

Yhtiöanalyysi

Cleantech Invest

10.2.2015

Cleantech Invest

Viimeaikainen kehitys ja osakkuusyhtiöt



Viimeaikainen kehitys

- Cleantech Invest (CTI) on tehnyt listautumisen jälkeen useita lisäsijoituksia olemassa oleviin osakkuusyhtiöihin (Aurelia Turbines, Enersize, Nuuka, Oricane, Sansox, Swap, Nocart ja Savo-Solar). Merkittävin 0,5 miljoonan euron lisäsijoitus tehtiin Swap.com (Necycler) salkkuyhtiöön, jossa omistusosuus nousi 6,1 prosenttiin.
- Listautumisen jälkeen CTI on tehnyt yhden sijoituksen kokonaan uuteen yhtiöön, kun se teki tammikuussa sijoituksen ruotsalaiseen Watty –nimiseen kotitalouksien energianhallintaan keskittyvään yhtiöön.
- Syksyllä yhtiö ilmoitti sopineensa strategisesta yhteistyökumppanuudesta Fortumin kanssa. Tavoitteena on luoda uutta liiketoimintaa Fortumille sekä vauhdittaa CTI:n osakkuusyhtiöiden kasvua ja arvon kehitystä.
- Yhtiön uutena toimitusjohtaja aloitti tammikuussa Alexander Lidgren. Lidgren on sarjayrittäjä ja tuo kontakteja yhtiön vauhdittaessa laajentumista Pohjoismaihin. Hän oli jo aikaisemmin CTI:n hallituksen jäsen.
- Olennainen osa Pohjoismaiden laajentumisstrategiaa on Ruotsin markkina ja CTI:n osakkuusyhtiöistä Savo-Solar on ilmoittanut selvittävänsä listautumista Ruotsin First North –markkinapaikalle. CTI:n mukaan Ruotsin listautumismarkkina on mielenkiintoinen mahdollisesti myös muiden yhtiöiden osalta ja yhtiön tavoitteena on luoda aktiivinen listauspolku osakkuusyhtiöille.
- Yhtiön tavoitteena on vuoden 2017 loppuun mennessä olla mukana kolmessa osakkuusyhtiön listauksessa sekä kolmessa osakkuusyhtiön myynnissä. Osakkuusyhtiöiden lukumäärän odotetaan olevan 15.

Osakkuusyhtiöiden kuvaukset ja viimeaikainen kehitys sekä arvoanalyysi on esitelty raportin seuraavilla sivuilla.

FIM Sijoitustutkimus

Kim Gorschnik (09) 6134 6422, kim.gorschnik@fim.com

Aaron Kaartinen (09) 6134 6430, aaron.kaartinen@fim.com

Lähde: Yhtiö, FIM

CTI:n osakkuusyhtiöt

Yhtiö	Kuvaus
Aurelia Turbines	Yhtiö kehittää uudenlaista, korkeahyötysuhteista mikroturbiinia
BT Wood	Yhtiö kehittää myrkyttömiä puunkäsittelyaineita puuteollisuudelle
Enersize	Yhtiö on teknologiayhtiö, joka on erikoistunut teollisuuden paineilmajärjestelmien energiansäästöpalveluihin.
Lumeron	Yhtiö on energiatehokkuusmarkkinan rahoituspalveluyritys
Metgen	Yhtiö valmistaa teollisia entsyymejä, joilla saadaan mm. säästettyä energiaa sellu- ja paperiteollisuudessa
Necycler (Sw ap)	Yhdysvalloissa nimellä Sw ap.com on kuluttajille suunnattu internet-pohjainen käytettyjen tavaroiden tavaratalo
Nocart	Yhtiö toimittaa ratkaisuja pienvoimalaitosten sähköntuotantotarpeisiin
Nuuka Solutions	Yhtiö kehittää kiinteistölle energiatehokkuuden parantamiseen ja kestäväen kehityksen seurantaan liittyviä ohjelmistoja ja järjestelmiä
One1	Yhtiö toteuttaa lähienergiasaarekkeita, joilla uusiutuvaa lämpöenergiaa voidaan tuottaa keskitetysti asuinalueille ja suuriin kiinteistöihin
Oricane	Yhtiö on erikoistunut tiedonsiirtoalgoritmeihin, joiden avulla voidaan säästää energiaa internetverkkolaitteissa ja tietokantajärjestelmissä
Sansox	Yhtiö on kehittänyt energiatehokkaan veden hapetusjärjestelmän happipitoisuuden säätelyyn
Savo-Solar	Yhtiö valmistaa markkinoiden tehokkaimpia termisiä aurinkokeräimiä ja absorbereita.
Sofi Filtration	Yhtiö on teollisuuden prosessivesien puhdistukseen erikoistunut yhtiö.
Watty	Yhtiö kehittää ratkaisuja kotitalouksien energian hallintaan

Yhtiön osakkuusyhtiöiden analysointi

Yhteenvedo sijoitussalkusta



Potentiaali ja riski

Olemme arvioineet erikseen kunkin osakkuusyhtiöiden potentiaalia ja riskiä ja koostaneet kaikkien salkun yhtiöiden asemoinnin viereiseen kuvaajaan. Potentiaalilla kuvaamme yhtiön taloudellisen menestyksen suuruutta salkun yhtiöiden kesken asteikolla 0–10. Tarkastelu on siis suhteellinen. Vastaavasti olemme arvioineet riskiä. Kaikkien yhtiöiden potentiaali ja riski ovat yhtiöiden luonne huomioiden absoluuttisesti erittäin korkeita.

Liiketoimintamallin ja markkinan koon kautta arvioituna räjähtävän kasvupotentiaalin yhtiönä nousee esille Netcycler (Swap). Oricanen erittäin korkea potentiaali liittyy ohjelmistoliiketoiminnan luonteeseen ja tuotteen hyötyihin. Lisäksi molempien yhtiöiden liiketoimintojen skaalautuvuus on erinomainen. Lisäksi yhtiöiden liiketoiminnan luonne on myös digitaalinen eli potentiaali ja toisaalta riski on erittäin merkittävä. CTI:n kohdeyhtiöistä pienin potentiaali on BT Woodsilla, jonka kehitys on jatkunut heikkona. Olemme varovaisuussyistä laskeneet yhtiön arvon nolnaan.

Yhtiöiden riskiä voidaan arvioida mm. yhtiön kehitysvaiheen perusteella. Mielestämme merkittävimmät riskit liittyvät Aurelia Turbinesiin, MetGeniin sekä Sansoxiin. Kaikki edellä mainitut yhtiöt ovat vielä varhaisessa vaiheessa eikä kaupallistettua tuotetta vielä ole. Oricanen liittyvä riski liittyy korkeiden taloudellisten ja operatiivisten tavoitteiden saavuttamiseen.

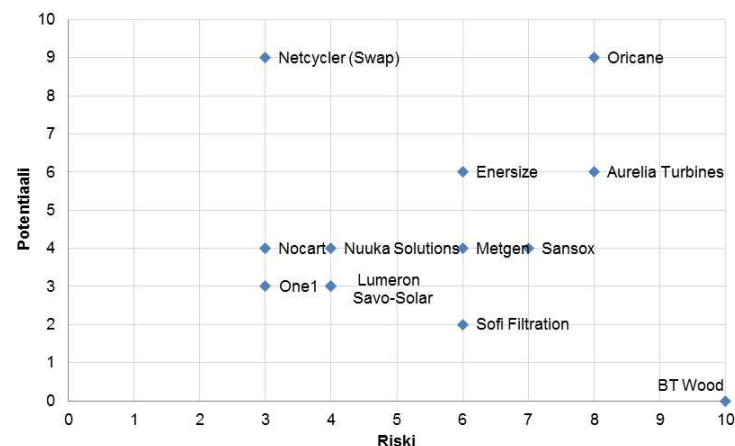
Netcyclerin (Swap) ja Oricanen liiketoiminnan mallien binäärisyys on riskitekijä, mutta neuvotteluiden ja kaupallistamisvaiheen käynnistyttyä tämä riski on arviomme mukaan laskenut merkittävästi, etenkin Netcyclerin osalta. Nuuka Solutionsin ja Nocartin riski on pienempi. Näiden yhtiöiden riskiä pienentää positiiviset kassavirtanäkymät.

Potentiaali ja pääomatarve

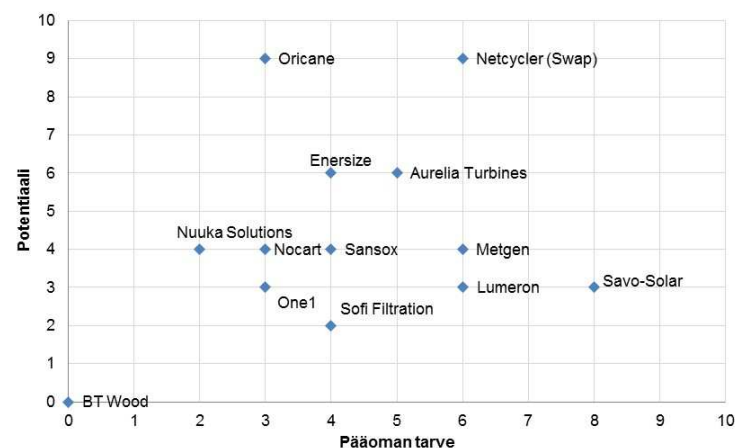
CTI pyrkii välttämään sijoituksia pääomaintensiivisiin yhtiöihin ja pyrkii sijoittamaan yhtiöihin joiden liiketoiminta skaalautuu voimakkaasti. Pääoman tarve kuvaa keskipitkällä aikavälillä tarvittavan pääoman määrää liiketoiminnan kasvattamiseksi.

CTI:n fokusalueista pääomaintensiivisintä lohkoa edustaa energiantuotantoon keskittyvät yhtiöt (Savo-Solar). Nuuka Solutionsin pääoman tarvetta pienentää yhtiön paraneva tuloskehitys. Varhaisesta kehitysvaiheesta johtuen arviomme pääoman tarpeen kohtalaisen merkittäväksi MetGenin ja Aurelia Turbinesin kohdalla. Netcyclerin osalta liiketoiminta on skaalautuvaa, mutta rahoitustarve liittyy merkittävän potentiaalin realisoinniseksi tarvittavaan markkinointiin. Olemme arvioineet erikseen kaikki sijoituskohteet seuraavilla sivuilla.

Potentiaali ja riski



Potentiaali ja pääoman tarve



Yhtiön osakkuusyhtiöiden analysointi

Nuuka Solutions ja Oricane



Nuuka Solutions

Liiketoiminta: Nuuka Solutions kehittää kiinteistölle energiatehokkuuden parantamiseen ja kestävästi kehityksen seurantaan liittyviä ohjelmistoja ja järjestelmiä. Yhtiö keskittyy suurempiin kiinteistöryhmiin. Yhtiön mukaan sen ratkaisuilla voidaan saavuttaa merkittäviä (10–30 %) säästöjä energiatehokkuudessa.

Vaihe ja seurattavat kehitysasteet: Yhtiön tärkeä tavoite on lisäpanostukset myyntivoimaan. Yhtiön mukaan Nuuka Solutionsin relevantin markkinan koko Pohjoismaissa ja Baltiassa on 1,5 milj. kiinteistöä. Yhtiön kehitys on ollut odotuksia hitaampaa asiakkaiden ostokäyttäytymisen johdosta. Vuoden 2014 tavoitteesta (yli 200 kiinteistön kanta) jäätin noin puoleen. Tarjouskanta on kuitenkin kasvanut eli asiakkaat eivät lopullisesti hylänneet käyttöönottoa. Yhtiö on myynyt pääasiassa projekteja ja liikevaihdosta nyt noin 20% jatkuvia SaaS-palvelutuottoja. Tulevina vuosina maantieteellinen laajentuminen ja edistysasteet tämän suhteen ovat tärkeitä.

Näkemykset: Olemme arvioineet Nuukan potentiaalisen kohtalaisen korkeaksi, vaikkakin odotettua hitaamman edistymisen vuoksi olemme sitä laskeneet. Riskiä pienentää valmis palvelu, jonka kaupallinen vaihe on jo alkanut. Yhtiöllä on jo sopimuksia Pohjoismaisten kiinteistörahastojen kanssa, joten myös maantieteellinen laajentuminen Suomen ulkopuolelle on alkanut. Pääoman tarve on matala ja kohdistuu lähinnä myyntivoiman kasvattamiseen. CTI:n arvonluontipotentiaalillaan kannalta sijoiutus Nuuka Solutionsiin on edelleen merkittävä hyvän potentiaalillaan ja CTI:n suuren omistussuuden takia (35,3 %).

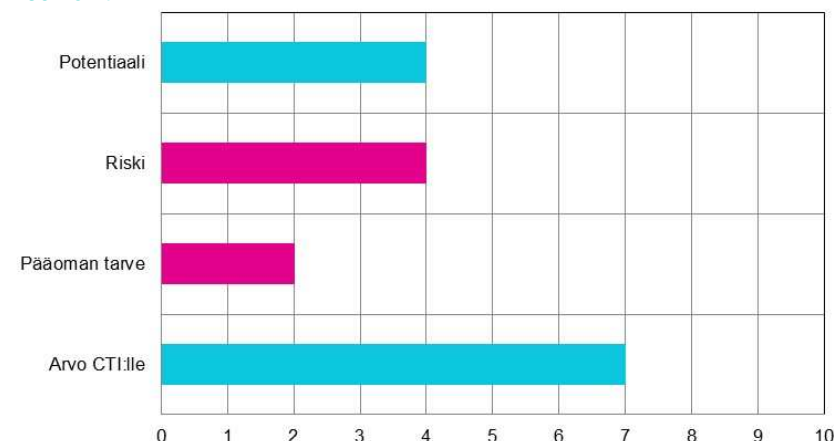
Oricane

Liiketoiminta: Oricane on erikoistunut tiedonsiirtoalgoritmeihin, joiden avulla voidaan yhtiön arvion mukaan säästää jopa 50–95 % energiaa internetverkkolaitteissa ja tietokantajärjestelmissä. Internetin osuus maailman sähkönkulutuksesta kasvaa nopeasti. Oricane oli CTI:n ensimmäinen sijoiutus Ruotsissa.

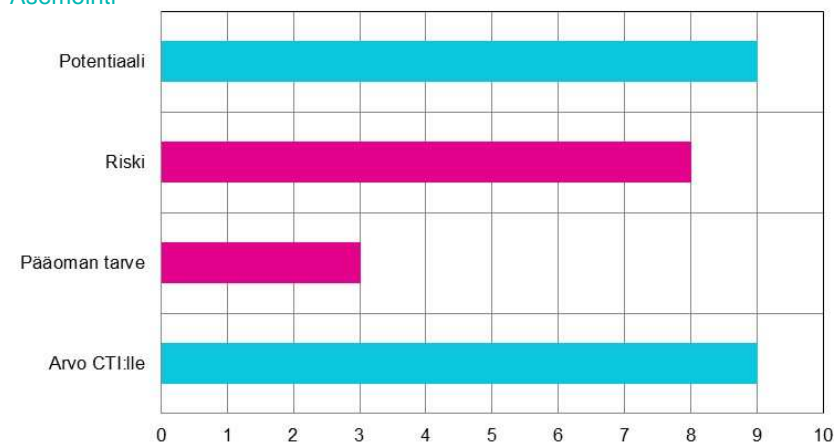
Vaihe ja seurattavat kehitysasteet: Oricane on tuotteen kaupallistamisen suhteen erittäin mielenkiintoisessa vaiheessa. Yhtiö on usean vuoden ajan toimittanut teknologiaa eräälle johtavalle internet-laittevalmistajalle ja neuvottelee parhaillaan teknologiasopimuksesta piilaaksossa toimivan prosessorivalmistajan kanssa (reititin). Sopimuksen arvioidaan perustuvan myyntimääriin tarjoten merkittävän vipuvaikutuksen. Yhtiö on myös aloittanut vastaavaan yhteistyöhön tähtäävät keskustelut eurooppalaisen prosessorivalmistajan kanssa (serveri). Näiden hankkeiden eteneminen on arvonluonnin kannalta ratkaisevan tärkeää.

Näkemykset: Oricanen potentiaali on arviomme mukaan CTI:n kohdeyhtiöistä korkein. Yhtiön ohjelmiston hyödyt vaikuttavat erittäin suurilta eikä yhtiö ole tunnistanut kilpailijoita, joilla olisi sama toimintaperiaate. Yhtiön lähtötilanne oli binäärinen (onnistuu tai epäonnistuu), mutta tehtyjen ja pitkälle edenneiden sopimusneuvottelujen jälkeen riski on edelleen hieman pienentynyt. Pääoman tarve liittyy negatiiviseen kassavirtaan. Muutoin liiketoiminta on skaalautuva (ohjelmisto). Arvonluontipotentiaali CTI:lle on korkea Oricanen erittäin suuren potentiaalillaan johdosta, jota rajoittaa vain korkea riski kovien tavoitteiden saavuttamiseen.

Asemointi



Asemointi



Yhtiön osakkuusyhtiöiden analysointi Enersize ja Netcycler (Swap.com)



Enersize

Liiketoiminta: Enersize on teknologia-yhtiö, joka on erikoistunut teollisuuden paineilmajärjestelmien energiansäästöpalveluihin. Enersizen kehittämällä järjestelmällä voidaan yhtiön arvion mukaan vähentää teollisen paineilman sähkökulutusta jopa 30 %. Enersizen pääasiallisina kohdesegmentteinä on esimerkiksi kemianteollisuus, metsäteollisuus, terästeollisuus ja rakennusteollisuus.

Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Yhtiö keskittyi voimakkaasti Kiinan markkinoille, mikä aiheutti aiemmin isoja kustannuksia ilman kaupallista menestystä. Enersize on hakeutui yrityssaneeraukseen. Nyt yhtiö on onnistunut uuden johdon voimin kaupallistamaan tuotetta Kiinassa. Kaksi projektia on nyt käynnissä ja liikevaihdoksi oletetaan näistä projekteista noin 3-5MEUR noin 3-5 vuoden aikana. Näiden projektien lisäksi näkymät ovat nyt erittäin positiiviset ja kiinnostuneita asiakkaita on kymmeniittäin. Yhtiö on liiketoimintamallissaan siirtynyt säästöjen perusteella saatavan myyntimalliin. Tämä toimii tehokkaana vipuna, koska projekti kustannukset ovat matalat.

Näkemykset: Paineilman käyttö vaatii maailmanlaajuisesti paljon sähköä (yli 5 % maailman sähköntarpeesta), joten sähkökulutusta pienentävät järjestelmät luovat merkittävän potentiaalin. Yhtiön riskitaso on arviomme mukaan laskenut merkittävästi, johtuen onnistuneesta saneerauksesta ja myynnin onnistumisista. Pääoman tarpeen odotetaan laskeneen merkittävästi uuden myyntimallin myötä. Enersizen merkitys CTI:n arvionlontupotentiaalin kannalta on kuitenkin korkea mm. omistussuudesta johtuen (49 % ml. vaihtovelkakirja konversio).

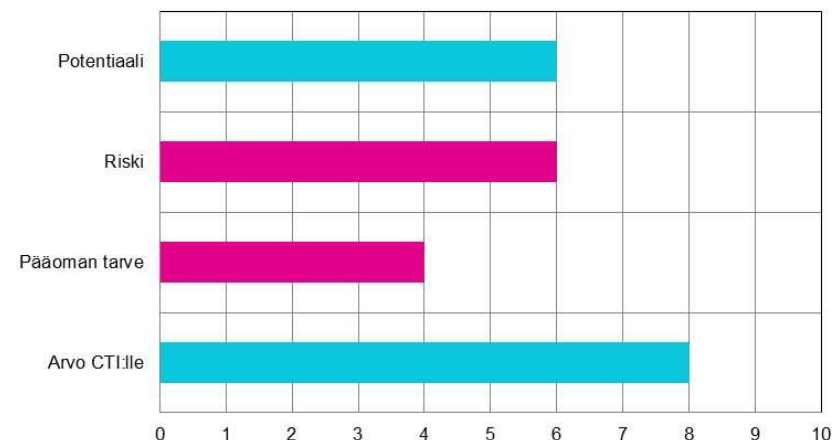
Netcycler (Swap.com)

Liiketoiminta: Yhdysvalloissa nimellä Swap.com toimiva Netcycler Oy on kuluttajille suunnattu internet-pohjainen käytettyjen tavaroiden tavaratalo. Yhtiö asettuu Amazonin (verkkokauppa) ja eBayn (yksityisten henkilöiden välinen kauppapaikka) väliin ja liittyy CTI:n luonnonvarojen tehokkaaseen käyttöön (kierrätys).

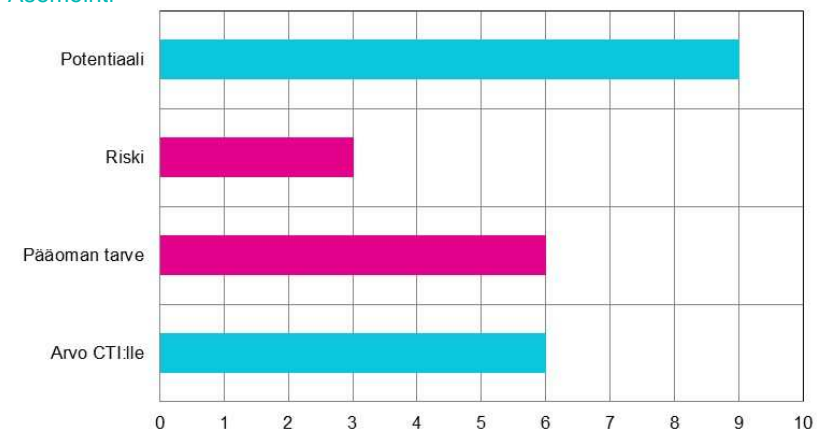
Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Suuren potentiaalin realisoinnin kannalta keskeistä on yhtiön kyky kasvattaa asiakasmääräänsä nopeasti. Alan suurimman toimijan etu on menestyksen kannalta merkittävä tai jopa ratkaiseva. Yhtiö kasvoi noin 10-kertaiseksi vuonna 2014 ja kasvu on jatkunut vahvana.

Näkemykset: Olemme arvioineet Netcyclerin potentiaalin erittäin korkeaksi. Liiketoimintamalli on luonteeltaan binäärinen, jossa suurimman toimijan etulyöntiasema suhteessa kilpailijoihin on ylivoimainen. Swap.com etenee hyvin ja potentiaali on nähtävillä. Hyvä eteneminen on jatkunut myös vuoden 2014 aikana ja se pienentää riskiä, jonka arvioimme olevan kohdeyhtiöiden joukossa neutraali. Pääoman tarve liittyy koviin kasvutavoitteisiin ja voi vaatia merkittäviä lisäpääomia markkinointiin. Käsittelemme mukaan uusi rahoituskierros on suunnitteilla. Nykyisen liiketoiminnan rahoitustarve kohtalainen. CTI:n arvionlontupotentiaalin kannalta sijoitus Netcycleriin on merkittävä nimenomaan suuren potentiaalin takia ja sitä kasvattaa noussut omistussuus (6,1 %).

Asemointi



Asemointi



Yhtiön osakkuusyhtiöiden analysointi

Aurelia Turbines ja BT Wood

FIM

Aurelia Turbines

Liiketoiminta: Aurelia Turbines kehittää uudenlaista, korkeahyötysuhteista mikroturbiinia hajautetun energiatuotannon tehostamiseen yhdessä Lappeenrannan teknillisen yliopiston (LUT) kanssa. Yhtiön tuote perustuu sen omiin innovaatioihin sekä LUT:n yli 30 vuoden tutkimukseen suurnopeustekniikan alalta. Yhtiön simulaatiovaiheessa oleva mikroturbiini on testeissä osoittautunut olevan erittäin tehokas.

Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Yhtiö on ollut kehitysvaiheessa, mutta tarjousneuvottelut on käynnissä ja tavoitteena on ensimmäiset toimitukset syksyllä. Yksittäisen toimituksen arvo on merkittävä, koska yksikköhinta on noin 0,4 MEUR. Yhtiöllä on mittava patenttisalkku ja yhtiö on allekirjoittanut aiesopimuksia yli 200 turbiinin toimittamisesta ensimmäisen 3 toimintavuoden aikana.

Näkemyks: Aurelia Turbines edustaa CTI:n salkussa vielä T&K-vaiheessa olevaa sijoituskohteita. Mikroturbiinimarkkina on suuri (8 mrd. euroa ilman huoltoa ja varaosamyyntiä) ja siten yhtiön onnistuessa potentiaali on korkea. Varhaisen vaiheen sijoituksena riski on mielestämme edelleen korkea. Pääoman tarve on näkemyksemme mukaan kohtalaisen matala ja henkilöstömäärä nykyisessä kehitysvaiheessa pieni. Mikäli Aurelia Turbines pääsee tavoitteisiinsa, jää sen vaikutus CTI:n arvolle kuitenkin melko vähäiseksi lähinnä pienen omistuksen takia (CTI:n omistusosuus nykyisellään 3,6 %).

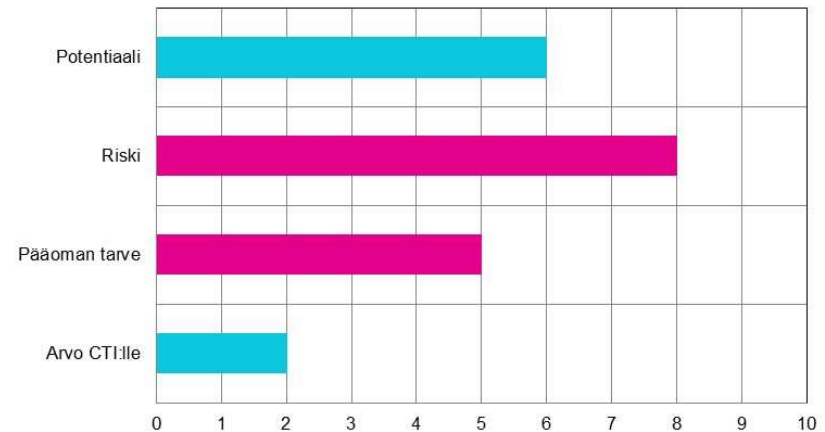
BT Wood

Liiketoiminta: BT Wood kehittää tuotteita, jotka ovat ekologisia teollisiin käsittelyprosesseihin suunnattuja puunsuojakemikaaleja. Yhtiön tuotekehitys keskittyy tällä hetkellä palonsuojakemikaaleihin.

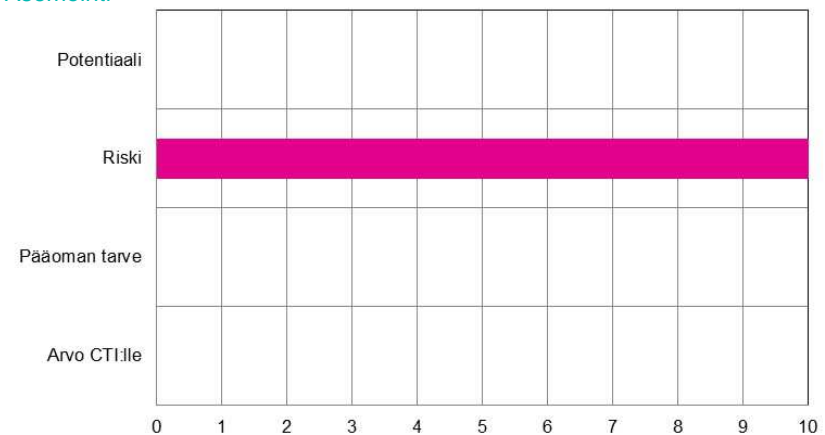
Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Yhtiö joutui vuonna 2013 heikkoon taloudelliseen tilanteeseen epäonnistuneen myyntipanostuksen seurauksena. Yhtiön kehitys on jatkunut negatiivisena vuonna 2014 eikä yhtiöllä nähdä enää merkittävää potentiaalia.

Näkemyks: Yhtiöllä ei tällä hetkellä katsota olevan materiaalista arvoa.

Asemointi



Asemointi



Yhtiön osakkuusyhtiöiden analysointi Lumeron ja MetGen



Lumeron

Liiketoiminta: Lumeron on energiatehokkuusmarkkinan rahoituspalveluyritys, joka keskittyy materiaali- ja energiatehokkuuden investointien rahoittamiseen. Lumeron on perustettu ratkomaan monissa tapauksissa tyypillisiä cleantech-investointien rahoitukseen liittyviä ongelmia. Täten Lumeronilla on synerginen asema CTI:n muiden kohdeyhtiöiden kanssa, vaikka muodostaakin itsenäisen sijoituskohteen.

Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Yhtiön toiminta on alkuvaiheessa ja liiketoimintamallin suunnaksi ollaan ottamassa pienemmän määrän, mutta hyvän kannattavuuden projektien rahoittaminen.

Näkemykset: Lumeronin potentiaalin ja riskin arviointia vaikeuttaa alkuvaiheessa oleva toiminta ja vielä hieman auki oleva toimintamalli. Olemme kuitenkin arvioineet, että potentiaali on CTI:n kohdeyhtiöiden joukossa keskimääräistä pienempi.

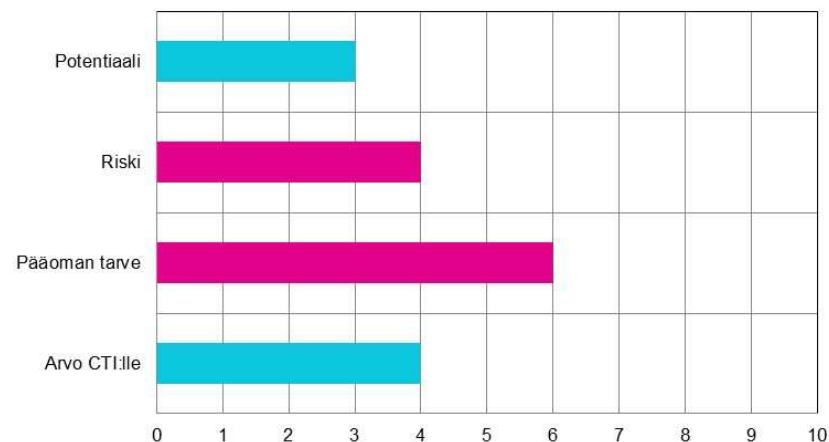
MetGen

Liiketoiminta: MetGen valmistaa teollisia entsyymejä, joilla saadaan mm. säästettyä energiaa sellu- ja paperiteollisuudessa sekä valmistettua kustannustehokkaasti biopolttoainetta. MetGenin innovaatioilla ratkotaan biomassaan liittyviä erilaisia haasteita.

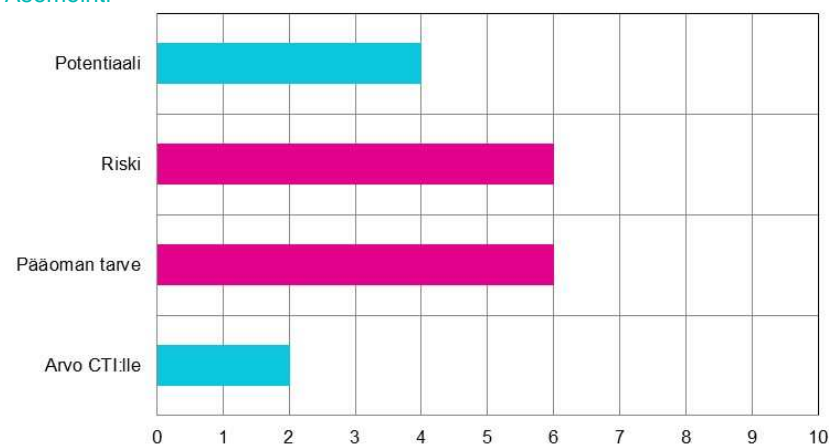
Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Yhtiö kehityksen kannalta uudet tuotesovellukset ja niiden kaupallistaminen lähivuosien aikana muodostavat keskeiset askeleet tulevaisuuden menestykseen.

Näkemykset: MetGenin potentiaali on arviomme mukaan kohtalainen. Vaikka itse entsyymien valmistus on ulkoistettu, pääoman tarve kehitystyössä on kohtalaisen suurta. Tästä kertoo osaltaan se, että yhtiön kehittämiseksi on tarvittu uutta pääomaa. Rahoitusta on saatu uusilta rahoittajilta, jotka ovat merkittäviä tämän toimialan pääomasijoittajia. Uusien sijoittajien myötä CTI:n edustajaa ei ole enää MetGenin hallituksessa. Pääoman tarve ja CTI:n pieni omistusosuus (5,4 %) rajoittavat arvonluontipotentiaalia.

Asemointi



Asemointi



Yhtiön osakkuusyhtiöiden analysointi Nocart ja One1



Nocart

Liiketoiminta: Nocart toimittaa ratkaisuja pienvoimalaitosten sähköntuotantarpeisiin. Nocartin järjestelmien vahvuutena on, että sen kehittämällä sähköntuotantoyksiköllä saadaan tuotettua sähköä samanaikaisesti ja laadukkaasti lähes mistä tahansa uusiutuvan energian lähteestä. Nocartin markkinasegmentti on pienvoimalat alle 1 MW (off-grid) ja 1-20MW uusiutuvan energian verkkoonsyöttävät.

Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Yhtiön liikevaihto kasvoi viime vuonna yli 170% ja tälle vuodelle odotetaan jopa 5-25 miljoonan liikevaihtoa. Yhtiön liiketoimintamallia on kehitetty kokonaisratkaisujen suuntaan (sisältäen voimantuotannon), mikä osaltaan kasvattaa liikevaihdon määrää. Tarjouskanta on yli 200 miljoonaa euroa. Yhtiön päämarkkina-alue on Afrikka.

Näkemykset: Nocartin potentiaali on suuri. Yhtiö on arvioinut, että yhtiölle relevantin markkinan koko olisi miljardeja euroja. Mielestämme yhtiön liiketoiminnan riski on maltillinen. Tämä perustuu jo olemassa oleviin toimituksiin ja vahvaan asemaan kehittyvillä markkinoilla. Yhtiö on ollut myös liikevoitto-tasolla voitollinen vuodesta 2012. Nykyinen kannattava liiketoiminta ja ulkoistettu tuotanto pitävän pääoman tarpeen pienenä. Korkea potentiaali yhdistettynä suhteellisen matalaan riskiin ja pääoman tarpeeseen johtaa CTI:n arvonluonnin kannalta tärkeään asemaan CTI:n salkussa.

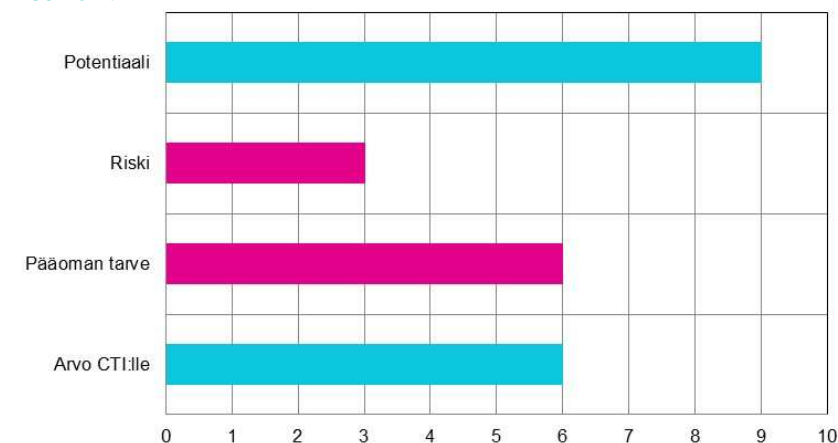
One1

Liiketoiminta: One1 toteuttaa lähienergiasaarekkeitä, joilla uusiutuvaa lämpöenergiaa voidaan tuottaa keskitetysti asuinalueille ja suuriin kiinteistöihin. Yhtiön mukaan One1:n ratkaisulla saavutetaan noin 20 % kustannussäästö verrattuna rakennuskohtaisiin maalämpö- ja aurinkoratkaisuihin. One1:n ratkaisut sopivat alueille, jonne kaukolämmön rakentaminen ei ole kannattavaa. Yhtiön asiakkaita ovat energiyhtiöt.

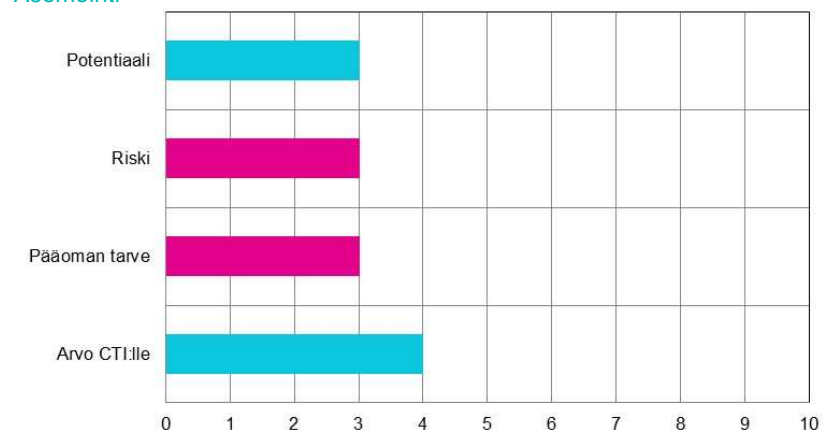
Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Yhtiöllä on jo hyviä kotimaisia referenssiasiakkaita. Vuoden 2014 aikana yhtiön isoja projekteja on myöhästynyt ja peruuntunut, joten kehitys on ollut odotuksia heikompaa. Yhtiön on pyrkinyt hajauttamaan projektiriskejään lisäämällä yksittäisten projektien määrää. Pitkällä aikavälillä näkymä on edelleen mielenkiintoinen, kun rahoitus on halpaa ja kaukolämmön hinta on nousussa. Kaupallisten hankkeiden eteneminen ovat yhtiön lyhyen aikavälin tavoitteita.

Näkemykset: One1:n potentiaali on arviomme mukaan CTI:n salkussa olevien yhtiöiden joukossa keskimääräinen. Yhtiöllä on hyviä referenssitoimituksia, mikä pienentää riskiä, mutta kaupallinen läpimurto on edelleen tekemättä. Vuoden 2014 aikana nähdyt vastainkäymiset nostavat myös hieman yhtiön riskiprofiilia. Koska tyypillisesti vahvataseiset energiyhtiöt rahoittavat hankkeet, on pääoman tarve One1:lle pieni. Arvonluontipotentiaali CTI:lle on keskimääräinen.

Asemointi



Asemointi



Yhtiön osakkuusyhtiöiden analysointi

Sansox ja Savo-Solar



Sansox

Liiketoiminta: Sansox on kehittänyt energiatehokkaan veden hapetusjärjestelmän happipitoisuuden säätelyyn. Vedenpuhdistuksessa hapetus on keskeisessä roolissa, jotta esimerkiksi metallien ja muiden kiinteiden aineiden saostusprosessit toimivat optimaalisesti. Sansoxin suoraan vesikiertoon liitettävällä hapetusjärjestelmällä voidaan korvata kokonaan tai osittain kalliit hapetusaltaat teollisuudessa.

Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Yhtiön tuote on nyt pilotointivaiheessa ja käytössä metallin jalostuksessa ja tölkkitehaalla. Yhtiön tuotteen skaalautuvuuden merkitys on tärkeä, koska yksikköhinta melko matala. Kiinnostavaksi sektoriksi identifioitu kalankasvatusta, jossa hapetus erittäin tärkeää ja skaalautuvuus mahdollista. Yhtiöllä on tällä hetkellä kaksi patenttia.

Näkemykset: Hapetuslaitemarkkinan koko on erittäin suuri (10–20 mrd. euroa globaalisti). Yhtiö on kuitenkin huomannut skaalautuvuuden tärkeyden, mistä johtuen Sansoxin potentiaali on rajatumpi kuin aiemmin arvioitiin. Pilottihankkeiden eteneminen vuoden 2014 aikana on pienentänyt hieman arviotamme riskistä. Riski on kuitenkin edelleen mielestämme keskimääräistä korkeampi suurten toimijoiden hallitsemalla markkinalla nykyisellä tekniikalla (hapetusallatekniikka). Tuotanto on ulkoistettu, mikä pienentää pääoman tarvetta ja rakenne on kokonaisuudessaan kevyt. Arvonluontipotentiaali jää kohtuullisesta potentiaalista huolimatta suhteellisen pieneksi korkeasta riskistä ja CT:n pienestä omistusosuudesta (5,6 %) johtuen.

Savo-Solar

Liiketoiminta: Savo-Solar valmistaa markkinoiden tehokkaimpia termisiä aurinkokeräimiä ja absorbereita sekä suunnittelee ja valmistaa kokonaisia aurinkolämpöjärjestelmiä. Savo-Solarin tuotteiden kilpailuetuna on 20 % kilpailijoita parempi energian tuotanto elinkaaren aikana, mikä perustuu omaan patentoituun pinnoitusteknologiaan sekä absorberin "direct flow" -teknologiaan ja rakenteeseen.

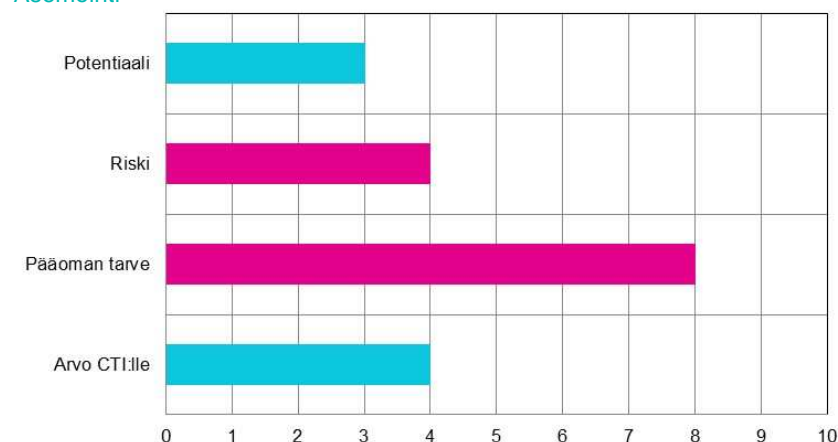
Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Savo-Solarin tilanne on kehittynyt positiiviseen suuntaan, kun yhtiö onnistui saamaan merkittävän tilauksen suurelta tanskalaiselta toimijalta. Tilauksen koko on 7 400m² ja se on ensimmäinen tilaus 50 000m² kenttään. Ensimmäisen tilauksen arvo oli noin 1,2 milj. euroa ja syksyllä tilattiin 2 000m² lisäoptio. Yhtiö tavoittelee Tanskan markkinalla lähiaikoina noin 10% markkinaosuutta, mikä tarkoittaisi noin 7 milj. euron liikevaihtoa ja pitäisi saavuttaa viimeistään 2016. Yhtiö ajaa tuotantoa ylös ja on ilmoittanut suunnittelevansa listausta OMX First North Sweden – markkinapaikalle alkuvuoden aikana. Listautumisella pyritään hakemaan rahoitusta tuotantokapasiteetin kasvattamiseen ja kasvun rahoittamiseen.

Näkemykset: Olemme laskeneet Savo-Solarin riskiä kesän tilausten ja nykyisen hyvän tilauksen seurauksena. Samalla yhtiön rahoitus tilanne on vahvistunut ja parantumassa mahdollisen listautumisen seurauksena. Pääoman tarve kuitenkin pienentää arvonluontipotentiaalia CT:n kannalta, jota toisaalta kompensoi nykyinen suuri omistusosuus.

Asemointi



Asemointi



Yhtiön osakkuusyhtiöiden analysointi

Sofi Filtration



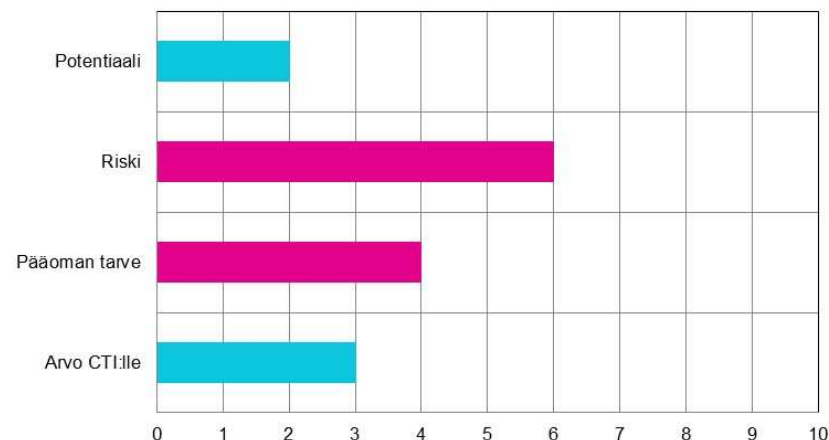
Sofi Filtration

Liiketoiminta: Sofi Filtration on teollisuuden prosessivesien puhdistukseen erikoistunut yhtiö. Yhtiön päätuote on uudentyypiseen cross-flow-suodatustekniikkaan perustuva automaattinen mikro-suodatin, jolla voidaan taloudellisesti suodattaa suuria määriä hienoa kiintoainetta sisältäviä teollisuuden prosessivesiä. Yhtiön tuotteen etu on sen itsepuhdistuvuus sekä tarkka suodatus.

Vaihe ja seurattavat kehitysaskleet: Yhtiö hakee suurempien toimijoiden kanssa yhteistyömahdollisuuksia, jotka onnistuessaan voivat avata ovia markkinalle. Kehitys on ollut hitaampaa kuin odotettu. Teollisia pilotteja ja toimituksia tehty mm. uraanin talteenottoon ja kaivosvesien mikro-suodatukseen. Myyntiedustus Kanadassa liuskekaasukentille on ollut pettymys, kun toimialalla on nyt vaikeuksia. Liikevaihto 2014 oli noin 150 tuhatta, joka jäi noin puoleen tavoitteesta. Uusien myyntikanavien ja skaalautuvien asiakastoimialojen kehittäminen on tärkeää ja esimerkiksi savukaasupesureissa potentiaalia.

Näkemykset: Vesiteknologiaan liittyvät innovaatiot ovat yleisesti mielenkiintoisia niiden vähäisyyden takia. Arvioimme Sofi Filtrationin potentiaalin CTI:n salkkuyhtiöiden joukossa neutraaliksi. Teknologiariski on matala ja tuote on suojattu patentein, joten riski liittyy lähinnä kaupallistamiseen. Suuret puhdistettavien suodattimien valmistajat hallitsevat markkinaa ja voivat hidastaa kaupallista etenemistä. Tuotannon ulkoistuksen takia pääoman tarve on matala. Arvonluontipotentiaali jää arviomme mukaan kuitenkin melko pieneksi CTI:n salkkuyhtiöiden joukossa.

Asemointi



Osakkuusyhtiöiden analysointi

Nykyisten sijoitusten arvopotentiali



Cleantech Invest -yhtiön arvoanalyysi

Yhtiö	Nykyinen omistus ml.		Liikevaihto 2018e	Liikevoitto 2018e	Arvo 2018e	Laimennus 2018e	Diskontto-korko	Nykyarvo MEUR	Nykyarvo CTI:lle MEUR
	0-optiot	2018e							
Aurelia Turbines	3,6 %	65	6,5	98	40 %	70 %	11,7	0,3	
BT Wood	19,2 %	0	0,0	0	-	-	-	-	
Enersize	49,0 %	20	5,0	75	35 %	60 %	11,4	3,6	
Lumeron	25,0 %	6	3,0	30	45 %	50 %	5,9	0,8	
Metgen	5,4 %	10	3,0	60	45 %	60 %	9,2	0,3	
Netcyclor (Sw ap)	6,1 %	100	10,0	250	45 %	45 %	56,6	1,9	
Nocart	15,5 %	50	5,0	63	30 %	45 %	14,1	1,5	
Nuuka Solutions	35,3 %	15	3,8	56	30 %	50 %	11,1	2,7	
One1	12,9 %	20	3,0	38	30 %	45 %	8,5	0,8	
Oricane	21,2 %	25	17,5	263	30 %	70 %	31,4	4,7	
Sansox	10,0 %	20	4,0	60	35 %	70 %	7,2	0,5	
Savo-Solar	21,1 %	20	3,0	38	60 %	45 %	8,5	0,7	
Sofi Filtration	22,0 %	11	1,7	25	35 %	60 %	3,8	0,5	
Watty	1,0 %	-	-	-	-	-	-	-	
Yhteensä					38 %	56 %	179,4	18,3	
CTI holding-yhtiö alennus								20 %	
CTI arvo ilman likvidejä varoja (MEUR)								14,7	
Arvioidut likvidit varat								1,5	
CTI arvo (MEUR)								16,2	
Arvo per osake (diltoitu)								0,78	

Herkkyyshanalyysi

MEUR	Diskonttokorko +/-					MEUR	Diskonttokorko +/-						
	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %		-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %		
Diluutio +/-	-10 %	1,14	1,01	0,89	0,80	0,71	Holding alennus	10 %	1,11	0,98	0,87	0,78	0,70
	-5 %	1,07	0,95	0,84	0,75	0,67		15 %	1,06	0,93	0,83	0,74	0,66
	0 %	1,00	0,88	0,78	0,70	0,63		20 %	1,00	0,88	0,78	0,70	0,63
	5 %	0,93	0,82	0,73	0,65	0,58		25 %	0,94	0,83	0,74	0,66	0,59
	10 %	0,85	0,76	0,67	0,60	0,54		30 %	0,88	0,78	0,69	0,62	0,56

Huom. Nykyinen omistus sisältäen mahdollisen epäsuoran omistuksen Clean Future Fund Ky:n kautta (36,85 %:n omistussuosituksen perusteella laskettuna), Cleantech Investille myönnetty optiot, joiden kautta osakkeita on mahdollista merkitä hyvin alhaisella arvonnäärityksellä (yleensä 0,01 euroa per osake) sekä vaihtovelkakirjakonversiot.

Arvoanalyysi

CTI:n arvoanalyysi perustuu yhtiön tämänhetkisen sijoitussalkun yhtiöiden analyysiin.

Olemme arvioineet osakkuusyhtiöiden liiketoiminnan näkymiä keskipitkällä aikavälillä ja hyödyntäneet yhtiön johdon tavoitteita kullekin yhtiölle. Ennustevuotena on käytetty vuoden 2018 tavoitteita. Yhtiön arvo vuonna 2018 perustuu arvioon yhtiön liiketoiminnan ns. exit-arvosta eli myyntihinnasta, jos tulostavoite toteutuu odotetusti.

Olemme arvioineet osakkuusyhtiön kasvattamiseen liittyvän lisäpääoman tarpeen ennustamallamme laimennusvaikutuksella (diluutio) eli suhteella, jolla yhtiön nykyinen omistus liudentuu ilman lisäinvestointeja. Laimennusvaikutuksen arviomme perustuu oletuksemme yhtiön pääomatarpeista vuoden 2018 tavoitteeseen pyrittäessä.

Yhtiön sijoitussalkku koostuu varhaisen vaiheen yhtiöistä, joiden liiketoimintaan liittyy merkittäviä riskejä. Tämän vuoksi olemme käyttäneet diskonttokorkona merkittävästi perinteistä listayhtiötä korkeampaa varhaisen vaiheen yhtiölle sovellettavaa diskonttokorkoa. Diskonttokoron taso perustuu näkemyksemme yhtiön liiketoimintamallin riskeistä ja yhtiön kehitysvaiheesta.

Salkun arvosta vähennetään ns. holding-yhtiöalennus, joka vastaa arvioitamme tyypillisen holding-yhtiön alennuksesta suhteessa sijoitussalkun arvoon. Alennus perustuu mm. holding-yhtiön kulurasitukseen.

Arvoanalyysin merkittävimmät riskitekijät ovat: (1) osakkuusyhtiöiden aikaisen vaiheen huomattavat liiketoimintariski, (2) osakkuusyhtiöiden tuloskehityksen ennustaminen sekä (3) riippuvuus avainhenkilöstä

FIM on tehnyt sopimuksen analyysin laatimisesta yhtiö kanssa, jonka perusteella FIM saa palkkion yhtiöltä. FIM ei anna sijoitussuositusta eikä tavoitehintaa Cleantech Investin osakkeelle.

Vastuuvapauslauseke



FIM Sijoituspalvelut Oy (jäljempänä FIM) on tuottanut tämän julkaisun asiakkaidensa käyttöön. Julkaisun tietoja ei ole tarkoitettu sijoitusneuvoksi, tarjoukseksi tai kehotukseksi käydä kauppaa sijoitustuotteilla tai -palveluilla. Annetut tiedot eivät myöskään liity yksittäisen julkaisun vastaanottajan sijoitustavoitteisiin tai erityistarpeisiin.

Esityksen sisältämät arviot, tiedot ja mielipiteet perustuvat lähteisiin, joita FIM pitää oikeina ja luotettavina. FIM ei kuitenkaan takaa sitä, että oheiset tiedot olisivat täydellisiä, virheettömiä tai ajantasaisia. Sijoitussuosituksia ei ole esitetty liikkeeseenlaskijoille ennen suositusten julkistamista.

FIM tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa esityksen mahdollisista puutteista tai virheistä eikä sen perusteella tehdyistä tai tekemättä jätetyistä sijoitus- tai muista toimenpiteistä aiheutuneista välittömistä tai välillisistä vahingoista. Sijoitustoimintaan liittyy aina taloudellinen riski. Tuotto voi jäädä saamatta ja sijoitetun pääoman voi jopa menettää. Sijoitusten mennyt kehitys ei välttämättä ohjaa tai takaa niiden tulevaa kehitystä. Osaan FIMin tarkastelemista sijoituskohteista liittyy korkea volatiliiteetti ja siten niiden arvo saattaa muuttua nopeasti ja huomattavasti, mikä voi johtaa tappioihin. Lisäksi on huomioitava, että kansainväliseen sijoittamiseen liittyy poliittisiin ja taloudellisiin epävarmuustekijöihin liittyviä riskejä sekä valuuttakurssiriskejä. Vastuu tämän esityksen perusteella tehtyjen päätösten aiheuttamista mahdollisista tappioista kantaa yksinomaan sijoittaja itse.

FIMin sijoitustutkimus kuuluu Pääomamarkkinat-liiketoiminta-alueeseen.

Analytiikot voivat saada tulospalkkioita, joka perustuu FIMin välitysluottoiminnalle asetettuihin tavoitteisiin ja liiketoiminnan tulokseen.

FIMissä käytössä olevilla menettelytavoilla pyritään estämään ja välttämään mahdolliset eturistiriidat. Menettelytapoihin sisältyy muun muassa sisäpiirintiedon turvalliseen käsittelyyn liittyviä toimintatapoja. Lisäksi sijoitustutkimuksen ja FIMin tai asiakkaiden lukuun arvopaperikauppaa käyvien työntekijöiden välillä käytössä on ns. kiinanmuurimenettelytapoja, joiden avulla varmistetaan hintaherkän tiedon lain- ja säännöstenmukainen käsittely.

FIMin analytikoilla tai heidän lähipiirillään ei ole pää- tai sivutoimia sijoitussuositusten kohteena olevissa liikkeeseenlaskijoissa.

FIM toimii markkinatakaajana tai likviditeetin tarjoajana seuraavien yhtiöiden kohdalla: Apetit, Atria, Cleantech Invest, Etteplan, Honkarakenne, Innofactor, Martela, Siili Solutions, Soprano ja Trainers' House.

Tämä esitys on tarkoitettu ainoastaan yksityiseen, alkuperäisen vastaanottajan käyttöön, eikä esitystä tai sen osaa saa jäljentää tai siirtää elektronisesti, kopioimalla, nauhoittamalla tai muuten tallentaa ilman FIMin kirjallista lupaa.

FIMiä valvoo Finanssivalvonta.

Esityksen ovat laatineet FIMin analytiikot Aaron Kaartinen ja Kim Gorschnik. Cleantech Invest Oy:n johdolle on esitetty sijoitusanalyysi ennen sen julkaisua. FIM ja analyysiin tekoon osallistuneet omistavat yhtiön osakkeita.

FIM on tehnyt sopimuksen analyysin laatimisesta yhtiö kanssa, jonka perusteella FIM saa palkkion yhtiöltä. FIM ei anna sijoitussuosituksia eikä tavoitehintaa Cleantech Investin osakkeelle.

Esitystä siteerattaessa on lähteenä mainittava FIM. Kaikki oikeudet pidätetään.

YHDYSVALLAT

Tätä katsausta tai sen kopioita ei saa levittää Yhdysvaltoihin eikä yhdysvaltalaisille vastaanottajille vastoin Yhdysvaltain laissa asetettuja rajoituksia. Katsauksen levittäminen Yhdysvalloissa saatetaan katsoa rikkomukseksi näitä lakeja vastaan.

KANADA

Tässä katsauksessa annettavia tietoja ei ole tarkoitettu minkäläiseen jakeluun Kanadassa, ja siten niitä ei voida pitää minkäänlaisena taloudellisena suosituksena tai kehotuksena Kanadan lainsäädännön tarkoittamassa merkityksessä.

MUUT MAAT

Myös muiden maiden lait ja säännökset voivat rajoittaa tämä katsauksen levittämistä.

Lisätietoja FIMistä ja sen tuottamista raporteista ja sijoitussuosituksista on saatavilla internetsivuilla <http://www.fim.com>.

Yhteystiedot



Arvopaperivälitys

Hans Segercrantz, päämeklari, 09 4390 1422

Richard Johansson, meklari, 09 6134 6202

Kari Lappalainen, meklari, 09 4390 1425

Sami Listola, meklari, 09 6134 6234

Jussi Matinlompolo, meklari, 09 6134 6428

Antti Pajukka, meklari, 09 6134 6321

Thomas Pirker, meklari, 09 6134 6222

FIM Direct, Order routing

Teemu Riihijärvi, johtaja, 09 6134 6206

Janne Virtanen, meklari, 09 6134 6362

Isa Nyytjä, meklari, 09 4390 1424

Sijoitustutkimus

Kim Gorschelnic, pääanalytikko, 09 6134 6422

Mika Metsälä, analytikko, 09 6134 6304

Aaron Kaartinen, CFA, analytikko, 09 6134 6430

Back office ja selvitys

Heli Sirkiä, hallintojohtaja, 09 6134 6335