

# Fellow Finance

## Sijoitustutkimus

9/2018

*Taaleri Oyj omistaa Fellow Financessa ennen osakeantia 45,7 %. Taaleri on myös Inderes Oy:n vähemmistöomistaja (15 %). Inderes on tehnyt Fellow Financen kanssa sopimuksen tämän tutkimusraportin laatimisesta.*

inde  
res.

# TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen Fellow Finance Oyj:stä ("Yhtiö").

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

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

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

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

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

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

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

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

# Sijoitustutkimus: Fellow Finance

Fellow Finance on vertaislaina-alusta, jolla on erittäin skaalautuva liiketoimintamalli, kunnianhimoinen ja selkeä kasvustrategia sekä vahvat näytöt kannattavasta kasvusta Suomessa. Lisäksi yhtiön liiketoiminnassa on alustayhtiölle tyypillisiä verkostovaikutuksia. Nyt yhtiö tavoittelee Suomessa saavutetun menestyksen skaalaamista Euroopassa ja alustalla välitettyjen lainavolyymien moninkertaistamista strategiakaudellaan 2018-2023. Vaikka kansainvälistymisstrategian onnistumiseen liittyy vielä merkittäviä riskejä, on osakkeen tuotto/riski -suhde listautumishinnalla erittäin houkutteleva huomioiden merkittävä arvonluontipotentiaali kasvun realisoituessa.

## Pohjoismaiden suurin vertaislaina-alusta

Fellow Financen on vuonna 2013 perustettu ja vuonna 2014 toimintansa aloittanut joukkorahoitus- ja vertaislaina-alusta, joka yhdistää rahoitusta tarvitsevat yksityishenkilöt ja yritykset sijoittajien kanssa. Yhtiö välittää tällä hetkellä kuluttajien vertaislainojen lisäksi lainamutoista joukkorahoitusta sekä laskurahoitusta (factoring) yrityksille. Sijoittajille alusta tarjoaa mahdollisuuden sijoittaa hajautetusti vaihtoehtoiseen omaisuusluokkaan, joka on historiallisesti tarjonnut hyvän tuotto/riski -suhteen. Fellow Finance on sijoittajaprofiililtaan täysiverinen kasvuyhtiö. Yhtiö on läpi historiansa kasvanut erittäin voimakkaasti (2015-2018e CAGR 45 %) ja sen alusta on osoittanut toimivuutensa Suomessa.

## Skaalautuva liiketoimintamalli mahdollistaa erittäin hyvän kannattavuuden ja pääoman tuoton

Fellow Financen erottaa tyypillisistä alkuvaiheen teknologiayhtiöistä se, että yhtiön alusta on osoittanut skaalautuvuutensa jo Suomessa ja tämän ansiosta yhtiö on jo tässä vaiheessa kasvustrategiaansa erittäin kannattava (2017-2018e EBIT-% 29-27 %). Yhtiön liiketoimintamallissa on sijoittajan olennaista huomioida, että hyvin skaalautuvan kulurakenteen lisäksi myös yhtiön tase on erittäin hyvin skaalautuva, sillä lainojen välitysluottoiminta sitoo hyvin rajallisesti pääomaa.

## Kasvustrategia nojaa kansainvälistymisen onnistumiseen

Fellow Financen strategia tähtää voimakkaaseen ja kannattavaan orgaaniseen kasvuun niin Suomessa kuin kansainvälisesti. Rahoitusmarkkinoiden murroksen ansiosta yhtiön markkinat kasvavat tällä hetkellä erittäin voimakkaasti ja markkinan absoluuttinen koko ei tule toimimaan pullonkaulana yhtiön kasvuille. Yhtiön strategiakausi voidaan jakaa kahteen osaan, missä 2018-2020 luodaan kansainvälisen kasvun perusta uusien toimintamaiden avauksilla ja 2021-2023 lainavolyymeja lähdetään kasvattamaan voimakkaasti. Strategiaan liittyvät riskit painottuvatkin strategiakauden loppupuolelle, sillä lähivuosien kasvu nojaa vielä vahvasti Suomen liiketoiminnan hyvän kehityksen jatkumiseen. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan voimakkaana (2018-2023 CAGR 37 %), mutta liiketoiminnan skaalautuvuus jää strategiakaudella vielä kasvupanostusten alle etenkin vuosina 2021-2022 (EBIT-% 20-23 %). Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 61 MEUR:oon vuonna 2023, mikä jää selvästi yhtiön oman tavoitteen (80 MEUR) alle.

## Osakkeen tuotto/riski -suhde erittäin houkutteleva listautumishinnalla

Listautumisannin arvostuksella (45 MEUR) Fellow Financen 2018e-2019e P/E-kertoimet ovat 28x ja 18x ja vastaavat EV/Liikevaihto-kertoimet 4,8x ja 3,5x. Huomioiden Fellow Financen historiallisen kasvun, tulevien vuosien kasvunäkymät sekä vahvan kannattavuuden, ovat arvostuskertoimet hyvin maltillisia. Kertoimet ovat myös selvästi alle listattujen verrokkiyhtiöiden tason. Olemme painottaneet arvonmäärittämissämme DCF-laskelmaa, verrokkiryhmän kertoimia sekä osien summa -laskelmaa, joiden mukainen yhtiön osakekannan arvo ennen listautumisaikaa on 66 MEUR. Vaikka yhtiö tulee jatkamaan voimakasta kasvuaan myös Suomessa, ei tämä kasvu itsessään riitä perustelemaan näkemystämme yhtiön käyvästä arvosta.

## Analyytikot

Atte Riikola

+358 44 5934500

atte.riikola@inderes.fi



Sauli Vilén

+358 44 025 8908

sauli.vilen@inderes.fi



## Arvostus

Inderesin arvio osakekannan arvosta ennen listautumisaikaa:

**66 MEUR (37-102 MEUR)**

Osakeannin arvostus:

**45 MEUR**

## Avainluvut listautumishinnalla

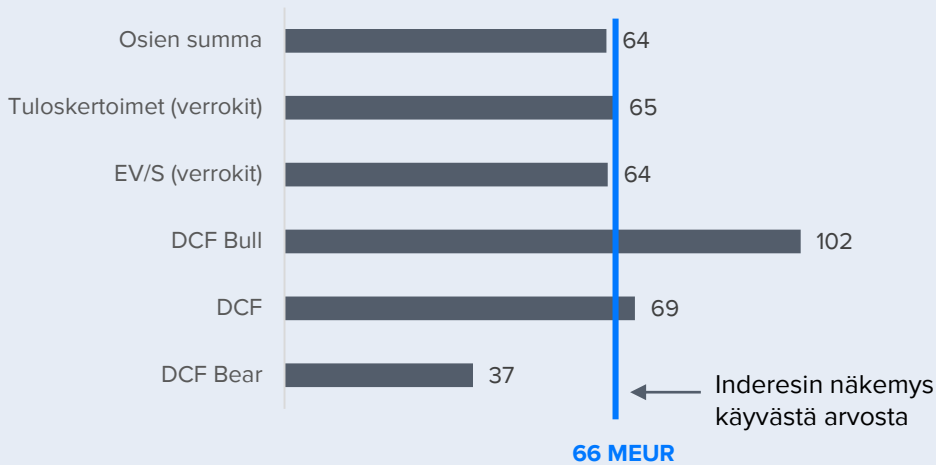
	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	8,7	12,3	16,5	21,2
- kasvu-%	55 %	42 %	34 %	29 %
Liikevoitto oik.	2,5	3,4	4,6	5,8
- Liikevoitto-% oik.	28,8 %	27,3 %	27,7 %	27,4 %
Tulos ennen veroja	1,2	2,0	3,2	4,5
Nettotulos	1,1	1,6	2,6	3,6

Välitetyt lainat	99,0	174,6	256,6	353,3
- kasvu-%	122 %	76 %	47 %	38 %

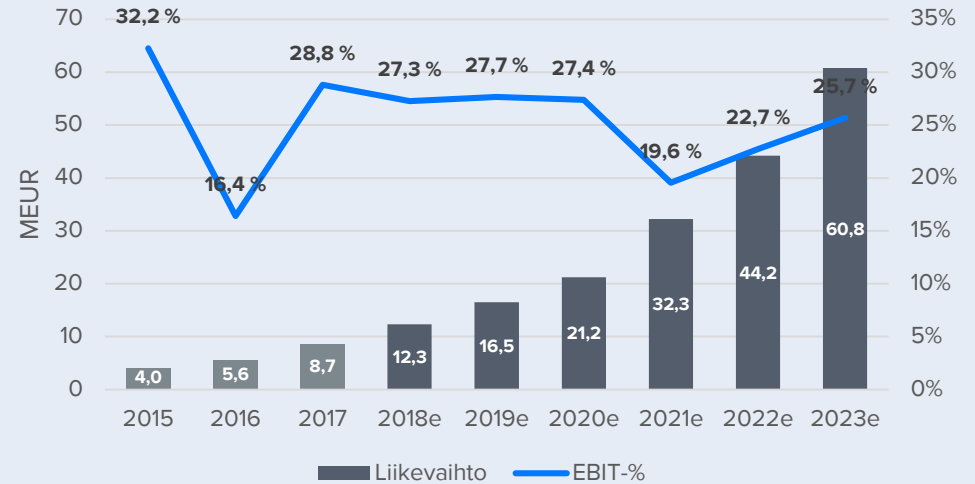
P/E (oik.)	41,5	28,4	17,5	12,6
EV/EBIT (oik.)	24,2	17,7	12,8	9,8
EV/EBITDA	21,0	15,9	11,8	9,0
EV/Liikevaihto	7,0	4,8	3,5	2,7
Osinkotuotto-%	1,1 %	1,1 %	1,7 %	2,4 %

Lähde: Inderes

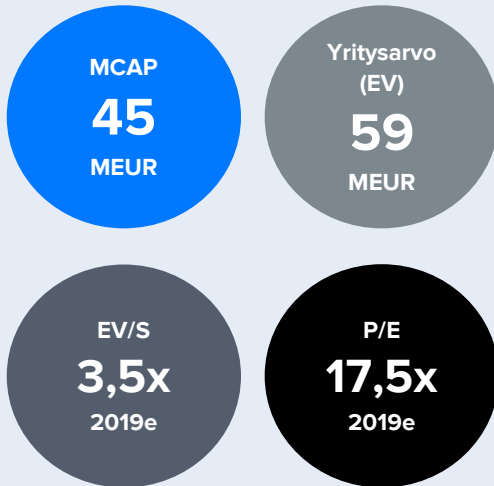
## Osakekannan arvo eri menetelmillä ("pre money")



## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Arvostus listautumishinnalla



### Arvoajurit

- Kasvu nykyisissä tuotteissa ja markkinoissa
- Alustan skaalaaminen uusiin toimintamaihin
- Erittäin skaalautuva liiketoimintamalli ja verkostovaikutukset mahdollistavat erinomaisen kannattavuuden
- Yhtiöllä vahvat näytöt kasvusta Suomessa



### Riskitekijät

- Kansainvälistymisessä epäonnistuminen
- Taloustilanteen heikentyminen
- Markkinan muutokset ja kilpailun kiristyminen nuorella toimialalla
- Toimialan maineeseen ja sääntelyyn liittyvät riskit
- Alustan teknologiaan liittyvät luottotappio- ja IT-riskit



### Arvostus

- Arvostuskertoimet houkuttelevia suhteessa kasvunäkymiin
- Tuotto-odotus erittäin hyvä kasvun realisoituessa
- Yhtiön arvostus alle verokkien, mikä ei mielestämme ole perusteltua huomioiden yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiili
- Arvo nojaa vahvasti kasvuun, joten yhtiön riskiprofiili on korkea

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus</b>	<b>s. 6-9</b>
<b>Liiketoimintamalli</b>	<b>s. 10-15</b>
<b>Sijoitus- ja riskiprofiili</b>	<b>s. 16-21</b>
<b>Markkinat ja kilpailu</b>	<b>s. 22-29</b>
<b>Strategia</b>	<b>s. 30-34</b>
<b>Historiallinen kehitys</b>	<b>s. 35-37</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 38-43</b>
<b>Arvonmääritys</b>	<b>s. 44-49</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 50-56</b>
<b>Vastuuvapauslauseke</b>	<b>s. 57</b>

# Yhtiökuvaus 1/2

## Yhtiökuvaus

### Pohjoismaiden suurin vertaislaina-alusta

Fellow Financen on vuonna 2013 perustettu ja vuonna 2014 toimintansa aloittanut joukkorahoitus- ja vertaislaina-alusta, joka yhdistää rahoitusta tarvitsevat yksityishenkilöt ja yritykset sijoittajien kanssa. Yhtiö välittää tällä hetkellä kuluttajien vertaislainojen lisäksi lainamuotoista joukkorahoitusta sekä laskurahoitusta (factoring) yrityksille. Lisäksi yhtiö tarjoaa lainanhakijoille lainaturvavakuutuksia, joita yhtiö myy AXA:n vakuutusedustajana. Sijoittajille alusta tarjoaa mahdollisuuden sijoittaa hajautetusti vaihtoehtoiseen omaisuusluokkaan, joka on historiallisesti tarjonnut erittäin hyvän tuotto/riski -suhteen. Sijoittajilla on myös mahdollisuus myydä omistamiaan lainasaamisia muille sijoittajille alustan jälkimarkkinapaikalla.

Yhtiö on elokuun 2018 loppuun mennessä välittänyt lainoja yhteensä noin 295 MEUR:lla ja välitetyllä lainavolyymilla mitattuna yhtiö on Pohjoismaiden suurin lainamuotoinen joukkorahoitus- ja vertaislaina-alusta. Lainavolyymien nopea kasvu on näkynyt myös yhtiön liikevaihdossa ja tuloksessa. Yhtiö teki vuonna 2017 8,7 MEUR:n liikevaihdolla 2,5 MEUR:n liikevoiton (EBIT-% 28,8 %) ja tänä vuonna yhtiö on ohjeistanut liikevaihtonsa olevan yli 12 MEUR ja liikevoiton asettuvan 3,1-3,6 MEUR:n haarukkaan.

Yhtiö toimii tällä hetkellä Suomen lisäksi Puolassa, Saksassa ja Ruotsissa ja palvelua on tarkoitus laajentaa tulevina vuosina uusin maihin Euroopassa. Finanssivalvonta myönsi yhtiölle maksulaitoksen toimiluvan joulukuussa 2017, mikä helpottaa toiminnan skaalaamista Euroopassa.

Fellow Financen tytäryhtiö Lainaamo tarjoaa

kiinteäkorkoisia vakuudettomia kulutusluottoja oman brändinsä alla, joita hallinnoidaan Fellow Financen alustan kautta. Lisäksi Lainaamo sijoittaa varojaan Fellow Financen alustan kautta kuluttaja- yrityslainoihin kuin mikä tahansa muu sijoittaja alustalla. Lainaamo on etenkin tulevana vuosina Fellow Financen vertaislaina-alustan kasvun kannalta tärkeässä tukiroolissa, sillä Lainaamon sijoittajaroolia voidaan hyödyntää uutta markkinaa avatessa.

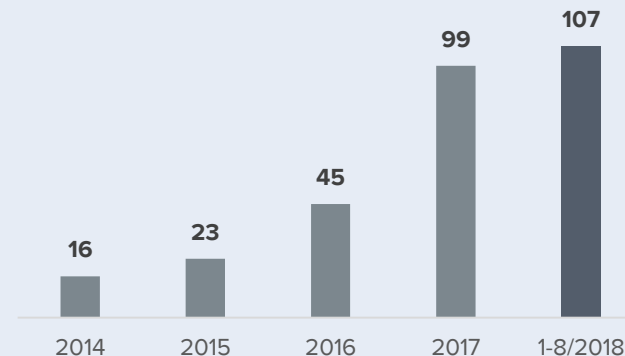
Fellow Financen missiona on muuttaa perinteinen pankkirahoitus suoraan lainaukseen ihmisten ja yritysten välillä digitalisaation avulla. Yhtiön visiona on olla Euroopan johtava joukkorahoituspalvelu ihmisille ja yrityksille.

### Laaja lainanhakijoiden ja sijoittajien joukko alustalla

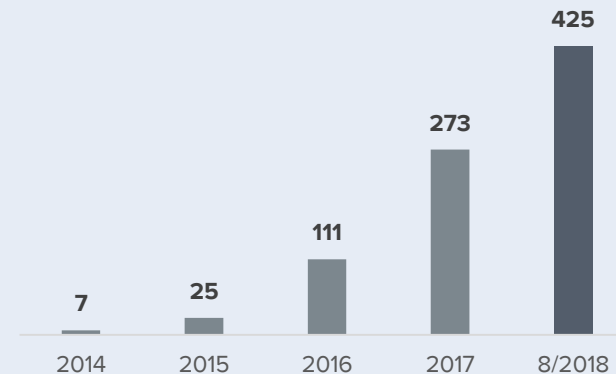
Fellow Financen palvelua käyttävien lainanhakijoiden ja sijoittajien määrä on kasvanut viime vuosina nopeasti. Vuoden 2018 elokuun loppuun mennessä palvelua on käyttänyt 425000 lainanhakijaa ja alustalle on rekisteröitynyt 8500 sijoittajaa 50:stä eri maasta.

Asiakasmäärien lisääntyessä myös yhtiön joukkorahoitus-alustan sijoitusvarojen kokonaismäärä on kasvanut merkittävästi. Alustalla toimivien sijoittajien sijoitusvarat olivat yhteensä Q2'18 lopussa 101 MEUR (sis. Lainaamon lainakanta 17,9 MEUR), kun vuoden 2016 lopussa ne olivat 43 MEUR. Sijoittajien tekemien rahansiirtojen lisäksi alustan sijoitusvarat kasvavat sijoittajien saamien korkotuottojen myötä, mikä luo alustalle korkoa korolle -efektin myötä sisäänrakennetun rahavirran olettaen, että sijoittajat uudelleensijoittavat saadut korkotuotot. Tällä hetkellä yhtiön mukaan noin 90 % alustan sijoittajista jälleensijoittaa aktiivisesti, joten korkoa korolle -efekti kasvattaa alustan sijoitusvaroja varsin tehokkaasti.

Fellow Financen kautta välitetyt lainat vuosittain (MEUR)



Kumulatiivinen lainanhakijoiden lukumäärä (tuhansia)



## Asiakassegmentit

### Lainanhakijat

Kuluttajat



Pk-yritykset



Lainanantajat (sijoittajat)



Yksityissijoittajat

Institutionaaliset sijoittajat ja pankit



## Palvelut

Vertaislainat kuluttajille



Lainamuotoinen joukkorahoitus yrityksille



Yritysten laskurahoitus



Lainojen jälkimarkkina



- Tarjoaa vakuudettomia kulutusluottoja
- Toimii alustalla sijoittajana
- Voidaan käyttää markkinan tehostamiseen, kun Fellow Finance avaa uuden markkinan

## Liiketoimintaidea

**Fellow Finance on joukkorahoitus- ja vertaislaina-alusta, joka yhdistää lainaa tarvitsevat kuluttajat ja yritykset tehokkaasti sijoittajien kanssa.**

Oma teknologia-alusta mahdollistaa volyymin kasvun ja skaalautuvuuden

Pohjoismaiden suurin toimija



FELLOW FINANCE

Kuluttajille ja yrityksille markkinaehtoista rahoitusta

Sijoittajille vaihtoehtoinen omaisuusluokka historiallisesti hyvällä tuotto-odotuksella

## Tulovirrat

**Alustan transaktio- ja volyympohjaiset tulovirrat:**

- Lainojen avauspalkkiot
- Lainojen tilinhoitopalkkiot
- Myyntipalkkiot vakuutusmyynnistä
- Välityspalkkiot lainojen jälkimarkkinoilla (ei merkittävä)

**Lainaamo**

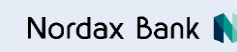
- Korkokate

## Kilpailu

**Vertaislainapalvelut**



**Vakuudettomat kulutusluotot**



**Yritys/laskurahoitus**



## Avainlukuja



**8,7 M€**

Liikevaihto  
2017



**2,5 M€**

Liikevoitto  
2017



**99 M€**

Välitetyt lainat  
2017



**295 M€**

Kumulatiivinen  
lainavolyymi  
8/2018 mennessä



**>8500**

Sijoittajaa  
8/2018  
mennessä



**>425 000**

Lainanhakijaa  
8/2018 mennessä



**29**

Työntekijää  
30.6.2018



**2013**

Perustettu



**81 %**

Markkinaosuus  
Suomessa 2017  
vertaislainoissa

# Yhtiökuvaus 2/2

## Yhtiön historia lyhyesti

Vertaislainaaminen (Peer to Peer lending, P2P) on toimialana hyvin nuori ja toimiala on käytännössä syntynyt Suomessa vuonna 2013, jolloin myös Fellow Finance on perustettu. Toimialan kasvu on tämän jälkeen ollut nopeaa ja Fellow Finance on lyhyen historiansa aikana kasvanut sen mukana selväksi markkinajohtajaksi Suomessa. Yhtiön markkinaosuus vertaislainoissa Suomessa oli vuonna 2017 välitetyllä lainavolyymilla mitattuna yhtiön arvion mukaan noin 81 %.

Yhtiön vertaislaina-alusta avattiin Suomessa maaliskuussa 2014, jolloin suomalaiset sijoittajat pystyivät rahoittamaan suomalaisten kuluttajien lainahakemuksia. Elokuussa 2014 yhtiö sai valmiiksi ensimmäisen version omasta luottoriskimallistaan, jonka kehittäminen on tämän jälkeen ollut liiketoiminnan ytimessä. Saman vuoden marraskuussa yhtiö avasi jälkimarkkinapaikan sen välittämille lainoille. Toukokuussa 2015 Taalerista tuli Fellow Financen osaomistaja ja samalla Taalerin omistamasta Lainaamo Oy:stä tuli Fellow Financen tytäryhtiö. Saman vuoden aikana palvelu avattiin myös kansainvälisille sijoittajille ja palveluun liittyivät ensimmäiset institutionaaliset sijoittajat.

Vuonna 2016 yhtiö aloitti kansainvälistymisen, kun palvelu avattiin puolalaisille kuluttajille. Lisäksi Suomessa tuotevalikoimaan lisättiin pk-yrityksille mahdollisuus hakea lainamuotoista joukkorahoitusta alustan kautta. Lainavolyymien kasvu alkoi kiihtyä Suomessa palvelun tunnettuuden ja luotettavuuden kasvaessa sekä sijoittajien että lainanhakijoiden keskuudessa. Volyymit lähes kaksinkertaistuivat vuonna 2016 edellisvuodesta noin 45 MEUR:oon.

Elokuussa 2017 yhtiö lanseerasi yritysten laskurahoituksen Suomessa eli sijoittajat voivat rahoittaa yritysten lyhytaikaisia myyntisaatavia.

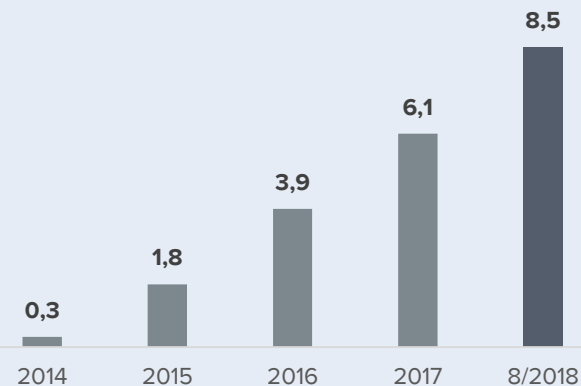
Lisäksi kansainvälistyminen jatkui ja kuluttajien vertaislainapalvelu avattiin Saksassa syyskuussa. Lisäksi Suomen Finanssivalvonta myönsi yhtiölle ensimmäisenä joukkorahoitus- ja vertaislainapalveluita tarjoavana yhtiönä maksulaitoksen toimiluvan joulukuussa 2017. Vuonna 2017 välitettyjen lainojen volyymin kasvu kiihtyi (+122 %) 99 MEUR:oon valtaosan volyymeista tullessa vielä Suomen kuluttajalainoista.

Vuonna 2018 yhtiö on jatkanut kansainvälistymistään ja palvelu avattiin kesäkuussa ruotsalaisille kuluttajille. Kuukausittaiset lainavolyymit ovat jatkaneet voimakasta kasvuaan vuonna 2018 ja erityisesti laskurahoituksen volyymit ovat lähteneet jyrkkään kasvuun Suomessa. Laskurahoituksen volyymi tammi-elokuussa 2018 yli nelinkertaistui 14,1 MEUR:oon vuodentakaisesta 3,2 MEUR:sta. Yhtiön vuoden 2018 välittämien lainojen volyymi oli kokonaisuudessaan elokuun loppuun mennessä 107 MEUR, missä kasvua edellisvuoden vastaavaan jaksoon nähden oli noin 74 %.

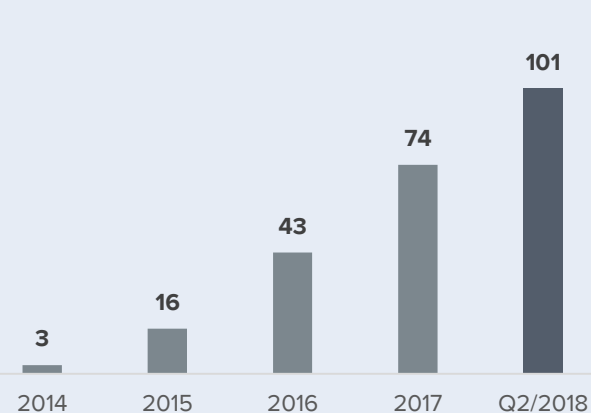
## Vertaislainojen korkotasot pankkien ja pikavippien välissä

Fellow Financen suomalaisille kuluttajille tarjoamissa vertaislainoissa nimelliskorot vaihtelevat 5-20 %:n välillä asiakkaan luottoluokituksesta riippuen. Suomessa yhtiön tyypillinen lainaaja-asiakas on työsuhteessa oleva keski-ikäinen toisen asteen koulutuksen omaava henkilö, jonka bruttotulot ovat 2000-3000 euroa kuussa. Yhtiön mukaan tyypillinen lainaaja-asiakas olisi profiililtaan hyvä asiakas myös liikepankeille, mutta osaltaan vertaislainojen saatavuus, helppous, nopeus ja vaivattomuus ovat tekijöitä, jotka painavat vaakakupissa usein lainan lopullista hintaa enemmän.

## Kumulatiivinen sijoittajien lukumäärä (tuhansia)

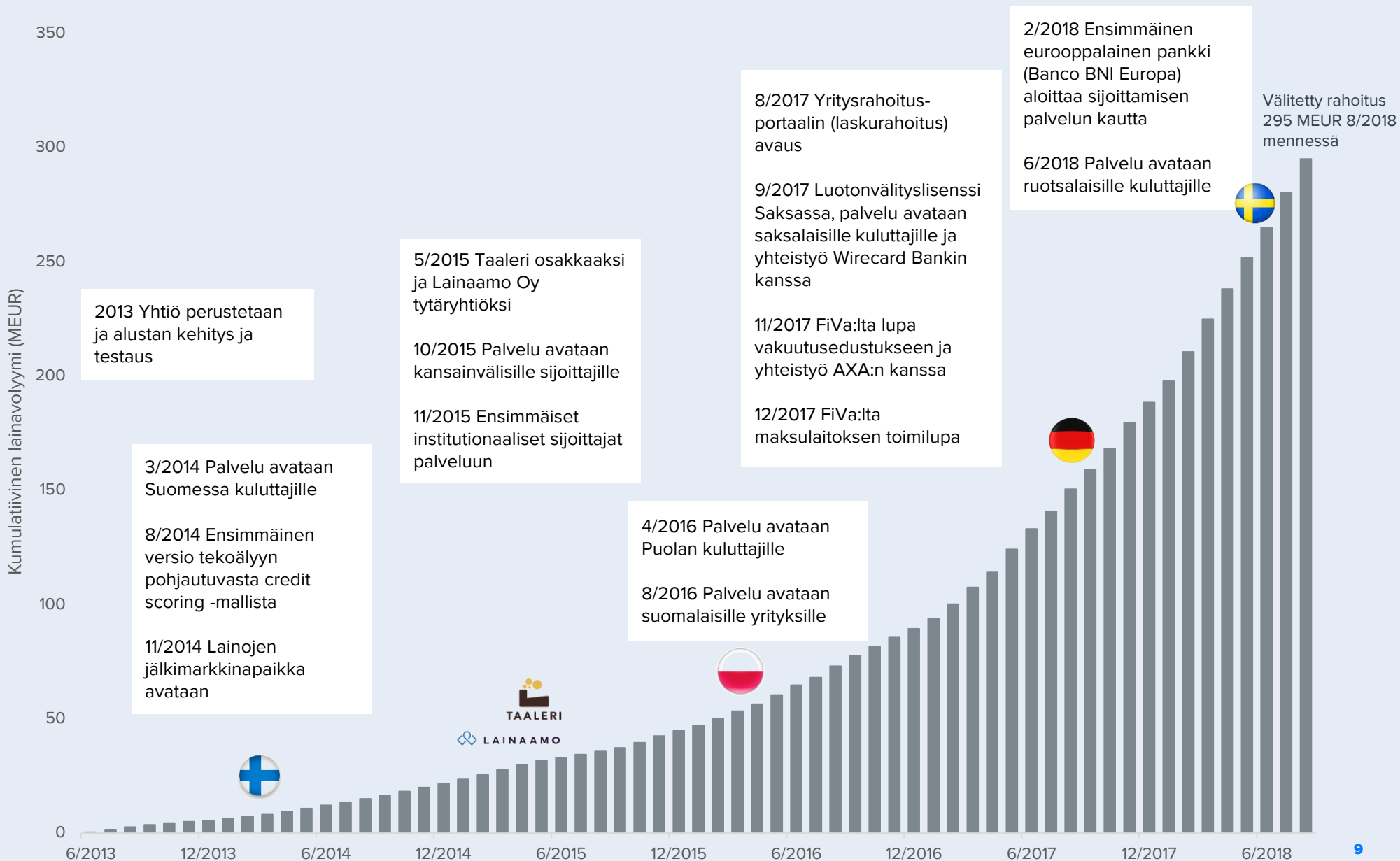


## Alustan sijoitusvarat jakson lopussa (MEUR)





# Fellow Financen historia



Lähde: Fellow Finance, Inderes; Kumulatiivinen lainavolyymi sisältää 24 MEUR Lainaamon oman järjestelmän kautta välitettyjä lainoja 5/2015 asti, jolloin Lainaamo tuli osaksi consernia.

# Liiketoimintamalli 1/4

## Liiketoimintamalli

### Lainojen välitys pitkälle automatisoitua

Fellow Financen ydinliiketoimintaa on vertaislaina-alustan kautta tapahtuva lainojen välitys. Liiketoimintamalli on hyvin yksinkertainen, eikä se sido juuri lainkaan pääomia. Digitaalisen alustan kautta yhtiö yhdistää lainanhakijat rahoitusta tarjoavien sijoittajien kanssa, joiden välille lainasopimus syntyy. Yhtiö ei siis rahoita lainoja omasta taseestaan. Fellow Financen liikevaihdosta suurin osa muodostuu lainanhakijoilta perittävistä lainan avaus- sekä tilinhoitopalkkioista. Yhtiön alustan liikevaihto onkin siis riippuvainen välitettyjen lainojen kappale- ja rahamääräisestä volyyymista. Edellä mainittujen palkkioiden osuus välitetystä lainavolyymista oli arviomme mukaan noin 6 % vuonna 2017 ja noin 5,4 % H1'18:llä.

Fellow Financen liiketoiminnan ytimessä on yhtiön itse kehittämä teknologia-alusta sekä luottoriskimalli, jonka avulla lainanhakijan luottokelpoisuus voidaan arvioida tehokkaasti tekoälyä ja koneoppimista hyödyntäen. Teknologiaan pohjautuva pitkälti automatisoitu lainahakemusten käsittelyprosessi mahdollistaa liiketoiminnalle kevyen kustannusrakenteen ja skaalautuvuuden. Lisäksi alusta on rakennettu modulaariseksi, jolloin esimerkiksi uusien palveluiden ja markkinoiden avaaminen onnistuu helposti, eikä se vaadi merkittävästi kehittämistyötä.

Yhtiön liiketoimintamallin tehokkuudesta ja skaalautumisesta kertoo se, että yhtiö työllisti Q2'18 lopussa 29 työntekijää. Vertailun vuoksi vuoden 2016 lopussa yhtiössä työskenteli 15 henkilöä. Keskimääräinen kuukausittainen lainavolyymi oli vuonna 2016 noin 3,7 MEUR, kun

vuoden 2018 aikana keskimääräinen kuukausivolyymi on ollut noin 13,3 MEUR. Yhtiön välitetyt lainavolyymit ovat kasvaneet merkittävästi, mutta yhtiön ei ole tarvinnut lisätä henkilöstöään lähellekään samassa suhteessa. Myös liiketoiminnan muut kiinteät kustannukset skaalautuvat erittäin tehokkaasti volyymien kasvaessa.

### Lainan hakeminen ja myöntäminen alustalla

Fellow Financen alustalla lainanhakijat voivat määrittellä haluamansa lainan ehdot ja asettaa enimmäismäärän haetun lainan korolle. Sijoittajat puolestaan tarjoavat lainanhakijoille rahoitusta itse määrittämällänsä ehdoilla. Mikäli molempien osapuolien ehdot kohtaavat, luo Fellow Financen palvelu lainasopimuksen lainanhakijan hyväksyttäväksi. Palvelu toimii huutokauppa-periaatteella eli ainoastaan matalimmalla korolla rahoitusta tarjoavat sijoittajat hyväksytään rahoittajiksi lainaajalle esitettävään lainatarjoukseen. Näin lainanhakijalle tarjotaan palvelussa alhaisimmalla mahdollisella korolla olevaa rahoitusvaihtoehtoa.

Ennen kuin lainanhakijan hakemus esitellään sijoittajille, Fellow Finance pyrkii selvittämään hakijan luottokelpoisuuden ja maksukyvyyn mahdollisimman tarkasti lainanhakijoiden hakemuksessa antamien sekä julkisista rekistereistä saatavilla olevien tietojen pohjalta (kuluttajien luottotiedot, yritysten taloudellinen kehitys). Tässä kohtaa tietojen prosessointi ja lainahakemusten seulonta tapahtuu täysin automaattisesti ja merkittävä osa hakemuksista karsiutuu jo pois. Ensimmäisestä seulasta läpipäässeiden lainanhakijoiden luottokelpoisuutta arvioidaan koneoppimiseen perustuvalla luottoriskimallilla, jonka avulla lainanhakijat luokitellaan viiteen luottoluokkaan. Yritysten osalta Fellow Finance myös haastattelee

lainaa hakevan yrityksen edustajan ja tekee tämän pohjalta kokonaisarvion yrityksen maksukyvyvystä.

Mitä parempi luottoluokka, sitä varmemmin lainanhakija tulee maksamaan lainansa takaisin ja sitä alemmalla korolla sijoittajat ovat valmiita rahoittamaan lainaa. Lainanhakijoiden tiedot ovat palvelussa nähtävillä myös sijoittajille sijoituspäätöksen tueksi.

Lainan nostamisen jälkeen Fellow Finance hallinnoi lainaa valvomalla lyhennyserien ja korkojen takaisinmaksua sijoittajien edustajana. Yhtiö hoitaa maksumuistutusprosessin ja käynnistää tarvittaessa perintäprosessin sijoittajien puolesta sekä myy tiettyjen vertaislainojen osalta maksamattomat velat perintäyhtiöille. Tällä hetkellä käytössä olevat perintäyhtiöt maksavat 70 % lainan jäljellä olevasta pääomasta Suomessa ja 30 % Puolassa.

Koko toimintahistoriansa aikana Fellow Finance on vastaanottanut noin 2,5 miljoonaa lainahakemusta, joista noin 17 % on esitelty maksukyky- ja luottokelpoisuusarvion jälkeen sijoittajille. Kaikista yhtiön vastaanottamista lainahakemuksista noin 2,5 % on lopulta rahoitettu. Ero sijoittajille esitetyjen ja lopulta rahoitettujen lainojen välillä johtuu esimerkiksi siitä, että lainanhakija onkin saanut kilpailevan rahoitustarjouksen muualta paremmilla ehdoilla tai sijoittajien tuottovaatimus ei kohtaa lainanhakijan asettaman enimmäiskoron kanssa. Yhtiö pyrkii aktiivisesti kaventamaan esitelyjen ja rahoitettujen lainojen suhdelukua, jolloin yhtiön välittämät lainavolyymit kasvaisivat entistä nopeammin. Tässä keskiössä on luottoriskien entistä tarkempi mallintaminen, jolloin sijoittajien tuottovaatimukset laskisivat entisestään ja yhä paremman luottoluokituksen asiakkaiden lukumäärä alustalla kasvaisi.

# Liiketoimintamalli 2/4

## Vertaislainat kuluttajille

Fellow Financen lainavolyymista suurin osa tulee tällä hetkellä kuluttajien vertaislainoista ja etenkin euromääräisestä volyyymista valtaosa tulee vielä Suomesta. Fellow Financen alustan kautta kuluttajat voivat hakea lainaa Suomessa 15 000 euroon saakka laina-ajan vaihdella 2-10 vuoden välillä. Muissa toimintamaissa lainojen enimmäismäärät ja laina-ajat vaihtelevat ja ovat maakohtaisia. Tammi-elokuussa 2018 keskimääräisen välitetyn vertaislainan koko oli 4053 euroa. Suomessa lainojen nimelliskorot vaihtelevat 5-20 %:n välillä lainaajan luottoluokituksesta riippuen.

Fellow Finance perii jokaisesta nostetusta lainasta välityspalkkion lainanottajalta ja veloittaa tämän lainan noston yhteydessä. Välityspalkkio on 2,3-6,0 % myönnetystä lainapääomasta, mutta enintään 350 euroa. Lisäksi yhtiö veloittaa kuukausittaista tilinhoitopalkkiota lainanottajalta, joka on 0,4-1,0 % alkuperäisestä lainapääomasta, mutta vähintään 2 euroa ja enintään 12 euroa kuukaudessa. Myös lainan avaus- ja tilinhoitopalkkiot ovat maakohtaisia ja käsityksemme mukaan palkkioiden taso on hieman Suomen tasoa matalampi Ruotsissa ja Saksassa, kun taas Puolassa palkkiotaso on korkeampi.

Kuluttajarahoituksessa markkina on hyvin kilpailtu ja uusasiakashankinnan kustannukset ovat kaikille toimijoille merkittävä kuluerä, joka skaalautuu heikosti. Etenkin uusille markkinoille mentäessä asiakashankinnan kustannukset suhteessa liikevaihtoon ovat erityisen korkeat, ennen kuin palvelun tunnettuus ja toistuvien lainanhakijoiden määrä kasvaa. Q2'18:lla Fellow Financen suomalaisista kuluttaja-asiakkaista 38 % oli toistuvia asiakkaita, joten Suomessa yhtiön asiakashankintakustannukset suhteessa yhtiön liikevaihtoon ovat muita markkinoita alemmalla

tasolla johtuen saavutetusta liiketoiminnan selvästi suuremmasta kokoluokasta.

## Lainamuotoinen joukkorahoitus yrityksille

Suomalaiset pk-yritykset voivat hakea toimintaansa rahoitusta Fellow Financen alustan kautta miljoonaan euroon asti, laina-aikojen vaihdella 1-7 vuoden välillä. Yrityslainat sisältävät yleensä vähintään yrittäjän omavelkaisen takauksen ja usein myös reaaliavakuuden. Lainamuotoisen yritysrahoituksen volyymit (1-8/2018: noin 2,7 MEUR) ovat tällä hetkellä hyvin pieni osa Fellow Financen alustan lainavolyymista. Yhtiö pyrkii laajentamaan yritysrahoitusta tulevaisuudessa myös muihin toimintamaihinsa.

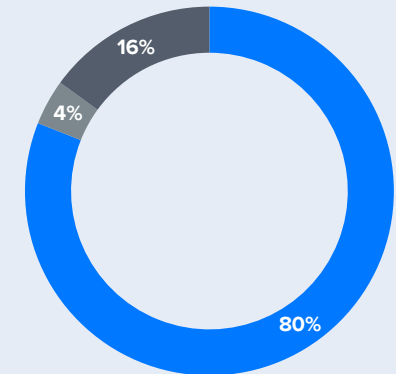
Fellow Finance perii yrityslainoissa 4,6 %:n välityspalkkion myönnetystä lainapääomasta. Tilinhoitopalkkio on puolestaan 0,084 % alkuperäisestä lainapääomasta, mutta vähintään 12 euroa kuukaudessa.

## Laskurahoitus (factoring)

Fellow Finance aloitti yritysten laskurahoituksen välittämisen viime vuonna ja välitetyn rahoituksen volyymit ovat lähteneet nopeasti kasvuun. Tällä hetkellä suurin osa yritysrahoituksen volyyymista tulee laskurahoituksesta. Laskurahoituksessa yritys hakee lyhytaikaista (14-90 päivän) rahoitusta myyntisaamistaan eli asiakkaalle lähetettyä laskua vastaan. Näemme laskurahoituksen potentiaalain Fellow Financellle merkittävänä volyyymien jatkaessa kasvuaan, sillä käsityksemme mukaan yhtiö saa palkkioina tällä hetkellä noin 5 % välitetystä laskurahoituksen volyyymista.

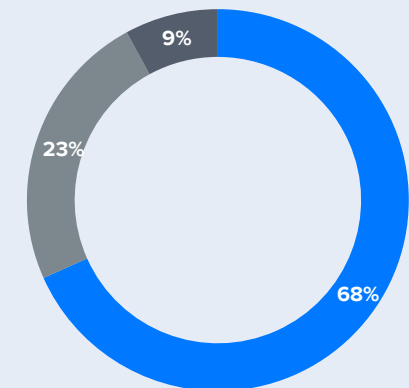
Fellow Financen laskurahoitus erottuu perinteisistä factoring-palveluiden tarjoajista siten, että laskurahoitus haetaan suoraan laajalta joukolta sijoittajia ilman perinteistä pankki- tai saatavienhallintasektoria välikätenä.

Osuus lainojen euromääräisestä volyyymista 1-8/2018



■ Vertaislainat Suomi  
■ Vertaislainat muut maat  
■ Yritysrahoitus

Osuus lainojen kappalemääräisestä volyyymista 1-8/2018



■ Vertaislainat Suomi  
■ Vertaislainat muut maat  
■ Yritysrahoitus

# Liiketoimintamalli 3/4

Fellow Financen laskurahoitus on myös varsin joustava, sillä yritys voi rahoittaa vain haluamansa laskut, eikä koko laskutusta tarvitse siirtää factoring-palvelun piiriin. Fellow Finance keskittyy laskurahoituksessa pääosin pk-yrityksiin, jotka ovat yhtiön mukaan yleisesti ottaen alipalveltuja talletuspankkien toimesta ja joiden saatavilla on siten rajoitetusti rahoitusratkaisuja. Factoring-palveluiden liikevaihto Suomessa on kasvanut keskimäärin lähes 10 % vuodessa 24 miljardiin euroon vuosien 2010-2017 aikana (lähde: FCI). Fellow Financen laskurahoituksen volyyymi yli nelinkertaistui tammi-elokuussa 2018 noin 14,1 MEUR:oon edellisvuoden vastaavasta noin 3,2 MEUR:sta.

Laskurahoitus toimii siten, että palvelua käyttävän yrityksen laskunsaajat maksavat rahoitetut laskut alkuperäisen maksuehdon mukaisesti suoraan Fellow Financelle, joka tilittää pääoman ja koron laskun rahoittaneille sijoittajille. Laskuihin liittyvä luottotappioriski ei siirry suoraan laskua rahoittaville sijoittajille, vaan se säilyy laskurahoitusta käyttävällä yrityksellä. Laskurahoitussopimus sisältää usein vähintään omistajayrittäjän omavelkaisen henkilötakauksen rahoitetuille laskuille.

Yritysrahoituksessa uusasiakashankinnan kustannus on huomattavasti kuluttajarahoitusta pienempi. Laskurahoituksesta houkuttelevan tekee myös se, että saatu asiakkuus tuottaa usein tasaisesti ilman aktiivista uusmyyntiä, kun palvelua käyttävä yritys rahoittaa myyntisaataviaan tasaisella syötöllä.

## Lainaamo

Fellow Financen harjoittaa itse rahoitustoimintaa tytäryhtiönsä Lainaamon kautta. Lainaamo rahoittaa kuluttajia ja yrityksiä suoraan Fellow Financen alustan kautta, kuten muutkin alustalla toimivat sijoittajat. Lisäksi Lainaamo tarjoaa oman

brändinsä alla vakuudettomia kulutusluottoja kuluttajille. Lainaamon lainakanta oli Q2'18 lopussa 17,9 MEUR, mistä noin 1 MEUR oli sijoitettu yrityslainoihin ja laskurahoitukseen ja loput kuluttajalainoihin. Lainaamon lainakannasta vielä suurin osa on yhtiön oman brändin alta myönnettyjä kulutusluottoja, mutta käsityksemme mukaan Lainaamon rooli alustalla toimivana sijoittajana korostuu tulevina vuosina, kun Fellow Finance avaa uusia toimintamaita.

Arvioimme mukaan Lainaamon antolainauskorko oli noin 15,6 % H1'18:llä. Lainaamon toimintaa rahoitetaan velkakirjarahoituksella ja H1:n rahoituskuluilla laskettuna velkakirjojen korkotasoa oli arviomme mukaan noin 7,8 %. Lainaamon korkotuottojen osuus Fellow Financen liikevaihdosta oli vuonna 2017 noin 31 % ja arviomme osuuden laskevan tänä vuonna noin 23 %:iin. Fellow Finance on viestinyt, että Lainaamon lainakantaa ei ole tarkoitus kasvattaa jatkossa, joten korkotuottojen suhteellinen osuus yhtiön liikevaihdosta laskee selvästi tulevina vuosina, kun lainojen välitys- ja tilinhoitopalkkiot jatkavat kasvuaan välitetyn lainavolyymien kasvun myötä.

Ottamalla huomioon Lainaamon arviomamme otto- ja antolainauskoron välisen melko alhaisen korkokorkeuden (2017: noin 1,4 MEUR) sekä arviomamme liiketoimintaan liittyvät luottotappiot (2017: noin 1,2 MEUR), Lainaamon toiminta ei ole erityisen kannattavaa. Mielestämme Lainaamo ei tule kuitenkaan tarkastella erillisenä rahoitusliiketoimintaa harjoittavana yhtiönä, vaan sen rooli on etenkin jatkossa olla enemmän Fellow Financen alustan lainojen välitysliiketoimintaa tukeva yksikkö. Erityisesti Lainaamon rooli korostuu, kun Fellow Finance avaa vertaislaina-alustansa uusiin toimintamaitiin. Uudella markkinalla ei usein aluksi ole tarpeeksi sijoittajia rahoittamassa lainahakemuksia. Tällöin Lainaamo voi tukea

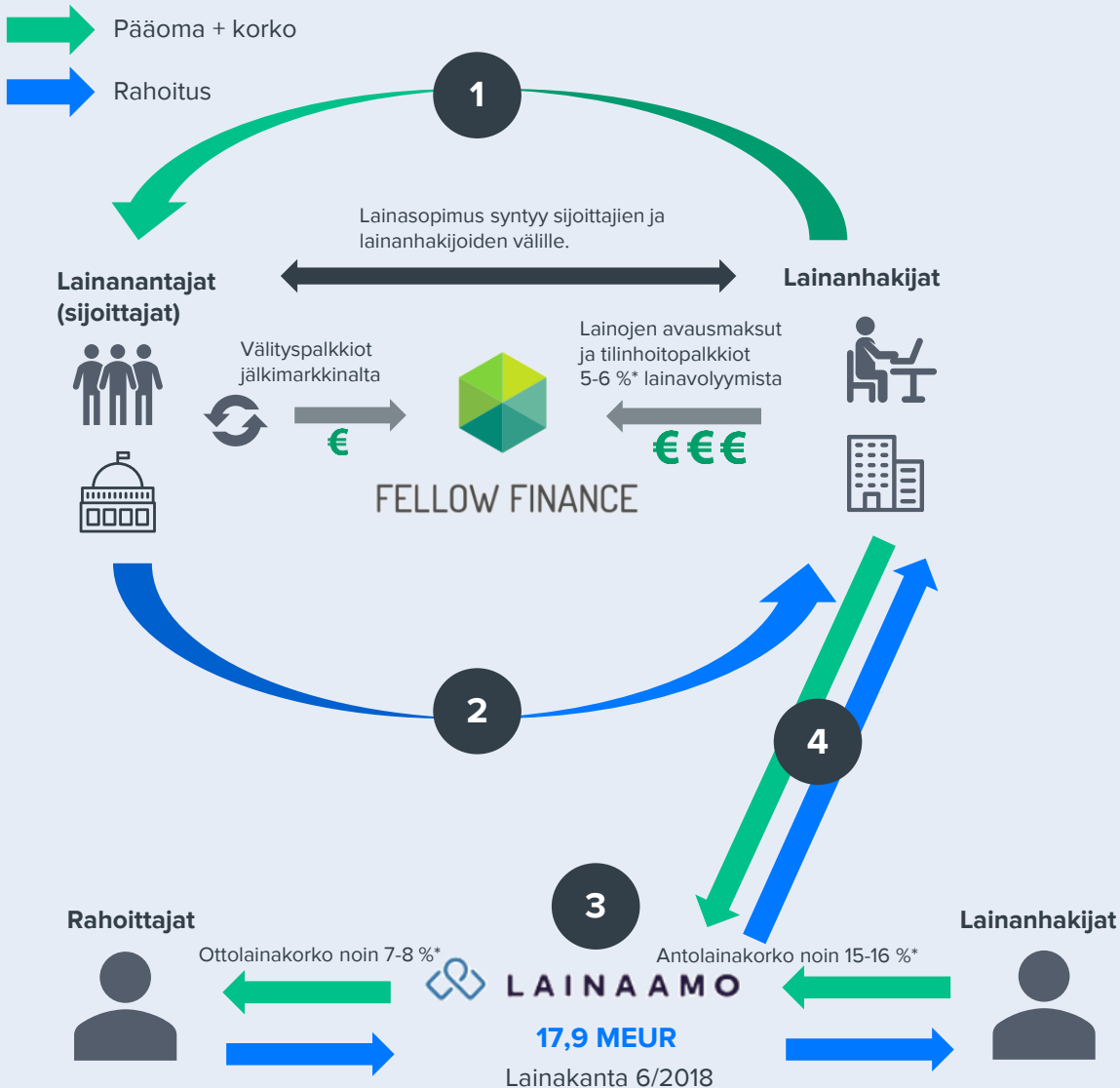
tehokkaan lainamarkkinan syntymistä sijoittamalla Fellow Financen alustan kautta uuden markkinan avoimiin lainahakemuksiin. Lainaamon tukieissa markkinan likviditeettiä alkuvaiheessa, alkaa sijoittajien luottamus uutta markkinaa kohtaan kasvamaan ja lopulta markkina toimii tehokkaasti myös ilman Lainaamon panosta. Käsittelemme uudelle markkinalle laajentumista ja Lainaamon roolia siinä tarkemmin strategia-kappaleessa.

## Alusta sijoittaja-asiakkaiden näkökulmasta

Fellow Financen alustaa käyttävät sijoittaja-asiakkaat voivat sijoittaa varojaan edellä läpikäytyihin kuluttaja- ja yrityslainoihin sekä laskurahoitukseen. Tuotona sijoittajat saavat pääsääntöisesti kuukausittain korkoa lainaaja-asiakkailta. Historiallisesti sijoittajat ovat saaneet keskimäärin yli 10 %:n vuosituoton. Palvelun käyttö on sijoittajille ilmaista. Palvelun kautta sijoittaja voi hajauttaa varansa helposti satoihin lainoihin, jolloin yksittäiseen lainaan liittyvä riski pienenee olennaisesti. Saadut korot ja lainanlyhennykset ovat myös helposti sijoitettavissa uudelleen automaattisesti palvelusta löytyvän allokaattorin kautta. Tällä hetkellä noin 90 % sijoittajista uudelleensijoittaa varojaan aktiivisesti.

Fellow Finance pyrkii kasvattamaan institutionaalisten sijoittajien osuutta alustalla. Tällä hetkellä noin neljäsosa alustan reilun 100 MEUR:n sijoitusvarallisuudesta tulee instituutioilta (sis. Lainaamon). Fellow Finance tarjoaa sijoittajille muun muassa pääsyn koko lainahistoriaan ja dataan, jonka pohjalta sijoittajat voivat arvioida lainansaajien maksukäyttäytymistä ja maantieteellisiä eroja ja määrittellä näin omat sijoituskriteerinsä. Lisäksi sijoittajille voidaan avata API-rajapinta, jonka avulla sijoittaja voi rakentaa oman analyysi-, sijoitus- ja raportointijärjestelmän.

# Fellow Financen liiketoimintamalli



Fellow Finance toimii alustana yhdistäen sijoittajat ja lainanhakijat.

1

Luottokelpoiset kuluttajat ja yritykset voivat hakea alustan kautta markkinaehtoista rahoitusta. Automatisoitu lainahakemuksen käsittely tekee prosessista todella tehokkaan. Suurin osa Fellow Financen liikevaihdosta syntyy alustan kautta nostettujen lainojen avaus- ja tilinhoitopalkkioista.

2

Institutionaaliset ja yksityiset sijoittajat voivat sijoittaa ilman kuluja varojaan hajautetusti kuluttaja- ja yrityslainoihin Fellow Financen alustan kautta. Lainat on mahdollista myydä toisille sijoittajille alustan jälkimarkkinoilla. Fellow Finance ottaa 1%:n välityspalkkion jälkimarkkinoilla mydyistä lainoista.

3

Fellow Financen tytäryhtiö Lainaamo Oy tarjoaa kuluttajille vakuudetonta, kiinteäkorkoista ja pitkäaikaista lainaa. Lainaamon kautta haettuja lainoja hallinnoidaan Fellow Financen alustalla.

4

Lainaamo toimii alustalla kuin muut sijoittajat. Lainaamon tärkein rooli on jatkossa mielestämme uusien markkinoiden avaamisessa, jolloin Lainaamon voi tarjota varojaan uusille lainanhakijoille ja näin luoda pohjaa uuden markkinan syntymiselle.

# Liiketoimintamalli 4/4

Sijoittajilla on myös mahdollisuus myydä omistamia lainasaamia alustan jälkimarkkinapaikalla. Tällöin Fellow Finance peri 1 %:n välityspalkkion myyjältä. Jälkimarkkinan volyyymi oli vuonna 2017 9,2 MEUR ja vuoden 2018 syyskuun alkuun mennessä volyyymi on ollut noin 3,7 MEUR. Tällä hetkellä jälkimarkkinalta Fellow Financen saamat välityspalkkiot ovat käytännössä täysin merkityksettömiä yhtiön kokonaisliikevaihtoon nähden. Palvelu on kuitenkin alustan kannalta tärkeä, sillä se lisää lainasijoitusten likviditeettiä ja antaa sijoittajille mahdollisuuden irtaantua lainoista tarvittaessa.

## Liiketoiminnassa selkeitä verkostovaikutuksia

Fellow Finance on liiketoimintamalliltaan alusta (platform) -yhtiö ja sen liiketoiminnasta on huomattavissa selkeitä verkostovaikutuksia. Tällä tarkoitamme sitä, että mitä useampi lainanhakija tai sijoittaja tulee alustalle, sitä arvokkaammaksi alusta kaikille osapuolille muodostuu. Positiiviset verkostovaikutukset luovat itseään ruokkivan kierteen, jonka myötä alustan lainavolyymit kasvavat. Fellow Finance on onnistunut käynnistämään liiketoiminnassaan positiivisten verkostovaikutusten kierteen etenkin Suomessa ja tämä on näkynyt lainavolyymien voimakkaana kasvuna viime vuosina. Yhtiön liiketoiminnassa verkostovaikutuksia voidaan havainnollistaa seuraavanlaisesti:

- 1) Yhtiön alusta on todettu toimivaksi ja luotettavaksi ja tämän myötä alustalle tulee uusia yksityis- ja instituutiosijoittajia.
- 2) Uusien sijoittajien myötä kasvavat volyymit laskevat lainojen korkotasoa. Tämä houkuttelee alustalle paremman luottoluokituksen asiakkaita.
- 3) Laskenut korkotaso kasvattaa lainanhakijoiden määrää, jolloin lainahakemuksista kertyvän datan määrä alustalla kasvaa.

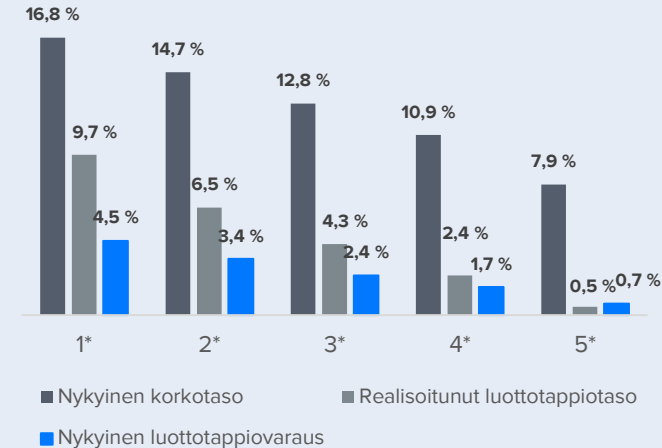
4) Kasvavan datamäärän ansiosta Fellow Financen luottoriskimalli arvioi lainanhakijoiden luottokelpoisuutta entistä paremmin. Tällöin sijoittajien luottamus alustaa kohtaa kasvaa entisestään ja tämä mahdollistaa entistä suuremmat lainat ja volyymit.

Uusille markkinoille mentäessä Lainaamon merkitys korostuu positiivisten verkostovaikutusten käynnistämisessä.

Sijoittajien luottamus alustaa kohtaan on keskiössä positiivisia verkostovaikutuksia tarkastellessa. Tähän yhtiö voi vaikuttaa kehittämällä luottoriskimalliaan ja pitämällä huolen, että se suodattaa liian korkean riskin lainahakemukset pois ja määrittelee lainanhakijoiden luottokelpoisuuden tarkasti. Tilanteessa, jossa luottotappiotasot lähtisivät kasvamaan nopeasti, sijoittajien luottamus alustaa kohtaan heikkenisi ja verkostovaikutukset kääntyisivät negatiivisiksi. Tällöin efekti toimisi päinvastaisesti ja alustan välitettyjen lainojen volyymin kasvu hidastuisi tai pahimmassa tapauksessa kääntyisi laskuun.

Historiallisesti sijoittajien kokemat luottotappiot ovat olleet parhaan luottoluokituksen (4-5 tähteä) kuluttajalainoissa hyvin maltillisia. 1-3 tähden lainoissa luottotappiot ovat olleet selkeästi korkeampia, mikä heijastuu myös alemman luottoluokituksen lainoilta vaadittaviin korkoihin. Nykyinen luottotappiovaraus on Fellow Financen laskema tämän hetken (18.9.2018) maksuviiveellisten lainojen luottotappiovaraus suhteessa avoimeen lainapääomaan. Nykyisen luottotappiovarauksen perusteella alustan lainanhakijoiden luottokelpoisuus on kokonaisuudessaan parantunut, sillä nykyinen luottotappiovaraus on selvästi historiallisesti realisoituneita luottotappiotasoa alempana 1-3 tähden lainoissa.

Korkotasot ja luottotappiot suomalaisissa kulutusluotoissa

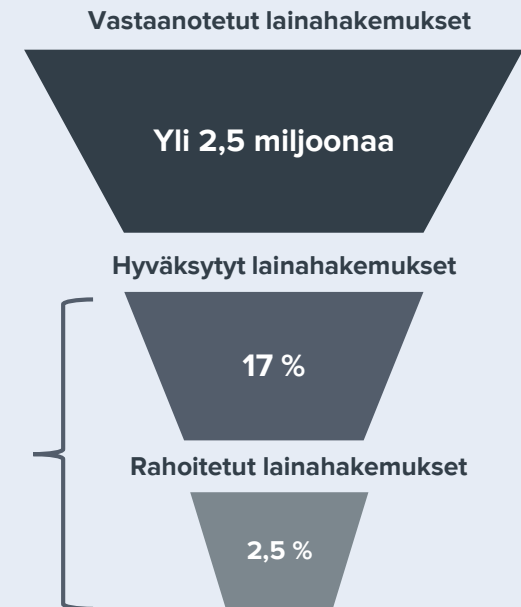


# Liiketoiminnan verkostovaikutukset

## Verkostovaikutukset Fellow Financen liiketoiminnassa



## Luottoriskien hallinta keskiössä sijoittajien luottamuksen ylläpitämisessä



Verkostovaikutusten ansiosta yhtiöllä on potentiaalia kaventaa hyväksytyjen ja rahoitettujen lainahakemusten suhdetta.

# Sijoitus- ja riskiprofiili 1/3

## Sijoitusprofiili

### Täysiverinen kasvuyhtiö

Fellow Finance on sijoittajaprofiililtaan täysiverinen kasvuyhtiö. Yhtiö on läpi historiansa kasvanut erittäin voimakkaasti ja sen alusta on osoittanut toimivuutensa Suomessa. Rahoitusmarkkinoiden murroksen ansiosta yhtiön markkinat kasvavat tällä hetkellä erittäin voimakkaasti ja markkinan absoluuttinen koko ei tule toimimaan pullonkaulana yhtiön kasvuille. Fellow Financen liiketoimintamallissa on sijoittajan olennaista huomioida, että hyvin skaalautuvan kulurakenteen lisäksi myös yhtiön tase on erittäin hyvin skaalautuva, sillä lainojen välitysliiketoiminta sitoo hyvin rajallisesti pääomaa.

Fellow Financeen sijoittaminen on näkemyksemme mukaan sijoitus yhtiön kansainvälistymisstrategiaan ja sen onnistumiseen. Vaikka yhtiö tulee jatkamaan voimakasta kasvuaan myös Suomessa, ei tämä kasvu itsessään riitä perustelemaan näkemystämme yhtiön käyvästä arvosta. Fellow Financen omistaminen vaatiikin mielestämme sijoittajalta luottamusta yhtiön teknologia-alustan kilpailukykyyn sekä johdon kykyyn toteuttaa kansainvälistymisstrategiaa.

Fellow Financen erottaa tyypillisistä alkuvaiheen teknologia-yhtiöistä se, että yhtiön alusta on osoittanut toimivuutensa Suomessa ja tämän ansiosta yhtiö on jo tässä vaiheessa kasvustrategiaansa erittäin kannattava. Tämä pienentää yhtiöön liittyvää riskiprofiilia, sillä sijoittajien ei tarvitse pelätä yhtiön kassan riittävyttä ja mahdollista osakeantien aiheuttamaa diluutiota. Tästä huolimatta yhtiön riskiprofiili on kuitenkin huomattavan korkea

johtuen etenkin toimialaan liittyvistä riskeistä. Käsitlemme riskejä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

### Mikä asioita sijoittajan tulee seurata Fellow Financesa

Fellow Financen arvo on hyvin riippuvainen yhtiön tulevasta kasvusta. Tämän vuoksi onkin luonnollista, että kasvuun liittyvät mittarit ovat sijoittajan kannalta keskeisiä asioita, joita yhtiössä tulee lähivuosina seurata.

Mielestämme tärkein yksittäinen asia jota yhtiössä tulee seurata on **kansainvälisen lainavolyymin kasvu**. Yhtiön kansainvälinen liiketoiminta on vielä tässä vaiheessa varsin pientä ja teknologia-alustan kilpailukykyyn Suomen ulkopuolella liittyy edelleen epävarmuutta. Mikäli yhtiö onnistuu kansainvälistymisessään, kasvattaa se yhtiön arvoa 1) markkinan koon merkittävän kasvun sekä 2) teknologia-alustaan liittyvien riskien pienentymisen myötä.

Toiseksi tärkein asia, mitä sijoittajien tulee Fellow Financesa seurata on **sijoittajan saaman tuotto/riski -suhteen kehitys**. Tällä tarkoitamme alustalla toimivien sijoittajien saamaa nettotuottotasoa luottotappioiden jälkeen. Historiallisesti Fellow Financen luottoluokitusjärjestelmä on toiminut erittäin hyvin ja alusta on pystynyt tarjoamaan sijoittajille houkuttelevaa tuotto/riski -suhdetta. Mikäli alustan tarjoama tuotto/riski -suhde heikkenisi selvästi nykyisestä (sijoittajat joutuisivat ottamaan selvästi nykyistä enemmän riskiä saadakseen nykyisen kaltaiset tuotot), olisi tällä negatiivinen vaikutus alustan kiinnostavuuteen sijoittajien silmissä.

**Lainavolyymin kasvu Suomessa** on myös tärkeä ajuri yhtiölle, sillä hallitsevan markkina-asemansa ansiosta Suomen kasvu on erittäin kannattavaa ja Suomen vahvan tuloksen avulla yhtiö pystyy kompensoimaan uusien maiden alkuvaiheen tappiollisuutta.

**Suhteellisen palkkiotason kehitys** on tulevaisuudessa hyvin riippuvainen toimialan kehityksestä ja tämän luomista hintapaineista. Mitä nopeammin suhteellinen palkkiotasoa laskee, sitä matalammaksi välitetyn lainavolyymin arvo sijoittajille laskee pitkässä juoksussa. Suhteelliseen palkkiotasoon vaikuttaa luonnollisesti myös välitettyjen lainojen mix (kuluttajarahoitusta vs. yritysrahoitusta) ja sijoittajien kannattaakin suhteellista palkkiotasoa analysoidessa keskittyä palkkiotasojen eroosioon (markkinan hintapaine ja yhtiön omat hintapäätökset), sillä mixin muutos ei automaattisesti ole negatiivinen asia (esim. laskurahoituksessa asiakkuuksien jatkuvuus selvästi kuluttajarahoitusta parempi).

### Yritysrahoituksen ja erityisesti laskurahoituksen kasvu

Fellow Financen yritysrahoitus on vielä suhteellisen pientä ja yhtiön kilpailukyky tässä segmentissä on vielä todistamatta. Yritysrahoitus on selvästi kuluttajarahoitusta suurempi markkina ja sen rooli yhtiön tulevassa kasvussa on tämän myötä oleellinen. Yritysrahoituksella on myös selkeä positiivinen vaikutus alustan arvoon, sillä se tarjoaa sijoittajille laajemman valikoiman sijoituskohteita.



# Sijoitus- ja riskiprofiili 2/3

## Suunniteltu listautumisanti vahvistaisi yhtiön resursseja toteuttaa kasvustrategiaa

Fellow Finance suunnittelee listautumista Helsingin pörssin First North -listalle. Yhtiö pyrkii keräämään listautumisannilla 10 MEUR:n bruttovarat, joilla se pyrkii vauhdittamaan kansainvälistymistä. Lisäksi yhtiön suurin omistaja Taaleri ja erät muut omistajat myyvät omistustaan korkeintaan 10 MEUR:lla. Arvonmäärittämisemme on laskettu yhtiön arvolla ennen osakeantia (pre-money). Näkemyksemme mukaan osakeanti ei oleellisesti tule vaikuttamaan yhtiön arvoon, sillä siitä saatavat rahat eivät oleellisesti vaikuta yhtiön liiketoimintaan tai numeroihin. Siten myöskään ennusteemme eivät ota huomioon listautumisannin toteutumista ja siitä saatavia varoja.

Fellow Financen lainojen välityслиiketoiminta on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja kasvu on pystytty rahoittamaan liiketoiminnan generoimalla tulorahoituksella. Näkemyksemme mukaan yhtiö pystyisi toteuttamaan kasvustrategiaansa myös ilman osakeantia, mutta luonnollisesti annista kerättävät varat antavat yhtiölle lisää selkänöjää strategiansa toteuttamiseen. Yhtiö voi esimerkiksi nopeuttaa uusien markkinoiden avaamista yrityskaupoin. Listautumisen myötä yhtiö voi tarvittaessa käyttää myös omaa osakettaan maksuvälineenä yrityskaupoissa. Antirahoilla on mahdollisuus myös lunastaa osa Lainaamon korollisista veloista pois, mikä alentaisi yhtiön rahoituskuluja ja kasvattaisi osakkeenomistajille kuuluvaa osuutta tuloksesta.

## Riskit

### Yhtiön kasvustrategian epäonnistuminen

Fellow Finance on viime vuosina kasvanut nopeasti ja yhtiö tavoittelee voimakkaan kasvun jatkamista, missä keskiössä on yhtiön kansainvälistyminen ja alustan skaalaaminen useisiin toimintamaihin. Liikevaihdon voimakkaan kasvun vastapuolella on yhtiön suhteellisen korkea riskiprofiili. Vaikka yhtiön järjestelmä ja toimintamalli onkin osoittanut toimivuutensa etenkin Suomessa, liittyy yhtiön aggressiiviseen kasvuun ja kansainvälistymiseen merkittäviä riskejä. Käsittelemme yhtiön kunnianhimoisia kasvutavoitteita sekä siihen liittyviä riskejä tarkemmin strategia-kappaleessa.

### Taloustilanteen heikkeneminen

Heikentävä taloustilanne vaikuttaisi arviomme mukaan Fellow Financen liiketoimintaan negatiivisesti. Heikossa suhdanteessa kasvava työttömyys vaikeuttaisi lainanottajien kykyä maksaa lainansa takaisin ja sijoittajien kokemat luottotappiot lähtisivät kasvuun. Tämä puolestaan vähentäisi sijoittajien halukkuutta sijoittaa vertaislainoihin. Tämä näkyisi alustalla korkotasojen nousuna, mikä vähentäisi puolestaan lainanhakijoiden halua ottaa uusia lainoja. Tämä voisi johtaa käännteisiin verkostovaikutuksiin, eli käynnistää negatiivisen kierteen alustan toimintamalliin.

Toisaalta heikossa taloustilanteessa myös perinteisten rahoituslaitosten lainananto kiristyy, mikä voi ajaa osan lainaa tarvitsevista käyttämään vaihtoehtoisia rahoituskanavia, kuten vertaislainoja. Tämä voisi osaltaan kompensoida heikon taloustilanteen

aiheuttamaa negatiivista kierrettä, mutta kokonaisuutena tarkasteltuna heikentävä talousympäristö olisi todennäköisesti negatiivista Fellow Financen liiketoiminnalle. Epävarmuutta tähän tuo lisäksi se, että vertaislainaaminen toimialana on globaalisti syntynyt käytännössä vasta finanssikriisin jälkeen, joten toimialan taantumakestävyyttä ei ole vielä kertaakaan testattu.

Heikentävä taloustilanne näkyisi väistämättä myös Lainaamon luottotappioiden kasvuna, mikä rasittaisi yhtiön tulosta. Luottotappioiden kasvu voisi vaikuttaa myös perintäyhtiöiden halukkuuteen ostaa erääntyneitä saamisia Fellow Financen alustalta, jolloin sijoittajien kokemat luottotappiot kasvaisivat entisestään.

### Korkotason nousu

Nykyinen nollakorkoympäristö on ollut yksi syy vertaislainaamisen suosion kasvulle sijoittajien keskuudessa, sillä alustat ovat pystyneet tarjoamaan huomattavasti tavallisia korkosijoituksia paremman tuotto-odotuksen kohtuullisella riskitasolla viime vuosina. Jos korot lähtisivät Euroopassa nousuun, voisi osa alustan sijoitusvaroista virrata takaisin tavallisiin korkosijoituksiin, mikä todennäköisesti heikentäisi Fellow Financen välittämien lainavolyymien kehitystä. Korkotason nousu vähentäisi myös lainanhakijoiden kysyntää lainoille, sillä nousevat korot heijastuisivat myös alustalla tarjottavien lainojen korkotasoihin.

# Sijoitus- ja riskiprofiili 3/3

## Regulaatiomuutokset

Euroopan finanssisektorilla on tapahtunut sääntelyyn liittyviä muutoksia rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (MiFID II) ja -asetuksen (MiFIR), maksupalveludirektiivin (PSD2) ja uuden EU:n laajuisen tietosuojaa-asetuksen (GDPR) voimaantumalon myötä. Euroopan viranomaiset ovat myös alkaneet tutkia finanssitekniologian mahdollisia vaikutuksia finanssijärjestelmän toimintaan sekä siihen liittyvään regulaatioon ja valvontaan. Euroopan pankkiviranomainen on myös arvioinut tarvetta tarkastella mahdollisia EU:n sisällä toimivien finanssitekniologiayritysten sääntely-ympäristön eroavaisuuksia ja tarvetta identifioida mahdollisia sääntelyarbitraasin mahdollisuuksia ja tunnistamattomia kuluttajansuojan riskejä.

Vuonna 2018 aktiviteetti toimialan sääntelyn ympärillä pysynee aktiivisena, sillä Euroopan pankkiviranomainen ilmoitti keskittyvänsä arvioimaan ja edistämään finanssitekniologiatoimialan sääntelykehystä kuluvan vuoden aikana. Viranomaiset ovat myös valmistelemissa koko EU:n laajuisista sääntelykehikkoa joukkorahoitusmarkkinoille, jonka on tarkoituksena yhtenäistää toimialan pelisääntöjä. On vaikeaa arvioida, mitä muutoksia lopulta toteutuu. Suunta on kuitenkin koko ajan ollut sääntelyn kiristyminen, minkä oletamme myös jatkuvan. Tämä luo selvästi epävarmuutta toimialalla, mutta lopullisia vaikutuksia on vielä vaikea arvioida. Esimerkiksi Iso-Britanniassa joukkorahoitusalan sääntely-ympäristön selkeytyminen tämän vuosikymmenen alkupuolella kiihdytti alan kasvua merkittävästi ja Iso-Britannian osuus Euroopan joukkorahoitusmarkkinoiden 7,7 miljardin euron volyyimista oli noin 73 % vuonna 2016.

## Kilpailun kiristyminen

Vertaislainaaminen on viime vuosina ollut todella nopean kasvun toimiala ja nopea kasvu houkuttelee aina uusia kilpailijoita paikalle. Kiristynyt kilpailu painaa korkotasoa alaspäin ja tämä todennäköisesti aiheuttaa paineita myös Fellow Financen perimiin lainojen välityspalkkioihin. Fellow Finance kilpailee asiakkaista muiden kuluttaja-, joukko-, ja vertaislainayhtiöiden lisäksi perinteisten pankkien ja muiden finanssialan toimijoiden kanssa. Esimerkiksi pankit pohtivat parhaillaan suhtautumistaan vertaislainaajiin ja osa niistä voi tulevaisuudessa kehittää kilpailevia palveluita valtavien resurssiensa ja asiakaskantojensa avulla. Brittiläiset vertaislainaajat (esim. Zopa, Ratesetter, Funding Circle) saattavat myös laajentaa toimintaansa tulevina vuosina muihin EU-maihin, mikä aiheuttaisi lisää kilpailupainetta Fellow Financen toimintamaissa.

## Maineriskit

Sijoittajien ja lainanhakijoiden luottamus Fellow Financen alustaa kohtaa on keskiössä yhtiön liiketoimintamallin kannalta ja luottamusta heikentävät mainehaitat olisivat yhtiön liiketoiminnalle erittäin vahingollisia. Yhtiön toiminnan kannalta maineriskien hallinnassa yksi keskeisimmistä tekijöistä on yhtiön oman luottoriskimallin luotettava toiminta, jotta alustan lainanhakijoiden luottokelpoisuus saadaan varmistettua riittävän hyvin. Luottotappioiden nopea kasvu heikentäisi sijoittajien luottamusta alustaa kohtaan ja tämä voisi aiheuttaa negatiivisen kierteen yhtiön liiketoimintaan.

Myös muiden vertaislainatoimijoiden mahdolliset väärinkäytökset tai alustoilla tapahtuvat huijaukset voisivat vaikuttaa negatiivisesti koko toimialan maineeseen. Uusi nopeasti kasvava toimiala houkuttelee paikalle myös aina

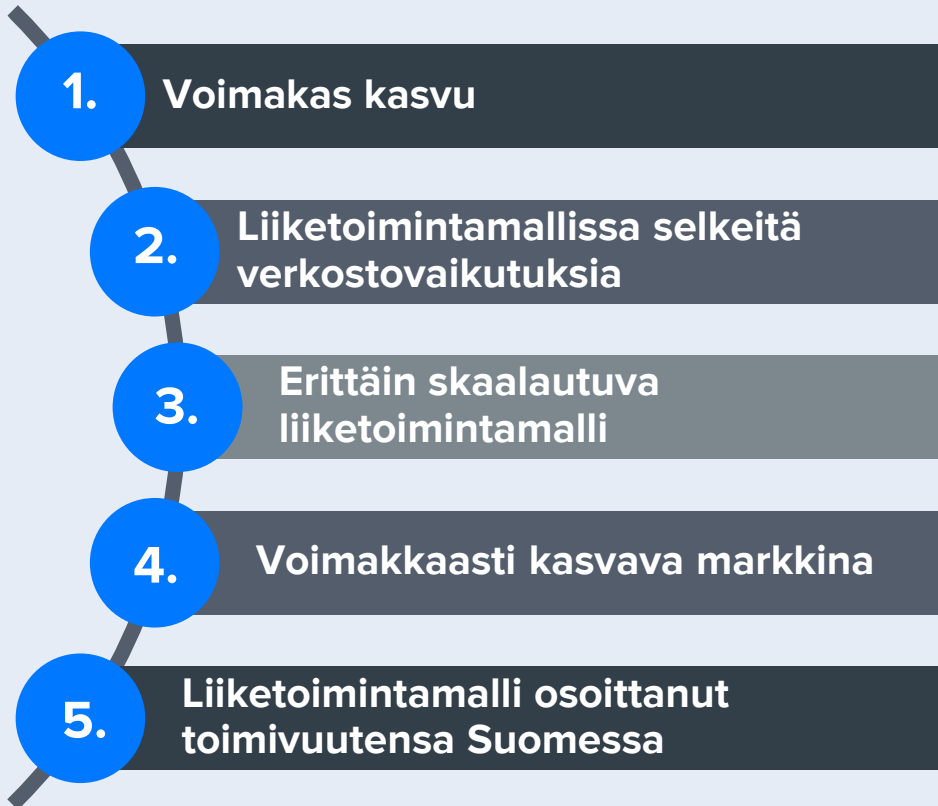
epärehellisiä toimijoita, joiden toiminta voisi heijastua epäluottamuksena koko toimialaa kohtaan. Esimerkiksi vuonna 2015 ruotsalainen vertaislainaaja Trustbuddy ajautui konkurssiin viranomaisten suljettua yhtiön toiminnan palvelussa tapahtuneiden vakavien väärinkäytösten takia.

Kuluttajarahoituksessa vakuudettomissa luotoissa ns. pikavippaajat ovat viime vuosina saaneet paljon negatiivista julkisuutta. Toimialan maine on heikko, mikä johtuu sekä toiminnan kyseenalaisesta eettisyydestä sekä alalla esiintyneistä väärinkäytöksistä. Aikaisemmin pikavipeissä nähtyjä ylilyöntejä on sääntely kiristyttyä pienissä lainoissa (alle 2 TEUR) siirtynyt osittain kulutusluottoihin. Vaikka Fellow Financen alustan sekä Lainaamon kautta tarjottavien luottojen korot ovat huomattavasti pikavippaajien tasojen alapuolella, eikä esimerkiksi pikavipeille kaavailtu 30 %:n korkokatto vaikuttaisi suoraan yhtiön liiketoimintaan Suomessa, voi toimialan yleisesti huono maine vaikuttaa negatiivisesti myös Fellow Financen.

## IT-riskit

Fellow Financen digitaalinen joukkorahoitusala on yhtiön liiketoiminnan kulmakivi. Digitaalisten palveluiden toimintaan liittyy aina riskejä (mm. järjestelmävirheet, kyberuhat). IT-riskit linkittyvät maineriskien kanssa yhteen etenkin yhtiön kehittämän luottoriskimallin osalta. Mikäli yhtiö epäonnistuisi luottoriskimallin hallinnassaan, heikkenisi palvelun tarjoama tuotto/riski -suhde sijoittajille ja tällä olisi suora negatiivinen vaikutus alustan kiinnostavuuteen sijoittajille. Palvelun toimintaan liittyvien operatiivisten riskien hallinta on pääosin yhtiön omissa käsissä ja mielestämme nämä riskit ovat hyvin hallittavissa.

# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

- Kasvu nykyisissä tuotteissa ja markkinoilla
- Laskurahoituksessa merkittävä kasvupotentiaali
- Alustan avaaminen uusille markkinoille ja tuotevalikoiman laajennus
- Kulurakenteen ja taseen skaalautuminen mahdollistavat erittäin hyvän kannattavuuden sekä pääoman tuoton
- Potentiaalinen yritysostokohde

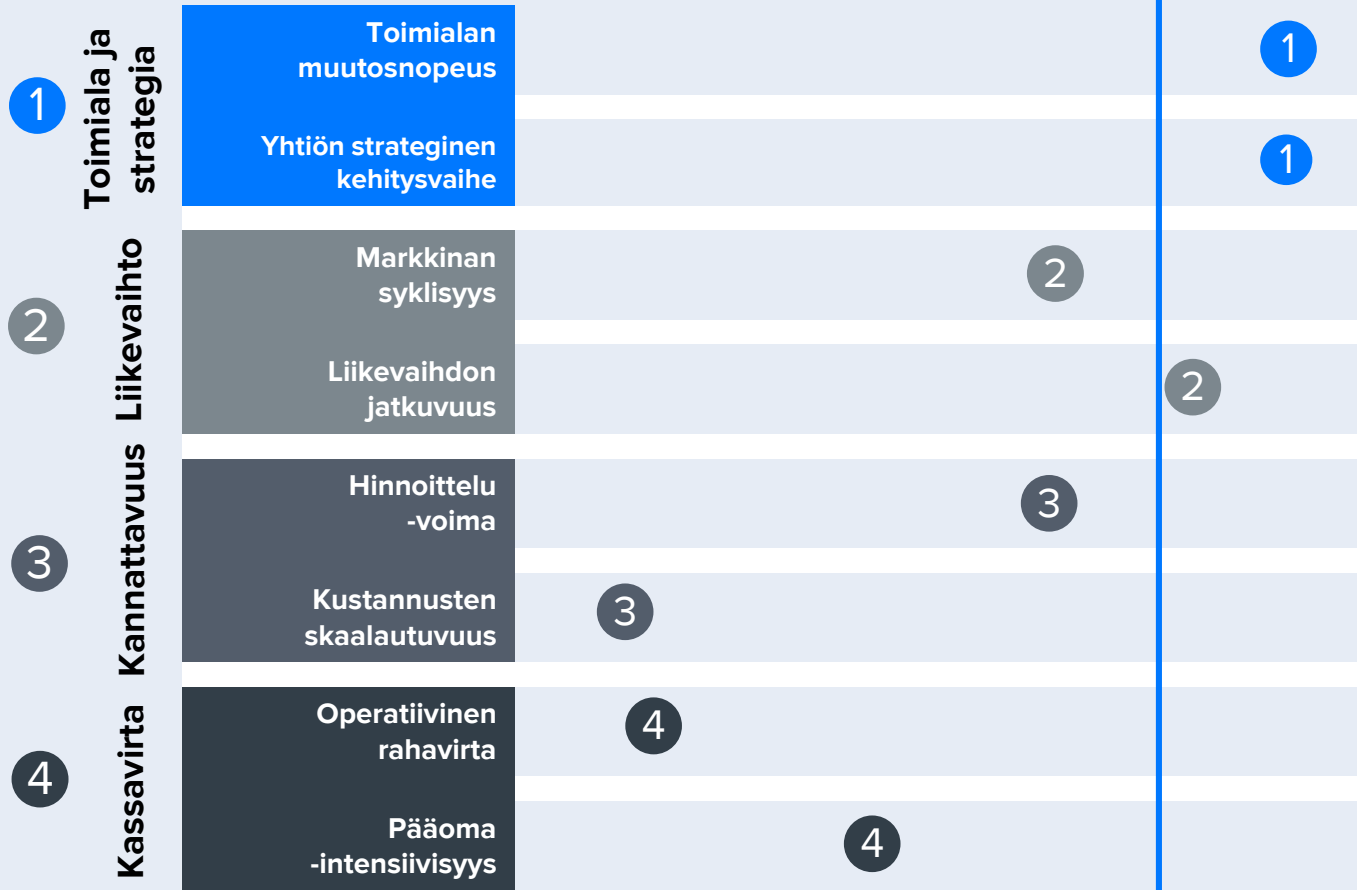
## Riskit

- Taloustilanteen heikkeneminen
- Korkotason nousu
- Kasvustrategian epäonnistuminen
- Regulaatiomuutokset
- Kilpailun kiristyminen
- Maineriskit
- Alustan teknologiaan liittyvät IT-riskit
- Lainaamon lainasaamisten luottotappioriski

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso Korkea riskitaso



Toimiala nopeassa kasvussa ja kehittyä jatkuvasti. Regulaatiomuutokset tulevat myös muuttamaan toimialan dynamiikkaa.

Yhtiö todistanut liiketoimintamallinsa toimivuuden jo Suomessa. Kasvustrategian onnistumisen kannalta keskiössä alustan skaalaaminen uusiin toimintamaihin, mihin liittyy vielä suuria riskejä.

Taloustilanteen heikkeneminen vaikuttaisi negatiivisesti lainojen kysyntään. Toimialan taantumakestävyyttä ei ole vielä testattu.

Lainojen avauspalkkiot riippuvaisia välitettyjen lainojen volyymista. Tilinhoitopalkkiot jatkuvaluonteisia lainojen päättymispäivään asti. Laskurahoituksen asiakassuhteet jatkuvaluonteisia.

Lainapalkkioissa hinnoitteluvoima tällä hetkellä hyvä. Arvioimme kilpailun kiristymisen tulevaisuudessa aiheuttavan paineita hinnoitteluun.

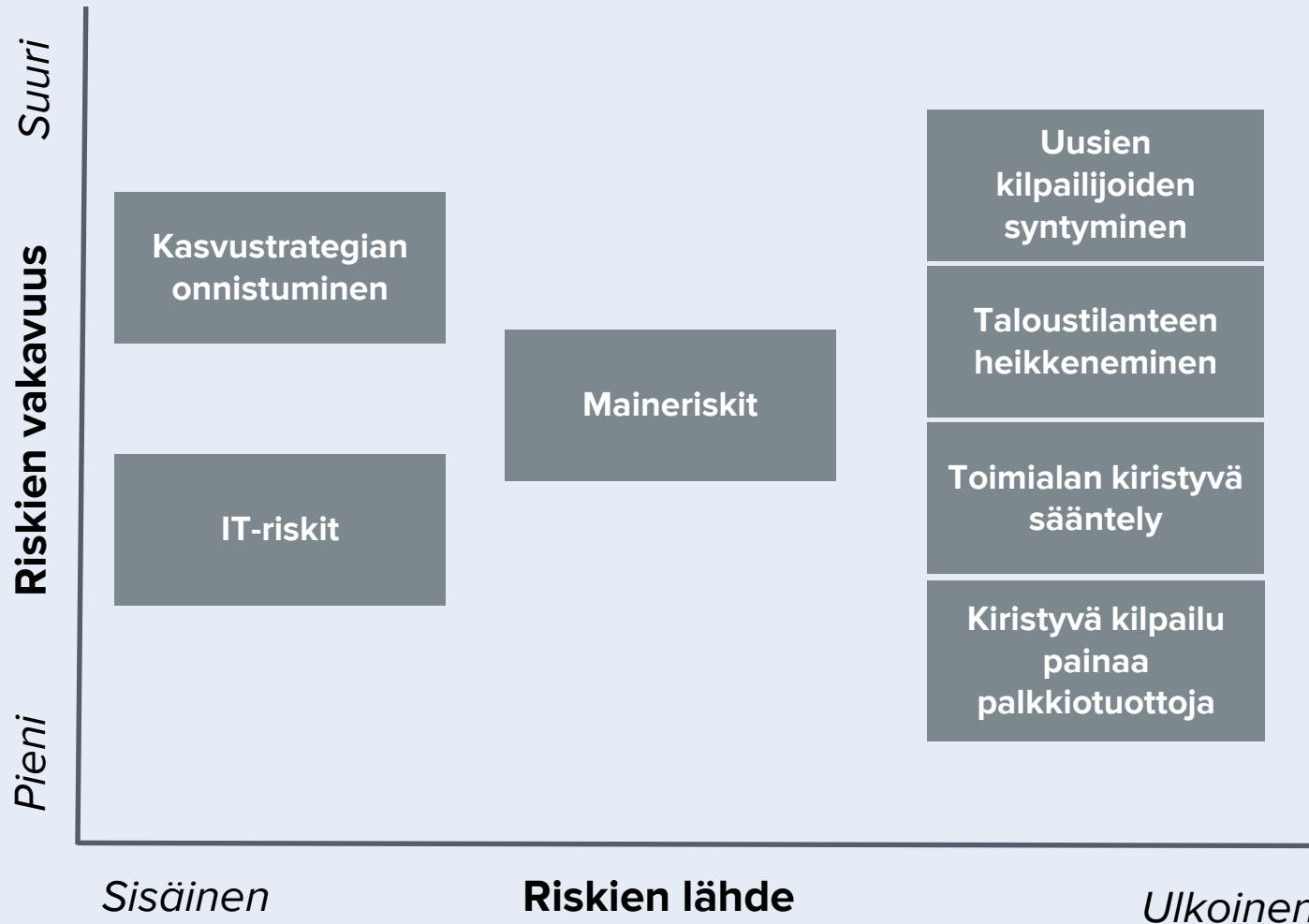
Kulurakenne skaalautuu erinomaisesti lainavolyymien kasvaessa pitkälti automatisoitujen prosessien ansiosta.

Liiketoimintamalli generoi hyvin kassavirtaa, joka seuraa lainavolyymien kehitystä.

Alustaliiketoiminta ei sido käytännössä ollenkaan pääomaa. Tytäryhtiö Lainaamon myöntämiin lainoihin sitoutuu pääomia.

Inderesin arvio Fellow Financen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Merkittävimmät riskit



# Markkinat 1/4

## Joukkorahoitusmarkkinat

### Nuori markkina kasvanut voimakkaasti globaalisti

Joukkorahoitus on yläkäsite ja sen suurimpia alasegmenttejä ovat lainamuotoinen joukkorahoitus, vertaislainat kuluttajille, vertaislainamuotoinen laskurahoitus ja oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus. Joukkorahoitusmarkkinat ovat viime vuosina kasvaneet globaalisti erittäin voimakkaasti. Cambridgen yliopiston tutkimuksen mukaan vuosien 2013-2016 aikana globaali joukkorahoituksen volyyymi kasvoi 8,5 miljardista eurosta 261 miljardiin euroon, mikä vastaa 213 %:n vuosittaista kasvua.

Valtaosa markkinakasvusta on tullut Aasian ja Tyynenmeren alueelta, joiden osuus globaalista kokonaisvolyymista vuonna 2016 oli noin 222 miljardia euroa. 99 % tästä volyyymista tuli Kiinasta. Toiseksi suurin markkina on Pohjois- ja Etelä-Amerikka, jonka noin 32 miljardin euron volyyymista 98 % tuli Yhdysvalloista vuonna 2016. Euroopan joukkorahoituksen volyyymi vuonna 2016 oli 7,7 miljardia euroa, mistä 73 % tuli Iso-Britanniasta. Absoluuttisilla volyyymeilla mitattuna Euroopan markkinat ilman Iso-Britanniaa ovat vielä aivan alkutekijöissään. Olettaen muun Euroopan seuraavan tulevaisuudessa Iso-Britannian kehitystä, voivat markkinat moninkertaistua tulevina vuosina. Research and Markets -markkinatutkimusyhtiö on arvioinut globaalin lainamuotoisen joukkorahoitus- ja vertaislainamarkkinan vuosikasvuksi keskimäärin 53 % vuosina 2016-2020.

### Euroopan vertaislainamarkkinat

Euroopan markkinaa tarkastellessa jätämme Iso-

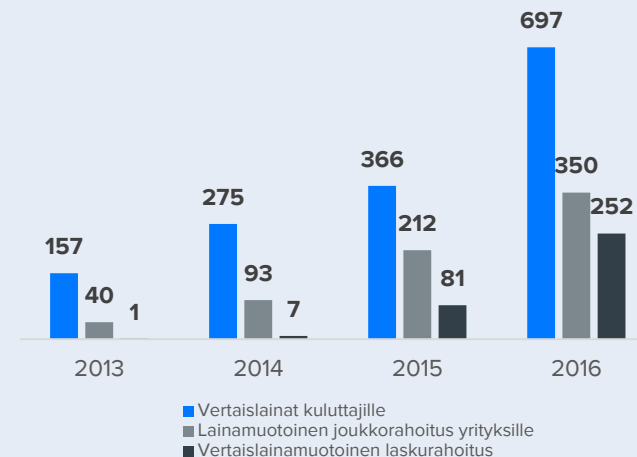
Britannian huomioimatta sen dominoivan koon vuoksi. Kuluttajien vertaislainamarkkinan koko Euroopassa vuonna 2016 oli 697 MEUR, yritysten vertaislainamarkkinan 350 MEUR ja vertaislainamuotoisen laskurahoituksen 252 MEUR. Kokonaisuutena nämä markkinasegmentit ovat kasvaneet vuosittain noin 87 % vuosien 2013-2016 välillä.

Fellow Finance toimii tällä hetkellä Suomessa, Puolassa, Saksassa ja Ruotsissa. Lisäksi yhtiön strategisena tavoitteena on laajentua valikoituihin uusiin toimintamaihin Euroopassa. Vuonna 2016 näiden neljän maan vertaislainamarkkinat olivat kokonaisuudessaan 354 MEUR, josta Saksa (205 MEUR) ja Suomi (111 MEUR) muodostivat valtaosan. Ruotsissa ja Puolassa markkinat ovat käytännössä vasta syntyneet vuoden 2016 aikana.

### Suomen vertaislainamarkkinat

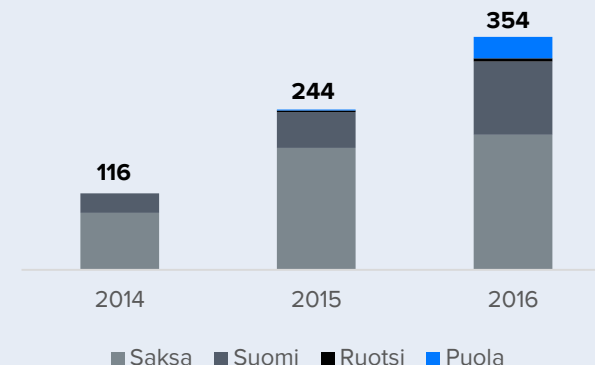
Suomen vertaislainamarkkinan koko vuonna 2017 oli Suomen Pankin mukaan noin 183 MEUR, josta kuluttajalainojen osuus oli 107 MEUR ja lainamuotoisen joukkorahoituksen 76 MEUR. Fellow Financen markkinaosuus kuluttajien vertaislainoissa oli viime vuonna noin 81 %, joten yhtiö on Suomessa ylivoimaisesti suurin toimija vertaislainoissa. Vuosien 2014-2017 välillä kuluttajien vertaislainamarkkina on kasvanut Suomessa vuosittain keskimäärin 53 % ja lainamuotoinen joukkorahoitus 79 %. Vertaislainojen osuus suomalaisten kotitalouksien yhteenlasketusta kulutusluottokannasta (noin 19 mrd. euroa) oli viime vuonna alle 1 %:n, mikä kuvastaa vertaislainaamisen olevan vielä kokonaisuuteen suhteutettuna hyvin marginaalista.

### Euroopan vertaislainamarkkinat\* (MEUR)



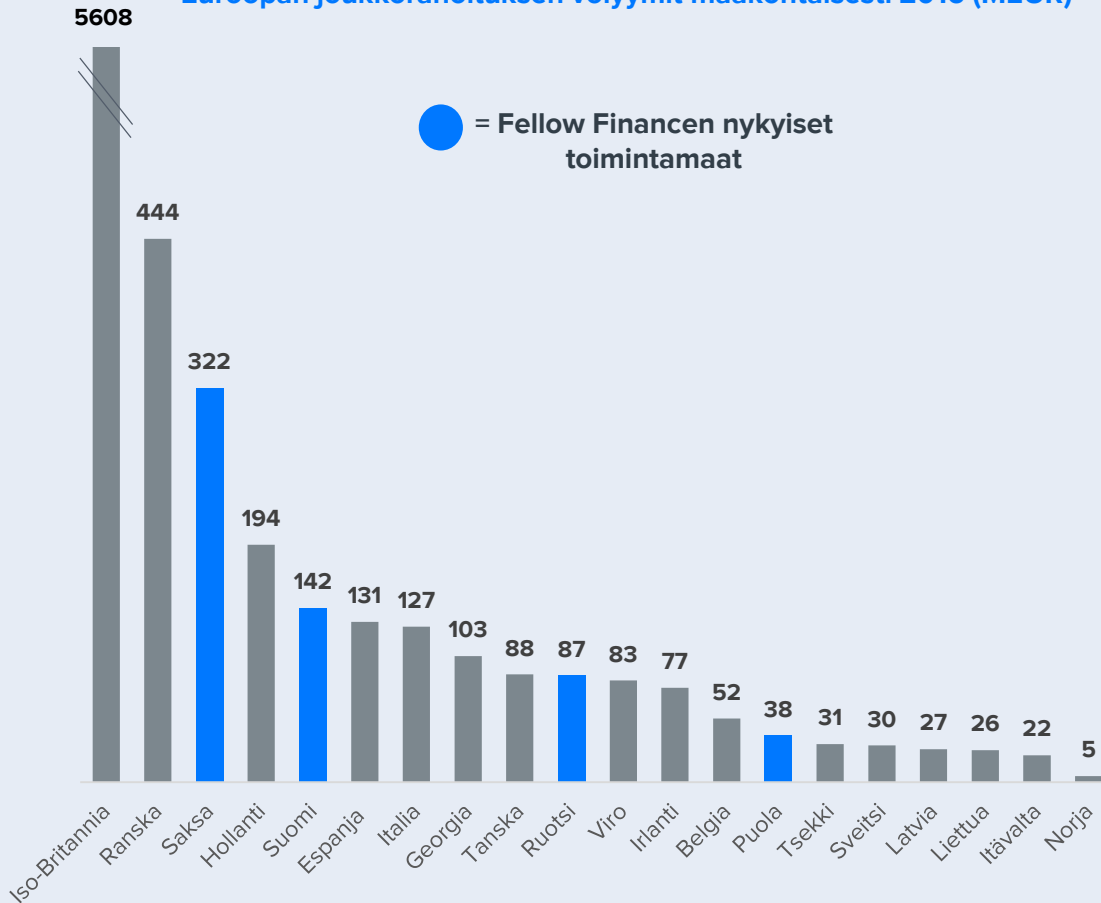
\* Pois lukien Iso-Britannian markkinat

### Vertaislainamarkkinat Fellow Financen nykyisissä toimintamaissa (MEUR)



# Markkinat

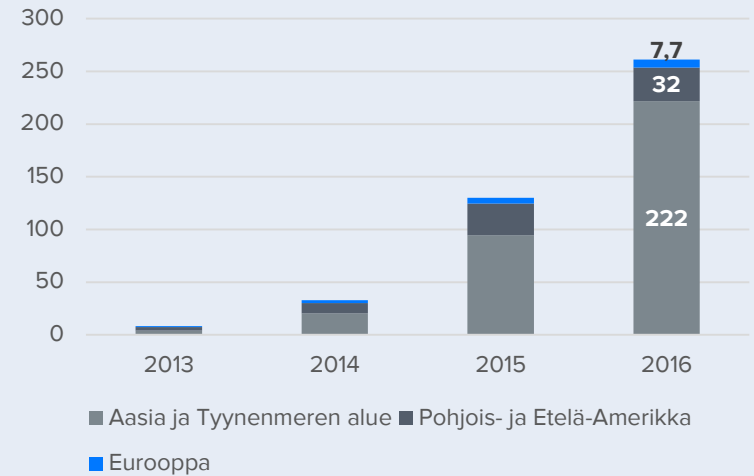
Euroopan joukkorahoituksen volyymit maakohtaisesti 2016 (MEUR)



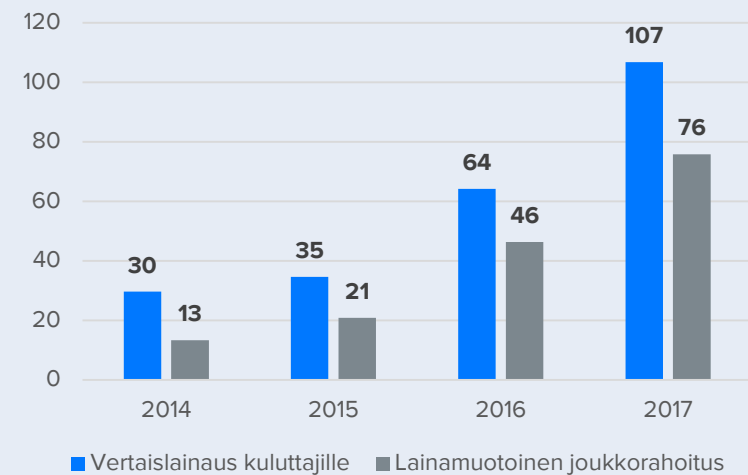
**53 %**

Globaalin lainamuotoisen joukkorahoitus- ja vertaislainamarkkinan ennustettu kasvu (CAGR) 2016-2020

Globaali joukkorahoituksen volyymi (mrd. €)



Suomen vertaislainamarkkina (MEUR)



# Markkinat 2/4

## Suomalaiset velkaantuvat

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

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

## Kulutusluottojen määrä Suomessa nopeassa kasvussa

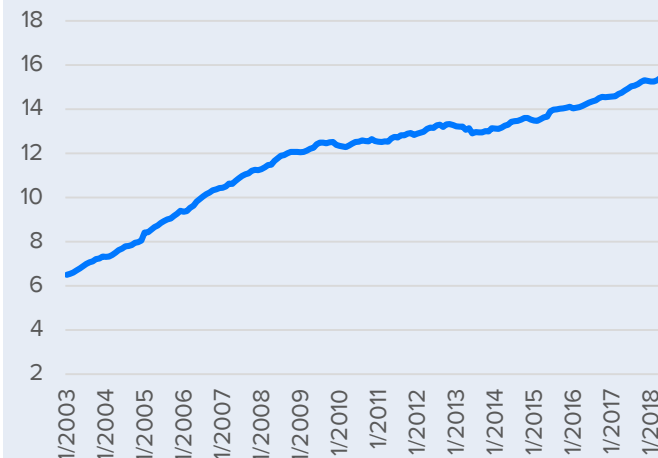
Vaikka suomalaisten kotitalouksien velasta valtaosa on edelleen asuntolainoja, viime

vuosina kulutusluotot ovat kuitenkin kasvaneet selvästi asuntolainojen määrää nopeammin. Finanssiala ry:n kesällä 2017 julkistaman kyselytutkimuksen mukaan joka neljännellä suomalaisella on jokin kulutusluotto. Tavallisin kulutusluottomuoto on tutkimuksen mukaan pankista otettu kulutusluotto, jota on 20 %:lla suomalaisista. Osamaksuluotto (ei pankin myöntämä) oli 6 %:lla vastanneista.

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

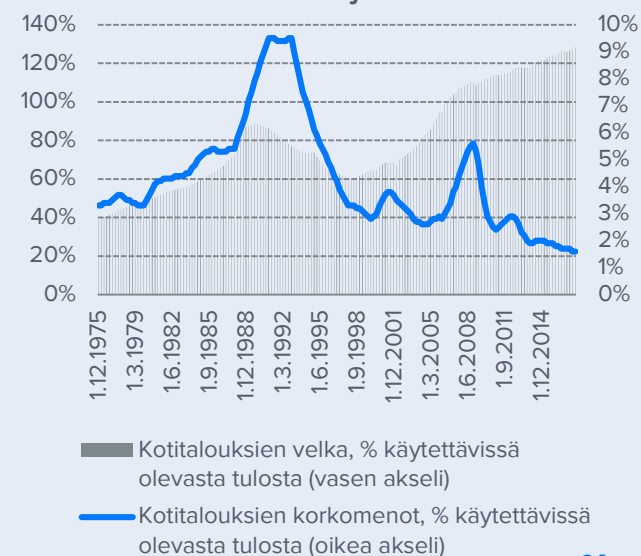
Tammi-toukokuussa vuonna 2018 kulutusluottokanta kasvoi 15,5 miljardiin euroon. Eniten kasvua tapahtui vakuudettomissa kulutusluotoissa, jotka kasvoivat yli 13 % edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan nähden. Vakuudettomien kulutusluottojen reilu 4,6 miljardin euron luottokanta on Fellow Financen kuluttajavertaislainojen kannalta relevantin lukema, ja antaa kuvan teoreettisen markkinan koosta. Toisaalta se myös kertoo, miten pieni toimija Fellow Finance markkinalla on. Vakuudettomiin kulutusluottoihin erikoistuneiden luottolaitosten myöntämien uusien lainojen keskiporko oli toukokuussa 16,6 %, liikepankkien myöntämien kulutusluottojen keskiporko oli puolestaan 4,6 %. Fellow Financen kautta myönnettyjen suomalaisten kuluttajien vertaislainoissa nimelliskorot vaihtelevat tällä hetkellä 5-20 %:n välillä asiakkaan luottoluokituksen mukaan.

Kulutusluotot suomalaisilta rahoituslaitoksilta (mrd. €)



Lähde: Suomen Pankki

Velkaantumisasaste ja korkorasitus



Lähde: Suomen Pankki



# Markkinat 3/4

Kokonaisuudessaan vuoden 2017 lopussa suomalaisille kotitalouksille myönnetty lainakanta (pl. asuntolainat) oli noin 32 miljardia euroa. Fellow Financen muiden toimintamaiden osalta sama lukema oli Saksassa 451 miljardia, Puolassa 34 miljardia ja Ruotsissa 68 miljardia euroa.

## Yrityslainat

Suomalaisten rahalaitosten myöntämien lainojen yhteenlaskettu määrä on kasvanut viime vuosina. Kasvu on painottunut erityisesti vakuudellisiin yrityslainoihin. Vuoden 2018 heinäkuun lopussa suomalaisten rahalaitosten euroalueen yrityksille myönnettyjen lainojen kanta oli noin 83 miljardia euroa, josta noin 43 miljardia euroa oli vakuudellista lainaa (vakuutena asunto- tai kiinteistövakuus tai muu vakuus). Suomen Pankin mukaan kasvu on kohdistunut pieniin ja keskisuurin (alle 1 MEUR) lainoihin, kun taas suurten (yli 1 MEUR) lainojen nostot ovat vähentyneet.

Fellow Finance välittää tällä hetkellä lainamuotoista joukkorahoitusta suomalaisille yrityksille miljoonaan euroon saakka. Vuonna 2017 Suomen rahalaitokset myönsivät alle miljoonan euron arvoisia lainasopimuksia noin 9,6 miljardilla eurolla (Suomen Pankki). Yhtiön muiden toimintamaiden osalta yrityksille myönnettävä lainakanta oli vuoden 2017 lopussa Saksassa 973 miljardia, Puolassa 85 miljardia ja Ruotsissa 68 miljardia (lähteet: EKP ja Puolan keskuspankki).

Etenkin pienten ja keskisuurten yritysten tärkein rahoittajataho on pankit. Pankkisektorin rakennemuutoksista johtuva pankkien toiminnan supistuminen on kuitenkin luonut tilaa muille uusille rahoitussektorin toimijoille. Suomen Pankin mukaan perinteisen pankkisektorin

ulkopuolisilla uusilla toimijoilla on tärkeä merkitys rahoitusmarkkinoilla, sillä ne laajentavat rahoituksen lähteitä, tukevat markkinalikviditeettiä ja hajauttavat riskejä.

Pankkisektorin ulkopuoliset toimijat saattavat myös olla merkittäviä toimijoita tietyillä pienillä ja erikoistuneilla markkinoilla, joissa perinteisellä pankkisektorilla ei ole halua tai kykyä toimia, minkä lisäksi ne ovat toimineet myös merkittävänä lähteenä erilaisille rahoitusinnovaatioille.

## Factoring-markkina kasvussa

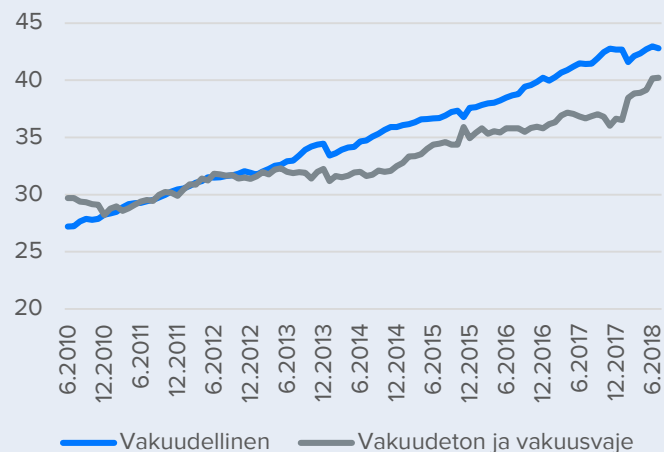
Factoring-palvelujen suosio on pitkällä aikavälillä kasvanut Suomessa selvästi. Factoring-palveluiden liikevaihto, eli rahoitusyhtiöiden rahoittamien ja ostamien myyntisaatavien määrä, oli Suomessa arviolta noin 24,0 miljardia euroa vuonna 2017. Factoring-palveluiden markkinan koko Suomessa on hieman suurempi kuin esimerkiksi Ruotsissa (20,1 miljardia euroa). Tarkasteltaessa koko Euroopan Unionia, on Suomen osuus factoring-palveluiden yhteenlasketusta liikevaihdosta vain 1,4 %. Fellow Finance tarjoaa tällä hetkellä laskurahoitusta ainoastaan Suomessa, mutta palvelua tullaan todennäköisesti laajentamaan tulevaisuudessa myös muihin toimintamaihin.

Factoring-rahoituksen (liikevaihto) kehitys Suomessa (mrd. €)



Lähde: FCI

Suomalaisten rahalaitosten lainat yrityksille (mrd. €)



Lähde: Suomen Pankki

# Markkinat 4/4

## Rahoitusmarkkinoilla on käynnissä murros

Näkemyksemme mukaan kuluttajarahoitukseen ja yritysrahoituksen markkinat ovat tällä hetkellä murroksessa, jonka ansiosta Fellow Financen kaltaiset uudet toimijat ovat kasvaneet viime vuosina voimakkaasti. Tämä on näkynyt erityisesti Fellow Financen toiminta-alueilla vakuudettomissa kulutusluotoissa ja vakuudellisissa pk-yrityslainoissa. Molempia sektoreita ovat aikaisemmin dominoineet talletuspankit, joiden rooli on kuitenkin pienentymässä. Taustalla on muun muassa pankkien kiristynyt sääntely, teknologian kehittyminen (missä pankit eivät ole täysin pysyneet mukana) ja ainakin osittain uudistuvat kuluttajatottumukset. Osittain nämä tekijät, ja toisaalta uusien yhtiöiden innovatiiviset ratkaisut, ovat synnyttäneet uuden FinTech-toimialan.

Näkemyksemme mukaan toimialalla tulevat menestymään erityisesti yritykset, jotka pystyvät parhaalla tavalla hyödyntämään uutta teknologiaa (digitalisaatio & automatisaatio) ja tarjoamaan kuluttajille kilpailukykyisiä palveluita skaalautuvalla liiketoimintamallilla. Mielestämme Fellow Finance on omalla liiketoimintamallillaan erittäin hyvin positioinut hyötymään markkinoilla käynnissä olevasta murroksesta.

## Markkinan trendit Fellow Financelle suotuisia

Fellow Financen liiketoimintaan vaikuttavia markkinatrendejä on tunnistettavissa useita, joita käsittelemme seuraavaksi:

- **Digitalisaatio ja teknologian kehitys:** Uudet digitaaliset toimijat haastavat perinteiset talletuspankit ketteryydellään ja uusilla kuluttajille helpoilla ratkaisullaan. Uusi teknologia ja digitalisaatio mahdollistavat

prosessien automatisoinnin ja tehokkuuden. Perinteisten pankkien tilannetta vaikeuttaa kiristynyt sääntely ja vanhojen järjestelmien kankeus ja tehottomuus.

- **Perinteisten rahoituspalveluiden kankeus** on luonut tilaa uusille ketterille toimijoille. Erityisesti pienten yritysten rahoitustarpeet ovat osittain jääneet täyttämättä, sillä perinteisten pankkien raskaammat prosessit eivät aina taivu pienempien lainojen rahoittamiseen kustannustehokkaasti.
- **Perinteisten omaisuusluokkien alhaiset tuotto-odotukset** ovat ajaneet viime vuosina sijoittajia etsimään osake- ja velkakirja-sijoituksilleen vaihtoehtoisia sijoituskohteita. Vertaislainapalvelut ovat historiassaan pystyneet tarjoamaan erinomaista riskikorjattua tuottoa ja tämä on houkuttellut alustoihin paljon uusia institutionaalisia- ja yksityissijoittajia. Uusien sijoittajien tulo alustoihin on painanut korkotasoa alaspäin, mikä on tuonut alustoihin lisää lainaaja-asiakkaita ja luonut näin positiivisen kierteen alustojen lainavolyymien kasvuun.
- **Alustatalouden esiinmarssi:** Tuotteiden ja palveluiden kysynnän ja tarjonnan yhdistäminen digitaalisen alustan kautta on jo mullistanut ja disruptoinut useita toimialoja. Muutamina esimerkkeinä toimialoista voidaan mainita media (Facebook ja Google), matkailu (Airbnb), henkilökuljetus (Uber) ja videovuokraus (Netflix). Alustayhtiöiden teknologia on mahdollistanut asiakkaiden palvelun yhä nopeammin ja paremmin ja tämän kehityksen voidaan olettaa jatkuvan. Vertaislaina-alustat ovat yksi osa rahoitusmarkkinoilla käynnissä olevaa disruptiota.
- **Regulaatiomuutokset luovat tilaa disruptiolle:** Finanssikriisin jälkeen pankkien sääntelyä ja vakavaraisuusvaatimuksia on kiristetty useissa maissa. Tämä on jossain määrin kiristänyt pankkien lainanantoa ja markkinalle on jäänyt aukkoja, joihin pienemmät uudet FinTech-yhtiöt ovat iskeneet kiinni. Suomen vertaislainamarkkinoiden kasvua on tukenut vuonna 2016 voimaan tullut Joukkorahoituslaki, joka yhtenäisti toimialan pelisääntöjä. Tällä hetkellä EU-tasolla valmistellaan vastaavanlaista regulaatiota, jonka tarkoituksena on yhtenäistää joukkorahoituksen pelisääntöjä isommassa mittakaavassa. Uusi maksupalveludirektiivi (PSD2) mahdollistaa kolmansien osapuolien pääsyn pankkien asiakkaiden tileille asiakkaan suostumuksella ja täältä saatava valtava määrä dataa avaa uusille toimijoille lukuisia uusia mahdollisuuksia. Tulevaan sääntelyyn liittyy tässä vaiheessa kuitenkin epävarmuutta ja osaltaan se voi myös vaikeuttaa uusien toimijoiden nykyistä toimintaa ja aiheuttaa kustannuksia.
- **Kuluttajarahoituksessa vakuudettomat kulutusluotot kasvavat nopeasti,** missä taustalla on mielestämme kulustottumuksien osittainen muuttuminen. Osamaksujen kk-erät ovat joillekin kuluttajille tärkeimpiä kuin tuotteen hinta. Trendi on paljon pidemmällä esimerkiksi Yhdysvalloissa, mutta erilaiset osamaksujärjestelyt yleistyvät koko ajan myös Suomessa.

# Kilpailu

## Kilpailu kuluttajalainoissa

Kuluttajalainoissa kilpailu on kovaa ja Fellow Finance kohtaa kilpailussa niin vakuudettomia kulutusluottoja tarjoavat yhtiöt kuin muut vertaislaina-alustat, jotka toimivat yhtiön kanssa samoissa toimintamaisissa. Yhtiön suurimpia kilpailijoita ovat vakuudettomia kulutusluottoja tarjoavat yhtiöt, kuten Santander, Bank Norwegian, Nordax Bank, S-Pankki, Resurs Bank ja Collector Bank. Fellow Financen välittämien luottojen korot ovat tällä hetkellä samaa suuruusluokkaa kuin yhtiön suurimmilla kilpailijoilla. Tuotteen (raha) hinnan ollessa suunnilleen sama, kilpailussa korostuu muun muassa lainatarjouksen antamisen nopeus ja aktiivinen myyntityö lainatarjouksen saaville kuluttajille.

Fellow Finance on tällä hetkellä Suomen vertaislainamarkkinan ylivoimaisesti suurin yhtiö välitettyjen lainavolyymien perusteella. Suomessa markkinalla toimivat tällä hetkellä myös Bondora ja Fixura. Suomessa Fellow Finance on onnistunut saavuttamaan kriittisen massan suhteellisen nopeasti ja liiketoiminnan kannattavaksi, kun samaan aikaan kilpailijat eivät ole tässä onnistuneet. Ruotsin markkinalla edetessään Fellow Finance kohtaa kilpailussa paikallisen markkinajohtaja Lendifyn. Lendifyihin nähden Fellow Finance on kokonaisvolyymilla mitattuna suurempi ja Fellow Financen laajempi sijoittajakunta auttaa kilpailussa. Saksassa yhtiö kohtaa vahvan markkinajohtaja Auxmoneyn, joka on onnistunut saamaan alustalleen vakuutusyhtiöitä rahoittamaan lainoja hyvin kilpailukykyisin hinnoin. Käsityksemme mukaan myös Fellow Finance pyrkii hankkimaan alustalleen Saksassa yhteistyökumppaneita, jotta se voisi paremmin haastaa kilpailussa Auxmoneyn.

Kulutusluottomarkkinoilla toimivat myös pikavippiyhtiöt, joiden tarjoaman rahoituksen hinta on selvästi korkeampi kuin Fellow Financen alustalla tai yhtiön lähimmillä kilpailijoilla vakuudettomissa kulutusluotoissa. Vuonna 2013 säädetty lakimuutos määräsi alle 2000 euron pienlainoihin korkokaton, joka on viitekorko + 50 prosenttiyksikköä. Tämä aiheutti toimialalla merkittävän murroksen. Monet pieniin pikavippeihin keskittyneet toimijat lopettivat toiminnan kannattamattomana, mikä keskitti markkinaa. Toisaalta jotkin toimijat siirtyivät suurempiin kulutusluottoihin, joissa vastaava korkokatto ei toistaiseksi ole. Tällä hetkellä näyttää siltä, että myös yli 2000 euron lainoihin on tulossa korkokatto ja tämän myötä osa pikavippiyhtiöistä todennäköisesti siirtyisi kilpailukentällä lähemmäs Fellow Finanea.

## Kilpailu yritysrahoituksessa

Yrityslainoissa ja laskurahoituksessa yhtiön suurimpia kilpailijoita ovat liikepankkien (OP ja Nordea) yritysrahoituksen erikoistuneet osastot, Intrum, Svea, Finance Link ja Collector Bank. Laskurahoituksessa Fellow Finance näkee merkittäviä kasvumahdollisuuksia ja sen factoring-palvelu on monia kilpailijoita joustavampi ja lisäksi hinnaltaan kilpailukykyinen. Fellow Financen laskurahoituksessa asiakas voi rahoittaa vain osan laskuistaan, kun tietyissä factoring-palveluissa asiakasyritys joutuu siirtämään kaikki laskut palvelun piiriin. Yhtiö veloittaa ainoastaan ennalta sovitun prosenttiosuuden per rahoitettu lasku, eikä palvelusta peritä erillisiä laskutus- tai kuukausipalkkioita. Asiakasyrityksen ei myöskään tarvitse avata erillistä vakuustalletustiliä, vaan laskut rahoitetaan kokonaan. Selkeä palvelu joustavalla hinnoittelulla on yhtiön mukaan kilpailuetu

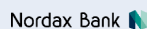
etenkin pk-yritysten segmentissä, johon yhtiö fokusoituu.

## Kilpailu sijoittajista

Fellow Finance kilpailee osaltaan myös sijoittajien varoista. Pitkään vallinneessa matalien korkojen ympäristössä vertaislaina-alustojen tarjoamat selvästi korkeammat tuotto-odotukset ovat viime vuosina houkutelleet alustoihin lukuisia sijoittajia, eikä sijoittajien saaminen alustoihin ole niinkään ollut kasvun pullonkaula. Sijoittajien lukumäärän kasvettua ovat myös tuotto-odotukset painuneet lähemmäs muiden omaisuusluokkien tasoja. Korkojen noustessa, saattaa osa alustoille sijoitetuista pääomista valua takaisin perinteisiin korkosijoituksiin ja tässä vaiheessa kilpailu sijoittajien pääomista voi kiihtyä vertaislaina-alustojen osalta. Markkinalla toimii myös useita vertaislaina-alustoja, jotka ovat keskittyneet palvelemaan ainoastaan sijoittajia eli nämä alustat ainoastaan toimivat markkina-paikkana, missä sijoittajat voivat sijoittaa palveluun liittyneiden luottolaitosten myöntämiin lainoihin. Tällaisia alustoja ovat muun muassa Mintos ja PeerBerry.

Vertaislainaaminen on isossa mittakaavassa vielä suhteellisen pienen joukon toimintaa Euroopassa ja alustat kilpailevat myös keskenään sijoittajien pääomista. Kilpailuetuina tässä korostuvat alustan maine, luotettavuus ja alustan tarjoamien lainojen tuotto-odotus. Fellow Finance on kasvanut Euroopan mittakaavassa jo suureksi toimijaksi ja yhtiö on ansainnut palvelullaan jo melko suuren sijoittajajoukon luottamuksen. Palvelun luotettavuus on yhtiölle tärkeä kilpailuetu pienempiä ja tuntemattomampia toimijoita vastaan, jotka saattavat houkutella sijoittajia korkeammilla lainojen tuotto-odotuksilla.

# Kilpailukenttä kulutusluotoissa Suomessa



Pikavippiyhtiöt

Maksimilaina (EUR)	15 000	60 000	50 000	50 000	50 000	40 000	25 000
Maksimilainaaika (vuosia)	10	15	10	15	12	12	15
Avausmaksu (EUR)	25-350	45/95	149	89	100-200	95	60
Kuukausimaksu (EUR)	2-12	5	8	5	7	5	3
Nimelliskorko alkaen	5,00%	8,99%	3,67%	7,90%	5,00%	7,90%	9,90%
Nimelliskorko enintään	20,00 %	22,49%	9,67%	18,90%	10,00%	21,90%	19,90%











Todennäköisesti tulevaisuudessa voimaanastuva korkokatto toisi osan pikavippiyhtiöistä vahvemmin kilpailemaan alhaisemman korkotason kulutusluottoihin.









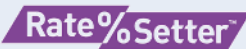

**Yleensä  
> 30%**

# Kilpailukenttä vertaislaina-alustoissa

## Fellow Finance ja kilpailevia alustoja Pohjoismaissa

Alusta	Toimintamaat	Välitetty rahoitus (MEUR)	
		Kumulatiivinen	Vuoden alusta
 FELLOW FINANCE		303,7	107,4
		116,8	50,6
		147	35,2
		90,1	9,9

## Muita alustoja Euroopassa

Alusta	Toimintamaat	Välitetty rahoitus (MEUR)	
		Kumulatiivinen	Vuoden alusta
		940,5	254,5
		763,5	158,8
		353,9	132,3
		3644,0	730,7
		2756,6	496,4

# Strategia 1/3

## Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Fellow Financen strategia tähtää voimakkaaseen ja kannattavaan orgaaniseen kasvuun niin Suomessa kuin kansainvälisesti. Kasvu tavoitellaan nykyisillä tuotealueilla sekä markkinoilla, jonka lisäksi uusia toimintamaita avataan ja tuotevalikoimaa laajennetaan asteittain tulevaisuudessa. Kasvustrategian keskiössä on yhtiön itse kehittämä joukkorahoitusalue, joka on pyritty rakentamaan siten, että se olisi mahdollisimman skaalautuva, toimisi useassa eri maassa sekä soveltuisi useiden erilaisten rahoituspalveluiden tarjoamiseen ilman merkittäviä kehityspanoksia.

Yhtiön vahvasta kasvuhakuisuudesta kertoo yhtiön asettamat kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet vuodelle 2023, jotka ovat seuraavat:

- Välitetyt lainat vuodessa 1,5 mrd. euroa
- Liikevaihto yli 80 MEUR
- Liikevoitto-% vähintään 25 %
- Lainoja välitetään 10 Euroopan maassa

Vuoden 2018 odotettuihin lukuihin nähden yhtiön tulee lähes yhdeksänkertaistaa vuosittainen välitettyjen lainojen volyymi ja liikevaihdon tulee yli kuusinkertaistua tavoitteisiin pääsemiseksi. Kasvutavoitteisiin pääseminen on pitkälti kiinni yhtiön kansainvälistymisen onnistumisesta. Jos yhtiön ulkomaille laajentuminen onnistuu ja uusissa maissa toiminta lähtee kehittymään samankaltaisesti kuin Suomessa vuosien 2014-2018 aikana, niin yhtiöllä on tämän valossa hyvät mahdollisuudet päästä tavoitteisiinsa. Tällä hetkellä yhtiön lainavolyymeista valtaosa tulee Suomesta ja kansainvälistyminen on vielä alkutekijöissään, joten strategian toteutumiseen liittyy vielä

merkittävää epävarmuutta. Yhtiö on kuitenkin todistanut toimintamallinsa toimivuuden jo Suomessa ja toimintaa voidaan lähteä nyt skaalaamaan uusiin toimintamaihin hallituin riskein, mihin Suomessa jo erittäin hyvin kannattava ja edelleen vahvasti kasvava liiketoiminta antaa selkänöjää.

## Kasvu nykyisissä tuotteissa ja markkinoissa

Fellow Finance toimii tällä hetkellä Suomessa, Puolassa, Saksassa ja Ruotsissa. Suomessa yhtiö näkee edelleen kasvumahdollisuuksia kuluttajien vertaislainoissa, mutta tulevina vuosina kasvun painopiste tulee olemaan laskurahoituksessa, missä yhtiö näkee merkittävää kasvupotentiaalia. Yhtiön mukaan laskurahoituksen volyymi tulee todennäköisesti Suomessa kasvamaan kuluttajalainojen volyymin ohi jossain vaiheessa tulevaisuudessa.

Puolassa yhtiö on toiminut nyt reilut kaksi vuotta ja toimintaa on harjoitettu vielä hyvin pienillä lainavolyymeilla, mutta yhtiön mukaan maa kääntyi kassavirtaposiitiviseksi noin vuosi toiminnan aloittamisesta. Puola on demografialtaan korkeiden luottotappioiden ja samalla korkeiden korkojen maa. Yhtiö on keskittynyt hiomaan Puolasta viime vuosina saadun datan pohjalta luottoriskimalliaan maahan optimaaliseksi, jotta lainavolyymeja voitaisiin alkaa kasvattamaan hallituin riskein ja sijoittajille houkuttelevalla tuotto-odotuksella.

Saksassa ja Ruotsissa yhtiön toiminta on vielä hyvin alkuvaiheessa, sillä yhtiö on toiminut Saksassa vasta vuoden ja Ruotsissa muutaman kuukauden. Käsittelemme seuraavassa kappaleessa tarkemmin uuden maan avaukseen liittyvää toimintalogiikkaa. Saksassa yhtiöllä on myös ollut alkuun haasteita päästä kiinni paikallisiin markkinointikanaviin. Tilanne on

kuitenkin korjaantumassa, sillä kesällä yhtiö solmi sopimuksen paikallisen suuren lainojen vertailusivuston kanssa ja sivuston kanssa tehtävän integraatioprosessin jälkeen välitettyjen lainavolyymien voidaan olettaa lähtevän kehittymään positiiviseen suuntaan.

## Laajentuminen uusille markkinoille

Uusien toimintamaiden avaaminen on keskiössä Fellow Financen kasvustrategiassa. Uudelle markkinalle laajentuminen tapahtuu vaiheittain ja markkinan avauksesta pisteeseen, jossa lainavolyymien kasvua voidaan alkaa kiihdyttää, menee usein muutama vuosi markkinasta riippuen. Perusta vuoden 2023 tavoitteisiin pääsulle luodaankin vuosien 2018-2020 aikana, jolloin yhtiö pyrkii avaamaan toiminnan mahdollisimman monella markkinalla. Onnistuessaan luomaan operatiiviset toimintavalmiudet ja keräämään riittävästi dataa luottoriskimalliinsa uusilla markkinoilla lähivuosina, pystyy yhtiö painamaan lisää kaasua vuodesta 2021 alkaen ja voimakkaiden markkinointipanostusten ansiosta lainavolyymeja pyritään tällöin skaalaamaan nopeasti ylöspäin.

Uudelle markkinalle laajentuessa ensimmäinen vaihe on paikantaa kiinnostava markkina ja selvittää, mitä rahoituspalveluita siellä kannattaa tarjota. Tässä vaiheessa myös selvitetään, että kyseisellä markkinalla on saatavilla asiakkaista tarvittavat tiedot, jotta liiketoimintaa voitaisiin hoitaa tehokkaasti. Fellow Financen tulee pystyä muun muassa tunnistamaan palvelua käyttävä asiakkaansa sekä arvioimaan heidän luottokelpoisuuttaan ja maksukykyä. Yhtiön mukaan useissa Euroopan maissa kuluttajista saatavilla olevat tiedot ovat huomattavasti Suomea kattavammat, joten tämän osalta uusille markkinoille menossa ei pitäisi olla ongelmia.

# Strategia 2/3

Uudelle markkinalle mentäessä yhtiön on tärkeää tutkia myös kyseisen markkinan korkotasoa ja arvioida pystyykö yhtiö tarjoamaan lainanhakijoille alustansa kautta rahoitusta kilpailukykyiseen hintaan ja samalla varmistamaan sijoittajille riittävän hyvän tuotto-odotuksen uuden markkinan lainoihin liittyvään riskitasoon nähden.

Paikannettuaan houkuttelevan uuden markkinan, joka täyttää edellä mainitut ehdot, yhtiö jättää Suomen Finanssivalvonnalle notifikaation, joka vaaditaan maksulaitoksen toimiluvan saaneilta yrityksiltä, jotka aikovat harjoittaa toimintaa muissa ETA-maissa. Hyväksynnän saaminen tähän kestää noin kuukauden. Notifikaatioita voi käydä tarkastelemassa FiVan kotisivuilta ja niiden perusteella Fellow Finance on tällä hetkellä laajentamassa toimintaansa Tanskan ja Tsekin markkinoille.

FiVan hyväksynnän jälkeen yhtiö alkaa luomaan yhteistyösuhteita uuden markkinan pankkien kanssa, joiden palveluita yhtiö tarvitsee esimerkiksi rahansiirtoja varten. Tässä vaiheessa myös neuvotellaan sopimukset paikallisten luottolaitosten kanssa, joiden kautta asiakkaiden maksukykyyn ja luottotietoihin liittyvää dataa saadaan. Datan saaminen alustalle vaatii pienimuotoisen IT-integraatioprosessin ja tässä vaiheessa palvelusta käännetään myös kieliversio kyseiselle markkinalle. Samalla yhtiö alkaa kartoittaa markkinointikumppaneita kyseisellä markkinalla, jotka usein ovat erilaisia lainojen vertailusivustoja. Edellä kuvattu prosessi vie kokonaisuudessaan arviolta noin 3 kuukautta, missä pullonkaulana toimii yleensä pankkiyhteyksien luominen pankkien hitaasti etenevien prosessien vuoksi. Tämän jälkeen palvelu on käytännössä toimintavalmiudessa uudella markkinalla. Tähän mennessä uuden

maan laajentumisprosessi on vaatinut noin 3-4 henkilön työpanoksen.

Vähintään ensimmäiset 6 kuukautta palvelun aukaisemisesta uudella markkinalla kuluvat uuden markkinan testaamiseen, jolloin pienillä lainavolyymeilla selvitetään markkinan korkotasoa ja luottotappiotasoa. Tässä kohtaa Lainaamon rooli korostuu yhtiölle, sillä se toimii uudella markkinalla ensimmäisten sijoittajien joukossa ja Lainaamon rahoittaessa ensimmäisiä uuden markkinan lainahakemuksia, aletaan asiakkaiden hakemuksista ja maksukäyttäytymisestä saada hiljalleen enemmän ja enemmän dataa yhtiön luottoriskimallin optimoimiseksi kyseiselle markkinalle. Uudelle markkinalle mentäessä luottotappiotaso on usein aluksi korkeampi, joten Lainaamon luottotappioista osan voidaan ajatella kuuluvan uuden markkinan avaamisesta aiheutuviksi kustannuksiksi.

Kun luottoriskimalli on saatu optimoitua uudelle markkinalle ja lainojen korkotasoa asetettu sekä lainanhakijoiden että sijoittajien kannalta kohdilleen, voidaan uuden markkinan lainavolyymien ylösajo aloittaa. Käytännössä tämä tarkoittaa voimakkaiden markkinointipanostusten tekemistä eri markkinointikanavia hyödyntäen. Erityisesti kuluttajarahoituksessa kilpailu on kireää ja uusasiakashankinnan kustannukset ovat korkeita ja volyymien ylösajovaiheessa markkinointipanostukset haukkaavat suuren osuuden yhtiön liikevaihdosta. Yhtiön onnistuessa käynnistämään uudella markkinalla liiketoimintamalli-kappaleessa kuvattuja verkostovaikutuksia, voivat lainavolyymit lopulta kasvaa hyvinkin nopeasti mittakaavaan, missä liiketoimintamallin skaalautuvuus mahdollistaa yhtiölle erinomaisen kannattavuuden.

## Tuotevalikoiman asteittainen laajennus

Fellow Financen strategiaan kuuluu myös yhtiön tuotevalikoiman laajentaminen yhtiön toimintamaissa. Yritysrahoitusta ja laskurahoitusta yhtiö tarjoaa tällä hetkellä vain Suomessa ja näiden palveluiden avaaminen muissa toimintamaissa on tulevaisuudessa todennäköistä. Yhtiön mukaan etenkin laskurahoituksen skaalaaminen ulkomaille on regulaatiomielessä jopa kuluttajien vertaislainoja helpompaa. Tämä kuitenkin vaatisi lokaalia myyntivoimaa ja yhtiö saattaakin tarjota laskurahoitusta tulevaisuudessa jakelukumppanien kautta.

Yhtiö on myös halukas lisäämään tuotevalikoimaansa täysin uusia rahoitustuotteita, jos yhtälö on houkutteleva sekä sijoittajien että lainanhakijoiden näkökulmasta. Uusiin tuotteisiin mentäessä yhtiön pitää pystyä tarjoamaan kilpailukykyinen hinta lainanhakijoille sekä samaan aikaan riittävä tuotto-odotus sijoittajille. Mahdollisia uusia rahoituspalveluita alustalla voisivat olla esimerkiksi autorahoitus tai verkkoston osamaksurahoitus.

## Yrityskaupat osana strategiaa

Fellow Finance tavoittelee ensisijaisesti liiketoiminnan orgaanista kasvattamista, mutta kasvua voidaan tilaisuuden tullen kiihdyttää myös yrityskaupoin. Yrityskaupoilla voitaisiin erityisesti nopeuttaa uusille markkinoille laajentumista. Esimerkiksi tietyille markkinalle keskittyneen kuluttajarahoitusyhtiön ostolla yhtiö saisi nopeasti asiakaskantaa ja dataa tämän maan kuluttajien maksukäyttäytymisestä ja luottokelpoisuudesta luottoriskimallinsa kehittämiseen kyseistä markkinaa varten.

# Strategia





# Strategia 3/3

## PSD2-direktiivin luomat mahdollisuudet

Näillä näkymin vuoden 2019 loppupuolella siirtymäajan jälkeen voimaanastuva PSD2-direktiivi avaa Fellow Financelle mahdollisuuksia toimintansa kehittämiseen ja tehostamiseen. PSD2:n perusteella toimiluvan saaneille tai rekisteröidyille kolmansille osapuolille on sallittava rajoitettu pääsy muiden maksupalveluntarjoajien kuten pankkien ylläpitämille maksutileille. Pääsy maksutilitietoihin vaatii asiakkaan suostumuksen asiaan. Kolmannet osapuolet voivat tämän jälkeen tarjota mm. maksutoimeksiantojen käynnistyspalveluja, tilítietopalveluja ja korttipohjaisia maksuvälineitä.

Fellow Financelle PSD2:n selvin hyöty on yhtiön pääsy lainaaja-asiakkaidensa maksutilitietoihin, jolloin yhtiö pystyy entistä tarkemmin arvioimaan asiakkaidensa luottokelpoisuutta ja maksukykyä. Yhtiö on voinut jo valmistautua järjestelmänsä kyvykkyyden osalta lukea asiakkaiden tilítietoja konekielisesti, sillä Puolassa näihin tietoihin pääsee jo käsiksi. Yhtiöllä on siis hyvät edellytykset päästä hyötymään aukeavista rajapinnoista direktiivin astuessa voimaan.

Yhtiö myös tutkii PSD2:n avaamia mahdollisuuksia esimerkiksi maksupalveluiden tarjoamisen osalta. Nämä ovat vielä hyvin aikaisen vaiheen suunnitelmia ja niitä voidaan mahdollisesti toteuttaa jossain vaiheessa tulevaisuudessa. Tulevien vuosien pääfokus tulee olemaan joukkorahoitusalan skaalaamisessa useisiin uusiin toimintamaihin ja vuosittaisten lainavolyymien merkittävä kasvattaminen.

## Osingonjakopolitiikka

Fellow Financen tavoitteena on pyrkiä maksamaan vähintään 30 % konsernin vuotuisesta nettotuloksesta ulos osinkoina yhtiön taloudellinen tilanne ja rahoitustilanne huomioiden. Yhtiön lainojen välitysliiketoiminta ei vaadi suuria investointeja, joten arvioimme yhtiön pystyvän halutessaan jakamaan selvästi yli 30 % nettotuloksestaan osinkoina yhtiön strategian edetessä suunnitellusti.

## Riskit strategian epäonnistumiseen liittyen

Fellow Financen strategia tähtää aggressiiviseen kasvuun kansainvälisillä markkinoilla erittäin nopeasti kehittyvällä toimialalla. On selvää, että sekä ulkoisista, että sisäisistä tekijöistä johtuen strategian toteutumiseen ja sen onnistumiseen liittyy merkittäviä riskejä.

Mielestämme keskeinen riski strategian epäonnistumisessa liittyy yhtiön teknologia-alustan kilpailukykyyn uusilla markkinoilla. Yhtiön tunnettavuus on uusilla markkinoilla pääsääntöisesti erittäin matala ja saadakseen palveluunsa kestävästi uusia käyttäjiä, pitää palvelun olla erittäin kilpailukykyinen mm. hinnoissa sekä käyttäjäystävällisyydessään. Rajallisen kokonsa vuoksi yhtiö ei voi rakentaa tunnettavuuttaan massiivisilla markkinointikampanjoilla, vaan ytimessä pitää olla erittäin kilpailukykyinen alusta sekä lainanhakijan että sijoittajan näkökulmasta.

Toinen oleellinen riski liittyy yhtiön alustan kykyyn tarjota sijoittajille houkuttelevaa tuotto/riski -suhdetta. Tässä keskiössä on yhtiön luottoriskimalli. Mikäli alustan tarjoama tuotto/riski -suhde heikkenisi nykyisestä, se

vähentäisi sijoittajien kiinnostusta alustaa kohtaan. Tämä aiheuttaisi negatiivisen kierteen, sillä sijoittajien supistuva määrä heikentäisi palvelun kiinnostavuutta lainanhakijoille. Historiallisesti yhtiö on onnistunut tässä hyvin, mutta uusiin maihin laajentuessa tähän liittyy luonnollisesti riskejä.

Kolmantena keskeisenä riskinä strategian epäonnistumiseen näemme regulaation muutokset. Toimiala on vielä erittäin nuori ja regulaatio ei ole kaikilta osin pysynyt toimialan kehityksen vauhdissa. On selvää, että toimialan regulaatio tulee muuttumaan selvästi tulevien vuosien aikana. Vaikka regulaation pääsuunnat (mm. parempi kuluttajansuoja, korkokatto yms.) eivät oleellisesti ole yhtiötä vastaan, niin regulaation lopulliseen muotoon ja kehityssuuntiin liittyy aina epävarmuutta. Lisäksi on hyvä huomioida, että vaikka regulaatio (esim. korkokatto) ei suoraan vaikuttaisi Fellow Financen toimintaan, saattaa sillä olla epäsuoria vaikutuksia yhtiöön. Esimerkiksi korkokatto Suomessa johtaisi todennäköisesti kilpailun kiristymiseen Fellow Financen tarjoamien vakuudettomien kulutusluottojen korkoluokassa.

# Tiekartta strategisiin tavoitteisiin pääsemiseksi



# Historiallinen kehitys 1/2

## Liikevaihto kasvanut lainavolyymien mukana

Fellow Financen liikevaihdosta valtaosa muodostuu lainojen välityksestä ja hallinnoinnista saatavista palkkiotuotoista ja liikevaihto onkin viime vuosina kasvanut nopeasti välitetyn lainavolyymien kasvun mukana. Vuonna 2016 liikevaihto kasvoi 40 % ja vuonna 2017 55 % 8,7 MEUR:oon. H1'18:llä kasvu oli 43 % ja yhtiö odottaa koko vuoden 2018 liikevaihdon kasvavan yli 12 MEUR:oon, mikä vastaa vähintään noin 40 %:n kasvua. Lainaamon korkotuottojen osuus vuoden 2017 liikevaihdosta oli 2,7 MEUR ja H1'18:llä 1,4 MEUR. Fellow Finance tavoittelee pitävänsä Lainaamon lainakannan nykyisellä tasolla, jolloin liikevaihdon kasvu syntyy jatkossa täysin lainojen välityksestä ja hallinnoinnista saatavista palkkioista.

Yhtiön perimät lainapalkkiot jakautuvat lainojen avaus- ja tilinhoitomaksuihin. Yhtiön johdon mukaan tällä hetkellä noin 35-40 % palkkiotuotoista muodostuu tilinhoitomaksuista ja loput lainojen avauspalkkioista. Olettaen tilinhoitopalkkioiden osuudeksi 35 %, oli H1'18 numeroiden perusteella vuosittainen tilinhoitopalkkio-% kauden keskimääräisestä avoimesta lainapääomasta noin 3,6 %. Lainojen noston yhteydessä perittävä transaktiopalkkio oli puolestaan H1:llä noin 3,5 % välitetystä lainavolyymista. Yhtiö tulee raportoimaan palkkiotuotot yhdessä erässä, joten seuraamme kaikkien palkkiotuottojen osuutta välitetystä volyyymista. Palkkiotuotto-% lainavolyymista oli laskelmiemme mukaan vuonna 2017 noin 6 % ja H1'18:llä noin 5,4 %.

Palkkiotuotoista pieni osa tulee lainojen jälkimarkkinoilla tapahtuvasta sijoittajien

välisestä kaupankäynnistä, josta Fellow Finance perii 1 %:n välityspalkkion lainan myyjältä. Vuonna 2017 jälkimarkkinan volyyymi oli 9,2 MEUR, joten Fellow Financen välityspalkkio tästä oli noin 90 TEUR. Jälkimarkkinan volyyymien tulee kasvaa todella merkittävästi, ennen kuin sieltä saatavien välityspalkkioiden määrä alkaa näkyä yhtiön palkkiotuotoissa.

## Skaalautuva kulurakenne mahdollistaa erinomaisen kannattavuuden

Fellow Financen lainojen välitysliiketoiminta on pitkälle automatisoitu, joten lainavolyymien kasvaessa yhtiön kiinteät kustannukset eivät kasva samassa suhteessa. Vuonna 2016 yhtiön liikevoittomarginaali oli 16,4 %. Vuonna 2017 liikevoitto-% nousi 28,8 %:iin ja H1'18:llä liikevoitto-% oli 30 %. Koko vuoden 2018 osalta yhtiö odottaa liikevoittonsa asettuvan 3,2-3,6 MEUR:n haarukkaan, mikä tarkoittaa vähintään 12 MEUR:n liikevaihtoa odottavan ohjeistuksen alalaidalla noin 27-30 %:n liikevoittoa.

Yhtiön suurin kuluerä on lainavolyymien mukaan muuttuva materiaalit ja palvelut, joka koostuu pääosin asiakas- ja luottokelpoisuusarviointiin liittyvistä muuttuvista kuluista sekä markkinointi- ja myyntiprovisiokuluista. Vuonna 2017 nämä kulut (3 MEUR) vastasivat 34 % ja H1'18:llä 33 % liikevaihdosta. Arvioimme kuluerän skaalautuvan heikosti ja etenkin uusille markkinoille mentäessä yhtiön tulee panostaa merkittävästi uusasiakashankintaan ja alustansa tunnettuuden parantamiseen lainanhakijoiden keskuudessa.

Henkilöstökulut (1 MEUR) olivat viime vuonna 11,9 % yhtiön liikevaihdosta. Henkilöstökulut skaalautuvat hyvin lainavolyymien kasvaessa, mistä kertoo yhtiön välittämän lainavolyymien määrän kasvu per työntekijä viime vuosina.

Lainavolyymi per työntekijä oli vuonna 2016 noin 3 MEUR, vuonna 2017 noin 4,5 MEUR ja H1'18:llä noin 5,7 MEUR. Yhtiö arvioi, että se pystyy edelleen kasvattamaan lainavolyymeja selvästi ilman merkittäviä lisärekrytointeja. Yhtiö aikoo kuitenkin lähivuosina laajentaa toimintaansa useisiin uusiin maihin, jolloin sen täytyy tehdä etupainotteisia rekrytointeja. Arvioimme, henkilöstökulujen skaalautuvuuden alkavan näkyä vasta siinä vaiheessa, kun uusien toimintamaiden lainavolyymit lähtevät kasvuun.

Liiketoiminnan muut kulut (1,8 MEUR) olivat vuonna 2017 20,7 % yhtiön liikevaihdosta. Lainaamon luottotappiot muodostavat valtaosan tästä kuluerästä. Muita erään sisältyviä kuluja ovat muun muassa vuokra-, kalusto-, matka-, edustus- ja IT-kulut, jotka olivat noin 0,6 MEUR vuonna 2017. Lainaamon luottotappiot tulevat jatkossa pysymään arviomme mukaan suunnilleen nykyisellä tasollaan, sillä yhtiön tarkoituksena ei ole kasvattaa Lainaamon lainakantaa. Tämän vuoksi liiketoiminnan muut kulut skaalautuvat erinomaisesti välitettyjen lainojen volyymin kasvaessa.

Poistot olivat viime vuonna 0,4 MEUR ja ne koostuivat pääosin aineettomien hyödykkeiden poistoista, jotka sisältävät yhtiön digitaalisen alustan kehitystyötä, jota osaltaan aktivoidaan taseeseen. Arvioimme poistojen kasvavan asteittain tulevina vuosina, kun yhtiö avaa alustansa uusiin maihin ja osa tähän liittyvistä kehittämisinvestoinneista aktivoidaan taseeseen. Kokonaisuuden kannalta yhtiön poistotaso on hyvin maltillinen.

# Historiallinen kehitys 2/2

Yhtiön rahoituskulut olivat viime vuonna 1,3 MEUR ja H1'18:llä 0,7 MEUR ja nämä liittyvät kokonaan Lainaamon liiketoimintaan, jota rahoitetaan velkakirjarahoituksella ja pankkilainoilla. Lainaamon lainakannan säilyessä nykyisen kokoisena, pysyvät myös rahoituskulut suunnilleen nykytasolla tulevina vuosina. Lainaamo maksaa tällä hetkellä arviomme mukaan noin 7,8 %:n korkoa vieraalle pääomalleen ja korkotaso hyvin todennäköisesti laskee tulevina vuosina. Etenkin listautumisen toteutuessa yhtiöllä olisi mahdollisuus pienentää vieraan pääoman määrää, mikä näkyisi rahoituskulujen selvänä laskuna.

Yhtiön tulos ennen veroja oli viime vuonna 14,1 % liikevaihdosta, kun liikevoitto-% oli 28,8 %. Lainaamon rahoituskulut söivät siis vielä merkittävän osan tuloksesta. Tulevaisuudessa tulos ennen veroja alkaa lähestyä liikevoittoa, kun Lainaamon korkokulujen osuus yhtiön liikevaihdosta laskee.

## Taserakenne

Fellow Financen H1'18 lopun taseen loppusumma oli noin 22,9 MEUR. Valtaosa taseen varoista muodostuu Lainaamon 17,8 MEUR:n lainasaamisista, joita vastaan taseen vastattavaa puolelta löytyy noin 17,5 MEUR korollista velkaa. Korollisesta velasta 4,4 MEUR tulee yhtiön lähipiirin rahoittamista velkakirjoista (Taaleri 4 MEUR, yhtiön johto 0,4 MEUR), joiden vuosikorko on H1'18 lukujen perusteella arvioituna noin 7 %. Tämän perusteella lähipiirin myöntämät velkakirjat ovat markkinaehtoisilla koroilla myönnettyjä. Muuten korollinen velka on rahoitettu pankkirahoituksella (5,3 MEUR) ja loput yksityishenkilöiltä kerätyllä velkakirjarahoituksella.

Loput taseen eristä liittyvät pääosin lainojen välityслиiketoimintaan, joka toimii hyvin kevyellä taserakenteella. Taseen loput varat koostuivat H1'18 lopulla kassasta (2,5 MEUR), saamisista (2,1 MEUR), aineettomista hyödykkeistä (0,4 MEUR) ja aineellisista hyödykkeistä (0,1 MEUR). Lainojen välityслиiketoiminnan kasvattaminen ei vaadi yhtiöltä merkittäviä investointeja. Fellow Financen liiketoimintamallissa on sijoittajan olennaista huomioida, että hyvin skaalautuvan kulurakenteen lisäksi myös yhtiön tase on erittäin hyvin skaalautuva.

Yhtiön oman pääoman määrä oli H1'18 lopussa noin 4,5 MEUR ja loput taseen vastattavaa puolesta koostuivat osto- ja siirtovelosta (0,9 MEUR). Yhtiön omavaraisuusaste oli H1'18 lopussa 19,4 %. Alhaisen omavaraisuuden syynä on Lainaamon korolliset velat. Netottomalla velat Lainaamon lainasaamisten kanssa olisi yhtiö tämän jälkeen nettovelaton, joten alhaiselta näyttävästä omavaraisuusasteesta huolimatta yhtiön rahoitusasema on vahva.

## Kassavirta

Fellow Financen lainojen välitykseen ja hallintoihin keskittyvä liiketoiminta generoi erittäin hyvin kassavirtaa. Yhtiö perii lainan avauspalkkion lainanhakijalta suoraan lainan noston yhteydessä, joten avauspalkkioista muodostuva liikevaihto tulee suoraan yhtiön kassaan. Vuonna 2017 liiketoiminnan rahavirta oli 2,1 MEUR.

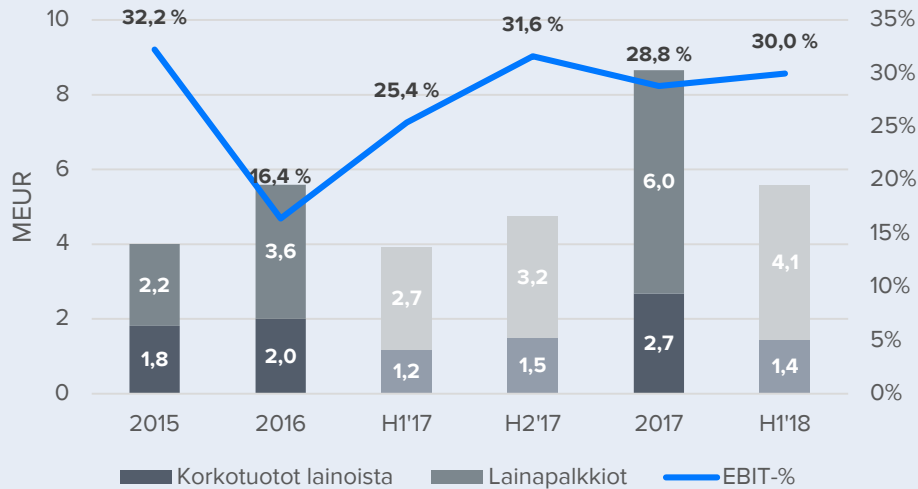
Alustan kautta nostetun lainapääoman hallinnoinnista perittäviä tilinhoitomaksuja yhtiö saa tasaisesti kuukausittain lainanhakijoiden maksaessa lainaeriään takaisin sijoittajille. Tuleviin tilinhoitomaksuihin liittyen yksittäisen

lainan osalta yhtiöllä on kahdenlaisia riskejä. Lainanhakija ei välttämättä maksa lainaansa takaisin, jolloin sijoittajille koituu luottotappioita ja Fellow Finance ei saa lainasopimuksen mukaisia tilinhoitomaksuja tämän lainan osalta. Lainanhakija voi myös maksaa lainansa ennalta sovittua takaisinmaksuaikataulua nopeammin pois, jolloin osa tulevaisuudessa muuten kertyvistä tilinhoitopalkkioista jää yhtiön osalta saamatta. Kokonaisuutena tarkasteltuna Fellow Financen hallinnoima avoin lainapääoma kasvaa volyyymien kasvaessa, jolloin tilinhoitopalkkiot myös kasvavat, eivätkä yksittäiseen lainaan liittyvät riskit ole merkittäviä kassavirran kannalta. On myös syytä huomata, että Fellow Finance perii tilinhoitopalkkion lainan alkuperäisestä pääomasta. Tällöin lainavolyyymien kasvaessa tilinhoitopalkkioiden pohjana oleva alkuperäinen lainapääoma on selvästi suurempi, mitä tietyllä hetkellä oleva avoin lainapääoma, josta lainanhakijat ovat jo tehneet lainanlyhennyksiä. Kokonaisuutena tilinhoitopalkkiot siis generoivat yhtiölle tasaista ja hyvin ennakoitavaa kassavirtaa.

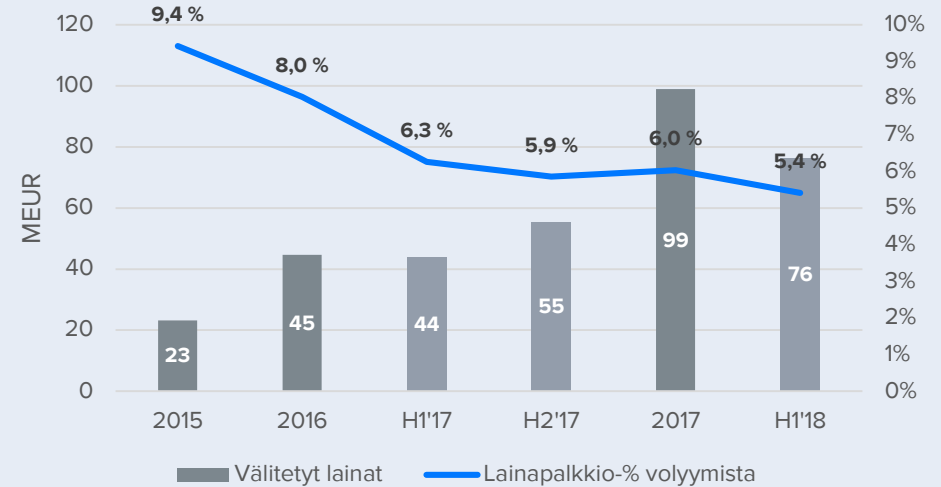
Kuten aiemmin todettu, Lainaamon lainakantaa ei ole tarkoitus kasvattaa nykytasoltaan, joten tulevina vuosina sinne ei sitoudu lisää pääomaa, jonka lisäystä on rahoitettu aiemmin velkarahoituksella. Lainojen välityслиiketoiminnan alhaisesta investointitarpeesta johtuen Fellow Financen liiketoiminta generoi vahvasti vapaata kassavirtaa, mikä mahdollistaa tulevaisuudessa pääoman allokoinnin esimerkiksi yrityskauppoihin, uusiin kasvuhankkeisiin tai osinkojen maksuun.

# Historiallinen kehitys

## Liikevaihto ja kannattavuus



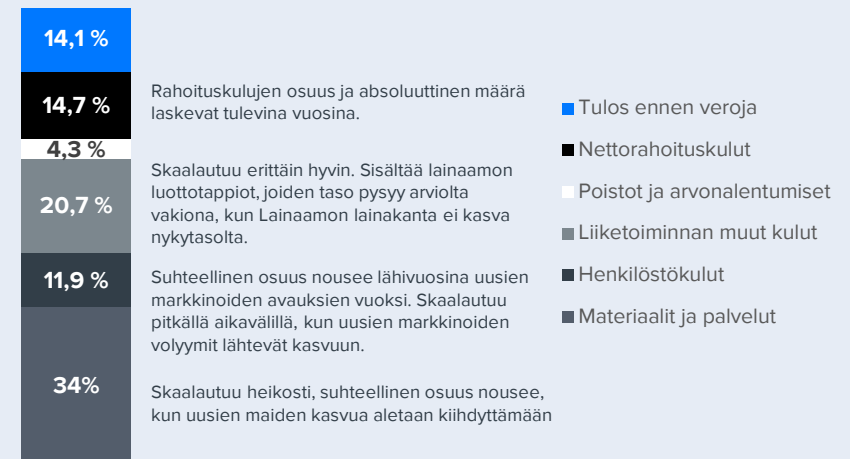
## Välitetyt lainat ja lainapalkkio-%



## Tase H1'18 (MEUR)



## Kulurakenne 2017 (%-liikevaihdosta)



# Ennusteet 1/4

## Ennusteet eivät huomioi listautumisantia

Fellow Financelle laatimamme ennusteet eivät sisällä oletusta listautumisannin onnistumisesta, joten emme ole huomioineet ennusteissa annista saatavia varoja, jotka muuttaisivat yhtiön pääomarakennetta ja todennäköisesti alentaisivat Lainaamoon liittyviä rahoituskuluja. Koska yhtiöllä ei ole antirahoille selkeää käyttökohdetta, ei listautumisannilla tule olemaan oleellista vaikutusta ennusteisiimme.

## Ennusteiden lähtökohdat

Fellow Financen liikevaihtoa ajaa ennusteessamme lainavolyymien kasvun myötä kasvavat lainojen avauspalkkiot sekä lainapääoman hallinnoinnista perittävät tilinhoitomaksut. Odotamme palkkiotuottojen %-osuuden lainavolyymista laskevan asteittain nykytasolta tulevina vuosina. Tähän vaikuttaa mielestämme laskurahoituksen kasvava osuus lainavolyymista sekä kiristynyt kilpailu. Osassa uusista avattavista maista palkkiotuotto-% on korkeampi (Itä-Eurooppa) kuin esimerkiksi Pohjoismaissa tai Saksassa, mikä osaltaan hidastaa keskimääräisen palkkiotuotto-%:n laskua. Odotamme palkkiotuottojen laskevan tämän vuoden arvioidusta 5,4 %:sta 4,9 %:iin vuoteen 2023 mennessä. Yhtiön omat vuoden 2023 taloudelliset tavoitteet odottavat palkkiotuotto-%:n pysyvän noin 5,3 %:ssa (80/1500 MEUR), mutta olemme omassa ennusteissamme lähtökohtaisesti varovaisempia. Lainaamon lainakannan ja luottotappioiden odotamme pysyvän nykytasolla, jonka lisäksi odotamme Lainaamon korkotuottojen hieman laskevan tulevina vuosina antolainauskoron laskiessa maltillisesti.

Alustan jälkimarkkinoilla tapahtuvasta kaupankäynnistä saatavien välityspalkkioiden

odotamme kasvavan lainavolyymien kasvun myötä, mutta vuonna 2023 oletamme näistä tulevaksi liikevaihdoksi vain 0,45 MEUR, joten kokonaisuuden kannalta näillä tuotoilla on marginaalinen merkitys ennusteissamme.

Pohjana ennusteillemme toimivat vertaislainamarkkinan odotettu nopea kasvu sekä Fellow Financen historialliset näytöt voimakkaasta kasvusta Suomessa, jota on tarkoitus lähteä monistamaan uusiin toimintamaihin. Tässä vaiheessa kasvun toteutumiseen liittyy huomattavaa epävarmuutta etenkin kansainvälistymisen onnistumisen osalta ja ennusteemme jäävät yhtiön omien tavoitteiden alapuolelle. Yhtiö on saavuttanut Suomessa jo vahvan aseman ja olemme luottavaisia, että Suomen toiminnot jatkavat vahvaa suorittamista myös tulevina vuosina, ja odotamme erityisesti laskurahoituksen volyymien kasvavan vahvasti Suomessa.

## Kova kasvu vaatii kansainvälistymisen onnistumista

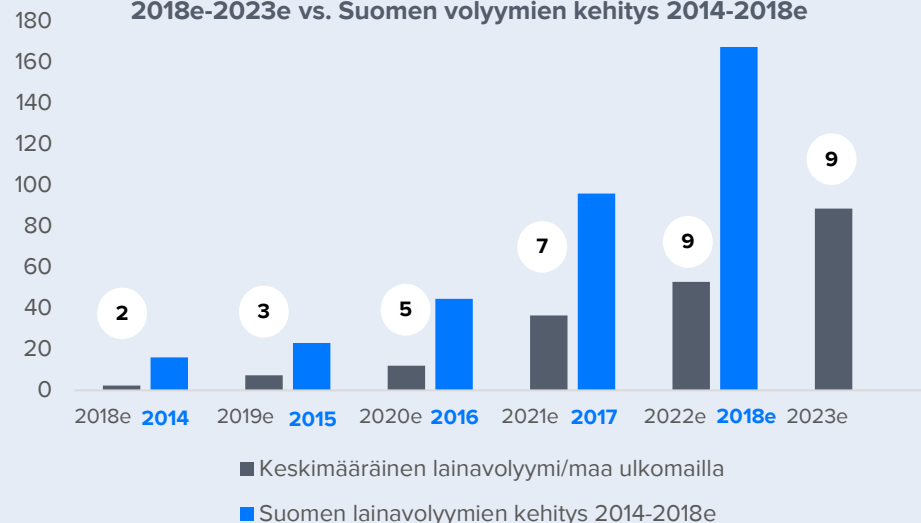
Yhtiön strategiakausi 2018-2023 voidaan jakaa kahteen osaan. Vuosina 2018-2020 yhtiö luo perustaa vuoden 2023 tavoitteisiin pääsemiselle ja avaa uusia toimintamaita. Uusissa maissa lainavolyymit jäävät tällä periodilla vielä hyvin alhaisiksi ja kasvun ajurina toimiikin Suomi sekä osaltaan jo avatut muut toimintamaat (Puola, Saksa, Ruotsi). Uusien toimintamaiden avaaminen ja testaaminen pienillä lainavolyymeilla ei vaadi yhtiöltä vielä kovin merkittäviä panostuksia ja arvioimme yhtiön yltävän Suomen toimintojen vahvan kehityksen ansiosta erittäin hyvään kannattavuustasoon lähivuosina. Strategian onnistumiseen liittyvät riskit ovatkin vielä lähivuosina maltillisia Suomen painoarvon ollessa yhtiön lainavolyymeista vielä niin merkittävä.

Vuodet 2021-2023 ovat yhtiön sijoittajatarinan kannalta kriittisiä, sillä vasta tuolloin nähdään kunnolla merkkejä yhtiön kansainvälistymisstrategian onnistumisesta. Vuoteen 2021 mennessä yhtiö on arviomme mukaan avannut ja saanut operatiiviseen toimintavalmiuteen uusia toimintamaita siten, että yhtiöllä on toimintaa yhteensä 10 maassa. Tässä vaiheessa ennen strategiakautta tai strategiakauden alkupuolella (2019) avatuissa toimintamaissa (Puola, Saksa, Ruotsi + 2 uutta) lainavolyymeja on lähdetty jo kasvattamaan markkinointiponnisteluin. 2020 avatuissa maissa (4 kpl) volyymit ovat vielä tässä vaiheessa hyvin pieniä. 2022-2023 yhtiö pyrkii kiihdyttämään lainavolyymeja kaikilla markkinoilla ja onnistuminen tässä on kriittistä, jotta lainavolyymit yltaisivät vuonna 2023 yhtiön asettamaan tavoitteeseen (1,5 mrd. €) tai meidän ennusteeseen (1,2 mrd. €).

Vuoden 2023 tavoite lainavolyymien osalta vaikuttaa kunnianhimoiselta, mutta tarkemmin tarkasteltuna yhtiöllä on realistiset mahdollisuudet yltää siihen. Olettaen vuoden 2023 lainavolyymista Suomen osuudeksi 300-400 MEUR, tarkoittaisi tämä 9 muun maan osalta, että keskimäärin yksittäisen toimintamaan tulisi ylittää 122-133 MEUR:n lainavolyymiin yhtiön 1,5 miljardin euron tavoitteella. Ennusteellamme sama lukema on 86-98 MEUR per toimintamaa. Vertailun vuoksi neljäntenä toimintavuotenaan (2017) yhtiö ylsi 99 MEUR:n lainavolyymiin, josta käytännössä kaikki tuli vielä Suomesta (Puolan ja Saksan osuus korkeintaan muutama miljoona). Tänä vuonna lainavolyymi kasvaa Suomessa yhtiön liikevaihto-ohjeistuksen pohjalta tekemämme arvion perusteella yli 160 MEUR:oon. Olemme havainnollistaneet keskimääräisen lainavolyymien kehitystä uusissa maissa seuraavalla sivulla.

# Ennusteiden lähtökohdat

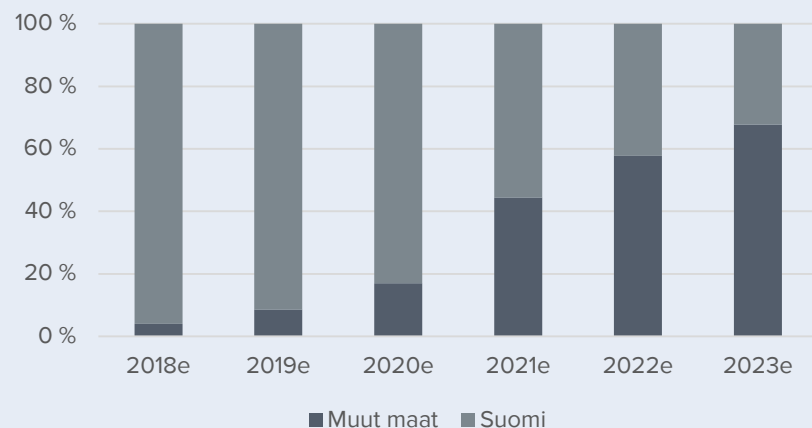
Ennustettu lainavolyymien kehitys uusissa maissa  
2018e-2023e vs. Suomen volyymin kehitys 2014-2018e



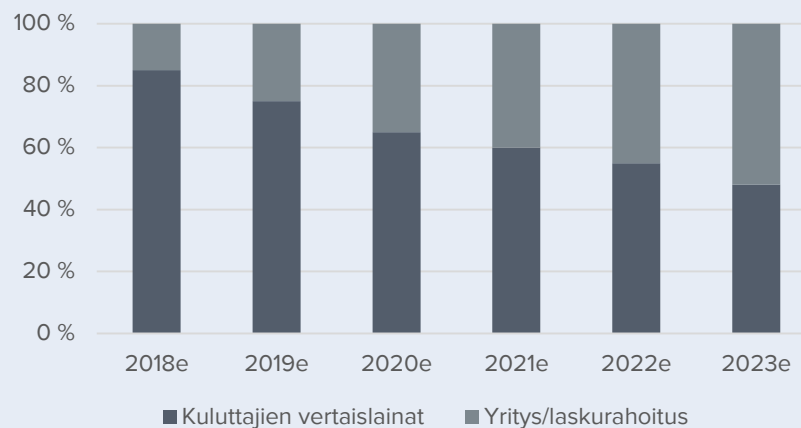
**x** = Avattujen uusien toimintamaiden lukumäärä, jotka operatiivisesti valmiita (luottoriskimallissa riittävästi dataa toiminnan skaalaamiseksi) ja lainavolyymien kasvattaminen aloitettu markkinointipanostuksia lisäämällä

- Viereisellä kuviolla on pyritty havainnollistamaan uusilta avatuilta toimintamailta ennusteidemme vaatimaa keskimääräistä vuosittaista lainavolyymia tulevina vuosina.
- Suomen historiallinen ja vuoden 2018 odotettu kehitys on laitettu vertailun vuoksi tuomaan perspektiiviä, miten volyymit ovat kehittyneet Suomessa toiminnan aloittamisen jälkeen.
- Keskimääräisen lainavolyymien laskennassa on otettu vuosittain huomioon maat, joista voidaan olettaa tulevan jo selvästi alkuvaiheen markkinan "testausvaihetta" suurempia lainavolyymeja.
- Olemme avanneet uusien toimintamaiden keskimääräisen lainavolyymien kehitystä sivuilla 37 ja 39.

Arvio lainavolyymien maantieteellisestä jakaumasta



Arvio lainavolyymien mixin kehityksestä



# Ennusteet 2/4

Olettaen muille toimintamaille samankaltaisen 5 vuoden kehityskaaren hieman matalammalla kulmakertoimella kuin Suomessa, pääsee yhtiö omiin tavoitteisiinsa. Ennusteeseemme yltämiseen riittää keskimäärin Suomen kehitystä selvästi alhaisemmat volyymit. Todennäköisesti osassa uusista toimintamaista lainavolyymien kehitys on keskimääräistä tasoa parempaa, kun taas osassa volyymien kehitys jää keskimääräisen tason alle. Kokonaisuutena tarkastellessa toimintamaiden eri tahdissa kasvavat lainavolyymit kuitenkin neutralisoivat toisiaan ja keskimääräisestä tasosta saadaan hyvin suuntaa, minkälaisiin lukemiin yhtiön pitää yksittäisen toimintamaan osalta yltää päästäkseen tavoitteisiinsa.

## Kuluennusteiden lähtökohdat

Yhtiön asiakas- ja luottokelpoisuusarviointiin liittyvät muuttuvat kulut sekä markkinointi- ja myyntiprovisiokulut (Materiaalit ja palvelut) eivät skaalaudu ennusteessamme. Vuosien 2018-2020 aikana odotamme kuluerän suhteellisen osuuden liikevaihdosta pysyvän suunnilleen nykytasolla (33-35 % liikevaihdosta), sillä valtaosa lainavolyymeista tulee tällä jaksolla ennusteessamme vielä Suomesta. Vuosina 2021-2023 yhtiön pyrkiessä aggressiivisesti kasvattamaan lainavolyymejaan ulkomailla, odotamme materiaalien ja palveluiden osuuden nousevan 46-47 %:iin liikevaihdosta heijastellen yhtiön voimakkaita myynti- ja markkinointitoimia.

Käsityksemme mukaan yksittäisen toimintamaan operoimiseen tarvitaan täydessä toimintavaiheessa noin 15 työntekijää, joista puolet työskentelee kuluttajalainojen puolella ja toinen puolikas yritys/laskurahoituksessa. Uuden

maan avaaminen vaatii alkuvaiheessa noin 3-4 työntekijää ja henkilöstömäärää kasvatetaan asteittain lainavolyymien kasvaessa. Odotamme tämän pohjalta yhtiön henkilöstömäärän nousevan vaiheittain 150 henkilöön vuoteen 2023 mennessä. Valtaosa henkilöstötarpeesta kohdistuu myynnin ja asiakaspalvelun tehtäviin, missä palkkataso on suhteellisen matala. Mielestämme yhtiön johtoryhmän palkat ovat tällä hetkellä alle listattujen yhtiöiden tason ja näemme näissä nousupaineita. Vuonna 2017 yhtiön toimitusjohtajalle maksettiin 93,4 TEUR ja muille kolmelle johtoryhmän jäsenille yhteensä 236,2 TEUR (78,7 TEUR/henkilö). Odotamme edellä käydyn perusteella yhtiön keskimääräisen henkilöstökulun per henkilö nousevan tänä ja ensi vuonna noin 5 % ja tämän jälkeen odotamme palkkainflaatioksi 3 % vuodessa.

Yhtiön liiketoiminnan muista kuluista suurin osa on muodostunut Lainaamon luottotappioista, joiden odotamme olevan tänä vuonna arviolta noin 2 MEUR (2017: n. 1,2 MEUR ja H1'18: n. 0,9 MEUR). Odotamme luottotappioiden pysyvän nykyisellä tasolla tulevaisuudessa Lainaamon lainakannan pysyessä myös nykyisen kokoisena. Muuten odotamme kuluerän kasvavan selvästi liikevaihdon kasvua nopeammin vuonna 2019 lisääntyvästä henkilöstömäärästä johtuvien kasvavien kulujen myötä (esim. muutto suurempiin toimitiloihin Suomessa) ja tämän jälkeen odotamme muiden kulujen kasvavan liikevaihdon kasvun mukana. Kokonaisuudessaan kuluerä skaalautuu erittäin hyvin lainavolyymien ja tätä kautta liikevaihdon kasvun mukana Lainaamon luottotappioiden pysyessä jatkossa nykyisellä tasolla.

Yhtiön uusien toimintamaiden avaukset vaativat

jonkin verran IT-kehitystyötä pankkiyhteyksien ja luottotietoinformaation integroimiseksi alustaan. Yhtiö aktivoi osan tästä kehitystyöstä taseeseen ja odotamme tämän vuoksi yhtiön poistotason nousevan yhtiön kansainvälistymisen edetessä tulevina vuosina.

Odotamme Lainaamon rahoituskulujen olevan tänä ja ensi vuonna noin 1,4 MEUR (2017: 1,3 MEUR) ja oletamme rahoituskulujen pysyvän tämän jälkeen noin 1,3 MEUR:ssa. Ennusteemme ei siis ota huomioon yhtiön listautumista, jonka myötä rahoituskulut todennäköisesti tulevat alaspäin, jos yhtiö päättää lunastaa antirahoilla osan Lainaamolle myönnettyistä velkakirjoista pois. Arvioimme, että etenkin yhtiön lähipiiriin myöntämät noin 4,4 MEUR:n velkakirjat todennäköisesti lunastetaan pois jossain vaiheessa listautumisen jälkeen.

Yhtiön veroasteen odotamme olevan 20 % nyt ja tulevaisuudessa, sillä yhtiön liiketoimintaa pyritään operoimaan pääosin suomalaisen emoyhtiön kautta.



# Ennusteet 3/4

## Ennusteet 2018

Fellow Financen H1'18-liikevaihto kasvoi 43 % 5,6 MEUR:oon ja liikevoitto oli 1,7 MEUR (EBIT-% 30 %). H1-liikevaihdosta noin 4,1 MEUR tuli lainapalkkioista ja noin 1,4 MEUR Lainaamon korkotuotoista. Fellow Finance ohjeistaa, että sen liikevaihto kasvaa tänä vuonna yli 12 MEUR:oon ja liikevoitto asettuu 3,1-3,6 MEUR:n haarukkaan. Ennusteemme ovat linjassa ohjeistuksen kanssa ja odotamme liikevaihdon kasvavan 42 % 12,3 MEUR:oon ja liikevoiton olevan 3,4 MEUR (EBIT-% 27,3 %). Liikevaihdosta 9,5 MEUR ennusteessamme tulee lainapalkkioista (lainapalkkio-% volyymista 5,4 %) ja 2,8 MEUR Lainaamon korkotuotoista. Liikevaihdon kasvua ajaa siis lainavolyymien kasvun (+76 %) myötä kasvavat lainapalkkiot.

Odotamme Fellow Financen nettotuloksen olevan 1,6 MEUR, mikä tarkoittaa 13 %:n nettotulos-%. Lainaamon rahoituskulut painavat vielä nettotulosta, mutta tulevina vuosina rahoituskulujen osuus ennusteessamme pienenee yhtiön liikevaihdon jatkaessa kasvurallalla.

## Ennusteet 2019-2020

Vuosina 2019-2020 odotamme lainavolyymien kasvavan 47 % ja 38 % (vuosittainen volyyymi: 253 MEUR ja 353 MEUR) Lainavolyymien kasvua ajaa etenkin Suomen laskurahoituksen kasvavat volyymit, kuluttajalainojen kysynnän jatkuessa myös vahvana. Odotamme myös Puolan, Saksan ja Ruotsin välitettyjen lainavolyymien lähtevän asteittaiseen kasvuun ja näiden vaikutus alkaa näkyä jo hieman enemmän vuonna 2020. Arviomme perusteella Suomen osuus kokonaislainavolyymista on vielä yli 80 % vuonna 2020.

Lainavolyymien kasvun myötä odotamme yhtiön

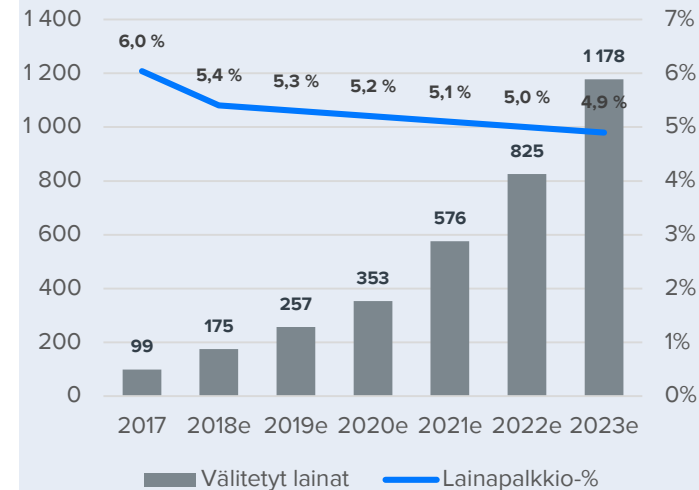
liikevaihdon kasvavan vuonna 2019 34 % 16,5 MEUR:oon ja vuonna 2020 29 % 21,2 MEUR:oon. Suomen erittäin hyvin kannattavan liiketoiminnan painoarvon ollessa vielä niin suuri, ennustamme yhtiön yltävän vahvaan kannattavuuteen (2019-2020 EBIT-% 27-28 %), vaikka uusien toimintamaiden avaukset näinä vuosina kasvattavat yhtiön kustannuksia edellisillä sivuilla läpikäydyn mukaisesti. Nettotulos-%:n odotamme nousevan 15,6-16,9 %:iin.

## Ennusteet 2021-2023

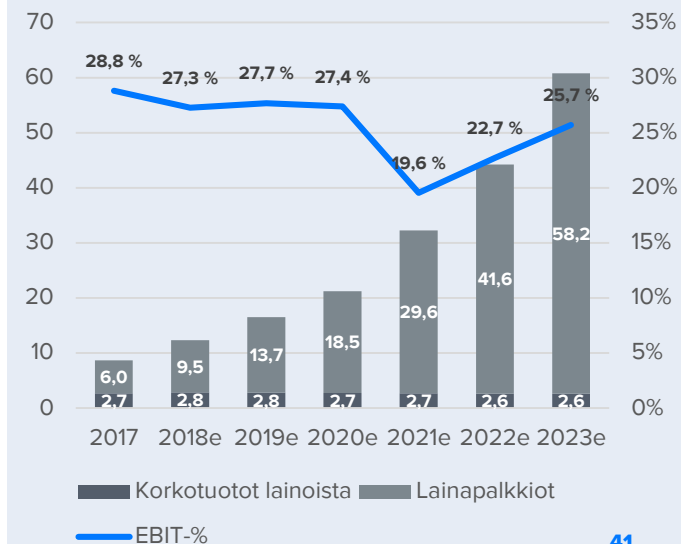
Vuonna 2021 odotamme lainavolyymien kasvun kiihtyvän, kun etenkin ennen strategiakautta avatut (Puola, Saksa ja Ruotsi) sekä strategiakauden alkupuolella avatuilla markkinoilla lainavolyymeja ajetaan ylöspäin voimakkain markkinointipanostuksin. Suomessa volyyymien kasvu tasaantuu ja Suomen painoarvo alkaa pienentyä kokonaisvolyyymista. Odotamme välitetyn lainavolyymien kasvavan 63 % 576 MEUR:oon ja tämän myötä Fellow Financen liikevaihto kasvaa 52 % 32,3 MEUR:oon. Voimakkaiden markkinointipanostusten vuoksi odotamme yhtiön kannattavuuden (EBIT-%) laskevan 19,6 %:iin. Ulkomaiden osuuden koko lainavolyymista arviomme kasvavan vuonna 2021 reiluun 40 %:iin.

Vuosina 2022-2023 odotamme lainavolyymien kasvavan 43 % vuodessa (vuosittainen volyyymi: 826 MEUR ja 1178 MEUR). Kasvua ajaa volyyymien kasvu kaikilla yhtiön avatuilla markkinoilla yhtiön edelleen panostaessa alustansa markkinointiin voimakkaasti. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan lainavolyymien mukana 44,2 MEUR:oon vuonna 2022 ja 60,8 MEUR:oon vuonna 2023, mikä tarkoittaa noin 37 %:n kasvua näille vuosille.

## Välitetyt lainat (MEUR) ja lainapalkkio-%



## Liikevaihto ja kannattavuus



# Ennusteet 4/4

Liiketoiminnan kasvavan kokoluokan myötä yhtiön kiinteät kustannukset skaalautuvat kasvun mukana ja odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin olevan 22,7 % ja 25,7 % vuosina 2022-2023. Arvioimme, että yhtiön lainavolyymista noin 70 % tulee ulkomailta vuoden 2023 aikana.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2023 jälkeen odotamme yhtiön lainavolyymien kasvun ja tämän myötä liikevaihdon kasvun tasaantuvan selvästi. Odotamme liikevaihdon kasvavan 10 % vuonna 2024 ja 5 % vuosina 2025-2026. Vuodesta 2027 lähtien olemme olettaneet ikuisuuskasvuksi 2,5 %. Yhtiö on indikoinut, että se tavoittelee vahvan kasvun jatkamista myös vuoden 2023 jälkeen, mutta tässä vaiheessa odotukset on syytä pitää maltillisina.

Odotamme yhtiön yltävän 26 %:n liikevoittomarginaaliin vuonna 2024. Vuoden 2025 EBIT-%:n odotamme olevan 25 %, jonka jälkeen kannattavuus tasaantuu 23 %:iin ikuisuusoletuksessa. Pitkällä aikavälillä kilpailu alalla tulee väistämättä kiristymään ja yhtiön tulee onnistua nousemaan merkittäväksi toimijaksi Euroopassa, jolloin mittakaavaedut mahdollistavat yhtiölle hyvän kannattavuuden myös pitkällä aikavälillä.

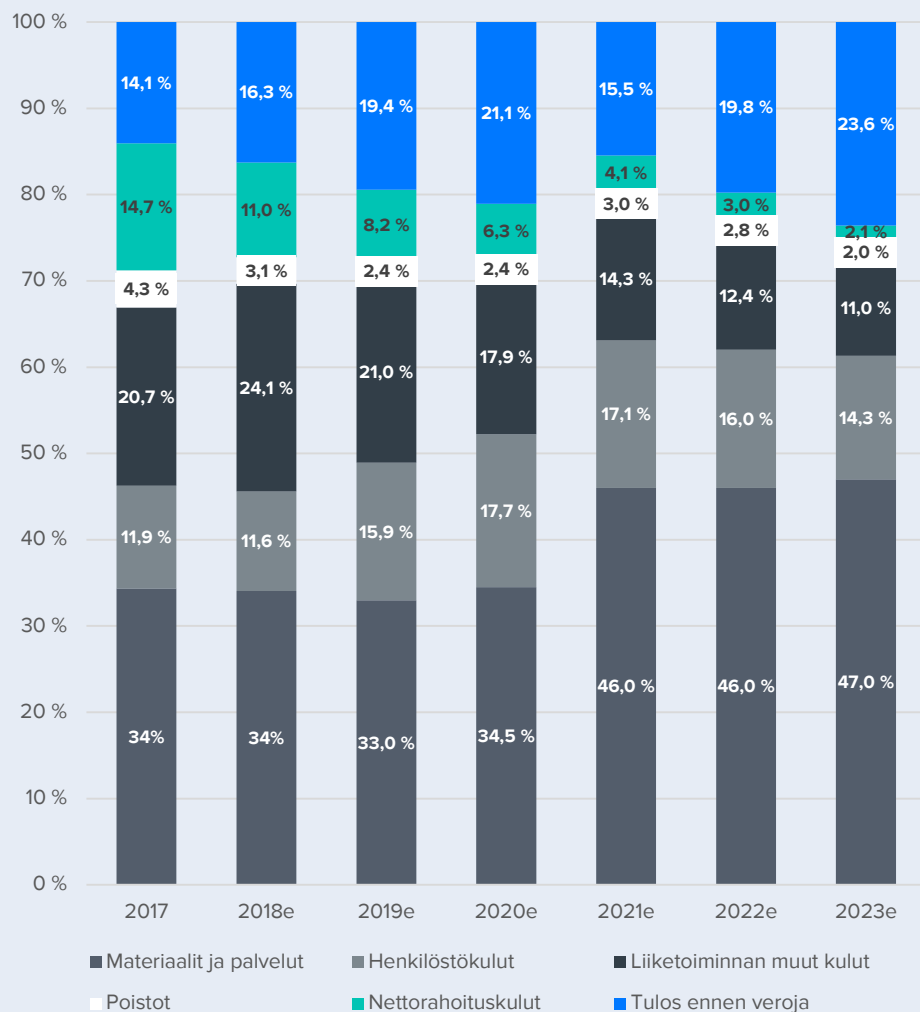
## Osinkoennusteet

Fellow Finance on ohjeistanut osingonjakotavoitteekseen 30 % tilikauden tuloksesta. Osinkoennusteemme noudattavat yhtiön voitonjakopolitiikkaa ja ennustamme vuotuista 30 %:n voitonjakoa. Osinkotuotot

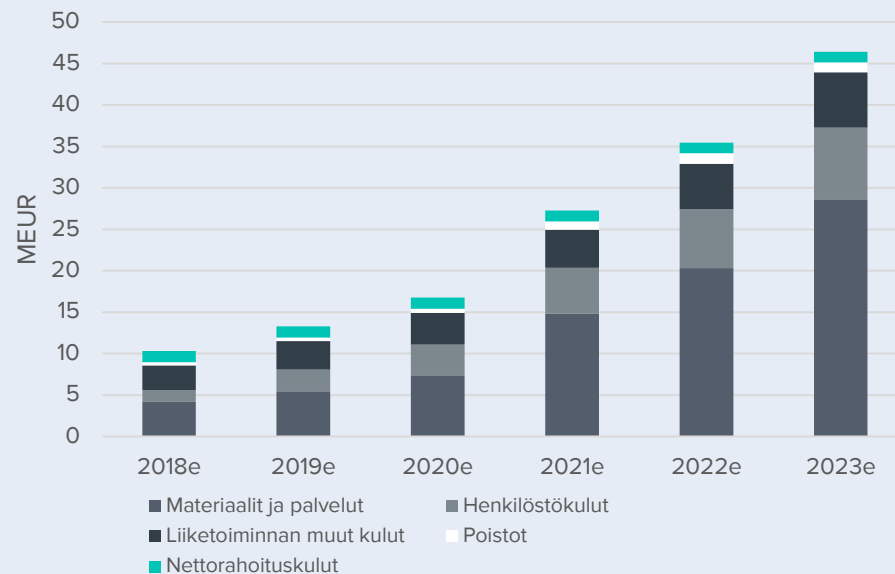
jäävät ennusteillamme matalaksi ja kokonaisuutena osingon merkitys yhtiön sijoitusprofiilissa on hyvin pieni.

# Kuluennusteet yhteenveto

## Kulurakenne %-liikevaihdosta



## Kulurakenne (MEUR)



- Kulurakenteessa materiaalit ja palvelut (asiakashankinta ja luottokelpoisuuden tarkistus) ovat lainavolyymin mukaan muuttuvia kustannuksia.
- Odotamme materiaalien ja palveluiden suhteellisen osuuden nousevan merkittävästi vuodesta 2021 alkaen, kun uusilla markkinoilla aloitetaan lainavolyymien skaalaaminen ylöspäin.

# Arvonmääritys 1/5

## Arvostus yhteenveto

Olemme tarkastelleet Fellow Financen arvoa useasti eri kulmasta tarjotaksemme sijoittajille mahdollisimman selkeän kuvan arvon muodostumisesta. Olemme myös kuvastaneet liiketoiminnan herkkyyttä ennustemuutoksille tekemällä kassavirtalaskelmasta Bull- ja Bear-kenaariot. Arvonmäärityksemme on laskettu yhtiön arvolla ennen osakeantia (pre-money). Näkemyksemme mukaan osakeanti ei oleellisesti tule vaikuttamaan yhtiön arvoon, sillä siitä saatavat rahat eivät oleellisesti vaikuta yhtiön liiketoimintaan tai numeroihin.

Fellow Financen ylivoimaisesti merkittävin arvoajuri on sen liikevaihdon kasvu. Fellow Finance on pystynyt kasvamaan voimakkaasti läpi koko historiansa ja yhtiöllä on jo näyttöjä kansainvälistymisestä sekä laajentumisesta uusille tuotealueille. Verkostovaikutuksista johtuen yhtiön alustan arvo kasvaa käyttäjille sekä sijoittajille sitä suuremmaksi, mitä isommat volyymit pyörivät palvelun kautta (kts. sivu 14). Yhtiön liiketoiminnassa on myös selkeitä skaalaetuja ja mitä isommaksi yhtiö kasvaa, sen korkeammaksi kannattavuuspotentiaali muodostuu.

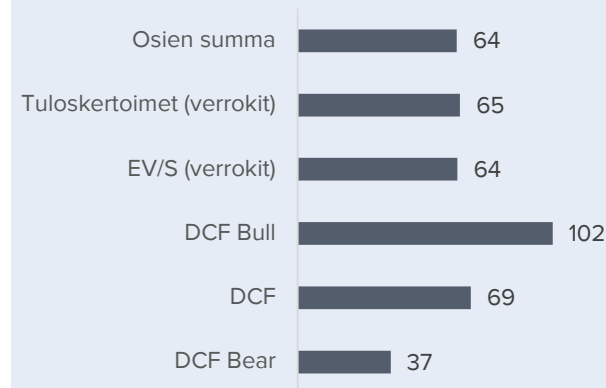
Liikevaihdon voimakkaan kasvun vastapuolella on yhtiön suhteellisen korkea riskiprofiili. Vaikka yhtiön järjestelmä ja toimintamalli onkin osoittanut toimivuutensa etenkin Suomessa, liittyy yhtiön aggressiiviseen kasvuun ja kansainvälistymiseen merkittäviä riskejä. Lisäksi toimialan erittäin nopea kehitys ja mahdolliset regulaatiomuutokset pitävät riskitason suhteellisen korkealla.

Eri arvonmääritysmenetelmillä laskettuna yhtiön arvohaarukka on 37-102 MEUR. Arvohaarukka on erittäin laaja ja se heijastelee yhtiön arvon

herkkyyttä kasvustrategiassa onnistumiselle. Annamme arvonmäärityksessämme suurimman painon DCF-laskelmalle, verrokkiryhmälle sekä osien summa laskelmalle. Bull- ja Bear-laskelmat ovat lähinnä havainnollistavia. DCF:n, osien summan ja verrokkiryhmän keskiarvolla laskettuna yhtiön osakekannan arvo on 66 MEUR ja tämä on myös näkemyksemme yhtiön käyvästä arvosta ennen listautumisantia.

Olemme seuraavilla sivuilla käsitelleet kaikki arvonmääritysmenetelmät tarkemmin.

## Fellow Financen osakekannan arvo (pre-money) eri arvonmääritysmenetelmillä



## Arvonmäärityksen yhteenveto

DCF	69
EV/S (verrokit)	64
Tulokertoimet (verrokit)	65
Osien summa	64
<b>Osakekannan arvo* (MEUR)</b>	<b>66</b>

# Arvonmääritys 2/5

## Arvostuskertoimet Inderesin arvioimalla osakekannan arvolla

Mielestämme Fellow Financen kasvuprofiilista johtuen yhtiötä hinnoitellaan lähivuosina pääasiallisesti liikevaihtokertoimella. Ennusteillamme ja arvonmäärityksessä saadulla osakekannan arvolla (66 MEUR) yhtiön EV/S-kerroin on tänä vuonna 6,5x ja ensi vuonna 4,8x. Kertoimet ovat absoluuttisesti korkeita, mutta laskevat tulevina vuosina nopeasti yhtiön kasvun toteutuessa. Vuonna 2019 liikevaihtokerroin on listattujen verrokkien (4,7x) tasolla. Kertoimia voidaan Helsingin pörssissä peilata samassa kokoluokassa olevaan ja suhteellisen samankaltaisen kasvu- ja kannattavuusprofiilin omaavaan SaaS-yhtiö Admicomiin, jonka EV/S-kertoimet ovat 8,3x ja 6,1x vuosille 2018-2019.

Käytännössä hinnoittelukertoimen suuruutta tulevaisuudessa määrittävät 1) Fellow Financen liikevaihdon kasvunopeus, 2) Fellow Financen kannattavuustaso, 3) osakemarkkinan luottamus yhtiötä kohtaan sekä 4) osakemarkkinan yleinen riskinäkä finanssiteknologia/platform-yhtiöitä kohtaan.

Kovasta kasvusta huolimatta Fellow Finance yltää jo erittäin hyvään kannattavuustasoon, mikä on osaltaan poikkeuksellista kasvuyhtiöitä yleisesti tarkastellessa ja tämä antaa tukea yhtiön arvostukselle. Ennusteillamme 2018-2019 P/E-kertoimet ovat 41x ja 26x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 24x ja 17x. Tulospohjaiset kertoimet ovat lähivuosille korkeat, mutta vuonna 2020 kertoimet (P/E 18x ja EV/EBIT 13x) alkavat näyttää jo hyvin kohtuullisilta huomioiden yhtiön houkutteleva kasvunäkymä vielä vuodesta 2020 eteenpäinkin.

## Arvostuskertoimet 45 MEUR:n listautumishinnalla

Listautumishinnan mukaisella 45 MEUR:n arvolla Fellow Financen arvostuskertoimet ovat erittäin houkuttelevalla tasolla huomioiden yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiili. Ennusteillamme yhtiön kuluvaan vuoden P/E-kerroin on 28x ja ensi vuonna 18x, mitä voidaan pitää erittäin alhaisena tasona yli 40 %:n vuosikasvua tavoittelevalla ja erinomaista kannattavuutta tekeväälle yhtiölle. Vuonna 2020 P/E-kerroin on 13x ja arvioimme, että yhtiötä tullaan hinnoittelemaan tällöin huomattavasti korkeammalla kertoimella, jos yhtiön kasvustrategia etenee ennusteidemme tai yhtiön omien vielä kunnianhimoisempien tavoitteiden suuntaisesti.

EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2018-2019 ovat 4,8x ja 3,5x, mitkä ovat selvästi alle listattujen verrokkiyhtiöiden tason. Huomioiden Fellow Financen useita verrokkiyhtiöitä parempi kannattavuus sekä kasvunäkymä, ei yhtiötä ole mielestämme perusteltua hinnoitella alle verrokkien tason.

45 MEUR:n arvostuksella Fellow Financen osake tarjoaa näkemyksemme mukaan erittäin houkuttelevan tuotto/riski -suhteen, kun huomioidaan merkittävä arvonluontipotentiaali kasvustrategian onnistuessa.

## Arvostuskertoimet Inderesin arvioimalla osakekannan arvolla

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Markkina-arvo	66	66	66	66	66
Yritysarvo (EV)	81	80	79	78	76
P/E (oik.)	60,5	41,4	25,6	18,3	16,5
P/E	60,5	41,4	25,6	18,3	16,5
P/Kassavirta	neg.	22,4	26,0	21,2	19,4
P/B	15,7	12,5	8,9	6,5	5,0
P/S	7,6	5,3	4,0	3,1	2,0
EV/Liikevaihto	9,3	6,5	4,8	3,7	2,4
EV/EBITDA (oik.)	28,2	21,4	15,9	12,3	10,5
EV/EBIT (oik.)	32,4	23,8	17,3	13,4	12,1
Osinko/tulos (%)	47,2 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	0,7 %	1,2 %	1,6 %	1,8 %

Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimet listautumishinnalla

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Markkina-arvo	45	45	45	45	45
Yritysarvo (EV)	60	59	58	57	56
P/E (oik.)	41,5	28,4	17,5	12,6	11,3
P/E	41,5	28,4	17,5	12,6	11,3
P/Kassavirta	neg.	15,4	17,8	14,5	13,3
P/B	10,8	8,6	6,1	4,4	3,4
P/S	5,2	3,7	2,7	2,1	1,4
EV/Liikevaihto	7,0	4,8	3,5	2,7	1,7
EV/EBITDA (oik.)	21,0	15,9	11,8	9,0	7,7
EV/EBIT (oik.)	24,2	17,7	12,8	9,8	8,9
Osinko/tulos (%)	47,2 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	1,1 %	1,7 %	2,4 %	2,7 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/5

## Kassavirtalaskelma (DCF)

Koska Fellow Financen kassavirtalaskelma on hyvin herkkä yhtiön tulevaisuuden kasvuennusteille, olemme mallintaneet tätä herkkyyttä kolmella eri skenaariolla. Käsittelemme ensin nykyennusteisiimme nojaavan perusskenaarion ja seuraavassa kappaleessa käsittelemme Bull- ja Bear-skenaariot. Lainaamo on meillä ennusteissa osana yhtiön perusliiketoimintaa ja näin ollen emme ole oikaisseet lainakantaa.

Nykyennusteidemme pohjalta kassavirtalaskelmamme velaton arvo Fellow Financelle on 85 MEUR ja osakekannan arvo 69 MEUR. Lyhyemmän aikavälin ennusteet olemme käyneet läpi edellisessä kappaleessa. Ennustamme kasvun hidastuvan ennusteperiodin loppupäässä selvästi ja terminaalikasvuna käytämme konservatiivista 2,5 %:n tasoa. Kannattavuuden osalta odotamme liikevoittomarginaalin laskevan lievästi yhtiön tavoitetason (+25 %) alle ennusteperiodin lopussa. Vaikka yhtiöllä olisikin potentiaalia päästä hyötymään liiketoiminnan skaalaeduista ripeän laajentumisen jälkeen, haluamme olla ennusteissamme konservatiivisia johtuen toimialan kehitykseen liittyvistä riskeistä.

Oman pääoman tuottovaatimus on DCF-mallissamme 14,1 % ja velkavivun huomioiva pääoman painotettu kustannus 12,9 %. Tuottovaatimuksen taso on yksi korkeimmista kaikista seuraamistamme pörssiyrityksistä. Tämä on mielestämme perusteltua, sillä yhtiön tulevaisuuden rajuun kasvuun ja kansainvälistymiseen liittyy merkittäviä riskejä. Olemme käsitelleet riskejä tarkemmin sivuilla 17-20.

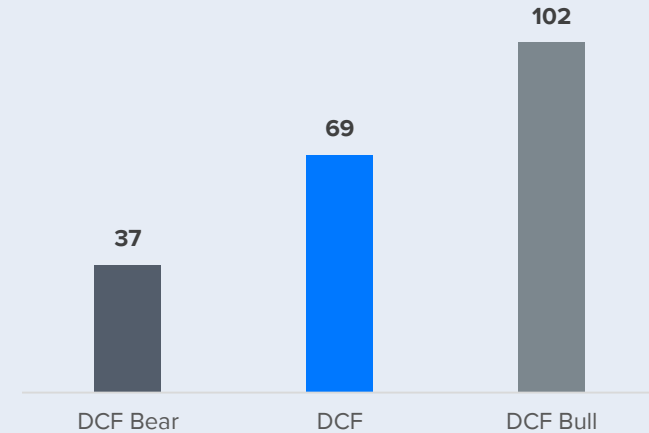
Huomionarvoista kassavirtalaskelmassamme on arvon painottuminen eri aikaperiodeille. Koska Fellow Finance on jo tässä vaiheessa erittäin kannattava, niin sen arvosta kohtalainen osa syntyy jo ennen terminaalijaksoa (2028 eteenpäin). Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 51 %, joka on Fellow Financen tapaiselle erittäin voimakkaan kasvun yhtiölle varsin maltillinen taso. Tarkempi kassavirtalaskelma löytyy liitteistä sivulta 51.

## Bull- ja Bear- skenaariot

Positiivisessa Bull-skenaariossa odotamme yhtiön yltävän sen erittäin kunnianhimoisiin taloudellisiin tavoitteisiinsa (kts. sivu 30). Keskeisenä erona on yhtiön odotuksiamme nopeampi kasvunopeus ja lievästi odotuksiamme korkeampi kannattavuus. Pääoman kustannus on pysynyt ennallaan (WACC 12,9 %) ja Bull-skenaariossa yhtiön osakekannan arvo on 102 MEUR.

Negatiivisessa Bear-skenaariossa yhtiön liikevaihdon kasvu jää selvästi yhtiön omista tavoitteista ja ennusteistamme (Bear 2023e liikevaihto 36 MEUR). Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että kansainvälistyminen osoittautuu yhtiön suunnitelmia vaikeammaksi ja uusien maiden ylösajo tapahtuu selvästi odotuksia hitaammin. Kannattavuuden osalta odotamme sen jäävän selvästi tavoitetasojen alapuolelle kasvun osoittautuessa selvästi odotettua kalliimmaksi. Bear-skenaarion mukainen arvo yhtiön osakekannalle on 37 MEUR ja mielestämme tämä taso voidaan perustella jo pelkällä Suomen liiketoiminnalla sekä Lainaamalla.

Fellow Financen osakekannan arvo DCF-laskelmassa eri skenaarioissa (MEUR)



# Arvonmääritys 4/5

## Verrokkianalyysi (liikevaihtopohjainen)

Verrokkianalyysiä tehdessä mielestämme keskeisin arvostuskerroin on liikevaihtopohjainen EV/S johtuen toimialan nopeasta kehityksestä ja verrokkien voimakkaasta kasvusta.

Viime vuosien aikana useampi yhtiölle relevantti listaamaton verrokki on kerännyt rahaa sijoittajilta. Rahoituskierrokset, joiden arvostuksesta löytyy relevanttia dataa on listattu oikealta löytyvään taulukkoon. Näiden verrokkien keskimääräinen EV/S-kerroin on rahoituskierroksia tehtäessä ollut 8,4x. Olemme antaneet verrokkien rahoituskierroksille 30 %:n painon liikevaihtopohjaisessa arvonmäärityksessä.

Fellow Financen verrokkiryhmän muodostaminen listattujen yhtiöiden osalta on vielä suhteellisen haastavaa, sillä toimialan nuoresta iästä johtuen listattujen vertaislaina-alustojen lukumäärä on vielä alhainen. Verrokkiryhmä koostuu muutamasta listatusta vertaislaina-alustasta, lainojen vertailusivustoista sekä finanssitekniikayrityksistä, joiden toiminnot ovat osaltaan Fellow Financen kanssa samankaltaisia. Verrokkiryhmän lyhyt esittely löytyy sivulta 56. Listatun verrokkiryhmän osalta EV/S-kertoimien mediaani on tälle vuodelle 5,5x. Olemme antaneet listattujen verrokkien kertoimille 70 %:n painoarvon liikevaihtopohjaisessa arvonmäärityksessä.

Listattujen ja listaamattomien verrokkien EV/S-kertoimien painotettua keskiarvoa käyttämälle saamme Fellow Financen osakekannan arvoksi 64 MEUR.

## Verrokkianalyysi (tulospohjainen)

Tulospohjaisesti listaamattomista verrokeista ei ole tarjolla relevanttia dataa ja keskitymme vain listattuihin verrokkeihin. Huomautamme, että listattujen verrokkien kertoimet ovat absoluuttisesti erittäin korkealla tasolla, kun yhtiöt panostavat kasvuun ja markkinat hinnoittelevat useita yhtiöistä tulevan kasvun, eivätkä tuloksen kautta. Näin ollen tulospohjaisten kertoimien käyttäminen ei mielestämme tässä vaiheessa ole paras tapa arvioida Fellow Financen käypää arvoa ja suosittelimme käyttämään tätä lähinnä suuntaa antavana, vaikkakin arvonmäärityksen lopputulos on hyvin lähellä liikevaihtopohjaista arvonmääritystä.

Listattujen verrokkien (taulukko seuraavalla sivulla) keskimääräinen 2018 EV/EBIT-kerroin on 31x ja vastaava P/E-kerroin 35x. Mielestämme on relevanttia käyttää molempia kertoimia, sillä P/E-kerroin ottaa huomioon liiketoimintojen erilaiset rahoitusrakenteet (osa rahoittaa toimintaa omasta taseestaan). Tulokertoimien pohjalta Fellow Financen osakekannan arvo on 65 MEUR.

## Parhaat verrokki

Verrokkeja tarkastellessa mielestämme lähin verrokki on yhtiön listaamaton ruotsalainen kilpailija Lendify, joka keräsi rahoitusta vuoden 2016 rahoituskierroksella arvostuksella, joka vastaa 8,3x liikevaihtokerrointa laskettuna yhtiön toteutuneella vuoden 2017 liikevaihdolla. Yhtiö on kuluvan vuoden välitetyllä lainavolyymilla mitattuna noin puolet Fellow Financen pienempi ja Lendifyn toiminta on vielä historiallisesti ollut tappiollista.

Toinen mielenkiintoinen verrokki on heinäkuussa Saksassa listautunut Creditshef, joka on keskittynyt välittämään saksalaisille pk-yrityksille rahoitusta alustansa kautta. Yhtiön liikevaihdon odotetaan Capital IQ:sta saatavien ennusteiden mukaan kasvavan tänä vuonna 4 MEUR:oon, ensi vuonna 12 MEUR:oon ja 2020 22 MEUR:oon. Yhtiön EV/S-kerroin on tälle vuodelle hurjat 23x, mutta kovan odotetun kasvun myötä kerroin painuu ensi vuonna selvästi alaspäin ja on 7,2x.

Britannian suurin vertaislainaaja Funding Circle on parasta aikaa listautumassa Lontoon pörssiin. Funding Circle keskittyy tällä hetkellä pelkästään yritysten rahoittamiseen alustallaan, jonka kautta on välitetty jo yli 5 miljardilla punnalla lainoja. Yhtiön valuaatio listautumisannin hintahaarukan alarajallakin vastaa yli 10x EV/S-kerrointa. Funding Circle on huomattavasti Fellow Financen suurempi, joten mielestämme on perusteltua, että Fellow Financen hinnoitellaan selvästi matalammalla liikevaihtokerroimella.

Toimialan nuoresta iästä kertoo myös se, että toimialan yrityskauppa-aktiiviteetti on ollut vielä pientä. Toimialalla toteutuneista yrityskaupoista ei ole saatavilla relevanttia dataa, joten yrityskauppojen arvostuskertoimista ei pystytä vielä hakemaan tukea Fellow Financen arvostukselle. Arvioimme, että toimialan konsolidaatiokehitys tulee käynnistymään tulevaisuudessa markkinan kypsyessä.

## Verrokkien rahoituskierrokset

Yhtiö	Rahoituskierrös	EV	EV/Liikevaihto
Ratesetter £	2017	195	8,2x
Zopa £	2018	400	8,6x
Lendify (SEK)	2016	210	8,3x
<b>Keskiarvo</b>			<b>8,4x</b>

# Verrokkit yhteenveto

## Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2018e
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Lending Club	3,63	1308	3262	100,1	42,4	44,5	28,6	5,5	4,7	38,9	19,1			1,4
Lending Tree	226,05	2467	2426	25,1	17,6	18,9	14,8	3,8	3,1	39,0	30,6			7,7
GreenSky	19,87	3157	3319	21,9	16,1	20,0	14,9	8,9	6,6	30,4	22,0			194,8
On Deck Capital	7,12	453	1037	69,0	42,0	35,5	25,0	3,2	2,8	16,3	14,3			1,9
Ellie Mae	93,19	2748	2541	36,8	25,1	22,7	17,0	6,0	5,1	49,6	37,7			4,1
Moneysupermarket	285,70	1705	1684	13,3	12,3	11,8	10,9	4,3	4,0	17,2	15,7	3,7	4,0	8,1
Creditshelf	78,50	105	88					22,6	7,2					
<b>Keskiarvo</b>				<b>44,4</b>	<b>25,9</b>	<b>25,6</b>	<b>18,5</b>	<b>7,7</b>	<b>4,8</b>	<b>31,9</b>	<b>23,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>36,3</b>
<b>Mediaani</b>				<b>31,0</b>	<b>21,3</b>	<b>21,4</b>	<b>16,0</b>	<b>5,5</b>	<b>4,7</b>	<b>34,7</b>	<b>20,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,9</b>

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

## Liikevaihtopohjainen arvonmääritys

EV/Liikevaihto-kerroin (verrokkien rahoituskerrokset) 30%	
Liikevaihto 2018e	12,3
x Hinnoittelukerroin	8,4x
<b>Yritysarvo (MEUR)</b>	<b>103</b>
- Nettovelka 2018e	14,3
<b>Osakekannan arvo (MEUR)</b>	<b>89</b>
EV/Liikevaihto (listatut verrokkit) 70%	
Liikevaihto 2018e	12,3
x Hinnoittelukerroin	5,5x
<b>Yritysarvo (MEUR)</b>	<b>68</b>
- Nettovelka 2018e	14,3
<b>Osakekannan arvo (MEUR)</b>	<b>54</b>
<b>Osakekannan arvo (painotettu keskiarvo)</b>	<b>64</b>

## Tulos pohjainen arvonmääritys

EV/EBIT (listatut verrokkit)	
EBIT 2018e	3,4
x Hinnoittelukerroin	31,0x
<b>Yritysarvo (MEUR)</b>	<b>104</b>
- Nettovelka 2018e	14,3
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>90</b>
P/E (listatut verrokkit)	
Nettotulos 2018e	1,6
x Hinnoittelukerroin	34,7x
<b>Yritysarvo (MEUR)</b>	<b>55</b>
- Nettovelka 2018e	14,3
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>41</b>
<b>Osakekannan arvo (keskiarvo)</b>	<b>65</b>



# Arvonmääritys 5/5

## Osien summa laskelma

Osien summa laskelmassamme olemme antaneet erillisen arvon yhtiön välitysluokittominnalle sekä Lainaamolle. Mielestämme tämä on relevantti tarkastelutapa, sillä välitysluokittominta ansaitsee huomattavasti Lainaamaa korkeammat kertoimet.

Välitysluokittomintaa arvioidessamme olemme käyttäneet vuoden 2018 liikevaihtoennustettamme sekä listaamattomien (30 %:n paino) ja listattujen verrokkien (70 %:n paino) EV/S-kertoimia (kts. edellinen sivu). 9,5 MEUR:n liikevaihtoennusteella sekä 6,4x EV/S-kertoimella saadaan Fellow Financen välitysluokittominnan arvoksi 60 MEUR.

Lainaamon osalta olemme käyttäneet arvona yhtiön nykyistä lainakantaa. Lainakanta tulee erittäin suurella todennäköisyydellä tuottamaan positiivisen nettotuoton (korkotuotot vähennettynä luottotappiolla) skenaariossa jossa yhtiö ajaisi lainakantansa alas. Emme kuitenkaan huomioi tätä positiivista nettotuottoa ennusteissamme, vaan pidämme sen mieluummin puskurina. Lainaamon lainakanta oli H1'18 lopussa 17,9 MEUR ja Fellow Financen ennustetut nettovelat 2018 lopussa 14,3 MEUR. Osien summa laskelmassamme osakekannan arvo on näin ollen 64 MEUR.

## Fellow Finance on potentiaalinen yritysostokohde

Pitkällä aikavälillä näemme Fellow Financen potentiaalisena yritysjärjestelyn kohteena. Käsittelemme mukaan yhtiön pääomistaja

Taalerille Fellow Finance on enemmän finanssisijoitus kuin strateginen omistus, joten tältä osin järjestelylle ei olisi esteitä. Vertaislaina-alustojen suosion kasvu tulee hyvin todennäköisesti jatkumaan ja tämän myötä myös perinteisten pankkien kiinnostus toimialaa kohtaan on kasvussa. Fellow Financen kaltaisen toimijan osto olisi useille perinteisille toimijoille houkutteleva oikotie päästä käsiksi vertaislainamarkkinaan ilman oman alustan kehittämiseen ja käyttäjäkunnan rakentamiseen liittyviä riskejä.

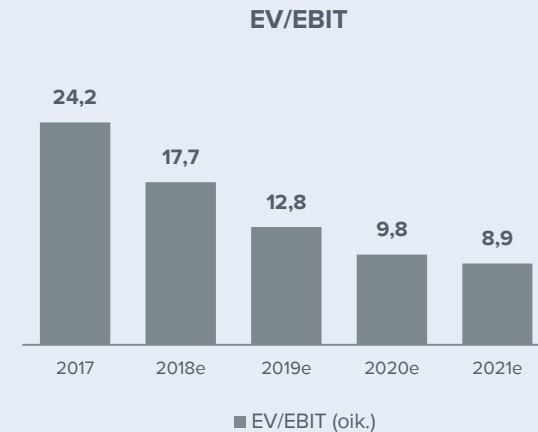
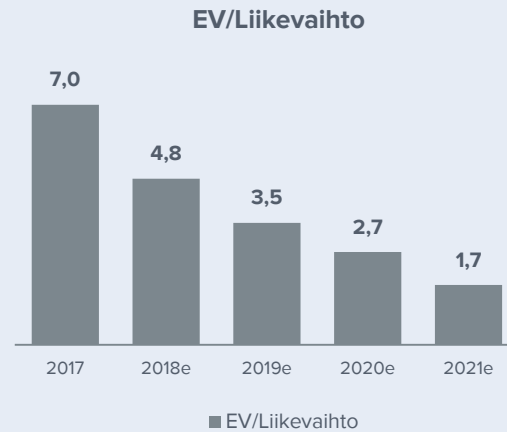
## Osien summa

Lainojen välitysluokittominnan liikevaihto 2018e	9,5
x hinnoittelukerroin	6,4x
Lainojen välitysluokittominnan arvo	60
+ Lainaamo (lainakannan arvo)	17,9
<b>Yritysarvo (MEUR)</b>	<b>78</b>
- Nettovelka 2018e	14,3
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>64</b>

# Arvostustaso Inderesin arvioimalla osakekannan arvolla

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Markkina-arvo	66	66	66	66	66
Yritysarvo (EV)	81	80	79	78	76
P/E (oik.)	60,5	41,4	25,6	18,3	16,5
P/E	60,5	41,4	25,6	18,3	16,5
P/Kassavirta	neg.	22,4	26,0	21,2	19,4
P/B	15,7	12,5	8,9	6,5	5,0
P/S	7,6	5,3	4,0	3,1	2,0
EV/Liikevaihto	9,3	6,5	4,8	3,7	2,4
EV/EBITDA (oik.)	28,2	21,4	15,9	12,3	10,5
EV/EBIT (oik.)	32,4	23,8	17,3	13,4	12,1
Osinko/tulos (%)	47,2 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	0,7 %	1,2 %	1,6 %	1,8 %

Lähde: Inderes



# DCF-kassavirtalaskelma

## DCF-laskelma

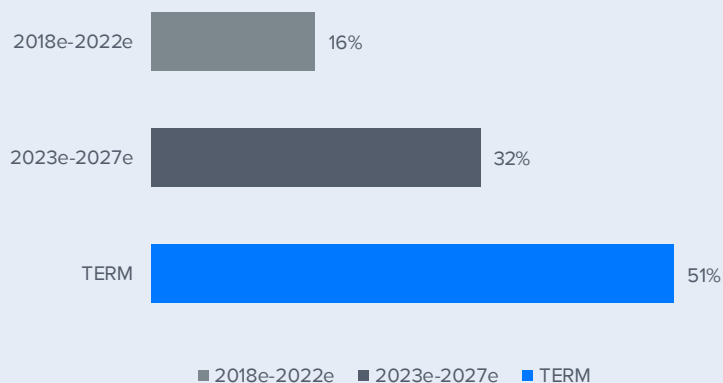
	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>	<b>10,0</b>	<b>15,6</b>	<b>17,4</b>	<b>17,5</b>	<b>17,0</b>	<b>17,4</b>	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,4	0,4	0,5	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	-0,6	-0,9	-1,0	-1,7	-2,9	-3,2	-3,3	-3,1	-3,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,9	-0,1	-0,4	-0,4	-1,0	-0,6	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>8,6</b>	<b>13,0</b>	<b>14,7</b>	<b>15,0</b>	<b>14,5</b>	<b>15,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,7	-0,5	-1,2	-1,7	-1,7	-1,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>	<b>11,8</b>	<b>13,5</b>	<b>13,8</b>	<b>13,3</b>	<b>13,8</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,0	2,9	2,5	3,1	3,4	7,0	11,8	13,5	13,8	13,3	13,8	135
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>43,9</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		85,2	82,4	80,2	77,8	75,6	71,4	65,2	58,9	53,2	48,3	43,9
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>85,2</b>										
- Korolliset velat		-17,0										
+ Rahavarat		1,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,5										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>69,4</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>69,4</b>										

### Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,8 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	4,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>14,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>12,9 %</b>

Lähde: Inderes

### Rahavirran jakauma jaksoittain

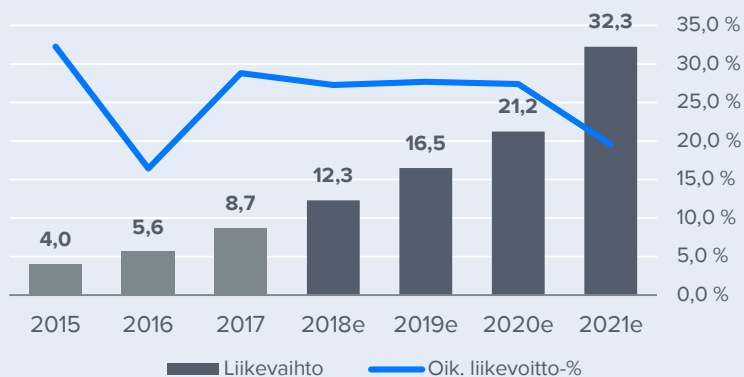


# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	<b>5,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>8,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>12,3</b>	<b>16,5</b>	<b>21,2</b>	<b>32,3</b>
<i>Korkotuotot lainoista</i>	2,0	1,2	1,5	2,7	1,4	1,4	2,8	2,8	2,7	2,7
<i>Lainapalkkiot</i>	3,6	2,7	3,2	6,0	4,1	5,3	9,5	13,7	18,5	29,6
<b>Käyttökate</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>6,3</b>	<b>7,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>
Liikevoitto	0,9	1,0	1,5	2,5	1,7	1,7	3,4	4,6	5,8	6,3
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,6	-0,7	-1,3	-0,7	-0,7	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>
Verot	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-1,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>
<b>Tunnusluvut</b>										
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	39,6 %			54,8 %	42,6 %	41,9 %	42,2 %	33,9 %	28,8 %	51,9 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-28,9 %			172 %	68,4 %	12,3 %	34,7 %	35,9 %	27,4 %	8,5 %
<i>Käyttökate-%</i>	22,5 %	30,0 %	35,7 %	33,1 %	33,3 %	27,8 %	30,3 %	30,1 %	29,8 %	22,6 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	16,4 %	25,4 %	31,6 %	28,8 %	30,0 %	25,0 %	27,3 %	27,7 %	27,4 %	19,6 %
<i>Nettotulos-%</i>	1,3 %	9,2 %	15,2 %	12,5 %	14,1 %	11,9 %	12,9 %	15,6 %	16,9 %	12,4 %

Lähde: Inderes

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

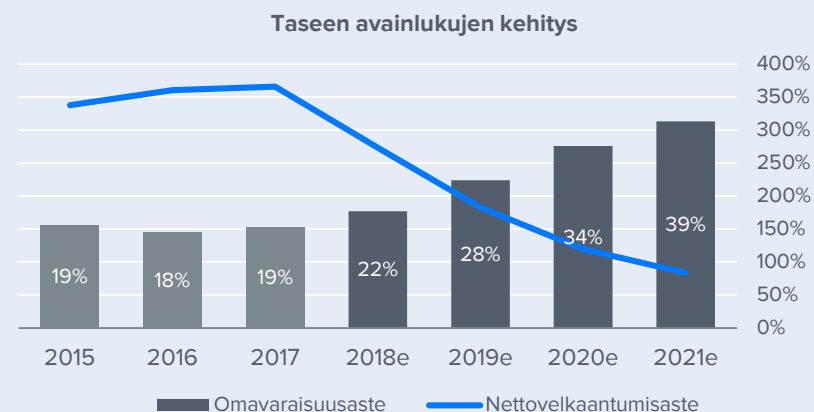


Avainluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>		39,6 %	54,8 %	42,2 %	33,9 %	28,8 %	51,9 %
<i>Käyttökate-%</i>	36,0 %	22,5 %	33,1 %	30,3 %	30,1 %	29,8 %	22,6 %
<i>Oik. liikevoitto-%</i>	32,2 %	16,4 %	28,8 %	27,3 %	27,7 %	27,4 %	19,6 %
<i>Liikevoitto-%</i>	32,2 %	16,4 %	28,8 %	27,3 %	27,7 %	27,4 %	19,6 %
<i>ROE-%</i>	21,2 %	2,4 %	29,8 %	33,6 %	40,7 %	40,9 %	34,4 %
<i>ROI-%</i>	17,4 %	5,9 %	13,2 %	15,3 %	19,3 %	22,2 %	21,7 %
<i>Omavaraisuusaste</i>	19,4 %	18,1 %	19,1 %	22,1 %	28,0 %	34,5 %	39,2 %
<i>Nettovelkaantumisaste</i>	338,0 %	360,3 %	365,6 %	273,3 %	182,4 %	119,5 %	83,3 %

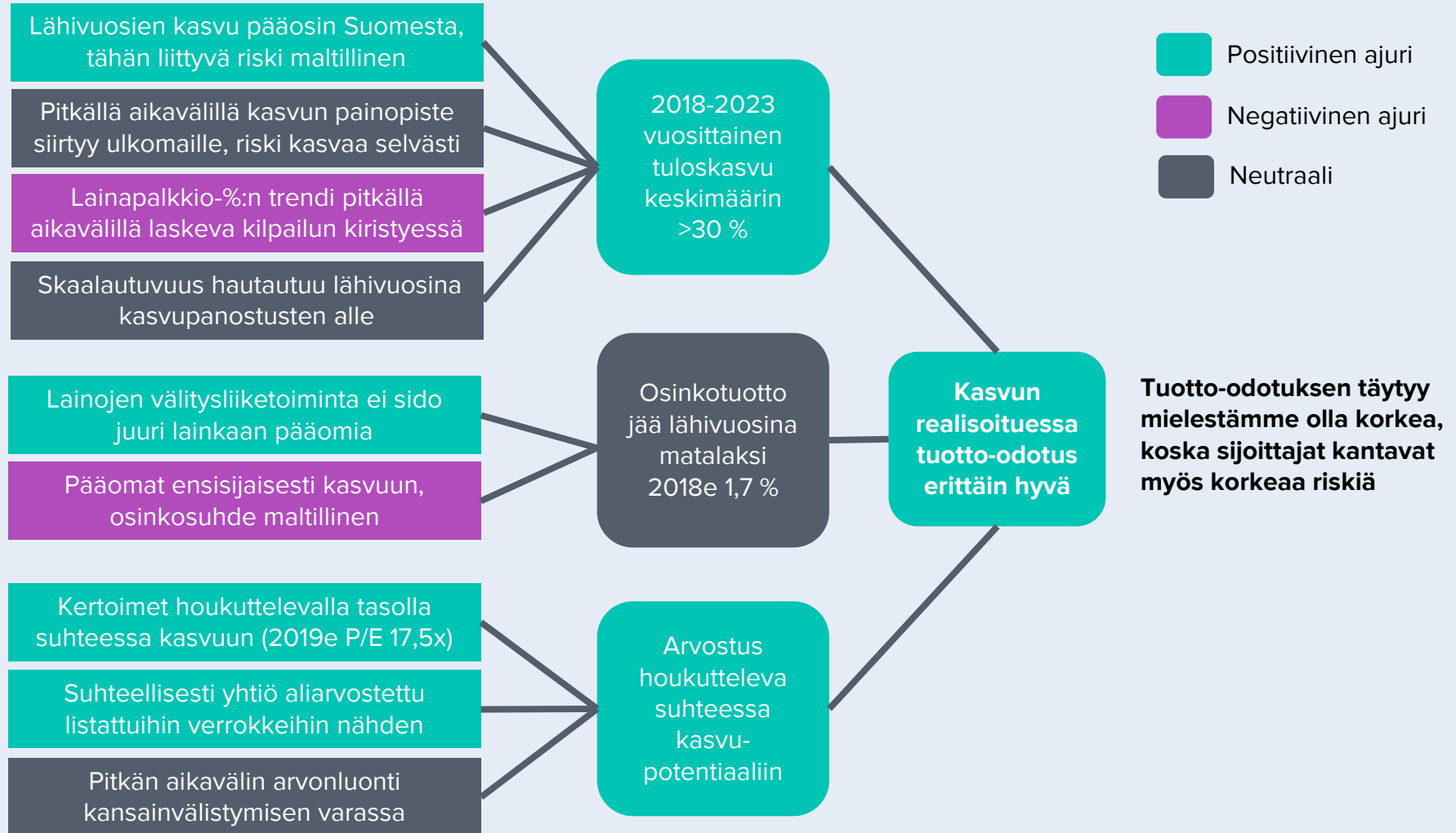
Lähde: Inderes

# Konsernitase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>9,7</b>	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>	<b>14,8</b>	<b>15,9</b>	<b>Oma pääoma</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>7,3</b>	<b>10,1</b>
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,4	0,4	1,1	2,1	Kertyneet voittovarat	0,0	1,1	2,1	4,2	7,0
Käyttöomaisuus	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Muut pitkäaikaiset varat	9,0	13,5	13,5	13,5	13,5	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>13,3</b>	<b>16,5</b>	<b>17,4</b>	<b>17,4</b>	<b>17,4</b>
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>9,7</b>	<b>11,4</b>	<b>13,5</b>	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	3,1	4,6	4,5	4,5	4,5	Lainat rahoituslaitoksilta	13,3	16,5	17,4	17,4	17,4
Myyntisaamiset	2,1	1,6	2,2	3,0	3,8	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	2,2	1,8	3,0	4,0	5,3	Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>17,1</b>	<b>21,9</b>	<b>23,7</b>	<b>26,2</b>	<b>29,5</b>	<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>
						Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	0,6	0,7	1,1	1,5	1,9
						Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						<b>Taseen loppusumma</b>	<b>17,1</b>	<b>21,9</b>	<b>23,7</b>	<b>26,2</b>	<b>29,5</b>



# Fellow Financen osakkeen ajurit 45 MEUR:n listautumishinnalla



# Omistajarakenne (ennen listautumista)

Osakkeenomistaja	Osakkeita	Omistusosuus	Huomautukset
Taaleri Oyj	106417	45,7 %	
Margin Investments Oy	37391	16,1 %	Toimitusjohtaja Jouni Hintikan määräysvaltauyhteisö
TN Ventures Oy	37391	16,1 %	Operatiivinen johtaja Teemu Nyholmin määräysvaltauyhteisö
Oy T&T Nordcap Ab	29092	12,5 %	Hallituksen jäsen Harri Tilevin määräysvaltauyhteisö
Avensis Capital Oy	12478	5,4 %	Talousjohtaja Pasi Rantamäen määräysvaltauyhteisö
E-Capital Oy	4968	2,1 %	Taalerin toimitusjohtaja Juhani Elomaan määräysvaltauyhteisö
Karri Haaparinne	4968	2,1 %	Taalerin toimitusjohtajan sijainen
<b>Yhteensä</b>	<b>232705</b>	<b>100 %</b>	

# Liite: verrokkiryhmän lyhyt esittely

Tässä kappaleessa esitetyt tiedot on kerätty julkisista lähteistä hyödyntäen muun muassa Thomson Reutersin ja Capital IQ:n tietokantoja. Informaatio on pyritty tiivistämään minimiin, jotta sijoittajat saisivat kuitenkin kohtuullisen käsityksen verrokkiryhmän sisällöstä ja sen verrannollisuudesta Fellow Financen liiketoimintaan.

**Lending Club** on Yhdysvaltojen suurin P2P-lainausalusta. Yhtiö on rakentanut varsin laajan ekosysteemin platformin ympärille. Liikevaihto kasvanut historiallisesti erittäin voimakkaasti, mutta alustan kasvutahti hiipunut viime vuoden lopulla, kun alusta tiukensi vaatimuksia lainanhakijoille. Lähivuosina liikevaihdon odotetaan kasvavan vajaata 20 %:n vauhtia ja tuloksen kääntyvän voitolliseksi.

**Creditchelf** on saksalainen P2P-lainausalusta, jonka kautta rahoitusta voivat hakea saksalaiset pk-yritykset. Yhtiö listautui pörssiin heinäkuussa 2018 ja yhtiön odotetaan moninkertaistavan liikevaihtonsa lähivuosina.

**Greensky** yhdysvaltalainen finanssiteknologiyhtiö, jonka palvelun ja teknologialustan kautta kivijalkaliikkeet sekä verkkokaupat voivat tarjota asiakkailleen osamaksurahoitusta. Yhtiö on viime vuosina kasvanut erittäin kannattavasti.

**Lending Tree** on yhdysvaltalainen online-markkinapaikka, jonka kautta kuluttajat voivat vertailla yli 500 lainantajakumppanin lainatarjouksia kulutusluotoista asuntolainoihin. Yhtiö on kasvanut viime vuosina erittäin voimakkaasti ja tehnyt kohtuullista kannattavuutta.

**Ellie Mae** on yhdysvaltalainen SaaS-finanssiteknologiyhtiö, jonka palvelu auttaa asuntoluotottajia tehostamaan luotonantoprosessia. Kasvanut historiassa voimakkaasti, mutta kasvuvauhti tasaantunut vajaan 20 %:n tasolle.

**Moneysupermarket** on brittiläinen online-vertailusivusto, jossa kuluttajat voivat vertailla mm. lainojen ja vakuutuksien hintoja. Kasvuvauhti ollut viime vuosina yksinnumeroista, mutta kannattavuus erittäin hyvällä tasolla.

**OnDeck** on yhdysvaltalainen pk-yritysten rahoitukseen keskittynyt finanssiteknologiyhtiö. Tarjoaa rahoitusta oman teknologia-alustansa kautta. Myöntää lainoja omasta taseestaan, joten liiketoiminta sitoo merkittäviä pääomia. Yhtiö kasvanut historiassaan voimakkaasti, mutta kannattavuus on jäänyt tappiolliseksi.



# Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

# Inderes Oy

**Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018**



**2015, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

[twitter.com/inderes](https://twitter.com/inderes)

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

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)