

Loudspring

Laaja raportti

2/2021

Kasvun kulmakerroin ratkaisee suunnan

Loudspring on sijoitusyhtiö, joka keskittyy omistamaan luonnonvaroja säästävien varhaisen vaiheen yrityksiä ja kehittämään niistä tuottavaa liiketoimintaa. Tärkeimmät omistukset ratkaisevat asiakkaiden ongelmia teollisuudessa, energia- ja kiinteistö-sektorilla sekä ravintola-alalla. Loudspringin matkan varrella arvonluonti ei ole vielä näkynyt osakekurssissa, ja portfolio kaipaisi etenevästä kypsymisestään huolimatta nähdäksemme merkkejä vahvistuvasta kasvusta. Laskemme tavoitehintamme 0,28 euroon (aik. 0,36 euroa) ja käännymme myy-suositukseen (aik. lisää). Suositusmuutoksemme taustalla on erityisesti maski-investointiin odottamaamme korkeampi pääomantarve (sis. konsernin ja Eaglen nettokassan supistuminen).

Loudspring on luonnonvaroja säästäviin yrityksiin keskittyvä sijoitus- ja kehitysyhtiö

Loudspringiä voi ajatella varhaisen vaiheen Cleantech-rahastona, jonka sisällä on suhteellisen hajautettu, mutta riskipitoinen yhtiöportfolio. Loudspringin omistuksista viisi (ResQ Club, Eagle Filters, Sofi Filtration, Nuuka Solutions ja Enersize) kuuluvat noin 20-85 % omistusasteilla sen ydinportfolioon, joka muodostaa suurimman osan Loudspringin arvosta. Lisäksi Loudspringilla on pienemmillä 1-10 % omistusosuuksilla viisi muuta portfolioyhtiötä. Loudspring on siinä mielessä ainutlaatuinen yhtiö, että mitä enemmän sen omistamat yritykset kasvavat, sitä enemmän luonnonvaroja ne säästävät. Portfolioyhtiöt ovat kuitenkin kehitysvaiheeltaan suhteellisen varhaisessa vaiheessa, mikä tarkoittaa merkittävää epävarmuutta niiden liiketoiminnan tulevaisuuden kehityksen ja arvonluonnin kannalta.

Portfolion ydin muodostuu pääosin ohjelmistoja tai investointihyödykkeitä kehittävästä yhtiöistä

Loudspringin ydinportfolioyhtiöistä Nuuka Solutions, ResQ ja Enersize ovat ohjelmistoyhtiöitä. Nuuka kehittää SaaS-mallilla ohjelmistoa kiinteistöjen datan hyödyntämiseen ja operoinnin optimointiin. ResQ taas kehittää mobiilialustaa, jolla kuluttajat voivat ostaa ravintoloista ylijäänyttä ruokaa houkuttelevalla hinnalla ja vähentää ruokahävikkiä. Enersizen ohjelmistoratkaisu taas pienentää datan avulla teollisten paineilmajärjestelmien sähkönkulutusta. Investointihyödykkeisiin painottuvista yhtiöistä Eagle Filters tuottaa maakaasuvoimalaitoksiin sisäilman suodattimia ja aloitti vuonna 2020 korkean suodatuskyvyn hengityssuojainten tuotannon. Sofi Filtration taas kehittää vedenkäsittelyyn liittyvää teknologiaa, jolla on laaja kirjo käyttömahdollisuuksia esimerkiksi teollisuudessa ja energiasektorilla.

Sijoittajatarina on hiljalleen heräämässä eloon aiempien haasteiden jäljiltä, mutta epävarmuus varjostaa näkymiä

Loudspringin portfolioyhtiöiden kehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta ja kehitys on vaatinut pääomia, mikä on konkretisoitunut vuosien varrella yhtiösalkun keskittymisenä parhaiten eteneviin yhtiöihin. Ydinportfolion pääomittaminen ja omistusosuuden suojeleminen on konkretisoitunut useina osakeanteina ja osakekohtaisen arvon dilutoitumisena. Viimeisen vuoden yhtiöiden rahoitustilanne on kuitenkin vakautettu ja omistajiksi saatu yhtiöiden kehitystä tukevia toimijoita. Nämä positiiviset askeleet eivät vielä ole nähdäksemme heijastuneet portfolion kasvunäkymiin, joiden vahvistuminen olisi mielestämme keskeistä Loudspringin arvonluonnin kannalta.

Markkinahinnassa on osien summaamme nähden merkittävä premium, jolle emme löydä riittävästi tukea

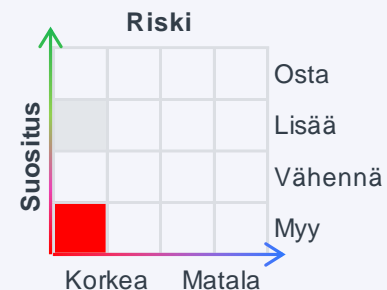
Arvioimme Loudspringin käyvän arvon olevan 0,28 euroa osakkeelta markkinahinnan ollessa merkittävästi (46 %) suurempi. Osien summamme nojaa mielestämme portfolion realistiseen kasvunäkymään. Tästä johtuen arvioimme käyvästä arvosta voi kasvaa merkittävästi, mikäli yhtiöissä tapahtuu läpimurtoja. Nykytiedon valossa portfolioyhtiöiden kasvunäkymien pitäisi kuitenkin vahvistua, jotta löytäisimme tukea osien summaamme korkeammalle arvostukselle.

Analyttikot



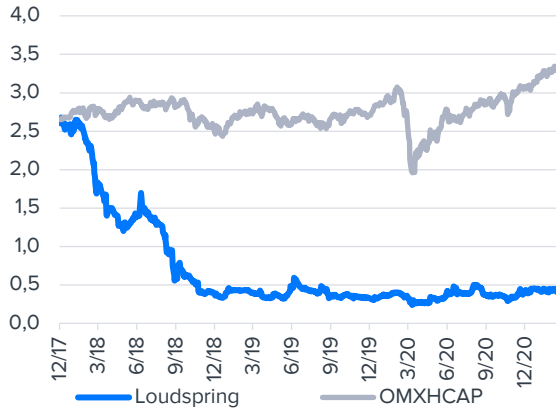
Antti Luuro
+358 50 571 4893
antti.luuro@inderes.fi

Suositus



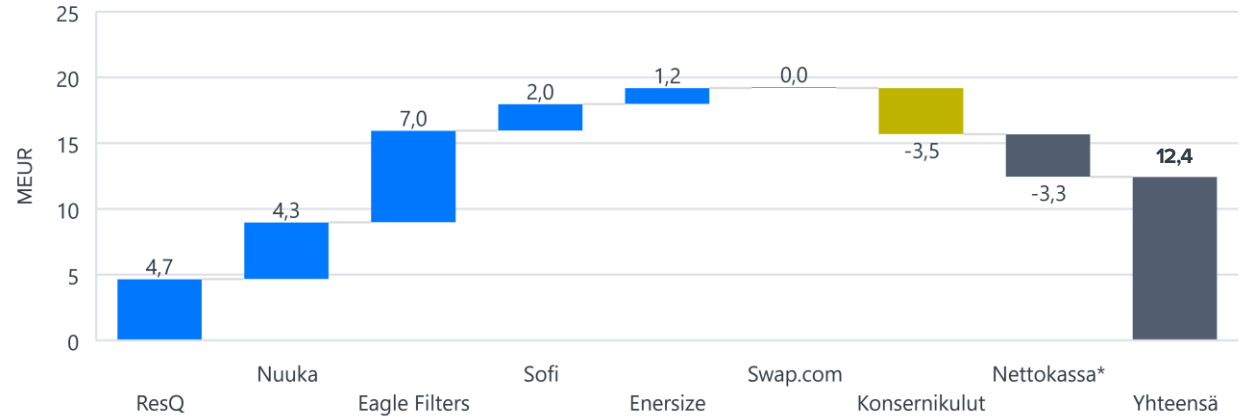
Myy
(aik. Lisää)
0,28 EUR
(aik. 0,36 EUR)
Osakekurssi:
0,406

Osakekurssi



Lähde: Thomson Reuters

Osien summa -laskelma



Lähde Inderes: Nettokassa* perustuu arvioomme ja sisältää yhtiön rahavarojen ja korollisten velkojen erotuksen lisäksi myös yhtiön myöntämät lainat omistuksille. Osakemäärä sisältää myös arvioimme lähivuosina todennäköisesti käytettävien optoiden määrästä.



Arvoajurit

- Skaalautuvien ja pääomakeviden omistuksien kasvatus ja niiden liiketoimintojen tukeminen seuraavalle tasolle (1-5 vuotta)
- Pääomistukset hyötyvät resurssitehokkuuden megatrendistä
- Mahdolliset yritysmyyntit
- Maskiliiketoiminnan volyymin kasvu



Riskitekijät

- Omistusyhtiöt ovat vielä alkuvaiheessa ja niiden arvonkehitys nojaa voimakkaasti tulevaisuuden odotuksiin
- Pääoman allokoinnin onnistuminen
- Rajatut pääomat ja niitä paikkaavien osakeantien tuoma osakekohtaisen omistuksen diluutio



Arvostus

- Pääomistusten kehitys tärkein arvoajuri osakkeelle myös jatkossa
- P/B on korkea, eikä se anna tukea osakkeelle. Taseessa pääomistukset ovat kuitenkin maltillisesti arvostettu
- Yhtiön arvostus on kireä suhteessa osien summaamme
- Arvostus erittäin herkkä yhtiöiden kehitykselle, erityisesti Eaglen maski-investoinnin onnistumiselle

MCAP
18
MEUR

EV
21
MEUR

P/SOTP
1,5
2021e

P/B
1,9
2021e

Operatiivisesti portfolion H2 oli kokonaisuutena odottamaamme pehmeämpi

Eagle Filters jäi ennusteistamme

Eagle Filtersin osalta H2-liikevaihto jäi odotuksiamme selvästi ja oli 62 % ennusteistamme matalampi. Eaglen vuoden 2020 liikevaihto oli 2,49 MEUR.

Odotuksiamme heikomman liikevaihdon takana olivat erityisesti hengityssuojaimet, joiden liikevaihto vuonna 2020 jäi vain 0,4 MEUR:oon. Hengityssuojaimien myynnin haasteena oli CE-merkinnän myöhästyminen aivan loppuvuoteen. Turbiini-suodattimien osalta H2:n liikevaihto oli arviomme mukaan noin 0,8 MEUR, kun taas odotimme noin 1,5 MEUR liikevaihtoa.

Toteutuneeseen liikevaihtoon vaikutti negatiivisesti yksittäisen 0,4 MEUR:n tilauksen viivästyminen vuoden 2021 puolelle. Turbiiniliikevaihtoon kohdistuva tavoite vuodelle 2021 on 2,45-4,50 MEUR, mikä nähdäksemme heijastelee loppuvuodesta julkistettujen sopimusten vaikutusta. Aiempi tavoite vuodelle 2021 oli yli 10 MEUR liikevaihto, sisältäen myös hengityssuojaimet. Hengityssuojaimille annettiin löyhempi tavoite 1-10 MEUR liikevaihdosta vuonna 2021, ja tuotantokapasiteetin nostamisesta yli 10 MEUR:n liikevaihtoon riittäväksi. Tavoitteet ovat merkittävästi vuoden 2021 noin 17 MEUR:n maskiliikevaihdon ennustettamme matalammat.

Nuuka Solutions jäi ennusteista, mutta lähinnä liikevaihdon ajoituksen takia

Nuukan liikevaihto jäi H2:lla noin 21 %

odotuksistamme. Vuonna 2020 liikevaihto oli 1,30 MEUR. Taustalla vaikutti laskutettavan MRR-kannan jääminen 80 TEUR:oon/kk, kun ennustimme noin 90 TEUR:n kantaa. Myös MRR-tilauskanta jäi 140 TEUR:oon/kk, mikä oli arviomme mukaan taso jo Q3:n lopussa. Odotimme tilauskannan nousevan 150 TEUR:oon. Kasvuodotuksiemme taustalla oli erityisesti jatkuva asiakashankinta. Lisäksi Nuuka julkaisi syksyllä ensimmäisen tekoälypohjaisen kiinteistön järjestelmiä optimoivan tuotteen, mikä nähdäksemme parantaa asiakkaan saamaa hyötyä Nuukan ohjelmistosta. Nuuka sai syksyllä omistajakseen YIT:n, mikä nähdäksemme on parantanut Nuukan kasvun edellytyksiä. Nämä tekijät eivät arviomme mukaan kuitenkaan vielä ole tulleet läpi kasvuun. Loudspring laski Nuukan vuoden 2021 liikevaihdon tavoitetta 2,05-2,75 MEUR:oon aiemmasta 2,35-3,30 MEUR:osta.

ResQ linjassa odotuksiin

Omistuksista ResQ kehittyi odotuksiemme mukaan, ja yhtiön arvioitu liikevaihto oli linjassa ennusteeseemme. Vuoden 2020 liikevaihto oli noin 1,6 MEUR. ResQ:n koko vuoden ateriavolyymi oli 8,88 MEUR vastaten odotustamme 8,90 MEUR:n ateriavolyymista. ResQ:n käyttökatetta ei vielä tänään ollut Loudspringin tiedossa. Nähdäksemme ResQ kehittyi vuonna 2020 erittäin hyvin. Tavoitehaarukkaa tarkennettiin kuitenkin 2,09-2,50 MEUR:oon, mikä on aiempaa noin 2,6-3,5

MEUR:on haarukkaa matalampi. Arviomme mukaan taustalla vaikuttaa ResQ:n nykyisten markkinoiden kypsyminen, mikä tarkoittaa vahvan kasvun jatkumisen kannalta tarvetta uusille markkina-avauksille. ResQ:n osalta kasvustrategian seuraavat askeleet ovat nähdäksemme vielä työn alla.

Sofin liiketoiminta ei vielä näyttänyt piristymisen merkkejä

Sofi Filtrationin projektit olivat pitkälti jäässä vuoden 2020 aikana, H2:n liikevaihto 0,08 MEUR jäi osittaista elpymistä ennustaneesta 1,00 MEUR:n liikevaihdon ennusteestamme. Sofin liikevaihto vuodelta 2020 jäi kokonaisuutena vain 0,14 MEUR:oon. Loudspring kommentoi raportissa jättäneensä Sofin tavoitteet antamatta. Sofi on nähdäksemme kasvustrategiansa kehittämissä vaiheissa, jossa liikevaihdon kehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta, mikä nähdäksemme selittää tavoitteiden puuttumista. Sofi sai syksyllä sijoittajakseen Emerald Technology Venturesin, jolla on sijoittajana paljon kokemusta vesitekniologiasta. Arviomme uuden omistajan mahdollistavan uusien asiakaspilottien saamisen, mikä voi näkyä yhtiön näkymien kirkastumisena vuoden 2021 aikana. Loudspring tiedotti aiemmin jäihin menneen yli 1 MEUR:on arvoisen projektin lähteneen jälleen liikkeelle, mutta kertoi projektin liikevaihdon olevan edelleen epävarma.

Liikevaihto MEUR	H2'19 Vertailu	H2'20 Toteutunut	H2'20e Inderes	Kasvu Ennuste	2020 Tavoitehaarukat	2021 Tavoitehaarukat
Eagle Filters	1,26	1,19	3,15	150 %	yli 5,0	2,45-4,50*
Nuuka Solutions	0,46	0,66	0,84	82 %	1,5-1,8	2,05-2,75
ResQ	0,48	0,91	0,92	93 %	1,57-1,76	2,09-2,50
Sofi Filtration	0,55	0,08	1,00	82 %	.	-

Lähde: Inderes

*Sisältää vain turbiini-suodattimet, ei hengityssuojaimia

Päivitimme ennusteemme toteutuneiden lukujen ja laajan raportin myötä

Päivitimme vuoden 2020 ennusteemme vastaamaan tilinpäätöstiedotteen myötä julkistettuja toteutuneita lukuja. Käymme tässä osiossa läpi keskeiset muutokset ennusteissa ja arvonmäärittämisessä, mutta käymme aiheen laajemmin läpi laajan raportin myöhemmissä osissa. Swap.com -omistuksen poistimme osien summastamme, sillä Loudspring asetti yhtiön arvon taseessaan nolnaan. Osakekohtaista arvoa madalsi päivityksessämme osakemäärän merkittävä (>25 %) kasvu loppuvuoden 2020 osakeantien myötä. Lisäksi nähdäksemme pääasiassa Eaglen maski-investoinnista johtuva odotuksiamme matalampi raportoitu konsernin nettokassa pienensi arviotamme Loudspringin osien summasta. ResQ:n ennusteisiin teimme vain pieniä tarkennuksia.

CE-merkintä tukee Eaglen maskiliiketoiminnan käynnistystä

Eaglen maskien CE-merkinnät hidastivat myynnin käynnistymistä merkittävästi vuoden 2020 aikana, mutta joulukuussa saatu FFP2-merkintä ja helmikuun FFP3-merkintä mahdollistavat myynnin käynnistämisen. Loudspringin liikevaihdon tavoitteet Maskiliiketoiminnalle (1-10 MEUR liikevaihto, >10 MEUR liikevaihtoa vastaava tuotantokapasiteetti) olivat merkittävästi odotuksiamme matalammat, ja laskimme odotuksiamme maskiliiketoiminnan liikevaihdosta vuonna 2021. Eagle on kuitenkin investoinut lisää maskien tuotekehitykseen, jolla tähdätään maskien käyttökävyyden parantamiseen. Arvioimme yhtiöllä

olevan mahdollisuus pärjätä laatukilpailussa eurooppalaisten maskitoimittajien joukossa. Lisäsimme ennusteisiimme odotuksen maskiliiketoiminnan jatkumisesta myös vuoden 2024 jälkeen. Lisäksi siirsimme vuoden 2020 osalta investoinnit Eaglen nettokassaan ja investointilaskelman ulkopuolelle. Teimme lisäksi muita pieniä tarkennuksia investointilaskelman parametreihin, ja tarkensimme investoinnin nykyarvon 4,1 MEUR:oon (aik. 2,8 MEUR).

Teimme suodatinliiketoiminnan arvonmäärittäksen tarkennuksia

Loudspring antoi suodatinliiketoiminnan liikevaihdon tavoitteen haarukaksi 2,45-4,50 MEUR vuodelle 2021. Tarkensimme hieman ennusteitamme, ja sen myötä arvostus päivittyi 4,3 MEUR:oon (aik. 4,4 MEUR). Laajan raportin yhteydessä teimme vuoteen 2025 katsovat ennusteet, joihin nojaamme arvonmäärittäksessämme. Omistususuus ja kassa huomioiden arvioimme Eaglen arvoksi osien summassamme 7,0 MEUR (aik. 6,6 MEUR)

Päivitimme Nuukan arvostusmenetelmää ja nostimme arviotamme käyvästä arvosta

YIT:n mukaantulo, automaattisten optimointiominaisuuksien tuoma kasvanut ohjelmiston arvo asiakkaalle, viimeaikainen uutisvirta asiakasprojekteista ja näkyvyys kasvuun tilauskannan muodossa tekevät mielestämme Nuukan näkymistä lupaavat. Nuukan osalta siirryimme tarkastelemaan

arvostusta vuodelle 2025 ennustamamme kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän ("Rule of 40") ja liikevaihtopohjaisien kertoimen kautta. Pidemmän aikavälin näkemyksen ja hyvien näkymien myötä odotamme yhtiön kasvavan noin 35 % vuosivauhtia 2020-2025. Nostimme arviomme Nuukan käyvästä arvosta 4,3 MEUR:oon (aik. 2,5 MEUR).

Nuukan kasvu oli Q4:llä selvästi odottamaamme hitaampaa, mutta näemme kasvun hidastumisen olevan väliaikaista ja ennustamme yhtiön palaavan vahvemmalle kasvu-uralle vuonna 2021. Odotamme nyt vuoden 2021 lopun kuukausittaisen SaaS-kannan nousevan Q4:n lopun 140 TEUR/kk tasosta 180 TEUR/kk tasolle (aik. 230 TEUR/kk)

Teimme Sofin arvonmäärittäksen tarkennuksia

Loudspring ei antanut tavoitteita Sofille vuodelle 2021. Laskimme vuoden 2021 ennusteita odotettua hitaampaa elpymisvauhtia peilaten. Olemme arvioineet Sofin kasvunäkymien parantuneen pitkällä aikavälillä nimekkään sijoittajan (Emerald Technology Ventures) tuoman pääoman, uskottavuuden sekä osaamisen tuella. Teimme tämä huomioiden laajan raportin yhteydessä vuoteen 2025 katsovat ennusteet, joihin nojaamme arvonmäärittäksessämme. Arvioimme Sofin markkina-arvoksi vuoden 2025 käyttökatteella ja 12x EV/EBITDA -kertoimella noin 10 MEUR. Pidämme arviomme Loudspringin Sofi -omistuksen arvosta ennallaan.

Muutokset osien summaan



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	7-10
Sijoitusportfolio ja ydinomistusten ennusteet	10-22
Taloudellinen tilanne ja sijoitusprofiili	23-24
Arvonmäärittäminen	25-27
Taulukot	28-29
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	30

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Loudspring on ympäristön ja resurssien säästämiseen keskittyvä sijoitusyhtiö

Luonnonvarojen käytön tehostaminen on edellytys sille, että talouskasvua voidaan saavuttaa tulevaisuudessa samanaikaisesti, kun planeettamme rajalliset resurssit tulevat vastaan. Tätä ongelmaa ratkoo kansainvälisesti valtava määrä yhtiöitä, jotka ovat kehitysvaiheessaan usein vielä alkuvaiheessa.

Loudspring (ent. Cleantech Invest) on sijoitusyhtiö, joka omistaa osuuksia ympäristön tai resurssien säästämistä liiketoimintaa tekevästä yhtiöistä. Loudspring omistaa yhtiöitä suoraan, mutta sen toimintamalli vastaa pitkälti alkuvaiheen Cleantech – rahastoa. Loudspring on aktiivinen omistaja, joka keskittyy portfolionsa ydinyhtiöiden kehittämiseen. Loudspring on siinä mielessä ainutlaatuinen yhtiö, että mitä enemmän sen omistamat yritykset kasvavat, sitä enemmän luonnonvaroja (mineraalit, uusiutuvat resurssit, puhdas ilma ja ilmasto, puhdas vesi ja biodiversiteetti) ne säästävät.

Timo Linnainmaa ja Tarja Teppo perustivat Loudspringin 2005 Cleantech-sijoittamisen neuvonantajaksi. Vuonna 2010 Timo Linnainmaa, Lassi Noponen ja Tarja Teppo nostivat Clean Future Fund pääomarahaston ja Loudspring muutettiin konsulttiyhtiöstä rahaston vastuunalaiseksi yhtiömieheksi, ja se aloitti sijoitustoiminnan. Vuonna 2013 yhtiö teki rahoituskierroksen ja aloitti sijoitustoiminnan omasta taseestaan. Nykypäivänä rahastomalli on jäänyt historiaan ja Loudspring toimii kokonaan omasta taseesta sijoituksia hallinnoivana sijoitusyhtiönä. Vuonna 2014 Loudspring listautui Helsingin First North listalle ja 2016 Tukholman First North listalle. Pörssilistaus on tarjonnut Loudspringin toimivan kanavan yhtiöiden kehitykseen vaadittavan rahoituksen keräämiseen. Perustajista Timo Linnainmaa ja Lassi Noponen ovat edelleen aktiivisesti mukana yhtiön toiminnassa.

Loudspring pyrkii luomaan arvoa kypsytämällä alkuvaiheen Cleantech-yhtiöistä kestävää liiketoimintaa

Loudspringin liiketoiminnalle keskeistä on sen omistamien yhtiöiden liiketoiminnan kehittyminen. Loudspring ostaa taseeseensa omistusosuuksia aikaisen kehitysvaiheen Cleantech -yhtiöistä, ja pyrkii vauhdittamaan niiden liiketoiminnan kehitystä. Toiminnan tavoitteena on portfolioyhtiöiden arvon nouseminen niiden liiketoiminnan suotuisan kehityksen myötä, jolloin Loudspring saa sijoituksilleen tuottoa ja luo omistajilleen arvoa.

Loudspringin omistus keskittyy 5 yhtiön ydinportfolioon, jonka ohella sillä on Venture-portfolio pienemmillä omistusosuuksilla. Loudspring kehittää ydinomistuksiaan aktiivisesti ja pitkäjänteisesti. Kehitystyössä korostuu pyrkimys mahdollistaa portfolioyhtiöiden keskittyminen kovaan liiketoiminnan kehitykseen, ja vähentää tämän ulkopuolelle kohdistuvaa huomiota. Konkreettisesti Loudspring antaa tukea erityisesti rekrytoinneissa avainpositioihin, kirjoittamalla keskeisiä sopimuksia, tarjoamalla ja järjestämällä rahoitusta sekä tarjoamalla kontakteja kansainvälisen myynnin kehittämiseen.

Loudspringin arvo muodostuu käytännössä kokonaan sen portfolioyhtiöiden arvosta eikä sillä ole emoyhtiönä omaa liiketoimintaa. Sijoittajan kannalta Loudspringin tuottopotentiaali lepääkin pidemmällä aikavälillä, mikäli portfolioyhtiöiden positiivisen kehityksen kautta niiden arvo nousee merkittävästi. Omistaja-arvon luomisen edellytyksenä on, että emoyhtiön henkilöstökulut pysyvät arvonnousua matalampana.

Loudspringin toimintamalli vastaa pitkälti aktiivista pääomarahastoa

Mekanismi	Loudspring	Venture- tai Private Equity -rahasto
Pääoman kerääminen	Osakeannit	Uuden rahaston avaaminen, rahastomerkinnät
Korvaus pääoman aktiivisesta hallinnoinnista	Emoyhtiön henkilöstökulut	Rahaston ylläpitokulut ("Management fee")
Tuottoon perustuva hallinnoijan insentivi	Johdon optiot	Arvonnousuun sidottu rahastokulu ("Carry")
Tuotto sijoitukselle	Osakekurssin nousu	Rahasto-osuuden arvon nousu

Sijoitusportfolio ja Loudspringin omistusosuudet

■ Ydinportfolio ■ Venture-portfolio



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Loudspring on muuttunut sijoitusyhtiöstä selvemmin kasvuyhtiöiden kehitysyhtiöksi

Loudspringin tarinana oli sen listautumisen aikoihin (2014) tarjota sijoittajille kanava sijoittaa listaamattomiin kestäväen kehityksen yrityksiin laajalla toimialafokuksella. Strategiana oli hankkia aikaisen vaiheen omistuksia eri osakkuusyhtiöistä hajautetusti, säilyttäen arvonnousun potentiaali hallitulla riskillä. Loudspring pyrki hajautuksessaan myös hankkimaan omistuksia osakkuusyhtiöistä, jotka poikkeavat toisistaan niiden liiketoiminnan skaalautuvuuden ja riskisyyden suhteen. Loudspring on kertonut salkkunsu muodostuneen käymällä läpi tuhansia yhtiöitä, joista noin 20 valikoitui sijoituskohteeksi. Tästä yhtiöryhmästä on jäljellä 10 yhtiötä, joista 5 kuuluu nykyiseen ydinportfolioon.

Loudspringin sijoitusstrategia on johtanut nykyiseen portfolioon, jossa pääosa ydinomistuksista on kypsytynyt selvästi. Viime vuosina Loudspring on keskittynyt kehittämään nykyistä ydinportfolioaan jättäen Venture-sijoitustoimintaa selvemmin takalalle. Nykyisestä ydinportfolioista etäisin on Tukholman pörssiin listattu Enersize, joka toimii ja tiedottaa tilanteestaan itsenäisesti. Enersizen osalta arviomme Loudspringin harkitsevan irtautumista lähivuosina. Loudspringin portfolioon keskittymistä on arviomme mukaan ajanut alkuvaiheen yrityksille tyypillinen dynamiikka, jonka myötä vain osa yhtiöistä menestyy pidemmällä tähtäimellä hyvin. Loudspring onkin historiassaan pääosin kerännyt ja sijoittanut ydinportfolioonsa niiden kehitystä varten lisää pääomia, kun taas divestointeja on ollut kourallinen.

Loudspring julkaisee ydinportfolionsa kehitystasetta kuvaavaa Loudspring-indeksiä, jonka perusteella yhtiö arvioi portfolionsa olevan sisäisiltä kasvua tukevilta prosesseiltaan keskimäärin myöhäisen startupin kehitysvaiheessa. Loudspringin mukaan indeksi ei kuitenkaan ota kantaa yhtiöiden kohdemarkkinoilla vallitseviin tilanteisiin, jotka vaikuttavat yhtiöiden

kasvunäkymiin. Arviomme mukaan indeksi antaa kuitenkin realistisen kuvan portfolioon yleisestä kypsyyssasteesta. Siksi portfolioon kehitykseen liittyy nähdäksemme korkea epävarmuus, mikä näkyy korkeana riskinä, mutta korkeana tuottopotentialina.

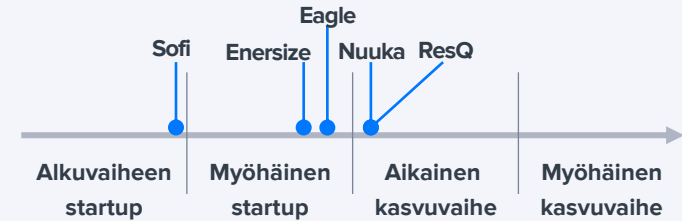
Loudspring ei ole pörssihistoriassaan onnistunut vielä luomaan kestäväää omistaja-arvoa

Aikaisen kehitysvaiheen yhtiöt vaativat usein monia rahoituskerroksia ennen liiketoiminnan kasvamista kassavirtaposiitiviseksi. Loudspringin portfolioon yhtiöt eivät tee tästä poikkeusta, ja ydinportfolioista kaikki ResQ:ta lukuun ottamatta ovat olleet viime vuodet pääsääntöisesti kassavirtanegatiivisia.

Portfolioyhtiöiden kasvupääomia on viime vuosina kerätty aktiivisesti sekä Loudspringin osakkeenomistajilta, että ulkopuolisilta rahoittajilta. Loudspringin käytössä on sen historian ajan ollut kuitenkin hyvin niukat pääomat. Tästä johtuen yhtiö on järjestänyt useita osakeanteja, jotka ovat merkittävästi dilutoineet osakekohtaista omistusta. Loudspringin arvonnousun onnistuminen riippuukin johdon kyvystä kohdistaa tämä pääoma omistajille lisäarvoa tuottaviin kohteisiin. Mikäli tuotto on korkeampi kuin syntyvä diluutio, on johto onnistunut tehtävässään. Arvostustasoon vaikuttavia portfolioyhtiöiden selkeitä läpilyönöntejä ei ole vielä tullut läpi, mikä on osaltaan hillinnyt osakekurssin kehitystä viime vuosina.

Loudspring on tehnyt historiansa aikana vain vähän irtautumisia, viimeisimpinä saksalaisen Plugsurfin omistuksesta (3,1%) luopuminen Fortumin ostettua yhtiön. Tämän sijoituksen vuosituotto oli 18 %. Yhtiö myi myös pienen osan (2,3 %:n omistuksen lasku) Enersizen osakkeista pörssissä Q3'17:n aikana saavuttaen korkean 1030 %:n tuoton noin seitsemän vuoden sijoitusperiodille (sijoitusvuosi 2010). Toistaiseksi irtautumiset ovat kuitenkin olleet portfolioon kokonaisarvoon suhteutettuna pieniä.

Loudspring-indeksi näyttää portfolioon vielä kypsytävää kohti kasvuvaihetta



Lähde: Loudspring H2/2020

Loudspringin osakekurssin kehitys ei ole viime vuosina palkinnut omistajia,



Lähde: Thomson Reuters

Osakemäärän* kasvu osakeantien myötä selittää pitkälti vaisua osakekurssin kehitystä,



*Sisältää A- ja K-osakesarjan osakkeet vuoden lopun tilanteen mukaisesti. Luku ei huomioi optioiden mahdollista dilutoivaa vaikutusta.

Lähde: Loudspring

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Tulevaisuus on kiinni portfolion kehityksestä ja kääntymisestä kassavirtaposiitiviseksi

Loudspringin tulevaisuuden arvonluonti nojaa pitkälti ydinportfolion yritysten menestykseen ja kasvuun. Tästä syystä nojaamme yrityskohtaiseen analyysiin arvioidessamme Loudspringin käypää arvoa. Loudspringin arvonluontimekanismin tarkastelu kokonaisuutena on kuitenkin tarpeen, sillä se asettaa kontekstiin portfolioyhtiöiden näkymät.

Loudspringin liiketoimintamallissa arvonluontia osakkeenomistajille tukevat lähinnä seuraavat tekijät:

- Portfolioyhtiöiden liiketoiminnan kehitys
- Omistusosuuden kasvatus houkuttelevilla arvostustasoilla

Loudspringin lähivuosien potentiaali koostuu arviomme mukaan erityisesti portfolioyhtiöiden liiketoiminnan kehityksestä eli käytännössä kasvusta, ja sitä seuraavasta arvonnoususta. Kehitykseen kohdistuu kuitenkin merkittävää epävarmuutta. Yhtiöiden kehitys voi olla myös negatiivista, mutta arvioimme kuitenkin nykyisen portfolion osalta minimitason olevan liiketoiminnan polkeminen paikallaan. Arviomme mukaan Loudspring ei kasvata merkittävässä määrin omistusosuuttaan yhtiöissä portfolion rahoitustilanteen ollessa lähivuosina suhteellisen hyvä.

Arvonluontia taas hidastaa lähinnä seuraavat tekijät:

- Portfolioyhtiöiden rahoitustarpeista seuraavat emoyhtiön osakeannit tai omistusosuuksien diluutio portfolioyhtiöissä
- Loudspringin konsernikulut

Arvoa heikentävistä tekijöistä lähivuosien riski liittyen uuden pääoman keräämiseen on arviomme mukaan kohtuullinen. Rahoitustarpeita ajavat portfolioyhtiöiden

tappioiden luoman kassavajeen paikkaaminen sekä investointitarpeet. Kokonaisuutena portfolioyhtiöiden tappioiden jatkuminen on lähitulevaisuudessa todennäköistä, mutta rahoitusvaje on vuoden 2020 aikana järjestetyllä rahoituksella arviomme mukaan lyhyellä tähtäimellä paikattu lähitulevaisuuteen. Tämä antaa liikkumatilaa positiiviselle tuloskehitykselle, jonka rooli on erittäin merkittävä mahdollisten uusien rahoituskierroksien vähentämisen kannalta. Vastaavasti investointitarpeet, liittyen lähinnä Eaglen hengityssuodattimien tuotantoon, ovat arviomme mukaan lyhyellä tähtäimellä täytetty.

Arvonluontia hidastavat konsernikulut ovat nähdäksemme käytännössä varmoja. Tämän osalta on hyvä huomioida, että nykyisten konsernikulut ovat perusteltuja, sillä aktiivisella kehitystyöllä voidaan kiihdyttää yhtiöiden liiketoiminnan kehitystä. Esimerkiksi vuosina 2016-2019 Loudspringin ydinportfolion (lukuunottamatta Enersizea) liikevaihdon vuosikasvu on ollut keskimäärin 56 % vaihteluvälin ollessa yhtiöittäin 24-108 %.

Sisäpiiri luottaa edelleen tulevaan

Loudspringin johto on sijoittanut yhtiöön ajan yli merkittäviä pääomia, viimeksi suunnatussa osakeannissa joulukuussa 2020. Arviomme mukaan toimiva johto omistaa yhtiöstä vuoden 2020 lopussa noin 20 %, minkä lisäksi johdolla on optiota noin 3 % osakekannasta vastaava määrä.

Johdon merkittävä omistus on nähdäksemme yleisesti positiivinen merkki sitoumuksesta ja uskosta yhtiön tulevaisuuteen. Loudspringin johdon ja hallituksen suoran osakeomistuksen osuus yhtiöistä on kuitenkin ollut noin 20-30 % vuosina 2015-2020, jolloin osakkeen kehitys ei ole ollut osakkeenomistajille suotuisaa. Johdon omistus ei siis kuitenkaan ole tae hyvästä tulevaisuuden kehityksestä.

Loudspringin arvonluontimekanismi nojaa portfolioyhtiöiden kehitykseen



- **Portfolioyhtiöiden liiketoiminnan kehitys**
- **Omistusosuuden kasvatus houkuttelevilla arvostustasoilla**



- **Portfolioyhtiöiden rahoitustarpeista seuraavat emoyhtiön osakeannit tai omistusosuuksien diluutio portfolioyhtiöissä**
- **Loudspringin konsernikulut**

Sijoitusportfolio 1/2

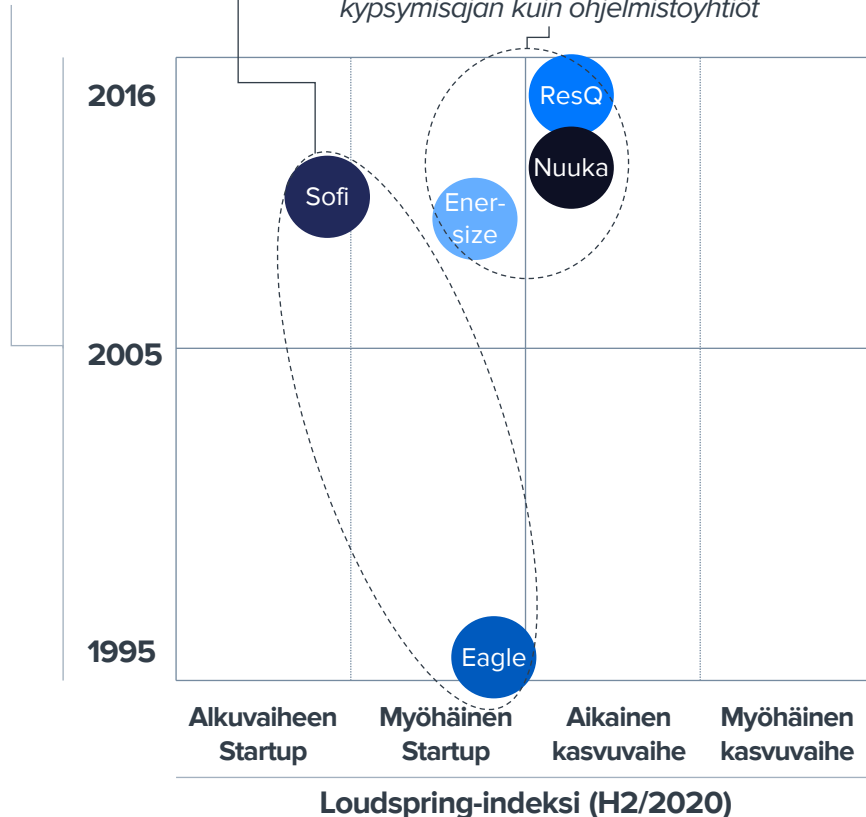
Loudspringin portfolioyhtiöiden kehityskaaret nykyhetkeen ovat olleet hyvin erilaisia ...

... mutta etenkin uusimmat sijoitukset ovat olleet keskimäärin kypsempiä tai nopeammin kypsyviä

Yhtiön perustamisvuosi ja kypsyys

Yhtiön perustamisvuosi

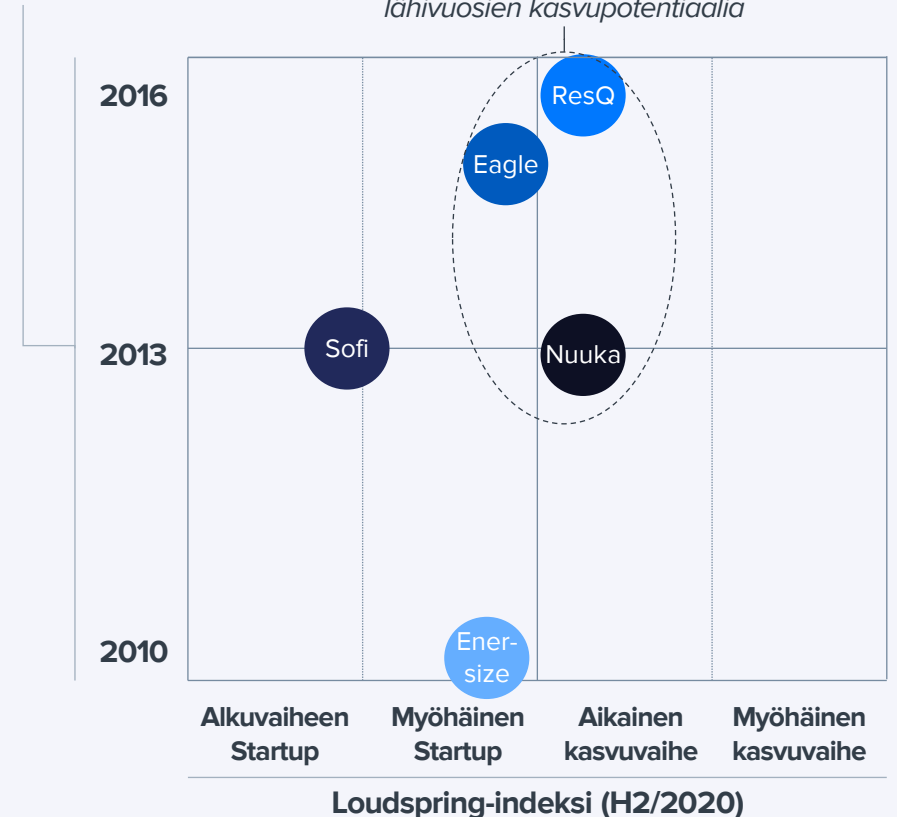
Investointihyödykkeitä valmistavat yhtiöt ovat vaatineet selvästi pidemmän kypsymisajan kuin ohjelmistoyhtiöt



Loudspringin sijoitusvuosi ja portfolioyhtiön kypsyys

Loudspringin sijoitusvuosi

Loudspringin sijoitushetken arvio yhtiöiden product-market -fitistä¹ vaikuttaa osuneen oikeaan, mikä indikoi osaltaan lähivuosien kasvupotentiaalia



¹ Product-market fit viittaa yhtiön löytäneen sellaisen tuotteistuksen, jolle markkinalla on selvä tarve ja josta asiakkaat ovat valmiita maksamaan riittävästi. Loudspring-indeksi mittaa yhtiöiden prosessien kypsymistä, mutta arviomme mukaan toimivan product-market -fitin löytäminen priorisoidaan prosessikehityksen edelle, eikä prosessit siten kypsy ennen tämän löytymistä.

Lähde: Loudspring, Inderes, medialähteet

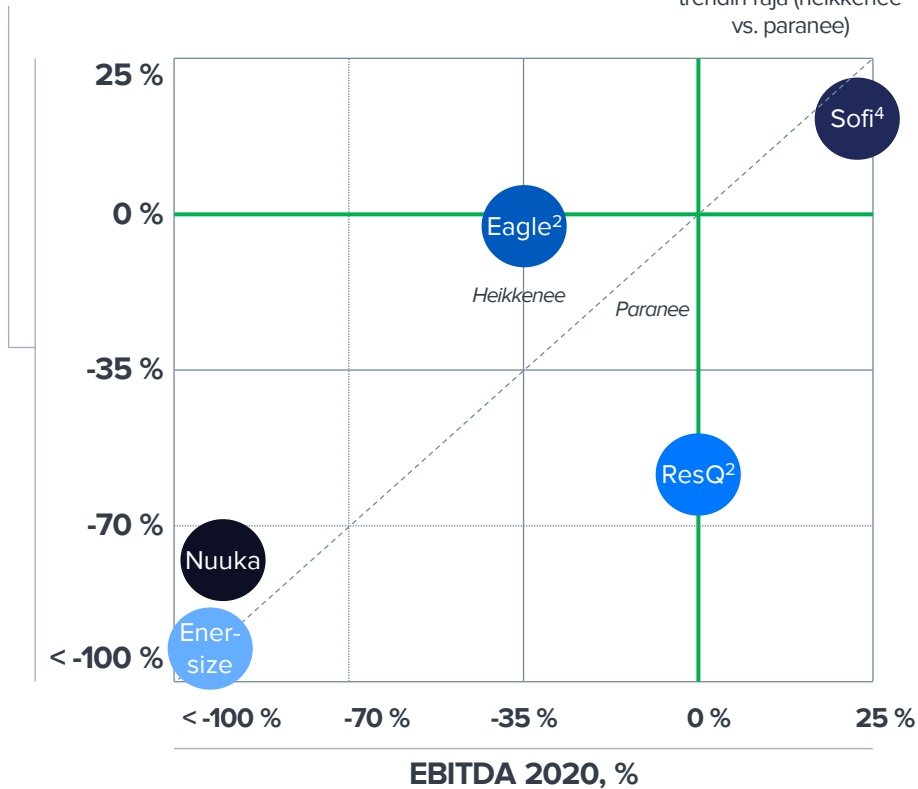
Sijoitusportfolio 2/2

Portfolioyhtiöt ovat keskimäärin tappiollisia, kannattavuuden trendi vaihtelee yhtiöittäin...

Historiallinen (2016-2019) ja nykyinen (2020) käyttökate

EBITDA 2016-2019
keskiarvo, %

Kannattavuuskehityksen
trendin raja (heikkenee
vs. paranee)



... mutta vastapainona on saatu viime vuosina merkittävää kasvua

Liikevaihto 2020¹ ja liikevaihdon kasvu 2017-2020¹

Liikevaihdon vuosikasvu
(CAGR) 2017-2020¹, %



1 Enersizen historia vuoteen 2018 ja nykyhetki vuodelta 2019, vuoden 2020 lukuja ei vielä julkaistu.

2 ResQ:n EBITDA-% keskiarvo laskettu vuosilta 2018-2019. Lisäksi 2020 EBITDA:n sijaan käytössä H1/2020 EBITDA, sillä koko vuoden 2020 lukuja ei julkaistu tilinpäätöksen yhteydessä.

3 Eaglen vertailu 2016-2018 keskiarvon ja 2019 EBITDA:n mukaan, sillä vuonna 2020 arvioimme kuluissa olevan mukana vertailukelpoisuuteen vaikuttavia maskiliiketoiminnan käynnistämisen kuluja.

4 Sofin historia vuoteen 2018 ja nykyhetki vuodelta 2019. Sofin vuosi 2020 oli poikkeuksellinen pandemian toimintaympäristöstä johtuen ja 2019 kuvaa paremmin liiketoiminnan normalisoitua tilannetta.

Lähde: Loudspring, Enersize

Eagle Filters 1/2

Eagle Filters on ilmansuodattukseen erikoistunut teknologiyhtiö

Kotkalainen Eagle Filters on perustettu vuonna 1995. Vuodesta 2011 se alkoi keskittyä kaasuturbiinien sisääntuloilman suodattimiin havaittuaan niiden tarjoavan tuoteportfoliostaan parhaan arvolupauksen asiakkaalle. Vuonna 2020 Eagle aloitti myös hengityssuojaimien valmistuksen, ja tällä hetkellä Eaglellä on kaksi liiketoimintaa: **Maakaasuturbiinivoimaloiden sisääntuloilman suodattimet** ja **korkean suodatuskyvyn hengityssuojaimet**.

Loudspring sijoitti Eagle Filtersiin ensimmäisen kerran vuonna 2015 ja se on vähitellen kasvattanut osuuttaan yhtiöstä viimeksi joulukuussa 2020 85 %:iin (optio nostaa omistus 100 %:iin). Loudspring on investoinut Eagle Filtersin maskien tuotantokapasiteetin kasvattamiseen noin 2,5 MEUR uutta pääomaa vuoden 2020 aikana. Korkea omistus ja hyvät kasvunäkymät nostavat Eaglen yhdeksi Loudspringin mielenkiintoisimmista omistuksista.

Turbiinisuodatinliiketoiminta on suhteellisen vakaata hyvillä pitkän aikavälin kasvunäkymillä

Maakaasuvoimalaitoksissa Eaglen sisääntuloilman suodattimien ansiosta turbiinien siivet eivät liikaannu ja asiakas hyötyy korkeamman turbiinin hyötysuhteen, tehon ja käytettävyyden ansiosta. Eaglen mukaan sen Teknologia mahdollistaa voimalaitoksen operaattorille erittäin matalan takaisinmaksuajan investoinnille. Turbiinisuodattimet ovat Eaglen ydinliiketoimintaa.

Kohdemarkkina suuri, kasvussa hidasteita

Maakaasun osuus maailman sähköntuotannosta on lähes neljännes. Suhteellisen vähäpäästöisyyden ansiosta (CO₂-päästöt kivihiltä 50 % alhaisempia) maakaasuvoimaloita tarvitaan vielä pitkään, sillä hyvän säätökyvyn ansiosta se mahdollistaa epätasaisen uusiutuvan sähköntuotannon (aurinko, tuuli) kasvua

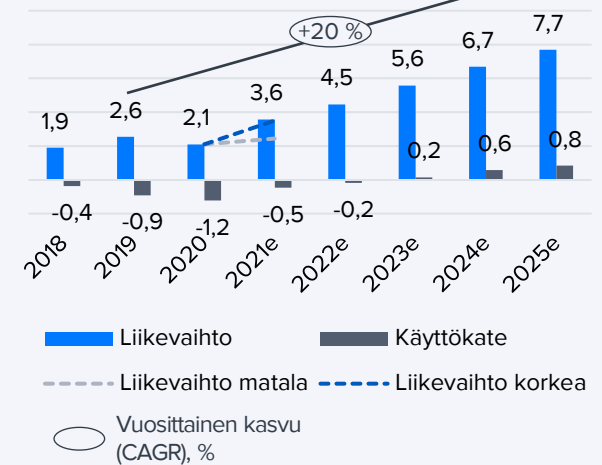
energiajärjestelmässä. Eaglen mukaan sen HEPA-suodattimet parantavat maakaasuvoimalaitosten hyötysuhdetta tavallisiin ilmansuodattimiin nähden, tehden tuotannosta vähäpäästöisempää. Maakaasuvoimalaitosten tehokkaiden ilmansuodattimien markkina on Eaglen arvion mukaan noin 1,65 miljardia dollaria.

Eagle kertoo tuotteensa pärjäävän teknisesti erinomaisesti kilpailussa. Esimerkiksi maailman suurin kaasuvoimalaoperaattori Engie (globaalisti noin 370 kaasuturbiinia) valitsi Eaglen teknologian parhaaksi sen tytäryhtiön New Yorkin voimalaitoksella suoritetuissa testeissä 2018. Testiperiodin jälkeen voimalaitoksen kaikki neljä kaasuturbiinia siirtyivät käyttämään Eaglen suodattimia. Suodattimien myynnin pullonkaulana on ollut hyvin verkostoituneen myyntihenkilöstön rekrytointi. Isoille energiayhtiöille kuuluvat voimalaitokset tekevät yhtiön mukaan itsenäisesti hankintapäätöksiä, ja markkinaa on voitettava voimalla kerrallaan. Asiakaspito on Eaglen mukaan kuitenkin erinomainen, ja suodattimet uusitaan tyypillisesti kahden vuoden välein.

Eaglen suodatinliiketoiminta kärsi vuoden 2020 alkupuolella voimalaitosten siirteistä huoltoprojekteista, mutta tilanne lähti elpymään jo kevään jälkeen. Loudspringin tavoitteet Eagle Filtersin vuoden 2021 liikevaihdolle ovat vahvaa kasvua indikoivat 2,45-4,50 MEUR. Vuoden 2020 lopussa saadut ensimmäiset tilaukset Kiinaan ovat mielestämme lisäksi yksi positiivinen merkki yhtiön etenemisestä hyvään suuntaan. Odotamme Eaglen palaavan kasvu-uralle vuoden 2021 aikana siirtyneen korvauskysynnän myötä. Odotamme liikevaihdon kasvavan noin 20 % vuosivauhtia vuosina 2019-2025e. Odotamme kasvun valuvan hitaammin kasvavien operatiivisten kulujen läpi kannattavuuteen, ja ennustamme vuodelle 2025 noin 11 % suhteellista käyttökatetta¹.

Lähivuosien positiiviselle kehitykselle on hyvät perusteet, mutta epävarmuus on suurta

Turbiiniliiketoiminnan ennusteet (MEUR)



Kasvun ja kannattavuuden ajurit 2021-2025

- Pandemian aiheuttaman huoltoviivästyksien myötä patoutuneen korvauskysynnän elpyminen
- Asteittainen laajentuminen Kiinan markkinalla (ensimmäiset tilaukset 2020 lopussa)
- Liikevaihdon kasvun myötä asteittain skaalautuvat operatiiviset kustannukset

¹ Vuoden 2020 kulutaso ei arviomme mukaan ole vertailukelpoinen pohja, sillä raportoidut luvut sisältävät myös hengityssuojain-investointiin liittyviä kuluja

Eagle Filters 2/3

Hengityssuojainliiketoiminnassa potentiaali on suuri lyhyellä tähtäimellä, pitkällä aikavälillä epävarmuutta

Koronapandemian myötä Eagle Filtersille avautui uusi liiketoiminta. Eagle kehitti nopealla vauhdilla korkean suodatuskyvyn hengityssuojaimen, jonka myynti ja valmistus aloitettiin jo vuoden 2020 aikana. Maskeille kesällä 2020 myönnetty Covid-19 sertifikaatti ja VTT:n testeissä todennetut vaativat FFP2- ja FFP3 – läpäisytestit eivät kuitenkaan tuoneet vielä merkittävää myyntiä vuoden 2020 aikana. Loudspringin mukaan suuremman volyymin asiakastilauksien voittamiseen vaaditaan CE-merkintä, jotka saatiin FFP2-maskin osalta joulukuun 2020 loppupuolella ja FFP3-maskin osalta helmikuun 2021 alussa.

Kohdemarkkinassa pandemian myötä suuri kysyntäpiikki, pitkällä aikavälillä epävarmuutta

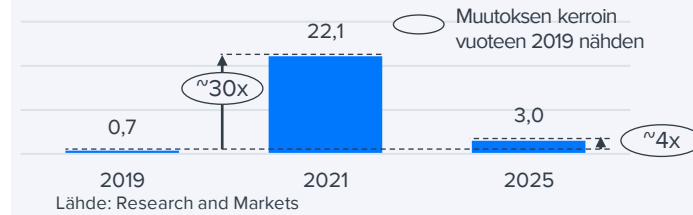
Hengityssuojaimia käytetään erityisesti kuluttajien parissa, rakennusalalla, terveydenhuoltosektorilla ja teollisuudessa. Käytetty maskityyppi vaihtelee käyttötarkoituksen mukaan, ja Eaglen valmistamia korkeamman suodatustason FFP2 ja FFP3 –maskeja käytetään tyypillisesti ammattimaisessa käytössä. Allied Market Research arvioi FFP2-tasoon verrannollisten N95-hengityssuojaimien¹ muodostavan hieman alle neljänneksen markkinasta, heikomman suodatuskyvyn maskien muodostaessa muun markkinan.

Koronapandemian myötä hengityssuojaimien kysyntä nousi rajusti vuonna 2020, kun sekä kuluttaja- että lääketieteelliseen käyttöön sopivien kasvomaskien tarve kasvoi nopeasti pandemian hallintaan liittyvien toimien yhteydessä. Tarjonnan hitaan kasvun myötä maskien hinnat nousivat ja saatavuushaasteita esiintyi laajalti. Tutkimusyhtiö Research and Markets arvioi globaalin hengityssuojaimien markkinan 30-kertaistuvan vuoden 2019 0,7 miljardista dollarista 22,1 miljardiin dollariin vuonna 2021. Eaglen maski-investoinnin pitkän aikavälin menestyksen kannalta markkinan kehitys pandemian jälkeen on tärkeässä roolissa. Research and Markets

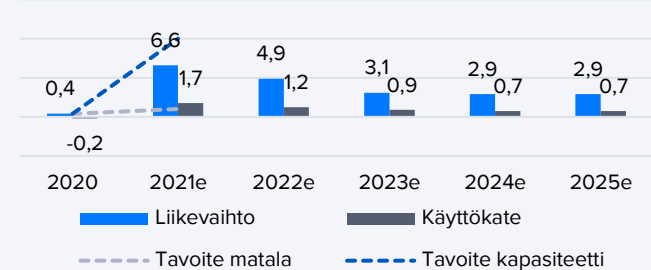
arvioi markkinan palaavan vuoteen 2025 mennessä 3,0 miljardiin dollariin, eli noin 4-kertaiselle tasolle vuoteen 2019 nähden. Markkinoilla tulee arviomme mukaan olemaan tällöin merkittävää ylikapasiteettia johtuen vuosien 2020-21 kysyntäpiikeistä. Loudspring on kertonut Eaglelle syntyneen toimitusvarmuuteen liittyvien tekijöiden takia kahdet markkinat: kansainväliset ja Euroopan sisäiset. Loudspringin mukaan Eagle on saanut tiedusteluita pitkän aikavälin merkittävistä toimitussopimuksista Eurooppaan, ja näkee maskeilleen kysyntää pandemian yli mm. rakentamisen segmentissä. Eagle tekee maskien tuotekehitystä erityisesti käyttömukavuuteen liittyen, minkä tavoitteena on tehdä tuotteesta laadukas ja houkutteleva vaihto ehto pitkällä aikavälillä. Arviomme mukaan Eaglellä on edellytyksiä ottaa pandemian jälkeisenä aikana markkinasta osa, mutta tämän osan suuruuteen kohdistuu vielä merkittävää epävarmuutta.

Arviomme Eaglen maskiliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan merkittävästi vuonna 2021, mutta laskevan vuoteen 2023 mennessä noin kolmanneksella vuoden 2021 liikevaihdosta. Arviomme mukaan kilpailutilanne kiristyy vuodesta 2022 eteenpäin kysynnän laskiessa, ja olemme vielä varovaisia ennusteissamme tällä jaksolla. Loudspring on kertonut maskien hintojen olevan laskussa, ja ennustamme maskien myyntihintojen laskevan selvästi tänä aikana johtuen pandemian odotetun väistymisen myötä laskevasta kysynnästä. Vuosi 2021 on maski-investoinnin onnistumisen kannalta kriittinen, sillä korkean kysynnän ja myyntihintojen yhdistelmällä on potentiaalia tuottaa Eaglelle merkittävä määrä kassavirtaa. Loudspring on antanut alustavan 1-10 MEUR tavoitteen vuoden 2021 liikevaihdolle ("Seitsennumeroinen liikevaihto"), mutta tavoittelee kapasiteettinsa nostamista >10 MEUR:n liikevaihtoa vastaavaksi. Tämä huomioiden olemme asettaneet liikevaihtoennusteen noin 7 MEUR:oon. Investointilaskelma on kuitenkin suuntaa antava, sillä yhtiö on tiedottanut sen osalta lähinnä myynnin ja tuotantokapasiteetin tavoitteet.

Globaali hengityssuojainmarkkina, MUSD



Maski-liiketoiminnan ennusteet (MEUR)



Maskituotannon investointilaskelma

Maskien tuotanto	2021	2022	2023	2024	TERM
Kpl/päivä	22000	18000	12000	12000	
Tuotantopäivää	300	300	300	300	
Hinta/kpl	1,00	0,90	0,85	0,80	
Liikevaihto (MEUR)	6,6	4,9	3,1	2,9	
Myyntikate	2,6	1,9	1,3	1,1	
Myyntikate-%	40 %	39 %	41 %	38 %	
Opex (työvoima, sähkö, tilavuokra)	-0,9	-0,7	-0,4	-0,4	
EBITDA	1,7	1,2	0,9	0,7	
EBITDA-%	26 %	25 %	29 %	24 %	
Koneinvestointi (MEUR)	-0,5				
Käyttöpääoman kehitys	-0,6	0,2	0,2	0,0	
Kassavirta (MEUR)	0,6	1,4	1,1	0,7	3,9
NPV (MEUR)	4,1				
WACC	20 %				

Lähde: Inderes

¹ FFP2 standardia käytetään Euroopassa ja N95 Yhdysvalloissa, suodatuskykyvaatimukset ovat kuitenkin suunnilleen toisiaan vastaavat.

Eagle Filters 3/3

EV/EBITDA¹

10x
2025e

Arvioitu EV

8,4
MEUR

Omistus²

85,2 %
Q4'20

Omistus

7,0
MEUR

Yhtiökuvaus

Eagle on teknologiayhtiö, joka suunnittelee ja valmistaa hyötysuhdetta parantavia sisääntuloilmasuodattimia maakaasuvoimalaitoksille. Eagle suunnittelee ja valmistaa myös korkean suodatusasteen (FFP2/3) hengityssuojaimia.

Sijoitustarina

Eaglen myynnin kasvu on jäänyt odotuksistamme huolimatta Engien voimalaitoksen tärkeästä testivoitosta 2018. Yhtiön uudella liiketoiminnalla hengityssuojainten valmistuksella on potentiaalia vauhdittaa kasvua, mutta tähän liittyy vielä korkeaa epävarmuutta.

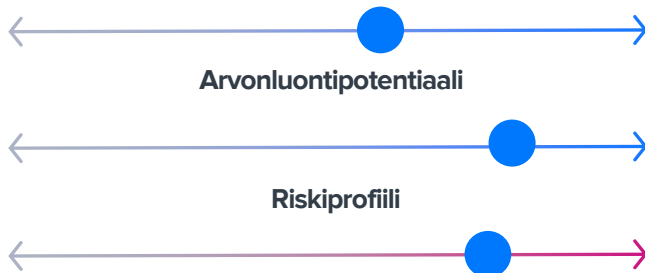
Liiketoimintamalli

Aiemmin alihankintana tehty tuotanto on siirtymässä suodattimien jatkokäsittelyn sekä tuotekehityksen viereen Kotkaan. Hengityssuojaimet valmistetaan myös Kotkassa. Yhtiö hakee uusia asiakkaita sekä omien myyjien että jakelukumppanien avulla.

Kilpailuetu

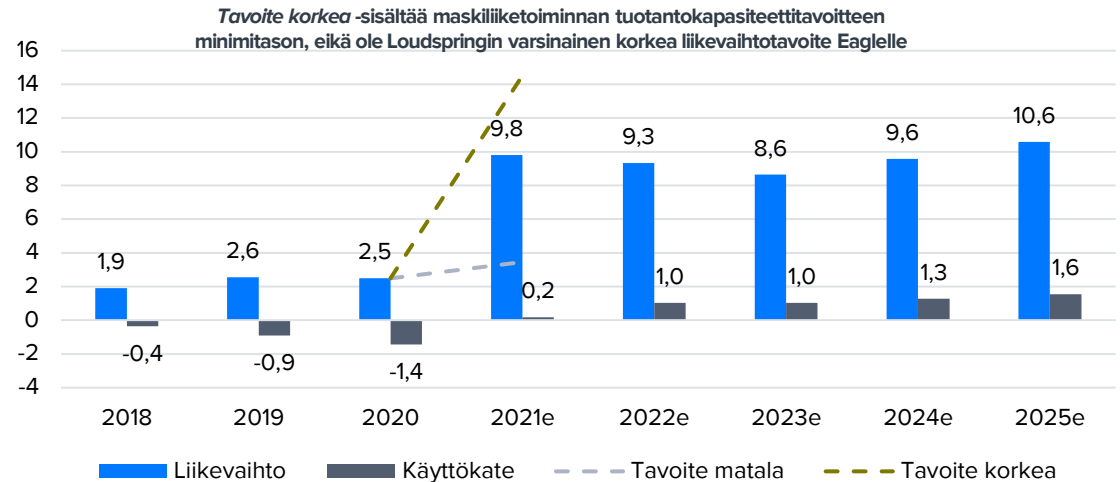
Yhtiölle kilpailuetua tuovat erityisesti oma teknologia ja tuotekehitys sekä kilpailukykyinen tuoteportfolio. Tarjottu asiakasarvo on korkea ja tuotteilla on hinnoitteluvoimaa. Asiakaspito on myös hyvin korkea. Asiakas tilaa varaosan tyypillisesti uudelleen 1-3 vuoden välein.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Avainluvut ja ennusteet:

Liikevaihdon kasvun kulmakerroin on jäänyt aiemmin odotuksista¹ (MEUR)



Arvoajurit

- Myyntiorganisaation kasvattamiseen tehtyjen panostusten onnistuminen
- Liikevaihdon kasvun kautta tapahtuva kulujen skaalautuminen
- Korkea asiakaspito
- Yhtiön riskiprofiilin laskun kautta saavutettavat alemmat pääoman kustannukset
- Uutena liiketoimintana hengityssuojaimet



Riskitekijät

- Taloustilanteen heikentyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Negatiivinen kassavirta
- Käyttöpääoman rahoitustarve
- Kulutaso on noussut uusien myyjien palkkaamisen myötä
- Koronan heikentämä uusmyynti Eaglen tarjoamissa investointihyödykkeissä
- Maski-investointien onnistuminen



Arvostus

- Ennusteet sisältävät sekä turbiiniliiketoiminnan että hengityssuojaintuotannon
- Hengityssuojaintuotannon omistuksen arvoksi arvioimme noin 3,5 MEUR
- Turbiiniliiketoiminnan omistuksen arvoksi arvioimme noin 3,5 MEUR (2025 EV/EBITDA 10x)
- Arvostus erittäin herkkä muutoksille liiketoimintojen kehitysnäkymissä, etenkin maskiliiketoiminnan

¹ EV/EBITDA –kerroin vain turbiinisuodatinliiketoiminnalle, hengityssuojaimet arvostetaan kassavirta-mallin avulla

² Loudspringillä on optio nostaa omistusosuus 100 %

Nuuka Solutions 1/2

Nuuka kehittää ja tarjoaa SaaS-mallilla kiinteistön datan hyödyntämistä helpottavaa ohjelmistoa

Nuuka on vuonna 2012 perustettu ohjelmistoyhtiö. Nuukan ratkaisun avulla kaupallisten kiinteistön haltijat voivat seurata kiinteistön eri automaatiojärjestelmien anturien tuottamaa dataa (mm. lämpötila, energian kulutus, CO2 ja ilman kosteus) valmiiksi jalostetussa muodossa. Nuukan ohjelmiston avulla kiinteistönhaltija voi parantaa mm. kiinteistöjen energiatehokkuutta ja sisäilman laatua, joista ensimmäinen alentaa käytön kustannuksia ja jälkimmäinen loppukäyttäjän kokema arvoa, mikä mahdollistaa korkeamman liikevaihdon.

Loudspring sijoitti Nuukaan jo sen alkuvaiheessa vuonna 2013. Viimeisimmässä rahoituskerroksessa syksyllä 2020 Nuuka sai YIT:n merkittäväksi vähemmistöomistajaksi. Uskomme YIT:n mukaantulon tuovan Nuukalle arvokasta toimialaosaamista, uskottavuutta ja verkostoja sektorin toimijoihin. Nykyisin Loudspring omistaa Nuukasta 37,3 %.

Rakennusten IoT-markkinan odotetaan kasvavan rajusti – Nuukan edellytykset menestyä ovat hyvät

Nuukan kohdemarkkina on erittäin suuri (ks. oikea sivu), eikä se rajoita kasvua. Markkinan kasvua ajaa rakennusten anturimäärien kasvu, mikä johtuu anturien jyrkästä hinnan laskusta, erilaisten IoT-sovellusten määrän kasvusta ja resurssitehokkaan ajattelun lisääntymisestä. Nuukan menestyksen kannalta oleellista onkin yhtiön tuotteen kilpailukyky ja kasvu riittävään mittaluokkaan kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi.

Viimeisten vuosien aikana Nuukan ohjelmisto on laajentunut uusien älykkäiden rakennusten rakennusautomaatioprosessien, energian ja IoT-hallinnan alustaksi. Ohjelmistoon tehtiin näkemyksemme mukaan merkittävä lisäys vuonna 2020, kun yhtiö kehitti ensimmäisen koneoppimista hyödyntävän sovelluksen kiinteistön olosuhteiden

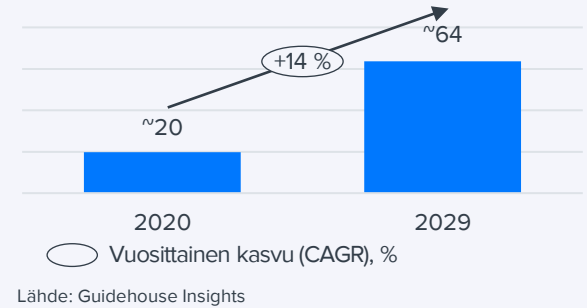
automaattiseen optimointiin. Tämä laajennus lisää arviomme mukaan ohjelmiston asiakkaalle tuottamaa arvoa merkittävästi, mistä nähtiin jo merkkejä viiden kaupungin (mm. Helsinki, Lappeenranta ja Pori) sovitua tuotteen pilotoinnista vuonna 2020.

Nuukan tyypillinen asiakashankinta tapahtuu tekemällä pilotti asiakkaan kanssa, jonka jälkeen myyntityö toimijan muihin kiinteistöihin helpottuu selvästi. Nuukan asiakaskunta on kasvanut tasaisesti, mikä on hyvä merkki tuotteen kilpailukyvyyn kannalta. Nuuka keskittyy laajentumisessaan tällä hetkellä Pohjoismaihin ja Benelux-maihin, koska alueet ovat älykkään rakentamisen eturintamassa. Nuukalta on tullut tasaisesti tietoa uusista tilauksista ja lisäksi jo aiempien tilauksien häntä tukee lähivuosien kasvua. Nykytietojen valossa suhtaudumme optimistisesti Nuukan lähivuosien kasvunäkymiin.

Nuuka kerää liikevaihtoa jatkuvista SaaS-sopimuksista, ja palveluista liittyen lähinnä ohjelmiston käyttöönottoihin. Vuonna 2019 liikevaihto oli arviomme mukaan jakautunut noin puoliksi palveluiden ja SaaS-tuotteiden välillä. Pitkällä tähtäimellä palveluliikevaihto kuitenkin kasvaa arviomme mukaan SaaS-liikevaihtoa hitaammin johtuen kertyvästä SaaS-tilauskannasta.

Loudspring julkaisee Nuukan osalta SaaS-tilauskertymää, mikä parantaa selvästi näkyvyyttä kasvuun. Nuukalla on tähän mennessä kestänyt noin 12-24 kuukautta muuttua tilaukseksi liikevaihdoksi. Noin 18kk konversioajan odotuksellamme Nuukan kasvu vuodelle 2021 olisi arviomme mukaan noin 52 %. Vuosille 2021-2025 ennustamme Nuukalle noin 33 % vuosittaista kasvua. SaaS-liiketoimintamallin skaalautuvan luonteen myötä odotamme operatiivisten kulujen kasvavan liikevaihtoa hitaammin, ja ennustamme suhteellisen käyttökatteen nousevan noin 5 %:iin vuonna 2025.

Alyrakennusten IoT-ratkaisujen globaali markkina, miljardia dollaria



Nuukan ennusteet ja liikevaihtotavoitteet (MEUR)



Nuuka Solutions 2/2

Loudspring sijoitti Nuukaan jo sen alkuvaiheessa vuonna 2013.

Yhtiökuvaus

Nuuka kehittää ja myy ohjelmistopilvipalvelua (SaaS) kaupallisten kiinteistöjen haltijoille. Se kerää eri automaatiojärjestelmien anturien tuottaman datan yhteen paikkaan ja tätä dataa voidaan hyödyntää eri sovelluksissa. Ohjelmistolla voidaan myös optimoida ja ohjata kiinteistöjärjestelmiä automaattisesti.

Liiketoimintamalli

Liiketoiminta koostuu jatkuva-laskutteen SaaS-palvelun myynnistä, uusien rakennusten liittämistä palveluun (kertalaskutus) sekä alustan kehitystyöstä. Asiakashankinta tapahtuu usein pilotin tai muutamien kiinteistöjen kautta, minkä jälkeen pyritään laajentamaan käyttöä toimijan muihin kiinteistöihin.

Sijoitustarina

Yhtiön perusti vuonna 2012 Mikko Maja, joka toimii edelleen yhtiön teknologiajohtajana. Yhtiön on viime vuosina saanut merkittäviä referenssejä (ICA, Helsinki ja Edge), mutta kasvunäkymä nojaa edelleen vain muutamiin asiakkuuksiin. YIT:n mukaantulo sijoittajana 2020 lisäsi Nuukan uskottavuutta ja toi sille kasvua tukevia toimialaverkostoja.

Kilpailuetu

Avoimet ja valmiit rajapinnat kaikkiin rakennusautomaatiojärjestelmiin erottavat Nuukan sen monista kilpailijoista. Ne mahdollistavat järjestelmän kustannustehokkaan käyttöönoton, minkä lisäksi alustan dataa voidaan hyödyntää myös kehittämällä uusia sovelluksia asiakkaan tarpeisiin.

Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/S
4,0x
2025e

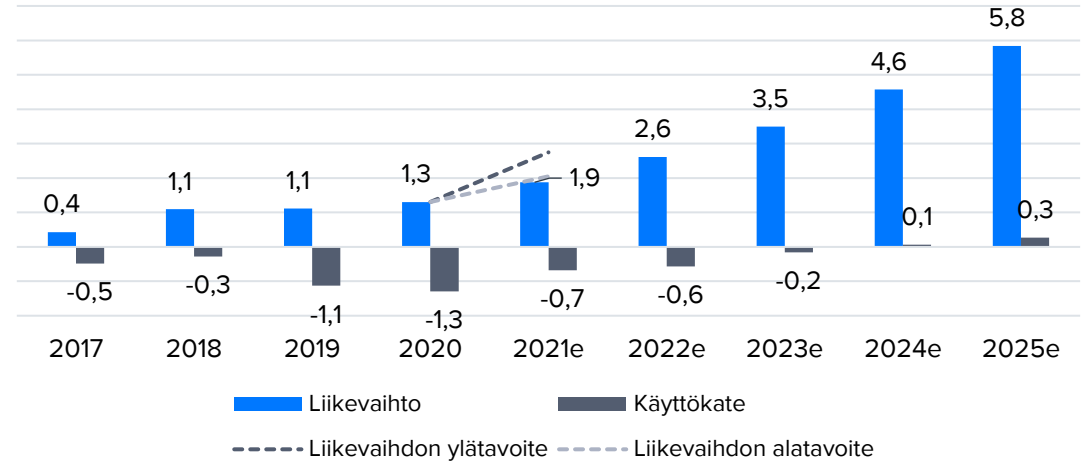
Arvioitu EV
11,8
MEUR

Omistus
37,3 %
Q4'20

Omistus
4,3
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

SaaS-mallissa kasvu on edellytys kannattavuuden paranemiselle (MEUR)



Arvoajurit

- SaaS-liikevaihdon kasvun kautta saavutettava kiinteiden kulujen skaalautuminen
- Suuri ja vahvasti kasvava kohdemarkkina
- SaaS-tilauskannan aiempaa nopeampi konvertointi liikevaihdoiksi asennuksia nopeuttamalla



Riskitekijät

- Kasvumarkkina houkuttelee myös paljon kilpailevia yrityksiä mukaan lukien suuret ohjelmistotalot
- Rajalliset resurssit ja pieni koko
- Negatiivinen kassavirta
- Arvostuskertoimet herkkiä muutoksille kasvunäkymissä



Arvostus

- Nuukan arvostus nojaa vahvasti odotukseen kasvusta
- Arvotamme yhtiötä vuoden 2025e EV/S-kertoimella, jonka tasoa tarkastelemme perustuen odotukseemme kannattavuuden (EBITDA) ja kasvun summasta
- Tuottovaatimuksemme Nuukalle on epävarmuudesta johtuen korkea 15 %

Sofi Filtration 1/2

Sofi Filtration kehittää ja tarjoaa teknologiaa vedenpuhdistukseen

Sofi Filtration sai alkunsa vuonna 2011, kun Otaniemen Teknillisen Korkeakoulussa kehitettiin aiempia menetelmiä tehokkaampi veden suodatustekniikka, jonka teknologian Sofin perustajat päättivät kaupallistaa. Sofin patentoitu tekniikka on todennettu pilottien kautta kilpailukykyiseksi monessa käyttökohteessa. Sofin teknologia soveltuu parhaiten sovelluksiin, joissa partikkelit ovat hyvin pieniä, jopa 0,1 mikrometriä, puhdistettava aine on kiinteää, sen konsentraatio on korkea (likaista) ja käsiteltävä virtaus on suurta.

Sofin arvolutapaukset vaihtelevat asiakassegmentin mukaan, mutta tyypillisesti Sofi auttaa teollisuutta korkeampaan vedenkierrätysasteeseen. Tämä puolestaan säästää rahaa tai auttaa täyttämään jäteveden päästönormit kustannustehokkaasti. Yhtiön asiakasreferenssejä ovat mm. Fortum, Anglo American, Porvoon Energia, VAPO, YIT, SRV, Lindström ja Kalliorakennus Yhtiöt. Tämän hetken potentiaalisimman käyttökohteet ovat

- Laivojen rikkipesurien jäteveden puhdistus
- Veden puhdistus öljynporauksessa
- Kaukolämpöverkon vedenpuhdistus
- Metallien talteenotto tai mikromuovien suodatus jätevedestä
- Savukaasulauhteen puhdistuskäsittely

Loudspring sijoitti yhtiöön jo sen alkuvaiheessa vuonna 2013. Vuonna 2020 Sofi sai sijoittajakseen tunnetun Eurooppalaisen cleantech-sijoittajan Emerald Technology Venturesin, jolla on ollut portfoliossaan useita vesiteknologiaan liittyviä sijoituksia. Arvioimme mukaan uusi omistaja parantaa verkostoillaan Sofin liiketoiminnan kasvuedellytyksiä ja parantaa Sofin

mahdollisen ostajan löytymisen todennäköisyyttä.

Vedenpuhdistuksessa on markkinaa, mutta toimiva kasvustrategia on vielä etsinnässä

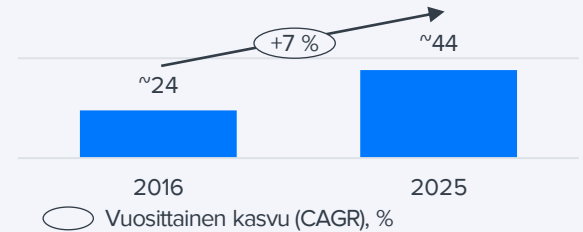
Sofi Filtrationin kohdemarkkina on erittäin suuri (ks. oikea sivu), eikä se rajoita kasvua. Sofin menestyksen kannalta oleellisempaa onkin sen teknologian kilpailukyky ja toimivan kasvustrategian löytäminen.

Sofilla on jatkuvasti käynnissä useita pilotteja kansainvälisesti. Pidämme mahdollisena, että jokin yhtiön lukuisista sovelluskohteista lyö läpi, ja liikevaihto kasvaa merkittävästi lähivuosina. Ennusteemme perustuvat kuitenkin odotukseen, että toimivan kasvustrategian löytäminen kestää vielä joitain vuosia. Sofin etuna on sen liiketoiminnan pääomakeveys ja tuotteiden hyvä myyntikate (arvioimme mukaan noin 40 %). Mahdollinen asiakaskysynnän kasvu näkyisi myös nopeasti yhtiön tuloksessa. Uuden vesiteknologian adoptointi on asiakkaiden parissa kuitenkin erittäin hidasta (5-15 vuotta), mikä tekee tuotteen myyntisykleistä pitkiä. Sofin arvion mukaan uusasiakashankinta voi kestää jopa 1-2 vuotta. Ympäristövaatimusten tai regulaation kiristyminen onkin tyypillinen ajuri uuden teknologian kokeilulle, mutta Sofi on panostanut myös suoria säästöjä tarjoavien käyttökohteiden etsintään.

Ennustamme Sofin liiketoiminnan elpyvän asteittain vuoden 2021 aikana ja liikevaihdon palaavan jonkin verran alle vuoden 2019 tasoa. Vuosina 2021e-2025e ennustamme Sofille 43 % vuosittaista kasvua. Käyttökäteen odotamme nousevan kasvun myötä 35 %:iin vuonna 2025.

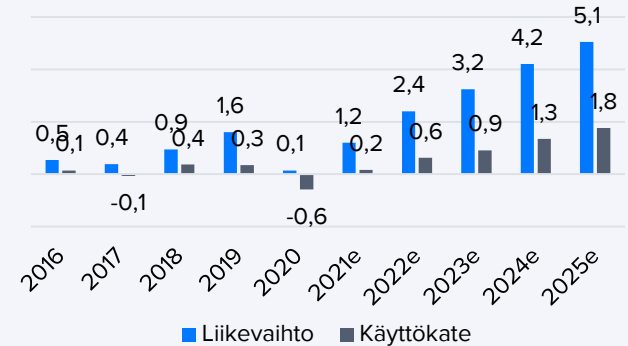
Kasvun ohella Sofin teknologian arvon purkautuminen voi myös tapahtua yritysoston kautta. Sofin ostamalla mm. vedenkäsittelyratkaisuja tarjoavat kansainväliset yhtiöt kuten Evoqua tai Suez voisivat vahvistaa tarjontaansa.

Kansainvälinen vedenkäsittelymarkkina, miljardia dollaria



Lähde: Grand View Research

Sofi ennusteet (MEUR)



Kasvun ja kannattavuuden kehityksen ajurit 2021-2025

- Kysynnän elpyminen pandemiatilanteen hidastamien investointien palatessa normaalille tasolle vuoden 2020 jälkeen
- Tiukentuva regulaatio luo kysyntää uudelle tehokkaammalle teknologialle
- Emerald Technology Venturesin verkostojen hyödyntäminen myynnin tukena
- Liikevaihdon kasvun myötä asteittain skaalautuvat operatiiviset kustannukset

Lähde: Inderes

Sofi Filtration 2/2

Loudspring sijoitti yhtiöön ensimmäistä kertaa 2013.

Yhtiökuvaus

Sofi Filtration valmistaa laitteita teolliseen nesteeseen suodattamiseen ja veden puhdistukseen. Patentoitu tekniikka on todennettu kilpailukykyiseksi monessa käyttökohteessa ja eri teollisuuden aloilla.

Sijoitustarina

Sofi on perustettu vuonna 2011 spin-offina Teknillisen korkeakoulun tutkimuksesta. Ennen vuotta 2018 yhtiön liikevaihto koostui pitkälti soveltuvuusprojekteista, mutta vuonna 2019 kasvua on saatu jo aikaan uusien jakelukanavien tukemana.

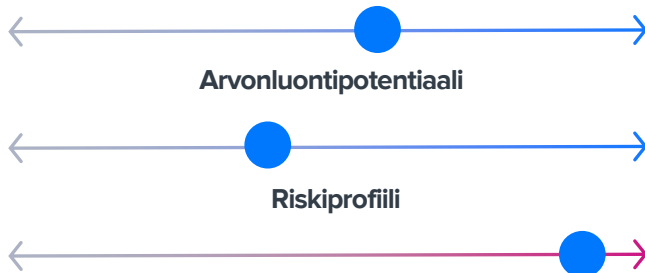
Liiketoimintamalli

Sofin tuote voidaan myydä asiakkaalle joko suoraan, jakelupartnerin tai systeemi-integraattorin kautta. Tuotanto hoidetaan alihankintana Suomessa ja yhtiö on kehittämässä tuotteiden valmistusta yhdenmukaisemmaksi.

Kilpailuetu

Sofille kilpailuetua tuo vahva patentoitu teknologia. Laitteiden pieni koko on myös etuna monessa kohteessa. Yhtiön prosessien kypsyyden osalta se on kuitenkin vielä alkuvaiheen yhtiö ja niissä yhtiöllä on vielä selvää kehittäväää.

Arvio tuloskasvunopeudesta



EV/EBITDA

10x
2025e

Arvioitu EV

7,3
MEUR

Omistus

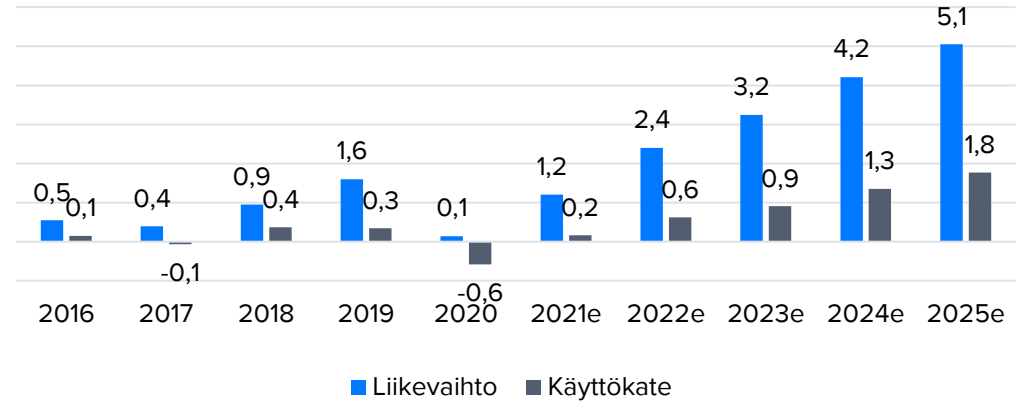
20,8 %
Q4'20

Omistus

2,1
MEUR

Avainluvut ja ennusteet:

Uudet jakelukanavat alkoivat jo osoittaa kasvua, mutta korona varjostaa (MEUR)



Arvoajurit

- Liikevaihdon vahvan kasvun jatkaminen innovatiivisen tuotteen avulla
- Yhtiön sisäisten prosessien kehittäminen
- Tuotannon pullonkaulojen helpottaminen ratkaisuja standardoimalla
- Vahva patentoitu teknologia
- Rahoituksen järjestäminen edullisin ehdoin



Riskitekijät

- Rajatut pääomat
- Pieni myyntitiimi
- Organisaation prosessien epäkypsyys
- Uuden vesiteknologian adoptointi on asiakkaiden parissa erittäin hidasta
- Koronan heikentämä uusmyynti Sofin tarjoamissa teollisuushyödykkeissä



Arvostus

- Määritämme Sofin arvon 10x EV/EBITDA-kertoimella vuoden 2025 käyttökate-ennusteisiimme perustuen
- Merkittävästä ennusteiden epävarmuudesta, yhtiön kehitysvaiheesta ja liiketoiminnan pienestä mittakaavasta johtuen käytämme 20 % vuotuista tuottovaatimusta
- Arvostus erittäin herkkä muutoksille liiketoimintojen kehitysnäkymissä

ResQ Club 1/2

ResQ kehittää ja operoi kuluttajille suunnattua mobiilialustaa, jolla voi pelastaa ylijäämäruokaa

ResQ kehittää ja operoi mobiilialustaa, jonka avulla käyttäjät voivat ostaa ylijäänyttä ravintolaruokaa alennettuun hintaan ja ravintolat voivat saada lisätuloja hukkaan menevästä ruoasta. Sovellus tuo ravintoloille lisätuloja ja uusia asiakkaita sekä kiillottaa yrityksen vastuullisuusbrändiä. Toisaalta asiakas säästää ResQ:n avulla sekä rahaa että aikaa ja saa positiivisia tunteita ekologisesta toiminnastaan. Palveluun liittyminen on osapuolille ilmaista ja ResQ:n tulovirta perustuu %-pohjaiseen komissioon aterian myyntihinnasta.

ResQ Club lanseerattiin Helsingissä helmikuussa 2016 ja Loudspring sijoitti yhtiöön ensimmäistä kertaa saman vuoden toukokuussa. Loudspringin omistusosuus yhtiössä on tällä hetkellä 25,3 %.

Markkinalla on runsaasti kasvumahdollisuuksia, mutta kilpailu kannalta ajoitus on tärkeää

Tyypillisen ravintolan hävikki vastaa 10-20 %:n osuutta kokonaistarjoamasta. ResQ:n arvion mukaan sen liiketoimintamallilla palveltavan markkinan arvo voisi kohota 4 miljardiin euroon pelkästään Euroopassa. Markkinan koko ja mahdollisuus eivät rajoita näkemyksemme mukaan kasvua, vaan pääasiallisena kasvun ajurina ovat toimiva tuote ja yhtiön käytettävissä olevat resurssit.

ResQ:n kaltaisia merkittäviä toimijoita on markkinoilla vain kourallinen ResQ:lla on yhtiön arvion mukaan tällä hetkellä kaksi merkittävää kilpailijaa: tanskalainen TGTG ja ruotsalainen Karma, jotka ovat ResQ:n tavoin kasvaneet parin vuoden aikana huimasti. Erityisesti TGTG on laajasti läsnä Euroopassa 15 eri maassa Keski-, Länsi ja Pohjois-Euroopassa, ja toimii myös useassa kaupungissa USAn itäosilla.

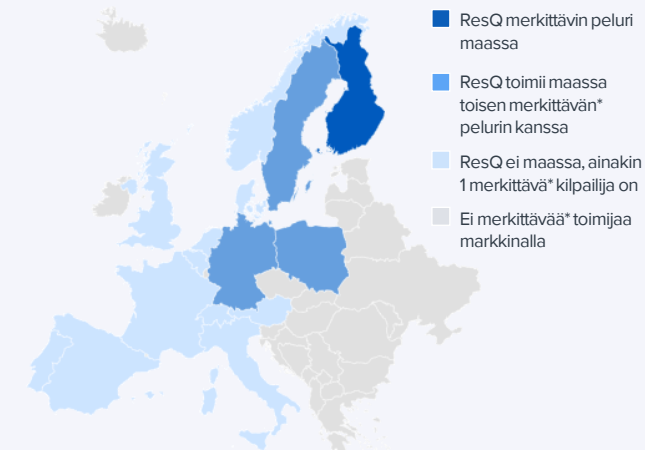
Pidämme ResQ:n asemaa tällä hetkellä erityisen

vahvana Suomessa (läsnä noin 90 kaupungissa) ja osittain myös Ruotsissa (läsnä 10 kaupungissa). ResQ toimii myös Varsovassa Puolassa ja Saksassa Berliinissä.

Arviomme mukaan ResQ:n täytyy lähivuosina avata uusia markkinoita ylläpitääkseen kasvuvauhtiaan. ResQ:n liiketoimintamallin kannalta oleellista on riittävän kuluttaja- ja ravintolamäärän houkuttelu alustalle, jotta sen valikoima ja transaktioiden määrä lisääntyy. Tästä johtuen alueella ensiksi ravintoloita ja käyttäjiä keränneellä yhtiöllä on alueellinen vallihauta, joka kilpailijoiden on vaikea murtaa. Tästä syystä potentiaalisimmat uudet markkina-avaukset tehdään arviomme mukaan alueille, joissa kilpailua ei vielä ole. Arviomme mukaan ResQ:n on vielä löydettävissä uutta markkinaa pienemmistä Länsi-Eurooppalaisista kaupungeista tai Itä-Euroopasta, mutta kansainvälisen kasvun kiihdyttämisen osalta ei ole vielä nähty selviä askelmerkkejä. Nykyisen näkemyksemme mukaan ResQ:n kasvu hidastuu merkittävästi lähivuosien jälkeen.

Ennustamme ResQ:n liikevaihdon kasvavan vuosina 2020-2025e noin 32 % vuodessa. ResQ:n kasvu vaatii vain vähän markkinointipanostuksia, sillä alustan käyttäjien suosittelut tekevät toiminnan aloittamisen jälkeen markkinointityötä ResQ:n puolesta. Erittäin skaalautuvan kasvun myötä arviomme suhteellisen käyttökateen nousevan 50 %:iin vuoteen 2025 mennessä. Loudspring on antanut vuodelle ResQ:n 2021 liikevaihtotavoitteen haarukaksi 2,09-2,50 MEUR, mikä on mielestämme hieman varovainen. Ennusteemme vuodelle 2021 on linjassa liikevaihtotavoitteen yläpään.

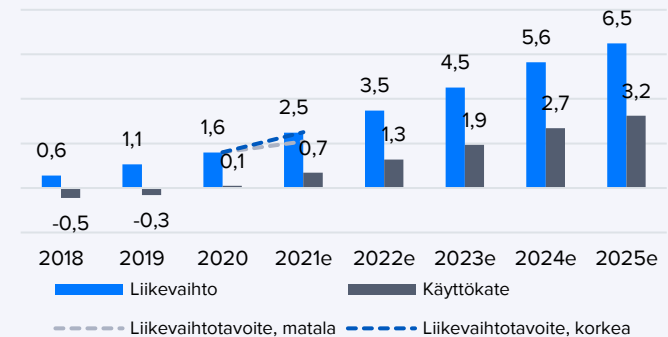
Euroopassa kilpailijat ovat levinneet laajalle



*Merkittävä kilpailija joko Karma tai Too Good To Go (TGTG)

Lähde: Inderesin arvio, Mediatiedot

Ennusteet vuosille 2020-2025



Kasvun ja kannattavuuden ajurit 2020-2025

- Kasvu nykyisissä kaupungeissa etenkin Suomessa ja Ruotsissa
- Operatiivisten kulujen skaalautuminen
- Uudet kaupunkien avaukset Euroopassa

Lähde: Inderes

ResQ Club

Loudspring sijoitti yhtiöön 2016 ja myöhempien rahoituskierrosten myötä sen omistusosuus on noussut 25,3 %:iin.

Yhtiökuvaus

ResQ kehittää ja operoi mobiilialustaa, jonka avulla käyttäjät voivat ostaa ylijäänyttä ravintolaruokaa alennettuun hintaan ja ravintolat voivat saada lisätuloja hukkaan menevästä ruoasta. Päätoimintamaat ovat Suomi, Ruotsi ja Puola.

Liiketoimintamalli

Markkinapaikan liiketoimintamalli perustuu käyttäjän ja tuottajan yhdistämiseen mahdollisimman sujuvasti sekä tästä saatavaan komissioon. Yhtiöllä on omat myyjänsä Suomessa sekä Ruotsissa. Puolassa käytössä on franchising-malli.

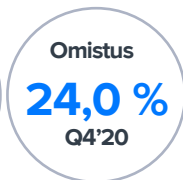
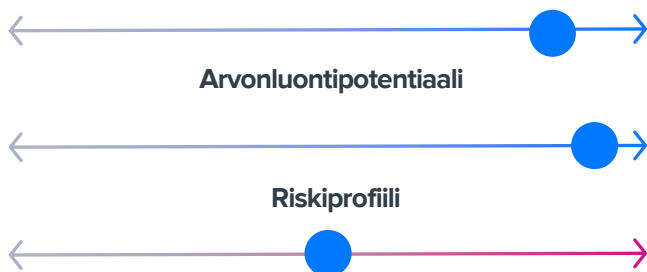
Sijoitustarina

ResQ lanseerattiin helmikuussa 2016. Pian sen jälkeen toteutettu yritysosto Saksaan epäonnistui. Nykyisen johdon alaisuudessa ResQ:n kasvu on Suomessa vuodesta 2018 ollut vakuuttavaa ja samalla pääomatehokasta. Kansainvälinen kasvu on yhtiöltä osin vielä todistamatta.

Kilpailuetu

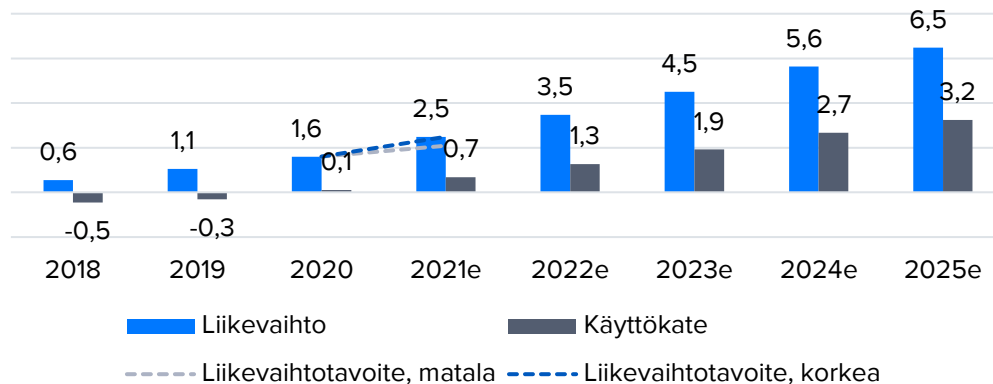
ResQ:n tuotekehitystiimin kehittämä mobiilialusta luo pohjan yhtiön kilpailuedulle. Markkina-asema Suomessa on jo noussut vahvaksi, sillä kasvavat käyttäjämäärät lisäävät alustan arvoa verkoston molemmille puolille.

Arvio tuloskasvunopeudesta



Avainluvut ja ennusteet:

ResQ on siirtymässä Suomessa skaalautuvan kasvun vaiheeseen (MEUR)



Arvoajurit

- Suomessa yhtiö on poikkeuksellisen hyvin sijoitoinut
- Liikevaihdon kasvu skaalautuu nopeasti alariville
- Pääomatehokas laajentumisstrategia
- Kansainvälisen kasvun onnistuminen



Riskitekijät

- Kiristynyt kilpailu
- Koronan mahdollisesti uudelleen heikentämä ravintola-markkina
- Pieni koko ja rajalliset resurssit
- KV-kasvun onnistuminen on vielä todistamatta



Arvostus

- ResQ Clubin kannattavuuden skaalautuminen on vielä alussa, ja nojaamme arvon määrittämisessä EV/Liikevaihto -kertoimeen
- Arviomme ResQ:n hyväksyttävää EV/Liikevaihto -kertoimen tasoa peilaten sitä yhtiön kasvunäkymiin
- Arvostus on erittäin herkkä muutoksille kasvunäkymissä, mutta saa tulevaisuudessa tukea tulos pohjaisista kertomista

Enersize

Enersize parantaa SaaS-ohjelmistolla teollisuuden paineilmajärjestelmien energiatehokkuutta

Enersize keskittyy valmistavan teollisuuden paineilmajärjestelmien energiatehokkuuden parantamiseen. Yhtiön mittaus ja tiedonkeruu-järjestelmän sekä pilvessä sijaitsevan ohjelmiston avulla asiakastehtaan paineilmajärjestelmää voidaan analysoida kokonaisuutena. Yhtiön mukaan analyysin perusteella tehtävien toimenpiteiden energian säästöpotentiaali on 20-50 % riippuen kohteesta ja toimenpiteet parantavat samalla paineilmajärjestelmän toimintavarmuutta.

Enersize sai alkunsa vuonna 2010 Energy-liiketoimintayksikön irtautuessa Rocca Group Oy:stä. Loudspring sijoitti yhtiöön ensimmäistä kertaa samana vuonna. Kesäkuussa 2017 yhtiö listautui Tukholman First North listalle 173 MSEK valuaatiolla keräten annissa varoja sijoittajilta 28 MSEK. Loudspring myi listautumisen jälkeen pienen osan omistuksestaan saavuttaen osuudelle korkean 1030 %:n sijoitustuoton, mutta kaupan pienestä koosta johtuen matalan euromääräisen tuoton.

Enersizen markkina-arvo on laskenut listautumisen jälkeen selvästi, johon syyksi arvioimme listautumisen aikaisista tavoitteista jäämisen. Esimerkiksi vuodelle 2017 Enersize tavoitteli 10 uutta projektia ja vuodelle 2018 28 uutta projektia, mutta vuoden 2017 alun ja toukokuun 2018 välillä yhtiö sai lopulta 10 uutta projektia. Projektien konversio liikevaihtoa kerryttäväksi on ollut samalla hidasta.

Kohdemarkkinat ovat valtavat ja Enersizen kilpailuasema hyvä, mutta kasvu vielä hidasta

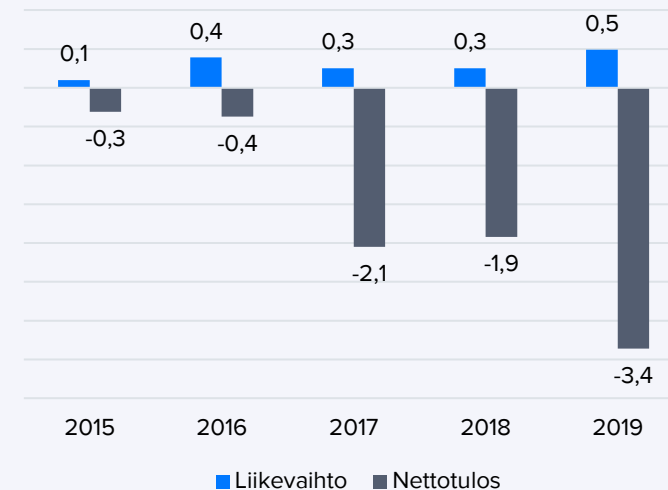
Teollisuuden paineilmajärjestelmät kuluttavat globaalista sähkönkulutuksesta noin 5 % ollen yksi tehtaiden tehottomimmista prosesseista. Noin 90 % tehtaista käyttää paineilmaa ja yhtiön potentiaalisimpia

asiakkaita ovat mm. auto-, teräs-, lasi-, elektroniikka- ja kemianteollisuus. Enersizen tärkeimmät markkinat ovat tällä hetkellä Euroopassa ja Kiinassa.

Enersize kohtaa tällä hetkellä vain vähän kilpailua. Yhtiön mukaan tämä johtuu siitä, että paineilmajärjestelmien OEM-valmistajilla ei ole ollut kannustinta optimoida järjestelmän energian kulutusta, sillä järjestelmän tehostamisen jälkeen paineilman tuottamiseen tarvitaan yleensä vähemmän kompressoreja. Enersize myy ohjelmistoaan hyödyntäen sekä omaa myyntiä, että kumppaneita.

Enersize teki vuonna 2018-2019 tuotekehitystä SaaS-malliin siirtymiseksi, ja tarjoaa tuotettaan SaaS-mallilla. Liiketoiminnan siirtymä on kuitenkin edelleen käynnissä. Enersizen kokonaisliikevaihto yli kaksinkertaistui kasvoi vuoden 2018 0,21 MEUR:sta 0,44 MEUR:oon vuonna 2019. Kasvu tyrehtyi liikevaihdon laskettua lähes 60 % vuoden 2020 ensimmäisellä puoliskolla, mitä selittää SaaS-liikevaihdon vielä toistaiseksi matala osuus yhtiön liiketoiminnasta. Enersize arvioi kuitenkin Q3/2020 raportin yhteydessä toimivansa lähes kokonaan SaaS-mallilla vuoden 2021 alusta alkaen. Pitkällä aikavälillä SaaS-mallin liikevaihdon kasvu vakauttaa Enersizen liikevaihtoa, mikä tukee nähdäksemme Enersizen arvostusta. Vastapainona selvästi tappiollinen tulos (2019 -3,3 MEUR) kuitenkin polttaa yhtiön kassaa matkan varrella merkittävästi. Enersize on viimeksi kerännyt kasvuunsa rahoitusta osakeanneilla vuosina 2019 ja 2020, ja yhtiön osakemäärä on kasvanut noin 30 miljoonasta kappaleesta vuonna 2017 noin 230 miljoonaan kappaleeseen vuoden 2020 lopussa.

Enersizen taloudellinen kehitys 2015-2019, miljoonaa euroa



Lähde: Thomson Reuters

Venture-portfolio

Venture-portfolio yritysten kehitys ollut hidasta

Venture-portfolio useita yrityksiä eri teollisuuden aloilta. Niiden taival on pääsääntöisesti vielä alkuvaiheessa ja lopullinen liiketoimintamalli vasta muotoutumassa, vaikka ne ovat olleet toiminnassa jo pitkään. Yhtiöt ovat Loudspringin sijoituksista keskimäärin heikommin onnistuneita, mikä on alkuvaiheen yrityksissä hyvin tyypillistä vain harvan yhtiön pärjätessä pitkässä juoksussa hyvin.

Arvioimme yhtiöiden tilanteen keskimäärin haastavaksi, emmekä huomioi niille osien summa – laskelmassamme arvoa. Tämä tarkoittaa kuitenkin sitä, että Venture-portfolio yhtiöihin sisältyy postiiivinen optio arvonnoususta. Huomioiden yhtiöiden keskimääräisen arvioimme tämän option realisoitumisen todennäköisyyden pieneksi.

Swap.com

Swap.com on Yhdysvalloissa toimiva online-markkinapaikka käytetyille tavaroille. Loudspring sijoitti yhtiöön vuonna 2010. Kesällä 2020 Yhtiön omistajat (ml. Loudspring) myivät Swap.comista 51 % Swapin logistiikkaa jo aiemmin pyörittäneelle Jay Groupille. Transaktion tavoitteena on saada Swap.com vihdoin kassaviirapositiiviseksi viime vuosien merkittävien tappioiden jälkeen. Transaktion yhteydessä myös Loudspringin aiempi työntekijä Gallizio siirtyi Swapin toimitusjohtajaksi. Loudspring tiedotti 2020 tilinpäätöksensä yhteydessä laskeneensa Swap.comin kirjanpitoarvon nolleen, ja yhtiön arvo on osien summassamme myös nolla.

MetGen

MetGen valmistaa entsyymejä teollisuusprosessien tehostamiseen. Paperi- ja selluteollisuudessa yhtiön entsyymejä voidaan käyttää biopolttoaineiden valmistuksen nopeuttamiseen. Yhtiön vuoden 2019 liikevaihto oli 0,7 MEUR ja tilikauden tulos oli -1,3

MEUR. Yhtiön tappiot ovat viime vuosina syventyneet ja aiempi liikevaihdon kasvu tyrehtyi vuonna 2019 -2 %:iin. Loudspring teki ensimmäisen sijoituksen yhtiöön jo vuonna 2010 ja se omistaa yhtiöstä nykyisin 1,5 %. Arvioimme Loudspringin omistusosuuden arvon vähäiseksi.

Sansox

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

Aurelia Turbines

Aurelia Turbines on kehittänyt uuden mikroturbiinitekniikan hajautettuun sähköntuotantoon. Yhtiön mukaan sen mikroturbiinien hyötysuhde on 30 % parempi kuin markkinoilla olevien ratkaisujen. Yhtiön tuotekehitys on tapahtunut yhteistyössä Lappeenrannan Teknillisen Yliopiston kanssa (LUT). Yhtiö on patentoinut teknologian ja tuotteen sarjatuotanto on hiljattain alkanut. Yhtiö on solminut kolme markkinointikumppanuutta sekä yhden integraattorikumppanuuden. Loudspring omistaa yhtiöstä 0,6 % ja se sijoitti yhtiöön ensimmäistä kertaa vuonna 2014.

Aurelian tuote on vielä hyvin alkuvaiheessa ja sen onnistumistodennäköisyyttä on vaikea arvioida. Markkinan koko on kuitenkin valtava (30 miljardia euroa) ja yhtiön onnistuessa kaupallistamaan teknologiansa potentiaali on korkea. Samalla myös riski on korkea. Vuonna 2019 yhtiöllä ei ollut käytännössä vielä liikevaihtoa ja tilikauden tulos oli noin -3 MEUR. Arvioimme Loudspringin omistusosuuden arvon tällä hetkellä vähäiseksi.

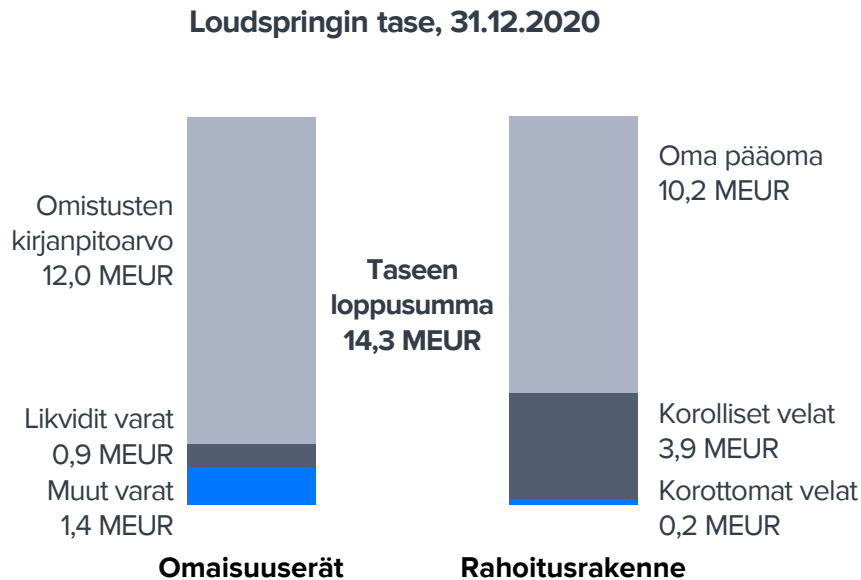
Watty Ab

Loudspringin mukaan Watty on hiljattain (helmikuu 2021) asetettu konkurssiin.

Watty oli ruotsalainen yritys, jonka kehittämän laitteen ja tekoälyä hyödyntävän algoritmin avulla asiakas pystyi tarkkailemaan sähkömittarin takana olevien laitteidensa yksilöllistä energiankulutusta reaaliaikaisesti. Palvelua myytiin Ruotsissa kk-veloitteisena SaaS-palveluna, jonka asennuksesta asiakas maksoi erikseen. Yhtiön kasvu oli pitkään hidasta, vaikkakin vuonna 2017 Watty onnistui onnistunut kasvattamaan palvelunsa käyttäjien määrää. Vuonna 2018 yhtiö keskittyi kertomansa mukaan markkinoiden avaamiseen yhdessä eurooppalaisten energia-alan toimijoiden kanssa. Toiminta ajautui nähdäksemme kuitenkin viime vuosien aikana kriittiseen tilaan.

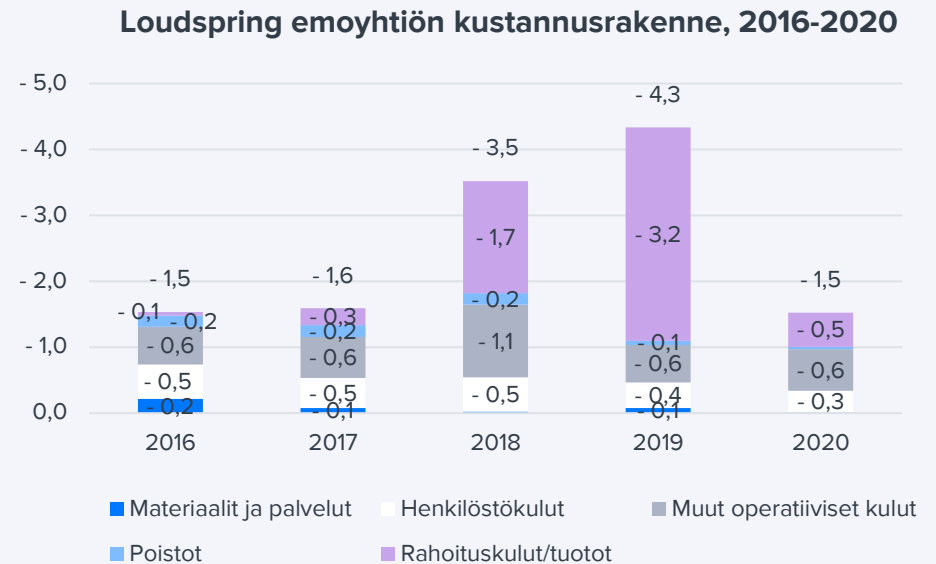
Taloudellinen tilanne

Loudspringin taseessa ei ole tällä hetkellä merkittävää liikkumavaraa lisäsjoitusten tekemiseksi



- Loudspringin taseen omaisuserät painottuvat omistuksien kirjanpitoarvoon
- Likvidit varat ovat alle 1 MEUR, mikä indikoi lisärahoituksen tarvetta vuoden 2021 aikana operatiivisten kulujen kattamiseksi tai mahdollisten lisäsjoitusten tekemiseksi
- Rahoitusrakenne on enimmäkseen omaa pääomaa alle kolmannes on velkaa, mutta ilman omistuksilta tulevaa kassavirtaa velan osuuden kasvattaminen voi olla haastavaa

Loudspringin konserniyhtiön operatiiviset kulut ovat olleet laskutrendissä



- Loudspringin emoyhtiön kustannukset ilman rahoituskuluja ja -tuottoja tai poistoja ovat laskeneet selvästi viime vuosina
 - 2016-2018 keskimäärin noin 1,4 MEUR vuodessa
 - 2019-2020 keskimäärin noin 1,0 MEUR vuodessa

Sijoitusprofiili

1.

Hajautettu portfolio luonnonvaroja säästäviä yhtiöitä

2.

Vahvat trendit portfolio kohdemarkkinoiden kasvun taustalla

3.

Skaalautuvat liiketoimintamallit portfolio yhtiöissä

4.

Portfolio kehitysvaiheesta johtuen korkeat riskit, mutta onnistuessa myös suuri potentiaali

5.

Portfolioyhtiöiden negatiivinen kassavirta syö pääomia, kunnes liiketoiminta kasvaa ja kypsyy

Potentiaali



- Kasvavat markkinat, joiden kasvua tukee vahva luonnonvarojen säästämisen trendi
- Skaalautuva liiketoiminta ja onnistuessa suuri tulospotentiaali
- Portfolioyhtiöiden liiketoiminnan kasvu, joka voi olla parhaassa tapauksessa erittäin voimakasta
- Omistusosuuden kasvatus houkuttelevilla arvostustasoilla

Riskit



- Portfolio vielä keskimäärin varhainen kehitysvaihe kasvattaa tulevaisuuden ennustamisen epävarmuutta
- Portfolio syö negatiivisen kassavirran kautta pääomia, mikä voi tarvittavien rahoituskerroksien kautta pienentää Loudspringin omistusta tai vaatia Loudspringin omistajilta uutta pääomaa
- Portfolio näkymien muutokset voivat vaikuttaa merkittävästi kasvuun nojaaviin hyväksytyihin arvostustasoihin

Arvonmääritys 1/2

Nojaamme arvonmäärityksessä osien summaan

Loudspringin arvo muodostuu pitkälti sen omistamien portfolioyhtiöiden arvosta. Tästä johtuen arvioimme kunkin portfolioyhtiön arvoa erikseen. Loudspring ei tällä hetkellä julkaise portfolioyhtiöiden nettovelkoja, ja olemme arvioineet niiden suuruuden pohjautuen vuoden 2019 julkaistujen yhtiökohtaisten tilinpäätösten tietojen ja vuoden 2020 aikana toteutettujen rahoitusjärjestelyjen perusteella. Huomioimme osien summan osakemäärässä arvioimme mukaan todennäköisesti käytettävät optiot, mutta näiden vaikutus ei ole kokonaisuutena merkittävä.

Huomioimme osien summa –laskelmassa lisäksi Loudspring-emyoyhtiön konsernikulut, jotka kuluttavat yhtiön kassaa. Konsernikulut ovat olleet viime vuosina laskusuunnassa. Vuoden 2020 osalta materiaali ja palvelukulut, henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut olivat yhteensä noin 1,0 MEUR. Oletamme konsernikulujen laskevan hieman tulevaisuudessa johtuen henkilöstömäärän vähenemisestä kohti 0,7 MEUR:oa, ja 20 % diskonttokorolla arvioimme niiden vaikutuksen käypään arvoon olevan noin -3,5 MEUR. Arvioimme mukaan konsernin henkilöstöllä ja siten konsernikuluilla on portfolioyhtiöiden kehitystä tukeva vaikutus, jonka olemme vastaavasti huomioineet portfolioyhtiöiden näkymissä ja arvonmäärityksessä.

Arvioimme Eaglen käypää arvoa segmenttikohtaisesti

Eagle Filtersin hengityssuojain-liiketoiminnan lähivuosien odotuksissamme on merkittävää vuosikohtaista vaihtelua johtuen koronapandemian aiheuttamasta kysyntäpiikistä. Tästä syystä nojaamme sen arvostuksessa lyhyellä tähtäimellä kassavirtoihin. Olemme optimistisia maskiliiketoiminnan kehityksen suhteen saatujen CE-merkintöjen myötä, mutta liiketoiminnan merkittävästä epävarmuudesta johtuen nostamme tuottovaatimuksen 20 %:iin. Maskiliiketoiminnan liikevaihtotason hahmottuessa sopimusten tai liikevaihdon kautta myös riskitaso laskee. Siten näemme tuotto-vaatimuksen asteittain

laskevan liiketoiminnan kehityksen ja ennustetarkkuuden parantumisen myötä kohti 15 %:ia. Markkinan tasaantuminen tulee arvioimme mukaan vaikuttamaan maskien myyntihintoihin ja sitä kautta myyntikatteisiin. Odotamme kuitenkin Eaglen pystyvän vakiinnuttavan maskiliiketoimintansa pitkin sopimuksin noin 3 MEUR liikevaihdon tasolle vuodesta 2023 eteenpäin.

Arvioimme Eaglen turbiiniliiketoiminnan käyvän arvon vastaavan noin 10x EV/EBITDA kerrointa liiketoiminnan kypsyessä ja näyttäessä vakaata kasvua. Vastaavia investointihyödykkeitä valmistavien yhtiöiden keskipitkän aikavälin arvostuskertoimet ovat noin 8x-12x EV/EBITDA. Vaikka useat näistä yhtiöistä ovat merkittävästi Eaglea suurempia ja vakaampia, on Eaglen kasvupotentiaali näitä yhtiöitä korkeampi. Tulospohjaisen kertoimen määrää lopulta kuitenkin kasvuvauhti. Vakaan ja nopean kasvun vaiheessa tuloskerroin voisi nousta selkeästi haarukkaamme ylemmäs, mutta tästä Eaglen näytöt ovat vielä vähäiset. Liiketoiminnan kehitysvaiheesta johtuen peilaamme arvostuksessamme vuodelle 2025 ennustamaamme käyttökatteeseen. Merkittävästä ennusteiden epävarmuudesta, yhtiön kehitysvaiheesta ja liiketoiminnan pienestä mittakaavasta johtuen käytämme arvonmäärityksessä korkeaa 15 % vuotuista tuottovaatimusta.

Nojaamme Enersizen arvostusnäkyksessämme markkinaan

Enersizen osuus arviostamme Loudspringin osien summasta on alle 10 %. Johtuen yhtiön pienestä vaikutuksesta Loudspringin arvostukseen, nojaamme Enersizen arvostuksessa osakemarkkinoiden näkemykseen. Arvioimme mukaan markkinasta poikkeavan näkemyksen ottaminen Enersizen osalta ei vaikuttaisi oleellisesti näkemykseemme Loudspringin käyvästä arvosta. Enersizen, markkina-arvo on laajan raportin julkaisuhetkellä 6,2 MEUR ja Loudspringin omistuksen arvo 1,2 MEUR.

Eagle Filters arvonmäärityksen yhteenveto

Segmentti	2025	Nykyhetki
Turbiinit	8,5	4,3
Maskit		4,1
= EV total		8,4
+ Nettokassa (arvio)	-0,2	-0,1
+ Kassan muutos (arvio)	-0,3	-0,1
Mcap 100%		8,2
x Louds. omistus		85,2 %
= Mcap LS		7,0

Eagle Filters maskiliiketoiminnan kassavirtalaskelma

Maskien tuotanto	2021	2022	2023	2024	TERM
Kpl/päivä	22000	18000	12000	12000	
Tuotantopäivää	300	300	300	300	
Hinta/kpl	1,00	0,90	0,85	0,80	
Liikevaihto (MEUR)	6,6	4,9	3,1	2,9	
Myyntikate	2,6	1,9	1,3	1,1	
Myyntikate-%	40 %	39 %	41 %	38 %	
Opex (työvoima, sähkö, tilavuokra)	-0,9	-0,7	-0,4	-0,4	
EBITDA	1,7	1,2	0,9	0,7	
EBITDA-%	26 %	25 %	29 %	24 %	
Koneinvestointi (MEUR)	-0,5				
Käyttöpääoman kehitys	-0,6	0,2	0,2	0,0	
Kassavirta (MEUR)	0,6	1,4	1,1	0,7	3,9
NPV (MEUR)	4,1				
WACC	20 %				

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/2

Sofin arvomäärityksessä nojaamme vuoden ennustettuun 2025 kannattavuuteen

Sofi tuottaa investointihyödykkeitä teollisten toimijoiden tarpeisiin. Sofin liiketoimintamallissa on mielestämme vastaavia piirteitä kuin investointihyödykkeitä tuottavilla teollisilla yhtiöillä kuten esimerkiksi Metso Outotecillä tai Valmetilla. Näitä yhtiöitä hinnoitellaan noin 8-12x EV/EBITDA –kertoimella lähivuosille. Vaikka nämä yhtiöt ovat merkittävästi Sofia suurempia ja vakaampia, on Sofin kasvupotentiaali näitä verrokkiyhtiöitä merkittävästi korkeampi. Arvioimme Sofin käyvän arvon vastaavan noin 10x EV/EBITDA kerrointa liiketoiminnan kypsyyssä ja näyttäessä vakaampaa kasvua. Tulospohjaisen kertoimen määrää lopulta kuitenkin kasvuvauhti. Vakaan ja nopean kasvun vaiheessa tuloskerroin voisi nousta selkeästi haarukkaamme ylemmäs, mutta tästä Eaglen näytöt ovat vielä vähäiset.

Sofin kehitysvaiheesta johtuen katsomme arvostuksessamme vuodelle 2025 ennustamaamme käyttökatteeseen. Merkittävästä ennustuiden epävarmuudesta, yhtiön kehitysvaiheesta ja liiketoiminnan pienestä mittakaavasta johtuen käytämme arvonnäärityksessä korkeaa 20 % vuotuista tuottovaatimusta. Arvioimme Sofin markkina-arvoksi vuoden 2025 käyttökatteella ja 10x EV/EBITDA –kertoimella noin 10 MEUR, ja Loudspringin omistuksen arvoksi 2,0 MEUR. Kassan muutoksen laskennassa käytämme rahavirran arviona käyttökateen vähennettynä viidesosalla vuosien 2020-2025 liikevaihdon kasvusta, joka sitoutuisi arvioissamme varastoon ja myyntisaamisiin.

Nojaamme ResQ:n arvostuksessa kasvuun ja liikevaihtokertoimiin

ResQ:n liiketoiminnan ollessa vielä selvässä kasvuvaiheessa normalisoitu kannattavuustaso saavutetaan vasta tulevaisuudesta. Tästä johtuen nojaamme ResQ Clubin arvon määrityksessä EV/Liikevaihto –kertoimeen. Arvioimme ResQ:n hyväksyttävän EV/Liikevaihto kertoimen olevan vuoden

2021e liikevaihtoennusteellemme noin 8x, huomioiden ennusteemme 48 % keskimääräisestä liikevaihdon kasvuvauhdista vuosille 2021-2022. Kerroin on absoluuttisesti hyvin korkea, mutta mielestämme perusteltavissa yhtiön vahvoilla kasvunäytöillä, lähivuosien kasvunäkymällä ja liiketoimintamallin korkealla skaalautuvuudella. Tarkastelemme hyväksyttävää arvostuskerrointa ResQ:n kasvun edetessä ja kasvunopeuden muutoksiin nojaten. Arvioimme ResQ:n markkina-arvoksi 8x EV/Liikevaihtokertoimella ja vuodelle 2021 ennustamallamme liikevaihdolla noin 19 MEUR, ja Loudspringin omistuksen arvoksi 4,7 MEUR.

Määritämme Nuukan arvoa liikevaihtokertoimiin ja kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään nojaten

Nuukan ansaintalogiikka on SaaS- yhtiölle tyypillinen, eli sen asiakkuuksien kassavirta on aluksi negatiivinen myynnin ja pilotoinnin kustannuksista johtuen. Vasta jatkuvan laskutuksen kerryttämä tulo kääntää asiakkuuden voitolliseksi. Tästä johtuen tulospohjaiset kertoimet soveltuvat käyttöön heikosti, ja nojaamme arvostuksessa liikevaihtokertoimiin. Arvioimme liikevaihtokertoimen tasoa kannattavuuden (käyttökate-%) ja liikevaihdon kasvun summaan nähden kasvutarinan edetessä.

Liiketoiminnan kehitysvaiheesta johtuen nojaamme Nuukan arvonnäärityksessä vuoteen 2025. Nykyennusteillamme vuosina 2020-2025e Nuuka kasvattaisi liikevaihtoaan 35 % vuosittain 5,8 MEUR:oon. Vuoden 20205 kasvun (27 %) ja kannattavuuden (5 %) summa 32 % puoltaisi noin 4x EV/Liikevaihtokerrointa, huomioiden Nuukan vielä vuonna 2025 pieni kokoluokka. Merkittävästä ennusteiden epävarmuudesta ja liiketoiminnan pienestä mittakaavasta johtuen käytämme korkeaa 15 % vuotuista tuottovaatimusta arvonnäärityksessä. Edellä mainituin oletuksin arvioimme Nuukan käyväksi arvoksi noin 12 MEUR, ja Loudspringin omistuksen arvoksi 5,0 MEUR. Arvioimme huomioiden käyttökateen avulla arvioidun kassanmuutoksen vuoteen 2025.

ResQ:n arvonnäärityksen yhteenveto

Valuaatio	Nykyhetki
Liikevaihto 21e	2,5
x EV/Liikevaihto	8
= EV	19,8
+ Nettokassa (arvio)	-0,4
= Mcap 100%	19,4
x LS omistus	24,0 %
= Mcap LS	4,7

Sofin arvonnäärityksen yhteenveto

Valuaatio	2025e	Nykyhetki
EBITDA	1,77	
EV/EBITDA	10,0	
= EV total 2025e	17,7	7,3
+ Nettokassa (arvio)	2,2	0,9
+ Kassan muutos (arvio)	3,8	1,6
= Mcap 100%	9,8	
x LS omistus		20,8 %
= Mcap LS	2,0	

Nuukan arvonnäärityksen yhteenveto

Valuaatio	2025e	Nykyhetki
Liikevaihto	5,8	
x EV/S	4,0	
= EV total	23,4	11,8
+ Nettokassa (arvio)	1,8	0,9
+ Kassan muutos (arvio)	-2,4	-1,2
Mcap 100%	22,8	11,6
x LS omistus		42,3 %
= Mcap LS	4,9	

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Nuuka verrokkiryhmä Yhtiö	Osakekurssi	Yritysarvo MEUR	EV/S		EV/EBITDA		Lv:n kasvu-%		EBITDA-%		Rule of 40
			2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2022e
Efecte Oyj	13,30	76	4,7	4,0	75,7	37,9	11 %	18 %	6 %	10 %	28 %
Basware Oyj	36,70	571	3,6	3,3	27,0	19,0	3 %	12 %	13 %	17 %	29 %
Leaddesk Oyj	33,40	164	6,3	5,1	41,0	32,8	86 %	23 %	15 %	16 %	39 %
Admicom Oyj	110,00	549	21,1	18,3	45,7	36,6	18 %	15 %	46 %	50 %	65 %
Heeros Oyj	7,10	30	3,4	3,0	15,1	10,1		11 %	22 %	30 %	41 %
Lime Technologies AB (publ)	487,50	653	16,4	14,2	48,4	41,5	18 %	15 %	34 %	34 %	50 %
Nuuka Solutions		12	6,3	4,5	neg.	neg.	44 %	39 %	-36 %	-22 %	18 %
Keskiarvo		340	9,2	8,0	42,1	29,6	27 %	16 %	23 %	26 %	42 %
Mediaani		356	5,5	4,5	43,4	34,7	18 %	15 %	19 %	24 %	40 %
Erotus-% vrt. mediaani		-97 %	15 %	0 %			152 %	155 %	-293 %	-192 %	-56 %

ResQ verrokkiryhmä Yhtiö	Osakekurssi	Yritysarvo MEUR	EV/S		EV/EBITDA		Lv:n kasvu-%	
			2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Delivery Hero SE	113,5	24 527	5,4	3,8			81 %	43 %
Ocado Group PLC	2 401,0	21 606	7,0	6,0	219,8	104,5	14 %	17 %
Just Eat Takeaway.com NV	83,1	12 913	4,4	3,6	47,0	33,2	26 %	24 %
DoorDash Inc	189,2	55 144	17,8	14,0	276,9	165,4	31 %	27 %
ResQ		20	8,0	5,7	29,1	15,6	55 %	40 %
Keskiarvo		28547	8,6	6,8	181,3	101,0	38 %	28 %
Mediaani		23066	6,2	4,9	219,8	104,5	29 %	26 %
Erotus-% vrt. mediaani			30 %	17 %	-87 %	-85 %	91 %	56 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	EPS (raportoitu)	-0,13	-0,14	-0,03	-0,02	-0,01
Käyttökate	-1,6	-0,7	-0,8	-0,5	-0,7	EPS (oikaistu)	-0,13	-0,14	-0,03	-0,02	-0,01
Liikevoitto	-1,8	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	Operat. kassavirta / osake	-0,08	-0,03	0,02	-0,02	-0,01
Voitto ennen veroja	-3,4	-4,2	-1,3	-0,9	-0,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,08	-0,08	0,02	-0,02	-0,01
Nettovoitto	-3,4	-4,2	-1,3	-0,9	-0,6	Omapääoma / osake	0,41	0,22	0,24	0,22	0,20
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	12,7	10,5	14,3	14,6	14,6	Liikevaihdon kasvu-%	145 %	187 %	-9 %	8 %	0 %
Oma pääoma	10,8	6,6	10,2	9,3	8,7	Käyttökateen kasvu-%	36 %	-53 %	8 %	-36 %	44 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	34 %	-48 %	-10 %	-15 %	3 %
Nettovelat	1,4	3,1	3,3	4,2	4,8	EPS oik. kasvu-%	124 %	8 %	-78 %	-33 %	-36 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	-2186 %	-356 %	-425 %	-250 %	-361 %
Käyttökate	-1,6	-0,7	-0,8	-0,5	-0,7	Oik. Liikevoitto-%	-2465 %	-448 %	-443 %	-350 %	-360 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,5	-0,5	1,5	-0,2	0,0	Liikevoitto-%	-2465 %	-448 %	-443 %	-350 %	-360 %
Operatiivinen kassavirta	-2,0	-1,0	0,8	-0,7	-0,6	ROE-%	-20,4 %	-47,6 %	-15,9 %	-9,2 %	-6,4 %
Investoinnit	-0,1	-1,4	0,1	0,0	0,0	ROI-%	-9,9 %	-8,1 %	-6,8 %	-4,9 %	-5,1 %
Vapaa kassavirta	-2,1	-2,4	0,8	-0,8	-0,6	Omavaraisuusaste	85,5 %	62,9 %	71,4 %	63,9 %	59,7 %
						Nettovelkaantumisaste	13,1 %	46,2 %	31,8 %	44,7 %	54,8 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Thorcel Investments Oy			6,9 %			EV/Liikevaihto	>100	62,9	>100	>100	>100
Jarkko Joki-Tokola			5,2 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Rausanne Oy			5,0 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Lassi Noponen			4,9 %			P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Malaja Invest Oy			4,0 %			P/B	0,8	1,5	1,9	1,9	2,1
Väätäjä Ville Valtteri			3,0 %			Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	8,0	13,4	13,2	13,3	13,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	6,6	12,0	12,0	12,0	12,0
Muut sijoitukset	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
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	2,4	0,9	1,3	1,3	1,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,3	0,2	0,6	0,6	0,6
Likvidit varat	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Taseen loppusumma	10,5	14,3	14,6	14,6	14,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	6,6	10,2	9,3	8,7	7,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-13,4	-14,8	-15,7	-16,3	-17,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Muu oma pääoma	18,0	23,0	23,0	23,0	23,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	0,9	1,2	2,3	2,9	3,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	1,0	1,9	2,5	3,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	10,5	14,3	14,6	14,6	14,8

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/02/2019	Vähennä	0,44 €	0,44 €
01/04/2019	Vähennä	0,34 €	0,35 €
26/04/2019	Vähennä	0,37 €	0,38 €
31/05/2019	Vähennä	0,39 €	0,38 €
02/09/2019	Vähennä	0,39 €	0,40 €
30/09/2019	Lisää	0,35 €	0,33 €
18/10/2019	Vähennä	0,35 €	0,38 €
03/11/2019	Vähennä	0,34 €	0,36 €
20/12/2019	Vähennä	0,32 €	0,31 €
01/03/2020	Vähennä	0,31 €	0,34 €
07/04/2020	Vähennä	0,27 €	0,27 €
15/05/2020	Vähennä	0,32 €	0,31 €
01/09/2020	Vähennä	0,36 €	0,39 €
02/11/2020	Lisää	0,36 €	0,32 €
..... <i>Analyytikko vaihtuu</i>			
23/02/2021	Myy	0,28 €	0,41 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**