

Basware

Yhtiöraportti

12/2018

Pitkän aikavälin potentiaali ja osto-optio tukena

Nostamme Baswaren suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja osakkeen tavoitehinnan 42,0 euroon (aik. 39,0 euroa). Baswaren transformaatio SaaS/cloud-yhtiöksi on edennyt loppusuoralle ja yhtiö on vakiinnuttanut johtavan aseman vahvasti kasvavalla pilvipohjaisten verkottuneiden hankinnasta maksuun -ratkaisujen markkinalla. Markkinan luoman kasvumahdollisuuden ja yhtiön perusteiltaan hyvin kannattavan, ennustettavan ja skaalautuvan liiketoimintamallin tarjoaman tuoton maksimoimiseksi yhtiö pitää kuitenkin investoida yhä voimakkaasti myyntikanavaan, mikä painaa tulosta. Baswaren historiallinen suorituskyky ja cloud-liikevaihdolle ennustamamme kasvuvauhti ei näkemyksemme mukaan riitä yksin perustelevaan osakkeen nykyistä arvostusta, mutta näemme osakkeessa nousupotentiaalia pitkän aikavälin arvonnoukkutyykyyn ja kilpailijan tekemän ei-sitovan ostarajouksen tarjoaman merkittävän nousuvaran kautta.

Basware on johtava toimija megatrendien myötä vahvasti kasvavalla markkinalla

Basware on noussut pitkän historian kautta hankitun vahvan osaamisen ja asiakaspohjan, teknologisen edelläkävijyyden, sekä pitkälle edenneen SaaS-transformaation myötä yhdeksi maailman johtavista pilvipohjaisten, verkottuneiden hankinnasta maksuun -ratkaisujen tarjoajista. Baswaren kohdemarkkina on yhtiön kokoon nähden suuri (noin 5 mrd.) ja useiden megatrendien (esim. pilvipalveluiden kasvu, digitalisaatio, automatisaatio) myötä voimakkaassa kasvussa. Kohdemarkkinan kokonaiskasvun odotetaan olevan yli 10 % vuodessa, mutta suurimmilla toimijoilla kasvun yltää yli 20 %:iin. Myös Basware tavoittelee vuotuisen orgaanisen cloud-kasvun kiihdyttämistä yli 20 % vuoteen 2022 mennessä, minkä saavuttamiseksi yhtiö aikoo edelleen lisätä merkittävästi panostuksia myyntiin ja markkinointiin. Pitkän aikavälin kasvuambitiona yhtiöllä on jopa yli 7-kertaistaa nykyinen liikevaihto miljardiin euroon, mutta sen toteuttaminen edes puoliksi vaatisi mielestämme huomattavasti viime vuosia parempaa kasvun hallintaa ja yhtiön tavoitteiden ylittämistä.

Kasvupotentiaalin ja SaaS-mallin hyötyjen realisoituminen edellyttää etupainotteisia panostuksia

Baswaren liiketoimintamalli tarjoaa kasvusijoittajalle perusteiltaan kiinnostavan yhtiön, sillä vahvan jatkuviin tuottoihin nojaavan kasvun lisäksi yhtiön asiakkuusien elinkaaren odotettu arvo ylittää 7-kertaisesti asiakashankinnan kustannukset, ja liiketoimintamallin skaalautuvuus on korkea. Potentiaalin realisoimiseksi yhtiön pitää kuitenkin kasvattaa lähivuosina myyntipanostuksia selvästi liikevaihdon kasvua nopeammin, mikä yhdistettynä ratkaisujen pitkään myyntisykliin (noin vuosi) ja tilausten asteittaiseen ylösajoon (noin 2-3 vuotta) tarkoittaa yhtiön kannattavuuden ja kassavirran jäävän vielä heikoksi. Lisäksi yhtiön kokonaisliikevaihdon kasvua ja kannattavuutta heikentää vielä osittain keskeneräinen liiketoimintamallin transformaatio. Sijoittajan kannalta tärkein mittari Baswaren liiketoiminnan arvonekheyden kannalta on tällä hetkellä cloud-tilauskertymän kasvun, joka ennakoii liikevaihdon kasvua ja skaalautuvuutta parin vuoden aikajänteellä. Jotta yhtiö pääsee vuoden 2022 kasvatavoitteeseen ja nousee voitolliseksi, on cloud-tilauskannan kasvun kiihdyttävä lähivuosina yli 25 %:iin.

Arvostus ei saa riittävää tukea nykyisestä kasvusta, mutta pitkän aikavälin potentiaali ja osto-optio houkuttelevat

Baswaren arvo nojaa yhtiön SaaS-liiketoimintamallista ja kehitysvaiheesta johtuen vielä hyvin voimakkaasti pitkän aikavälin kassavirtojen ja kasvustrategiassa onnistumisen varaan, eikä arvostukselle saada tukea tulostulokertoimista. Näkemyksemme mukaan parhaan mittarin osakkeen arvostukselle antaa tässä vaiheessa cloud-tuottojen odotetun kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän vertaaminen globaaleihin SaaS-verrokkeihin. Tämä mittari indikoi osakkeelle toistaiseksi vain noin 30 euron arvostusta. Baswaren arvostus saa kuitenkin merkittävää tukea yhtiön kilpailijan tekemän ei-sitovan, 48 euron ostarajouksen aktiivisuudesta ”optiosta”, joka osoittaa yhtiön olevan houkutteleva kohde teolliselle toimijalle, sekä noin 45 euron arvostusta indikoivasta kassavirtalaskelmasta. Suurimmat riskit arvostukselle muodostaa näkemyksemme mukaan yhtiön kasvustrategian epäonnistuminen, muutokset kasvuyhtiöiden arvostustasoissa ja osto-optio poistuminen.

Analytikot



Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Joni Grönqvist
+358 40 515 3113
joni.gronqvist@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Vähennä)

42,0 EUR

(aik. 39,0 EUR)

Osakekurssi: 38,6 EUR

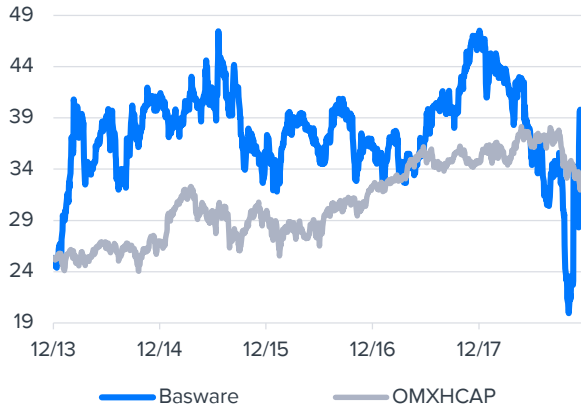
Potentiaali: 8,8 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Cloud-tilaukset	17,9	21,6	27,1	33,8
kasvu-%	20 %	21 %	25 %	25 %
Cloud-liikevaihto	80,3	89,5	104,2	122,8
kasvu-%	21 %	11 %	16 %	18 %
Liikevaihto	149	142	148	160
kasvu-%	0 %	-5 %	5 %	8 %
EBIT-% oik.	-6,7	-16,3	-15,2	-14,6
EBIT-% oik.	-4,5 %	-11,5 %	-10,2 %	-9,1 %
Nettotulos	-11,5	-6,9	-15,4	-14,8
EPS (oik.)	-0,61	-1,25	-1,07	-1,03
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/Liikevaihto	4,8	4,0	3,9	3,7

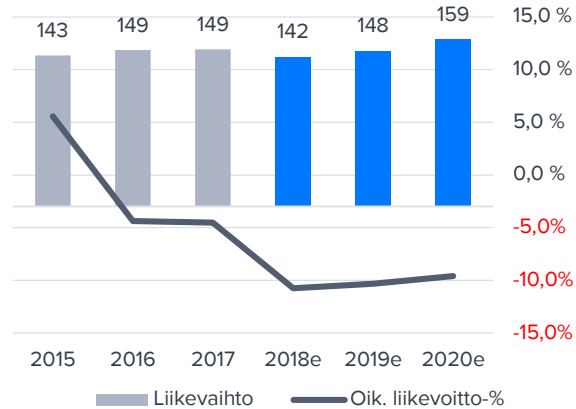
Lähde: Inderes

Osakekurssi



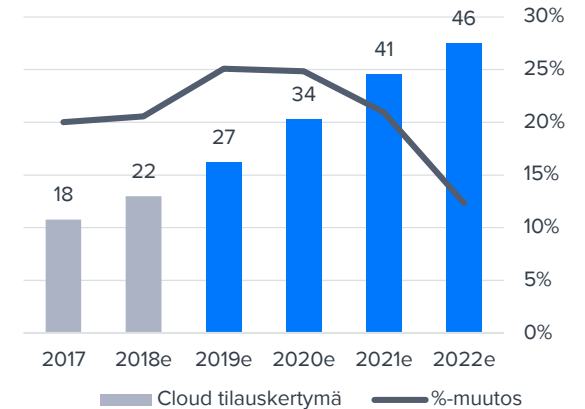
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%

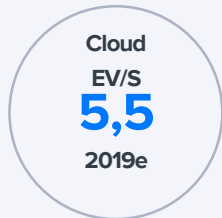


Lähde: Inderes

Cloud-tilauskertymä ja kasvu-%



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Suuri markkinapotentiaali vahvasti kasvavilla markkinoilla
- Hyvin skaalautuva liiketoimintamalli
- Merkittävä lisäkasvumahdollisuus asiakkuuksien laajentumisen, lisäarvopalveluiden ja kumppanuuksien kautta
- Toiminnan tehostaminen
- Yritystokohde

Riskitekijät

- Myynti- ja markkinointipanostusten epäonnistuminen
- Kilpailun kiristymisen ja yli-investoinnit sektorille
- Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti osakkeeseen
- Teknologia- ja tietoturvariskien toteutuminen
- Kasvustrategian rahoitus

Arvostus

- Tulospohjaisista kertoimista ei tukea osakkeelle
- Nykyiseen Cloud-liikevaihdon kasvuun ja kannattavuuteen suhteutettu arvostus korkeahko
- Arvostus herkkä muutoksille kasvussa ja sektorin hyväksyttävissä arvostustasoissa
- Pitkän aikavälin korkea arvonluontipotentiaali (DCF) ja ei-sitovan ostotarjouksen luoma optioarvo tukevat osaketta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-18
Markkinat	19-20
Kilpailu	21-23
Strategia	24-25
Historiallinen kehitys	26-27
Ennusteet	28-34
Sijoitusprofiili	35-38
Arvonmääritys ja taulukot	39-45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	46

Basware lyhyesti

Basware on maailman johtava verkottuneiden hankinnasta maksuun- ja verkkolaskuratkaisujen sekä lisäarvopalveluiden tarjoaja.

1985

Perustamisvuosi

2000

Listautuminen

142 MEUR (-5 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018e

+21 % 2013-2018e

Cloud-liikevaihdon keskimääräinen kasvu

-5,5 / -16,3 MEUR (-3,9 % / -11,5 % lv:sta)

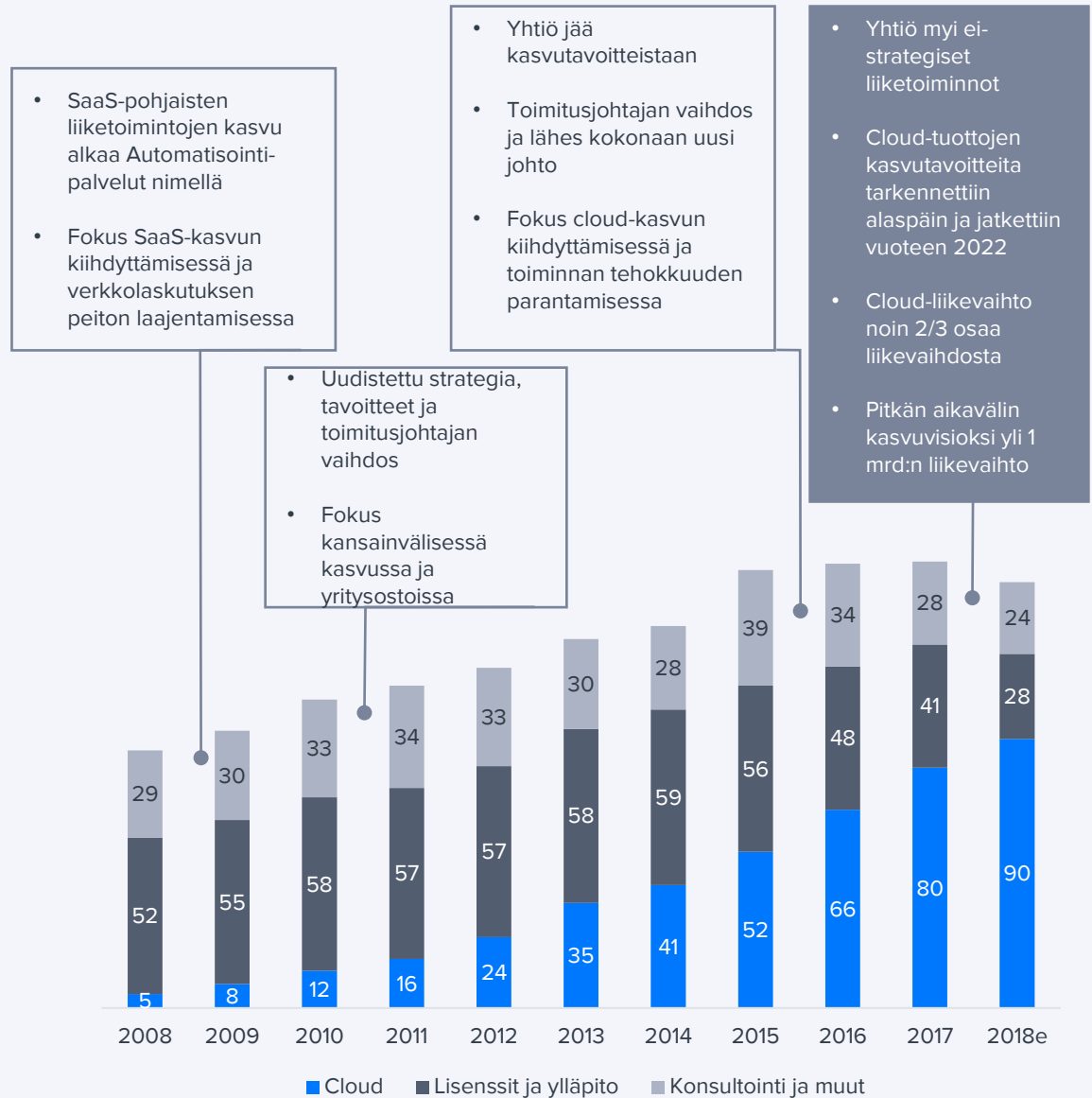
Oikaistu käyttökate / liikevoitto 2018e

1349

Henkilöstö Q3/2018 (pois lukien tulevat liiketoimintasiirrot)

63 %

Cloud-liikevaihdon osuus liikevaihdosta 2018e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Globaalisti johtava verkottuneiden hankinnasta maksuun -ratkaisujen toimittaja

Basware on vuonna 1985 perustettu globaalisti toimiva ohjelmistoyhtiö, joka kehittää ja markkinoi yritysten hankinnasta maksuun (P2P) -prosessin laaja-alaisesti kattavaa pilvipohjaista ohjelmistoa, laskujen, tilausten ja tietojen välittämiseen suunnattua globaalista liiketoimintaverkostoa, sekä näitä täydentäviä kassavirtaa optimoivia lisäarvopalveluita.

Yhtiön juuret ovat syvällä yritysten taloushallinnon ja toimitusketjun informaatiovirtojen automatisoinnissa, ja Basware tunnetaan edelläkävijänä erityisesti ostolaskujen automaattisten käsittelyratkaisujen, verkkolaskutuksen ja hankintojen hallintajärjestelmien toimittajana. Yhtiölle on kehittynyt sen pitkän historian, täydentävien yritystalojen sekä laajan ja vakiintuneen asiakaskunnan myötä syvällistä osaamista P2P-prosessien hallinnasta ja digitalisoinnista, globaalisti johtava markkina-asema, sekä maailman laajin yritysten välinen liiketoimintaverkko, Basware Commerce Network. Baswaren ohjelmistoratkaisu on nimetty viime vuosina alansa maailmanlaajuisiksi johtajaksi useiden analyysitalojen, kuten Forrester ja Gartner toimesta.

Baswaren toiminta-ajatuksena on auttaa organisaatioita digitalisoimaan ja yksinkertaistamaan toimintaa, tehostamaan kustannusten hallintaa ja optimoimaan taloudellisten resurssien käyttöä. Yhtiön visio on tarjota maailman parhaat verkottuneet osto-, laskutus- ja maksuratkaisut. Baswaren ratkaisujen avulla organisaatiot voivat mm. 1) luoda yhteyden asiakkaisiin ja toimittajiin Basware Networkin kautta; 2) hallita varojensa käyttöä hankinnasta maksuun -ratkaisujen ja palvelujen avulla; 3) optimoida kassavirtaa lisäarvopalveluiden avulla.

Pitkään jatkunut transformaatio voimakkaasti kasvavien pilvipalveluiden tarjoajaksi on yli puolivälin

Basware on läpikäynyt monen muun ohjelmistoyhtiön tapaan jo useiden vuosien ajan voimakasta transformaatiota perinteisestä lisenssipohjaisesta mallista ohjelmistomarkkinoita valloittavaan pilvipalvelupohjaiseen, jatkuvia palveluita tarjoavaan liiketoimintamalliin (SaaS-malli). Transformaatiovaihe on ylittänyt nyt puolivälin ja yhtiötä voidaan pitää liiketoimintamalliltaan jo lähes puhtaana SaaS-yhtiönä, vaikka vanhan liiketoimintamallin tuottojen hiipuminen heikentää vielä yhtiön kokonaisliikevaihdon kasvua. Transformaatiota kuvaa hyvin se, että vuosina 2013-2018e Baswaren cloud-tuotot kasvoivat keskimäärin 21 % vuodessa, kun samaan aikaan kokonaisliikevaihto kasvoi keskimäärin vain noin 3 % vuodessa.

Baswaren ja toimialan transformaatiota ajaa uuden sukupolven pilvipohjaisten ohjelmistoratkaisujen yleistymisen lisäksi useat megatrendit, kuten liiketoimintojen digitalisoituminen, automatisaatio, sekä julkisen hallinnon sähköisen maksuliikenteen ja taloudellisen raportoinnin yleistymistä edistävät toimet. Murros on edennyt pisimmälle Pohjoismaissa, jossa uusien ratkaisuiden penetraatioaste on karkeasti noin 40 %, mutta toimialan suurimmilla markkinoilla USA:ssa, Saksassa, Ranskassa ja UK:ssa markkinoiden kypsyysaste on vielä matala 10-30 %.

Baswaren mukaan jokainen organisaatio voisi potentiaalisesti hyötyä yhtiön ratkaisuista, ja siksi yhtiö on arvioinut globaalien markkinapotentiaalinsa kokonaisarvoksi 15 mrd. euroa vuositasolla ja nykyisten kohdemarkkinoiden kokonaisarvoksi noin 5 mrd. euroa. Baswaren tavoitteena on olla markkinaosuudeltaan suurin verkottuneiden hankinnasta maksuun -palvelujen tarjoaja suurissa Euroopan maissa ja johtava toimija Yhdysvaltain markkinoilla. Yhtiön syksyllä 2018 asetettuna kasvuvisiona on nostaa liikevaihto pitkällä aikavälillä miljardiin euroon.

Basware tänään

Baswaren liikevaihto liikkuu tällä hetkellä noin 140 MEUR:n kokoluokassa. Pääosan yhtiön liikevaihdosta (>60 %) muodostaa pilvipalveluina tarjottavat hankinnasta maksuun ohjelmistot (SaaS) ja pilvipohjaiset transaktiopalvelut, kun taas liiketoimintamallin transformaation myötä väistymässä oleva lisenssipohjainen ohjelmistomyynti, niiden ylläpitomaksut sekä konsultointipalvelut muodostavat alle 40 % liikevaihdosta.

Baswarella on toimipisteet 14 maassa, mutta yhtiön tarjoaman verkoston kautta yhtiön palveluita on tarjolla yli 100 maassa. Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä noin 1350 henkeä Pohjoismaissa, Euroopassa, Amerikassa ja Aasian/Tyynenmeren alueella. Baswaren henkilöstöstä noin 15 % työskentelee myynnissä ja markkinoinnissa, noin 46 % tuotekehityksessä, tuotannossa ja tuotteissa, noin 31 % konsultointipalveluissa ja noin 8 % hallinnossa.

Basware tavoittelee asiakaskannan kasvun, asiakkuuksien laajentumisen ja kumppanimyyntin kasvun kautta yli 20 %:n cloud-liikevaihdon kasvua vuoteen 2022 mennessä.

Baswaren kasvu on asiakkuuksien elinkaaren ajalta saatavan tuottoon nähden erittäin kannattavaa, mutta pitkistä myyntisykleistä, asteittaisesta käyttöönotosta ja SaaS-mallille tyypillisistä, tuottoihin nähden voimakkaan etupainotteisista myynti- ja markkinointipanostuksista johtuen yhtiön kannattavuus jää liikevoitto-%:lla mitattuna tulevien vuosien kasvujakson aikana vielä selvästi negatiiviseksi. Baswaren tulevien vuosien haasteena on myyntityön skaalautuvuuden parantaminen, myyntisykliä nopeuttaminen, ja muiden toimintojen tehostaminen (t&k, hallinto).

Ratkaisualueet

Hankinnasta maksuun ohjelmistoratkaisut



Basware Network -verkosto



Analytiikka ja konsultointi



Lisäarvopalvelut



Liiketoimintaidea

Basware on maailman johtava verkottuneiden hankinnasta maksuun- ja verkkolaskuratkaisujen sekä innovatiivisten rahoituspalvelujen tarjoaja.

basware

- Baswarella on maailman suurin avoin yritysverkosto
- Baswaren tranformaatio kohti cloud-yhtiötä on jo selvästi yli puolivälin
- Kohdemarkkinan koko on noin 5 miljardia euroa vuositasolla
- Baswaren kaupankäynti- ja rahoitusverkosto yhdistää yrityksiä yli 100 maassa eri puolilla maailmaa

Kilpailu

Globaalit

SAP Ariba

coupa

JAGGAER

ivalua

Lokaalit

DETERMINE

Procurify

C2FO

ZYCUS

taulia

Kumppanuudet

Suuret liiketoimintakonsultit

Jälleenmyynti, ulkoistussopimuspartnerit



Palvelu- ja verkkolaskukumppanit

Teknologiakumppanit

HSBC Nordea

aws dun&bradstreet

mastercard ING

tableau SCANMARKET

Myyntikanavat



Oma myynti >90 %



Partnerit <10 %

Cloud-tuotteet (2018e)



Transaktio-palvelut 31 %



SaaS 28 %



Muut cloud tuotteet 3%

Maantieteellisesti (2018e)



Amerikat ~20 %



Eurooppa ~35 %



Pohjoismaat ~40 %



APAC ~5 %

Kustannusrakenne



Myynti ja markkinointi (27 % kustannuksista)



Myytyjen suoritteiden kulut (45 %)



Tutkimus- ja tuotekehityskulut (17 %)



Hallintokulut (11 %)

1350 hlö (Q3/2018e)
156 m€ (2018e)

Tulovirrat

Liikevaihto 142 m€
EBITDA (oik.) -5.5 m€ (2018e)

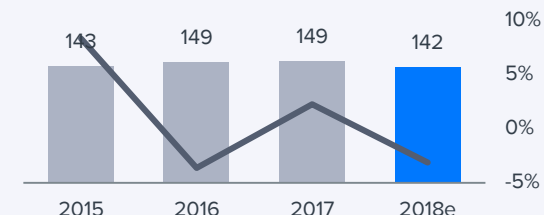
Cloud-liikevaihto & "vanha"-liikevaihto



63 %



27 %



Liikevaihto Käyttökate-% oik.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

SaaS-malli

Baswaren liiketoiminta perustuu SaaS-malliin

Basware on tarjonnut tuotteitaan vuodesta 2013 lähtien pääasiassa SaaS/cloud-mallilla. Vuoden 2018 lopulla cloud-liiketoimintaan perustuvat tuotot (SaaS + transaktiopalvelut + muu cloud) muodostavat noin 2/3 Baswaren liikevaihdosta. Yhtiö myy lisenssejä nykyisin enää muutaman jälleenmyyjän kautta ja pyrkii aktiivisesti konvertoimaan aiemmin myytyjen kertalisenssien ylläpitokannan jatkuviksi SaaS-sopimuksiksi.

SaaS/cloud-malli poikkeaa merkittävästi perinteisestä kertalisenssimallista 1) tuottojen toistuvuuden ja ennakoitavuuden (jatkuvat vs. kertatuotot), 2) ohjelmistojen toimitus- ja ylläpitomallin (pilvipohjaisesti vs. paikallinen infra) ja 3) yhtiön operatiivisen toimintamallin kautta (esim. skaalautuvuus). Näin ollen SaaS-mallilla toimivat yhtiöt eroavat perinteisistä ohjelmistoyhtiöistä sekä tuotto-, kassavirta- ja riskiprofiililtaan, mikä on hyvä tiedostaa analysoitaessa ja vertailtaessa Baswaren liiketoimintamallia, liiketoiminnan kehitystä, strategiaa ja sijoitusprofiilia.

SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen osuus on kasvanut viime vuosina voimakkaasti kaikissa ohjelmistosegmenteissä, eikä Baswaren toimiala muodosta tästä poikkeusta. Esimerkiksi Gartner ennustaa SaaS-ohjelmistomarkkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 18 % vuodessa vuoteen 2020 mennessä ja ylittävän siten merkittävästi taantuvien perinteisten kertalisenssi-ohjelmistoratkaisujen markkinakasvun, jonka odotetaan olevan vain muutamia prosentteja. SaaS-markkinoiden

voimakasta kasvua ajaa pilvipalveluiden käyttöönoton helpottuminen, tarjonnan kasvu ja SaaS-mallin tarjoamat merkittävät hyödyt asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle perinteiseen lisenssimalliin verrattuna.

SaaS-mallissa on voimakkaan kasvumahdollisuuden lisäksi sijoittajan näkökulmasta myös muita kiinnostavia elementtejä ja eroavaisuuksia perinteiseen ohjelmistoyhtiön liiketoimintamalliin nähden, mistä johtuen SaaS-yhtiötä hinnoitellaan tyypillisesti kehitysvaiheesta riippuen hyvin erilaisilla arvostuskertoimilla verrattuna perinteisiin ohjelmistotoimittajiin.

SaaS-mallin etuja asiakkaan näkökulmasta

- Perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin verrattuna tyypillisesti matalampi käyttöönottokynnys ja -kustannus, koska ohjelmisto toimitetaan ilman suuria alkuinvestointeja suoraan käyttäjien päätelaitteille pilvipalveluna.
- Tasaisemmat, ennakoitavammat ja liiketoiminnan kehityksen mukaan skaalautuvammat kustannukset.
- Jatkuva kehitys ja ylläpito: SaaS-ohjelmistoa ylläpidetään ja päivitetään keskitetysti ohjelmistotoimittajan toimesta, mikä laskee asiakkaan järjestelmien ylläpitoon ja tukeen liittyviä kustannuksia sekä pitää järjestelmät jatkuvasti ajantasalla ja päivitettyinä.

SaaS-mallin etuja ohjelmistotoimittajalle

- SaaS-yhtiön saama suurempi osuus ohjelmistoratkaisun arvoketjusta ja niihin liitännäisistä palveluista nostaa asiakkuuden elinkaaren arvon tyypillisesti perinteistä

ohjelmistoratkaisua merkittävästi korkeammaksi.

- Liikevaihdon ja kassavirtojen toistuvuus ja ennustettavuus paranee pitkien ensimmäisten sopimuskausien ja palveluiden jatkuvan luonteen myötä.
- Kustannusrakenne skaalautuu voimakkaasti asiakkuuksien arvon kasvun ja asiakasmäärän kasvun myötä.
- Tuotekehityssykliä ja tuotanto nopeutuu huomattavasti, mikä nostaa asiakkaan saamaa arvoa ja pienentää asiakaspoistuvuuden riskiä, sekä tehostaa tuotekehitystä.

SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

- Korkea kasvupotentiaali, joka syntyy ohjelmistomarkkinan transformaatiosta SaaS-malliin ja asiakkuuksien laajentumisesta.
- SaaS-yhtiöiden kannattavuuspotentiaali on korkea pitkällä aikavälillä skaalautuvuuden myötä.
- Korkea tuottojen jatkuvuus ja hyvä ennustettavuus alentaa kassavirtojen riskiprofiilia.
- Etupainoiset kustannukset suhteessa tasaisesti yli ajan kertyviin tuottoihin heikentävät SaaS-yhtiöiden kannattavuutta ja kassavirtaa voimakkaan kasvun ja skaalutumisen alkuvaiheessa. SaaS-malli vaatii siten kertalisenssimalliin nähden sijoittajalta pidempää horisonttia ja erilaisten tehokkuus- ja arvostusmittareiden hallintaa.

SaaS-mallin suosion ajureita

Sijoittaja

- Korkea kasvupotentiaali ohjelmistojen siirtyessä pilveen
- Kassavirrat jatkuvia ja ennustettavia
- Skaalautuvuus mahdollistaa korkean kannattavuuden
- Kasvuvaiheessa kannattavuus ja kassavirta heikkoja tuottoihin nähden etupainotteisten kulujen vuoksi

➤ Korkeammat arvostustasot

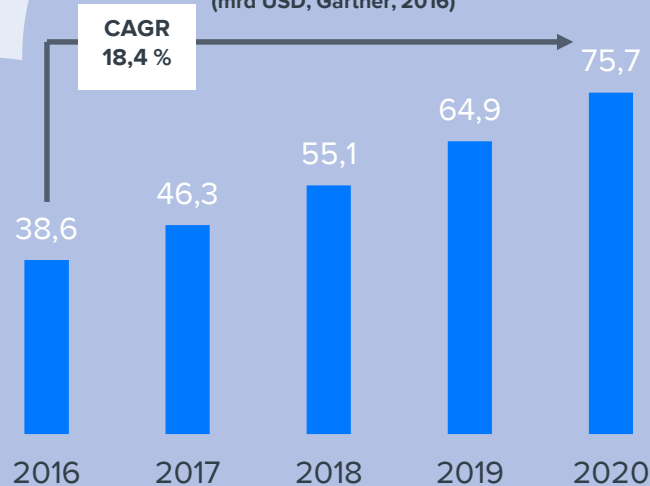
Asiakas

- Nopea ja kustannustehokkaampi käyttöönotto
- Tasaisesti ja ennustettavasti kertyvät kulut
- Ratkaisu skaalautuu tarpeen mukaan
- Ei erillisiä järjestelmän ylläpito- ja päivityskustannuksia
- Jatkuvasti ajantasainen ja päivitetty ohjelmisto

➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)

Globaali SaaS-yritysohjelmistomarkkina

(mrd USD, Gartner, 2016)



Ohjelmistotoimittaja

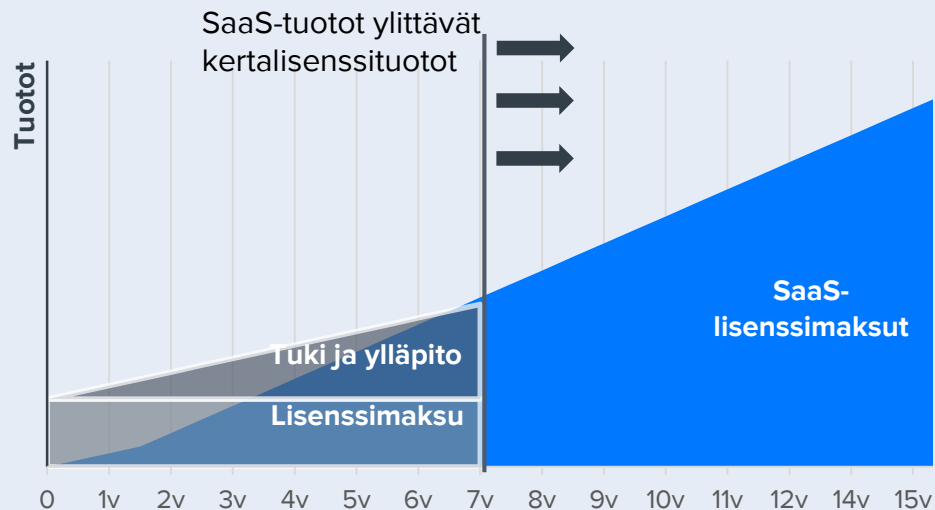
- Toistuvat ja ennustettavat tuotot sekä kassavirta
- Matala ostokynnys ja nopeammat myyntisyklit
- Syvemvät, pidemmät ja arvokkaammat asiakassuhteet
- Kustannustehokkaampi operatiivinen malli
- Skaalautuva kustannusrakenne
- Kustannustehokas ja nopea tuotekehitys- ja päivityssykli

➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

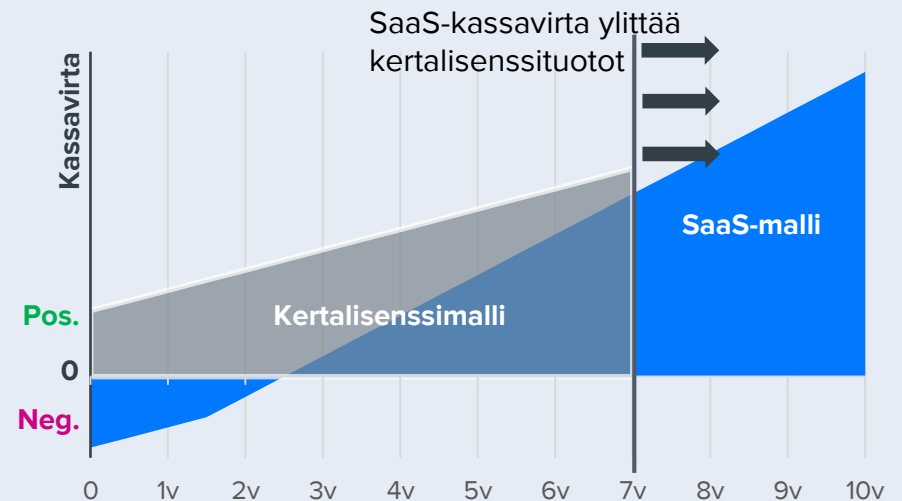
SaaS-mallin tuotto- ja kassaprofiilit

Havainnollistava esimerkki

Kumulatiiviset
SaaS-lisenssituotot vs. kertalisenssituotot



Kumulatiiviset kassavirrat per lisenssi
SaaS-malli vs. kertalisenssimalli



SaaS-mallissa lisenssimaksut kertyvät tasaisesti yli ajan, ja ylittävät siten kertalisenssimallista saatavat kumulatiiviset tuotot (lisenssimaksu + ylläpitomaksut) usein vasta usean sopimusvuoden jälkeen. Kertalisenssimallilla toimitetut ohjelmistot vaativat usein kalliin elinkaaripäivityksen noin 5-7 vuoden käytön jälkeen, mikä muodostaa epäjatkuvuuskohdan tuottojen kertymiselle.

SaaS-mallissa kumulatiivinen kassavirta per lisenssi on tyypillisesti voimakkaasti negatiivinen alkuvaiheessa johtuen etupainotteisista myynti- ja markkinointikuluista ja tasaisesti yli ajan kertyvistä SaaS-maksuista. Pitkällä aikavälillä SaaS-mallin kassavirrat ovat kuitenkin jatkuvasta luonteestaan johtuen odotusarvoisesti merkittävästi suuremmat kuin kertalisenssimallissa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

SaaS/Cloud-mittarit

Basware raportoi sijoittajille normaalien liiketoiminnan kehitystä kuvaavien lukujen lisäksi myös ns. SaaS/Cloud-mittareita. Näiden mittareiden avulla sijoittaja pystyy paremmin analysoimaan SaaS-pohjaisen liiketoimintamallin kehitystä ja tuottopotentiaalia. Käymme seuraavassa läpi keskeisimmät mittarit, niiden käytön ja painoarvon.

Cloud-ARR tilauskertymä

Cloud-ARR tilauskertymä, eli vuotuisiksi tuotoiksi muutettujen jatkuvien Cloud-tuottojen (ARR) bruttotilauuskertymä muodostuu laskemalla yhteen katsauskauden kokonaistilauuskanta sopimuksen vuotuisen arvon perusteella. Cloud-tilauskertymä sisältää kaikki jatkuvat SaaS- ja verkkotuotot sisältäen transaktiopalvelut.

Uusien tilausten bruttotilauuskertymä kattaa uudet cloud asiakkaat, lisätilaukset ja hinnannostot sopimusten uusimisen yhteydessä, mutta ei asiakaspoistumaa (churn).

Cloud-tilauuskannan kehitys on sijoittajan näkökulmasta yksi keskeisimpiä mittareita Baswaren arvonmuodostuksen kannalta. Cloud-tilauuskannan kehitys ennakoii noin 2-3 vuoden viiveellä cloud-liikevaihdon kasvua.

Cloud-tilauuskannan kehityksen ja liikevaihdon kasvun välissä oleva viive johtuu sekä ns. kalenteriefektistä (kesken vuotta tehdyt sopimukset eivät kerrytä liikevaihtoa koko vuoden ajan) ja palvelun asteittaiseen käyttöönottoon liittyvästä aikaviiveestä. Basware on arvioinut, että keskimäärin noin ¼-osaa tilauuskannasta realisoituu liikevaihdoksi 1. vuonna, 50-60 % 2. vuonna ja loput 3. vuonna.

Churn - asiakaspoistuma

Churn, eli asiakaspoistuma mittaa päätyneiden asiakassopimusten tai hinnanalennusten vaikutusta vuotuisen jatkuvaan liikevaihtoon (ARR). Basware raportoi churn-luvun sekä bruttona (gross churn) että nettona (net churn).

Churn-luku on sijoittajalle tärkeä indikaattori yhtiön kilpailukyvyistä, ratkaisun elinkaaren vaiheesta (kypsässä vaiheessa poistuma kasvaa) sekä asiakaspoistuman korvaamiseen vaadittavista myyntipanostuksista (poistuma joudutaan korvaamaan uusmyynnillä).

Brutto-churn -luku kertoo siitä miten paljon jatkuvaa liikevaihtoa yhtiö on menettänyt vuoden aikana suhteessa edellisen vuoden lopun tilanteeseen. Mitä matalampi luku on, sen parempi. Baswaren cloud-liikevaihdon brutto-churn on ollut viime vuosina noin 5 %, mikä on vertailukelpoisesti erinomainen luku ja kertoo Baswaren tuottojen jatkuvuuden olevan korkea ja keskimääräisen asiakkuuden keston olevan tällä hetkellä noin 19-20 vuotta.

Netto-churn luku mittaa asiakaspoistuvuuden vaikutusta jatkuvaan cloud-liikevaihtoon, lisättynä olemassa olevien asiakkuuksien kasvusta (laajentuminen, hinnankorotukset) tulevalle liikevaihdolla. Tämä luku on hyvä, jos se on negatiivinen, sillä silloin asiakaspoistuman kautta menetetty liikevaihto on pienempi kuin olemassa olevien asiakkuuksien laajentumisesta syntyvä liikevaihto. Baswaren netto-churn liikkuu tällä hetkellä noin -6 %:n tasolla, mikä tarkoittaa sitä, että merkittävä osa yhtiön kasvusta syntyy olemassa olevien asiakkuuksien laajentumisesta.

LTV/CAC-luku

LTV/CAC-luku, eli asiakkaan odotetun elinkaaren

aikaisen tuoton ja asiakkuuden hankinnan välinen suhdeluku mittaa asiakashankintaan tehtävien investointien odotettua tuottoa. LTV-luku lasketaan kertomalla viimeisen 12kk:n ajalta laskettu cloud-ARR -luku cloud-bruttokatemarginaali-%:lla, ja jakamalla tulo viimeisen 12kk:n brutto-churn-luvulla (indikoi asiakkuuden keskimääräistä kesto). CAC-luku, eli asiakashankinnan kustannus johdetaan puolestaan 12kk tarkastelujaksoa edeltävän jakson myynnin- ja markkinoinnin kuluista.

Nyrkkisääntönä LTV/CAC-luvun tulisi olla >3, jotta myös muut kuin asiakashankinnan kulut tulevat asiakkuuden elinkaaren aikana katetuksi. Baswaren LTV/CAC-luku on tällä hetkellä noin 7x tasolla, mikä on absoluuttisesti ja vertailukelpoisesti erinomainen luku ja indikoi, että yhtiön kannattaa investoida uusasiakashankintaan mahdollisimman paljon resursseja. Korostamme kuitenkin, että Baswaren churn-luku tulee todennäköisesti kasvamaan pitkällä aikavälillä, mikä laskee LTV/CAC-lukua. Lisäksi ylläpitoasiakkaiden konvertoiminen cloud-asiakkaiksi aiheuttaa uusasiakashankintaa vähemmän markkinointi- ja myyntikuluja, mikä parantaa lyhyellä aikavälillä LTV/CAC-lukua.

On myös hyvä huomioda, että Baswaren korkea LTV/CAC-luku tuottaa positiivista kassavirtaa tällä hetkellä hyvin takapainoisesti, sillä CAC:n takaisinmaksuaika on pitkästä myyntisyklistä ja asiakkuuden ylösajovaiheesta johtuen noin 4 vuotta. Tämä heikentää kiihtyvän kasvun vaiheessa yhtiön kannattavuutta ja asettaa kassavirran kautta merkittävän resurssirajoitteen.

SaaS/Cloud-mittarit

Cloud-ARR tilauskertymä

Vuotuisiksi tuotoiksi muutettujen jatkuvien Cloud-tuottojen bruttotilauuskertymä. Realisoituu liikevaihdoksi asteittain 1-2 vuoden aikajänteellä.

Cloud ARR

Vuotuisiksi tuotoiksi muutettu jatkuva Cloud-liikevaihto

Churn

Päätyneiden asiakassopimusten tai hinnanalennusten vaikutus vuotuisen jatkuvaan Cloud-liikevaihtoon (ARR).

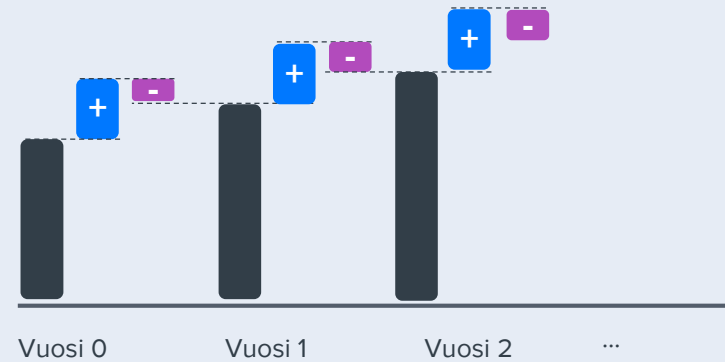
LTV/CAC-luku

Asiakkuuden odotetun elinkaaren aikaisen tuoton ja asiakkuuden hankinnan välinen suhdeluku.

LTV = asiakkuuden elinkaaren aikainen tuotto

CAC = asiakkuuden hankinnan kustannus

Cloud-liikevaihdon muodostuminen



$$\text{LTV} = \frac{\text{Cloud ARR} \times \text{Cloud bruttomarginaali-\%}}{\text{Brutto-churn-\%}}$$
$$\text{CAC} = \text{Myynti- ja markkinointikulut edeltävältä 12 kk:n jaksolta}$$
$$\text{LTV/CAC} = \text{Nyrkkisääntönä oltava } >3x, \text{ Baswarella noin } 7x$$

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Liiketoimintamalli

Cloud-tuotot pääosassa

Baswaren liikevaihto jakautuu kahteen pääkategoriaan: 1) Cloud-liikevaihtoon, jonka osuus kokonaisliikevaihdosta on yli 60 % ja 2) Muu kuin cloud-liikevaihtoon, jonka osuus on alle 40 %. Näistä cloud-liikevaihto on voimakkaasti kasvavaa, Baswaren strategian mukaista ydinliiketoimintaa, kun taas muu kuin cloud-liikevaihto koostuu yhtiön ja toimialan transformaation myötä supistuvista lisenssipohjaisen liiketoimintamallin tuotoista ja ohjelmistoliiketoimintaa tukevista konsultointipalveluista.

Yhtiö jakaa cloud-liikevaihdon 3 osaan:

SaaS: 28 % 2018e liikevaihdosta (2017: 23 %)

SaaS-tuotot koostuvat pilvipalveluina tarjottavien hankinnasta maksuun -ratkaisujen käyttömaksuista. Nämä ovat useiden vuosien mittaisista ensimmäisistä sopimuskausista ja korkeasta liiketoimintakriittisyydestä johtuvasta asiakassuhteen toistuvuudesta johtuen luonteeltaan hyvin ennakoitavia ja jatkuvia tulovirtoja. SaaS-liikevaihdon ajureita ovat 1) SaaS-lisenssien uusmyynti, 2) vanhojen asiakkuuksien laajennukset, 3) lisenssimaksujen korotukset, ja 4) asiakaspoistuma (churn). Lisäksi lähivuosina SaaS-kasvua ajaa myös vanhojen lisenssipohjaisten ylläpitoasiakkuuksien konvertointi SaaS-asiakkaiksi.

Baswaren SaaS-liikevaihto on kasvanut voimakkaasti viimeisten vuosien ajan (CAGR 2015-2018e +51 %). Yhtiö ei ole avannut tarkemmin SaaS-myyntin kasvun jakautumista uusmyynnin, laajennuksien ja transformaatioiden välillä, mutta

arviomme mukaan suurin osa SaaS:n kasvusta syntyy uusmyynnistä. Basware on kertonut, että asiakaspoistuma on ollut viime vuodet pientä.

Transaktiopalvelut: 31 % 2018e liikevaihdosta (2017: 27 %)

Transaktiopalvelut -liikevaihtoerän tuotot muodostuvat Baswaren verkon kautta välitettyjen tapahtumien maksuista, verkon käytön tilausmaksuista, skannaus- ja tulospalveluista sekä verkoston palveluiden avausmaksuista. Transaktiopalvelut ovat luonteeltaan pääosin toistuvaa, transaktiovolyymeihin sidonnaista liikevaihtoa, jonka kasvua ajaa pääasiassa uusasiakasmyynti ja vanhojen asiakkuuksien laajentuminen. Transaktiopalveluiden liikevaihto on ollut pääasiassa uusmyynnin kasvun myötä vahvassa kasvussa viime vuosien aikana (CAGR 2015-2018e +10 %).

Muu cloud-liikevaihto: 3 % 2018e liikevaihdosta (2017: 4 %)

Muuhun cloud-liikevaihtoon sisältyy muut cloud-pohjaiset tilausmaksut ja rahoituspalveluiden tuotot. Arviomme mukaan muu cloud-liikevaihto on myös pääosin toistuvaa liikevaihtoa. Muu cloud-liikevaihto on ollut melko voimakkaassa laskussa viime vuosien aikana (CAGR 2015-2018e -22 %), mikä johtuu pääasiassa Ison-Britannian julkisen sektorin palveluiden tuottojen laskusta.

Muun kuin cloud-liikevaihdon tuotot on jaettu 4 osaan:

Ylläpito: 19 % 2018e liikevaihdosta (2017: 25 %)

Ylläpito käsittää kertalicensseinä myytyjen ohjelmistoratkaisujen ylläpitosopimuksista syntyvät tuotot. Ylläpilotuotot ovat luonteeltaan toistuvaa ja hyvin ennustettavaa tulovirtaa.

Ylläpitoliikeyvaihto on ollut melko voimakkaassa laskussa viimeisten vuosien aikana (CAGR 2015-2018e -14 %). Tuottojen laskua ajaa yhtiön transformaatio cloud-malliin ja kertalicenssien uusmyynnin lasku. Myös yritysmyynnit ovat vaikuttaneet ylläpito-liikevaihdon laskuun vuonna 2018.

Lisenssimyynti: 2 % 2018e liikevaihdosta (2017: 3 %)

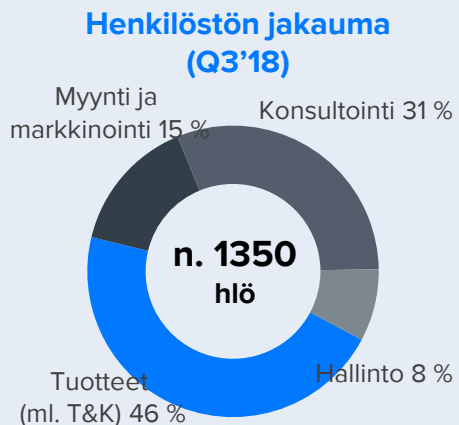
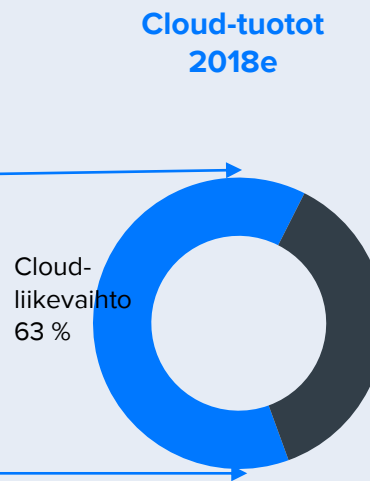
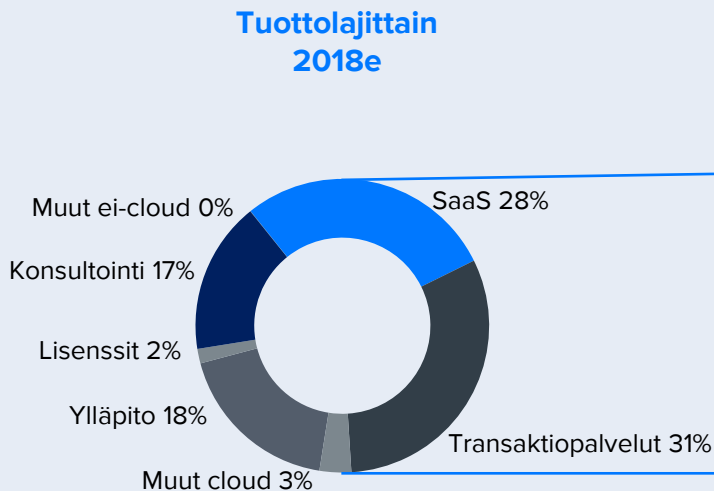
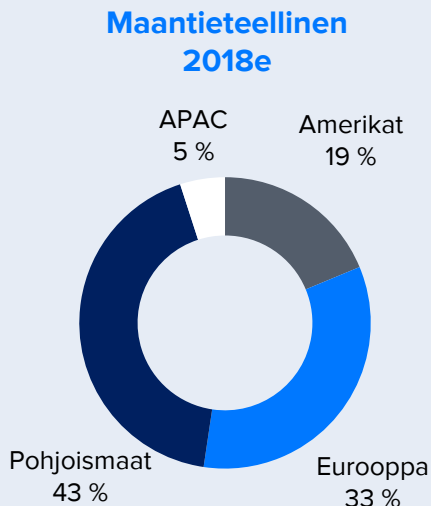
Lisenssimyynti käsittää Baswaren on-premise kertalicensseinä myytyjen ohjelmistojen tuotot, ja on siten luonteeltaan kertaluonteista liikevaihtoa. Lisenssimyyntin liikevaihto on ollut voimakkaassa laskussa viime vuodet (CAGR 2015-2018e -41 %). Liikevaihdon laskua ajaa Baswaren transformoituminen puhtaasti SaaS/cloud-mallilla toimitettavien ohjelmistojen myyntiin. Myös yritysmyynnit ovat laskeneet lisenssimyyntin liikevaihtoa vuonna 2018.

Konsultointipalvelut: 17 % 2018e liikevaihdosta (2017 19 %)

Konsultointipalvelut -liikevaihtoerän tuotot muodostuvat Baswaren ohjelmistoratkaisujen käyttöönottoa ja käyttöä tukevista palveluista. Palvelut ovat pääosin projekteista koostuvaa kertaluonteista liikevaihtoa, jonka kasvua ajaa ylläpitoasiakkuuksien neuvontapalveluiden kehitys, SaaS-palveluiden käyttöönottojen määrä ja vanhojen asiakkuuksien laajentuminen. Konsultointipalveluiden liikevaihto on ollut melko voimakkaassa laskussa viimeisten vuosien aikana (CAGR 2015-2018e -13 %), mikä on johtunut pääasiassa lisenssipohjaisten tuotteiden konsultoinnin vähentyneestä tarpeesta ja Baswaren toiminnan tehostuksen myötä laskeneesta konsulttien määrästä.

Baswaren liiketoimintamalli

Liikevaihto 2018e
142 MEUR
 (2017: 149 MEUR)



Liikevaihtotyypit

SaaS

SaaS-tuotot koostuvat jatkuvista pilvipalveluina tarjottavien hankinnasta maksuun -ratkaisujen käyttömaksuista.

Transaktiopalvelut

Transaktiopalvelut -liikevaihtoerän tuotot muodostuvat Baswaren verkon käyttömaksuista.

Muu cloud-liikevaihto

Muuhun cloud-liikevaihtoon sisältyy muut cloud-pohjaiset tilausmaksut ja rahoituspalveluiden tuotot.

Ylläpito

Ylläpito käsittää kertalisenneinä myytyjen ohjelmistoratkaisujen ylläpitosopimuksista syntyvät tuotot.

Lisenssit

Kertalisennepohjaisten ohjelmistojen myyntituotot.

Konsultointipalvelut

Konsultointipalvelut -liikevaihtoerän tuotot muodostuvat Baswaren ohjelmistoratkaisujen käyttöönottoa ja käyttöä tukevista palveluista.

Muut ei-cloud tuotot

Muut liiketoiminnan tuotot

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Tuotteet ja palvelut

Päätuotteina P2P-ohjelmisto ja -verkko

Baswaren päätuotteita ovat laaja-alaisesti yritysten hankinnasta maksuun -prosessin hallintaan suunnattu **pilvipalvelupohjainen ohjelmistoratkaisu** Basware Purchase-to-Pay, johon on yhdistetty myös useita erikseen käyttöön otettavia **lisäarvopalveluita**, sekä globaalisti yli miljoona yritystä ja organisaatiota yhdistävä **avoin verkosto**, Basware Network.

Verkosto

Baswaren ratkaisujen ytimessä ja ohjelmistoista saatavan lisäarvon mahdollistajana on Baswaren hallinnoima maailmanlaajuinen yritysten välinen verkosto. Avoimeen verkostoon kuuluu kaikkiaan yli 100 maassa noin 220 verkkolaskutuksen kumppania, jotka kytkevät yhteen yli miljoona ostajaa ja toimittajaa. Verkosto mahdollistaa mm. ostotilausten ja laskujen sähköisen lähettämisen ja vastaanottamisen, toimittajatietojen hallinnan, yhteydenpidon yritysten välillä, automatisoitujen ohjelmistoratkaisujen käyttöönoton ja lisäarvopalveluiden hyödyntämisen.

Hankinnasta maksuun ohjelmistoratkaisu

Baswaren Purchase-to-Pay ohjelmistoratkaisua voidaan hyödyntää usean itsenäisen, mutta toisiinsa integroitujen osa-alueiden kautta, joista tärkeimmät ovat:

- 1) Laskujen automatisaatioon suunnattu ohjelmistoratkaisu, jolla voidaan mm. sähköistää 100 %:sti ostolaskujen käsittely, automatisoida laskujen käsittelyprosessit, tehostaa prosessien läpimenoaikoja ja vähentää kustannuksia.
- 2) Sähköiseen hankintojen hallintaan suunnattu

ohjelmistoratkaisu, jonka avulla voidaan mm. luoda sähköisiä markkinapaikkoja/itsepalveluportaaleja hankinnoille, automatisoida hankintojen hyväksymisprosessi, tilausten luonti- ja vastaanotto-prosessi, tilausten seuranta ja maksuprosessi, sekä hoitaa raportointi ja seuranta.

3) Analytiikka, jolla voidaan seurata ja ennustaa hankinnasta maksuun -prosessia, kassavirtojen kehitystä, historiallisia tapahtumia sekä määrittää ja mitata tavoitteita (KPI).

Lisäarvopalvelut

Ydinohjelmistoratkaisuihin ja verkostoon integroituina lisäarvopalveluina Basware tarjoaa mm. strategisen kilpailutuksen ratkaisun, käyttöpääoman hallintaa tehostavia rahoitusratkaisuja (Basware Discount, Basware Pay), automatisoidun laskujen arkistointiratkaisun, sekä matka- ja kululaskujen hallintaratkaisun.

Palvelut

Lisäksi ohjelmistoratkaisujen käytön ja myynnin tueksi Basware tarjoaa myös useita palveluita, joita ovat: Konsultointipalvelut, jotka tarjoavat käyttöönottoprojekti-, konsultointi- ja integrointipalveluita Baswaren ratkaisuille. Value engineering -palvelut, joilla analysoidaan sekä parannetaan asiakkaiden palvelu- ja prosessimalleja. Ratkaisupalvelut, jotka tarjoavat tukitoiminto-, tuoteneuvonta- ja koulutuspalveluita Baswaren ratkaisuille.

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Basware myy ohjelmistoratkaisujaan pääosin oman myyntikanavan kautta, mutta yhtiö pyrkii kasvattamaan jälleenmyyjien ja

yhteistyökumppaneiden kautta tapahtuvan myynnin määrää. Rahoituspalveluissa tärkeä myyntikanava ovat kumppanit, kuten Nordea ja Mastercard. Basware on lisäksi sopinut yhteistyösopimuksia, joiden kautta IT-palvelutalot ja -konsultit, kuten CGI, voivat tarjota Baswaren ohjelmistoja osana palveluitaan tai toimia Baswaren tuotteiden integraattoreina.

Baswaren henkilöstöstä (noin 1350 hlö) noin 15 % työskentelee myynnissä ja markkinoinnissa. Baswaren tuotteiden yhteenlaskettu myynti- ja käyttöönottosykli on melko pitkistä myyntiajoista (1 vuosi) ja suhteellisen raskaasta ja asteittaisesta käyttöönotosta (tyypillisesti noin 2-3 vuotta) melko pitkiä (noin 4 vuotta). Asiakkaiden tarpeiden kartoitus ja määrittäminen vaatii tyypillisesti ennen tilausta useita tapaamisia ja asiakkailta on jo käytössään aiemman sukupolven ratkaisuja, jotka ovat kriittisiä asiakkaan liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta. Tyypillisesti asiakkaalle implementoidaan ensin ohjelmistoratkaisu yhdelle markkinalle /liiketoiminta-alueelle ja myöhemmin laajennetaan ratkaisua muilla palveluilla ja laajemmalle organisaatioon.

Baswaren avainasiakkaiden tilauksen arvo on vuositason liikevaihdoksi muutettuna keskimäärin noin 0,2 MEUR. Maksun suuruus määräytyy P2P-ratkaisuissa tyypillisesti yksiköiden lukumäärän ja transaktioiden määrän perusteella.

Tyypillisesti uusasiakkaan ensimmäisen sopimuskauden kesto on noin 3-5 vuotta, jonka jälkeen sopimukset jatkuvat toistaiseksi voimassaolevina. Palvelumaksut veloitetaan asiakkailta nykyisin tyypillisesti kuukausittain etukäteen arvioidun käyttömäärän perusteella.

Baswaren ratkaisun kuvaus



Baswaren ohjelmistoratkaisulla voidaan hallita ja automatisoida yrityksen hankinnasta maksuun prosessia, kuten digitalisoida ja automatisoida ostolaskujen käsittely ja vähentää manuaalisen työn määrää, yhtenäistää ja tehostaa hankinta- ja ostotoimintaa sekä kustannusten hallintaa.

Baswaren ratkaisun toiminnallisuuksia:

- 1 Ratkaisulla voidaan organisoida, ohjata ja hallita yhtiön toimittajaverkostoa sekä hankintoja.
- 2 Ohjelmisto ja verkkolaskuverkosto mahdollistavat myynti- ja ostolaskujen vastaanottamisen ja lähettämisen 100 % sähköisesti (e-laskut), niiden automaattinen käsittelyn sekä hyväksymisprosessit.
- 3 Ohjelmistolla voidaan hallita matka- ja kululaskutusta ja dokumenttien arkistointia.
- 4 Lisäarvopalvelut mahdollistavat käyttöpääoman hallinnan tehostamisen ja rahoituksen.

Ratkaisun käyttöesimerkki:

- 1 Liiketoiminto X:n työntekijä haluaa hankkia itselleen uuden toimistokalusteen.
- 2 Yrityksen hankinnoista vastaavat henkilöt ovat tehneet sopimukset sopivien toimittajien ja valikoimien osalta.
- 3 Työntekijä etsii Baswaren ratkaisuun integroidusta verkkokaupasta sopivan tuotteen ja tekee tilauksen.
- 4 Työntekijän esimies tai hankinnat hyväksyvä henkilö saa tiedot tilauksesta ja tarkistaa ja hyväksyy sen.
- 5 Ratkaisu lähettää sähköisesti tilauksen valitulle toimittajalle, joka kuittaa tilauksen vastaanotetuksi ja antaa arvion toimitusajasta.
- 6 Tilaaja vastaanottaa tilauksen ja hyväksyy laskun.
- 7 Lasku täsmäytetään automaattisesti tilaukseen ja lähetetään maksujärjestelmään maksettavaksi sovituin maksuehdoin.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Asiakaskunta ja maantieteellinen jakauma

Baswarella on asiakkaana yli 2500 suurta yritystä sekä julkisen sektorin organisaatiota. Asiakaskunnasta löytyy laaja-alaisesti eri toimialojen yrityksiä, mutta asiakaskunta on keskittynyt vahvimmin autoteollisuuden, terveydenhuollon, valmistavan teollisuuden ja rakentamisen toimialoille.

Yritysten koon suhteen Basware on nykyisin keskittynyt erityisesti suurten yhtiöiden palvelemiseen, mutta historiallisista syistä johtuen yhtiöllä on myös paljon keskisuuria asiakkaita.

Maantieteellisesti liikevaihdosta noin 43 % syntyy tällä hetkellä Pohjoismaista. Muut Baswaren päämarkkina-alueet ovat suuruusjärjestyksessä Eurooppa 34 %, Amerikat 18 % ja APAC 5 %.

Henkilöstön rakenne ja kasvu

Baswaren henkilöstömäärän kehitys on ollut viime vuosina yrityskaupat huomioiden maltillisessa kasvussa, mutta liiketoimintamallin muutoksista johtuen henkilöstön vaihtuvuus on ollut korkea (20 % henkilöstöstä vaihtui vuonna 2017). Myös yhtiön johdossa on tapahtunut paljon muutoksia, kun esimerkiksi viimeisen 3 vuoden aikana yhtiön johtoryhmän jäsenistä 6/9 on vaihtunut.

Baswaren palveluksessa työskenteli Q3/2018 lopussa 1349 henkilöä, huomioiden Xerox-kumppanuuden myötä Q4/2018 Xeroxille siirtyvät 387 työntekijää. Henkilöstön määrä on laskenut merkittävästi vuodesta 2017 (Q3/2017: 1827 hlö), mikä johtuu yrityskaupoista. Erityisesti myynti- ja palveluhenkilöstön ja ulkomaantoiminnoissa työskentelevien määrä on kasvanut viime vuosina selvästi, kun yhtiö on uudistanut palvelu- ja organisaatiomalliaan ja kasvattanut nopeimmin kasvavien markkinoiden henkilöstöresursseja.

Toiminnoittain katsottuna henkilöstöstä työskenteli Q3/2018 lopussa (pois lukien Xeroxille siirtyvä henkilöstö) noin 15 % myynnissä ja markkinoinnissa, noin 46 % tuotekehityksessä, tuotannossa ja tuotteissa, noin 31 % konsultointipalveluissa, sekä noin 8 % hallintotehtävissä.

Tuotekehitys

Baswaren tuotekehityspanostukset ovat olleet noin 20 % liikevaihdosta viimeisten vuosien ajan. T&K-panostusten osuus suhteessa liikevaihtoon on kuitenkin keskipitkällä aikavälillä loivassa laskussa, kun Baswaren ratkaisut ovat saavuttaneet kypsemmän vaiheen ja yhtiön on keskittänyt tuotekehitystä suurempiin yksiköihin. Basware tekee tällä hetkellä pääosan tuotekehityksestä omalla henkilöstöllä. Yhtiö on aktivoitunut taseeseen tyypillisesti noin 40-50 % T&K-kuluista, ja niiden tasearvo oli vuoden 2017 lopussa noin 22 MEUR, eli noin 10 % taseesta. T&K-aktivointien poistot ovat vuositasolla olleet noin 5 MEUR, eli noin 3-4 % liikevaihdosta.

Liiketoiminnan skaalautuvuus

Baswaren SaaS/cloud-malliin perustuva liiketoimintamalli on ohjelmisto-/verkkoliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan perusteiltaan hyvin skaalautuvaa. Tämä tarkoittaa sitä, että liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa tietyllä tasolla lähes kaikkien kuluerien yksikkökustannukset alkavat laskea suhteessa liikevaihtoon ja kiihdyttämään tuloskasvun liikevaihdon kasvua nopeammaksi.

SaaS-/cloud-mallilla toimivien yhtiöiden elinkaaren alkuvaiheessa, ja erityisesti nopean kasvun vaiheessa skaalautuvuus ei kuitenkaan tyypillisesti heijastu vielä täysimääräisesti SaaS-yhtiöiden suhteelliseen kustannustasoon ja

tuloskehitykseen, mikä selittyy 1) SaaS-tuottojen ja kassavirran kertymisellä tasaisesti yli ajan, 2) kasvuun ja palveluiden kehitykseen ja ylläpitoon liittyvien panostusten voimakkaalla etupainoisuudella ja 3) vanhojen asiakkuuksien hitaasti yli ajan tapahtuvalla kasvulla. Lisäksi Baswaren tapauksessa skaalautuvuutta on yhtiötasolla heikentänyt useiden vuosien ajan ns. vanhan liiketoimintamallin tuottojen hiipuminen sekä paperisten laskujen käsittelyn merkittävä osuus transaktiopalveluiden tuotoista.

Kuluerittäin katsottuna suurin skaalautumispotentiaali liittyy SaaS-yhtiöillä tyypillisesti myynnin ja markkinoinnin kuluihin sekä T&K-kuluihin, mutta myös liikevaihdon muuttuvien kulujen ja hallinnon kulujen skaalautumisessa on merkittävää potentiaalia. Basware ei tee skaalautumisen suhteen kokonaisuutena merkittävää poikkeusta tyypilliseen SaaS-yhtiöön verrattuna.

Baswaren muuttuvien kulujen suhde suhteessa yhtiön liikevaihtoon on liikkunut viime vuosina noin 50 %:n tasolla ja cloud-tuotoissa noin 35-40 %:n tasolla, eli yhtiön kokonaisbruttokate-% on ollut noin 50 % ja cloudissa noin 60-65 %. Baswaren vuoden 2018 CMD:llä antaman arvion mukaan yhtiö pystyy nostamaan pääasiassa skaalautuvuuden kautta kokonaisbruttokate-%:n lähivuosina noin 55-60 %:n ja cloud-bruttokate-%:n 67-72 %:iin. Cloud-tuottojen skaalautuvuutta ajaa erityisesti pilvikapasiteettikustannusten yksikkökustannusten lasku ja palveluiden siirtyminen korkeampaa skaalautuvuutta tarjoavalle pilvikapasiteetti-yhtiölle (AWS). Lisäksi paperisten laskujen käsittelymäärien suhteellisen osuuden lasku nostaa bruttokate-%:a sillä niiden skaalautuvuus ja kannattavuus on huomattavasti vastaavia sähköisiä menetelmiä heikompaa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Baswaren T&K-kulujen suhde suhteessa yhtiön liikevaihtoon on liikkunut viime vuosina noin 20 %:n tasolla. Baswarella on tällä hetkellä jo hyvin kypsä ja kaupallisesti toimivaksi todennettu tuote, joka on monistettavissa ja laajettavissa globaalisti. Myös tuotepäivityksiin liittyvät kustannukset skaalautuvat asiakasmäärän kasvun myötä voimakkaasti, koska SaaS-mallissa niiden kustannukset voidaan jakaa ennakoitavasti koko asiakasmassan kesken. Basware on arvioinut, että T&K-kulujen suhde suhteessa liikevaihtoon pystytään pitämään lähivuodet noin 15-20 %:n välillä suhteessa liikevaihtoon. Pitkällä aikavälillä odotamme yhtiön pystyvän skaalamaan näitä kuluja noin 10-15 %:iin liikevaihdosta.

Baswaren liiketoiminnan skaalautuvuuden rajoittavana tekijänä on ollut kasvuvaiheessa ja tulee olemaan myös keskipitkällä aikavälillä myyntikanavan kattavuus ja asiakashankinnan

resurssit, joiden rakentaminen vaatii vielä merkittäviä etupainotteisia kulupanostuksia muun muassa henkilöstöön, myyntiin ja markkinointiin. Baswaren myynti- ja markkinointikulujen suhde suhteessa yhtiön liikevaihtoon on liikkunut viime vuosina noin 20-30 %:n tasolla ja niiden odotetaan nousevan 35-40 %:n välille lähivuosina. Pitkällä aikavälillä myös myynnin ja markkinoinnin kulujen pitäisi skaalautua merkittävästi, kun myynnin tehokkuus kasvaa skaalan myötä, asiakkuuksien tukeen liittyvät palvelut monistuvat, ja vanhojen asiakkuuksien laajentuminen vaatii uusasiakkuuksiin nähden vähemmän myyntipanostuksia. Arvioimme, että skaalautumisvaiheessa (2025-) Baswaren myyntipanostusten suhde voisi laskea 25-30 %:iin liikevaihdosta.

Tuottojen näkyvyys ja jatkuvuus

Jatkuvien ohjelmistopalveluiden (SaaS) ja cloud-tuottojen kertyminen seuraa tyypillisesti viiveellä myyntipanostusten kasvua, mutta pitkien ensimmäisten sopimuskausien (3-5) tarjoaman näkyvyyden vuoksi myyntipanostusten takaisin saamiseen liittyy vain vähän riskejä. Lisäksi vaativista käyttöönottoprosesseista ja mittavista integraatioista johtuen sopimukset uusitaan tyypillisesti ensimmäisen sopimuskauden jälkeen.

Baswaren ratkaisut kohdistuvat asiakkaiden liiketoimintakriittisiin osiin, mikä nostaa kynnystä lopettaa palvelun käyttö tai vaihtaa palveluntarjoajaa toiseen.

Baswaren liiketoimintamallissa jatkuvuutta luo osaltaan myös verkoston asiakas- ja transaktiomäärien myötä tapahtuva laajentuminen, joka nostaa asiakkaiden saamia verkostohyötyjä, kuten rahoituspalveluiden ja datan lisäarvoa.

Baswaren cloud-liiketoimintamallin skaalautuvuuden havainnollistus

	Kasvuvaihe (2019-2022)	Skaalautuvuuden ajurit	Skaalautumisvaihe (2025-)
Cloud bruttokate-%	68-74 %	+ Tuotannon yksikkökustannukset laskevat + Paperisten transaktioiden määrä laskee	>75 %
T&K-kulut %-cloud-liikevaihdosta	15-25 %	+ Tuotteen kypsyyssaste nousee + T&K resurssien tehokkuus kasvaa	10-15 %
Myynti- ja markkinointi %-cloud-liikevaihdosta	45-50 %	+ Myyntipanostusten tehokkuus kasvaa niiden skaalan mukana + Tukipalvelut monistuvat - Asiakaspöistuma kasvaa	25-30 %
Hallintokulut %-cloud-liikevaihdosta	10-15 %	+ Kiinteät liiketoiminnan kulut skaalautuvat	5-7 %
Cloud EBIT-%	-20 % - +5 %		> 20 %

Jatkuvuuden ajureita Baswaren SaaS-mallissa

- 1 Pitkät ensimmäiset sopimuskaudet (3-5 vuotta)
- 2 Baswaren ratkaisut ovat asiakkaan kannalta hyvin kriittisiä palveluita ja niitä uusitaan harvoin
- 3 Verkoston tarjoama lisäarvo kasvaa suuremmaksi asiakasmäärän ja transaktioiden määrän kasvun myötä

Lähde: Inderes

Markkinat

Pääkohdemarkkinana kokonaisarvoltaan suuri yritysten hankinnasta maksuun -prosessin arvoketju

Baswaren ohjelmistoratkaisuiden, verkon ja lisäarvopalveluiden pääkohdemarkkina muodostuu eurooppalaisten ja pohjois-amerikkalaisten suuryritysten, keski suurten yritysten ja julkisen sektorin organisaatioiden käyttämistä hankinnasta maksuun -prosessin (P2P) arvoketjun ohjelmistoista sekä niihin liittyvistä verkkopalveluista.

Baswaren arvion mukaan ja olettaen 100 prosenttinen P2P-ohjelmistojen ja verkkojen käyttöönottoaste, nykyiset markkinat ja nykyisten asiakkaiden keskimääräinen liikevaihto, on yhtiön potentiaalinen kohdemarkkina kokonaisuutena vuositasolla arvoltaan noin 15 mrd. euroa, josta tämän hetkisillä arvioiduilla käyttöönottoasteilla Baswaren nykyinen kohdemarkkinan arvo muodostaa noin 5 mrd. euroa.

Markkina painottuu sekä arvoltaan että kasvupotentiaaliltaan voimakkaasti Pohjois-Amerikkaan, joka muodostaa Forresterin (2016) mukaan noin 60 % Baswaren suurimpien P2P-markkinoiden arvosta. Euroopan osuus on Forresterin arvion mukaan noin 31 %, Pohjoismaiden 6 % ja Australian noin 4 %.

Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

Forresterin vuonna 2017 tekemän arvion mukaan Baswaren kohdemarkkina, eli digitaalisten P2P-ratkaisuiden markkina kasvaa noin 11 % vuositasolla, ja myös Gartner (2018) on antanut saman suuntaisen arvion P2P-ohjelmistojen kasvusta (+10 % vuodessa).

Toimialan kasvua ajaa useat megatrendit, kuten siirtymä pilvipalveluihin, digitalisaatio, automaatio ja tekoäly. Perinteisen P2P-prosessin modernisoinnin ja digitalisoinnin mahdollistamalla tuottavuuden nostolla pystytään saavuttamaan yrityksissä ja julkisella sektorilla 1) erittäin merkittäviä kustannussäästöjä, 2) tehostamaan henkilöstö- ja taloudellisten resurssien käyttöä, sekä 3)

parantamaan näkyvyyttä toiminnan kehitykseen.

Esimerkiksi Forresterin (2017) tutkimuksen perusteella vuositasolla noin 300 MEUR hankintoihin käytävä organisaatio voisi siirtymällä Baswaren pilvipohjaisen P2P-ratkaisun käyttäjäksi saada keskimäärin noin 3,5 MEUR:n nettotuoton ja noin 300 %:n ROI:n investoinnille.

Lisäksi toimialan kasvunäkymiin vaikuttaa positiivisesti se, että 1) isot organisaatiot tuntevat hyvin edellisten P2P-ohjelmistoratkaisuiden ominaisuudet, vaatimukset, kustannukset ja rajoitteet, mikä alentaa kynnystä ottaa käyttöön uusia pilvipohjaisia P2P-ratkaisuja, 2) julkinen sektori edistää toimillaan sähköisen kaupankäynnin yleistymistä, ja 3) verkkojen transaktiomäärien, käyttäjämäärien ja datan määrän kasvu nostaa verkon luomaa lisäarvoa (ns. verkostovaikutukset)

Siirtymä pilvipalveluihin on vasta alussa

Siirtymä pilvipalveluihin on Baswaren suurimmilla P2P-ratkaisujen kohdemarkkinoilla, USA:ssa, Saksassa, Ranskassa ja Iso-Britanniassa vasta alussa, mikä parantaa puhtaasti pilvipohjaisia ratkaisuja tarjoavien yhtiöiden kasvumahdollisuuksia. Suuret organisaatiot käyttävät edelleen valtaosin useista erillisistä ohjelmistoista koostuvia, paikallisesti asennettuja ja asiakkaan vaatimuksiin räätälöityjä vanhan sukupolven ohjelmistoja. Gartnerin arvion mukaan vuoteen 2025 mennessä vasta noin 50 % globaaleista suuryrityksistä on ottanut käyttöön pilvipohjaisen P2P-ratkaisun.

Pohjoismaissa, joissa siirtymä pilvipalveluina tarjottaviin ohjelmistoihin on pisimmällä, moderni pilvipalveluna tarjottava P2P-ohjelmistoratkaisu on käytössä Baswaren karkean arvion mukaan noin 40-50 %:lla kohdeorganisaatioista, kun vastaava lukema on Keski-Euroopan suurimmilla markkinoilla noin 20-30 % ja Pohjois-Amerikassa noin 10-15 %. Halukkuus ja valmius pilvipalveluiden käyttöönottoon on yleisesti kasvussa ja pääasiallinen pilvipalveluiden käyttöönoton este on

Baswaren mukaan organisaatioiden digitalisaatio-hankkeiden eteneminen vaiheittain eri osa-alueille.

Arvioimme, että muiden ohjelmistomarkkinoiden tapaan siirtymä joustavuutta, kustannustehokkuutta ja skaalautuvuutta parantaviin pilvipalveluihin (SaaS) tulee jatkumaan voimakkaana seuraavan 5-10 vuoden ajan. Yleisesti SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen globaalit markkinat ovat kasvaneet viime vuosina voimakkaasti. Esimerkiksi Gartner ennustaa SaaS-ohjelmistomarkkinan kasvavan kokonaisuutena globaalisti keskimäärin noin 18 % vuodessa vuoteen 2020 mennessä ja ylittävän siten merkittävästi taantuvien perinteisten kertalisenssi ohjelmistoratkaisujen markkinakasvun. Forresterin mukaan myös P2P-ratkaisuissa pilvipalveluiden vuosikasvu on kaksinumeroinen ja ylittää selvästi perinteisten ohjelmistoratkaisuiden markkinakasvun.

Lisäarvopalvelut tarjoavat myös ison potentiaalain, mutta niiden markkinoiden kypsyyssaste on matala

Osana ratkaisuportfoliotaan Basware tarjoaa yhteistyössä kumppaneidensa (Mastercard, Nordea, ArrowGrass) kanssa myös käyttöpääoman optimointiin ja maksuehtoihin liittyviä rahoitusratkaisuja. Nämä palvelut ovat vielä elinkaarensa alkupäässä, eikä niiden markkinakoosta tai kasvusta ole käytettävissä luotettavia arvioita.

Arviomme mukaan rahoitusratkaisujen rooli hankinnasta maksuun -prosessin arvoketjussa tulee kasvamaan, joten markkinan kypsyydessä siitä voi tulla myös ohjelmisto- ja verkkoyhtiöiden näkökulmasta merkittävän kokoinen arvoltaan ja kasvupotentiaaliltaan.

Markkinat

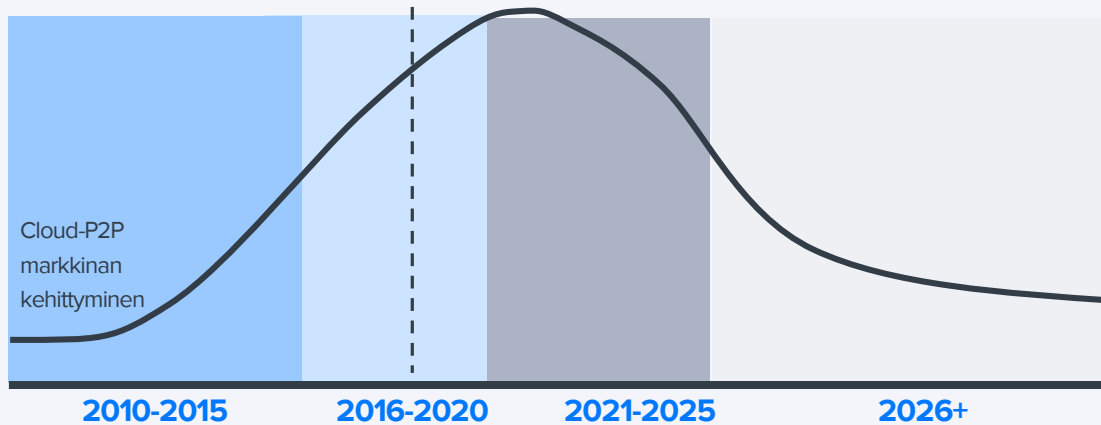
Hankinnasta maksuun –markkinoiden kehitysvaihe

Cloud-P2P markkinan kehittyminen alkaa

Suuret massat alkavat siirtyvät cloud-P2P:n

Markkinan kypsyy ja kasvu hidastuu

Cloud-P2P-markkina saturoituu



Lähde: Inderes, Coupa

Kysynnän kasvujureita

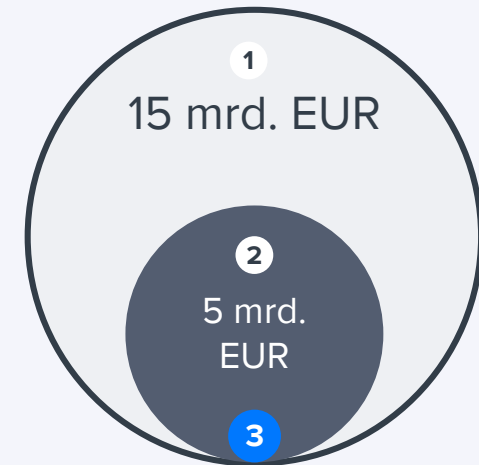
Megatrendit

- Digitalisaatio
- Automatisaatio
- Tekoäly
- Julkisen sektorin sähköistä maksamista/kaupankäyntiä edistävät hankkeet

Toimialatrendit

- Transformaatio SaaS-ohjelmistoihin
- Uudet hankinnasta maksuun – ratkaisut tarjoavat merkittävän kustannussäästöpotentiaalin
- Verkkojen käyttömäärien kautta kasvavat verkostovaikutukset

Baswaren arvioitu markkinapotentiaali



- 1 Baswaren arvio kohdemarkkinoiden potentiaalisesti koosta olettaen 100 %:n käyttöönottoaste.
- 2 Baswaren arvio kohdemarkkinoiden tämän hetkisestä koosta olettaen nykyisten käyttöönottoasten olevan noin 10-50 % markkinasta riippuen.
- 3 Baswaren liikevaihto nyt noin 140 MEUR, eli noin 2-3 % kokonaismarkkinasta.

Markkinan arvioitu kasvu >10 %/vuosi
(Forrester ja Gartner)

Kilpailukenttä 1/2

Kilpailukenttä on kokonaisuutena pirstalainen

Baswaren kilpailukenttä on kokonaisuutena hyvin pirstaleinen, vaikkakin omalla fokusalueellaan yhtiö pääasiallisesti kilpailee vain muutamaa toimijaa vastaan. Yksittäisillä markkinoilla, toimialaratkaisussa tai kokoluokaltaan pienemmissä ratkaisussa yhtiöllä voi kuitenkin olla jopa kymmeniä kilpailijoita, ja yleisesti ottaen kilpailutilanne riippuu lähinnä siitä, miten laajasta ratkaisusta, markkina-alueesta tai asiakassegmentistä kulloinkin puhutaan. Toimialan pirstaloituneisuutta kuvaa hyvin se, että vaikka Basware on yksi markkinoiden johtavista yhtiöistä, on sen osuus arvioidusta kokonaismarkkinasta vain muutamia prosentteja (2-3 %).

Kilpailukentän jakautuminen

Verkottuneiden hankinnasta maksuun -ratkaisujen kilpailukenttä voidaan näkemysmme mukaan jakaa karkeasti kolmeen osaan järjestelmiltä vaadittavan laajuuden mukaan ja sitä kautta asiakaskoon mukaan.

Suuryrityksille ja julkisille organisaatioille, joiden hankintojen arvo on useita satoja miljoonia euroja vuositasolla ja transaktioiden määrä suuri, on P2P-ohjelmistojen rooli liiketoimintakriittinen ja investoinneista saatava hyöty merkittävä. Arvioimme, että tämä segmentti muodostaa hyvin merkittävän osan pilvipohjaisten P2P-ratkaisujen markkinan arvosta ja nykyisestä kasvusta. Suuryhtiöt hankkivat useimmiten laajasti koko P2P-prosessin kattavia ja monipuolisia toiminnallisia ratkaisuja tarjoavia ohjelmistoratkaisuja, jotka voidaan integroida laajasti erilaisiin taustajärjestelmiin. Tämä on Baswaren kaltaisten markkinajohtajien ja omaan myyntikanavaan nojaavien toimittajien näkökulmasta houkuttelevin segmentti, sillä siellä kilpailukenttä on rajautunut tyypillisesti vain 3-5 toimijaan ja markkinapotentiaali on suuri.

P2P-ohjelmistomarkkinan asiakasmäärältään suurin volyymi on arvioimme mukaa markkinan keskimmissä

osissa, jotka käsittävät keskisuuret yhtiöt. Tällöin asiakastarpeet eivät ole niin laajoja ja tarve monipuolisille toiminnallisuuksille on vähäisempi, ja resurssit ja kyky investoida liiketoiminnan kehitykseen ja järjestelmiin on rajallisempi. Tässä kohderyhmässä tarve tehostaa ja automatisoida toimintaa lisääntyy jatkuvasti kasvun ja digitalisoitumisen myötä, mutta asiakkaiden tarpeet voidaan pääosin kattaa hyvin standardoidulla, laaja-alaisesti eri toiminnallisuuksia tarjoavalla ohjelmistolla. Baswaren näkökulmasta tämä segmentti on myös kiinnostava, sillä yhtiön ratkaisujen kilpailukyky on siellä laajemmasta kilpailijoiden määrästä huolimatta vahva. Rajallisten resurssien vuoksi Basware on kuitenkin keskittynyt omassa myyntikanavassaan suurempiin asiakkuuksiin ja keskisuuret asiakkuudet hoidetaan pääosin kumppanimyyntikanavan kautta.

Kolmannen Baswaren kannalta olennaisen kilpailukentän muodostaa verkkolaskuverkostojen markkina, joiden asiakas- ja käyttäjäkunta muodostuu laaja-alaisesti ja maailmanlaajuisesti eri kokoluokan yrityksistä. Verkkolaskuverkot muodostavat P2P-ohjelmistojen ohella arviomme mukaan hyvin merkittävän osan koko tämän hetkisestä verkottuneiden hankinnasta maksuun -ratkaisujen markkinasta. Tässä markkinasegmentissä on ratkaisevaa erityisesti verkoston kattavuus, integroitavuus ja automaatioaste, missä suhteessa Baswaren kilpailukyky maailman suurimman avoimen verkkolaskuverkoston omistajana on vahva. Vaikka globaalit markkinat laajalti kattavia verkkolaskuverkostoja on Baswaren lisäksi vain muutama, on tässä segmentissä erittäin paljon kilpailua maanosien, toimialojen ja maiden tasolla.

Kilpailijat

Gartnerin vuonna 2018 julkaiseman P2P-ratkaisujen Magic Quadrant -raportin perusteella Baswaren kokonaisratkaisulle voidaan nimetä tällä hetkellä noin 14 merkittävän kokoista kilpailijaa, joista pääosa on

yhdysvaltalaisia ohjelmistotaloja.

Gartner on nimennyt toimialan johtaviksi (Leaders) toimijoiksi Baswaren ohella SAP AG:n vuonna 2012 hankkiman yhdysvaltalaisen Ariban, yhdysvaltalaisen listayhtiö Coupan (2018e liikevaihto noin 240 MUSD), ja yhdysvaltalaisen, pääomasijoittajan omistaman JAEGGERin. Muut toimialan merkittävät kilpailijat ovat Gartnerin mukaan Oracle, Baswaresta ei-sitovan ostarjouksen marraskuussa 2018 tehnyt Tradeshift, Ivalua, GEP, Wax Digital, SynerTrade, PROACTIS, Comarch, Perfect Commerce, Suomen Postin omistama OpusCapita, ja Determine. Lisäksi Forrester on nimennyt omassa B2B-verkkoyhtiöitä käsittelevässä raportissaan Baswaren kilpailijaksi verkoissa Inforin GT Nexusen, Transcepta ja Tungsten Networkin.

Basware-sijoittajan kannalta keskeisin seurattava kilpailija on Coupa, koska sen kehitystä on kvartaaleittain raportoivana listayhtiöinä helppoa verrata Baswareen ja yhtiö on keskittynyt Baswaren kanssa pitkälti samaan asiakassegmenttiin. Coupan kasvu on viime vuosina ylittänyt selvällä marginaalilla Baswaren cloud-liikevaihdon kasvun, mitä selittää arvioimme mukaan yhtiön selvästi Baswarea aggressiivisemmat panostukset myyntiin ja markkinointiin, yrityskaupat, ja Baswarea suurempi suhteellinen liikevaihdon osuus voimakkaasti kasvavilla Pohjois-Amerikan markkinalla.

Kilpailukenttä ja kilpailutekijät

Baswaren kilpailukenttä P2P-markkinalla



Baswaren kilpailutekijät

- + Teknologinen ja toimiala osaaminen
- + Globaalisti johtava markkina-asema ja laajin avoin verkosto
- + SaaS/Cloud-malli
- + Laaja-alainen ratkaisu
- + Lisäarvopalvelut
- Haastajan asemassa suurella Pohjois-Amerikan markkinalla
- Transformaatio SaaS-malliin vielä osittain kesken
- Kasvun tehokkuuden ja kannattavuuden osalta yhtiön track-record viime vuosilta vaatimaton

Kilpailukenttä 2/2

Baswaren vahvuudet

Baswaren keskeisimmät vahvuudet ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Osaaminen.** Baswaren toimialatuntemus ja teknologinen osaaminen on yhtiön pitkän historian kautta toimialan kärkeä. Yhtiö on nimetty sekä Gartnerin että Forresterin raporteissa alansa johtavaksi toimijaksi.
- **Markkina-asema.** Baswaren markkina-asema ja tunnettuus on kaikilla päämarkkinoilla vahva ja vakaa. Yhtiön avoin verkkolaskuverkosto on laajuudeltaan, liitettävyydeltään ja käyttömääriltään maailman johtava. Tietyillä toimialoilla, kuten autoteollisuudessa, terveydenhuollossa, valmistusteollisuudessa ja rakentamisessa yhtiön verkko on globaalisti kattavin.
- **SaaS/Cloud-malli.** Baswaren liiketoimintamalli on transformoitu jo lähes kokonaan SaaS/Cloud-malliin, mikä tuo yhtiölle etua suhteessa perinteisellä mallilla toimivia yhtiöitä vastaan. Lisäksi yhtiön vanhan kertalisenssipohjaisen asiakaskannan konvertoiminen cloud-malliin tuo lisää ennustettavuutta ja vakautta liiketoimintaan.
- **Ratkaisun kattavuus.** Baswaren ratkaisu kattaa laaja-alaisesti koko P2P-prosessin arvoketjun. Basware on yksi harvoista toimijoista, joka pystyy digitalisoimaan ja automatisoimaan myös paperisten laskujen ja tilausten käsittelyyn. Yhtiön ratkaisu on integroitavissa satoihin ERP-järjestelmiin ja mahdollistaa kaiken kokoisten toimittajien liittämisen verkkoon.
- **Lisäarvopalvelut:** Baswaren on kehittynyt verkostonsa ympärille osin uniikkeja lisäarvopalveluita.

Baswaren heikkoudet

Baswaren keskeisimmät haasteet ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Haastajan asemassa Pohjois-Amerikassa:** Baswaren markkina-asema ei ole historiallisista syistä johtuen yhtä vahva kuin pääkilpailijoilla Pohjois-Amerikassa, joka on kooltaan maailman suurin hankinnasta maksuun -markkina.
- **Resurssit:** Vaikka Basware on johtava toimija alallaan, on arviomme mukaan usealla yhtiön kilpailijalla käytössään suuremmat organisatoriset ja rahoituskelliset resurssit.
- **Transformaatio:** Baswaren transformaatio cloud-mallilla toimivaksi yhtiöksi on kestänyt pitkään ja vaatinut merkittäviä muutoksia resursseihin ja organisaatioon. Tämä prosessi on vielä osittain keskeneräinen ja vanhojen liiketoimintojen hiipuminen ja transformaatio heikentää yhtiön kokonaisliikevaihdon kasvua.
- **Tehokkuus:** Basware ei ole yltänyt viime vuosien aikana asettamiinsa taloudellisiin tavoitteisiin, mikä on johtunut arvioimme mukaan ainakin osittain yhtiön heikosta operatiivisesta tehokkuudesta erityisesti myynnissä ja markkinoinnissa. Lisäksi konsultointipalvelut on ollut liiketoimintana pitkään kannattamatonta.

Konsolidaatio

Hankinnasta maksuun -markkinan voimakkaan kasvun, voimakkaan teknologisen kehityksen ja verkostojen kasvavan strategisen merkityksen takia yrityskaupat sektorilla ovat olleet viime vuosina yleisiä ja pidämme Baswarea sekä potentiaalisena yritysostokohteena että yrityskauppojen tekijänä.

Arviomme mukaan Basware itse kartoittaa yritysostokohteita lähivuosina erityisesti täydentävien teknologioiden alueilta. Yhtiö on alkuvuonna tehtyjen ei-ydinliiketoimintaan kuuluvien yritysmyyntien jälkeen fokuusoitunut vahvasti hankinnasta maksuun -ratkaisuihin, joten emme odota Baswaren tekevän lähivuosina enää merkittäviä divestointeja.

Paras ja läheisin esimerkki toimialan konsolidaatioaktiiviteetista saatiin marraskuussa 2018, kun Baswaren yhdysvaltalainen kilpailija Tradeshift teki yhtiöstä toistaiseksi vielä arvostuksen osalta tuntemattomilla ehdoilla ei-sitovan ja erittäin ehdollisen ostotarjouksen. Tarjous ei ole toistaiseksi johtanut konkreettisiin toimiin puolin tai toisin. Ostotarjouksen hinta olisi noin 48 euroa Baswaren osakkeelta. Arviomme, että tarjouksen logiikkana on 1) hyödyntää Baswaren Q3-tuloksen jälkeen jyrkästi laskenutta arvostustasoa, 2) kahden merkittävän verkkomaksuverkon yhdistäminen globaalisti ylivoimaisesti suurimmaksi verkoksi, ja 3) kasvattaa yhtiöiden tarjoaminen lisäarvopalveluiden arvonluontipotentialia.

Baswaren suurin omistaja Arrowgrass Capital on antanut sitoumuksen hyväksyä Tradeshiftin ostotarjous, jos se tehdään ennen tammikuun 2018 puolivaliä. Suurimman omistajan hyväksynnän takia pidämme mahdollisen ostotarjouksen läpimenon mahdollisuuksia vahvoina. Baswaren mukaan ostotarjouksen rahoitusratkaisusta ei ole toistaiseksi saatu varmuutta. Tradeshiftin taustalla on kuitenkin useita suuria sijoittajia, kuten Goldman Sachs, PSS Investments, HSBC, American Express Ventures, joten pidämme hyvin mahdollisena, että ostotarjouksen toteuttamiseen tarvittava rahoitus on järjestettävissä.

Strategia

Basware on fokusoitunut johtavaksi pilvipohjaisten hankinnasta maksuun -ratkaisujen toimittajaksi

Baswaren strategian ytimessä on ollut läpi koko yhtiön yli 30 vuotisen historian ajan yritysten taloushallinnon ja maksuliikenteen prosessien automatisointi ja ohjaaminen. Viimeisen 10 vuoden aikana yhtiö on fokusoitunut strategiassaan globaalisti johtavan aseman saavuttamiseen verkottuneissa hankinnasta maksuun -ratkaisuissa. Samanaikaisesti yhtiössä on toteutettu transformaatiota kertalaisenssipohjaisen tuotteen myyntiin ja ylläpitoon keskittyneestä liiketoimintamallista jatkuviin pilvipohjaisiin palveluihin nojaavaan liiketoimintamalliin (SaaS). Transformaatio on nyt edennyt liikevaihdolla mitattuna loppusuoralle (pilvipalvelutuotot n. 2/3-osaa liikevaihdosta) ja yhtiö on keskittynyt cloud-liikevaihdon voimakkaaseen kasvattamiseen ja liiketoimintamallin skaalaamiseen.

Strategia tähtää valtavan markkinapotentiaalिन hyödyntämiseen

Baswaren johdon mukaan yhtiöllä on edessään valtavan kokoinen globaali markkinapotentiaali (15 mrd. euroa), jonka kasvua tukee useat megatrendit. Yhtiön tavoitteena on vahvan markkina-aseman, skaalautuvan pilvipohjaisen liiketoimintamallin, sekä korkeaa lisäarvoa tuottavien ratkaisujen avulla olla markkinaosuudeltaan suurin verkottuneiden hankinnasta maksuun -palvelujen tarjoaja suurissa Euroopan maissa ja johtava toimija Yhdysvaltain markkinoilla. Pitkän aikavälin kasvuvisiona on nostaa yhtiön liikevaihto miljardiin euroon.

Yhtiön johdon mukaan on tärkeää, että Basware panostaa valtavasta markkinapotentiaalista, vahvasti kasvavasta markkinasta ja liiketoimintamallin mahdollistamista houkuttelevista arvoajureista (korkea asiakkuuden elinkaaren arvo, jatkuvuus, skaalautuvuus) johtuen nyt voimakkaasti myyntiin ja markkinointiin cloud-tilauskannan kasvattamiseksi. Basware taloudellisenä tavoitteena on kiihdyttää vuotuisen

orgaanisen cloud-kasvunsa yli 20 prosenttiin vuoteen 2022 mennessä.

Strategian toteutuksen painopistealueet

Tavoitteiden mukaisen kasvun mahdollistavia tekijöitä ovat yhtiön mukaan 1) uusasiakashankinta, 2) asiakaslaajennukset, 3) ylläpitoasiakkaiden siirtäminen cloud-ratkaisuihin, ja 4) kumppanuudet.

Uusasiakashankinta: Baswaren tärkeimpiä kasvumarkkinoita ovat Yhdysvallat, Iso-Britannia, Saksa ja Ranska, joissa yhtiöllä on matalan markkinapenetraation myötä suurimmat mahdollisuudet saada uusia asiakkaita. Suurin osa myynti- ja markkinointibudjetista suunnataan näille markkinoille.

Asiakaslaajennukset: Yhtiöllä on noin 200 avainasiakasta, joiden vuotuinen jatkuva cloud-liikevaihto on keskimäärin 0,2 MEUR. Yhtiön mukaan sillä on potentiaalia merkittävästi kasvattaa avainasiakkuuksista saatavaa keskimääräistä liikevaihtoa panostamalla asiakkuuksien hallintaan, yhä tiiviimpään ja globaalimpaan palveluun sekä asiakastyytyväisyyteen.

Asiakkaiden siirtyminen cloud-ratkaisuihin: Basware keskittyy aktiivisesti tuomaan suurimpia on-premise-asiakkaita cloud-ratkaisujen käyttäjiksi, jonka ansiosta asiakkuudesta saatava liikevaihto tyypillisesti yli kaksinkertaistuu.

Kumppanuudet: Basware on keskittynyt aiemmin lähes puhtaasti oman myyntikanavan kehittämiseen, ja vuonna 2017 kumppanien osuus cloud-liikevaihdosta oli noin 5 %. Kumppanien kautta saatavan, hyvin skaalautuvan kasvun osuuden kasvattamiseksi yhtiö on perustanut vuonna 2018 erillisen kumppanuustoiminnon. Tavoitteena on kasvattaa kumppaneilta tulevan cloud-liikevaihdon osuus 20 %:in pitkällä aikavälillä.

Kasvun kiihdyttämiseen tähtäävien toimien lisäksi yhtiö jatkaa myös liiketoimintamallin kehittämistä

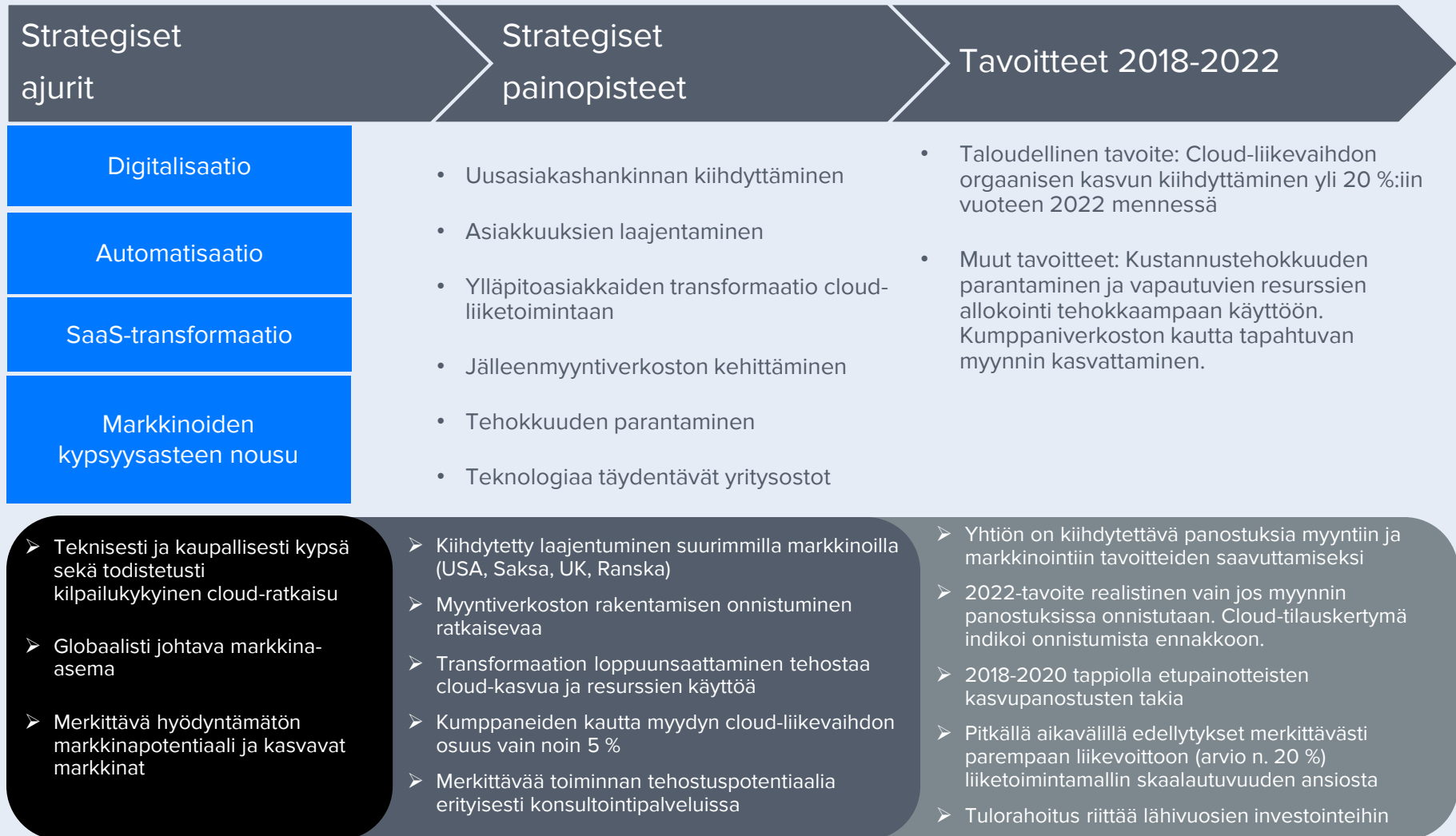
tehokkaammaksi ja skaalautuvammaksi. Tässä keskeisiä toimenpiteitä ovat mm. 1) pilvipalvelin kapasiteetin siirtäminen Amazon Web Serviceen, 2) t&k-, tuotanto- ja käyttöönottopalveluiden prosessien tehostaminen ja keskittäminen Intiaan ja Romaniaan, 3) asiakastukipalveluiden automaation kasvattaminen ja tehostaminen ServiceNow-palvelulla, 4) konsultointipalveluiden tehokkuuden nostaminen uusien palveluiden ja stardardoinnin kautta, sekä 5) myynnin prosessien ja panostusten tehostaminen.

Strategian rahoitus

Kasvutavoitteisiin pääseminen vaatii seuraavien vuosien aikana vielä merkittäviä panostuksia erityisesti myyntiin ja markkinointiin, jotka yhtiö aikoo rahoittaa pääosin yllämainittujen sisäisten tehostustoimien kautta sekä cloud-tuottojen kasvun muodostamalla operatiivisella kassavirralla. Johdon mukaan tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että kasvupanostukset mitoitetaan siten, että yhtiön tulos säilyy oikaistulla käyttökatteella mitattuna lähellä nollatasoa. Yhtiöllä on lisäksi keväällä 2018 tehtyjen yritysmyyntien jäljiltä melko tukeva kassa, joka mahdollistaa myös panostusten tekemisen.

Yhtiön strategiaan kuuluu myös edelleen keskeisenä työkaluna yritysostot, jotka keskittyvät pääasiassa ratkaisua täydentävien teknologioiden hankintaan. Arviomme mukaan Basware pystyy nykyisillä rahavaroilla rahoittamaan pienehköjä yritysostoja, mutta merkittävien yritysostojen tekemiseen yhtiö tarvitsisi mahdollisesti lisärahoitusta.

Baswaren strategian yhteenveto



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

Transformaatio ja tuloskehitys 2013-2017

Baswaren liikevaihto on kasvanut keskimäärin 5 % vuosina 2013-2017. Yhtiön strategia ja liiketoimintarakenne on tänä ajanjaksona muuttunut voimakkaasti. Kasvua on vetänyt yhtiön cloud-tuotot, jotka ovat kasvaneet keskimäärin 23 % vuosittain. Näin ollen yhtiön ”vanhan” liiketoimintamallin liikevaihto on laskenut keskimäärin 6 % vuosittain lisenssimyynnin, ylläpidon ja konsultoinnin vetämänä. Yhtiön transformaatiota on vauhdittanut cloud-liiketoimintaa tukevat yritysostot ja samalla ei-strategisten toimintojen myynnit. Cloud-tuotot vastasivat Q3’18:lla jo 66 % liikevaihdosta.

Yhtiön cloud-transformaatio ei kuitenkaan ole ollut kivuton ja yhtiö on matkan varrella joutunut useampaan otteeseen tarkentamaan strategiaansa ja keskipitkän ajan tavoitteita alaspäin, joka on nakertanut sijoittajien luottamusta yhtiöön. Nyt yhtiö on kuitenkin voiton puolella transformaatioissa ja valmis painamaan lisää kaasua myynnin ja markkinoinnin mielessä.

Vuonna 2013 Baswaren liikevaihto oli 114 MEUR ja cloud-liikevaihtoa vastaava liikevaihto 24 MEUR tai noin 20 % koko yhtiön liikevaihdosta. Vuodesta 2013 cloud-tuottojen 23 %:n keskimääräistä kasvua on vetänyt niin uusasiakashankinta kun myös ”vanhan”-liiketoimintamallin (ylläpitotuottojen) transformaatio. Näin ollen samaan aikaan Baswaren kasvua on hidastanut ”vanhan”-liiketoimintamallin lasku. Vuosina 2013-2017 lisenssimyynti on laskenut keskimäärin 27 %, konsultointi on laskenut 2 % ja ylläpitotuotot on laskenut 4 %. Ulkomaan myynnin kasvu on ollut prosentuaalisesti selvästi kotimaata vahvempaa

viimeisten vuosien ajan, kun yhtiö on lisännyt panoksia kansainväliseen laajentumiseen ja tehnyt kasvua kiihdyttäviä yritysostoja. Maantieteellisesti katsottuna kansainvälisen liikevaihdon osuus on noussut 60 %:sta vuonna 2013 68 %:iin vuonna 2017.

Yhtiön käyttökate heikentynyt vuosina 2013-2017 johtuen pääasiassa kasvaneista myynnin panostuksista. Lisäksi yhtiö on joutunut uudelleenjärjestelemään organisaatiotaan voimakkaasti joka on aiheuttanut kertaluonteisia kuluja. Baswaren oik. käyttökate-% oli 8 % -11 % vuosina 2013-2015. Vuosina 2016-2017 oikaistu käyttökate-% laski 1-2 %:n tuntumaan lisättyjen kasvupanostusten ajamana.

Kulurakenne

Basware on muuttanut organisaatorakennettaan ja raportointiaan useaan otteeseen vuoden 2013 jälkeen. Tarkastelemme seuraavaksi vain vuoden 2017 kulurakennetta koska se kuvaa parhaiten nykyistä liiketoimintamallia.

Basware myy ja tuottaa palvelunsa pääosin oman henkilöstönsä kautta, mutta koska transformaatio cloud-liiketoimintaan on edelleen kesken on yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä varsin korkealla, noin puolet liikevaihdosta. Basware panostaa voimakkaasti kansainväliseen myyntiin cloud-kasvun kiihdyttämiseksi. Baswaren kulurakenteesta valtaosa koostuu myynnin ja markkinoinnin kuluista, jotka olivat 37 MEUR vuonna 2017 (tai 24 % liikevaihdosta ja 2018e: 30 %) ja ovat kasvamaan päin. Tuotekehityskulut olivat vajaa 30 MEUR tai noin 20 % liikevaihdosta vuosina 2017-2018e. Hallinto ja yleiskulut olivat

noin 14 MEUR tai noin 10 % liikevaihdosta viime vuonna ja kasvavat tänä vuonna noin 12 %:iin. Lisäksi liiketoiminnan muut kulut ovat olleet noin 2 % liikevaihdosta.

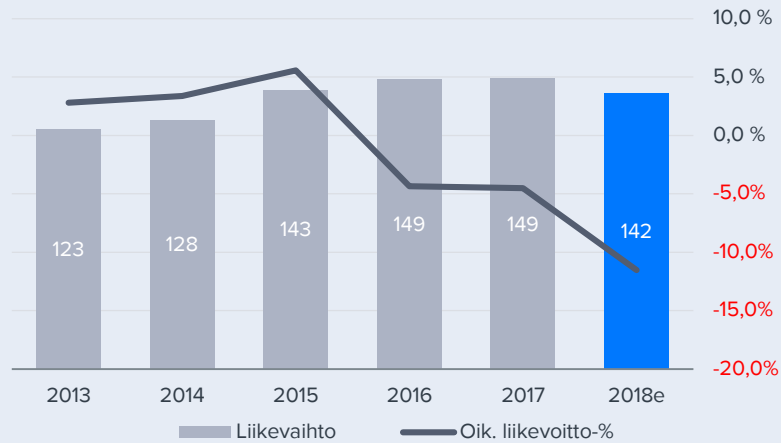
Baswaren poistot koostuvat pääosin aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoista. Yhtiö aktivoi edelleen kehitysmenoja (2017: 10 MEUR) ja vuonna 2017 ne olivat linjassa poistojen kanssa. Kuluvaan vuonna kehitysaktivoinnit ovat laskeneet hieman ja ovat vuonna 2018 poistoja matalammat.

Tase ja rahoitusasema

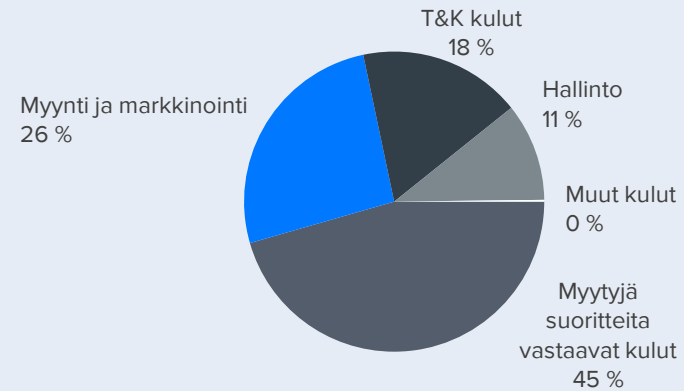
Baswaren taserakenne on mahdollistaa suhteellisen hyvin nykyisen kasvustrategian toteuttamisen lähivuosina. Q3’18 lopussa taseen loppusumma oli 219 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin aktivoituista tuotekehitysmenoista syntyneistä aineettomista hyödykkeistä (45 MEUR) ja liikearvosta (79 MEUR). Lisäksi varat sisältävät saamisista (45 MEUR) ja 46 MEUR:n kassan mahdollistamaan myynti ja markkinointipanostusten lisäämiseen ja cloud-kasvun rahoittamiseen. Vastattavien puolella yhtiön oma pääoma koostuu pääosin SVOP-rahastosta, joka on 111 MEUR koko 114 MEUR:n omasta pääomasta. Yhtiöllä oli Q3’18 lopussa 57 MEUR korollista vierasta pääoma ja osto- ja sopimusveloista johtuen yhtiön korottomat velat olivat 47 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli Q3’18 lopussa 52 % ja nettovelkaantumisaste 10 %. Arvioimme, että Basware käyttää kassaansa rahoittamaan kasvua, mikä yhdistettynä kasvupanostuksien takia negatiiviiseen tulokseen tulee heikentämään yhtiön omavaraisuutta.

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

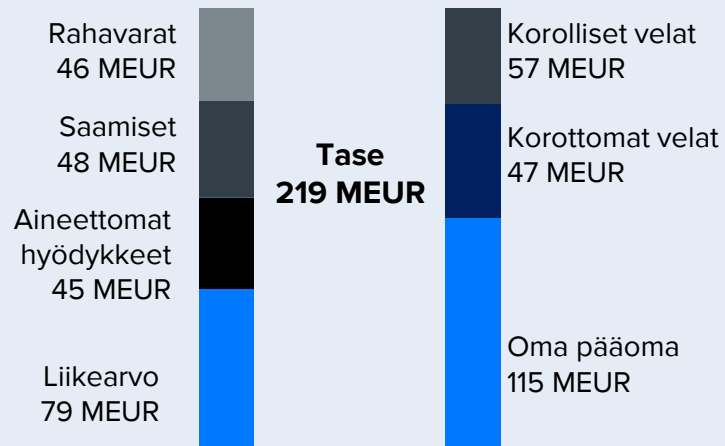
Liikevaihdon ja oik. EBIT-% kehitys



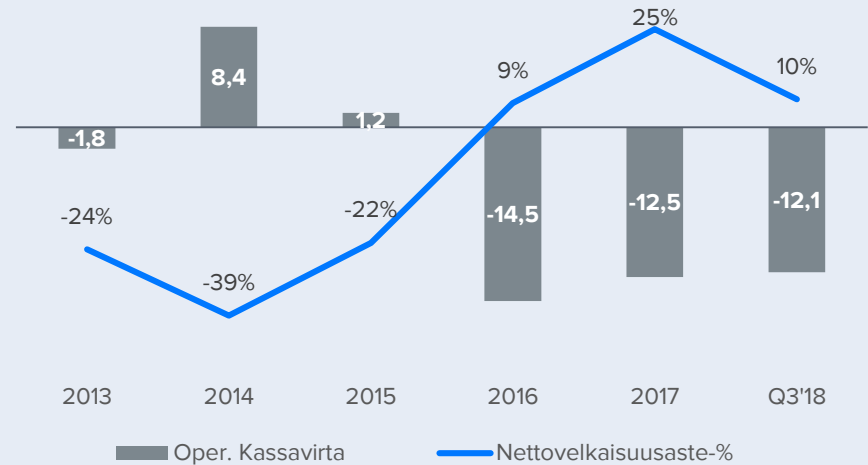
Kulurakenne 2018e



Taserakenne, Q3'2018



Operatiivinen kassavirta investointien jälkeen ja nettovelkaisuusaste



Ennusteet 1/3

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Baswaren kehitystä pääasiassa kahden ydinliikevaihtoerän kautta:

- SaaS
- Transaktiopalvelut

Oletamme ennustemallissamme, että Baswaren SaaS-malliin keskittyvän strategian vuoksi Lisenssit sekä Ylläpito -liikevaihtoerien tuotot tulevat hiipumaan nykyisen strategiakauden (2018-2022) aikana kohti nollaa. Muiden cloud-tuottojen ja konsultoinnin liikevaihdon oletamme laskevan vielä vuonna 2019, mutta palaavan jälleen asteittain kasvuun keskipitkällä aikavälillä.

Ennustamme cloud-liikevaihdon kehitystä:

- 1) Myynti- ja markkinointikulujen kasvun kautta, joka ajaa liikevaihdon kasvua ennakoivan cloud-tilauskertymän kehitystä,
- 2) kasvupanostusten tehokkuuden kautta, joka määrittää suhdetta, jolla kasvupanostukset muuntuvat tilauskertymäksi, sekä
- 3) arvioidun asiakaspoistuman (churn) kehityksen kautta, joka määrittää sitä, kuinka paljon tilauskertymän kasvusta valuu olemassa olevan liikevaihdon tason säilyttämiseen.

Oletamme ennustemallissamme, että myynti- ja markkinointipanostusten määrän kasvu heijastuu pitkistä myyntisykleistä johtuen cloud-tilauskertymän kehitykseen tyypillisesti noin 2-4 neljänneksen viiveellä ja edelleen cloud-tuottojen kasvuun asteittain noin 2 vuodessa.

Baswaren tuloksen määrittää käytännössä bruttokatemarginaalin kehittyminen ja kiinteiden



kulujen (OPEX-%) taso suhteessa liikevaihtoon. Ennustamme mallissamme Baswaren pystyvän nostamaan cloud-tuottojen bruttokate-%:n nousun, kulurakenteen skaalautumisen ja konsultoinnin tehostumisen myötä bruttokatemarginaalia asteittain nykyiseltä noin 50 %:n tasolta noin 70 %:iin pitkällä aikavälillä. Jälleenmyyjien kautta tulevan liikevaihdon merkittävä kasvu voisi kasvattaa bruttokate-%:a korkeammaksikin, sillä jälleenmyyjän myynti raportoidaan liikevaihtoon myyntipalkkiolla vähennettynä (nettomyynti). Baswaren nykyinen liiketoimintamalli nojaa kuitenkin niin vahvasti vielä omaan myyntikanavaan, että ennustamme jälleenmyynnin suhteellisen osuuden jäävän liikevaihdosta matalaksi.

Basware investoi lähivuosina vielä voimakkaasti kasvuun, minkä johdosta yhtiön kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta tulee olemaan lähivuosina vielä korkea ja käyttökatemarginaali hieman ja liikevoittomarginaali selvästi negatiivinen. Kasvujakson jälkeen (2021-) liiketoiminta alkaa kuitenkin mallissamme skaalautua vahvemmin ja liikevoitto-% nousee asteittain yli 20 %:iin vuonna 2027.

Näkyvyys Baswaren liikevaihdon kehitykseen on kokonaisuutena hyvä, sillä yhtiön liikevaihto perustuu pääosin hyvin ennakoitaviin, jatkuviin tuottoihin. Myös liikevaihdon kasvun ennakoitavuus on cloud-tilauskertymän kautta saatavan näkyvyyden myötä hyvä useiksi vuosiksi eteenpäin. Suurin epävarmuus ennustemallissamme lyhyellä aikavälillä kohdistuu siten bruttokate-%:n ja kasvupanostusten tehokkuuden kehitykseen.

Ennusteiden ajurit

Kasvavat Cloud- liiketoiminnot

-  SaaS
-  Transaktiopalvelut

Taantuvat non-cloud -liiketoiminnot

-  Ylläpito
-  Lisenssit

Keskeiset ennusteparametrit

- Myynti- ja markkinointipanostusten kasvu ja tehokkuus
- Cloud-tilauskertymä
- Churn (asiakaspoistuma)
- Bruttokatemarginaali
- Kiinteiden kulujen kasvu suhteessa liikevaihtoon

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/3

Vuosi 2018

Basware ohjeistaa vuodelle 2018 ilman valuuttakurssien vaikutusta orgaanista 90-95 MEUR:n cloud-liikevaihtoa ja hieman vertailukautta suurempia kokonaiskuluja (pois lukien poistot ja oikaisut). Lisäksi yhtiö on antanut sanallisia kuvauksia cloud- ja muu kuin cloud-liikevaihtoerien kehityssuunnista.

Olemme ennusteissamme linjassa yhtiön ohjeistukseen. Ennustamme vuoden 2018 kokonaisliikevaihdon laskevan noin 5 % 142 MEUR:oon (2017: 149 MEUR) pääasiassa yritysmyyntin seurauksena. Orgaanisesti arviomme kokonaisliikevaihdon säilyneen suunnilleen ennallaan. Ennustamme vuoden 2018 cloud-liikevaihdon kasvavan noin 11 % 90 MEUR:oon (2017: 80 MEUR) ja ilman valuuttakurssien vaikutusta noin 92 MEUR:oon. Muiden kuin cloud-tuottojen liikevaihdon odotamme laskevan yritysmyyntien ja laskevien lisenssi-, ylläpito- ja konsultointituottojen myötä 24 % noin 52 MEUR:oon (2017: 69 MEUR).

Ennusteemme Baswaren kertaeristä oikaistulle käyttökatteelle on -5,5 MEUR (oik. EBITDA-% -3,9 %) ja oikaistulle liikevoitolle -16,3 MEUR (oik. EBIT-% -11,5 %). Raportoidun liikevoiton ennusteemme on -2,5 MEUR, mitä parantaa arviomme mukaan yhteensä 13,8 MEUR:n positiiviset kertaerät.

Cloud-liikevaihdon kasvua ennakoivan cloud-tilauskertymän ennustamme nousevan vuoden lopussa +21 % 21,6 MEUR:oon.

Vuodet 2019-2021

Vuosien 2019-2021 osalta Baswaren tavoitteena on kiihdyttää asteittain cloud-liikevaihdon kasvu yli 20 %:iin vuoteen 2022 mennessä.

Tavoitteeseen pääsemiseksi yhtiö aikoo lisätä

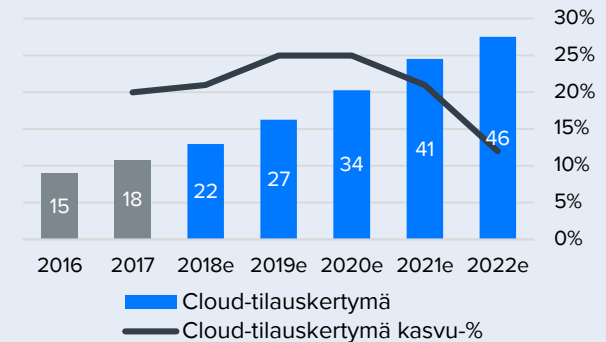
merkittävästi panostuksia myyntiin ja markkinointiin cloud-tilauskannan kasvattamiseksi.

Ennusteemme strategiakaudelle ovat pitkälti linjassa yhtiön tavoitetasojen kanssa. Odotamme yhtiön kasvattavan myynti- ja markkinointipanostuksia keskimäärin noin 15 % vuodessa. Kasvupanostukset nostavat ennustemallissamme vuosien 2018-2020 keskimääräisen cloud-liikevaihdon kasvun noin 18 %:iin vuodessa, kovimman kasvun painottuessa vuodelle 2021 (+20 %). Kokonaisliikevaihdon kasvu jää jaksolla ennusteemme mukaan vielä selvästi cloud-kasvua alemmaksi, keskimäärin noin 8 %:iin, sillä odotamme ylläpitotuottojen osuuden liikevaihdosta laskevan jakson aikana n. 19 %:sta noin 6 %:iin ja myös konsultoinnin kasvun olevan cloud-tuottojen kasvua hitaampaa.

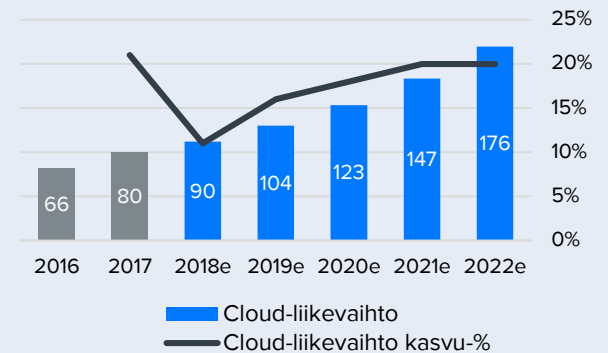
Käyttökate-%:n odotamme olevan jakson alkupuolella noin -2-3 %:n tasolla, mutta nousevan, parantuvan bruttokatemarginaalin, kulujen loivan skaalautumisen ja suhteellisesti pienentyvien kasvupanostusten myötä jakson loppupuolella positiiviseksi noin 2 %:iin.

Keskeinen parametri ennusteidemme toteutumiselle on cloud-tilauskannan kertymä, jonka perusteella voimme ennakoita Baswaren cloud-liikevaihdon kehitystä parin seuraavan vuoden tähtäimellä. Arviomme mukaan Baswaren kasvutavoitteisiin yltäminen vaatii cloud-tilauskertymään keskimäärin yli 25 %:n vuosikasvua lähivuodet. Ennustamme cloud-tilauskertymän kasvuksi vuonna 2019 +25 %, vuonna 2020 25 % ja vuonna 2021 21 %. Ennusteessamme cloud-tilauskertymän kasvua kiihdyttää ennen kaikkea myyntipanostusten kasvu, mutta odotamme myös myynnin tehokkuuden paranevan asteittain jakson aikana.

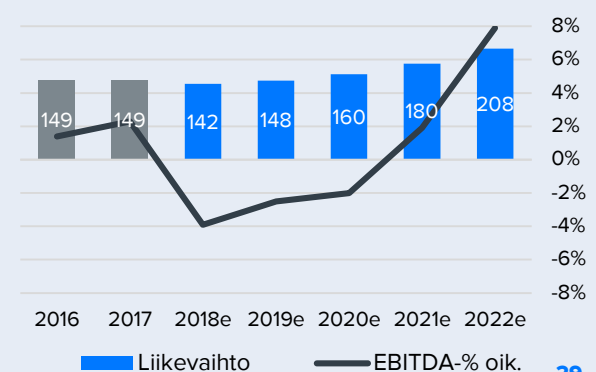
Cloud-tilauskertymä ja kasvu-%



Cloud-liikevaihto ja kasvu-%



Kokonaisliikevaihto ja oik. EBITDA-%



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2022 jälkeen ennustemallissamme tilauskertymän kasvu ja liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain vuoteen 2027 mennessä, ikuisuuskasvun ollessa 3,5 % 2027 lähtien. Mallissamme kasvua hidastaa uusmyynnin kasvuvauhdin hidastuminen, kasvava asiakaspoistuma (churn), sekä pienentyvä olemassa olevien asiakkuuksien laajentuminen.

Liikevoitto-% asettuu noin 22 %:n tasolle 2027 eteenpäin. Kannattavuutta nostaa ennusteessamme kiinteiden kulujen skaalautuminen ja suhteellisesti pienentyvät kasvupanostukset. Bruttokate-%:n oletamme nousevan jakson lopulla noin 70 %:iin cloud-liiketoiminnan skaalautumisen ja tuottojen rakenteen parantumisen (paperisten laskujen

käsittely vähenee) sekä konsultoinnin kannattavuuden parantumisen kautta.

Kasvun rahoitus

Oletamme ennustemallissamme, että Basware pystyy rahoittamaan lähivuosien kasvuinvestoinnit nykyisellä kassallaan (2018e: 39 MEUR) ja operatiivisella tulovirralla. Yhtiö on indikoinut, että t&k- ja hallinnon kulujen kasvua voidaan myös hillitä ja ohjata panostuksia enemmän myyntiin ja markkinointiin.

Arviomme mukaan yhtiö voi myös tarvittaessa vähentää merkittävästi kasvupanostuksia, joka tukisi rahavirtaa ja tulosta, mutta tällöin yhtiön strategisen arvon kannalta kriittisen cloud-liikevaihdon kasvunopeus hidastuisi ja yhtiö ei todennäköisesti pääsisi tavoitteisiinsa.

Toisaalta, jos yhtiö pystyy osoittamaan pystyvänsä selvästi ennustamaamme korkeampaan kasvuun strategijakson aikana, voisi yhtiön olla omistaja-arvon maksimoimisen kannalta järkevää jatkaa kasvupanostusten kiihdyttämistä ja kerätä esim. annilla lisää rahoitusta. Myös suuremmat yritysjärjestelyt voisivat vaatia lisärahoitusta.

Strategiakauden (2019-2022) ja pitkän aikavälin ennusteet lukuina

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e->
Cloud-tilausten kasvu-%	20 %	21 %	25 %	25 %	21 %	12 %	n. 10 %
Cloud-lv kasvu-%	21 %	12 %	16 %	18 %	20 %	20 %	n. 15 %
Liikevaihto kasvu-%	0 %	-5 %	5 %	8 %	13 %	15 %	n. 15 %
Oik. EBITDA-%	+2,3 %	-3,9 %	-2,5 %	-2,0 %	+1,9 %	+7,9 %	+13-26 %
Rahoitus	Rahavarat Tulorahoitus	Rahavarat Tulorahoitus	Rahavarat Tulorahoitus	Rahavarat Tulorahoitus	Rahavarat Tulorahoitus	Tulorahoitus	Tulorahoitus

Ennustemalli

	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Cloud tilauskertymä	4,7	6,4	4,5	6,1	5,9	8,0	5,5	7,7	17,9	21,6	27,1	33,8	40,9	45,9
%-muutos	16 %	16 %	29 %	23 %	27 %	25 %	23 %	26 %	20 %	21 %	25 %	25 %	21 %	12 %
SaaS	9,6	9,7	10,2	11,1	11,5	11,9	12,3	13,7	34,8	40,5	49,4	60,2	74,1	91,9
%-muutos	20 %	15 %	14 %	16 %	20 %	23 %	21 %	24 %	132 %	16 %	22 %	22 %	23 %	24 %
Transaktiopalvelut	10,5	10,9	11,0	11,6	11,7	12,5	12,4	13,4	39,7	44,0	50,0	57,6	67,4	78,2
%-muutos	11 %	14 %	12 %	8 %	12 %	15 %	13 %	15 %	10 %	11 %	14 %	15 %	17 %	16 %
Muu cloud-liikevaihto	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	5,8	5,0	4,8	4,9	5,2	5,7
%-muutos	-10 %	-34 %	-3 %	-5 %	-7 %	0 %	-3 %	-4 %	-19 %	-15 %	-4 %	3 %	6 %	10 %
Cloud yhteensä	21,3	21,8	22,4	23,9	24,4	25,6	25,9	28,3	80,3	89,5	104,2	122,8	146,7	175,8
%-muutos	13 %	10 %	12 %	11 %	14 %	17 %	16 %	18 %	21 %	11 %	16 %	18 %	20 %	20 %
Ylläpitotuotot	7,8	6,2	6,2	6,0	5,6	5,2	5	4,7	37,0	26,2	20,5	14,7	10,3	7,2
%-muutos	-20 %	-33 %	-31 %	-32 %	-29 %	-16 %	-19 %	-23 %	-9 %	-29 %	-22 %	-28 %	-30 %	-30 %
Lisenssimyynti	0,5	0,6	0,4	0,7	0,4	0,3	0,2	0,5	4,2	2,3	1,4	0,8	0,5	0,0
%-muutos	-40 %	-42 %	-49 %	-50 %	-26 %	-54 %	-50 %	-32 %	-42 %	-46 %	-40 %	-40 %	-40 %	-100 %
Konsultointipalvelut	6,3	6,2	5,0	6,0	5,8	5,7	4,7	5,9	27,7	23,5	22,1	21,4	22,5	24,7
%-muutos	-10 %	-13 %	-18 %	-20 %	-8 %	-8 %	-5 %	-2 %	-19 %	-15 %	-6 %	-3 %	5 %	10 %
Muut ei-cloud -lv	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ei-cloud yhteensä	14,6	13,2	11,6	12,7	11,8	11,2	9,9	11,0	68,8	52,0	43,9	36,9	33,3	31,9
%-muutos	-18 %	-25 %	-27 %	-28 %	-19 %	-15 %	-14 %	-13 %		-24 %	-16 %	-16 %	-10 %	-4 %
Liikevaihto yhteensä	36,0	35,0	34,0	36,6	36,2	36,8	35,8	39,3	149,2	141,5	148,1	159,7	180,0	207,7
%-muutos	-2 %	-6 %	-5 %	-7 %	1 %	5 %	5 %	7 %	0 %	-5 %	5 %	8 %	13 %	15 %
Myytyjä suoritteita vastaavat kulut	-17,9	-18,6	-16,1	-19,0	-16,6	-18,0	-15,4	-17,9	-75,9	-71,6	-67,9	-69,4	-72,4	-77,6
%-liikevaihdosta	-50 %	-53 %	-47 %	-52 %	-46 %	-49 %	-43 %	-46 %	-51 %	-51 %	-46 %	-43 %	-40 %	-37 %
Bruttokate	18,1	16,4	17,9	17,6	19,5	18,8	20,4	21,4	73,3	69,9	80,1	90,3	107,6	130,1
Bruttokate-%	50 %	47 %	53 %	48 %	54 %	51 %	57 %	54 %	49 %	49 %	54 %	57 %	60 %	63 %
Myynti ja markkinointi	-9,9	-10,4	-10,8	-11,0	-11,6	-12,3	-12,6	-13,1	-36,5	-42,1	-49,6	-57,6	-66,2	-72,8
%-liikevaihdosta	-27 %	-30 %	-32 %	-30 %	-32 %	-33 %	-35 %	-33 %	-24 %	-30 %	-34 %	-36 %	-37 %	-35 %
%-muutos	5 %	12 %	38 %	11 %	17 %	18 %	17 %	19 %	22 %	15 %	18 %	16 %	15 %	10 %
Tutkimus ja tuotekehitys	-6,8	-7,0	-6,6	-7,2	-7	-7,2	-6,7	-7,5	-29,6	-27,6	-28,4	-29,5	-31,0	-32,9
%-liikevaihdosta	-19 %	-20 %	-19 %	-20 %	-19 %	-20 %	-19 %	-19 %	-20 %	-19 %	-19 %	-18 %	-17 %	-16 %
%-muutos	-13 %	-9 %	1 %	-5 %	3 %	3 %	2 %	4 %		-7 %	3 %	4 %	5 %	6 %
Hallinto	-3,9	-4,3	-4,0	-4,4	-4	-4,3	-4	-4,6	-14,1	-16,6	-16,9	-17,4	-18,1	-19,0
%-liikevaihdosta	-11 %	-12 %	-12 %	-12 %	-11 %	-12 %	-11 %	-12 %	-9 %	-12 %	-11 %	-11 %	-10 %	-9 %
%-muutos	19 %	29 %	31 %	-1 %	3 %	0 %	0 %	5 %		18 %	2 %	3 %	4 %	5 %
Liiketoiminnan muut tuotot ja kulut	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
%-liikevaihdosta	-0,4 %	-0,3 %	-0,4 %	0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	0,0 %	-0,5 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,1 %
Liikevoitto ennen kertaeriä	-2,6	-5,4	-3,6	-4,9	-3,2	-5,1	-3,0	-3,9	-7,7	-16,6	-15,2	-14,6	-8,1	5,0
%-liikevaihdosta	-7,3 %	-15,6 %	-10,6 %	-13,4 %	-8,7 %	-14,0 %	-8,3 %	-9,9 %	-5,2 %	-11,7 %	-10,2 %	-9,1 %	-4,5 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	149	36,8	37,3	35,8	39,2	149	36,0	35,0	34,0	36,6	142	148	160	180
Cloud-liikevaihto	36,0	18,9	19,8	20,1	21,6	80,3	21,3	21,8	22,4	23,9	89,5	104	123	147
Muu kuin cloud -liikevaihto	23,0	17,9	17,5	15,8	17,6	68,8	14,6	13,2	11,6	12,7	52,0	43,9	36,9	33,3
Konserni	34,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	-5,4	-2,5	-0,3	3,1	0,3	0,7	15,1	-3,6	-1,1	-2,2	8,3	-3,8	-3,1	3,4
Poistot ja arvonalennukset	-8,6	-2,6	-2,5	-2,3	-2,7	-10,1	-2,6	-2,7	-2,7	-2,7	-10,8	-11,4	-11,4	-11,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	-6,5	-4,2	-2,2	1,0	-1,4	-6,7	-2,6	-5,4	-3,6	-4,7	-16,3	-15,2	-14,6	-8,1
Liikevoitto	-13,9	-5,1	-2,8	0,8	-2,4	-9,4	12,5	-6,3	-3,8	-4,9	-2,5	-15,2	-14,6	-8,1
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-1,7	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9
Tulos ennen veroja	-16,3	-6,1	-3,6	0,3	-2,8	-12,2	11,7	-6,7	-4,3	-5,4	-4,6	-17,2	-16,5	-10,0
Verot	1,9	0,7	0,2	0,0	-0,2	0,8	-5,3	1,0	1,0	1,0	-2,3	1,7	1,6	1,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-14,3	-5,4	-3,4	0,3	-3,0	-11,5	6,4	-5,7	-3,2	-4,4	-6,9	-15,4	-14,8	-9,0
EPS (oikaistu)	-0,48	-0,31	-0,20	0,03	-0,14	-0,61	-0,40	-0,35	-0,21	-0,29	-1,25	-1,07	-1,03	-0,62
EPS (raportoitu)	-0,99	-0,37	-0,24	0,02	-0,21	-0,80	0,44	-0,40	-0,22	-0,30	-0,48	-1,07	-1,03	-0,62
Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	3,6 %	7,9 %	-4,3 %	1,5 %	-2,4 %	0,4 %	-2,3 %	-6,3 %	-5,1 %	-6,7 %	-5,1 %	4,6 %	7,9 %	12,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-181,2 %	77,4 %	-52,8 %	-223,0 %	-206,8 %	4,1 %	-37,6 %	150,1 %	-462,5 %	241,5 %	142,2 %	-7,2 %	-3,9 %	-44,7 %
Käyttökate-%	-3,6 %	-6,8 %	-0,8 %	8,7 %	0,9 %	0,4 %	42,1 %	-10,3 %	-3,1 %	-5,9 %	5,9 %	-2,5 %	-2,0 %	1,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	-4,4 %	-11,4 %	-5,8 %	2,8 %	-3,5 %	-4,5 %	-7,3 %	-15,5 %	-10,6 %	-12,8 %	-11,5 %	-10,2 %	-9,1 %	-4,5 %
Nettotulos-%	-9,6 %	-14,6 %	-9,2 %	0,9 %	-7,6 %	-7,7 %	17,8 %	-16,4 %	-9,5 %	-12,0 %	-4,9 %	-10,4 %	-9,3 %	-5,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	158	157	141	140	138
Liikearvo	96,8	92,0	79,0	79,0	79,0
Aineettomat hyödykkeet	47,3	49,0	45,6	43,9	41,8
Käyttöomaisuus	1,6	1,3	0,9	1,5	2,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	2,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Laskennalliset verosaamiset	8,5	10,4	11,4	11,4	11,4
Vaihtuvat vastaavat	68,8	54,7	73,4	61,0	51,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	33,0	34,0	31,8	33,3	35,9
Likvidit varat	35,8	20,7	41,5	27,7	15,2
Taseen loppusumma	227	212	214	201	189

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	133	116	109	93,5	78,7
Osakepääoma	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Kertyneet voittovarot	22,2	11,5	4,5	-10,9	-25,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	107	101	101	101	101
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	49,4	55,1	47,7	47,7	47,7
Laskennalliset verovelat	5,5	4,7	4,7	4,7	4,7
Varaukset	5,1	0,9	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	36,7	47,3	40,0	40,0	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,1	2,1	3,0	3,0	3,0
Lyhytaikaiset velat	44,8	40,5	57,5	59,4	62,9
Lainat rahoituslaitoksilta	10,5	2,0	15,0	15,0	15,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,2	38,5	42,5	44,4	47,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	227	212	214	201	189

Avainluvut

Lyhennetty tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	123	128	143	149	149	142	148	160	180	208
Oikaistu käyttökate (EBITDA)	10,5	11,4	12,1	2,1	3,4	-5,5	-3,8	-3,1	3,4	16,5
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	3,5	4,3	8,0	-6,5	-6,7	-16,3	-15,2	-14,6	-8,1	5,0
Liikevoitto (EBIT)	3,3	4,3	4,7	-13,9	-9,4	-2,5	-15,2	-14,6	-8,1	5,0
Tulos ennen veroja	3,3	4,3	3,6	-16,3	-12,2	-4,6	-17,2	-16,5	-10,0	3,1
Nettotulos	2,6	3,0	3,1	-14,3	-11,5	-6,9	-15,4	-14,8	-9,0	3,1
Osakekohtainen tulos	0,2	0,2	0,45	-0,48	-0,61	-1,25	-1,07	-1,03	-0,62	0,22
Vapaa kassavirta	-14,0	10,5	-19,2	-46,0	-10,0	20,0	-12,0	-10,8	-3,9	8,4

Avainluvut	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	8,5 %	3,5 %	12,3 %	3,6 %	0,4 %	-5,1 %	4,6 %	7,9 %	12,7 %	15,4 %
Käyttökate-% oik.	8,5 %	8,9 %	8,4 %	1,4 %	2,3 %	-3,9 %	-2,5 %	-2,0 %	1,9 %	7,9 %
Oik. liikevoitto-%	2,8 %	3,4 %	5,6 %	-4,4 %	-4,5 %	-11,5 %	-10,2 %	-9,1 %	-4,5 %	2,4 %
Liikevoitto-%	2,7 %	3,4 %	3,3 %	-9,4 %	-6,3 %	-1,8 %	-10,2 %	-9,1 %	-4,5 %	2,4 %
ROE-%	2,6 %	2,5 %	2,2 %	-10,5 %	-9,2 %	-6,2 %	-15,2 %	-17,2 %	-12,1 %	4,4 %
ROI-%	3,1 %	3,4 %	2,1 %	-10,0 %	-6,1 %	-1,6 %	-9,7 %	-10,3 %	-6,2 %	4,0 %
Omavaraisuusaste	77,1 %	82,8 %	79,1 %	58,5 %	54,8 %	50,9 %	46,6 %	41,6 %	37,4 %	36,8 %
Nettovelkaantumisaste	-4,7 %	-38,6 %	-22,4 %	8,7 %	24,7 %	12,4 %	29,2 %	50,5 %	65,1 %	53,5 %

Osakelukuja	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EPS (oikaistu)	0,21	0,21	0,45	-0,48	-0,61	-1,25	-1,07	-1,03	-0,62	0,22
Kassavirta / osake	-1,08	0,74	-1,35	-3,19	-0,69	1,39	-0,83	-0,75	-0,27	0,58
Osinko / osake	0,23	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omapääoma / osake	7,58	9,83	9,93	9,23	8,05	7,55	6,48	5,45	4,83	5,04

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili

Transformaation loppusuoralla oleva kasvuyhtiö

Basware on näkemyksemme mukaan sijoitusprofiililtaan kasvuyhtiö, vaikka edelleen jatkuvan liiketoimintamallin transformaation takia yhtiön liikevaihdon kokonaiskasvu ei yllä lähivuosina kovin korkeaksi. Baswaresta tekee kasvuyhtiöosakkeen arvonmuodostuksen pohjautuminen merkittävältä osin yhtiön liikevaihdon ja kannattavuuden voimakkaaseen kasvuun pitkällä aikavälillä. Voimakkaasta kasvuvaiheesta sekä SaaS-liiketoimintamallin logiikasta johtuen yhtiön tulos on negatiivinen, joten osakkeen arvostus nojaa tulokertoimien sijaan pääosin liikevaihtopohjaisiin kertoimiin.

Kasvuosakkeiden arvostustasot ovat yleisesti ottaen hyvin herkkiä muutoksille liikevaihdon kasvuennusteissa ja pitkän aikavälin oletetuissa kannattavuustasoissa, mikä nostaa niiden riskitason keskimääräistä korkeammaksi. Toisaalta Baswaren riskiprofiilia laskee sijoittajan näkökulmasta se, että yhtiön liiketoimintamalli perustuu pääosin hyvin ennustettaviin ja jatkuviin tuottoihin ja yhtiölle on muodostunut sen pitkän toimintahistorian ja vahvan kilpailukyvyn myötä vakaa asiakaspohja ja markkina-asema. Siten Baswaren tapauksessa kasvuyhtiöihin useimmiten liittyvät teknologian ja tuotteiden kehitys- ja kaupallistamisriskit ovat lyhyellä tähtämellä matalat.

Lähivuosina Baswaren arvostustason kehitystä määrittääkin arviomme mukaan pitkälti se, miten yhtiö onnistuu kasvuinvestoinneissaan ja kasvatavoitteissa. Tässä keskeinen mittari tulee olemaan liikevaihdon kasvua parin vuoden

tähtämellä ennakoivan cloud-tilauskertymän kehitys.

Baswaren osakkeen arvonkehitykseen voi myös vaikuttaa merkittävästi se, miten yhtiön strateginen arvo (arvo yritystostokohteena) kehittyi toimialan konsolidaatiota ajavien yhtiöiden tai kasvumahdollisuuksia hakevien sijoitusyhtiöiden silmissä. Tämä arvoajuri realisoitui jo osittain marraskuussa 2018, kun Basware tiedotti saaneensa kilpailijan (Tradeshift) tekemän ei-sitovan ja ehdollisen ostotarjouksen yhtiön osakkeista.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Baswaren arvonmuodostuksen kannalta keskeiset positiiviset ajurit ovat seuraavat:

- **Suuri markkinapotentiaali vahvasti kasvavilla markkinoilla:** Baswaren kohdemarkkina on erittäin suuri yhtiön kokoon nähden ja sen kasvun odotetaan olevan lähivuosina voimakasta useiden kysyntää tukevien megatrendien ajamana. Näin ollen yhtiöllä riittää tilaa voimakkaalle kasvulle pitkälle tulevaisuuteen.
- **Skaalautuvuus:** Baswaren SaaS-malliin pohjautuva liiketoiminta on perusteiltaan erittäin skaalautuvaa. Suurin skaalautuvuutta rajoittava tekijä on myyntikanava, joka ei tällä hetkellä vielä skaalaudu voimakkaasti. Konsultointiliiketoiminta rajoittaa myös skaalautuvuutta, mutta se tukee jatkuvien palveluiden kasvua ja asiakaspitoa.
- **Jatkuvuus ja asiakaspito:** Kun asiakas kerran valitsee Baswaren ohjelmistoratkaisun, on sen

vaihtamisen kynnyks korkeaa ja asiakasvaihtuvuus matala. Asiakkaan P2P-prosessit rakentuvat pitkälti Baswaren ratkaisun ympärille ja sen käyttöä usein laajennetaan. Tämän myötä pitkään jatkuvat asiakassuhteet tuovat myös ennustettavuutta liiketoimintaan.

- **Toiminnan tehostaminen:** Baswarella on potentiaalia tehostaa merkittävästi toimintaa ja sitä kautta nostaa kasvupanostusten tehokkuutta sekä kannattavuutta.
- **Vanhojen asiakkuuksien laajentaminen, kumppanuudet ja lisäarvopalvelut:** Yhtiöllä on merkittävää potentiaalia nostaa palveluiden laajentamisen sekä lisäarvopalveluiden myynnin kautta asiakkaiden keskimääräistä liikevaihtoa, ja laajentaa asiakaskantaa kumppaniverkostolla.

Riskit

Näkemyksemme mukaan Baswaren arvonmuodostukseen negatiivisesti vaikuttavat tekijät ja riskit ovat seuraavat:

- **Myynti- ja markkinointipanostusten onnistuminen:** Yhtiön kasvustrategian onnistuminen on riippuvainen eritoten myynti- ja markkinointipanostuksien onnistumisesta ja tehokkuuden parantumisesta. Vuodet 2019-2021 näyttävät, miten yhtiö tässä onnistuu. Yhtiön viime vuosien track-record kasvun hallinnasta on ollut tavoitteita heikompa, mutta viime aikoina cloud-tilauskertymän kasvua on jälleen saatu kiihdytettyä

Sijoitusprofiili 2/2

- **Kilpailupaineen kasvu:** Asiakkaan näkökulmasta Baswaren ratkaisulle on olemassa useita vaihtoehtoja ja muutokset kilpailijoiden kilpailukyvyssä tai resursseissa (yli-investoinnit) saattavat heikentää Baswaren kilpailuasemaan ja kasvupotentiaalia. Lisäksi suuret ERP-toimittajat tai ohjelmistotalot saattavat jatkossa yrittää laajentua nykyistä voimallisemmin Baswaren kohdemarkkinoille.
- **Toimialan arvostuskertoimet:** Baswaren arvostustasoon vaikuttaa keskeisesti se, miten markkinat hinnoittelevat SaaS-yhtiöiden odotettua kasvua. SaaS on melko tuore liiketoimintamalli ja sijoittajien SaaS-yhtiöille hyväksymät arvostustasot ovat eläneet merkittävästi yli ajan. Muutokset SaaS-yhtiöiden kasvun hinnoittelussa voivat heiluttaa huomattavasti myös Baswaren arvostustasoa tulevaisuudessa.
- **Teknologia- ja tietoturvariskit:** Esimerkiksi tekoäly ja ohjelmistorobotiikka tulevat väistämättä muuttamaan ohjelmistopalveluita seuraavan 10 vuoden aikana, mikä voi kasvattaa merkittävästi myös Baswaren T&K-investointien tarvetta. Lisäksi pilvipalveluina tarjottavat ohjelmistot kasvattavat tietomurtoihin ja järjestelmien suorituskykyyn liittyviä riskejä ohjelmistotoimittajan näkökulmasta.
- **Kasvustrategian rahoitus:** Baswaren liiketoimintamallissa kassavirrat kertyvät myynti- ja markkinointipanostuksiin nähden hyvin takapainoisesti. Asiakashankinnan kulujen takaisinmaksuajan merkittävä pidentyminen ja/tai asiakkuuden elinkaaren arvon alentuminen voisivat heikentää merkittävästi

Baswaren kassavirtaa, mikä hidastaisi yhtiön kasvua tai vaatisi lisärahoituksen hankkimista.

Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö, jonka arvo nojaa voimakkaasti pitkän aikavälin kassavirtoihin

2.

Arvostus herkkä muutoksille kasvussa ja hyväksyttävissä arvostustasoissa

3.

Vakaa markkina-asema ja ennustettava liiketoimintamalli madaltavat riskejä

4.

Cloud-kasvustrategian onnistuminen ja tehokkuuden kasvu määrittää arvonmuodostusta lähivuosina

5.

Yritysosstospekulaatioiden luoma optio tukee osaketta

Potentiaali



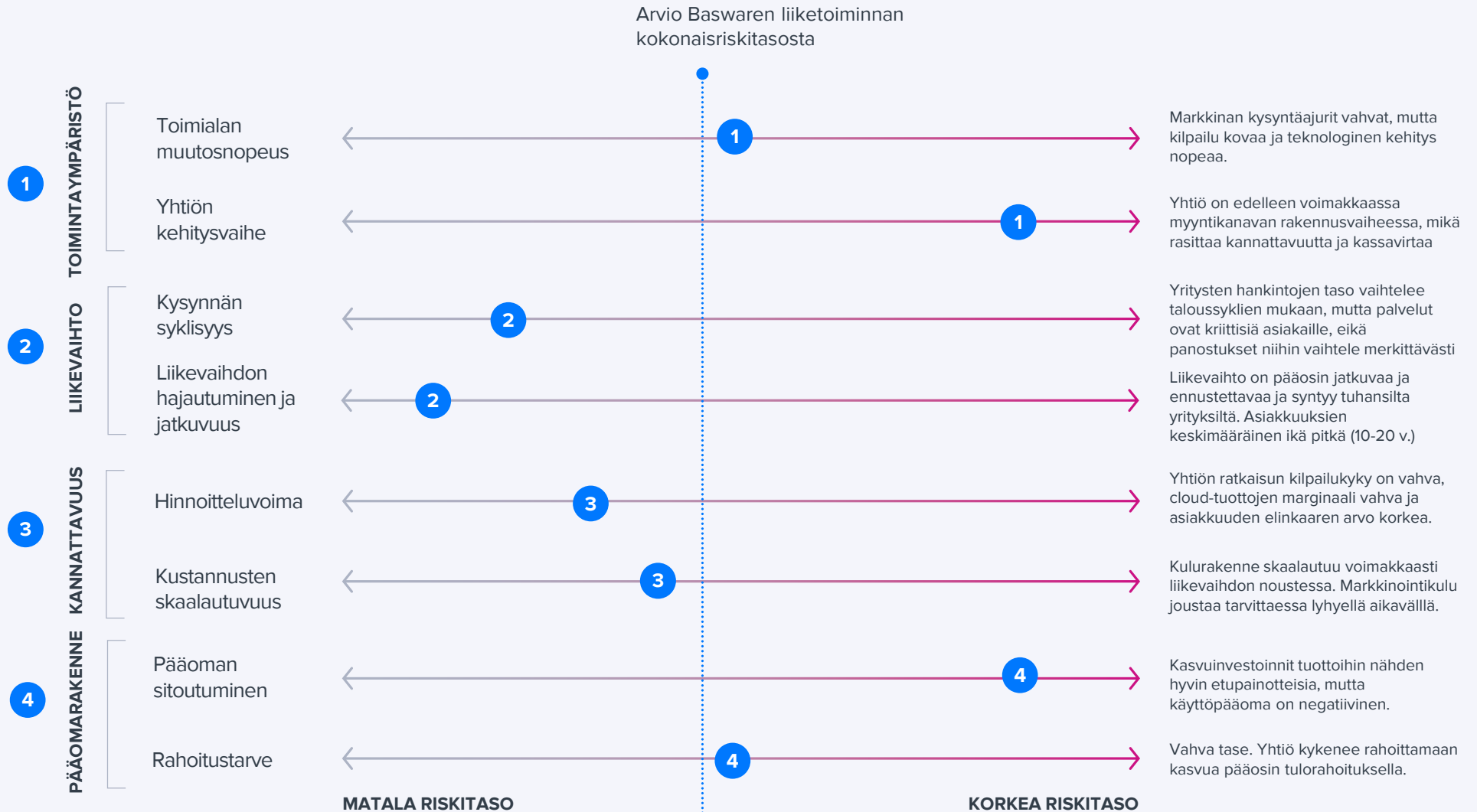
- Suuri markkinapotentiaali vahvasti kasvavilla markkinoilla
- Hyvin skaalautuva liiketoimintamalli
- Merkittävä lisäkasvumahdollisuus asiakkaiden laajentumisen, lisäarvopalveluiden ja kumppanuuksien kautta
- Toiminnan tehostaminen

Riskit



- Myynti- ja markkinointipanostusten epäonnistuminen
- Kilpailun kiristyminen ja yli-investoinnit sektorille
- Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti osakkeeseen
- Teknologia- ja tietoturvariskien toteutuminen
- Kasvustrategian rahoitus

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvonmääritys 1/2

Arvon muodostuminen

Baswaren arvonmääritys on haastavaa johtuen yhtiön vielä osin keskeneräisestä liiketoimintamallin transformaatiovaiheesta, SaaS-mallin dynamiikasta sekä yhtiön vasta kasvuvaiheen jälkeellä pitkällä aikavälillä esiin nousevasta tulospotentiaalista. Baswaren arvonmääritys perustuu yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa pitkälti cloud-liikevaihdon kasvuodotuksien arvioimiseen, sillä osake ei saa keskipitkällä aikavälilläkään tukea tulos pohjaisesta arvostuksesta.

Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyisen markkina-arvon voidaan hahmottaa muodostuvan seuraavista kolmesta komponentista:

1. SaaS/Cloud-liiketoiminnan arvo:

Voimakkaasti kasvava, perusteiltaan hyvin kannattava ja vahvasti skaalautuva cloud-liiketoiminta muodostaa näkemyksemme mukaan pääajurin Baswaren arvostukselle. Johdamme tämän komponentin arvon laajan SaaS-verrokkiryhmän kasvun ja operatiiviseen kannattavuuden yhdistelmään suhteutetuista arvostustasoista.

2. Muun kuin cloud-liiketoiminnan arvo: Tämän komponentin arvo muodostuu arvonmäärityksessämme Baswaren pääliiketoimintaa tukevan konsultointiliiketoiminnan arvosta sekä liiketoimintamallin cloud-transformaation myötä väistyvien kertalisenssipohjaisten ylläpito- ja lisenssituottojen nykyarvosta.

3. Strateginen arvo: Merkittävä osa Baswaren osakkeen nykyarvosta muodostuu yhtiön ja markkinoiden kasvuvaiheesta sekä takapainotteisesti kassavirtoja tarjoavasta SaaS-liiketoimintamallista johtuen yhtiön pitkän

aikavälin arvonluontikyvystä. Lisäksi osakkeen arvonmuodostukseen vaikuttaa yhtiön marraskuussa 2018 saaman, toistaiseksi ei-sitovan ja ehdollisen ostotarjouksen luoma optio yritysostokohteena olemisesta. Määritämme tämän ns. strategisen arvon suuruutta perustuen DCF-malliin sekä näkemykseemme ehdollisen ostotarjouksen muodostaman ”osto-option” arvosta.

SaaS/Cloud-liiketoiminnan arvonmääritys

Määritämme Baswaren SaaS/Cloud-liiketoiminnan arvon laajan (78 yhtiötä) SaaS-liiketoimintamallilla toimivista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuksen kautta (kts. Seuraava sivu).

Ensisijaisesti käytämme Baswaren cloud-liiketoiminnan arvonmääritykseen verrokkiryhmän ennustetun kasvun ja operatiivisen kannattavuuden yhdistelmän (2019e liikevaihdon kasvu-% + 2019e EBITDA-%) sekä eteenpäin katsovan EV/S-kertoimen korrelaatioon perustuvaa arvostusta. Tämän lisäksi käytämme cloud-liiketoiminnan arvostuksen viitearvoina verrokkiryhmän odotetun kasvun ja EV/S-kertoimen yhdistelmää sekä Baswaren pääkilpailijan ja suurimman verrokin Coupau arvostustasoa. Painotamme cloud-liiketoiminnan arvostuksessa kasvun ja kannattavuuden yhdistävää arvostusmenetelmää, sillä se huomioi mielestämme puhdasta kasvun vertailua paremmin erot yhtiöiden skaalautumisvaiheesta ja kasvun tehokkuudessa. Baswaren cloud-liiketoiminnan arvostuksen peilaaminen suoraan Coupau arvostukseen ei mielestämme ole perusteltua, sillä Coupau kasvu on ollut historiallisesti selvästi Baswarea vahvempaa, yhtiö on skaalaltaan Baswarea isompi ja kannattavampi. Lisäksi laajaan SaaS-ryhmän arvostustasoon

nähdyn Coupau on arvostettu selvästi keskimääriäistä korkeammilla kertoimilla, mikä viittaa osakkeen yliarvostukseen.

Olemme laskelmassa olettaneet Baswaren cloud-liikevaihdon kasvuparametriksi yhtiön cloud-tilauskannan ennustetun kasvuvauhdin (2019e +25 %) vähennettynä oletetulla 4 %:n asiakaspoistuvuudella (churn) (yhteensä 2019e +21 %), sekä yhtiön cloud-liiketoiminnalle tuloslaskelman perusteella arvioimamme laskennallisen käyttökatemarginaalin (-9 %). SaaS-verrokkien keskimääräiseen yhdistettyyn kasvu- ja kannattavuuslukuun ja keskimääräiseen eteenpäin katsovaan EV/S-kertoimeen perustuen Baswaren Cloud-liiketoiminnalle voitaisiin hyväksyä näillä oletuksilla noin 4,0x EV/S -kerroin, mikä antaa cloud-liiketoiminnan yritysarvoksi (EV) noin 416 MEUR.

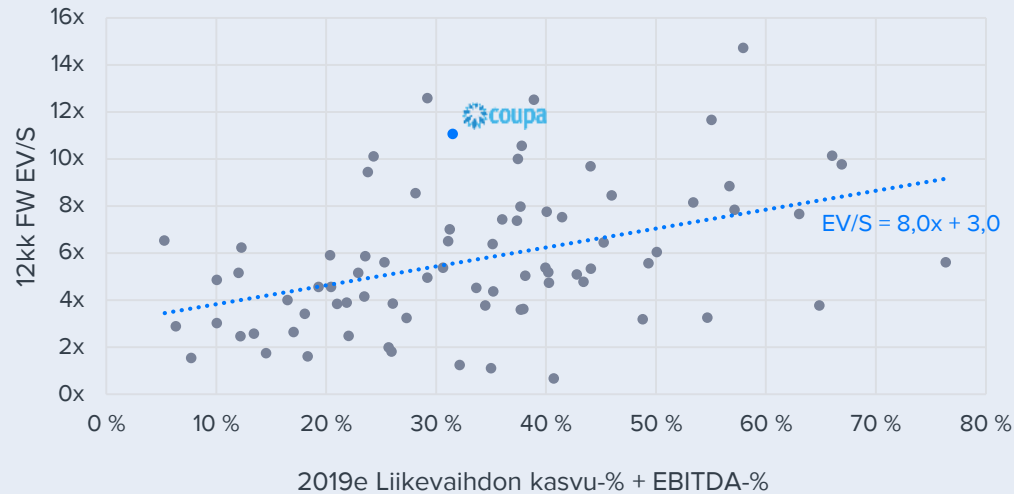
Vastaavasti pelkän verrokkiryhmän odotetun kasvun ja EV/S-kertoimen yhdistelmällä Baswaren cloud-liiketoiminnan hyväksyty EV/S-kerroin olisi noin 4,9x tasolla ja yritysarvo (EV) noin 509 MEUR.

Muun kuin cloud-liiketoiminnan arvonmääritys

Baswaren muiden kuin cloud-liiketoimintojen arvon olemme laskeneet yhdistämällä Konsultointipalveluiden arvon sekä Lisenssimyynnille ja Ylläpituotoille ennustettujen kassavirtojen nykyarvon (NPV) yhteen. Tappiollisuudesta johtuen emme anna Konsultointipalveluiden liikevaihdon (noin 24 MEUR) tällä hetkellä lainkaan painoarvoa ja Lisenssimyynnin ja Ylläpituottojen nykyarvoksi olemme arvioineet 35 MEUR. Oletamme mallissamme, että Ylläpito- ja Lisenssituotot hiipuvat asteittain nollaan vuoteen 2024 mennessä ja niiden bruttokatemarginaali on noin 90 % ja osuus kokonaiskuluista noin 2 %.

SaaS-verrokkiryhmän arvostus

SaaS-verrokkiryhmän arvostus suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



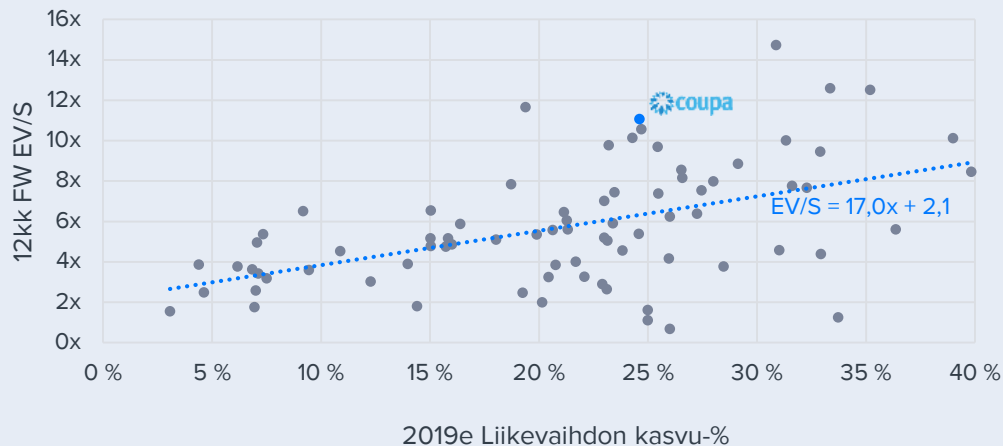
Baswaren hyväksyttävä arvostus

EV/S *
4,0x

Laskelman taustaoletukset Baswarelle:

- 1) 2019e Cloud tilaukset kasvun-% = 25 %
- 2) 2019e churn-% = 4 %
- 3) 2019e Cloud EBITDA-% = -9 %

SaaS-verrokkiryhmän arvostus suhteessa kasvuun



EV/S *
4,9x

Laskelman taustaoletukset Baswarelle:

- 1) 2019e Cloud-liikevaihdon kasvu-% = 16 %

Arvonmääritys 2/2

Liiketoimintojen osien summa

Yllä esitettyjen cloud-liiketoiminnan ja muun kuin cloud-liiketoiminnan arvonmäärityksiin perustuen arvioimme Baswaren nykyisten liiketoimintojen yhteenlasketuksi yritysarvoksi 451 MEUR (cloud 416 MEUR ja muu kuin cloud 35 MEUR). Baswarelle vuoden 2018 lopussa ennustamamme nettovelan 14 MEUR ja yritysarvon yhdistelmänä arvioimme Baswaren osakekannan arvoksi noin 437 MEUR, eli noin 30 euroa osakkeelta.

Baswaren osien summaan pohjautuvaa arvostusta ohjaa keskeisesti kaksi ajuria: 1) Baswaren cloud-liikevaihdon odotettu kasvunopeus sekä 2) SaaS-yhtiöiden arvostustasojen kehitys. Odotamme ennusteissamme, että Baswaren cloud-liikevaihdon kasvua ennakoivan cloud-tilauskertymän kasvu tulee kiihtymään lähivuosina noin 25 %:iin. Tätä korkeampi taso olisi siten mielestämme selkeä positiivinen ajuri osakkeelle ja vastaavasti tilauskertymän kasvun jääminen noin 20 %:iin tai alle laskisi osakkeen hyväksyttävää arvostusta. SaaS-yhtiöiden arvostustasot ovat liikkuneet pitkään lähes ennätystasoilla suhteessa liikevaihtoon, perinteisiin ohjelmistoyhtiöihin ja erityisesti kannattavuuteen nähden. Korkeaa arvostustasoa selittää SaaS-yhtiöltä odotettu erittäin vahva kasvu ja SaaS-malliin sisäänrakennettu voimakas skaalautuvuus ja tuottojen jatkuvuus. Oman arvioimme mukaan volatilitteetti SaaS-yhtiöiden hyväksyttävissä arvostustasoissa tulee kasvamaan markkinoiden yleisen epävarmuuden myötä selvästi, ja näemme SaaS-yhtiöiden yleisessä arvostustasoissa laskupaineita, mikä heijastuu myös Baswaren arvostustasoon.

Strateginen arvo

Baswaren arvostus nojaa vahvasta pitkän aikavälin kasvupotentiaalista ja SaaS-

liiketoimintamallin dynamiikasta johtuen erittäin voimakkaasti yhtiön pitkän aikavälin tuloksen tekokyvyn varaan. Näkemyksemme mukaan sopivin menetelmä määrittää yhtiön pitkän aikavälin tuloskasvun luomaa arvostuspotentiaalia on käyttää kassavirtamallia (DCF) erilaisiin skenaarioihin pohjautuen.

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Baswarelle on perusskenaariossa 684 MEUR ja oman pääoman arvo 655 MEUR, eli 45 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 22,5 % ja kasvun 3,5 %. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 80 % velattomasta arvosta, mikä korostaa mallin herkkyyttä pitkän aikavälin oletuksille. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 9 %:iin. Positiivisessa skenaariossa, jossa oletamme yhtiön cloud-liikevaihdon kasvavan koko ennustejaksolla (2019-2027) keskimäärin noin 2,5 %-yks. ja terminaaliyksiköllä 0,5 %-yksikköä nopeammin, sekä kannattavuuden (EBIT-%) nousevan terminaaliyksiköllä noin 26 %:iin muodostuu DCF-mallin arvoksi osakkeelta 64 euroa. Vastaavasti pessimistisessä skenaariossa cloud-liikevaihdon kasvu jää keskimäärin 2,5 %-yksikköä ja terminaaliyksiköllä 0,5 %-yksikköä alemmaksi sekä kannattavuus terminaaliyksiköllä noin 18 %:iin, muodostuu DCF-mallin arvoksi 30 euroa osakkeelta.

Baswaren osakkeen arvomuodostukseen vaikuttaa tällä hetkellä merkittävästi myös yhtiön marraskuussa 2018 kilpailija Tradeshiftilta saaman, toistaiseksi vielä ei-sitovan ja ehdollisen ostotarjouksen luoma optio yritysostokohteena olemisesta. Basware on vahvistanut Tradeshiftin tekemän alustavan ehdotuksen hintaindikaatioksi 48 euroa osakkeelta ja Baswaren suurin omistaja Arrowgrass Capital (omistusosuus 25 %) on

sitoutunut tietyin ehdoin hyväksymään Tradeshiftin mahdollisesti antaman sitovan julkisen ostotarjouksen, jos se tehdään ennen tammikuun 2018 puoliväliä.

Arvioimme, että pääomistajan sitoutuminen Tradeshiftin ostotarjoukseen nostaa sen toteutumisen todennäköisyyttä ja kertoo sen arvostustason (2019e EV/S 4,9x) olevan houkutteleva pääomistajan näkökulmasta. Arvioimme tässä vaiheessa ostotarjouksen toteutumisen ja läpimenon todennäköisyydeksi 66 % (aik. 50 %), millä perusteella laskettuna ”osto-option” arvoksi muodostuu liiketoimintojen osien summalle määrittämämme arvon päälle (48 eur – 30 eur * 66 %) noin 12 euroa osakkeelta.

Arvonmäärityksen yhteenveto

Huomioiden Baswaren vielä osittain kesken oleva siirtyminen cloud-liiketoimintaan (cloud-tuotot noin 66 % lv:sta), verrokkeja hitaampi cloud-liikevaihdon kasvu, voimakas investointivaihe ja heikko kannattavuus, on Baswaren hyväksyttävä arvostustaso lyhyellä aikavälillä ja itsenäisenä yhtiönä näkemyksemme mukaan lähempänä 30 euroa osakkeelta kuin noin 45-48 euron tasolla olevaa strategista arvoa.

Ostotarjouksen hinnan tarkentuminen 48 euroon ja suurimman omistajan sitoutuminen ostotarjoukseen kasvattaa kuitenkin osto-option arvon merkittäväksi, minkä vuoksi näemme osakkeen hyväksyttävän arvostuksen nousevan jo lyhyelläkin aikavälillä selvästi yhtiön lyhyen aikavälin liiketoiminnallista suorituskykyä heijastelevaa tasoa korkeammalla ja asetamme tavoitehinnan 42 euroon (aik. 39 euroa) ja nostamme osakkeen suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä).

Arvonmäärityksen yhteenveto

Osien summa

Cloud-liikevaihto 2019e	
x SaaS-yhtiöt -verrokit EV/S-kerroin	
Cloud-liiketoiminnan yritysarvo (EV)	
Konsultointi liiketoiminnan yritysarvo (EV)	
Lisenssit & Ylläpito NPV	
Yritysarvo yhteensä (EV), MEUR	
Nettovelka 2018e, MEUR	
Osakekannan arvo, MEUR	
Osakkeen arvo, EUR	

SaaS-verrokit EV/S vs. kasvu-%+EBITDA-%

104
4,0
416
0
35
451
13,5
437
30,3

SaaS-verrokit EV/S vs. kasvu-%

104
4,9
509
0
35
31
13,5
531
36,8

Baswaren tavoitehinnan muodostuminen

Liiketoimintojen osien summan nykyarvo

30 EUR

+

Yhtiön strategisen arvon luoma optioarvo

12 EUR

=

Tavoitehinta 12kk

42 EUR

Tradeshift ei-sitova ostotarjous

Osakekannan arvo 48 EUR/osake hintaindikaatiolla, MEUR	
Osakkeen arvo, EUR	
Preemio vs. osien summa, EUR/osake	
Ostotarjouksen läpimenon todennäköisyys	
Inderesin arvio osto-option arvosta per osake	

Ostotarjous

707
48,0
18,0
66 %
11,9

Kassavirtalaskelma (DCF)

Oman pääoman arvo DCF	
Oman pääoman arvo per osake	

Base

642
44,5

Bull

923
64,0

Bear

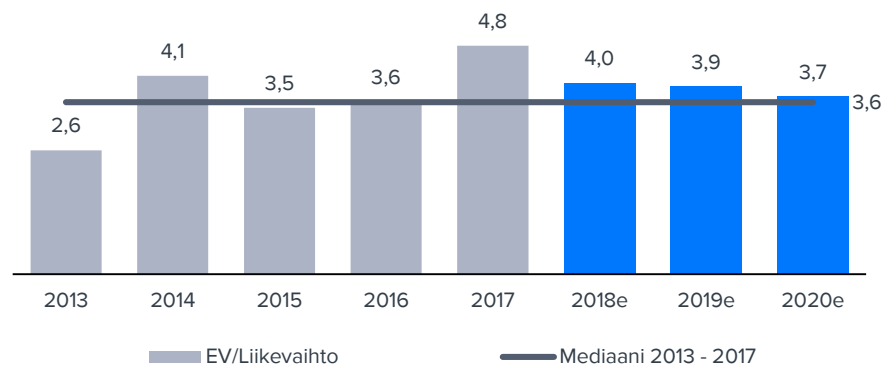
433
30,0

Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	25,0	41,1	37,3	36,3	47,5	38,3	38,3	38,3	38,3
Osakemäärä, milj. kpl	12,9	14,2	14,2	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Markkina-arvo	324	584	531	523	684	553	553	553	553
Yritysarvo (EV)	319	530	499	534	713	567	580	593	598
P/E (oik.)	>100	>100	83,2	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	>100	>100	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	55,4	neg.	neg.	neg.	27,6	neg.	neg.	neg.
P/B	3,3	4,2	3,8	3,9	5,9	5,1	5,9	7,0	7,9
P/S	2,6	4,6	3,7	3,5	4,6	3,9	3,7	3,5	3,1
EV/Liikevaihto	2,6	4,1	3,5	3,6	4,8	4,0	3,9	3,7	3,3
EV/EBITDA (oik.)	30,3	46,7	41,3	>100	>100	neg.	neg.	neg.	>100
EV/EBIT (oik.)	92,1	>100	62,6	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	114,2 %	48,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,9 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

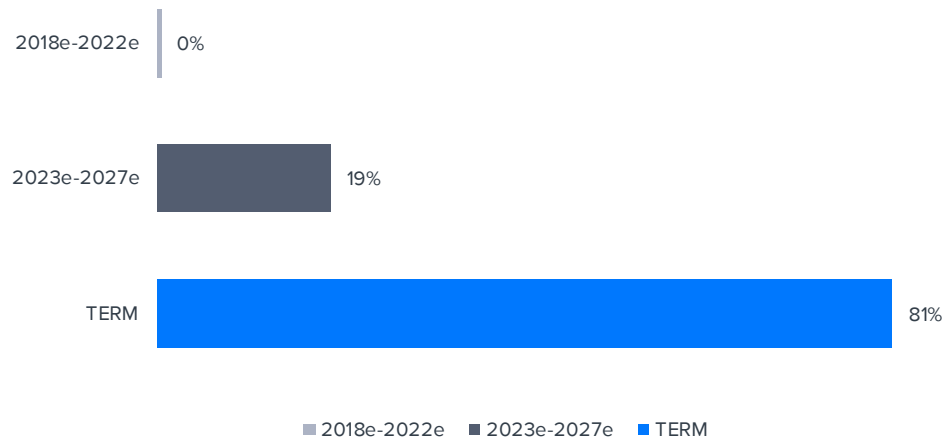
EV/Liikevaihto



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	-9,4	-2,5	-15,2	-14,6	-8,1	5,0	20,4	38,5	54,1	70,5	80,8	
+ Kokonaispoistot	10,1	10,8	11,4	11,4	11,5	11,4	11,1	11,0	11,1	11,3	11,7	
- Maksetut verot	-1,9	0,0	1,7	1,6	1,0	0,0	0,0	0,0	-2,6	-10,3	-15,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	
+ 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	3,3	6,1	0,5	0,9	1,5	2,1	2,3	2,4	2,8	3,0	0,9	
Operatiivinen kassavirta	2,0	14,0	-1,7	-0,8	5,8	18,5	33,8	52,0	65,3	74,2	77,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,9	6,0	-10,3	-9,9	-9,6	-10,2	-10,7	-11,3	-11,9	-12,6	-13,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-10,0	20,0	-12,0	-10,8	-3,9	8,4	23,0	40,7	53,4	61,7	63,8	
+/- 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	-10,0	20,0	-12,0	-10,8	-3,9	8,4	23,0	40,7	53,4	61,7	63,8	1183
Diskontattu vapaa kassavirta		20,0	-11,0	-9,0	-3,0	5,9	14,9	24,1	29,0	30,7	29,2	540
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta		671	651	662	671	674	668	653	629	600	570	540
Velaton arvo DCF		671										
- Korolliset velat		-49,3										
+ Rahavarat		20,7										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		642										
Oman pääoman arvo DCF per osake		44,5										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e	Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	143,4	148,6	149,2	141,5	148,1	EPS (raportoitu)	0,22	-0,99	-0,80	-0,48	-1,07
Käyttökate	11,9	-5,4	0,7	8,3	-3,8	EPS (oikaistu)	0,45	-0,48	-0,61	-1,25	-1,07
Liikevoitto	4,7	-13,9	-9,4	-2,5	-15,2	Operat. kassavirta / osake	1,34	-0,31	0,14	0,97	-0,12
Voitto ennen veroja	3,6	-16,3	-12,2	-4,6	-17,2	Vapaa kassavirta / osake	-1,35	-3,19	-0,69	1,39	-0,83
Nettovoitto	3,1	-14,3	-11,5	-6,9	-15,4	Omapääoma / osake	9,93	9,23	8,05	7,55	6,48
Kertaluontoiset erät	-3,3	-7,5	-2,7	13,8	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e	Kasvu ja kannattavuus	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	178,5	227,0	211,5	214,2	200,7	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	4 %	0 %	-5 %	5 %
Oma pääoma	141,1	132,9	115,9	109,0	93,5	Käyttökateen kasvu-%	7 %	-83 %	62 %	-264 %	-32 %
Liikearvo	69,3	96,8	92,0	79,0	79,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	84 %	-181 %	4 %	142 %	-7 %
Nettovelat	-31,6	11,5	28,6	13,5	27,3	EPS oik. kasvu-%	115 %	-206 %	28 %	106 %	-15 %
Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e	Käyttökate-%	8,4 %	1,4 %	2,3 %	-3,9 %	-2,5 %
Käyttökate	11,9	-5,4	0,7	8,3	-3,8	Oik. Liikevoitto-%	5,6 %	-4,4 %	-4,5 %	-11,5 %	-10,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	5,2	1,3	3,3	6,1	0,5	Liikevoitto-%	3,3 %	-9,4 %	-6,3 %	-1,8 %	-10,2 %
Operatiivinen kassavirta	19,0	-4,4	2,0	14,0	-1,7	ROE-%	2,2 %	-10,5 %	-9,2 %	-6,2 %	-15,2 %
Investoinnit	-38,7	-48,0	-7,9	6,0	-10,3	ROI-%	2,1 %	-10,0 %	-6,1 %	-1,6 %	-9,7 %
Vapaa kassavirta	-19,2	-46,0	-10,0	20,0	-12,0	Omavaraisuusaste	79,1 %	58,5 %	54,8 %	50,9 %	46,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-22,4 %	8,7 %	24,7 %	12,4 %	29,2 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2015	2016	2017	2018e	2019e
						EV/Liikevaihto	3,5	3,6	4,8	4,0	3,9
						EV/EBITDA (oik.)	41,3	>100	>100	neg.	neg.
						EV/EBIT (oik.)	62,6	neg.	neg.	neg.	neg.
						P/E (oik.)	83,2	neg.	neg.	neg.	neg.
						P/B	3,8	3,9	5,9	5,0	5,9
						Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

%- osakkeista

Arrowgrass Capital Partners LLP	24,8 %
Massachusetts Mutual Life Insurance Company	6,9 %
Sihvo Ilkka	6,2 %
Eräkangas Kirsi	4,4 %
Ilmarinen	4,1 %
Vaajoensuu Hannu	4,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 esittäjiensä 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.2.2017	Vähennä	32,00 €	32,30 €
10.4.2017	Vähennä	32,00 €	34,10 €
21.4.2017	Vähennä	33,00 €	34,56 €
20.7.2017	Vähennä	37,00 €	39,50 €
19.10.2017	Vähennä	40,00 €	41,76 €
1.12.2017	Vähennä	44,00 €	45,90 €
5.2.2018	Vähennä	44,00 €	45,00 €
19.4.2018	Vähennä	41,00 €	40,60 €
18.7.2018	Lisää	36,50 €	34,50 €
17.10.2018	Vähennä	27,00 €	26,60 €
19.11.2018	Vähennä	35,00 €	34,30 €
10.12.2018	Vähennä	39,00 €	39,60 €
28.12.2018	Lisää	42,00 €	38,30 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



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



**Analyysi kuuluu
kaikille.**