

Springvest

Laaja raportti

6.6.2024 21:00



Antti Luuro
+358 50 571 4893
antti.luuro@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvava portfolio listaamattomia kasvuyrityksiä

Springvest yhdistää listaamattomat kasvuyhtiöt rahoittajiin ja luo arvoa palkkioina saaduilla omistuksilla näissä yhtiöissä. Yhtiön toiminta on osoittautunut varsin defensiiviseksi ja hyvän kilpailuaseman sekä strategian toteutuksen turvin yhtiön näkymät näyttävät mielestämme hyvältä. Vaikka exit-markkinan piristyminen vasta orastaa, hinnoitellaan yhtiötä selvästi alle osien summan (P/SOTP 0,7x) ja arvostus on nähdäksemme houkutteleva. Nostamme tavoitehintamme osien summan mukana 6,2 euroon (aik. 5,5 €/osake) ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä).

Springvest yhdistää listaamattomat kasvuyhtiöt ja kasvusijoittajat

Springvest on Suomessa toimiva sijoituspalveluyhtiö, joka järjestää osakeanteja listaamattomille kasvuyhtiöille ja yhdistää ne sijoittajiin. Yhtiön toiminta keskittyy yritysten valintaan ja rahoituskierrosten toteutukseen sekä näiden yritysten omistamiseen (12/2023: 39 kpl). Yhtiön tulovirrat muodostuvat rahoituskierrosten raha- ja optiopalkkioista, joista yhtiön on mahdollista saada tuloja myöhemmissä exit-tapahtumissa. Tätä kautta yhtiön liiketoiminta sitoo epäsuorasti pääomaa ja arvonmuodostukseen muodostuu vaikeasti ennustettava komponentti portfolioyhtiöiden kehityksestä ja myynneistä. Yhtiön liiketoiminta on itsessään varsin skaalautuvaa eikä juuri vaadi pääomia, ja sillä on mahdollista tehdä hyvää kannattavuutta, mikäli kerätyn rahoituksen vuosittainen määrä pysyy hyvällä tasolla.

Springvest on markkinallaan varsin uniikki toimija, jota markkinasyklit eivät ole riepoteleet erityisen voimakkaasti

Springvest toimii listaamattomien yritysten rahoitusmarkkinalla Suomessa. Markkinalla ei ole yhtiölle suoraa verrokkia, vaan kilpailu muodostuu muista rahoituskanavista (esim. VC-rahastot, First North IPO:t). Näemme yhtiön kilpailuaseman listaamattomien yritysten rahoittajana vahvana johtuen sen hyvästä maineesta sekä rahoituskierrosten korkeista täyttöasteista. Vaihtoehtoihin (esim. IPO:t) nähden pääomamarkkinan vastatuulet eivät juuri näy Springvestin rahoituskierroksilla, joissa sijoittajakysyntä on osoittautunut varsin defensiiviseksi ja yhtiön kerätty rahoitus on kaikkien aikojen huipuissa (6/2024 viim. 12kk: 51-54 MEUR). Yhtiön arvonluonnissa huomio kohdistuu exit-tapahtumiin. Exit-tapahtumia tukeva yrityskauppamarkkina on lievästi piristynyt, mutta IPO-markkinalla selvä muutos kestää ainakin vuoteen 2025. Arvioimme siten selvän käänteen Springvestin portfolion exit-aktiviteetissa siis ottavan vielä aikaa.

Kierroskokojen kasvuun tähtäävä strategia toimii, joskin vaatien yhtiöltä hieman investointeja

Springvestillä ei ole rajattomasti tilaa kasvattaa rahoituskierrosten lukumäärää (max n. 1 per kk). Yhtiön strategia tähtääkin kierroskokojen kasvattamiseen. Strategia on edennyt vakuuttavasti (Kierrosten keskikoko H1/2024e: 7,0 MEUR vs. 2023: 4,6 MEUR) ja uskomme yhtiön vahvistuvan kilpailuaseman pitävän kerätyn rahoituksen kasvussa. Ohjeistukseen nähden optimistisemmin arvioimme vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan kierroskokojen kasvun tuella selvästi ja kannattavuuden vahvistuvan kasvuinvestoinneista huolimatta hieman. Odotamme liikevaihdon kasvun vakautuvan 2-4 %:iin vuosille 2025-2027 ja oik. EBIT-%:n nousevan tämän tukemana jälkeen 17-20 %:n tasolle.

Vahva operatiivinen suorittaminen nostaa tuotto/riski-suhteen houkuttelevaksi

Springvestin osien summamme selvä enemmistö (~80-90 %) muodostuu nykyisistä ja tulevien rahoituskierrosten palkkioina saatavista omistuksista listaamattomissa kasvuyhtiöissä. Näemme osakkeen arvostuksen tukipisteen vielä löytyvän varovaista exit-menestystä hinnoittelevan negatiivisen ja perusskenaarion (5,3-7,1 €/osake) välistä (tavoitehintaa 6,2 €). Nykyarvostus onkin mielestämme tuotto/riski -suhteeltaan jälleen houkutteleva. Exit-tapahtumien piristyminen säilyy keskeisenä positiivisena optiona ja syklin heikkeneminen vastaavasti negatiivisena optiona.

Suositus

Lisää

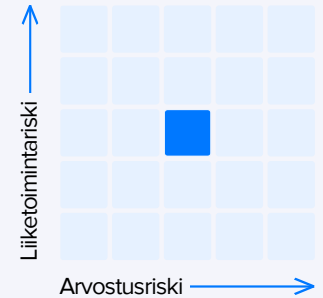
(aik. Vähennä)

6,20 EUR

(aik. 5,50 EUR)

Osakekurssi:

5,25



Avainluvut

| | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 3,8 | 5,0 | 5,1 | 5,3 |
| kasvu-% | 0 % | 31 % | 2 % | 4 % |
| EBIT oik. | 0,5 | 0,8 | 0,9 | 1,0 |
| EBIT-% oik. | 14,1 % | 15,6 % | 17,3 % | 19,1 % |
| Nettotulos | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,8 |
| EPS (oik.) | 0,06 | 0,11 | 0,13 | 0,14 |
| P/E (oik.) | 64,9 | 47,5 | 41,9 | 36,6 |
| P/B | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,8 |
| Osinkotuotto-% | 3,6 % | 1,9 % | 2,3 % | 2,5 % |
| EV/EBIT (oik.) | 40,8 | 36,1 | 31,7 | 27,6 |
| EV/EBITDA | 40,0 | 35,2 | 31,7 | 27,6 |
| EV/Liikevaihto | 5,8 | 5,6 | 5,5 | 5,3 |

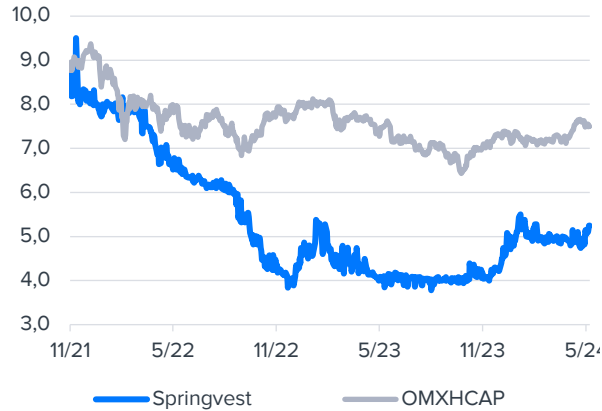
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

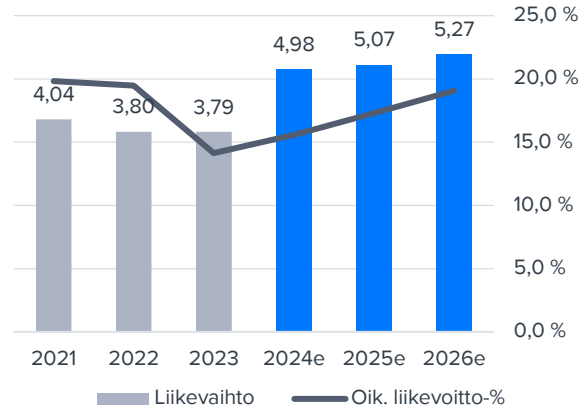
Vaikka kasvuyhtiösijoittajien sijoitushalukkuuden kehittymiseen liittyy epävarmuuksia, yhtiö odottaa vuoden 2024 sijoituspalvelutoiminnan tuottojen kasvavan edellisvuodesta. Springvest jatkaa tiilikaudella 2024 vuoden 2023 lopulla aloitettuja panostuksia yhtiön palvelujen sekä organisaation kehittämiseen ja kasvattamiseen, mikä tulee rasittamaan kannattavuutta siten, että liikevoiton ennakoidaan jäävän vuonna 2024 noin puoleen pitkän aikavälin tavoitetasosta.

Osakekurssi



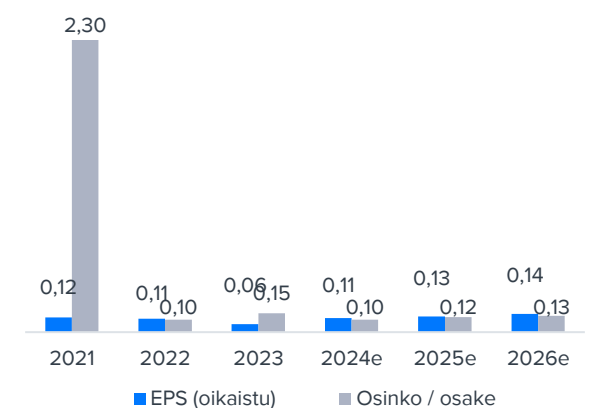
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Riskipitoinen ja hyvin vaikeasti ennustettava kokonaisarvonluonti
- Pääomamarkkinan syklit voivat heikentää liiketoiminnan edellytyksiä (rahoituksen saatavuus, exit-tapahtumien onnistuminen ja arvostustasot)
- Arvonluonti nojaa onnistuneisiin yhtiövalintoihin ja exit-tapahtumiin, avainhenkilöiden vaihdokset voivat heikentää yhtiövalintojen laatua
- Lainsäädännön muutokset voivat heikentää toimintaedellytyksiä

| Arvostustaso | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 5,25 | 5,25 | 5,25 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 5,57 | 5,57 | 5,57 |
| Markkina-arvo | 29 | 29 | 29 |
| Yritysarvo (EV) | 28 | 28 | 28 |
| P/E (oik.) | 47,5 | 41,9 | 36,6 |
| P/E | 47,5 | 41,9 | 36,6 |
| P/B | 1,1 | 0,9 | 0,8 |
| P/S | 5,9 | 5,8 | 5,5 |
| EV/Liikevaihto | 5,6 | 5,5 | 5,3 |
| EV/EBITDA | 35,2 | 31,7 | 27,6 |
| EV/EBIT (oik.) | 36,1 | 31,7 | 27,6 |
| Osinko/tulos (%) | 90,4 % | 95,8 % | 90,6 % |
| Osinkotuotto-% | 1,9 % | 2,3 % | 2,5 % |

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

| | |
|--|--------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli | 5-10 |
| Liiketoiminnan riskiprofiili ja sijoitusprofiili | 11-12 |
| Toimiala ja kilpailukenttä | 13-17 |
| Strategia | 18-19 |
| Taloudellinen tilanne | 20-21 |
| Ennusteet | 22-28 |
| Arvonmääritys ja suositus | 29-36 |
| Vastuuvapauslauseke | 37 |

Springvest lyhyesti

Yhteenveto ja keskeiset luvut

Springvest tarjoaa kasvurahoitusta yrityksille ja sijoittajille mahdollisuuden sijoittaa listaamattomiin osakkeisiin. Springvest saa palkkiona myös omistusta sen palvelussa rahoitetuissa yhtiöissä. Yhtiöllä on toimipisteet Helsingissä ja Tampereella.

2012

Perustamisvuosi

8 % CAGR

Sijoituspalvelutoiminnan tuottojen kasvuvauhti, 2019-2023

17 %

Oikaistu liikevoittoprosentti, 2019-2023 keskiarvo

10 % CAGR

Vuosittain välitetyn rahoituksen määrän kasvu 2017-2023, CAGR

251 MEUR

Välitetyn rahoituksen kokonaismäärä (31.12.2023)

22,5 MEUR

Portfolioyhtiöiden tasearvo 2023 lopussa

39 kpl

Portfolioyhtiöiden lukumäärä 2023 lopussa

Springvest on kasvanut keskeiseksi kasvuyritysrahoituksen toimijaksi Suomessa

Lähihistorian keskeiset tapahtumat

2012-2018

- Yhtiö perustetaan Kansalaisrahoitus Oy -nimellä (2012)
- Springvest saa sijoituspalvelutoimiluvan (2016)
- Kumulatiivinen välitetyn rahoituksen määrä ylittää 25 MEUR (2015) ja 50 MEUR (2017)
- Yhtiön nimi muuttuu Springvestiksi (2018)

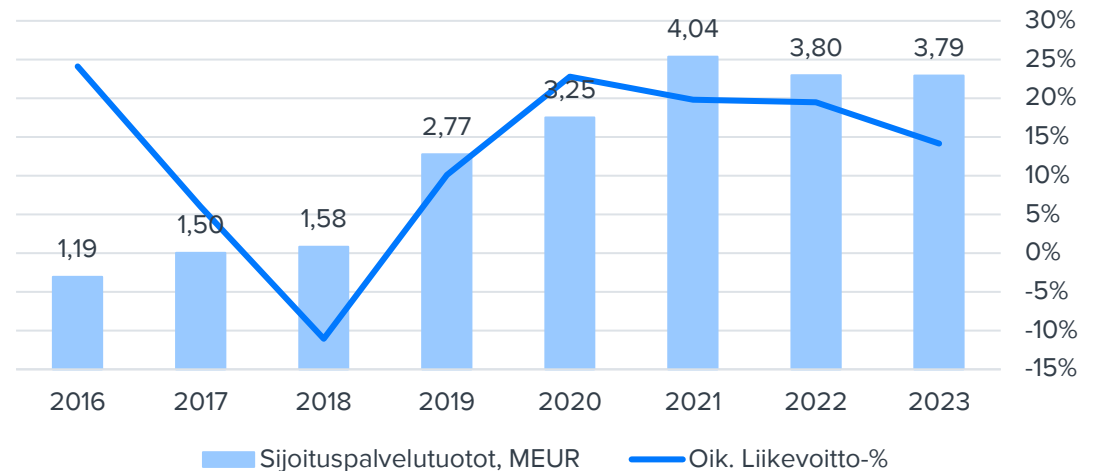
2019-2021

- Välitetyn rahoituksen kumulatiivinen määrä ylittää 100 MEUR:n rajapyykin (2019)
- Useita merkittäviä irtaantumisia salkkuyhtiöistä vuonna 2021 (Ginolis, Mobidiag, Sensapex, Bioretec in listautuminen)
- Listautuminen First North – markkinapaikalle (H2/2021)
- Joukkorahoituslaki uudistuu, Springvest ei hae joukkorahoitus-toimilupaa vaan pysyy sijoituspalveluyhtiönä (2021)

2022-

- Pääomamarkkina viilenee: exit-tapahtumia ei toteudu, mutta Springvestin keräämä rahoitus pitää varsin hyvin pintansa (2022-2023)
- Yhtiö lisää panostusta ammattisijoittajien aktiivisempaan palveluun
- Ensimmäinen yli 8 MEUR rahoituskierron toteutetaan (2/2024)

Sijoituspalvelutuottojen ja kannattavuuden kehitys, 2016-2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Springvest on listaamattomien kasvuyritysten rahoittaja ja omistaja

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

Springvest oli perustamisensa aikaan (2012) yksi Suomen ensimmäisistä joukkorahoituksen järjestäjistä. Sijoituspalvelutoimiluvan myötä yhtiö profiloitui sittemmin selväksi sijoituspalveluyhtiökseksi vuonna 2016. Yhtiön perustajat ovat edelleen merkittäviä omistajia ja osa perustajista on edelleen aktiivisesti mukana yhtiön toiminnassa.

Springvest listautui vuoden 2021 lopussa First North -markkinapaikalle. Listautuminen toteutettiin teknisenä listautumisena, jonka yhteydessä ei järjestetty osakeantia tai -myyntiä. Springvestin mukaan listautumisen tavoitteena oli luoda sen osakkeelle likviditeetti ja läpinäkyvä arvostus, sekä tätä kautta kasvattaa Springvestin tunnettuutta mahdollisten kohdeyhtiöiden ja sijoittajien keskuudessa. Lisäksi yhtiö halusi näyttää esimerkkiä portfolioyhtiöilleen, joiden sijoittajille listautuminen tarjoaa exit-mahdollisuuden.

Springvest yhdistää listaamattomat kasvuyhtiöt ja kasvusijoittajat

Kasvuyrityksen elinkaaren alkuvaiheessa rahoituksen saaminen usein nojaa yrityksen

perustajien lähipiiriin, enkelisijoittajiin ja yrityshautomoihin sekä joukkorahoituskanaviin (tai sen tyyppisiin laajempiin sijoittajajoukkoihin nojaaviin kanaviin). Näistä viimeisin on muodostunut viimeisen vuosikymmenen aikana yhdeksi vaihtoehdoksi rahoitusta tarvitseville kasvuyrityksille. Tämän lisäksi VC-rahastot ovat merkittävä rahoittajajoukko startup-yrityksille. Vaikka Springvest usein kategorisoidaan joukkorahoittajaksi, sen toiminnassa on jo pidempään ollut olennaisia eroja perinteiseen joukkorahoitukseen nähden. Yhtiö onkin nykylainsäädännön määritelmän mukaisesti sijoituspalveluyhtiö.

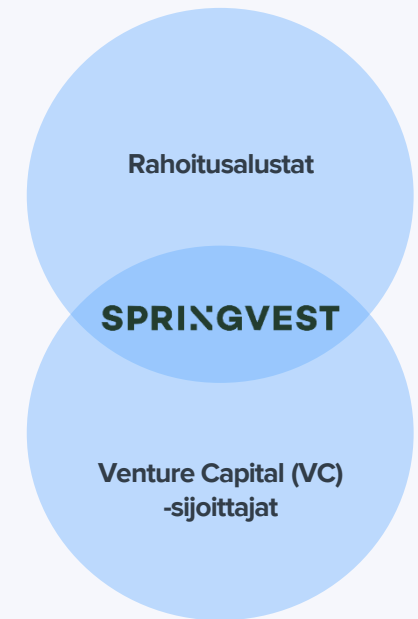
Springvestin keräämässä rahoituksessa painopiste on startup-vaiheen ohittaneissa nuoremmassa kasvuyhtiöissä, joiden omistajina on usein mukana myös enkeli- ja VC -sijoittajia.

Springvestin toiminta keskittyy yritysten valintaan ja rahoituskierrosten toteutukseen

Springvestin organisaation tärkein tehtävä on etsiä ja valikoida rahoitettavat yhtiöt sekä järjestää näille rahoituskierrokset. Springvest pyrkii valikoimaan yritysmaasta lupaavimmiksi katsomansa yhtiöt rahoitettavaksi. Kaikki rahoituskierrokset (>90 kpl) ovat tähän mennessä saavuttaneet vähintään kierroksen minimitalvoitteen (2012-6/2024).

Springvestin alkutaipaleella yhtiö etsi yrityksiä myös itse, mutta vahvistuneen brändin myötä yritykset ottavat pääsääntöisesti itse suoraan yhteyttä. Monille asiakkailleen Springvest järjestää myös uusia rahoituskierroksia. Tästä esimerkkejä ovat Bioretec, Optitune, Mobidiag, Tilt Biotherapeutics ja Desentum.

Springvest yksinkertaistettuna



Lähde: Inderes, Springvest

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Rahoitettavien yritysten valintaprosessissa arvioidaan kohdeyhtiön kiinnostavuus sijoituskohteena

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

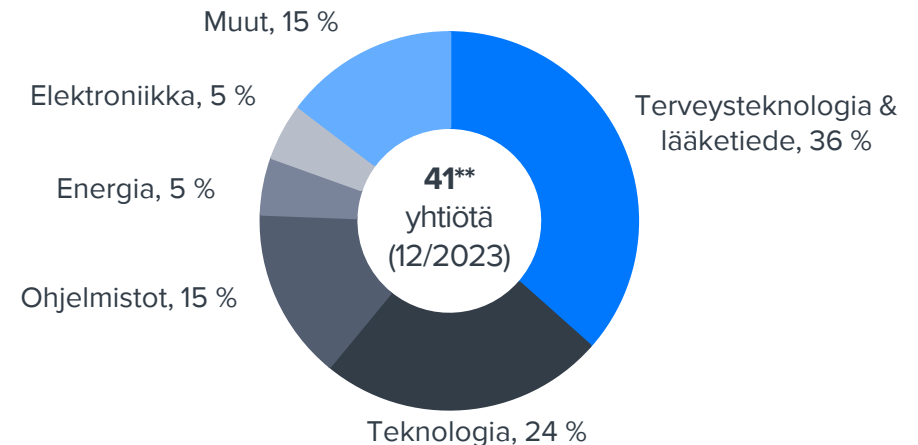
Lähde: Springvest, *Inderes arvio

Rahoitettavaksi pyritään valitsemaan lupaavia skaalautuvan liiketoimintamallin ja korkean tuottopotentialin yrityksiä

Springvest arvioi seuraavia tekijöitä kohdeyhtiöissä:

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

Portfolioon on päätyneet pääasiassa teknologiayrityksiä, Springvestin portfolioyhtiöiden sektorijakauma, 12/2023, % yrityksistä



Lähde: Inderes arvio, Springvest

**Sisältäen Solar Foodsin ja Verge Motorcyclesin, jotka puuttuvat Springvestin raportointiin 2023 lopussa mukaan luetuista yhtiöistä (osakkeiden rekisteröintiprosessi kesken).

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Jotta rahoituskierrokset saadaan toteutettua, Springvest tarvitsee yksityissijoittajia ja rahastoja mukaan sijoittamaan yrityksiin. Springvestin järjestämässä rahoituskierroksissa on ollut sijoittajina myös VC-rahastoja kuten Lifeline Ventures, Innovestor ja Icebreaker.vc.

Springvestillä on noin 10 hengen kompakti tiimi, jonka ydintehtävänä on arvioida yhtiöitä ja tehdä sijoituspäätökset, johtaa rahoituskierrosten toteutusta sekä koordinoida liiketoimintaa tukevien asiantuntijapalveluiden hankintaa. Lisäksi yhtiötä tukee noin 26 sidonnaisasiamiestä, jotka ovat rahoituskierrosten aikaan yhteydessä mahdollisiin sijoittajiin.

Tulovirrat rahoituskierrosten palkkioista sekä myöhemmistä exit-tapahtumista

Springvestin tulovirrat muodostuvat rahoituskierrosten rahallisista palkkioista sekä osakeoptioista kohdeyhtiöissä. Palkkioiden yhteenlaskettu määrä on arviomme mukaan ollut viime vuosina noin 15-25 % välitetyr rahoituksen määrästä. Yhtiön rahana saadut palkkiot ovat olleet vuosina 2018-2023 noin 9-12 % välitetyr rahoituksen määrästä. Rahapalkkiot muodostuvat sijoittajien maksamasta merkintäpalkkiosta (n. 3-4 % kerätystä rahoituksesta) ja rahoitusta keräävän yhtiön maksamasta järjestelypalkkiosta.

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

osakkeita. Yhtiö pyrkii itse painottamaan palkkioissa optioita.

Springvestin tuloslaskelma muodostuu puhtaasti rahoituskierroksien järjestämiseen nojaavasta kannattavasta perusliiketoiminnasta. Yhtiön tuloslaskelma sisältää ainoastaan rahamuotoiset palkkiot, joten se kuvaa vain pientä osaa yhtiön tulovirroista ja arvonmuodostuksesta. Palkkioiden tulovirrat nojaavat transaktioihin, eivätkä siten ole toistuvia. Moni yhtiöistä kuitenkin toteuttaa myöhemmin uusia rahoituskierroksia Springvestin alustalla, mikä tuo toimintaan asteen jatkuvuutta.

Kierroksista muodostuva omistus kohdeyhtiöissä tuo Springvestin arvonmuodostukseen VC-rahaston kaltaisen komponentin. Yhtiön arvon muodostumisen voikin jakaa kahteen osaan: rahoitusliiketoimintaan ja portfolioyhtiöiden arvonluontiin. Yhtiöllä on 39 portfolioyhtiötä, joiden tasearvo on 22,5 MEUR (31.12.2023 tilanne).

Taseen portfolioyhtiöiden menestyksessä on heikko ennustettavuus

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

Springvestin portfolioon yhtiö päättyy rahoituskierroksen yhteydessä. Tämän jälkeen

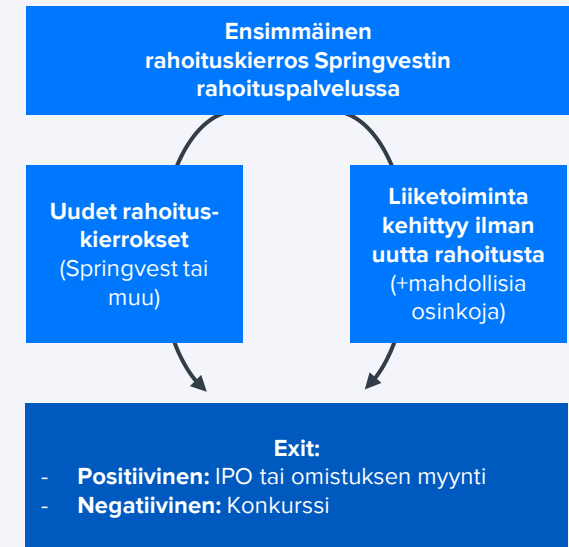
Palkkioiden arvioitu jakauma

~40-60%
Rahapalkkio*

~40-60%
Optiot

Lähde: Inderes

Rahoitettavan kohdeyrityksen päätyminen ja poistuminen Springvestin omistuksesta



Lähde: Inderes, Springvest

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

rahoitettu yhtiö käyttää keräämänsä pääomaa kasvustrategiansa toteutukseen. Osa yhtiöistä etenee exit-tapahtumaan tällä rahoituksella, joko negatiiviseen (konkurssi) tai positiiviseen kuten listautumiseen tai yritysoston kohteeksi päätymiseen. Osa yhtiöistä taas kerää matkan varrella vielä uutta rahoitusta, Springvestin kautta tai muuten, mikä voi vaikuttaa Springvestin omistusosuuteen yhtiössä. Springvestin toteutuneet exitit (negatiiviset ja positiiviset) ovat tapahtuneet 3,1 vuoden sijoitusajalla (31.12.23 tilanne), mutta yhtiön taseessa on myös hyvin pitkään (lähes 10 vuotta) pysyneitä omistuksia ja sijoitusten keski-ikä on 5,2 vuotta tai kerättyllä pääomalla painotettuna 2,8 vuotta (4/2024).

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

Kustannusrakenne on skaalautuva, kannattavuus vaatii riittävää kokoluokkaa

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

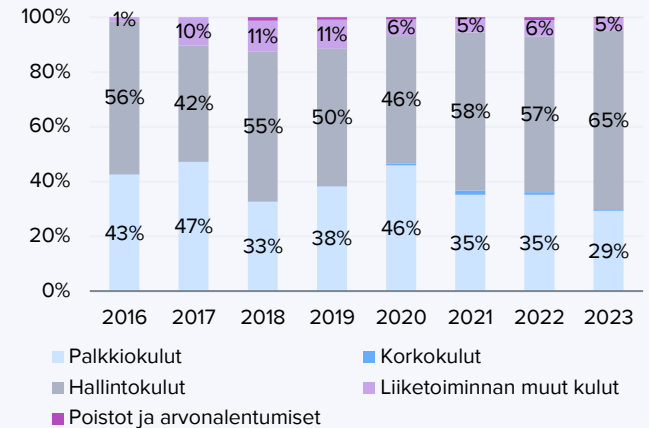
liiketoiminnalta riittävää kokoluokkaa.

Rahoituskierrosten järjestäminen ja yhtiöiden valinta on yhtiön kiinteän organisaation vastuulla. Kiinteät kustannukset koostuvat hallintokuluista (2023: 56 % kustannuksista) ja liiketoiminnan muista kuluista (4 %). Nämä kustannukset kattavat yhtiön johdon ja hallinnon, toimitilat sekä ulkoistetut sijoitusalueiden ylläpitoon ja kehitykseen liittyvät kustannukset. Osa sijoitusalueiden kehityskuluista on aiemmin näkyvä vähäisinä poistoina, nykyään nämä muodostuvat vähäisistä kiinteän omaisuuden poistoista. Lisäksi Springvestillä on vähäisesti korkokuluja/tuloja (1 %), jotka johtuvat yhtiön pankkitilin koroista.

Springvestin rahoituskierrosten myynnin toteuttavat sidonnaisasiamiehet, jotka toimivat hallinnoimansa yhtiön kautta Springvestin ulkopuolisina konsultteina ja saavat provisiopalkkaa rahoituskierrosten myynnistä. Järjestelyssä Springvest on kuitenkin viimekädessä vastuussa sidonnaisasiamiesverkostostaan. Myynnistä maksettavat palkkiokulut (2023: 29 % kustannuksista) ovat merkittävä osa yhtiön kuluista, mutta luonteeltaan puhtaasti muuttuvia. Palkkiokulut ovat sidonnaisia kerätyn pääoman määrään ja nojaavat pääasiassa sijoittajien maksamiin merkintäpalkkioihin sekä muihin pääosin provisioperusteisiin maksuihin.

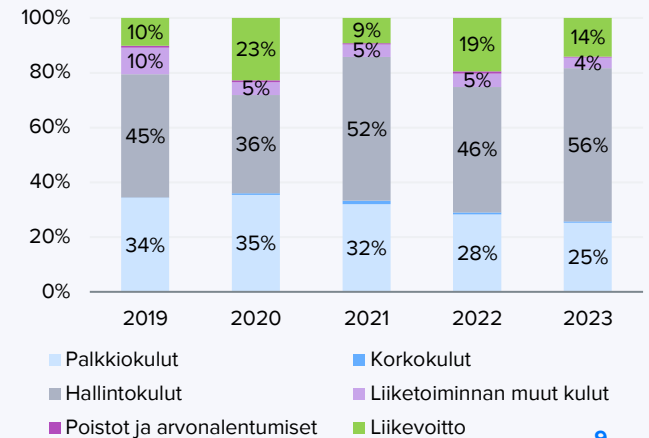
Malli tuo yhtiön kulurakenteeseen joustoa, sillä sidonnaisasiamiesten palkkiot määrittyy pääosin rahoituskierrosten lukumäärän ja niihin liittyvän myyntipanostusten tarpeen mukaan. Tämä toimintamalli tuo Springvestin kulurakenteeseen joustoa, sillä sidonnaisasiamiesten palkkiot määrittyy pääosin rahoituskierrosten lukumäärän ja

Kustannusrakenteen* kehitys, 2016-2023, % kustannuksista



Lähde: Inderes, Springvest
*Vuoden 2021 hallintokuluista vähennetty listautumiskulut (0,43 MEUR)

Kustannusrakenteen* kehitys, 2019-2023, % liikevaihdesta



Lähde: Inderes, Springvest

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

niihin liittyvän myyntipanostusten tarpeen mukaan. Palkkioiden kasvu on ollut käytännössä suoraan verrannollinen kasvaneeseen liikevaihtoon.

Liiketoiminta sitoo pääomaa epäsuorasti

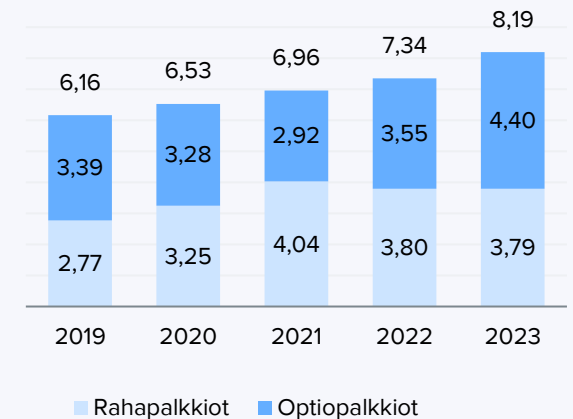
Springvestin operatiiviseen liiketoimintaan (rahoituskierron järjestäminen) sitoutuu suoraan hyvin vähäisesti pääomia. Käytännössä yhtiön täytyy vain ylläpitää rajattua kiinteää kulumassaa (johto ja hallinto, toimitilat, sijoituslusta) liiketoimintansa operoimiseksi. Nämä eivät vaadi Springvestiltä olennaisia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

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

Springvestin kohdalla pääoman allokoinnissa onkin kyse siitä, miten yhtiö kykenee haalimaan laadukkaita yhtiöitä portfolioonsa. Tämä ei ole perinteisessä mielessä pääoman allokoointia (liiketoiminnan tuottaman kassavirran allokointi),

vaan pikemminkin VC-rahaston tyyppistä kohdeyhtiöiden valintaa. Toisaalta yhtiön arvosta suuren osan muodostaa nimenomaan edellä mainittu kyky löytää hyviä portfolioyhtiöitä, joista Springvest saa tuoton mahdollisista irtaantumistapahtumista.

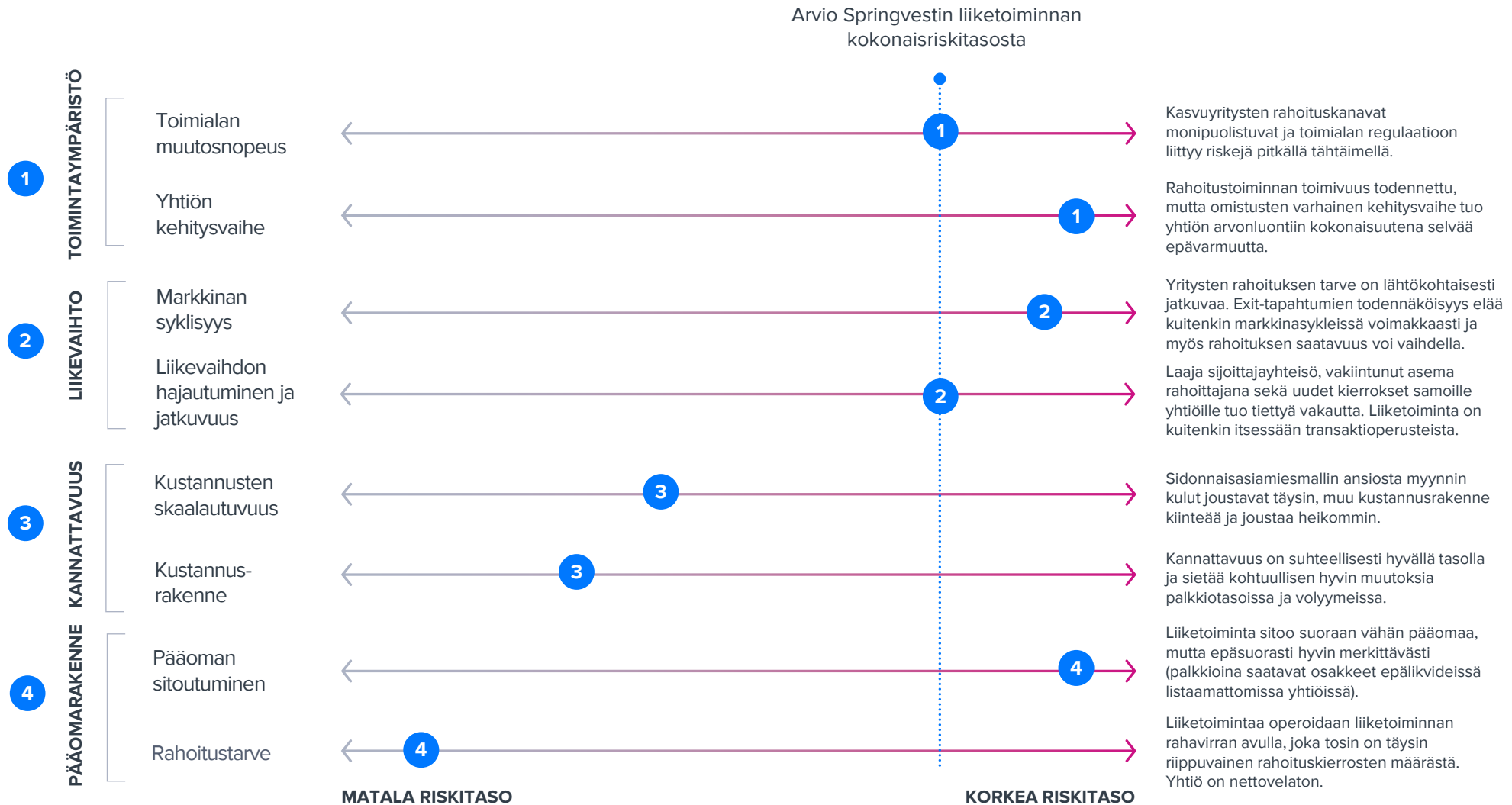
Palkkioiden arvioitu jakauma raha vs. optiot*, 2019-2023, MEUR



Lähde: Inderes, Springvest

*Optiopalkkioiden suuruus on arvioitu Springvestin vuosittain raportoimien käyvän arvon muutoksien perusteella vuosille 2019-2021. Nämä luvut näyttävät hieman liian matalaa optiopalkkioiden tasoa, sillä käyvän arvon muutokset sisältävät myös aiempien portfolioyhtiöiden käyvän arvon tarkistukset alaspäin. Luvut vuodesta 2022 alkaen kuvaavat suoraan uusien kohdeyhtiöomistusten arvoa ja kertovat suoraan saatujen optiopalkkioiden suuruuden.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Vakiintunut ja hyvä asema suomalaisten kasvuyritysten rahoittajana

2.

Rahoituskierron palkkiotuloihin nojaava kannattava ja kustannuksiltaan varsin joustava perusliiketoiminta

3.

Korkea arvonluontipotentiaali skaalautuvien liiketoimintamallien portfolioyhtiöissä

4.

Arvonluonti erittäin epävarmaa varhaisen kehitysvaiheen kasvuyhtiöihin painottuvassa portfolioissa

5.

Exit-tapahtumien syklisyyden ja heikon näkyvyyden myötä arvonluonnin ajoitus on vaikeasti ennakoitavaa

Potentiaali



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

Riskit



- Arvonluonti nojaa onnistuneisiin yhtiövalintoihin ja exit-tapahtumiin, avainhenkilöiden vaihdokset voivat heikentää yhtiövalintojen laatua
- Riskipitoinen ja hyvin vaikeasti ennustettava kokonaisarvonluonti
- Pääomamarkkinan syklit voivat heikentää liiketoiminnan edellytyksiä (rahoituksen saatavuus, exit-tapahtumien onnistuminen ja arvostustasot)
- Lainsäädännön muutokset voivat heikentää toimintaedellytyksiä

Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Springvestin markkinaa on aikaisemman vaiheen kasvuyritysten sijoitusmuotoinen rahoitus

Springvest välittää rahoitusta suomalaisille kasvuyrityksille. Tämä rahoitusmarkkina jakautuu nähdäksemme useiden eri rahoitusmuotojen välille (ks. sivu 16) ja markkinaa voi lähestyä useasta näkökulmasta. Yhtiötä on myös vaikeaa asettaa tiettyyn markkinan lokeroon. Näemme varhaisen vaiheen kasvuyrityksiin tehtävät sijoitukset toimivat kuitenkin hyvänä lähtökohtana yhtiön markkinan ymmärtämiselle.

Aikaisemman vaiheen kasvuyritysten (Pääomasijoittajien tilastoissa VC ja VC-Kasvu – kategoriat) ovat kasvaneet Suomessa vahvasti viimeisen kymmenen vuoden aikana. Markkina on kuitenkin syklinen, kuten vuoden 2023 noin 60 %:n pudotus tai vastaavasti vuoden 2019 noin 100 %:n kasvu tehtyjen sijoitusten euromäärissä kertoo. Tämä markkina on laajasti katsoen Springvestin kohdemarkkinaa. Nähdäksemme kasvua on ajanut nopea teknologian kehitys sekä kasvuyrittäjyyden ja tätä tukevan ekosysteemin (mm. rahoittajat ja neuvonantajat) vahvistuminen Suomessa. Samalla arvioimme vuosien 2020-21 löysän rahapolitiikan tuoneen sektorille väliaikaisen piristysruiskeen.

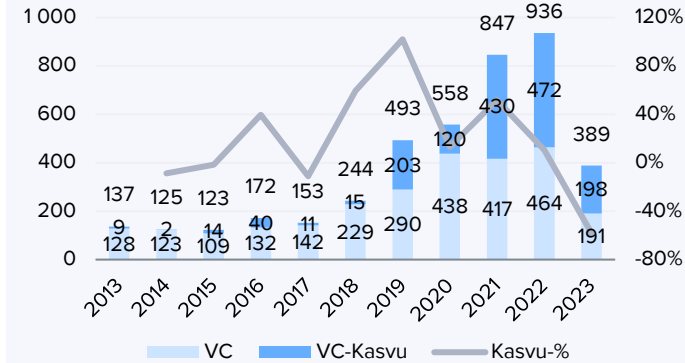
Springvest on markkinassaan kuitenkin jokseenkin uniikki ja erikoinen toimija. Yhtiön toimintamallissa on samoja piirteitä kuin sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa (kerätään yrityksille rahoitusta suuremmalta sijoittajajoukolta avoimella sijoitusalusella) ja yhtiötä onkin aiemmin myös kategorisoitu joukkorahoittajien joukkoon. Johtuen Springvestin liiketoiminnan eroista joukkorahoittajiin nähden (mm. suuremmat yksittäiset sijoitukset, suuremmat rahoituskierrokset, Springvestin suora riski rahoitettavien kohteiden menestyksestä,

sijoittajien neuvonta ja sidonnaisasiamiehien käyttö) on Springvest sääntelymielessä ollut sijoituspalvelu-toimiluvalla toimiva sijoituspalveluyhtiö jo vuodesta 2016. Rahoitusta keräävän yrityksen näkökulmasta Springvest näyttyy osin silti suurempiin anteihin kykenevältä joukkorahoittajalta. Springvestin aseman ja taustan kannalta joukkorahoituksen markkinan ymmärtäminen on silti hyödyllistä.

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitusmarkkina on toimialana ja VC-sijoitusten segmenttinä Suomessa edelleen suhteellisen nuori. Esimerkiksi Springvest ja pitkään merkittävin kilpailija Invesdor perustettiin vuonna 2012. Myös yritysten rahoitukseen keskittyvää joukkorahoitusmarkkinaa on nähdäksemme ajanut yleisen VC-sijoitusten markkinan mukaisesti varhaisen vaiheen kasvuyritysten tarve rahoitukselle. Tämän tarpeen odotamme säilyvän kasvuyrittäjyyttä tukevien trendien tuella kasvussa myös jatkossa. Toisaalta markkinaa ajaa myös rahoituksen saatavuus myös yksityishenkilöiltä. Springvestin rahoituskierrosten osallistujiin kuuluu kuitenkin korkean varallisuuden henkilöitä, VC-rahastoja sekä varakkaiden sukujen sijoitusyhtiöitä (family office), eikä yhtiön rahoituksen saatavuus kärsinyt laajempaan markkinaan nähden kovinkaan voimakkaasti vuosina 2022-23.

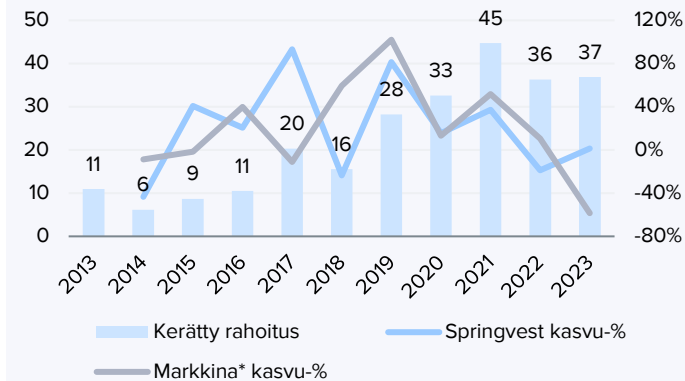
Springvestin rahoituskierrokset (ks. seuraava sivulla) täytettiin vuosina 2020-21 ennätysajassa ja jälleen vakaammin vuosina 2022-23. Tietty markkinasyklin vaikutus rahoituksen saatavuudessa yhtiöllä on siten nähtävissä. Arvioimme Springvestin verrattain maltillisten kierroskokojen (~5-12 MEUR, ei esim. >100 MEUR), sekä laajemman sijoittajakunnan (enemmän ammattisijoittajia kuin joukkorahoittajilla) toisaalta vaimentavan syklien vaikutusta selvästi.

Suomessa tehdyt VC-sijoitukset liikkuvat sykleissä, 2013-2023, MEUR ja v/v muutos-%



Lähde: FVCA (Pääomasijoittajat ry)

Springvestin keräämä rahoitus ei täysin seuraa yleistä sykliä, 2013-2023, MEUR ja v/v muutos-%



*Markkinakasvu ylemmästä graafista

Lähde: Inderes / Springvest verkkopalvelu

Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

Alan sääntely ja ammattimaistuminen on parantanut joukkorahoituksen mainetta

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

Joukkorahoitukseen liittyvä sääntely on kuitenkin kehittynyt ja uusin lainsäädäntö tuli Suomessa voimaan marraskuussa 2021. Tässä yhteydessä joukkorahoittajiksi rekisteröityneille yhtiöille tuli esimerkiksi rajoitus maksimissaan 5 MEUR:n rahoituskierron koosta, ja toisaalta alle 5 MEUR:n kierrokset vaativat tämän jälkeen joukkorahoitusluvan, jota Springvest ei ole hakenut.

Sijoituspalveluyhtiönä Springvest voi järjestää joukkorahoittajia suurempia osakeanteja. Toisaalta tämä vaatii, että sijoituskohteesta laaditaan sijoittajille perustietoasiakirja. Lisäksi yli 8 MEUR:n rahoituskierroksissa tulee laatia ja hyväksyttää esite Finanssivalvonnalla (Fiva), joskin Springvest lähettää Fivalle myös pienempien antien perustietoasiakirjat. Sääntely mahdollistaa tällä hetkellä Springvestille varsin monipuoliset työkalut rahoituskierron järjestämiseen. Sääntelyn kehitys on kuitenkin

keskeinen alaan liittyvä epävarmuus.

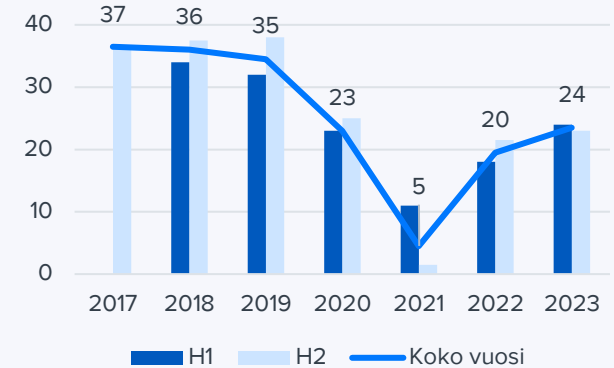
Alan salonkikelpoisuutta on nähdäksemme parantanut pitkäjänteisemmin toimivien rahoittajien suosion ja markkinaosuuden kasvu. Esimerkiksi Springvest ja Invesdor ovat myös kumppanoituneet ammattimaisten sijoittajien kanssa (erit. VC-rahastot). Springvestin ansainta on myös sidoksissa rahoitettujen yhtiöiden menestykseen (osa palkkioista otetaan optioina). Luottamusta ylläpitävä toiminta on nähdäksemme muodostunut alalle jäljelle jääneille toimijoille elinehdoksi. Sijoittajien tai yritysten luottamuksen menettäminen on mielestämme keskeinen riski alan toimijoille, kuten Springvestille.

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

Suomessa kilpailukenttä on viime vuosina konsolidoitunut kovaa vauhtia

Cambridgen vaihtoehtoisen rahoituksen keskus arvioi vuonna 2017 Suomessa toimineen 17 joukkorahoituslupaa, joista 9 paikallisia. Yrityksen näkökulmasta Suomessa toimii arviomme mukaan käytännössä vain kaksi merkittävää paikallista joukkorahoittajan (pois lukien yritysrahoittajat) kaltaista peluria: Springvest, Invesdor. Markkinan konsolidaation takana ovat arviomme mukaan olleet selvät ajurit. Sektorilla rahoittajat toimivat alustamallilla, jossa paikallinen mittakaava tuo kilpailuetuja ja verkostovaikutuksia. Kun suurempi

Springvestin rahoituskierron kesto tasoittui vuoden 2021 piikin jälkeen, 2017-2023, mediaanikesto päivissä



Lähde: Inderes, Springvest verkkopalvelu

Trendit markkinan kehityksen taustalla



Nopea teknologian kehitys useilla eri sektoreilla



Startup-ekosysteemin vahvistuminen Suomessa



Joukkorahoituksen sääntely ja ammattimaistuminen

Lähde: Inderes arvio, Springvest

Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

määrä sijoittajia tekee palvelun kautta sijoituksia, paranee kierrosten läpimenon todennäköisyys ja palvelun houkuttelevuus rahoitusta tarvitsevalle yritykselle. Vastaavasti suuri määrä laadukkaita yhtiöitä houkuttelee lisää sijoittajia palveluun.

Markkinaosuus onkin nähdäksemme tätä kautta vuosien varrella keskittynyt niille toimijoille, joiden rahoituskierrosten kohteet ovat olleet riittävän laadukkaita ja kiinnostavia, ja joista sijoittajat ovat saaneet kokonaisuutena riittäviä tuottoja. Vastaavasti heikompilaatuisia kohteita ja tuottoja tarjonneet palvelut menettävät sijoittajien luottamusta. Luottamusta on yleensä vaikea voittaa takaisin, jolloin alustan likviditeetin kuihtuessa sen houkuttelevuus yritysten suuntaan heikkenee.

Suomessa pankit ovat käytännössä poistuneet Springvestin markkinoilta. Arvioimme rahoitusmuotoon liittyvien maineriskien olleen pankeille liian suuria suhteessa toiminnasta saavutettavaan hyötyyn. Esimerkiksi OP ja Nordea järjestivät aiemmin itse joukkorahoituksia, mutta ovat molemmat käytännössä lopettaneet toiminnan (joskin voivat sitä vielä tehdä kumppanien kautta).

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

Springvestin kohdesegmentissä (skaalautuvat yritykset, osakemuotoinen rahoitus) sen kilpailuedut ovat nähdäksemme selvästi Invesdoria vahvempia. Vuosina 2019-2023 Springvestin

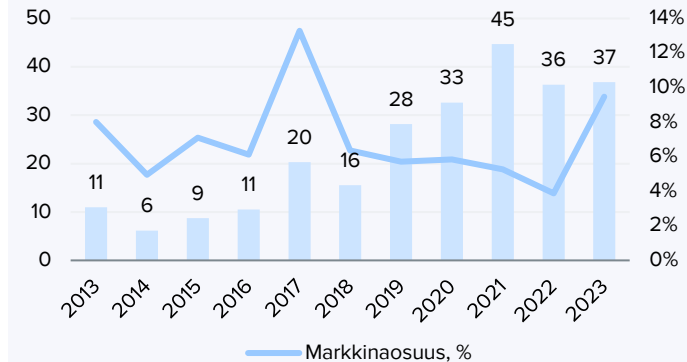
keskimääräinen kierroskoko oli 4,0 MEUR (n=45) kun Invesdorin vastaava luku on yhtiön sijoituslupailta saatavilla olevien tietojen valossa ollut noin 1,1 MEUR (n=51, suomalaiset yhtiöt). Invesdor ei joukkorahoittajana kykene järjestämään yhtä suuria rahoituskierroksia (>5 MEUR) kuin sijoituspalveluyhtiö Springvest, joskaan Springvest ei myöskään ilman joukkorahoituslupaa voi järjestää pienempiä <5 MEUR kierroksia. Springvest profiloituukin mielestämme suurempien ja varmempien rahoituskierrosten järjestäjänä.

Pääomamarkkinan yleinen tilanne vaikuttaa exit-tapahtumien todennäköisyyteen

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

Springvestillä tämä näkyi useana onnistuneena exit-tapahtumana vuonna 2021, jolloin etenkin listayhtiöiden arvostuskertoimet olivat poikkeuksellisen korkealla ja likviditeettiä oli löysästä rahapolitiikasta johtuen runsaasti tarjolla. Vastaavasti heikompina pääomamarkkinavuosina 2022-23 yhtiöllä ei ollut positiivisia exit-tapahtumia (3/2024 jälleen pieni Finbiosoft-exit). Exitit tapahtumat ovat luonnollisesti mahdollisia (esim. yksityisen ostajan tapauksessa) heikompina vuosina, mutta epätodennäköisempiä. Springvestin omistusten arvon purkautuminen onkin arvioimme mukaan kokonaisuutena todennäköisempää vahvassa pääomamarkkinassa.

Springvestin havainnollistava* markkinaosuus, 2016-2023, MEUR ja % kerätystä pääomasta

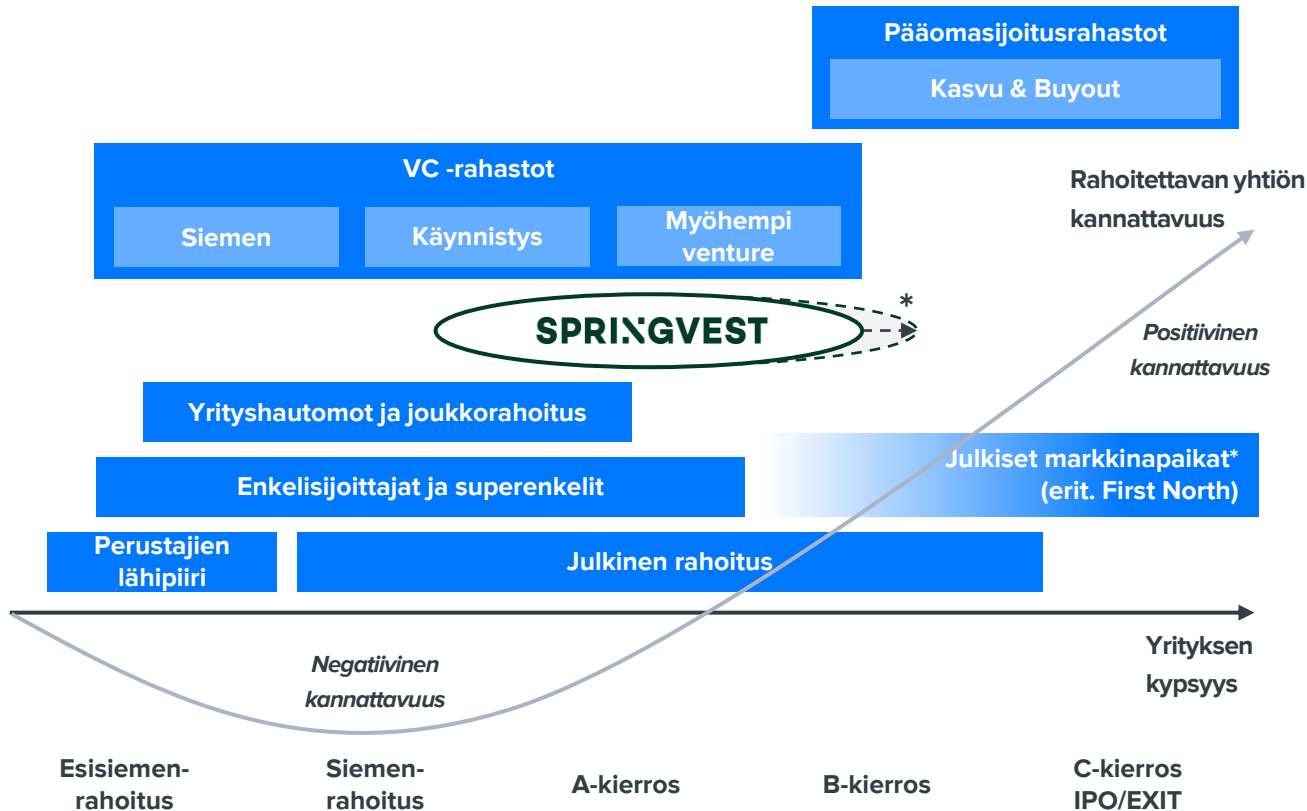


Lähde: Springvest, Suomen Pankki, Inderes

*Laskettuna osuutena pääomasijoittajien tilastojen mukaisista Suomeen tehdyistä sijoituksista VC ja VC-Kasvu -kategorioiden yrityksiin. Markkinan määrittely ei ole välttämättä erityisen tarkka, joten markkinaosuus on tulkittava suuntaa antavana.

Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

Springvest kilpailee hyvistä sijoituskohteista muiden rahoitusmuotojen kanssa



Springvestin asemoituminen kilpailukentässä

- Keskittyminen rahoittamaan käynnistys- ja myöhemmän venture -vaiheen yhtiöitä, jotka ovat ohittaneet riskisimmän siemen-vaiheen ja joilla on polku kohti kannattavuutta.
- Laaja ja nopeasti kasvava noin 7 000 sijoittajan yhteisö ja hyvin toimiva sijoitusala, jotka mahdollistavat tehokkaan rahoituskierron toteuttamisen.
- VC- ja osin myös enkelisijoittajat kilpailevat parhaimmista kasvuyhtiöistä, mutta Springvest myös kumppanoituu järjestämällään rahoituskierroksilla näiden sijoittajien kanssa.
- Springvestin rahoituksen etuna yritykselle on mm. omistajapohjan laajentaminen, kontrollin säilyttäminen, suhteellisen nopea rahoituksen kerääminen, korkea onnistumisen todennäköisyys (100 % kierroksista kerännyt vähintään minimimitavoitteen) sekä hyvä maine kasvuyritysten keskuudessa.
- Springvestin kilpailuhaittoina yrityksen näkökulmasta on rahoituskierron hinta (erityisesti optiot) ja keskittyminen pelkkään rahoitukseen (esim. ei tarjoa yhtiölleen liiketoiminnan kehityksen osaamista, kuten monet aktiiviset sijoittajat).
- Joukkorahoitukseen historiallisesti liittyvät epäluulot voivat heikentää Springvestin asemaa ("yritysten viimeinen vaihtoehto"), mutta yhtiön hyvä maine mielestämme kompensoi hyvin toimialan historiallista painolastia.

Lähde: Springvest, *Inderes

*Arvioimme Springvestin rahoituskierron kokoluokan kasvun vieneen yhtiön kilpailemaan myös Nasdaq First Northin kanssa

Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Vastaavasti myös positiiviset kurssiajurit ovat nähdäksemme selvästi heikommat heikossa pääomamarkkinan tilanteessa (vähemmän exit-tapahtumissa purkautuvaa arvoa).

Springvestin kilpailu muodostuu nykyisellään pääasiassa muista rahoitusmuodoista

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

Toisaalta kilpailua muodostuu myös First Northista. Yhä useampi varhaisemman vaiheen kasvuyritys on listautunut kasvurahoituksen ja sen tarjoamien strategisten työkalujen takia, joten First Northista on tullut varteenotettavampi vaihtoehto Springvestin aiemman kohderyhmän yhtiöille. Julkinen markkina on kuitenkin myös vuosien 2020-2024 valossa ollut alttiimpi sykleille, joten tämän muodostama kilpailu on sykliriippuvaista.

Springvest on kasvattamassa rahoituskierrosten kokoa kohti 8 MEUR:a ja tämän yli (2023: 4,1 MEUR), mikä on varsin linjassa tyypillisen pienemmän First North IPO:n kokoluokkaan (5-8 MEUR). Springvestin viime vuosina rahoittamista yhtiöistä esimerkiksi Tamturbo (perui listautumisen) ja Bioretec (listautui myöhemmin) olisivat voineet päätyä keräämään rahoituksensa Springvestin sijaan First Northista.

Listautuminen on nähdäksemme relevantti kilpailija myös rahoituksen keräämisen kustannuksen puolesta. Tyypillisen pienen (5-8 MEUR anti ja/tai

myynti) First North -listautumisen kustannukset ovat selvityksemme mukaan noin 0,5-1,0 MEUR, tai noin 10-20 % kerätystä rahoituksesta. Springvestin hintataso (arviolta n. 15-25 %) on korkeampi, joten First North voi kilpailijana tuoda Springvestille hintapainetta. Samalla kanavissa on selviä eroja (esim. pörssiyhtiön julkisuuden hyödyt ja haitat), jotka vaikuttavat päätökseen kustannusten ohella.

Näemme kansainvälisten joukkorahoittajien kilpailu-uhan rajallisena

Joukkorahoituksen (tai sen kaltaisten palveluiden) osalta kilpailu on yleisesti hyvin paikallista, eikä nähdäksemme selvää globaalia alustaa sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen ole vielä muodostunut. Vaikka teknologia-alustan ydin skaalautuisi maiden yli, arvioimme haasteena olevan pääasiassa maakohtainen ja muuttuva sääntely, jonka hallitseminen vaatii paikallisen tiimin. Lisäksi paikallisen sijoittajakunnan kerääminen olisi nähdäksemme haastavaa ilman vakiintuneen toimijan apua. Esimerkiksi saksalainen Kapilendo tuli Suomeen yhdistymällä Invesdorin kanssa vuonna 2021 ja ruotsalainen FundedByMe toimi Suomessa vuoteen 2019 asti Privanet Around -joukkorahoitusalan kautta. Invesdorin jälkeen Suomessa ei nähdäksemme ole Springvestin ohella relevantteja toimijoita, joten uudet epäorganiset liikkeet ovat nähdäksemme epätodennäköisiä.

Arvioimme sijoittajien suhtautuvan epäilevästi maarajojen yli tehtäviin sijoituksiin, mikä rajoittaisi likviditeettihyötyjä. Siten useassa maassa toimimisessa olisi arvioimme mukaan vaikea saavuttaa selkeitä etuja, emmekä näe Springvestille kansainvälisistä joukkorahoitusaloista erityistä uhkaa.

Esimerkkejä lukuisista joukkorahoitusaloista maailmalla

INVESDOR

EquityNet

FundedByMe

aescuvest

COMPANISTO

SEEDRS

gofundme

WiSEED

seedinvest

CROWDFUNDME

CONDA

KICKSTARTER

crowdcube

Strategia 1/2

Springvestin kasvustrategia nojaa rahoituskierrosten koon kasvattamiseen

Springvestin nykyinen toimintamalli pyrkii yhdistämään sen omat ja sijoittajien edut, sillä yhtiö liittyy oman arvonluontinsa alustalla rahoitusta keräävien yhtiöiden menestykseen. Springvest on toimintansa alusta asti ottanut merkittävän (arviomme mukaan noin 40-60 %) osan kokonaispalkkioistaan omistuksena rahoitettavasta yhtiöstä, joten Springvest luo omistajilleen arvoa mikäli myös sen järjestämiin rahoituskierroksiin osallistuneet sijoittajat saavat sijoituksilleen tuottoja.

Springvestin alustalla historiallisesti järjestetyt rahoituskierrokset ovat tähän asti kaikki täytetty vähintään minimitavoitteeseen ja keskimäärin 83 %:iin maksimitavoitteesta (2018-5/2024). Yhtiön vahvuutena on nähdäksemme sekä rahoitettavien yhtiöiden että sijoittajien luottamuksen ylläpito historiallisesti huonosta maineesta kärsineellä alalla, mitä nykyinen strategia edelleen tukee.

Sijoittajien luottamukseen ja kasvuyhtiöiden laatuun panostavasta toimintamallista johtuen Springvest ei pyri lisäämään rahoitettavien yhtiöiden määrää, mikä voisi lisätä sen riskiä ajautua rahoittamaan heikompilaatuisia yhtiöitä. Yhtiön kapasiteetti ei myöskään nykyisellään nähdäksemme riittäisi suurempaan yhtiömäärään. Arvioimme yhtiön pystyvän järjestämään maksimissaan noin 12 rahoituskierrosta (1 per kk) vuodessa, mikä on linjassa yhtiön historiaan. Jokainen rahoituskierros vaatii Springvestiltä kuitenkin lähtökohtaisesti varsin saman määrän valmistelutyötä, pois lukien jo rahoitettujen yhtiöiden uudet kierrokset.

Springvest pyrkiikin kasvuun kasvattamalla järjestämiensä kierrosten keskikokoa, missä yhtiö

on viime vuosina onnistunut (ks. kuvaaja oikealla). Yhtiön suurin yksittäinen rahoituskierros on ollut 12 MEUR (Desentum, H1/2024). Springvestin rahoituskierrosten koolla ei sijoituspalveluyhtiönä ole ylärajaa, joten nykytasolta (2023: 4,6 MEUR/kierros) olisi vielä selvästi kasvuvaraa. Sijoittajapuolella Springvest panostaa mm. ammattisijoittajien, kuten perheiden sijoitusyhtiöiden palvelemiseen. Yhtiöiden tuen osalta Springvest on taas neuvonut yhtiöitä muiden rahoitusvaihtoehtojen yhdistämisessä sen alustalla järjestettyihin rahoituskierroksiin (esim. lainat, tuet).

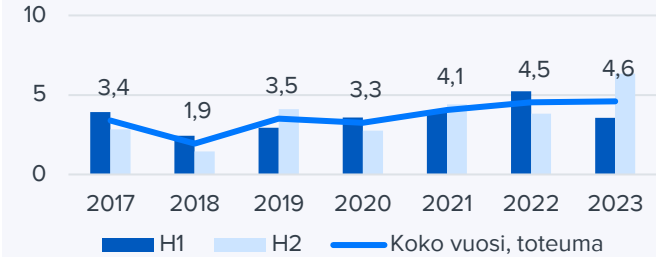
Tavoitteena taseen kasvattaminen kannattavalla rahoitustoiminnan kasvulla

Springvestin syksyllä 2021 antamat pitkän aikavälin tavoitteet ovat seuraavat:

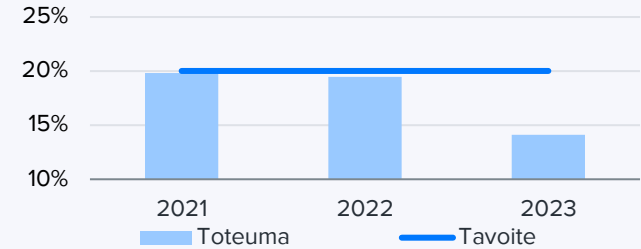
- 1) Keskimäärin yli 5 %:n vuotuinen sijoituspalvelutoiminnan (SPT) tuottojen kasvu
- 2) Keskimäärin yli 20 %:n liikevoittomarginaali
- 3) Kerätä vuosittain noin 4 MEUR arvosta uusia portfolioyhtiöiden osakkeita taseeseen

Tavoitteet ovat mielestämme lähtökohtaisesti realistiset, vaikka yhtiö onkin yltänyt niistä läpi kauden vain ensimmäiseen (2020-2023 SPT CAGR 5,3 %). Tasekasvussa tavoite saavutettiin ensi kertaa 2023. Liikevoittotavoitteeseen palaaminen vaatii nähdäksemme piristyvää tahtia rahoituskierrosten järjestämisessä ja kierroskoon kasvussa (ks. kuvaajat oikealla). Mielestämme on joka tapauksessa loogista, että yhtiön tavoitteet keskittyvät rahoituskierrosten järjestämiseen, sillä exit-tapahtumiin liittyvä heikko ennustettavuus ja rajalliset vaikutusmahdollisuudet vievät niihin liittyvältä tavoiteasetannalta mielekkyyden.

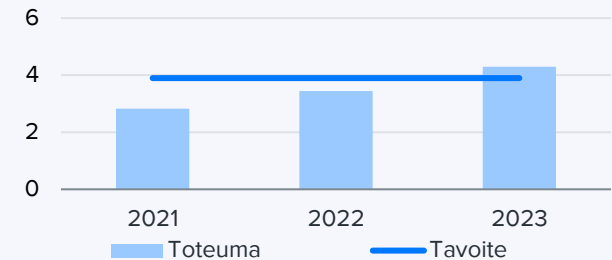
Rahoituskierroksen keskimääräinen koko, 2017-2023, MEUR per rahoituskierros



Liikevoittomarginaalin tavoitetaso vs. toteuma, 2021-2023, % liikevaihdosta



Taseeseen kerättyjen uusien osakkeiden tavoitetaso vs. toteuma*, 2021-2023, MEUR



Lähde: Inderes, Springvest verkkopalvelu

*Uusien osakkeiden arvo vuonna 2021 on arvioitu Springvestin vuosittain raportoitujen käyvän arvon muutoksen perusteella, mikä sisältää myös aiempien portfolioyhtiöiden käyvän arvon tarkistukset alaspäin/ylöspäin. Vuodesta 2022 alkaen graafin luvut sisältävät vain uusien osakkeiden arvon.

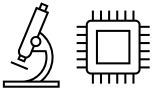
Strategia 2/2

Kohdemarkkina ja Springvestin asemoituminen

Kerätty VC-rahoitus Suomessa, 2023 **389 MEUR**

Springvestin osuus kerätystä rahoituksesta, 2023 **9 %**

Trendit markkinan kehityksen taustalla



Nopea teknologian kehitys useilla eri sektoreilla



Startup-ekosysteemin vahvistuminen Suomessa



Joukkorahoituksen sääntely ja ammattimaistuminen

Vakiintunut kasvu-yritysten rahoituksen järjestäjä ja omistaja Suomessa

SPRINGVEST

Strategiset painopisteet

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



Investointikeveän strategian rahoitus palkkiotulojen kassavirralla

Keskipitkän aikavälin tavoitteet



+ 5 %

Keskimääräinen vuosittainen sijoituspalvelutuottojen kasvu

>20 %

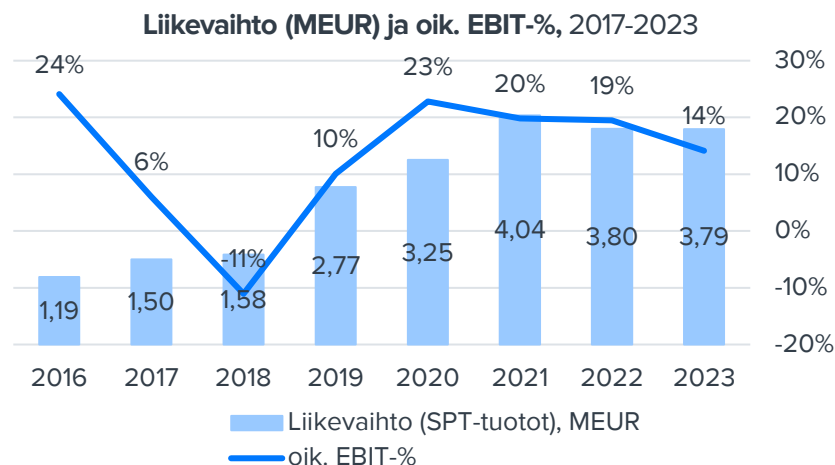
Keskimääräinen liikevoittomarginaali

~4 MEUR

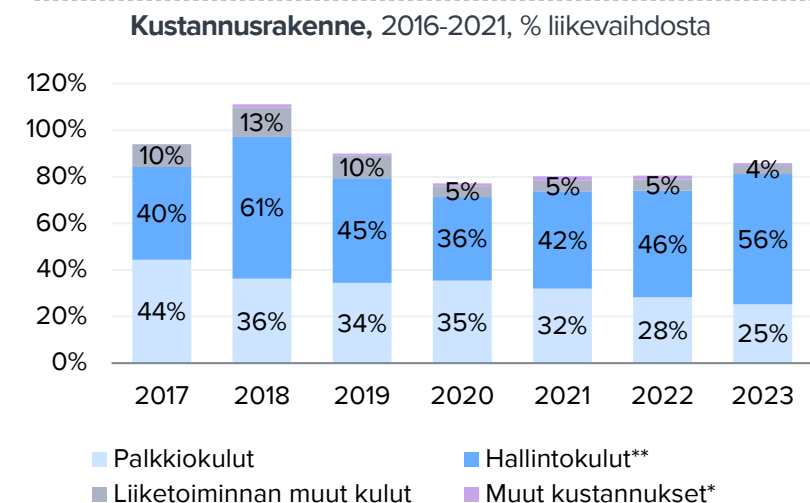
arvosta vuosittain uusia portfolioyhtiöiden osakkeita taseeseen

Taloudellinen tilanne 1/2

Viime vuosien liikevaihdon kasvu on nostanut Springvestin kannattavuuden hyvälle tasolle



- Springvestin liikevaihdon vuosittainen kasvu (CAGR) on ollut 18 % ja kannattavuus (oik. EBIT-%) noin 13 % vuosina 2016-2023. Keskeisenä kasvun ajurina on ollut rahoituskierroksen keskimääräisen kokoluokan kasvu (2018 1,9 MEUR, 2023: 4,6 MEUR).
- Vuosien 2019-2021 vahvaa kehitystä tuki nähdäksemme erityisesti pääomamarkkinan vahva veto, mutta myös markkinan konsolidoituminen (mm. OP Joukkorahoitus lopetti 2019). Springvest onnistui jatkamaan rahoituksen keräämistä varsin pienin hidastein vuosina 2022-23 huolimatta huomattavan heikosta pääomamarkkinan tilanteesta. Tämän taustalla oli nähdäksemme yhtiön vahvan kilpailuaseman lisäksi laaja sijoittajajoukko, jossa on mukana myös ammattisijoittajia (VC-rahastot yms.).
- Springvestin portfolioyhtiöiden kirjanpitoikäisyydessä sovelletaan IFRS 9 -standardia, joten omistusten arvonmuutokset ja irtautumiset näkyvät tuloslaskelman sijaan taseessa edellisten tilikausien voittovarot -erän muutoksena. Yhtiön liikevaihto muodostuu siten puhtaasti sijoituspalvelutoiminnan tuotoista.



- Kustannusrakenne on skaalautuva, mutta vaatii riittävän kokoluokan kannattavuuden saavuttamiseksi
 - Springvestin kustannusrakenne koostuu pääasiassa kiinteistä hallintokuluista (2023: 56 % liikevaihdosta) ja liiketoiminnan muista kuluista (4 %), sekä liikevaihdon mukana muuttuvista palkkiokuluista (25 %).
 - Vuosina 2017-2018 liiketoiminnan pienempi kokoluokka piti kiinteät kulut korkeina suhteessa liikevaihtoon ja kannattavuuden vastaavasti heikkona
 - Vuosien 2019-2023 vahva kasvu toi esiin liiketoimintamallin skaalautuvuuden ja nosti kannattavuuden uudelle tasolle. Vuonna 2023 käynnistyneet kasvupanostukset (pyrkimyksenä kasvattaa rahoituskierrosten kokoa) painoivat kuitenkin jälleen kannattavuutta jonkin verran alaspäin.

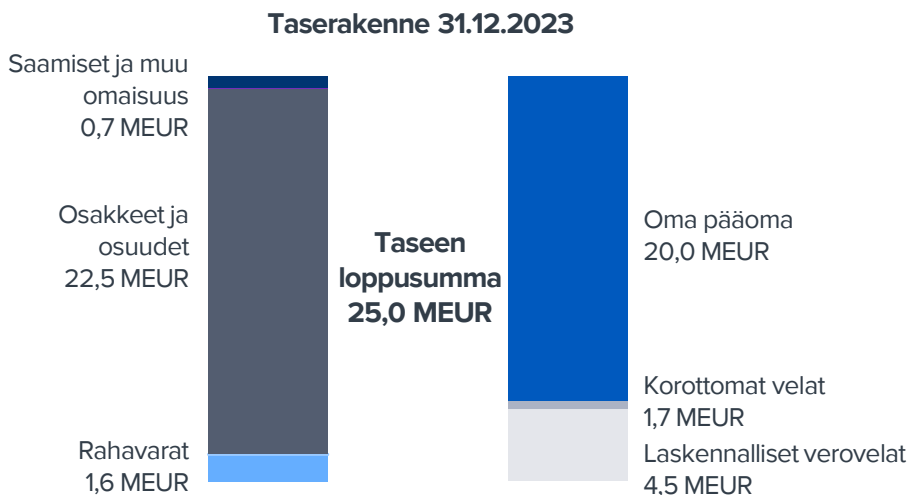
Lähde: Springvest, Inderes

*Poistot ja arvonalentumiset, korkokulut

**Hallintokuluista oikaistu vuodelta 2021 listautumisen kustannukset

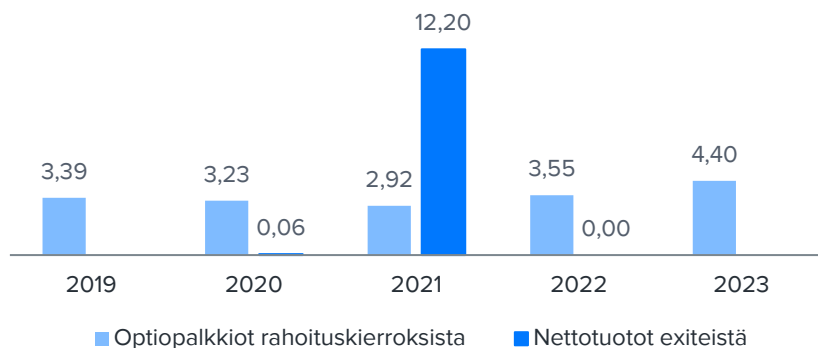
Taloudellinen tilanne 2/2

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



- Taseen merkittävin osuus on muodostunut oman pääoman ehtoista sijoituksista niihin yhtiöihin, joille Springvest on järjestänyt rahoituskierroksen (2023: 22,5 MEUR). Springvest saa osuuden palkkiona, eikä yhtiö itse sijoita pääomaa omistusosuutta vastaan, joten sijoitusten hankintahinta on käytännössä nolla.
 - Edellisestä johtuen taseen vastattavaa -puolella suurin erä on käyvän arvon rahasto (2023: 18,0 MEUR), johon kirjataan portfolioyhtiöiden käyvän arvon muutokset, mikäli näille on tehty uusia rahoituskierroksia.
 - Portfolioyhtiöiden tasearvoa vastaava laskennallinen verovelka kirjataan taseen laskennallisiin verovelkoihin (2021: 4,5 MEUR) ja yhtiö päivittää sitä tasearvon kehityksen mukaisesti vastaavasti.
- Portfolioyhtiöiden tasearvot määräytyy pääasiassa viimeisimmän Springvestin järjestämän rahoituskierroksen valuaation tai muun markkinahintaisen rahoituskierroksen arvostuksen perusteella. Myöhemmät rahoituskierrokset, jossa Springvest itse ei ole osallisena, laimentaa Springvestin omistusosuutta portfolioyhtiössä.

Optiopalkkiot* ja exitit, 2019-2023



- Springvestin portfolion ensimmäiset olennaiset positiiviset exitit tapahtuivat vasta vuonna 2021 ja vuosi oli nähdäksemme portfoliolle poikkeuksellisen hyvä. Exitit ovat kuitenkin nähdäksemme erittäin syklisiä ja vaikeasti ennustettavia:
 - Aikaisempina vuosina Springvest on myynyt osuutensa Ukkoverkot Oy:stä (2020) ja Cleantech Invest Oy:stä (2017). Vuonna 2021 tapahtui useita merkittäviä exit-tapahtumia: Ginolis, Sensapex, Mobidiag, Bioretec. Tämän jälkeisen kuivan exit-kauden jälkeen Springvest irtautui Finbiosoftista (0,3 MEUR / 2024).
 - Lisäksi jotkut kohdeyhtiöt ovat maksaneet osinkotuloa Springvestille, mutta näiden merkitys kokonaisuudessa on vähäinen.
- Opiopalkkiot* ovat rahoituskierröksistä palkkioina saatuja omistuksia rahoitetuissa yhtiöissä. Nämä eivät näy yhtiön tuloslaskelmassa, mutta muodostavat keskeisen osan Springvestin tuloista.

Lähde: Springvest, Inderes

*Opiopalkkioiden suuruus on arvioitu Springvestin vuosittain raportoimien käyvän arvon muutoksien perusteella vuosille 2019-2021. Nämä luvut näyttävät hieman liian matalaa optiopalkkioiden tasoa, sillä käyvän arvon muutokset sisältävät myös aiempien portfolioyhtiöiden käyvän arvon tarkistukset alaspäin. Luvut vuodesta 2022 alkaen kuvaavat suoraan uusien kohdeyhtiöomistusten arvoa ja kertovat suoraan saatujen optiopalkkioiden suuruuden.

Ennusteet 1/5

Ennustamme liiketoimintaa kerättävän rahoituksen kautta

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

Lisäksi ennustamme kokonaispalkkioiden suuruutta suhteessa kerättävään pääomaan. Taso on ollut viime vuosina noin 20 % ja arvioimme yhtiön pystyvän ylläpitämään tätä palkkiotasoa, ellei odotuksiamme vastoin markkinoille onnistuisi muodostumaan vastaava kilpaileva toimija.

Palkkiot jaamme edelleen tuloslaskelman rahapalkkioihin sekä taseen kasvussa näkyviin optiopalkkioihin. Näistä kumpikin muodostaa tapauskohtaisesti noin 45-60 % kokonaispalkkioista. Arvioimme optioiden osuuden tasaantuvan 55 %:n tasolle pitkällä aikavälillä. Sisällytämme optiotulot yhtiön tase-ennusteeseen ja käsittelemme niiden merkitystä Springvestin arvostukselle Arvostus-osiossa. Rahapalkkiot raportoidaan sijoituspalvelutoiminnan tuottoina (SPT), joihin viittaamme liikevaihtona.

Arvioimme ennusteissamme myös sijoittajien likviditeetin tuomaa rajoitusta kerättävien pääomien määrälle. Springvestin kilpailuasema on nähdäksemme vahva, mutta sijoittajien halukkuus antaa pääomia riskipitoisille listaamattomilla kasvuyhtiöille voi heilahdella ja muodostaa siten keskeisen liiketoiminnan ajurin. Springvestin sijoittajakunta on kuitenkin osoittautunut varsin hyvin syklejä sietäväksi, kuten vuodet 2022-2023

näyttivät.

Kustannusten osalta ennustamme kiinteitä hallintokustannuksia (hallintokulut, liiketoiminnan muut kustannukset) lähtökohtaisesti suhteellisen vakaina. Vastaavasti muuttuvien palkkiokulujen suuruutta ennustamme suhteessa kerätyn rahoituksen määrään. Kannattavuuden osalta seuraamme pääasiassa liikevoittoa, joka nähdäksemme kuvaa parhaiten yhtiön operatiivista kannattavuutta.

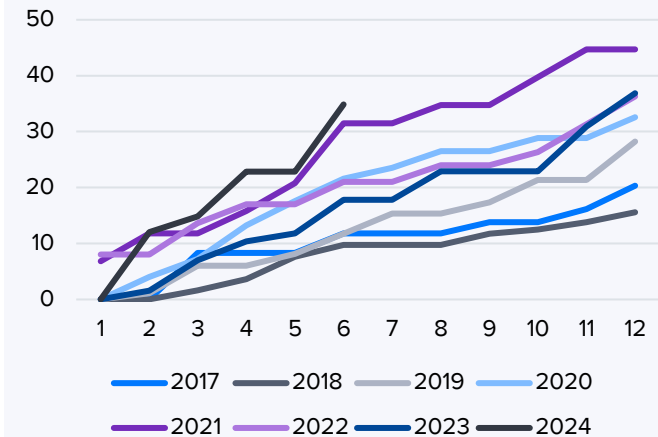
Springvestin liiketoiminnan kehitys on itsessään lyhyellä tähtämällä hyvin läpinäkyvää, sillä yhtiön rahoituskierrokset ja niiden tulokset ovat julkisina reaaliaikaisesti yhtiön digitaalisessa rahoituspalvelussa.

Vuonna 2024 on tapahtumassa selvä kasvuloikka

Pääomamarkkinoilla on edelleen epävarmuutta pääasiassa sotien sekä talousympäristön (inflaatio ja korot) myötä. Tämä nähdäksemme heikentää sijoittajien valmiutta tehdä sijoituksia, sisältäen listaamattomien yhtiöiden rahoittamiset. Nämä vastatuulet eivät ole enää juuri näkyneet Springvestin rahoituskierroksilla, joissa sijoittajakysyntä on osoittautunut odotuksiamme defensiivisemmäksi. Springvest on järjestänyt H1/2024 aikana historiansa suurimman rahoituskierroksen (Desentum 12 MEUR) ja kerätty rahoitus on kesäkuussa nousemassa kaikkien aikojen huippuihin (6/2024 viim. 12kk: 53,9 MEUR, olettaen 12 MEUR Tilt Biotherapeutics kierroksen täysi merkintä).

Arvioimme uuden tason olevan yhtiölle lähtökohtaisesti kestävä. Springvest on tehnyt ja jatkaa panostuksia sijoittajapohjansa

Toteutunut kumulatiivinen vuoden aikana kerätty rahoitus*, MEUR, per kierroksen lopetuskuukausi



Lähde: Inderes, Springvest. Kuvaaja olettaa Tilt Biotherapeuticsin kesäkuun 2024 rahoituskierroksen toteutuvan täysimääräisenä (12 MEUR).

Ennusteet 2/5

vahvistamiseen. Tämän myötä rahoituksen saatavuus yhtiön palvelussa on nähdäksemme parantunut ja tukee suuremman vuosittaisen rahoitusvolyymin ylläpitoa.

Ennustamme Springvestin liikevaihdon kasvavan vahvat 42 % vuonna 2024. Kasvun ajurina on onnistuneesta rahoituskierrosten kokoluokasta johtuva kerätyn rahoituksen kasvu (ks. seuraavan sivun kuvaajat), sillä ennustamme yhtiön tekevän yhden rahoituskierroksen edellisvuotta vähemmän (2024: 8 vs. 2023: 7) ja palkkiotason olevan karkeasti edellisvuoden tasolla. Yhtiö ohjeistaa sijoituspalvelutoiminnan tuottojen (=liikevaihto) kasvavan vuonna 2024 edellisvuodesta. Ennusteemme on sinänsä linjassa löyhään ohjeistukseen, mutta näemme yhtiöllä H1:n näyttöjen valossa edellytykset vahvempaan kasvuun.

Yhtiön liikevoittomarginaalin taas ennustamme vahvistuvan kasvun mukana 16 %:iin. Springvest itse ennakoii liikevoittonsa jäävän vuonna 2024 noin puoleen pitkän aikavälin tavoitetasosta (Tavoite: 20 %), eli noin 10 %:n tasolle, johtuen vuoden 2023 lopulla aloitetuista panostuksista yhtiön palvelujen sekä organisaation kehittämiseen ja kasvattamiseen. Nämä tekijät tulevat väistämättä toimimaan kannattavuuden jarruna, mutta pidämme yhtiön ohjeistusta varovaisena suhteutettuna korkeakatteisen liikevaihdon näkömään.

Vuosina 2025-2027 odotamme jälleen loivempaa kasvua

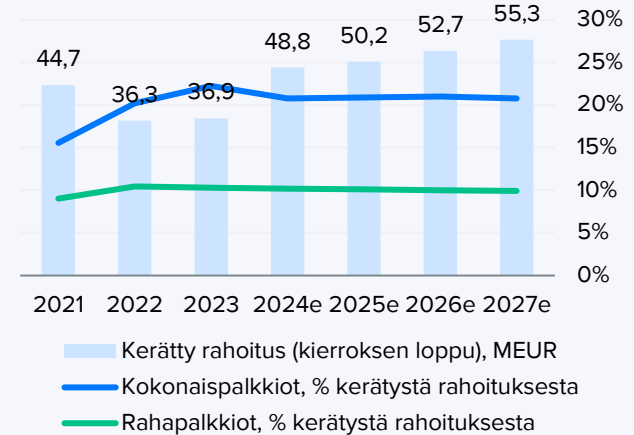
Vuoden 2024 jälkeen odotamme Springvestin kasvun hidastuvan, sillä näemme vuoden 2024 rahoituskierroksen kokoluokan hypyn nykytietojen valossa kertaluonteisena parannuksena. Jo

saavutetun tason ylläpitäminen tulee vaatimaan jatkuvia onnistumisia rahoitusta tarvitsevien yhtiöiden houkuttelussa ja valinnoissa, sekä sijoittajayhteisön palvelemisessa. Emme kuitenkaan usko kerätyn rahoituksen potentiaalin olevan vielä ulosmitattu. Arvioimmekin yhtiön keskimääräisten kierroskokojen kuitenkin kasvavan vahvan vuoden 2024 jälkeen hieman matalammalta tasolta vuosina 2025-27. Vuosille 2025-2027 ennustamme Springvestin kerätyn rahoituksen kasvavan vuosittain noin 3-5 %, sillä arvioimme yhtiön kierros määrän palaavan vuositasolla 8 kpl tasolle. Ennusteemme olettaa markkinatilanteen säilyvän ennallaan, vaati Springvestin kehityspanosten silti edelleen kasvattavan yhtiön sijoittajayhteisöä.

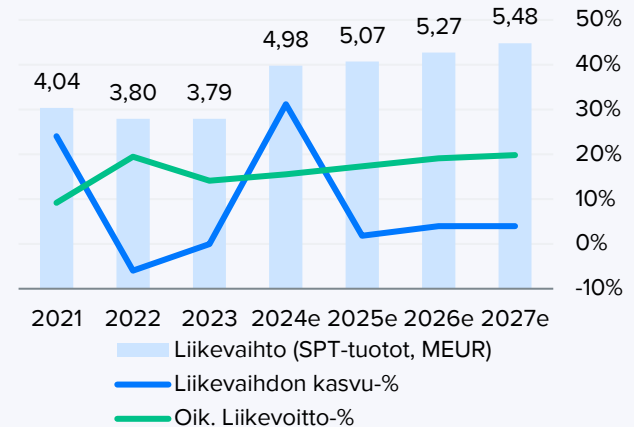
Kierroskokojen kasvun myötä Springvest kilpailee enemmän myös pörssin ja pääomarahastojen kanssa parhaista kasvuyhtiöistä. IPO-markkina alkaa odotuksissamme aktivoitumaan jälleen vuonna 2025, jolloin ja kilpailu hyvistä rahoitettavista kierroksista oletettavasti kiristyy. Springvestin rahoituskierrosten IPO-markkinaa vähemmän sykliherkät lopputulemat kuitenkin nähdäksemme puoltavat nykyisen palkkiotason pysymistä lähivuosina noin 21%:ssa kerätystä rahoituksesta. Oletamme painotuksen kuitenkin siirtyvän hieman optiopainotteisemmaksi, ja odotamme liikevaihdon kasvavan vuosina 2025-2027 2-4 % vuodessa.

Springvestin tuloskehitys on varsin ennustettavaa kulurakenteen selkeydestä johtuen. Ennustamme yhtiön liikevoittomarginaalin olevan nousutrendillä ja noin 17-21 % vuosina 2025-2027. Tämän taustalla on yhdistelmä vuosien 2023-24 kasvupanostusten takia nostetun kulutason jälkeen vakautuvasta kiinteiden kulujen kehityksestä, sekä samanaikaisesta liikevaihdon kasvusta.

Kerätyn rahoituksen ja suhteellisten palkkiotuottojen ennuste, 2021-2027e



Liikevaihto, liikevaihdon kasvu-% ja oik. EBIT-%, 2021-2027e, MEUR ja % liikevaihdesta



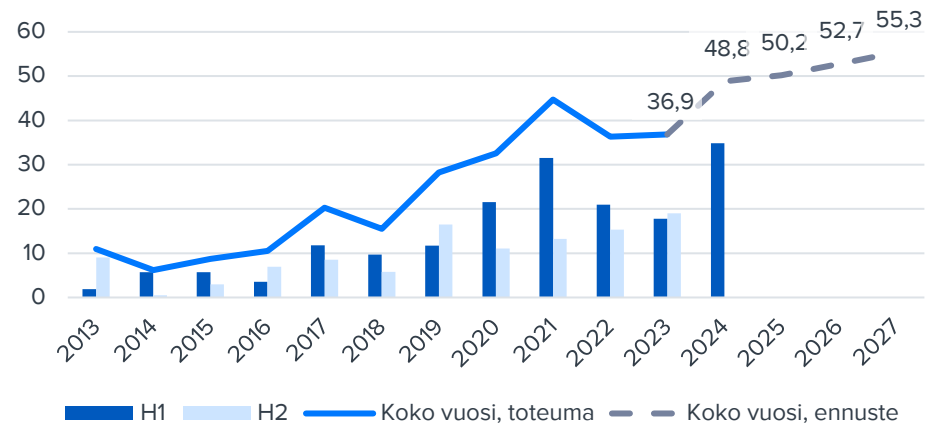
Lähde: Inderes, Springvest
Kokonaispalkkioiden sisältämä optiopalkkioiden suuruus on arvioitu Springvestin vuosittain raportoitujen käyvän arvon muutoksien perusteella vuoteen 2021 asti, ja tämän jälkeen pelkkien uusien kohdeyhtiöomistusten raportoidun arvon perusteella.

Keskeisiä operatiivisen toiminnan mittareita ja ennusteparametreja

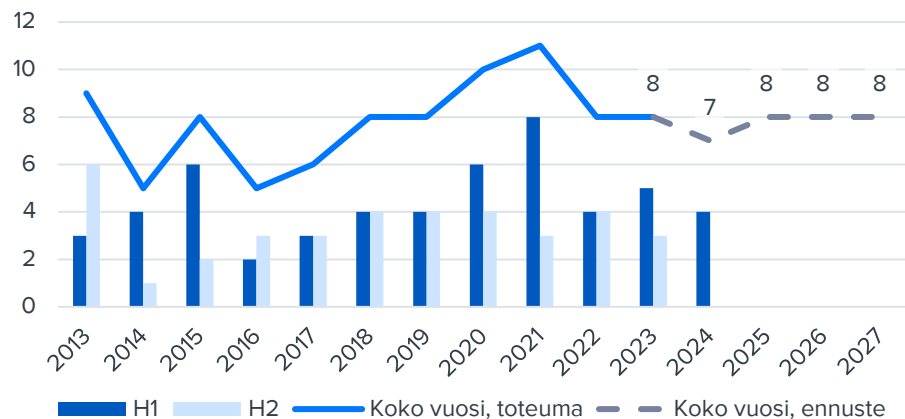
Kerätty rahoitus ja kierrosten täyttöasteet,
MEUR ja %, 12kk rullaava, kierroksen lopetusajankohta



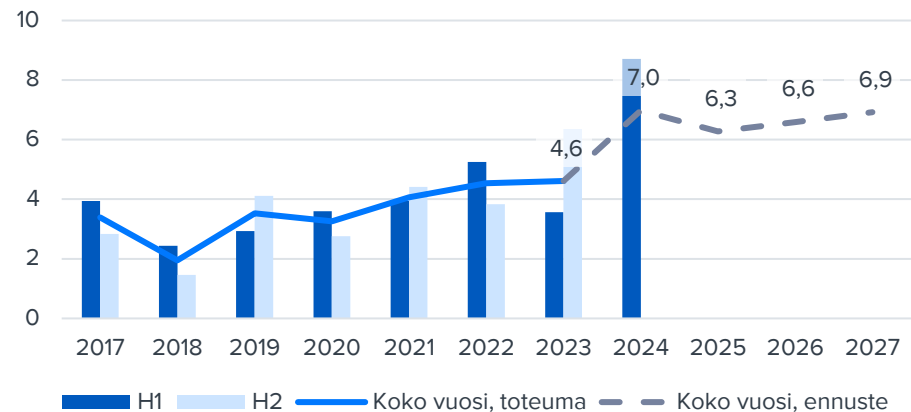
Kerätyn rahoituksen summa,
MEUR, kierroksen lopetusajankohta



Rahoituskierrosten lukumäärä,
#, kierroksen lopetusajankohta



Kierrosten keskipakko,
MEUR per kierros, kierroksen lopetusajankohta



Lähde: Inderes, Springvest verkkopalvelu

Huom: Kierrokset on ajoitettu kuvaajiin niiden loppumisajankohdan mukaisesti, mikä poikkeaa Springvestin raportoinnissaan käyttämästä ajoituskriteeristöstä. Kuvaajat olettavat Tilt Biotherapeuticsin kesäkuun 2024 rahoituskierroksen toteutuvan täysimääräisenä (12 MEUR).

Ennusteet 3/5

Pitkällä tähtäimellä kilpailupaine tuonee painetta hintatasoille, vaikka yhtiöllä onkin vallihautaa

Vuosien 2028-2033 osalta odotamme Springvestin liikevaihdon kasvun olevan vuositasolla 1-2 %. Odotamme yhtiön pystyvän kasvattamaan keräämänsä rahoitusta liikevaihdon kasvua vahvemmin, mutta hintatason (kokonaispalkkiot suhteessa kerättyyn rahoitukseen) olevan lievässä laskutrendissä vaihtoehtoisten rahoitusväylien (erityisesti First North -listautumiset ja VC-rahastot) kilpailupaineen myötä. Yhtiön liiketoimintamallin verkostovaikutukset tuovat sille kuitenkin vallihautoja kilpailuun nähden, minkä tukemana arvioimme yhtiön kilpailuaseman pitävän pintansa varsin hyvin. Odotamme kilpailuasetelman pitkällä tähtäimellä tasaantuvan ja kasvun asettuvan terminaalissa 2 %:iin.

Springvestin keräämän vuosittaisen rahoituksen maksimi on sen nykyisellä organisaatiomallilla (max 1 kierros /kk) ja toistaiseksi suurimpien toteutettujen rahoituskierrosten (12 MEUR per kierros) noin 120 MEUR vuodessa. Arvioimme kasvua pitkällä tähtäimellä rajoittavan halukkaiden rahoittajien määrä, sillä yhtiön täytyy kerätä kasvurahoittajilta kierroksillaan merkittävä määrä rahoitusta joka vuonna. Mikäli Springvest kuitenkin esimerkiksi onnistuu pitkällä tähtäimellä viemään laadukkaita kasvuyrityksiä VC-rahastoilta ja tuomaan nämä rahastot sijoittajiksi rahoituskierroksilleen, on yhtiöllä edellytykset kasvaa selvästi ennusteitamme vahvemmin. Lisäksi yhtiö voi mahdollisesti kasvattaa kierroskokojaan yli 12 MEUR:n.

Kannattavuuden osalta arvioimme liikevoittomarginaalin laskevan hintapaineen mukana vuosina 2028-2033 asteittain 21 %:sta 15 %:iin. Springvestin liiketoimintamalli huomioiden näemme hyvälle kannattavuudelle kuitenkin kilpailun asteittaisesta kiristymisestä huolimatta hyvät edellytykset myös pitkällä tähtäimellä.

Pitkän aikavälin ennusteet, 2028e-2033e

- Liikevaihdon kasvu 1-2 % vuodessa
 - 2033e liikevaihdon terminaalikasvu 2 %
- Liikevoittomarginaali 15-21 % laskevalla trendillä
 - 2033e terminaalikannattavuus 15 % (liikevoittomarginaali)

Lähde: Inderes

Ennusteet 4/5

| Tuloslaskelma | H1'22 | H2'22 | 2022 | H1'23 | H2'23 | 2023 | H1'24e | H2'24e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------------|-------|-------|------|-------|-------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto | 2,1 | 1,7 | 3,8 | 1,9 | 1,9 | 3,8 | 2,3 | 2,7 | 5,0 | 5,1 | 5,3 | 5,5 |
| Käyttökate | 0,5 | 0,3 | 0,8 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 |
| Poistot ja arvonalennukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 0,5 | 0,3 | 0,7 | 0,3 | 0,2 | 0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 |
| Liikevoitto | 0,5 | 0,3 | 0,7 | 0,3 | 0,2 | 0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 |
| Tulos ennen veroja | 0,5 | 0,3 | 0,7 | 0,3 | 0,2 | 0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 |
| Verot | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| Nettotulos | 0,4 | 0,2 | 0,6 | 0,2 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,9 |
| EPS (oikaistu) | 0,07 | 0,04 | 0,11 | 0,04 | 0,03 | 0,06 | 0,04 | 0,07 | 0,11 | 0,13 | 0,14 | 0,16 |
| EPS (raportoitu) | 0,07 | 0,04 | 0,11 | 0,04 | 0,03 | 0,06 | 0,04 | 0,07 | 0,11 | 0,13 | 0,14 | 0,16 |

| Tunnusluvut | H1'22 | H2'22 | 2022 | H1'23 | H2'23 | 2023 | H1'24e | H2'24e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-------------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 17,4 % | -25,0 % | -5,9 % | -13,0 % | 16,6 % | 0,0 % | 25,4 % | 36,7 % | 31,2 % | 1,8 % | 4,0 % | 4,0 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 31,5 % | -39,6 % | -7,6 % | -39,4 % | -6,1 % | -27,5 % | -9,8 % | 107,0 % | 44,6 % | 13,2 % | 14,6 % | 8,0 % |
| Käyttökate-% | 22,7 % | 17,2 % | 20,3 % | 15,8 % | 13,2 % | 14,4 % | 11,6 % | 19,9 % | 16,0 % | 17,3 % | 19,1 % | 19,8 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | 22,2 % | 16,0 % | 19,5 % | 15,5 % | 12,9 % | 14,1 % | 11,1 % | 19,5 % | 15,6 % | 17,3 % | 19,1 % | 19,8 % |
| Nettotulos-% | 17,7 % | 12,8 % | 15,5 % | 11,1 % | 8,0 % | 9,5 % | 8,8 % | 15,5 % | 12,4 % | 13,8 % | 15,2 % | 15,8 % |

Lähde: Inderes

Ennusteet 5/5

Ennustemuutokset

- Päivitimme liikevaihdon ennusteitamme ylöspäin nojaten kevään pirteämpään kerätyn rahoituksen kehitykseen. Springvest on jatkanut kierroskokojen kasvattamista aiempia odotuksiamme nopeammin, minkä mukaisesti päivitimme myös arviotamme strategian toteutuksen etenemisestä myönteisemmäksi.
- Päivitimme samalla kuluennusteitamme, sillä arvioimme yhtiön kasvuinvestointien suuruuden nyt hieman aiempaa suuremmaksi.

Osien summa

- Tulevat rahapalkkiot ja optiopalkkiot nousivat ennustenostojen myötä.
- Päivitimme Finbiosoft-exitin tuotot sekä irronneen osingon nettokassaan.
- Teimme myös muita pienempiä tarkistuksia, joiden vaikutus osien summaan oli kokonaisuutena vähäinen.

| Muutokset osien summaan | Vanha | Uusi | Muutos |
|---|-------------|-------------|------------|
| Kasvurahoitus: Tulevat rahapalkkiot | 3,8 | 5,4 | 1,6 |
| Kasvurahoitus: Tulevat optiopalkkiot | 21,0 | 24,5 | 3,6 |
| Nykyiset portfolioyhtiöt | 8,6 | 8,5 | -0,1 |
| Nettokassa | 1,6 | 1,1 | -0,5 |
| Yhteensä, MEUR | 35,0 | 39,6 | 4,6 |
| Per osake | 6,3 | 7,1 | 0,8 |

| Ennustemuutokset | 2024e | 2024e | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos |
|-----------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 4,41 | 4,98 | 13 % | 4,49 | 5,07 | 13 % | 4,58 | 5,27 | 15 % |
| Liikevoitto | 0,49 | 0,78 | 58 % | 0,79 | 0,88 | 11 % | 0,85 | 1,01 | 19 % |
| Tulos ennen veroja | 0,49 | 0,78 | 58 % | 0,79 | 0,88 | 11 % | 0,85 | 1,01 | 19 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | 0,07 | 0,11 | 58 % | 0,11 | 0,13 | 11 % | 0,12 | 0,14 | 19 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,10 | 0,10 | 0 % | 0,11 | 0,12 | 9 % | 0,11 | 0,13 | 18 % |

Tase

| Vastaavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Pysyvät vastaavat | 18,2 | 22,6 | 28,3 | 33,8 | 39,6 |
| Liikearvo | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aineettomat hyödykkeet | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Käyttöomaisuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut sijoitukset | 18,1 | 22,5 | 28,3 | 33,7 | 39,5 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Laskennalliset verosaamiset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Vaihtuvat vastaavat | 2,1 | 2,4 | 2,5 | 2,5 | 2,6 |
| Vaihto-omaisuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 0,4 | 0,7 | 0,9 | 0,9 | 1,0 |
| Myyntisaamiset | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Likvidit varat | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,6 |
| Taseen loppusumma | 20,3 | 25,0 | 30,8 | 36,3 | 42,2 |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 16,4 | 20,0 | 25,6 | 31,1 | 37,1 |
| Osakepääoma | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Kertyneet voittovarot | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,4 | 0,5 |
| Oman pääoman ehtoiset lainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Uudelleenarvostusrahasto | 14,4 | 18,0 | 23,7 | 29,2 | 35,0 |
| Muu oma pääoma | 1,2 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| Vähemmistöosuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pitkäaikaiset velat | 3,7 | 4,7 | 4,7 | 4,7 | 4,7 |
| Laskennalliset verovelat | 3,6 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| Varaukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Korolliset velat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Lyhytaikaiset velat | 0,2 | 0,3 | 0,6 | 0,5 | 0,5 |
| Korolliset velat | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Taseen loppusumma | 20,3 | 25,0 | 30,8 | 36,3 | 42,2 |

Arvonmääritys ja suositus 1/5

Arvonmäärityksemme nojaa osien summaan, jossa virhemarginaalit ovat leveät

Springvestin arvonmuodostus on sikäli useista yhtiöistä poikkeava, että yhtiön tuloslaskelma kuvaa tästä vain pientä osaa. Springvestin käyvästä arvosta merkittävin osa (n. 75-90 %) muodostuu arvioissamme sekä sen nykyisistä, että tulevien rahoituskierrosten palkkioina otettavien optioiden myötä tulevista omistuksista kasvuyhtiöissä. Keskeisin Springvestin arvoa määrittävä ajuri onkin mielestämme luottamus yhtiön kykyyn valikoida sen rahoitettavaksi ja omistukseen laadukkaita kasvuyhtiöitä. Käytännössä tämä kyky konkretisoituu lopulta portfolion kertyvien yhtiöiden tuotto-odotuksessa.

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

Käytämme Springvestin arvonmääritykseen osien summaa. Osiemme summa sisältää neljä keskeistä komponenttia: rahoituskierrosten rahapalkkiot, rahoituskierrosten optiot, portfolioyhtiöiden arvon ja nettokassan. Nykyisiin ja tuleviin omistuksiin sidonnaiset erät muodostavat osiemme summasta selvän enemmistön, noin 84 %.

Rahapalkkiot muodostavat arvostukseen pienen ja suhteellisen ennustettavan komponentin

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

käytännöllisin arvostusmenetelmä liiketoiminnalle, jolle ei käytännössä löydy soveltuvia verrokkeja.

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

Käytämme DCF-mallimme terminaalikasvuna pitkän tähtäimen inflaatio-odotusten mukaisesti 2 %:ia ja kannattavuutena 15 % liikevoittomarginaalia. Johtuen transaktiopohjaisen liiketoiminnan epävarmuudesta, toimialan regulaatioon liittyvistä riskeistä sekä yhtiön pienehköstä kokoluokasta ja likviditeetistä käytämme oman pääoman kustannuksena 15,0 %:ia (CoE-%). Yhtiön velattomuudesta johtuen tämä on myös pääoman keskimääräisenä kustannus (WACC-%). Näin terminaalikassavirtojen painoarvo muodostaa nähdäksemme vähäisen 28 %:n osuuden yhtiön palkkiotuottojen arvosta, eikä niiden arvo nojaa liiaksi epävarmoin pitkä tähtäimen tulovirtoihin. Arvioimme rahapalkkioiden nykyarvoksi 5,4 MEUR.

Rahoituskierrosten optioiden pohjautuu kerätyn rahoituksen ennusteisiimme

Määritämme tulevista rahoituskierroksista saatavien optioiden tasearvoa pitkän aikavälin ennusteiden kautta. Oletamme rahapalkkioiden muodostavan keskimäärin 48 % ja optioiden keskimäärin 52 % rahoituskierrosten palkkioista pitkällä aikavälillä. Ennustamme optiopalkkioiden olevan pitkällä tähtäimellä noin 10-11 % kerättävän rahoituksen määrästä.

Osien summa -laskelmamme keskeiset komponentit

- Rahoituskierrosten rahapalkkiot
- Rahoituskierrosten optiot
- Portfolioyhtiöiden arvo myyntivoittoverojen jälkeen
- Nettokassa

Arvonmääritys ja suositus 2/5

Diskonttaamme optioiden nimellisarvot nykypäivään samalla tuottovaatimuksella kuin rahapalkkiot, sillä optiopalkkioiden taustalla on täysin samat liiketoiminnalliset ajurit ja epävarmuudet kuin rahapalkkioissa. Diskontattu optioiden nimellisarvo on arvonmäärityksessämme noin 45 MEUR. Määritämme nimellisarvojen käyvän nykyarvon nojaten näiden sijoitusten tuotto-odotukseen, mitä arvioimme seuraavaksi.

Haarukoimme optioiden saatujen omistusten tuotto-odotusta sektorin tuottojen kautta

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

Springvestin portfolioyhtiöistä vähintään 16 (10/2021 tilanne) on päätenyt exit-tapahtumaan. Näistä 7 on ollut positiivisia (5 yrityskauppaa, 2 listautumista) ja 9 negatiivista (3 toiminnan lopetusta, 6 konkurssia). Kohdeyhtiösijoittajien keskimääräinen tuottokerroin (sisältää myös uudet exitit lokakuun 2021 jälkeen) vuoden 2023 lopussa sijoitukselleen Exit-tapahtumassa on ollut noin 2,1x, vuosituotto (IRR) noin 22,8 % ja keskimääräinen sijoitus aika rahoituskierron exit-tapahtumaan noin 3,1 vuotta.

Toteutunut tuotto (IRR) on ollut erittäin hyvä, mutta mielestämme raportoitu luku ei tarjoa Springvestin kaikkien sijoitusten tuotolle hyvää vertailukohtaa. Kyseisessä luvussa ei huomioida salkussa vielä

olevia omistuksia, joten siitä jää pois esimerkiksi hitaasti kehittyvät tai taantuvalla trendillä sinnittelevät omistukset. Toisin sanoen toteutuneet tuotot antavat mielestämme liian positiivisen kuvan odotettavista tuotoista koko portfoliolle.

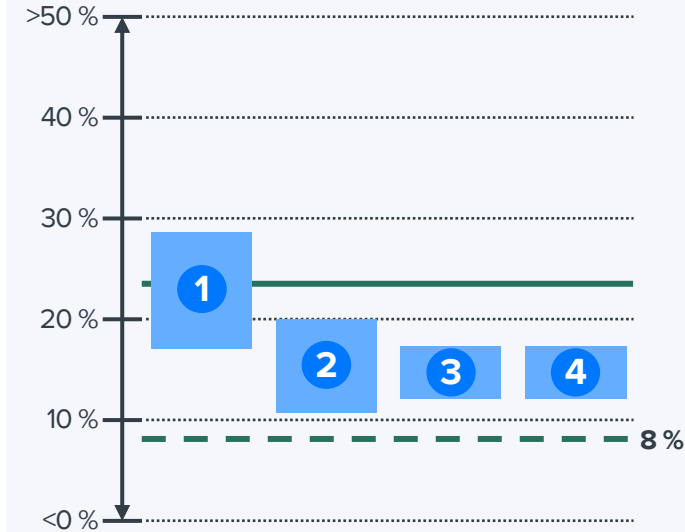
Springvestin omistukset ovat tyypillisesti myöhemmän vaiheen Venture Capital –sijoituksia. Kohteet ovat kuitenkin yrityksiä pääasiassa kypsempiä kuin varhaisimman vaiheen VC-sijoitusten kohteet, joten Buyout/PE (Private Equity) -rahastot tarjoavat toisen tarkastelupisteen tuotoille.

Vertailukelpoiset VC-sijoitukset ovat tuottaneet ajanjaksosta riippuen vuosittain keskimäärin 17-28 % USA:ssa ja 11-20 %:a Suomessa. Springvestin kohdeyhtiöt ovat suomalaisia ja näytöt arvoa luovia yhtiöiden valikoimisesta ovat vielä rajalliset johtuen yhtiön verrattain lyhyestä historiasta sijoitusten tekemisestä ja omistusten myynneistä. Tästä johtuen haemme tukipistettä Suomen VC-rahastosijoittajien keskiarvon alapuolelta.

Vastaavasti PE-sijoitukset ovat tuottaneet niinikään ajanjaksosta riippuen vuosittain keskimäärin 13-16 %:a USA:ssa ja 13-16 %:a myös Suomessa. PE-sijoittajat kuitenkin tyypillisesti pyrkivät nostamaan omistuksensa arvoa kehittämällä niitä aktiivisesti, mikä ei kuulu Springvestin toimintamalliin. Tämän oletettavasti arvoa luovan toiminnan puuttuessa Suomen PE-rahastosijoittajien tuottojen alalaita on mielestämme Springvestille realistisempi.

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

Pääomasijoittajien tuottojen jakaumat, IRR %



- 1 USA VC-rahastojen keskiarvot 10-25v, Cambridge Associates, Q3/2023
- 2 Suomi VC-rahastot markkinapainotettu keskiarvo 4-16v, Teollisuussijoitus, 4/2024
- 3 USA PE-rahastojen keskiarvot 10-25v, Cambridge Associates, Q3/2023
- 4 Suomi Buyout (PE) -rahastot markkinapainotettu keskiarvo 4-16v, Teollisuussijoitus, 4/2024

— Springvest toteutuneet exitit (31.12.23)

- - Springvest arvonmäärityksessä käyttämämme tuotto-odotus (Inderes)

Arvonmääritys ja suositus 3/5

Nykyisten portfolioyhtiöiden ryhmittely antaa karkean kuvan niiden arvonluontiedellytyksistä

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

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

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

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

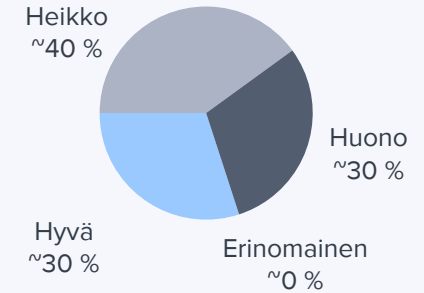
Portfolion ryhmittelyn perusteella arvioimme nykyisen portfolion exit-kertoimen olevan tasearvolle kokonaisuudessaan 1,1x. Nykyisen portfolion tasearvo on 22,5 MEUR (31.12.23), mitä vasten Springvestillä on käyvän arvon muutoksista (omistukset on saatu ilmaiseksi) 4,5 MEUR:n edestä laskennallista verovelkaa.

Omistusten pitoaika ja tuottovaatimus määrittävät yhdessä käyvän arvon kerrointamme

Springvestin portfolioyhtiöiden osakkeet olivat olleet taseessa kesäkuun 2024 alussa keskimäärin 5,2 vuotta. Tätä keskiarvoa kasvattaa taseesta jo toteutuneet exitit (keskimäärin 3,1 vuoden pitoaika), mutta toisaalta sitä laskevat useat hiljattain tehdyistä rahoituskierroksista saadut omistukset. Luku tarjoaa mielestämme kuitenkin alarajan odotetulle keskimääräisen omistuksen pitoajalle. Springvestin viimeaikaiset kierrokset ovat olleet suurempia, ja rahoituskierroksen koolla painotettuna salkun keski-ikä on 2,7v.

Käsityksemme mukaan noin 3-5 vuotta on tyypillinen tavoiteltu pitoaika VC-sijoitukselle, minkä jälkeen sijoituksesta pyritään irtautumaan esimerkiksi rahaston sulkeutumisesta johtuen. Toisaalta pitoaika voi venyä myös selvästi pidemmäksi liiketoiminnan kehityksen kohdatessa haasteita, mikäli kohde ei siis päädy konkurssiin.

Nykyisten portfolioyhtiöiden ryhmittely arvonluonnin edellytysten perusteella, 31.12.23., % yritysten lukumäärästä



Oletetut exit-kertoimet ryhmittäin, 31.12.23 portfolio, kerroin suhteessa tasearvoon*

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

Lähde: Inderes arvio

*Springvest arvostaa omistuksensa taseessaan konservatiivisesti. Käyvän arvon nostot tapahtuvat käytännössä vain markkinaehtoisten rahoituskierrosten yhteydessä, mutta käypää arvoa vähennetään mikäli yhtiöt eivät raportoi edistysaskelista Springvestille.

Arvonmääritys ja suositus 4/5

Tämä huomioiden oletamme nykyisen ja tulevien omistusten keskimääräiseksi pitoajaksi 6 vuotta.

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

Omistusten arvostuksen muodostuminen on kuvattu taulukossa oikealla. Määritämme bruttoarvostuskertoimen oletetun tuotto-odotuksen (IRR) ja pitoajan kautta. Vähennämme tämän jälkeen exit-kerrointa vastaavat verot omistuksen arvonnoususta tasearvoon nähden ja saamme portfolion odotetun nettoarvostuskertoimen pitoajan lopussa. Tämän jälkeen laskemme pääoman kustannusta käyttäen omistusten tase- tai nimellisarvolle nykyhetkessä hyväksyttävän arvostuskertoimen. Käyttämämme kertoimet nykyisille ja tuleville omistuksille ovat 0,55x ja 0,39x sekä niitä vastaavat käyvät nykyarvot vastaavasti 8,6 ja 24,5 MEUR.

Arvomuodostus riippuu lopulta yhtiöiden menestyksestä ja exit-ajoituksista

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

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

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

Osaketta hinnoitellaan selvällä alennuksella suhteessa arvioimaamme osien summaan

Kuvaamamme komponentit on yhdistetty Osien summa-laskelmaan oikealla. Osien summan perusteella osakkeen arvoksi saadaan 7,1 euroa osakkeelta, kun osakekurssi on 5,25 euroa. Osaketta hinnoitellaan siten selvällä alennuksella (P/SOTP 0,7x) osiemme summaan nähden. Osiemme summa muodostuu lähes puhtaasti epälikvidien nykyisten ja tulevien portfolioyhtiöiden arvosta (84 % osien summasta). Tämän valossa Springvestin arvomuodostus nojaa erittäin vahvasti yhtiön kykyyn valikoida tulevaisuudessa rahoitettavaksi laadukkaita ja hyvää tuottoa tarjoavia kohdeyhtiöitä, sekä yhtiön kykyyn jatkaa rahoituskerrosten aktiivista järjestämistä.

Omistusten hyväksyttävät arvostuskertoimet

| | Tulevat omistukset keskimäärin | Nykyiset omistukset (31.12.22) |
|--|--------------------------------|--------------------------------|
| Yhtiön pitoaika, vuosia | 6 | 6 |
| Keskimääräinen IRR, % | 8 % | 2 % |
| Bruttoarvostuskerroin pitoajan lopussa | 1,59 | 1,13 |
| Vero-% | 20 % | 20 % |
| Myyntivoittoverot (vaikutus kertoimeen) | -0,32 | -0,23 |
| Nettoarvostuskerroin pitoajan lopussa | 1,27 | 0,91 |
| Oman pääoman tuottovaade, % | 15,0 % | 15,0 % |
| Hyväksyttävä käyvän arvon kerroin tase- tai nimellisarvolle | 0,55 | 0,39 |

Osien summa (SOTP)

| Osien summa | MEUR | % |
|--------------------------------------|-------------|--------------|
| Kasvurahoitus: Tulevat rahapalkkiot | 5,4 | 14 % |
| Kasvurahoitus: Tulevat optiopalkkiot | 24,5 | 62 % |
| Nykyiset portfolioyhtiöt | 8,5 | 22 % |
| Nettokassa | 1,1 | 3 % |
| Yhteensä, MEUR | 39,6 | 100 % |
| Per osake | 7,11 | |
| Osakekurssi | 5,25 | |

P/SOTP 0,7

Liiketoiminnan ja nettokassan arvo 16 %
Epälikvidien omistusten* osuus arvosta 84 %

*Nykyiset ja tulevat omistukset

Lähde: Inderes

SOTP = Sum of the parts = Osien summa

Arvonmääritys ja suositus 5/5

Arvostuksen skenaarioissa näkyvät yhtiön arvonmäärityksen epävarmuudet

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

Negatiivisessa skenaariossa Springvestin yhtiövalinnat onnistuvat odotuksiamme heikommin ja uusien sijoitusten exit-kertoimet jäävät niiden hankinta-arvon tasolle. Lisäksi nykyiset portfolioyhtiöt eivät skenaariossa keskimäärin onnistuisi luomaan uutta arvoa ja niiden exit-kertoimet jäisivät myös tasearvon tasolle. Skenaariossa osakkeen käypä arvostus olisi 37 % alle yhtiön osakekurssin. Skenaario vaatisi käytännössä Springvestiltä sen historiaansa heikompia yhtiövalintoja. Skenaario nähdäksemme myös kuvaa osakkeen perusteltua hinnoittelua tilanteessa, jossa exit-tapahtumien todennäköisyys olisi markkinatilanteen puolesta erittäin matala.

Optimistisessa skenaariossa Springvestin yhtiövalinnat onnistuvat selvästi paremmin ja uusien sijoitusten exit-kertoimet olisivat keskimäärin 2,3x hankintahintaan nähden. Lisäksi nykyiset portfolioyhtiöt onnistuisivat luomaan keskimäärin huomattavasti odotuksiamme enemmän arvoa. Skenaariossa osakkeen käypä arvostus olisi 85 % yli yhtiön osakekurssin. Skenaario on mahdollinen, mutta mielestämme siihen ei ole nykyhetkessä perusteltua nojata huomioiden yhtiön vielä verrattain lyhyehköt näytöt arvoa luovista sijoituksista.

Tuotto/riski-suhde näyttää mielestämme houkuttelevalta

Springvestin näytöt portfolioyhtiöiden onnistuneiden irtaantumisten suhteen ovat kertyneet lyhyeltä ajalta, lähinnä vuodelta 2021. Koska yhtiön arvonluonti realisoituu käytännössä irtaantumisien yhteydessä, ovat exit-tapahtumat osakkeelle nähdäksemme keskeisimpiä ajureita. Yrityskauppariikkinassa on keväällä 2024 nähty piristymistä, joten vuosien 2022-23 hiljaisin kausi on jäämässä taakse. Arvioimme markkinan asteittain piristyvän, mutta vielä Suomessa jäässä olevan listautumismarkkinan alkavan piristyä selvemmin vasta vuonna 2025.

Tätä taustaa vasten osakkeen arvostuksessa on mielestämme perusteltua seuraavan 12 kk aikana edelleen nojata negatiivisen (5,3 €/osake) ja perusskenaariomme (7,1 €/osake) välimaastoon, ja nostamme tavoitehintamme 6,2 euroon osakkeelta (aik. 5,5 €). Osakkeen tuotto/riski-suhde on tähän suhteutettuna nykyhinnalla (5,25 €) mielestämme houkutteleva ja käännymme lisää-suositukseen. Tavoitehintamme nousi ennustenostojen mukana.

Osakkeen nykyhinta tarjoaa toisaalta vielä positiivisia optiota. Exit-tapahtumien selvä piristyminen voisi nykyarvionme ajoittua 12-24 kk ikkunaan (2025-2026). Tämän näkymän parantuessa yhtiön arvonluonnin edellytykset paranisivat ja osakkeen voisi mielestämme jälleen arvostaa perusskenaariot tasolle. Pidemmällä tähtäimellä Springvestillä on mielestämme myös edellytykset kerätä lisää näyttöjä yhtiövalintojen onnistumisesta. Tämän tapahtuessa yhtiön tuleville sijoituksille voisi perustella korkeampia arvostuskertoimia. Vastaavasti taloussyklin heikentyminen voisi viivästyttää exit-tapahtumia ja toimii keskeisenä riskinä yhtiön arvonluonnille.

Arvostuksen skenaariot

| Osien summan skenaariot | Negatiivinen | Perus | Optimistinen |
|--------------------------------------|--------------|-------------|--------------|
| Kasvurahoitus: Tulevat rahapalkkiot | 5,4 | 5,4 | 5,4 |
| Kasvurahoitus: Tulevat optiopalkkiot | 15,5 | 24,5 | 35,8 |
| Nykyiset portfolioyhtiöt | 7,5 | 8,5 | 12,0 |
| Nettokassa | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Yhteensä, MEUR | 29,5 | 39,6 | 54,2 |
| Per osake | 5,3 | 7,1 | 9,7 |
| Osakekurssi | 5,25 | 5,25 | 5,25 |
| P/SOTP | 1,0 | 0,7 | 0,5 |
| Potentiaali, % osakekurssista | 1 % | 35 % | 85 % |

Skenaario-oletukset

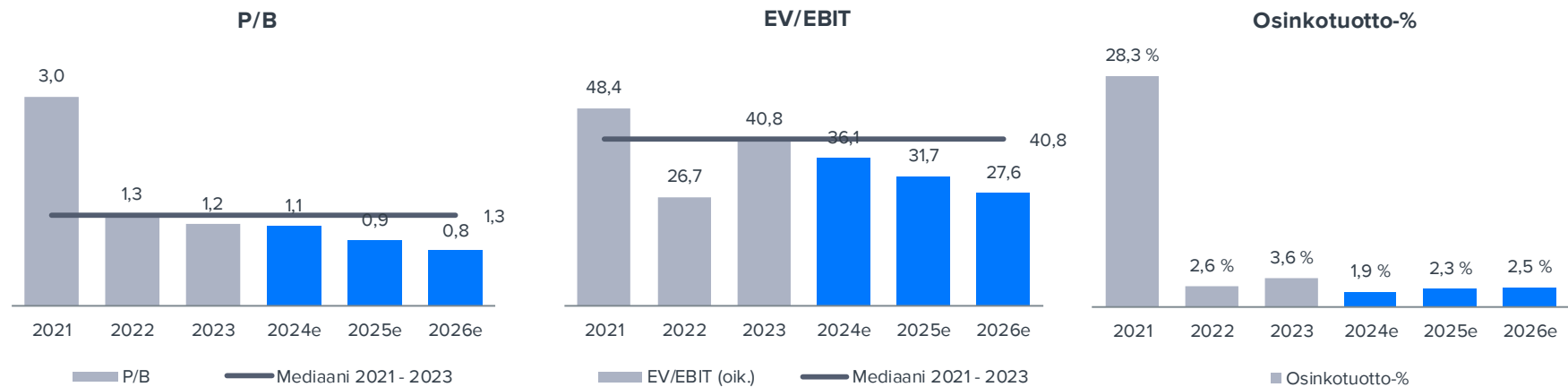
| | Negatiivinen | Perus | Optimistinen |
|---|--------------|------------|--------------|
| Yhtiön pitoaika, vuosia | 6 | 6 | 6 |
| Keskimääräinen IRR, % | 0 % | 8 % | 15 % |
| Bruttoarvostus-kerroin pitoajan lopussa | 1,0 | 1,6 | 2,3 |
| Vero-% | 20 % | 20 % | 20 % |
| Myyntivoittoverot (vaikutus kertoimeen)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

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

| Arvostustaso | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------|------|------|----------|--------|---------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi | | | 8,14 | 3,89 | 4,22 | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 5,25 |
| Osakemäärä, milj. kpl | | | 5,50 | 5,50 | 5,57 | 5,57 | 5,57 | 5,57 | 5,57 |
| Markkina-arvo | | | 45 | 21 | 24 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| Yritysarvo (EV) | | | 39 | 20 | 22 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| P/E (oik.) | | | 70,0 | 36,2 | 64,9 | 47,5 | 41,9 | 36,6 | 33,9 |
| P/E | | | >100 | 36,2 | 64,9 | 47,5 | 41,9 | 36,6 | 33,9 |
| P/B | | | 3,0 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,7 |
| P/S | | | 11,1 | 5,6 | 6,2 | 5,9 | 5,8 | 5,5 | 5,3 |
| EV/Liikevaihto | | | 9,6 | 5,2 | 5,8 | 5,6 | 5,5 | 5,3 | 5,0 |
| EV/EBITDA | | | 99,0 | 25,6 | 40,0 | 35,2 | 31,7 | 27,6 | 25,4 |
| EV/EBIT (oik.) | | | 48,4 | 26,7 | 40,8 | 36,1 | 31,7 | 27,6 | 25,4 |
| Osinko/tulos (%) | | | 4282,9 % | 93,2 % | 230,8 % | 90,4 % | 95,8 % | 90,6 % | 90,3 % |
| Osinkotuotto-% | | | 28,3 % | 2,6 % | 3,6 % | 1,9 % | 2,3 % | 2,5 % | 2,7 % |

Lähde: Inderes. Osakekurssina vuodelle 2020 on käytetty ensimmäisen kaupankäyntipäivän 30.11.21 päätöskurssia.



DCF-laskelma

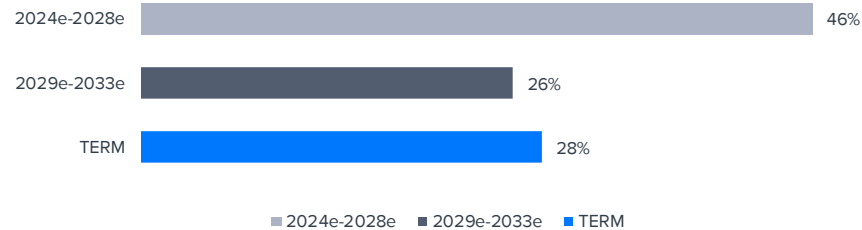
| DCF-laskelma (Rahapalkkiot) | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | TERM |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 0,0 % | 31,2 % | 1,8 % | 4,0 % | 4,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 1,5 % | 1,5 % | 1,5 % | 2,0 % | 2,0 % |
| Liikevoitto-% | 14,1 % | 15,6 % | 17,3 % | 19,1 % | 19,8 % | 20,5 % | 20,0 % | 18,0 % | 16,0 % | 15,0 % | 15,0 % | 15,0 % |
| Liikevoitto | 0,5 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | |
| + Kokonaispoistot | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Maksetut verot | 0,7 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | |
| - verot rahoituskuluista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| + verot rahoitustuotoista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Käyttöpääoman muutos | -0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Operatiivinen kassavirta | 1,1 | 0,5 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | |
| + 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 | 0,0 | |
| - Bruttoinvestoinnit | -4,4 | -5,8 | -5,4 | -5,8 | -6,0 | -6,1 | -6,2 | -6,2 | -6,3 | -6,3 | -6,4 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | -3,3 | -5,3 | -4,7 | -5,0 | -5,2 | -5,2 | -5,3 | -5,4 | -5,5 | -5,6 | -5,7 | |
| +/- Muut | 4,4 | 5,8 | 5,4 | 5,8 | 6,0 | 6,1 | 6,2 | 6,2 | 6,3 | 6,3 | 6,4 | |
| Vapaa kassavirta | 1,1 | 0,5 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 5,7 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 1,5 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 5,4 | 5,0 | 4,4 | 3,9 | 3,4 | 2,9 | 2,5 | 2,2 | 1,9 | 1,7 | 1,5 |
| Velaton arvo DCF | | 5,4 | | | | | | | | | | |

Pääoman kustannus (WACC)

| | |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 0,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 5,0 % |
| Yrityksen Beta | 1,90 |
| Markkinoiden riski-preemio | 4,75 % |
| Likviditeettipreemio | 3,50 % |
| Riskitön korko | 2,5 % |
| Oman pääoman kustannus | 15,0 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 15,0 % |

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksottain



Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Osakekohtaiset luvut | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| Liikevaihto | 4,0 | 3,8 | 3,8 | 5,0 | 5,1 | EPS (raportoitu) | 0,05 | 0,11 | 0,06 | 0,11 | 0,13 |
| Käyttökate | 0,4 | 0,8 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | EPS (oikaistu) | 0,12 | 0,11 | 0,06 | 0,11 | 0,13 |
| Liikevoitto | 0,4 | 0,7 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | Operat. kassavirta / osake | 0,00 | 0,17 | 0,19 | 0,09 | 0,12 |
| Voitto ennen veroja | 0,4 | 0,7 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | Vapaa kassavirta / osake | 0,82 | -0,31 | 0,20 | 0,09 | 0,12 |
| Nettovoitto | 0,3 | 0,6 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | Omapääoma / osake | 2,71 | 2,98 | 3,59 | 4,59 | 5,59 |
| Kertaluontoiset erät | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Osinko / osake | 2,30 | 0,10 | 0,15 | 0,10 | 0,12 |
| Tase | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Kasvu ja kannattavuus | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
| Taseen loppusumma | 19,8 | 20,3 | 25,0 | 30,8 | 36,3 | Liikevaihdon kasvu-% | 24 % | -6 % | 0 % | 31 % | 2 % |
| Oma pääoma | 14,9 | 16,4 | 20,0 | 25,6 | 31,1 | Käyttökateen kasvu-% | -47 % | 97 % | -29 % | 45 % | 10 % |
| Liikearvo | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Liikevoiton oik. kasvu-% | 8 % | -8 % | -27 % | 45 % | 13 % |
| Nettovelat | -6,0 | -1,6 | -1,6 | -1,3 | -1,4 | EPS oik. kasvu-% | 11 % | -8 % | -39 % | 70 % | 13 % |
| Kassavirta | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Käyttökate-% | 9,7 % | 20,3 % | 14,4 % | 16,0 % | 17,3 % |
| Käyttökate | 0,4 | 0,8 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | Oik. Liikevoitto-% | 19,8 % | 19,5 % | 14,1 % | 15,6 % | 17,3 % |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 0,3 | -0,6 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | Liikevoitto-% | 9,2 % | 19,5 % | 14,1 % | 15,6 % | 17,3 % |
| Operatiivinen kassavirta | 0,0 | 0,9 | 1,1 | 0,5 | 0,7 | ROE-% | 2,0 % | 3,8 % | 2,0 % | 2,7 % | 2,5 % |
| Investoinnit | 2,9 | -4,6 | -4,4 | -5,8 | -5,4 | ROI-% | 2,6 % | 4,7 % | 2,9 % | 3,4 % | 3,1 % |
| Vapaa kassavirta | 4,5 | -1,7 | 1,1 | 0,5 | 0,7 | Omavaraisuusaste | 75,5 % | 80,8 % | 80,1 % | 82,9 % | 85,7 % |
| | | | | | | Nettovelkaantumisaste | -40,5 % | -10,0 % | -8,2 % | -5,0 % | -4,5 % |
| Arvostuskertoimet | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | | | | | | |
| EV/Liikevaihto | 9,6 | 5,2 | 5,8 | 5,6 | 5,5 | | | | | | |
| EV/EBITDA | 99,0 | 25,6 | 40,0 | 35,2 | 31,7 | | | | | | |
| EV/EBIT (oik.) | 48,4 | 26,7 | 40,8 | 36,1 | 31,7 | | | | | | |
| P/E (oik.) | 70,0 | 36,2 | 64,9 | 47,5 | 41,9 | | | | | | |
| P/B | 3,0 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 0,9 | | | | | | |
| Osinkotuotto-% | 28,3 % | 2,6 % | 3,6 % | 1,9 % | 2,3 % | | | | | | |

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

| Pvm | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 31/03/2022 | Myy | 6,70 € | 8,00 € |
| 03/06/2022 | Vähennä | 6,70 € | 6,78 € |
| 23/08/2022 | Vähennä | 6,10 € | 6,18 € |
| 08/09/2022 | Vähennä | 5,90 € | 6,18 € |
| 05/11/2022 | Vähennä | 4,50 € | 4,47 € |
| 01/03/2023 | Vähennä | 4,70 € | 4,74 € |
| 26/06/2023 | Lisää | 4,60 € | 3,97 € |
| 22/08/2023 | Lisää | 4,70 € | 4,04 € |
| 06/02/2024 | Vähennä | 5,50 € | 5,50 € |
| 01/03/2024 | Vähennä | 5,50 € | 5,00 € |
| 07/06/2024 | Lisää | 6,20 € | 5,25 € |

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**