	0,60
Vapaa kassavirta	-19,1	-34,5	0,1	-7,8	-3,6	-7,1

Avainluvut	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>-50,9 %</i>	<i>214,8 %</i>	<i>41,5 %</i>	<i>22,4 %</i>	<i>23,3 %</i>	<i>17,6 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>42,2 %</i>	<i>52,2 %</i>	<i>49,4 %</i>	<i>48,8 %</i>	<i>50,2 %</i>	<i>50,3 %</i>
<i>Oik. liikevoitto-%</i>	<i>39,6 %</i>	<i>50,7 %</i>	<i>48,4 %</i>	<i>47,4 %</i>	<i>48,8 %</i>	<i>49,0 %</i>
<i>Liikevoitto-%</i>	<i>39,6 %</i>	<i>50,7 %</i>	<i>48,4 %</i>	<i>47,4 %</i>	<i>48,8 %</i>	<i>49,0 %</i>
<i>ROE-%</i>	<i>12,9 %</i>	<i>61,7 %</i>	<i>23,5 %</i>	<i>18,9 %</i>	<i>20,0 %</i>	<i>20,1 %</i>
<i>ROI-%</i>	<i>8,4 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>16,2 %</i>	<i>16,2 %</i>	<i>17,0 %</i>	<i>16,8 %</i>
<i>Omavaraisuusaste</i>	<i>44,5 %</i>	<i>38,2 %</i>	<i>53,8 %</i>	<i>50,7 %</i>	<i>49,5 %</i>	<i>47,8 %</i>
<i>Nettovelkaantumisaste</i>	<i>74,9 %</i>	<i>130,9 %</i>	<i>61,1 %</i>	<i>71,8 %</i>	<i>76,0 %</i>	<i>83,6 %</i>

Osakelukuja	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
EPS (oikaistu)	3,49	0,22	0,28	0,42	0,51	0,60
Kassavirta / osake	-140,4	-1,9	0,0	-0,3	-0,1	-0,26
Osinko / osake	0,00	0,00	0,08	0,13	0,15	0,18
Omapääoma / osake	32,9	0,48	2,04	2,37	2,76	3,21

Tilikausien 2016 ja 2017 tuloslaskelmien luvut eivät ole vertailukelpoisia keskenään:
GF Money Consumer Finance Oy on ollut osa GF Money -konsernia lokakuusta 2016 lähtien, minkä seurauksena konsernin liiketoiminnan laajuus on kasvanut tilikaudella 2017 merkittävästi.

Konsernitase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	9,3	28,1	19,4	17,9	18,0
Liikearvo	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,4	0,6	0,9	0,9
Käyttöomaisuus	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	7,3	24,4	15,9	14,0	14,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,3	2,5	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	38,1	62,6	86,5	113	137
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laina/myyntisaamiset	31,2	57,1	79,7	105	128
Likvidit varat	6,8	5,5	6,8	7,9	9,3
Taseen loppusumma	47,4	90,7	106	130	155

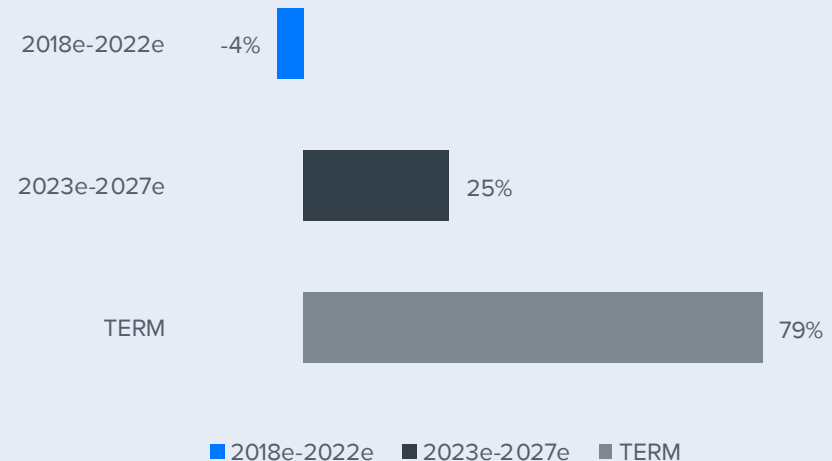
Lähde: Inderes

Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	21,1	34,6	57,0	66,2	77,0
Osakepääoma	0,0	0,0	40,0	40,0	40,0
Kertyneet voittovarot	2,2	6,1	13,7	23,0	33,8
Oman pääomanehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7
Vähemmistöosuus	16,6	25,8	0,5	0,5	0,5
Pitkäaikaiset velat	3,7	9,5	18,0	21,2	24,1
Laskennalliset verovelat	0,3	1,0	1,5	1,7	1,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,4	8,5	16,5	19,6	22,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	22,6	46,6	30,9	43,0	54,3
Lainat rahoituslaitoksilta	19,2	42,4	25,1	35,9	45,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,4	4,2	5,8	7,1	8,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	47,4	90,7	106	130	155

Kassavirtalaskelma (DCF)

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	14,9	17,8	22,6	26,7	27,5	28,9	30,5	31,5	32,3	33,3	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	
- Maksetut verot	-1,6	-2,8	-3,5	-4,2	-4,2	-4,6	-4,9	-5,2	-5,4	-5,7	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	-21,0	-23,7	-21,8	-28,5	-11,6	-9,2	-6,2	-6,6	-9,1	-5,7	
Operatiivinen kassavirta	-8,2	-8,7	-2,9	-6,2	11,3	14,5	18,8	19,3	17,5	21,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	8,4	0,9	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,1	-7,8	-3,6	-7,1	10,4	13,8	18,1	18,6	16,8	21,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,1	-7,8	-3,6	-7,1	10,4	13,8	18,1	18,6	16,8	21,0	330
Diskontattu vapaa kassavirta	0,1	-6,7	-2,8	-5,1	6,8	8,3	9,9	9,3	7,6	8,7	137
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	173	173	180	182	188	181	172	163	153	146	137
Velaton arvo DCF	173										
- Korolliset velat	-50,8										
+ Rahavarat	5,5										
-Vähemmistöosuus	-1,1										
-Osinko/pääomapalautus	0,0										
Oman pääoman arvo DCF	127										
Oman pääoman arvo DCF per osake	4,58										

Rahavirran jakauma jaksittain



Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	37,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

Lähde: Inderes

Omistajarakenne (ennen listautumisantia)

Osakkeenomistaja	Osakkeita	%	Huomautukset
GF & Sons Oy	3 330 000	18,0 %	Toimitusjohtajan Kari Keskitalon määräysvaltaoyhteisö
Kempinvest Oy	2 798 326	15,1 %	Hallituksen puheenjohtaja Antti Kempin määräysvaltaoyhteisö
MIL Holding Oy	2 558 516	13,9 %	Hallituksen jäsenen Johanna Vallan avopuolison Mika Laineen määräysvaltaoyhteisö
Mika Pihlava	2 081 698	11,3 %	Johtoryhmän jäsen
Erkki Pihlava	1 888 119	10,2 %	
Juha Ketola	1 888 119	10,2 %	
Tricat Oy	952 000	5,2 %	Johtoryhmän jäsenen Mikko Malin määräysvaltaoyhteisö
Sijoitusrahasto VISIO Allocator	896 300	4,9 %	
Tuutti Invest Oy	600 000	3,2 %	Hallituksen jäsenen Petri Tuutin määräysvaltaoyhteisö
Linnea Equities Oy	387 454	2,1 %	
Sami Rantalainen	357 568	1,9 %	
Mikko Kuitunen	230 000	1,2 %	Hallituksen jäsen
Kajala Group Oy	185 000	1,0 %	
Anna Wiedebaum	100 000	0,5 %	Johtoryhmän jäsen
Samel Oy	90 000	0,5 %	Johtoryhmän jäsenen Sami Similän määräysvaltaoyhteisö
Tauta Investments Oy	90 000	0,5 %	Johtoryhmän jäsenen Tuomas Helteen määräysvaltaoyhteisö
Kristina Illi	30 000	0,2 %	Hallituksen jäsen
Satu Keskitalo-Makkonen	7 700	0,0 %	
Yhteensä	18 470 800	100,0 %	

Liite: verrokkiryhmän lyhyt esittely

Tässä kappaleessa esitetyt tiedot on kerätty julkisista lähteistä hyödyntäen muun muassa Thomson Reutersin tietokantoja. Informaatio on pyritty tiivistämään minimiin, jotta sijoittajat saisivat kuitenkin kohtuullisen käsityksen verrokkiryhmän sisällöstä ja sen verrannollisuudesta GF Money-konsernin liiketoimintaan.

Ferratum Oyj toimii 25 maassa. Pääasiassa pien-/mikrolainoja kuluttajille, mutta yhtiö on vuonna 2015 laajentanut myös pieniin yritysluottoihin. Käyttää algoritmia, joka automatisoi digitaalisen lainauspäätöksen. Aloittanut myös P2P-alustan hiljattain. Yhtiö toimii myös Suomessa aktiivisesti ja omistaa pankkilisenssin EU:ssa. Yhtiö on listattu Saksassa (Xetra), jossa yhtiön markkina-arvo oli noin 575 MEUR (lähde: Bloomberg 14.5.2018). Mielestämme toimialan johtavia yhtiöitä, jolla on erittäin vahva historiallinen track-record.

Provident Financial Plc on brittiläinen yhtiö, joka on erikoistunut luottokortteihin, kotitalouksien luottoihin, online-lainoihin ja kuluttajien autorahoitukseen. Kurssi laskenut todella voimakkaasti vuoden aikana (noin 70 % 14.5.2018), koska asiakkaille ei oltu kerrottu kaikista lainan piilokuluista ja viranomaisen on asettanut yhtiölle isot sanktiot.

Resurs Holding Ab omistaa tytäryhtiöt Resurs Bank ja Solid Försäkringar. Iso toimija Pohjoismaisilla kulutusluottomarkkinoilla. Tarjoaa asiakkaille kulutusluottoja (lainakanta 10 MRD SEK alkuvuonna 2018), niche-vakuutus tuotteita ja lisäksi maksuliikenteen välitystä ja luottokortteja. Yhtiön pankkirakenne vaikeuttaa vertailua, mutta silti mielestämme kohtuullinen verrokki.

International Personal Finance Plc tarjoaa digitaalista luottoa brändeillään Hapiloans, Creditea, Credit 24 and Sving. Kurssi laskenut viimeiset viisi vuotta selvästi. Toimintamalli häviäjien puolella, koska suurin osa lainoista tehdään vielä agenttiverkon kautta ja pienempi osa digitaalisia kanavia pitkin. Esimerkiksi yhtiön Credit 24 on kuitenkin tunnettu myös Suomessa.

World Acceptance Corp on yhdysvaltalainen yhtiö. Tarjoaa kulutusluottoja, jotka on etukäteen määritelty rahamäärän ja maturiteetin suhteen. Lainahakemus netissä tai kiinteissä toimipisteissä.

Non-Standard Finance Plc:llä on neljä segmenttiä: Central, Loans at Home, Everyday Loans and Trusttwo. Toimintamallissa tavataan (fyysisesti) kuluttajia, jotka eivät saa pankista lainaa ja tekevät sen perusteella luottopäätöksen. Toimintamalli on arviomme mukaan laskussa, mutta yhtiö pyrkinyt laajentumaan yritysostoin.

Enova International Inc tarjoaa digitaalisia rahoituspalveluita kuluttajille ja pienille yrityksille 50 osavaltiossa USA:ssa.

Banca Farmafactoring SpA on factoring-operaattori Italiassa, Espanjassa, Portugalissa, Puolassa, Tšekissä ja Slovakiassa. Tarjoaa myös nettipankkipalveluita kuluttajille, pienille ja keskiuurille yrityksille. Lisäksi myös luoton hallintapalveluita ja sähköistä laskutusta.

Kruk SA tarjoaa yritysten rahoituspalveluita, mukaan lukien myös factoring. Erikoistunut myös lainoittaviin yrityksiin ja hoitaa heidän viivästyneitä luottoja ostamalla ne itselleen ja hoitamalla perinnän.

Morses Club Plc on UK:n toiseksi isoin kulutusluottotoimija "home collected credit" ("HCC") liiketoiminta-alueella. Agenttiverkosto kattaa 90 paikkakuntaa ja asiakkaita on paljon, mutta toimintamallin tulevaisuus on arvoitus.

Regional Management Corp tarjoaa kulutusluottoa asiakkaille, jolla ei ole mahdollisuutta lainata rahaa pankeista tai muilta perinteisiltä lainaajilta. Tuotteet sisältävät pieniä ja isoja lainoja, autorahoitusta sekä vakuudellisia lainoja ja vakuutus tuotteita.

Elevate Credit Inc tarjoaa digitaalisia vakuudettomia kulutusluottoja Yhdysvalloissa ja UK:ssa.

Lending Club on Yhdysvaltojen suurin P2P-lainausalusta. Liikevaihto kasvanut historiallisesti erittäin voimakkaasti, mutta alustan kasvutahti tyssäsi viime vuoden lopulla, kun alusta tiukensi vaatimuksia lainanhakijoille. Yhtiö on rakentanut varsin laajan ekosysteemin platformin ympärille. Yhtiö on viime aikoina ilmeisesti kärsinyt kasvaneesta kilpailusta ja mahdollisesti paineesta sääntelyn kiristämiseen.

Qudian Inc on yhdysvaltalainen yritys, joka tarjoaa pieniä kulutusluottoja Kiinassa. Käyttää teknologiaa (AI, Big Data) luottopäätösten teossa. Mielestämme heikko verrokki GF:lle.

Lisäksi verrokkiryhmään olisivat voineet olla relevantteja IEG Holdings Corp, Conafi Prestito SpA, Eurocent SA ja Avida Holding AB, joille ei kuitenkaan löytynyt ennusteita Reutersilta. Tämän takia nämä jäivät verrokkiryhmän ulkopuolelle.

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Inderesin tuottamat raportit eivät ole, eikä niitä tule pitää sijoitustuotteiden tarjoamisena tai markkinoitina Suomessa tai missään muussakaan maassa. 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja

voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 laatineen analytiikon 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 sijoittajailaisuusien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi