

Efecte

Laaja raportti

9.6.2023 8:05



Antti Luiri
+358 50 571 4893
antti.luiri@inderes.fi



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Ohjelmistosektorin ennustettava kasvuyhtiö

Efecte on löytänyt itselleen kilpailukykyisen lokeron yrityspalvelujen kasvavassa pilviohjelmistomarkkinassa. Yhtiö on rakentanut viime vuosina kasvulleen moottoria, joka tuottaa vakaata kasvua hyvällä tehokkuudella nyt myös epävarmimmassa markkinassa. Efecten lähivuosien kasvuun panostavalla strategialla on mielestämme hyvät edellytykset onnistua ja luoda omistaja-arvoa. Osakkeen arvostus (23e EV/S: 2,4x, org. Kasvu ~15-16 % vuodessa) on mielestämme laskenut hyvin houkuttelevaksi. Toistamme 12,0 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme kurssilaskun myötä osta-tasolle (aik. lisää).

Efecte on SaaS-mallilla toimiva ohjelmistoyhtiö, joka digitalisoi ja automatisoi yrityspalveluita

Organisaatiot käyttävät Efecten ohjelmistoa mm. IT-, HR- ja lakiyksiköissä digitalisoimaan ja automatisoimaan niiden tuottamia palveluita. Pääasiassa suurten ja keskisuurten yritysten käyttöön tarkoitettu ohjelmisto auttaa asiakkaita parantamaan organisaation tukipalveluita ja säästämään kuluja automatisoimalla prosesseja. Yhtiöllä on vahva markkina-asema sen kohdesegmentissä Suomessa. Kansainvälistyminen on vielä alkuvaiheessa, mutta hyvällä kehitysuralla. Kansainvälisen liiketoiminnan osuus on noin 25 % (2022) koko liikevaihdosta ja kasvu-uralla.

Siirtymä pilvipohjaisiin ohjelmistoihin jatkuu edelleen ja Efecte on asemoitunut hyvin hyötymään siirtymästä

Efecten kohdemarkkina on suuri ja pilvimurroksen myötä voimakkaassa kasvussa (>15 % vuosittain). Yhtiö on löytänyt markkinalta kilpailukykyisen lokeron keskisuurissa eurooppalaisissa asiakkaissa ja on ylläpitänyt >20 %:n vuosittaista SaaS-kasvua koko pörssihistoriansa ajan 2017 alkaen. Efectellä on mielestämme edelleen selvät edellytykset kasvun ylläpitämiselle usean tukijalan (kumppaniohjelma, uudet suorat markkinat, IGA-myyntikärki, Conversational AI-tuotteet) ja kasvun tehokkaasta toteutuksesta annettujen näyttöjen myötä (Q1'23 LTM: LTV/CAC 5,7x, asiakashankinnan takaisinmaksuaika ~45 kk). Pidämme yhtiön tuotteiden kysyntää varsin taantumakestäväenä niiden tuottaessa tehokkuushyötyjä, joskin heikossa talousympäristössä julkisen sektorin rooli asiakashankinnassa kasvaa.

Odotuksissamme on edelleen hyvää ja varsin vakaata kasvua

Odotamme Efecten kasvun nojaavan SaaS-liikevaihtoon (laajennukset ja uusasiakasmyynti), kun taas palveluiden arvioimme kasvavan hitaammin vuoden 2022 suuren Kela-käyttöönoton tultua päätökseen. Vuodelle 2023 ennustamme ohjeistuksen (>20 %) mukaisesti 24 %:n SaaS-kasvua ja 0,5 %:n käyttökatemarginaalia (Efecten oikaisuun 0,9 %). Vuosille 2024-2026 ennustamme noin 20 %:n vuosittaista SaaS-kasvua ja noin 15 %:n vuosittaista kokonaisliikevaihdon kasvua. Vuoden 2025 ennustamme EBITDA-%:n osalta on noin 11 % (Tavoite: >10 %) ja liikevaihdolle Intel Wise-kauppa sisältäen 33,6 MEUR (Tavoite: orgaanisesti >35 MEUR). Näemme myös option ennusteitamme kovempaan kasvuun (15-20 %:n liikevaihdon kasvu vuosittain), mikäli yhtiö onnistuu erinomaisesti kansainvälisessä kasvussa ja ylläpitää palveluiden vahvaa kasvua selvästi odotuksiamme pidempään.

Arvostus ja suositus

Efecte investoi korkean katteen tulovirtojaan jatkuvasti uudelleen myyntiin ja tuotekehitykseen. Tämän heikentämän kannattavuuden myötä nojaamme arvostuksessa liikevaihtokertoimiin. Mielestämme Efecten arvostus (2023e EV/S 2,4x) on sen orgaaniseen kasvunäkymään ja näyttöihin (2023e 14 % ja 24e-26e n. 15 % vuodessa, 23e: oik. EBIT-% -2 %) peilattuna jälleen hyvin houkutteleva absoluuttisesti ja suhteessa verrokkien mediaaneihin (2023e EV/S 4,8x ja 12 % sis. epäorgaanista kasvua, EBIT-% 20 %). Osakekurssi on myös selvästi alle DCF-mallimme tason (13,5 €/osake).

Suositus

Osta

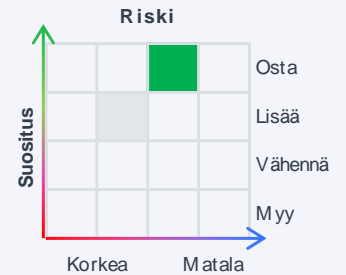
(aik. Lisää)

12,00 EUR

(aik. 12,00 EUR)

Osakekurssi:

9,86



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	21,6	25,3	29,0	33,6
kasvu-%	22 %	17 %	15 %	16 %
SaaS-liikevaihto	13,8	17,0	20,4	24,4
kasvu-%	26 %	24 %	20 %	20 %
Käyttökate	0,0	0,1	2,0	3,6
Käyttökate-%	0,1 %	0,5 %	6,8 %	10,7 %
EBIT oik.	-0,6	-0,5	1,3	2,9
EBIT-% oik.	-2,7 %	-2,0 %	4,4 %	8,7 %
Tulos ennen veroja	-0,9	-1,2	0,7	2,4
Nettotulos	-0,3	-1,1	0,7	2,1
EPS (oik.)	-0,11	-0,09	0,19	0,40
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	47,6	19,9
EV/EBITDA	>100	>100	30,8	16,1
EV/Liikevaihto	2,9	2,4	2,1	1,7

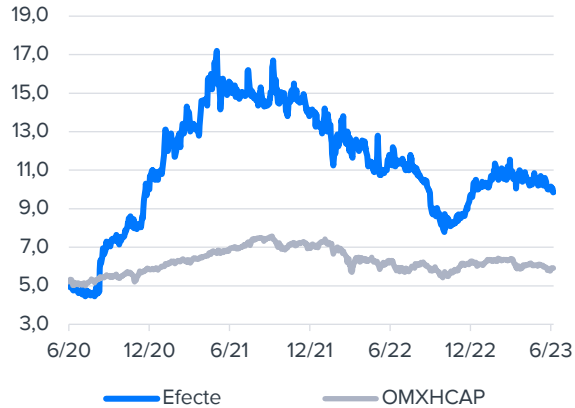
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

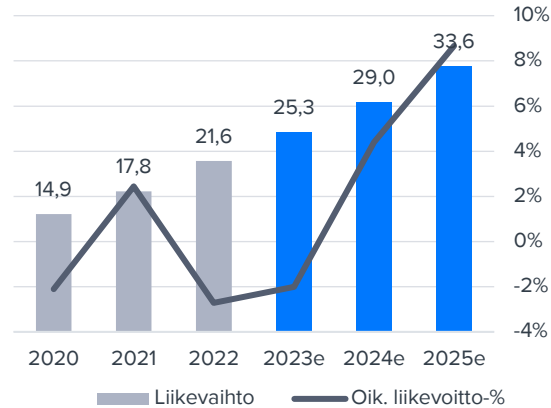
SaaS-liikevaihdon odotetaan kasvavan yli 20 % ja oikaistun käyttökatteen olevan positiivinen.

Osakekurssi



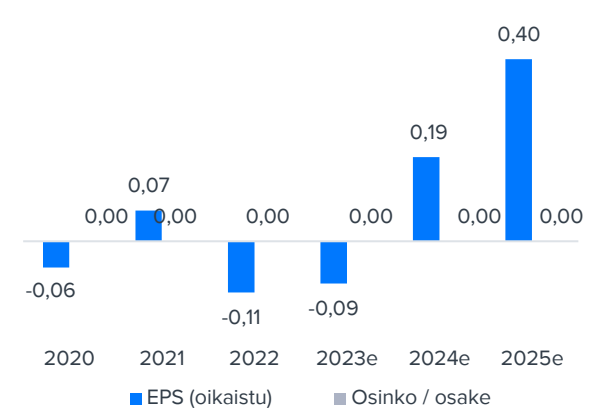
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Merkittävä markkinapotentiaali ja vahvasti kasvava kysyntä
- Todennettu SaaS-pohjainen, skaalautuvuuteen ja jatkuviin tuottoihin vahvasti nojaava liiketoimintamalli
- Valmis, skaalautuva teknologia ja selkeät kilpailuedut keskisuurissa yhtiöissä
- Kansainvälinen laajentuminen ja lisämyynti nykyisille asiakkaille
- Yritysoistoilla mahdollisuus kiihdyttää kasvua



Riskitekijät

- Kasvupanostusten ja kansainvälisen laajentumisen epäonnistuminen
- Kilpailukentän ja -aseman muutokset
- Teknologian muutokset ja tietoturvariskit
- Yritysoistojen epäonnistuminen (integraatio-ongelmat tai liian korkeat ostohinnat)
- Arvostus ei saa tukea tulospohjaisista arvostuskertoimista ja on erittäin herkkä muutoksille kasvuodotuksissa sekä sektorin arvostustasoille

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,86	9,86	9,86
Osakemäärä, milj. kpl	6,39	6,45	6,49
Markkina-arvo	63	64	64
Yritysarvo (EV)	62	61	58
P/E (oik.)	neg.	52,9	24,5
P/E	neg.	97,5	31,0
P/Kassavirta	>100	38,6	20,5
P/B	19,2	16,2	10,7
P/S	2,5	2,2	1,9
EV/Liikevaihto	2,4	2,1	1,7
EV/EBITDA (oik.)	>100	30,8	16,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	47,6	19,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Sijoitusprofiili	15-16
Markkinat ja kilpailukenttä	17-20
Strategia	21-22
Taloudellinen tilanne	23-24
Ennusteet ja arvonmääritys	25-35
Taulukot	36-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Efecte lyhyesti

Yhteenveto ja keskeiset luvut

Efecte tarjoaa yrityksille pilvipohjaisia (SaaS) ohjelmistoja yrityspalveluiden hallintaan. Ohjelmisto digitalisoi palveluprosesseja, auttaa pyyntöjen priorisoinnissa ja mahdollistaa automaation pyyntöjen ratkaisussa.

1998

Perustamisvuosi

25 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus liikevaihdosta, 2022

68 %

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta, 2022

80 %

Jatkuvan liikevaihdon bruttokate-%, Q1/23–Q2/22

18 % 2013-2022

Keskimääräinen liikevaihdon vuosikasvu (CAGR)

17 % 2016-2022

Keskimääräinen orgaaninen liikevaihdon vuosikasvu (CAGR, Inderes arvio)

16,1 MEUR (+27 % vs. 2022)

Annualisoitu SaaS-laskutuskanta (ARR) 3/2023

112 %

SaaS laskutuskannan nettoasiakaspito (NRR), Q2'22-Q1'23

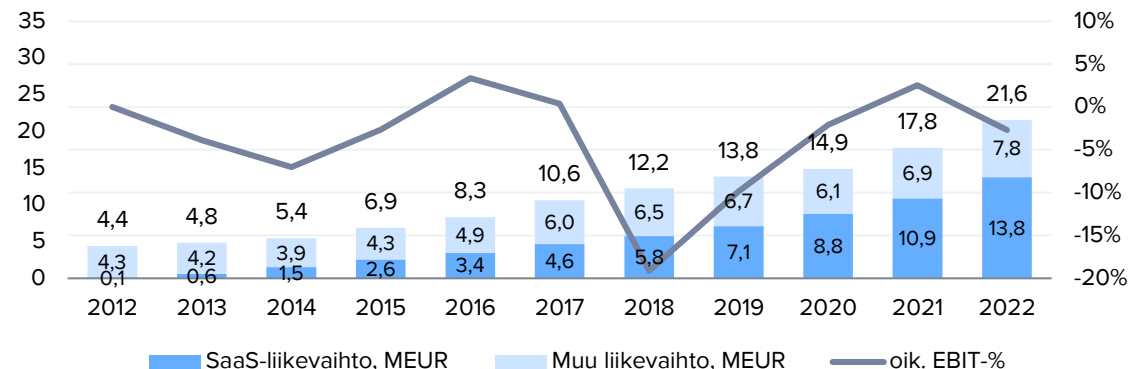
Lähde: Inderes, Efecte

Efecte on alun haasteiden jälkeen saanut kansainvälisen kasvun investointinsa kantamaan hedelmää

- | 2012-2017 | 2018 | 2019- |
|--|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> Liiketoimintamallin uudistaminen kertalisensseistä SaaS-malliin alkaa, omaa myynti- ja palveluorganisaatiota rakennetaan Yrityksellä tuoteperhe laajenee identiteetinhallintaan (IAM) Ylläpitoasiakkuuksien konvertointi, uusmyynti ja asiakkuuksien laajentuminen kasvattaa voimakkaasti SaaS-liikevaihtoa erityisesti Suomessa Kansainvälisiä kasvupanostuksia sekä tuki- ja palveluorganisaatiota kasvatetaan jakson lopulla voimakkaasti Listautuminen vuoden 2017 lopussa kasvun kiihdyttämiseksi | <ul style="list-style-type: none"> Voimakkaita panostuksia Saksan liiketoiminnan laajentamiseksi, kannattavuus laskee eikä kansainvälinen myynti vedä odotetusti Haasteita korkean henkilöstön vaihtuvuuden ja pilviympäristön toimintavarmuuden kanssa Toimitusjohtajan vaihtuminen vuoden 2018 lopulla | <ul style="list-style-type: none"> Muutoksia johtoryhmään sekä panostuksia kansainvälisempään kulttuuriin ("One Efecte"), henkilöstön tyytyväisyyteen ja pilvi-infrastruktuuriin Kasvun koneistoa kehitetään: panostus kumppaniohjelmaan ja digitaalisen myynti- & markkinointiin Kasvun tekeminen tehostuu ja kannattavuuskäanteen jälkeen strategiapäivityksessä lisätään investointeja kasvuun Tuotetta laajennetaan Efecte-alustaan integroituun identiteetinhallintaan (IGA) ja keskustelujen automatisointiin (InteliWISE-yritysosto) |

Lähihistorian keskeiset tapahtumat

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys, MEUR ja % liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Efecte digitalisoi ja automatisoi yrityspalveluja SaaS-ohjelmistolla

Työntekijät tarvitsevat aina välillä tukea työnsä tekemiseen. Jos työntekijän läppäri ei käynnisty aamulla tai uudelle työntekijälle tarvitaan työvälineet, kulkuluvat ja käyttäjätunnukset, pyydetään tähän yleensä apua. Suuremmissa yrityksissä näitä pyyntöjä tulee paljon, jolloin niiden ratkaisu vie paljon aikaa ja vaatii koordinoitua. Efecten ohjelmisto siirtää avunpyynnöt toimiston käytäviltä, Excel-taulukoista ja sähköposteista digitaaliseksi, auttaa automatisoimaan niiden käsittelyä ja ratkaisua, ja tarjoaa työkaluja pyyntöjen priorisointiin ja ohjaamiseen.

Efecteä voi käyttää monipuolisesti muun muassa IT- (ITSM), henkilöstö-, talous- ja lakiasastoilla erilaisten yrityspalveluiden hallintaan (ESM), pääsyoikeuksien hallintaan (IGA) ja keskustelujen automatisoimiseen (Conversational AI). Efecte tarjoaa pilvipohjaisen ohjelmistoalustansa lisäksi niiden käyttöönottoa, integrointia ja kehitystä tukevia palveluita. Ratkaisun avulla asiakas pystyy parantamaan palvelukokemusta sekä säästämään kustannuksia automaation ansiosta.

Efecte perustettiin Suomessa vuonna 1998 ja se listautui First North -markkinapaikalle vuonna 2017 tavoitteenaan kasvu ja kansainvälistyminen, millä tiellä yhtiö edelleen on. Efecte on erikoistunut palvelemaan erityisesti keskisuuria eurooppalaisia yhtiöitä ja julkishallinnon toimijoita, sekä paikallisesti ja alueellisesti toimivia ulkoistettujen yrityspalveluiden tarjoajia. Efecte on omalla erikoistumisalueellaan yksi alan johtavista ohjelmistotoimittajista Suomessa.

Efecten päätuotteena on palvelunhallinnan ja identiteetin hallinnan yhdistävä ohjelmistoalusta

Efecten päätuote on pilvipohjainen ohjelmistoalusta **Efecte Platform**. Alustassa on kolme keskeisestä komponentista: **Palvelunhallinta (ITSM, ESM)**, **Identiteetin hallinta (IGA)** ja **keskusteleva tekoäly (Conversational AI)**.

Palvelunhallinnassa Efecte IT Service Management (ITSM) keskittyy IT-palveluiden hallintaan. Ratkaisulla voidaan mm. luoda havaituista IT-ongelmista tikettejä, seurata palvelutasoja (SLA), automatisoida prosesseja (mm. ja mahdollistaa tikettien automaattista käsittelyä (mm. tekoälyä hyödyntäen), hallita IT-omaisuutta ja tarjota helpdesk- ja itsepalveluita. Ratkaisu kattaa laajasti IT-organisaatioiden työtä helpottavia toimintoja (ITIL 4-käytännöt). **Efecte Enterprise Service Management (ESM)** laajentaa palvelunhallintaa muihin yrityspalveluihin. Sillä voidaan hallita, ohjata, automatisoida ja kehittää mm. HR-, talous-, laki- ja kiinteistöpalveluita.

Efecte IGA laajentaa Efecten alustaa identiteetin- ja pääsynhallintaan. IGA mahdollistaa tietyille asiakkaille merkittäviä tehokkuusparannuksia palvelunhallintaan. Ratkaisun avulla voidaan esimerkiksi hallita, seurata ja automatisoida käyttöoikeuspyyntöjä sekä pääsyoikeuksia. Arvioimme mukaan IGA tulee ajan myötä korvaamaan Efecten historiassaan yritysostolla hankkiman ja vanhempaan teknologiaan nojaavan IAM-ratkaisun, joka on IGA:n kanssa osin päällekkäinen tuote.

Alustan uusiin tulokas on **keskusteleva tekoäly (Conversational AI)**. Teknologia hankittiin yhtiöön

Tuotteen käyttöesimerkki*



VALMET AUTOMOTIVE

Valmet Automotive hallitsee Efectellä vuosittain yli 1000:n uuden työntekijän virtaa ja yrityspalveluita



Uusi työntekijä rekrytoidaan ja hänen esihenkilönsä lisää tiedon HR-järjestelmään

Efecten ohjelmisto saa tiedon uudesta työntekijästä HR-järjestelmästä, **työn aloituksen valmistelu aloitetaan Efecten alustalla**

Efecten integraatioiden kautta:

- **Tilataan kulkuavain**, jonka kulkuoikeudet asetetaan roolin perusteella
- **Tilataan valmis työvälinepaketti** (puhelin, tietokone, tuotannon välineet) roolin mukaan
- **Avataan työntekijälle käyttöliittymä**, johon tehdään pyynnöt mm. uusista työvälineistä tai IT-tuesta ja nähdään niiden edistyminen
- **Hallitaan mahdolliset hyväksynnät** pyyntöihin keskitetysti
- **Automatisoidaan pyyntöjen toteutus** Efecten työnkulku-ratkaisulla

effecte



Selkeä prosessi
volyymin
hallintaan



Automaatio
säästää aikaa ja
rahaa



Turvallisuus
paranee
analytiikalla

*Esimerkki on havainnollistava ja voi poiketa tarkasta prosessista
Lähde: Efecte, Valmet Automotive

ITSM = Information Technology Service Management
ESM = Enterprise Service Management
IAM = Identity and Access Management
IGA = Identity Governance and Administration

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

2022 IntelliWISE-yrityskaupan kautta. Näillä ratkaisuilla voidaan automatisoida kirjoitettuja ("chatbot") tai puhuttuja ("voicebot") keskusteluja. Tuotteita on myyty erillisinä ratkaisuinä etenkin ennen kauppaa, mutta kaupan myötä ratkaisuita on integroitu syvemmin Efecte alustaan palvelunhallintaan liittyvien keskustelutarpeiden automatisointiin. Efecte tarjoaa lisäksi palveluita:

- **Asiantuntijapalvelut:** Efecten ohjelmiston käyttöönottoprojekti- ja integrointipalveluita.
- **Tukipalvelut:** Tukitoiminto-, tuoteneuvonta- ja ylläpitopalveluita Efecten ratkaisuille.
- **Koulutus- ja konsultointipalvelut:** Efecten ratkaisun käytön ja kehityksen tukipalveluita.

Efecten asiakkaita ovat erityisesti keskiuuret yritykset, julkiset toimijat ja palveluntarjoajat

Efecten tarjonta erottuu kilpailijoista erityisesti ohjelmistoalustan joustavuudella, asiakaskokemuksella ja kilpailukykyisillä kokonaiskustannuksilla. Asiakkailla on myös mahdollisuus ylläpitää alustaa valitsemassaan konesaliratkaisussa menettämättä täyden SaaS-palvelun etuja. Nämä tekijät purevat nähdäksemme parhaiten keskiuurten yritysten, julkisten toimijoiden ja ulkoistettujen yrityspalveluiden tarjoajien tarpeisiin. Efecten tarjonta sopii parhaiten Euroopan alueella ja paikallisesti toimiville organisaatioille.

Asiakasorganisaatioiden sisällä Efecten asiakkaana on tyypillisesti tietohallinto, mutta liiketoiminnan tukiorganisaatioiden (HR, laki) ja liiketoimintojen rooli asiakkaina on kasvamassa. Efectellä on asiakkaana satoja organisaatiota

Pohjoismaissa ja Euroopassa. Yhtiön julkistettuja asiakkaita Suomessa ovat mm. Kela, Musti Group, Valmet Automotive, Tikkurila ja Mehiläinen sekä ulkomailla mm. Hotelplan Group, Bechtle Hamburg ja Ruotsin kirkko.

Efecten ratkaisu on joustava ja sopii asiakkaiden tarpeisiin toimialasta riippumatta. Asiakskunta on hajaantunut laajasti eri toimialojen kesken. Selkeitä toimialoja ovat julkinen sektori ja yrityspalveluiden ulkoistusta tarjoavat yhtiöt, joille Efecten ratkaisu liiketoimintakriittinen.

Oma myyntikanava on edelleen tärkein, mutta kumppanien rooli kasvaa

Efectellä on suoramyntikanava ja maaorganisaatiot Suomessa, Puolassa, Saksassa, Ruotsissa ja Espanjassa. Suoramyynti on yhtiön tärkein myyntikanava ja Efecte avasi suoramyyntin Puolaan (IntelliWISE-yritysosto) ja Espanjaan (orgaanisesti) vuoden 2022 aikana.

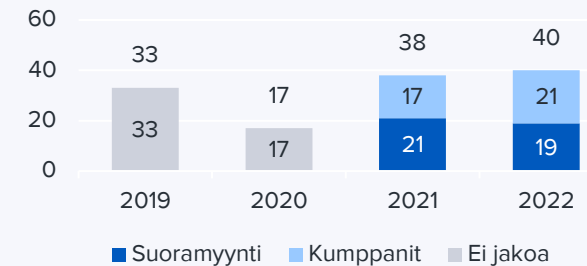
Suoramyyntille houkuttelevia uusia kohdemaita voisivat olla suuremmat Euroopan maat kuten Iso-Britannia, Ranska ja Italia. Vuodesta 2020 alkaen Efecte on panostanut digitaaliseen myyntiin ja markkinointiin, minkä on tarkoitus parantaa myynnin skaalautuvuutta ja tehokkuutta.

Efecte on lisäksi rakentanut kumppanuuksia, joissa IT-palvelutalot ja -konsultit tai jälleenmyyjät tarjoavat Efecten ratkaisuja osana omia palveluitaan. Esimerkkejä näistä ovat saksalainen Bechtle Hamburg tai suomalainen Elmo ICT. Efecte on lisännyt panostuksia kumppanimyyntin kehittämiseksi vuoden 2020 loppupuolelta alkaen. Tämän jälkeen Efecte on laajentanut uusien kumppanisopimusten avulla toimintaansa mm.

Myyntikanavat

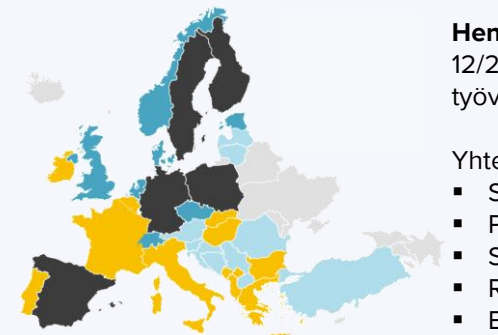


Uudet asiakkaat myyntikanavittain, 2021-2022, uusien asiakkaiden lukumäärä



Lähde: Efecte

Toimintamaat, 12/2022



Henkilöstö, 12/22, henkilötyövuosissa

- Yhteensä 194:
- Suomi (125)
 - Puola (44)
 - Saksa (19)
 - Ruotsi (6)
 - Espanja (1)



Lähde: Efecte

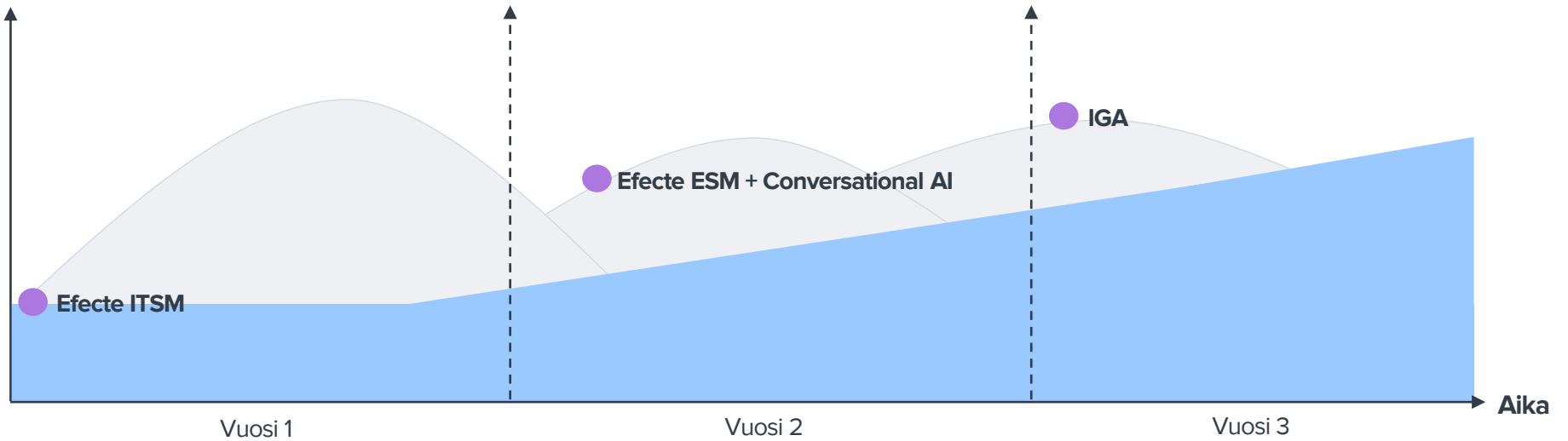
Asiakkuuden laajennuksella on olennainen rooli Efecten kasvuille

Havainnollistava kuvaus Efecten kuvitteellisen asiakkaan elinkaaresta

■ SaaS-liikevaihto

■ Palvelut-liikevaihto

Liikevaihto



Uuden asiakkaan hankinta

- Asiakkaat tyypillisesti aloittavat käytön yhdellä Efecten keihäänkärkituotteista (ITSM ja IGA)

Tyypilliset sopimusehdot:

- 36 kuukauden sopimus vuosittaisella maksulla
- Sopimuksen alkuvaiheeseen kohdistuu lisäksi paljon käyttöönottopalveluita, jotka toteutetaan Efecten oman organisaation tai partnerin puolesta

Laajennus- ja lisämyyntimahdollisuudet

- Orgaaninen kasvu (uusia käyttäjiä)
- Uusia käyttötarkoituksia (esim. HR, taloushallinto)
- Uusia ratkaisuja käyttöön (esim. IGA)
- Laajennetun tuen palvelut

Tyypilliset sopimusmuutokset:

- Uusien ratkaisujen käyttäjät lisätään sopimuskauden loppuun
- Palveluliikevaihtoa uusien käyttäjien ja ratkaisujen käyttöönotosta

Sopimuksen jatko

- Sopimuksen jatko kolmen vuoden jälkeen
- Hinnoittelu suojattu korotuspykälillä

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Puolaan, Kroatiaan, Tšekkeihin, Turkkiin, Iso-Britanniaan ja Alankomaihin.

Vuonna 2022 kumppanien kautta tapahtunut myynti toi jo lukumäärällisesti yli puolet Efecten uusasiakkaista, joskin nämä ovat arviomme mukaan tyypillisesti kooltaan suoramyyntin-asiakkaita pienempiä. Odotamme kumppanimyyntin roolin kasvavan ajan kuluessa. Kumppaneilla voidaan saada rakennettua myyntiä tehokkaasti etenkin pienempiin maihin, joissa pilvitransformaatio on vielä alkuvaiheessa kuten esimerkiksi Itä- ja Kaakkois-Euroopan maissa.

Efecten ratkaisun uusmyyntin myyntisyklistä ovat tyypillisesti neljästä kuukaudesta yli vuoteen eli verrattain pitkiä. Asiakkaiden tarpeiden kartoitus vaatii tyypillisesti 4-6 tapaamista ja aiemman sukupolven ratkaisun korvaamista, mikä selittää pitkää myyntisykliä. Ratkaisu otetaan tyypillisesti käyttöön hallinnon tai liiketoiminnan tehostamiseen, mille on tarvetta talouden sykleistä riippumatta. Etenkin yksityiset yritykset voivat heikommassa talousympäristössä tehdä hankintapäätöksiään hitaammin. Julkisen sektorin kysyntä Efecten ratkaisulla taas on arviomme mukaan vakaampaa.

Tyypillisesti asiakas ottaa Efecten käyttöön ensin yhdellä osa-alueella (usein ITSM/IGA) ja laajentaa käyttöä myöhemmin muille osa-alueille (esim. HR, laki tai Conversational AI). Asiakas voi myös aloittaa käytön nopeammin rajatulla tuotteistetulla ratkaisulla (esim. IGA Starter) ja laajentaa käyttöä myöhemmin. Efecten asiakkuudet kasvavatkin usein yli ajan ja uusmyyntin roolina on pedata tulevien vuosien kasvua. Arvioimme vuoden 2022 SaaS-tilauskannan orgaanisesta kasvusta noin

kahden kolmasosan tulleen nykyisistä asiakkaista. Osaan asiakkaista Efectellä on pitkäaikainen palveluliiketoimintasuhte, jossa yhtiön konsultit jatkokehittävät asiakkaan Efecte-ympäristöä.

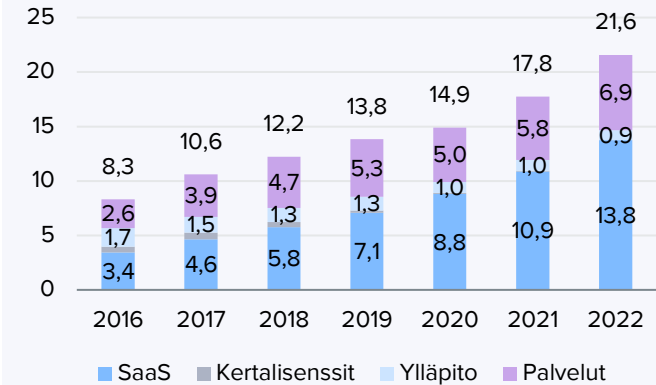
Tyypillisesti Efecten uuden asiakkuuden ensimmäisen sopimuskauden kesto on 3 vuotta ja arvo noin 100-150 TEUR, josta noin 0-30 % on palveluita ja 70-100 % SaaS-tuottoja riippuen toteuttaako palvelun Efecte vai kumppani. SaaS-maksun suuruus määräytyy ITSM- ja ESM-ratkaisuissa prosesseja hallitsevien ammattikäyttäjien määrän perusteella ja IGA ja IAM-ratkaisuissa loppukäyttäjien tunnusten määrän perusteella. Keskustelun tekoälyn (Conversational AI) ratkaisussa hinnoittelu nojaa kuukausimaksuihin ja osittain käytön määrään.

Tyypillisesti asiakkuuksissa ammattikäyttäjien määrä on muutamista kymmenistä jopa moneen sataan. Kasvu asiakkuuksien sisällä syntyy joko käyttäjämäärän kasvusta (asiakkaan tiimi kasvaa tai käytöt laajenee kattamaan suuremman osan tiimistä) tai käytön laajentumisesta muihin Efecten ratkaisuihin. Tyypillinen asiakas tuo arviomme mukaan 30-40 TEUR vuosittaista SaaS-liikevaihtoa.

Liiketoiminnan ydin rakentuu SaaS-tuotoista ja niitä tukevista palveluista

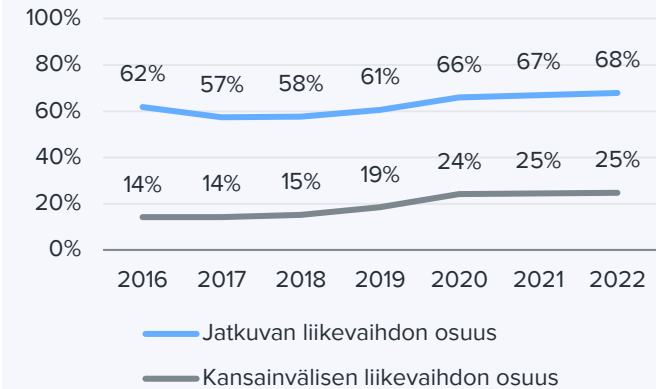
Efecten vuonna 2013 alkanut siirtymävaihe pilvipohjaiseen ja jatkuvalaskutteiseen SaaS-liiketoimintamalliin on käytännössä toteutettu. Yhtiön liikevaihdosta 96 % syntyi vuonna 2022 SaaS-tuotoista ja niihin liitännäisistä palveluista, ja väistyvien kertalisenssimalliin pohjautuvien tuottojen liikevaihto on laskenut 4 %:iin.

Liikevaihto tyypeittäin, 2016-2022, MEUR



Lähde: Inderes

Jatkuvan* ja kansainvälisen** liikevaihdon osuuskien kehitys, 2016-2022, % liikevaihdosta



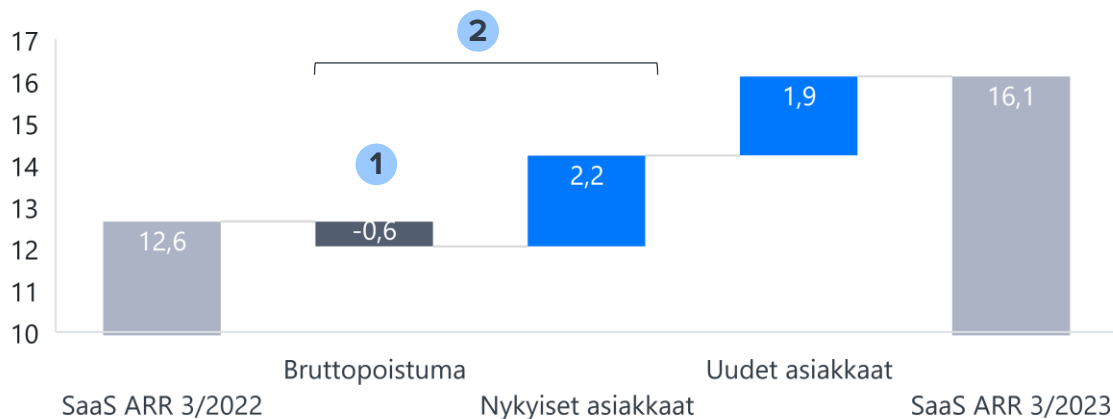
Lähde: Inderes

*Jatkuva liikevaihto sisältää SaaS- ja ylläpitoliiketoimintaa

**Liikevaihto Suomen ulkopuolisista maista

Efecten SaaS-liiketoiminnan mittarit ovat hyvällä tasolla

SaaS-liiketoiminnan terveyden mittarit***



ARR

Annualisoitu jatkuva kuukausittainen SaaS-liikevaihto, MEUR

1 Bruttopoistuma (churn)

Päätyneiden asiakassopimusten vaikutus vuotuisen jatkuvaan liikevaihtoon (ARR), %

2 Nettopysyvyysaste (NRR)

Nykyisten asiakkaiden laskutuskanta verrattuna vertailukauteen (poistuman ja laajennusten yhteysvaikutus), %

Bruttokate

Toistuvan liikevaihdon bruttokate (kate liikevaihdon tuottamisesta aiheutuvien kustannusten jälkeen)

LTV/CAC

Asiakkuuden odotetun elinkaaren aikaisen arvon (LTV, lifetime value) ja asiakkuuden hankinnan (CAC, customer acquisition cost) välinen suhdeluku.

Efecten mittarit ovat hyvällä tasolla (Q1/23, 12kk rullaava)

NRR **112 %**

Bruttopoistuma (churn) **4,7 %**

Toistuvan liikevaihdon bruttokate-% **80 %**

LTV/CAC* **5,7x**

CAC takaisinmaksuaika** **3,7 v**

CAC IRR-%*** **22 %**

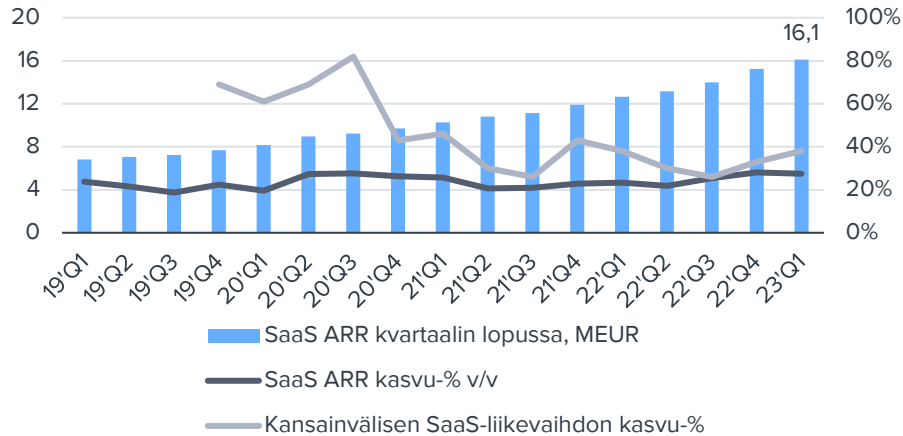
*Efecten julkaisema LTV/CAC sisältää vain uudet asiakkaat, ei nykyisten asiakkaiden laajennuksia, jotka ovat nähdäksemme selvästi tehokkaampaa myyntiä.

** 1 / (LTV/CAC X Churn). Ei yhtiön virallisesti raportoima.

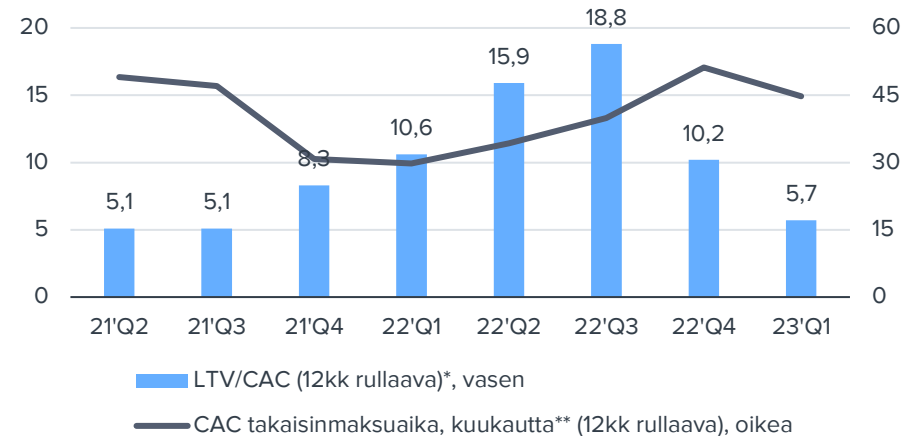
*** ((LTV/CAC) X Churn) – Churn. Arvio tuotosta uusasiakashankinnan vaatimaan investointiin nähden. Ei yhtiön virallisesti raportoima.

Keskeiset tunnusluvut yli ajan

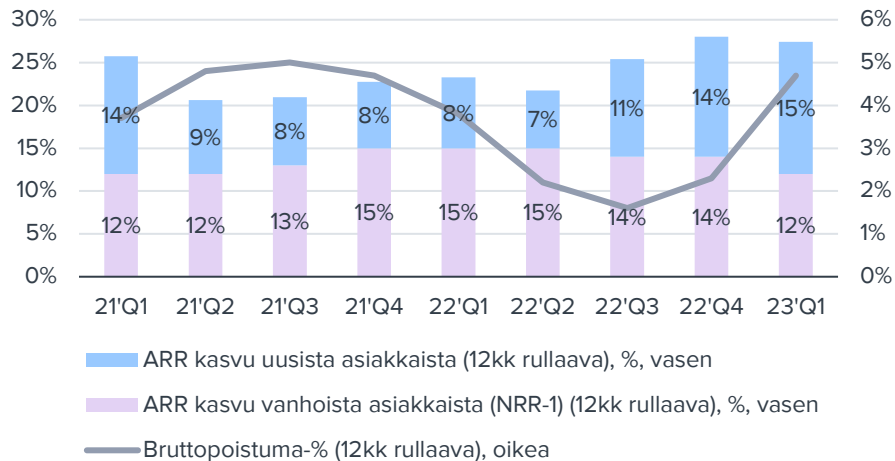
SaaS laskutuskannan ja kansainvälisen SaaS-liikevaihdon kehitys, kasvu-% ja MEUR



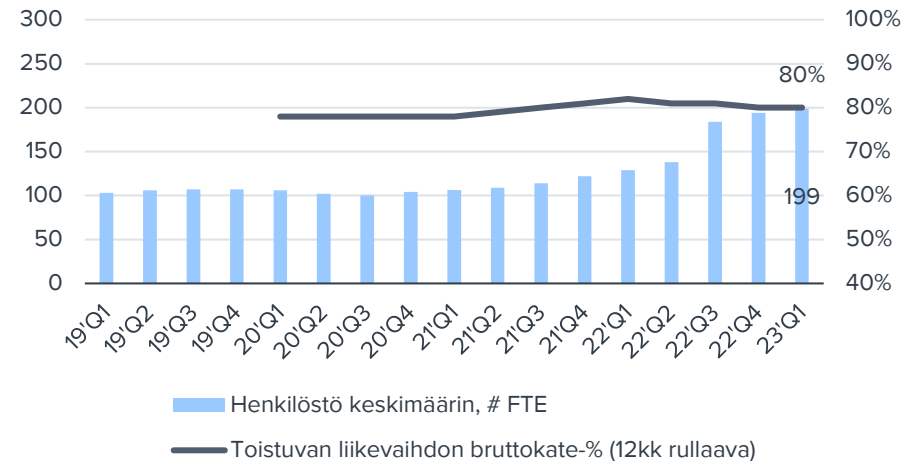
Asiakashankinnan takaisinmaksu***, kerroin ja kuukaudet



SaaS-laskutuskannan (ARR) kasvun ajurit***



Kulurakenteen keskeiset ajurit



Lähde: Efecte, Inderes. *Suuri Kela-sopimus ja tavallista matalampi asiakaspoistuma nosti LTV/CAC luvun poikkeuksellisen korkealle Q4'21-Q4'22.

** 12 / (LTV/CAC X Churn)

***InteliWISE on mukana 12kk rullaavista mittareissa vain uusien asiakkaiden tuomassa kasvussa (Q3/22-Q2/23)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Efecten tulovirrat jakautuvat kolmeen osaan: 1) SaaS, 2) Palvelut, 3) Ylläpito. Näistä strategian ydinliiketoimintoihin kuuluva SaaS on vahvassa kasvussa ja sitä tukevat palvelut matalammassa kasvussa johtuen kumppanien roolin kasvusta. Efecte lisäksi paketoit palveluita jatkuvaan liikevaihtoon (raportoidaan SaaS-liikevaihdossa), mikä hidastaa palveluliikevaihdon kasvua.

Ylläpitotuotot liittyvät aikoinaan vanhan liiketoimintamallin puitteissa myytyihin lisensseihin. Asiakkaat saavat maksua vastaan käyttöönsä

uusia versiota Efecten tuotteesta, joka on teknisesti sama kuin mihin nykyinen SaaS-liiketoiminta pohjautuu. Ylläpitotuotot ovat vuosien varrella pienentyneet ja liikevaihtoa on siirtynyt SaaS-liikevaihdoksi asiakkaiden siirtyessä Efecten SaaS-malliin.

Jatkuvien tuottojen (SaaS- ja ylläpitotuotot) osuus Efecten liikevaihdosta on ollut nousutrendillä ja oli vuonna 2022 noin 68 %. Palveluliikevaihto edeltää tyypillisesti SaaS-liikevaihdon kasvua (ks. edellinen sivu), sillä se tuloutetaan ennen tuotelaajennuksien ja käyttöönottojen SaaS-laskutuksen alkua.

SaaS-maksut veloitetaan tyypillisesti vuosittain etukäteen koko vuodelta kun palveluliikevaihdosta suurin osa syntyy taas käyttöönoton yhteydessä. Tästä johtuen asiakkuuden elinkaaren alkupäässä Efecten liikevaihto painottuu vahvemmin kertaluonteisiin palveluihin, mutta asiakkuuden iän myötä liikevaihdon luonne muuttuu toistuvaksi (SaaS). Efecten kasvun kypsyessä odotammekin SaaS-liikevaihdon osuuden nousevan olennaisesti nykyhetkeä suuremmaksi.

Käsityksemme mukaan yksikään suuri asiakas ei ole muodostanut Efecten SaaS-liikevaihdosta yli 10 %:a viime vuosien aikana. Julkisen puolen asiakkaat tuovat arviomme mukaan noin kolmanneksen liikevaihdosta ja ulkoistuspalveluiden tarjoajat alle viidenneksen.

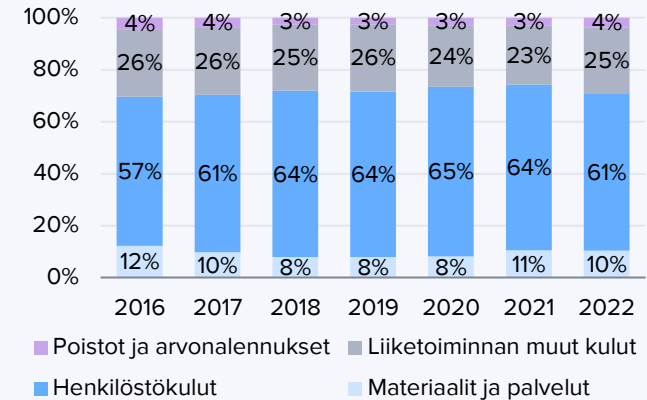
Maantieteellisesti liikevaihto muodostuu vielä pääasiassa Suomesta (2022: 75 %), mutta muut maat (erit. Ruotsi ja Saksa) ovat kasvattaneet osuuttaan viime vuosien vahvan kansainvälisen kasvun myötä. Etenkin vahva palvelumyynti Suomessa on kuitenkin pitänyt kansainvälisen liikevaihdon osuuden vakaana vuosien 2020-2022 aikana. Kansainväliseen kasvuun tähtäävän strategian onnistuessa trendin voi mielestämme odottaa jatkossa jälleen kääntyvän ylöspäin. Efectellä ei ole merkittäviä valuuttariskejä, sillä yhtiön liikevaihto muodostuu pitkälti euromaissa.

Efecten kulut ja skaalautumisen potentiaali muodostuu pääasiassa henkilöstöstä

Efecten SaaS-liiketoimintamalli on ohjelmistotuotteille tyypilliseen tapaan perusteiltaan hyvin skaalautuvaa. Liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa useimpien kuluerien yksikkökustannukset alkavat siis laskemaan suhteessa liikevaihtoon. Korkeakatteisen liikevaihdon kasvu (2022 toistuvan liikevaihdon bruttokate-%: 80 %) valuu tällöin vahvasti tulosriville, mikäli kasvua saadaan aikaiseksi.

Efecten kuluista merkittävä osa muodostuu henkilöstökuluista (2022: 61 % kustannuksista) ja osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (25 %). Liiketoiminnan muut kulut sisältävät mm. markkinointi-, puhelin-, tietoliikenne-

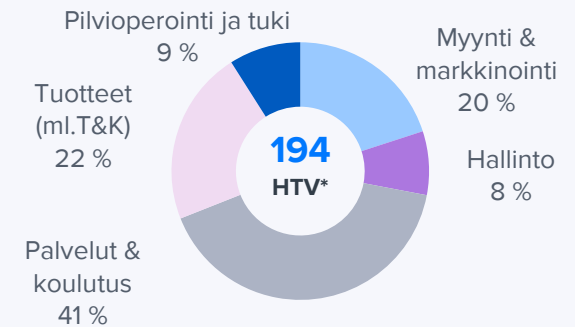
Kustannusten jakauma lajeittain, 2016-2022, % operatiivisista kustannuksista*



Lähde: Inderes

*Ei sisällä liikearvopoistoja tai rahoituskustannuksia

Henkilöstön jakauma, 2022 lopussa, % henkilötöyvuosista



*HTV = Henkilötöyvuosi, eli täysipäiväiseksi muutetut työsuhteet

Lähde: Efecte

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

ja tietotekniikkakulut. Materiaalit ja palvelut muodostavat 10 % kuluerän. Tuotekehitysmenojen aktivoiteihin painottuvat poistot ja arvonalentumiset muodostavat kuluista noin 4 %. Kokonaisuutena henkilöstöön liitännäisten kulujen skaalautuminen on kuitenkin yhtiön kannattavuudelle keskeistä.

Efecten henkilöstö jakautuu funktioittain seuraavasti: myynti ja markkinointi (20 % henkilöstöstä), tuotteet (22 %), palvelut ja koulutus (41 %), hallinto (8 %) sekä pilvioperointi ja tuki (9 %). Tuotteet -kategoria sisältää myös tutkimus- ja tuotekehityshenkilöstön.

Vahva painotus myyntiin ja markkinointiin sekä palveluihin ja koulutukseen on nähdäksemme looginen. Palvelut ja koulutus ovat SaaS-tuottojen tärkeä tukifunktio, ja ne koostuvat esimerkiksi käyttöönottoprojekteista, integrointityöstä sekä erilaisista koulutuksista. Panostukset myyntiin mahdollistavat yhtiön nykyhetkessä vahvaksi katsomamme kilpailuaseman hyödyntämisen ja pitkän tähtäimen kilpailukykyä tukevan riittävän mittakaavan saavuttamisen Euroopassa. Selvä panostus tuotekehitykseen on myös tärkeää tuotteen kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi. Tuotekehitys kasvattaa myös Efecten asiakaskohtaisen laskutuksen potentiaalia (esim. IGA-ratkaisu).

Efecten tuote on nähdäksemme pääosin varsin kypsä. Tuotekehityksen näkökulmasta Efecten etuna on pitkä historia ITSM ohjelmistoissa, jonka aikana sille on kertynyt laaja tuoteosaaminen. Tämä osaaminen on jo käytännössä modernisoitu pilvimaailmaan. Efecten nykytuote pohjaa

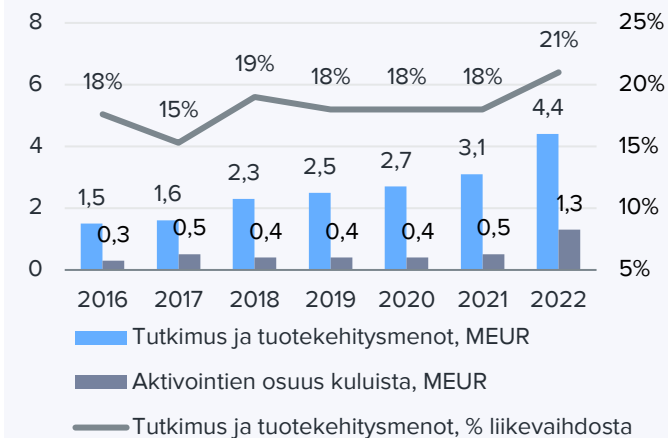
joustavaan konttipohjaiseen arkkitehtuuriin (Containerized Architecture), joka mahdollistaa skaalautuvan SaaS-mallin ohjelmiston jakelulle ja käyttöön.

Ohjelmistot kehittyvät kuitenkin jatkuvasti ja investointikohteita löytyy varmasti myös jatkossa. Yhtiö jatkaakin tiettyjä panostuksia pitääkseen tuotteensa modernina. Modernin ja joustavaksi rakennetun tuotteen kehittäminen on kuitenkin nopeaa. Yhdistettynä pitkään toimialaosaamiseen tämä nähdäksemme mahdollistaa Efecten pystyvän kehittämään ja ylläpitämään tuotteensa kilpailukykyä varsin maltillisin panostuksin. Vuoden 2021 jälkeen Efecten on lisännyt panoksia tuotteen laajentamiseen ja monipuolistamiseen, mikä näkyy myös tuotekehitysohjelmissä ja tuotekehityskulujen kasvussa suhteessa liikevaihtoon.

Pääomaa allokoidaan kasvuun pääasiassa rekrytoinnin ja valikoiden myös yritysostoin

Lyhyellä tähtäimellä henkilöstösidonnaisten kulujen skaalautuminen on hitaampaa Efecten rakentaessa itselleen läsnäoloa Euroopan eri maihin ja panostaessaan edelleen tuotteensa vahvistamiseen. Yhtiö onkin pyrkinyt siirtämään kasvunsa tuottaman katteen uusiin kasvuun tukeviin investointeihin. Pitkällä tähtäimellä markkinan kasvun hidastuessa odotamme kasvupanosten hidastuvan ja kasvun skaalautuvan kannattavuuteen. Arvioimme Efecten henkilöstön skaalautumisen suurimman potentiaalin olevan myynnissä ja markkinoinnissa, pilvioperoinnissa ja tuessa sekä hallinnossa.

Efecte tuotekehityskulujen kehitys*, 2016-2022, MEUR ja % liikevaihdosta



Lähde: Inderes.

*Vuosien 2016-2017 aktivoinnit koostuvat pääosin tuotekehityksen aktivoinneista, mutta sisältävät myös muiden aineettomien omaisuuserien bruttoinvestoinnit taseeseen.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Tuloslaskelmassa tehtävien investointien lisäksi Efecte tekee valikoidusti yritysostoja. Ensimmäinen osto oli teknologiavetoinen, keskustelujen tekoälyä kehittävä puolalainen InteliWISE (toteutettu 07/2022). Efecte voi myös tehdä yritysostoja markkina-aseman hankkimiseksi.

InteliWISE-osto [toteutettiin](#) selvästi Efecten arvostusta korkeammalla hinnalla. Toisaalta oston strateginen logiikka ja sopivuus yhtiön tuoteportfolioon oli mielestämme vahva ja InteliWISE:n kasvuvauhti näytti ostohetkellä Efecteä selvästi vahvemmalta. Välittämien tuotevykykyksien lisäksi InteliWISE:n tekoälyyn erikoistunut tuotekehitysyksikkö toi Efectelle osaamista ja resursseja vastaamaan nopeasti kehittyvään tekoälyyn liittyviin tuotekehitystarpeisiin. Korkean maksetun hinnan myötä ostokohteen mahdollistamalle kasvulle on silti asetettu erittäin korkea rima. Yhtiön kommenttien valossa InteliWISE:n integraatio sujui nopeasti ja hyvin, mikä luonnollisesti tukee oston arvonluonnin edellytyksiä.

Näemme Efecten antaneen selvät näytöt arvoa luovasta pääoman allokoinnista organiseen kasvuun, mutta yritysostoissa näytöt ovat vielä kertymässä. Yritysostojen pienemmän roolin myötä tämän merkitys yhtiölle on toisaalta rajattu.

Efecten yritysostot

Kohde ja ajankohta	Liikevaihto ja EBIT-%	Maksettu EV/S	Efecten EV/S
InteliWISE* 5/2022	~0,94 MEUR ja 5,4 %	6,4x	3,2x

Lähde: Inderes.

Huom: Ostokohteen luvut laskettu ostohetkellä tiedotettujen historiallisten lukujen perusteella, Efecten luvut lähimmän vertailukelpoisen ajankohdan arvostuskertoimen perusteella.

Sijoitusprofiili

1.

Suuri, pilvimurroksen ja digitalisaation ajamana voimakkaasti kasvava markkina

2.

Vahva tuote, asiakaskokemus, houkutteleva kustannustaso ja joustavuus tuovat kilpailuetua

3.

Keskisuurten yritysten segmentissä on globaalien pelurien rinnalla tilaa Efecten kaltaisille eurooppalaisille toimijoille

4.

Jatkuviin tuottoihin nojaava skaalautuva liiketoimintamalli ja useiden vuosien näytöt vakaasta kasvusta

5.

Arvostus erittäin herkkä kasvuodotusten kehitykselle ja kasvun onnistumiselle

Potentiaali



- Merkittävä markkinapotentiaali ja vahvasti kasvava kysyntä
- Todennettu SaaS-pohjainen, skaalautuvuuteen ja jatkuviin tuottoihin vahvasti nojaava liiketoimintamalli
- Valmis, skaalautuva teknologia ja selkeät kilpailuedut keskiuurissa yhtiöissä
- Kansainvälinen laajentuminen ja lisämyynti nykyisille asiakkaille
- Yritysostoilla mahdollisuus kiihdyttää kasvua

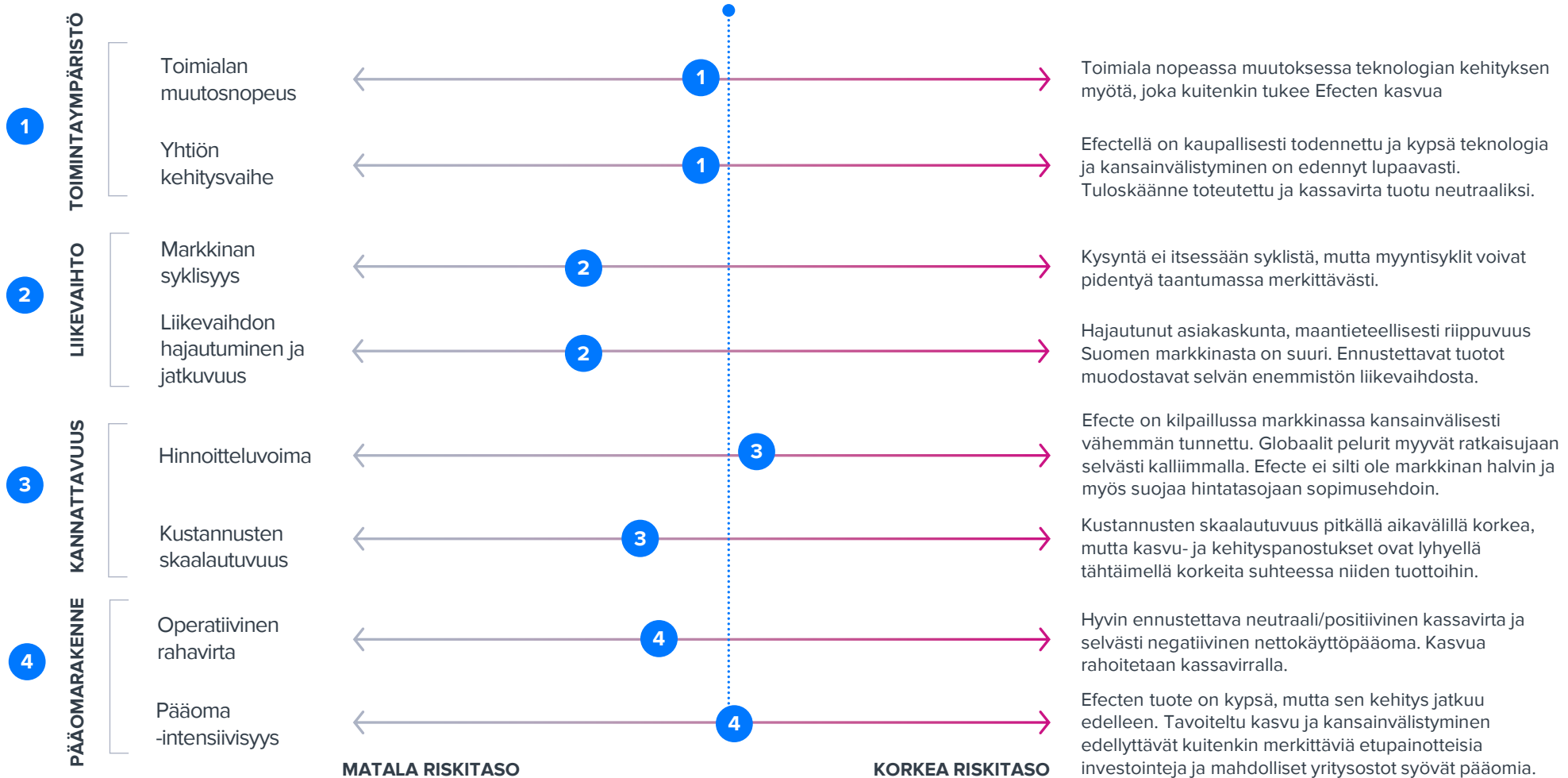
Riskit



- Kasvupanostusten ja kansainvälisen laajentumisen epäonnistuminen
- Kilpailukentän ja -aseman muutokset
- Teknologian muutokset ja tietoturvariskit
- Yritysostojen epäonnistuminen (integraatio-ongelmat tai liian korkeat ostohinnat)
- Arvostus ei saa tukea tulospohjaisista arvostuskertoimista ja on erittäin herkkä muutoksille kasvuodotuksissa sekä sektorin arvostustasoille

Efecten liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Efecten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Markkinat ja kilpailukenttä 1/4

Monisyisessä markkinassa on tilaa kasvaa

Laajasti katsoen Efecten kohdemarkkinat ovat yritysten palvelunhallintaan (ITSM/ESM) ja siihen liitännäiset identiteettien ja pääsyoikeuksien hallinnan ohjelmistot (IGA/IAM). Palvelunhallinta tarkoittaa laajasti työntekijöiden ja asiakkaiden palvelupyynnöiden (esim. uuden työtietokoneen tilaus) vastaanottamista ja tehokasta ratkaisua. Käyttöoikeuksien hallintaan liittyvät IAM/IGA-ratkaisut ovat luontainen jatke palvelunhallintaan, sillä Efecten mukaan käyttöoikeuksiin liittyvät pyynnöt muodostavat usein merkittävän osan kaikista yritysten käsittelemistä palvelupyynnöistä. Efecten keskustelun tekoälyn tuotteet (Conversational AI) tuovat näiden markkinoiden lisäksi oman kohdemarkkinan, joskin arvioimme Efecten kasvupanosten keskittyvän tuotteen hyödyntämiseen palvelunhallinnan tarpeisiin.

Efecte arvioi pilvipohjaisen ITSM- ja ESM-markkinan kooksi Euroopassa noin 1,2 miljardia euroa ja IGA-markkinan kooksi noin 1,3 miljardia euroa. Efecte arvioi Saksan osuuden näistä markkinoista olevan merkittävä, noin 0,7 miljardia euroa. Lisäksi keskustelujen tekoälyn markkinan yhtiö arvioi noin 1,4 miljardin euron kokoiseksi. Efecte arvioi analyytikoiden arvioihin perustuen näiden molempien markkinoiden kasvavan keskimäärin yli 15 % vuosittain 2022-2024 aikana. Nämä arvot ovat nähdäksemme linjassa pilviohjelmistojen ohjelmistomarkkinoiden yleisiin kasvunäkymiin. Arviomme mukaan noin neljäsnes tästä noin 3,9 miljardin euron kohdemarkkinasta koostuu yhtiölle relevanteista keskisuurista asiakkaista. Efecten kohdemarkkinat ovat yhtiön kokoon suhteutettuna joka tapauksessa erittäin suuret ja kasvava, joten

tilaa yhtiön kasvulle riittää runsaasti.

Pilvipohjaiset ITSM/ESM-markkinat muodostuvat arviomme mukaan nykyisellään valtaosin korvausmarkkinasta, sillä käytännössä lähes jokaisella suurella tai keskisuurella organisaatiolla on käytössään jokin IT-palveluhallintaohjelmisto. IGA/IAM- ja Conversational AI -markkinoilla asiakas taas hankkii ratkaisun ensimmäistä kertaa.

Markkina on siirtymässä pilviohjelmistoihin

Efecten kohdemarkkinoilla on useita kasvua tukevia trendejä. Ohjelmistomarkkinoilla on jo pidempään jatkunut murros kohti pilvipohjaisia ohjelmistoja. Matka on pitkä, sillä EU-maiden keskimääräinen pilvipalveluiden penetraatio on Eurostatin mukaan vasta 34 % (2021). Pilviohjelmistoyhtiönä Efecten markkinat ovat murrosvaiheessa, jossa kysyntä sen ohjelmistoille kasvaa voimakkaasti ja paikallisesti asennettavien ohjelmistojen kustannuksella.

Tietosuojan ja -turvallisuuden merkitys on myös kasvanut. Efecten mukaan kehitys on ollut erityisen näkyvää julkisen sektorin toimijoiden päätöksissä siirtyä pois globaaleista pilvipohjaisista alustoista. Trendi tukee eurooppalaisten ja Euroopassa datan säilyttävien toimijoiden kilpailukykyä.

Digitalisaatio ja työn automatisoituminen on lisäksi markkinaa tukeva megatrendi. Ohjelmistojen mahdollistama työn tehokkuuden kasvu tuo niille pitkällä tähtäimellä lisää kysyntää. Toisaalta teknologian kehitys koneoppimisen ja tekoälyn ympärillä mahdollistaa monimutkaisempien tehtävien automatisoinnin, minkä näemme laajentavan ohjelmistojen käyttökohteita ja niiden tuomaa arvoa pitkällä tähtäimellä.

Efectelle relevantit pilvi-ohjelmistojen markkinat Euroopassa

Palvelunhallinta (ITSM/ESM)	Identiteettien hallinnointi (IGA)	Keskustelujen tekoäly (Conversational AI)
Markkinan koko, 2022 ~1,2 mrd. EUR	Markkinan koko, 2022 ~1,3 mrd. EUR	Markkinan koko, 2022 ~1,4 mrd. EUR
Markkinan kasvu, 2022-2024 >15 % CAGR	Markkinan kasvu, 2022-2024 >15 % CAGR	Markkinan kasvu, 2022-2024 >15 % CAGR

Efecten kohdemarkkinoiden kasvun ajurit



Siirtymä pilvipohjaisiin ratkaisuihin (SaaS)



Tietoturvan ja -suojaan huolet sekä lainsäädännön muutokset



Digitalisaation eteneminen ja automaation kasvu

Markkinat ja kilpailukenttä 2/4

Suurin kasvun tila on kansainvälisillä markkinoilla

Efecten nykyisistä suorista markkina-alueista (Suomi, Ruotsi, Saksa, Puola, Espanja) arvoltaan ylivoimaisesti suurin on Saksa. Saksa muodostaa Efecten arvion mukaan noin neljänneksen sen koko Euroopan ITSM/ESM/IGA-markkinoista.

Pohjoismaissa edistyneempiä pilvipalveluita käyttävät noin 60-70 % yrityksistä, kun EU27-maissa luku on keskimäärin 34 %. Saksassa luku on noin 32 %. Odotamme pilvipalveluiden käytön nousevan tasaisesti Keski- ja Etelä-Euroopassa. Yhtiön tämän hetken päämarkkinoista erityisesti Saksa, Espanja ja Puola tarjoavat sille pitkään jatkuvan tilan kasvaa.

Efecten toistaiseksi tärkeimmällä markkinalla Suomessa kasvunäkymät ovat nähdäksemme selvästi hitaammat johtuen yhdestä korkeimmasta pilvipalveluiden käyttöasteesta Euroopassa. Muissa Pohjoismaissa on vastaava tilanne, joskin Efecten markkinaosuus on näissä maissa vähäinen.

Kilpailijat ovat globaaleja ja paikallisia pelureita

Efecten kilpailijoita ovat suuryhtiöiden ITSM-markkinalla lähinnä yhdysvaltalaiset toimijat kuten ServiceNow, BMC, Ivanti ja Atlassian (Jira). Lisäksi keskiuurissa asiakkuuksissa sekä suppeammilla ratkaisu- ja markkina-alueilla Efecten kanssa kilpailee joukko muita yhtiöitä kuten Serviceware, USU, Matrix42, Atlassian, TOPdesk, Freshworks sekä monet paikalliset ohjelmistoyhtiöt.

IAM/IGA-puolella kilpailijat ovat pääosin suuria yhdysvaltalaisista yhtiöitä, kuten Microsoft, Okta, Microfocus ja Quest. Efecten panostusalueella suppeammassa IGA-tarjonnassa on ServiceNow:n palvelunhallinta-alustaan integroituneita kilpailijoita kuten ClearSkye ja AppMore. Pelkkää IGA-komponenttia tarjoavat esim. Omada ja Saviynt.

Conversational AI –markkinalla kilpailukenttä kehittyi nopeasti. Markkinoilla toimii sekä teknologiajättejä (esim. Amazon Lex, Microsoft Bot Framework) että lukuisia pienempiä (esim. Avaamo, Cognigy) pelureita. Ratkaisuja myydään toimittajasta riippuen joko erillisenä (integroitava käyttötarkoitukseen itse) tai valmiina osana muuta ohjelmistoalustaa, Efecten tapauksessa sekä että.

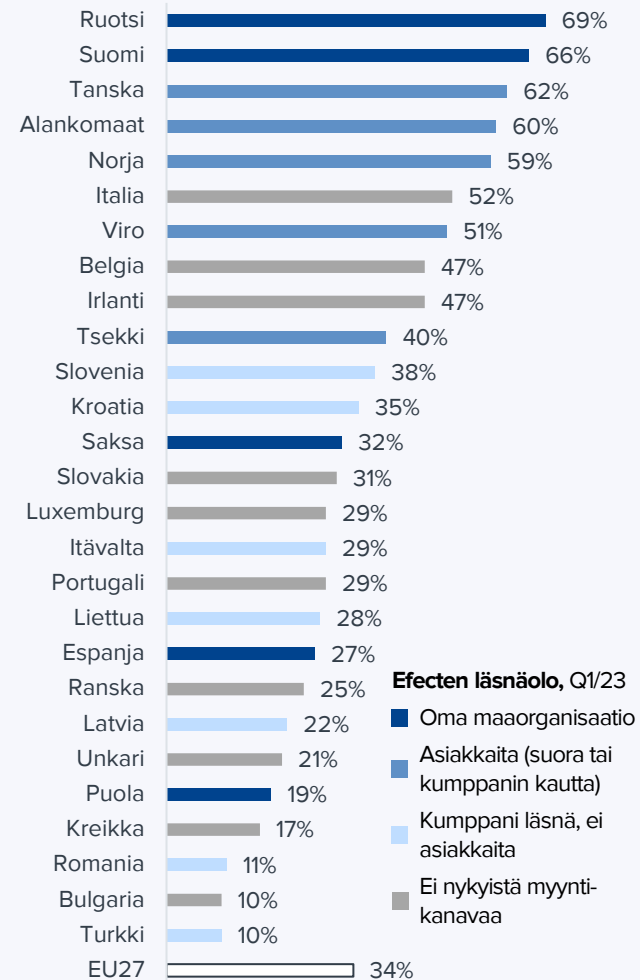
Efecten asema on segmentissään hyvä

Efecte on liikevaihdolla mitattuna globaalisti pieni toimija. Yhtiö on silti nähdäksemme löytänyt itselleen kilpailukykyisen lokeron etenkin keskiuurista eurooppalaisista yrityksistä, mistä kertoo segmentissä ServiceNow:ta, Freshworks:ia, Okta:ta ja Ivanti:ta vastaan voitettuihin asiakkaat.

Suomen kotimarkkinallaan Efecte on ITSM/ESM-markkinan markkinajohtaja kohderyhmässään, jossa pääkilpailija on ServiceNow. Efecten asiakkaita Suomessa ovat mm. Musti Group, Valmet Automotive, Kela ja lukuisat yliopistot. Muissa Pohjoismaissa Efecten tunnettuus on arviomme mukaan kohtuullinen, mutta Keski-Euroopassa (Saksassa) tunnettuus ja brändi edelleen rakentuu. Toimiala-analyttikko Research In Action on silti noteerannut Efecten alan johtajien joukkoon myös Saksassa ja yhtiön asema onkin noteerauksessa parantunut. Pienestä koosta huolimatta yhtiö on siis saanut markkinalta jalansijaa. Efecten hyvä kansainvälinen kasvu vahvistaa tätä näkemystä.

Saksassa Efectellä on erityisesti paikallisia ja alueellisia kilpailijoita kuten USU, Serviceware ja Matrix42. Tässä kilpailussa yhtiön tuote käsittääksemme pärjää hyvin, mutta heikompi tunnettuus voi jättää yhtiön pois tietyistä kilpailutuksista. Euroopassa Efecten asiakkuuksia

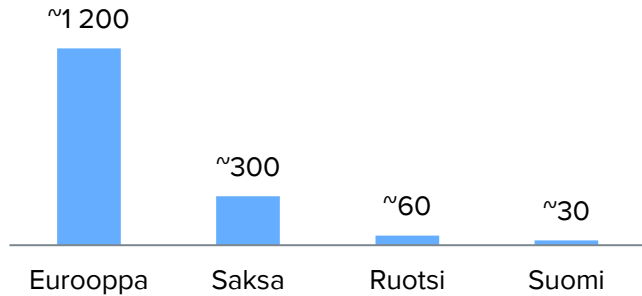
Edistyneiden* pilvipalveluiden käyttöaste EU-maissa, 12/2021, % yrityksistä



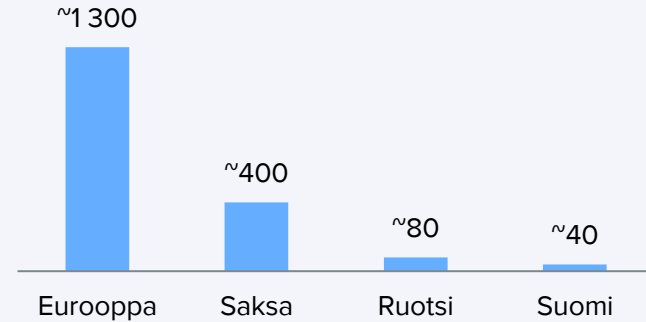
*Taloushallinto, CRM, laskentakapasiteetti, ERP, tietoturva ja/tai ohjelmistokehityksen ympäristöt
Lähde: Eurostat, Inderes, Efecte

Markkinat ja kilpailukenttä 3/4

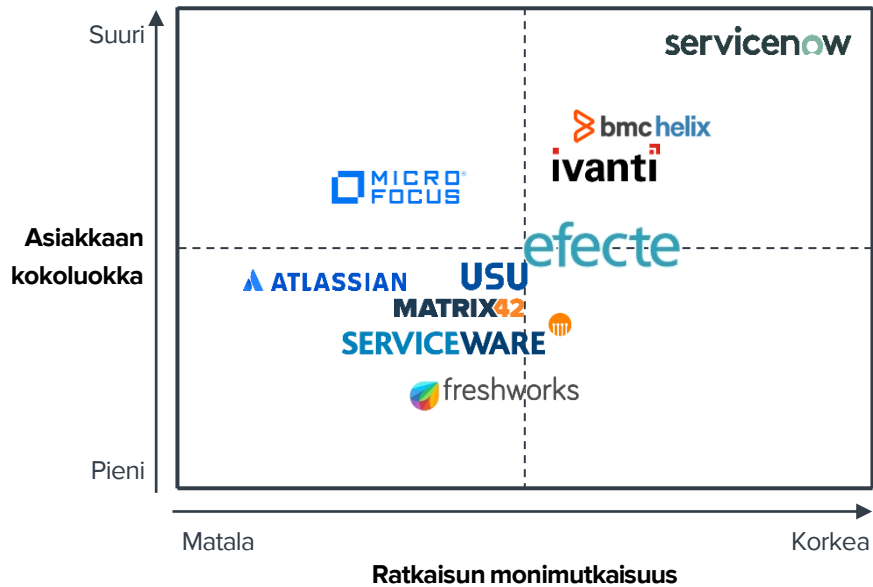
ITSM-markkina Euroopassa, 2022, MEUR



IGA-markkina Euroopassa, 2022, MEUR



ITSM-markkinan keskeiset kilpailijat



IGA-markkinan keskeiset kilpailijat



Lähde: Efecte (markkina-analyttikot), Efecte

Lähde: Efecte (markkina-analyttikot), Efecte

Markkinat ja kilpailukenttä 4/4

ovat mm. Ruotsin kirkko, Bechtle Hamburg, Toyota Financial Services ja Rödl & Partner.

Efecten vahvuuksia ovat tuote, asiakaskokemus, kustannustaso ja joustavuus

Efecte on jo siirtynyt paikallisesti asennetuista ohjelmistoista pilvipohjaiseen SaaS-malliin, mikä on ollut monille alan yhtiöille vaikeaa. Yhtiön ohjelmisto on ominaisuuksiltaan ja laajuudeltaan varsin kattava, ja sitä voidaan käyttää joustavasti kaikilla päätelaitteilla ja melkein minkä tahansa palvelun hallintaan. Asiakas voi kehittää tuotteen avulla uutta automaatiota kirjoittamatta itse koodia. Efecten tuote ei kattavuudessaan silti nähdäksemme pärjää globaaleille pelureille, joilla on merkittävästi suuremmat tuotekehitysresurssit.

Efecte panostaa asiakaskokemukseen, mistä konkreettisenä esimerkkinä on johdon tapa soittaa itse asiakkaille, jos tyytyväisyydessä havaitaan ongelmia. Lisäksi asiakkaiden kehitys ("Customer Success") on eriytetty myynnistä, mikä on toki SaaS-yhtiöissä yleistä. Efecten kokoluokka ja sen tuoma ketteryys asiakkaan palvelemisessa ovat yhtiön mukaan sille kilpailuetuja. Efecten mukaan sen ohjelmistoratkaisun kokonaiskustannukset (TCO) ovat selvästi suurimpia kilpailijoita alemmat johtuen erityisesti käyttöönotto- ja konfigurointikustannuksista. Esimerkiksi ServiceNow:n kokonaiskustannukset ovat käsityksemme mukaan selvästi Efecteä korkeammalla.

Efecten kilpailueduksi katsomme myös joustavan toimitusmallin. Yhtiö voi toimittaa palvelunsa sekä ns. julkisesta pilvestä että yksityisestä pilvestä Euroopassa. Efecte pyrkii myös nopeaan käyttöönottoon ja on panostanut tuotteistukseen (Esim. IGA starter) tuodakseen asiakkaille ohjelmistonsa hyötyjä nopeammin, joskin

käsityksemme mukaan yhtiön tuotteen käyttöönotot eivät vielä ole alan nopeimpia.

Tukipalveluissa ja tuotekehityksessä huomioidaan myös erityisesti eurooppalaisten asiakkaiden vaatimukset. Efecten eurooppalaisuus ja Euroopassa säilyttämä asiakkaidensa data on nähdäksemme myös kilpailutekijä etenkin julkisen sektorin asiakkuuksissa.

Efecten kilpailuhaitat liittyvät pääasiassa sen kilpailijoita pienempään kokoon

Pidämme Efecten keskeisenä kilpailuhaittana pienestä kokoluokasta aiheutuvaa heikompaa kansainvälistä tunnettavuutta, suuria kilpailijoita merkittävästi pienempiä resursseja ja kilpailukykyä erityisesti kaikkein suurimmissa asiakkuuksissa.

Heikko kansainvälinen tunnettuus hidastaa kansainvälisen jakelukanavan kehittämistä. Vahva ja kattava myyntiverkosto on alalla tärkeä erityisesti siksi, että asiakkaiden kynnys vaihtaa ohjelmistoa on korkea ja ensimmäisenä asiakassuhteen luomaan onnistuva yritys saa yleensä kestävä etua markkinaosuudessa. Esimerkiksi Efecten Saksassa häviämässä tarjouksissa syynä on usein kilpailijoita tuntemattomampaan brändiin ja olemassa oleviin asiakassuhteisiin liittyvät asiat.

Pienemmän toiminnan volyymin takia Efecte ei pysty panostamaan tuotekehitykseen sekä myyntiin- ja markkinointiin vastaavia summia kuin suurimmat kilpailijat, mikä voi pitkällä aikavälillä johtaa heikentyvään tuotteiden suhteelliseen kilpailukykyyn ja markkinaosuuteen. Efecte pyrkii minimoimaan kilpailuhaittojaan keskittymällä asiakassegmentteihin, jotka eivät ole suurimpien kilpailijoiden fokuksessa ja arvostavat paikallisuutta ohjelmistoratkaisujen valinnassa.

Efecten kilpailutekijät

- + SaaS-malliin pohjautuva, kypsä ja monipuolinen tuote
- + Hyvä asiakaskokemus ja ketterä toimintamalli
- + Matalat kokonaiskustannukset asiakkaalle
- + Joustavat toimitusmallit (yksityinen tai julkinen pilvi)
- + IGA, ITSM/ESM ja Conversational AI -ratkaisut samalla alustalla
- + Eurooppalaisuus ja Euroopassa säilytettävä data
- Brändin tunnettuus Suomen ulkopuolella vielä heikko
- Selvästi suuria kilpailijoita pienemmät T&K, myynti- ja markkinointiresurssit
- Heikompi kilpailu- ja toimituskyky suurimmissa ja globaaleissa asiakkuuksissa

Lähde: Efecte, Inderes arvio

Strategia 1/2

Efecten kasvustrategia nojaa ohjelmistoalan SaaS-murrokseen ja kansainvälistymiseen

Efecten keskittyy palvelunhallinnan ohjelmistomarkkinan SaaS-murroksen tarjoamien merkittävien kasvumahdollisuuksien hyödyntämiseen. Yhtiö pyrkii erottautumaan suurista yhdysvaltalaisista kilpailijoistaan eurooppalaisena vaihtoehtona etenkin keskisuurten asiakkaiden markkinasegmenteissä, joissa yhtiön kilpailuasema on vahvimillaan.

Efecte panostaa strategiassaan **kasvuun** investoimalla vahvasti myyntiin, markkinointiin ja palveluihin nykyisillä ja uusilla markkinoilla. Yhtiö pyrkii avaamaan uusia suoria ja kumppanivetoisia markkinoita EMEA-alueella.

Tuotteen osalta strategia keskittyy kilpailuetujen (ketteryyden, käyttökokemus ja kustannustehokkuus) vahvistamiseen ja Efecte-alustan jatkokehitykseen. Alustan osalta tavoitteena on vahvistaa Palvelunhallinta, IGA- ja Conversational AI -ratkaisujen kilpailukykyä ja erityisesti tuoda uusia tekoälyyn pohjautuvia ominaisuuksia. Yhtiö investoi nykyisten vahvuuksiensa vahvistamiseen ja

kehittämiseen. Efecte pyrkii vahvistamaan palvelunhallinta-alustansa kykyä tarjota sen ratkaisut (Palvelunhallinta, IGA ja Conversational AI) saumattomasti yhdellä alustalla.

Ihmisten osalta Efecte jatkaa kulttuuriinsa ja työntekijöihinsä panostamista varmistaakseen kilpailukykyä kilpaillussa rekrytointimarkkinassa sekä pitääkseen parhaimmat osaajansa talossa.

Yritysjärjestelyt. Efecte näkee mahdollisuuksia teknologia-alustansa sekä markkinaläsnäolonsa laajentamisen kohdistetuilla yritysostoilla. Teknologia-laajennukset voivat liittyä esimerkiksi tekoälyyn ja automaatioon (esim. InteliWISE-osto 2022), monikanavaisen palveluiden kulutukseen ja laajempaan digitaalisen omaisuuden seurantaan. Markkinaläsnäolon vahvistaminen voisi tarkoittaa esimerkiksi yrityksen ostamista, jolla olisi valmis myynti- ja käyttöönottovalmius kiinnostavalla markkinalla. Nähdäksemme teknologia-vetoiset yrityskaupat olisivat Efectelle kuitenkin logiikaltaan sopivampia, sillä niillä laajennettaisiin yhtiön tuotetta ja vältettäisiin päällekkäisten tuotteiden hallinnan tuomat haasteet.

Taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme kovat, etenkin talouden viilennyttä

Vuosien 2022-2025 strategiakaudellaan Efecte tavoittelee liikevaihdon >35 MEUR tavoitetasoa vuonna 2025 ja yli 20 %:n vuosittaista SaaS-kasvua. Vuosittaiseksi kasvuvauhdiksi käännettynä kasvatavoite vastaa kokonaisliikevaihdossa noin 18 %:n vuotuista kasvua. Tavoite on mielestämme mahdollinen, mutta vaatii yhtiöltä historiaa vahvempaa kasvua (2016-2021 liikevaihdon CAGR 16 %). Efecte on toisaalta on ylläpitänyt yli 20 %:n SaaS-kasvua jo useiden vuosien ajan. Yhtiö on lisäksi vahvistanut kasvun koneistoaan (kumppaniohjelma, digitaalinen myynti & markkinointi, IGA-myyntikärki ja keskustelutekoäly) viime vuosina. Talousympäristö on kuitenkin kääntynyt tavoitteen asettamisen jälkeen negatiivisempaan asentoon, joten tavoite on nähdäksemme karannut hieman kauas.

Kannattavuustavoitteiden osalta uskomme Efecten pääsevän melko kivuttomasti yli 10 %:n EBITDA-tavoitetasoonsa vuonna 2025, sillä kannattavuus riippuu nähdäksemme käytännössä puhtaasti yhtiön omasta päätöksestä rekrytointien määrästä.

Efecten taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2022-2025

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Liikevaihto	14,9 MEUR	17,8 MEUR	21,6 MEUR			>35 MEUR (organisesti)
EBITDA-%	0,8 %	5,3 %	-0,1 % (rap.) 2,4 % (oik.)			>10 %
Kasvun rahoitus	Kassavirta	Kassavirta	Kassavirta	Kassavirta	Kassavirta	Kassavirta

Lähde: Efecte CMD 3/2022

Efecten strategian yhteenveto

Kohdemarkkina ja Efecten asemoituminen

ITSM-, ESM- ja IGA-pilvi-ohjelmistojen Euroopan kokonaismarkkina, 2021 **2,5 mrd. USD**

Markkinoiden kasvu Euroopassa, 2022-2024 **>15 % CAGR**

Kasvua tukevat ajurit



Siirtymä pilvipohjaisiin ratkaisuihin (SaaS)



Tietoturvan ja -suojaan huolet sekä lainsäädännön muutokset



Digitalisaation eteneminen ja automaation kasvu

Kypsä ja vahva SaaS-tuote keskisuurille eurooppalaisille organisaatioille **efecte**

Strategiset painopisteet

1. Investoiminen **kasvuun** uusilla ja nykyisillä markkinoilla
2. **Tuotteiden** kilpailukyvyyn vahvistaminen ja Efecte-alustan edelleen kehittäminen
3. **Ihmisiin** ja kulttuuriin panostaminen huipputasaajien houkuttelemiseksi ja loistavien asiakaskokemuksien luomiseksi Efecte-ekosysteemissä
4. Kohdistetut **yritysostot** teknologia-alustan vahvistamiseen ja markkinaläsnaolon kasvattamiseen



Strategian rahoitus kassavirralla



>20 %

SaaS-liikevaihdon vuosittainen orgaaninen kasvu 2022-2025

>35 MEUR

Orgaanisesti saavutettu liikevaihto vuonna 2025

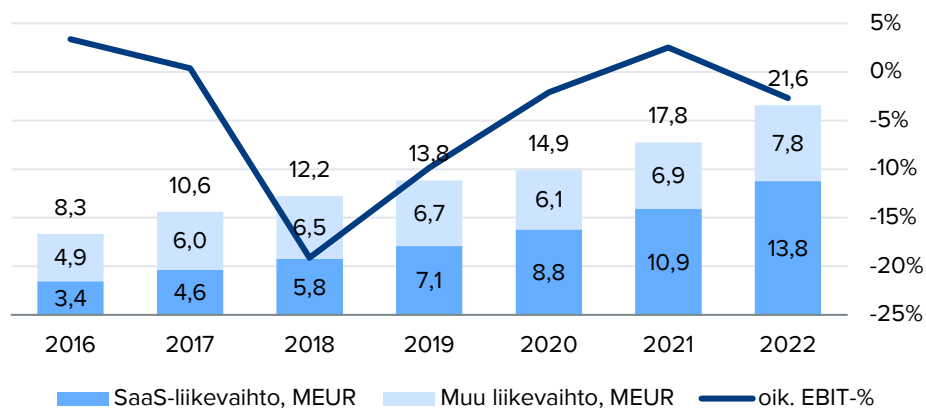
>10 %

Käyttökatemarginaali vuonna 2025

Taloudellinen tilanne 1/2

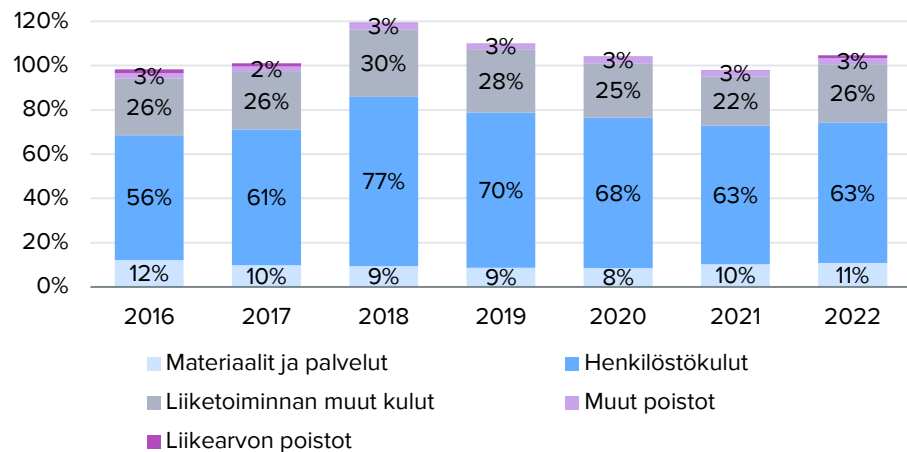
Efecte on siirtynyt skaalautuvan kasvun vaiheeseen, jossa se tasapainoilee kasvun ja kannattavuuden välillä

Liikevaihto (MEUR) ja oik. EBIT-%, 2016-2022



- Efecten liikevaihdon keskimääräinen vuosittainen kasvu-% on ollut käytännössä täysin orgaanisesti noin 17 % ja oikaistu EBIT-% noin -4 % vuosina 2016-2022.
- Efecte teki listautumisensa (2017) jälkeen etupainotteisia kasvuinvestointeja, jotka eivät tuottaneet tavoiteltua määrää kasvua ja painoivat tuloksen voimakkaasti pakkaselle vuonna 2018. Tämän jälkeen yhtiö vahvisti kasvunsa perustaa ja myyntinsä tehokkuutta, minkä jälkeen kasvu on ollut hallittua ja kannattavuus vahvistuvalla trendillä vuoteen 2021 asti. Vuonna 2022 yhtiö jälleen lisäsi kasvupanostuksia jälleen asteen verran strategiapäivityksensä yhteydessä.
- Vuosina 2016-2022 kasvu-%:n ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summa on ollut keskimäärin 14 %.

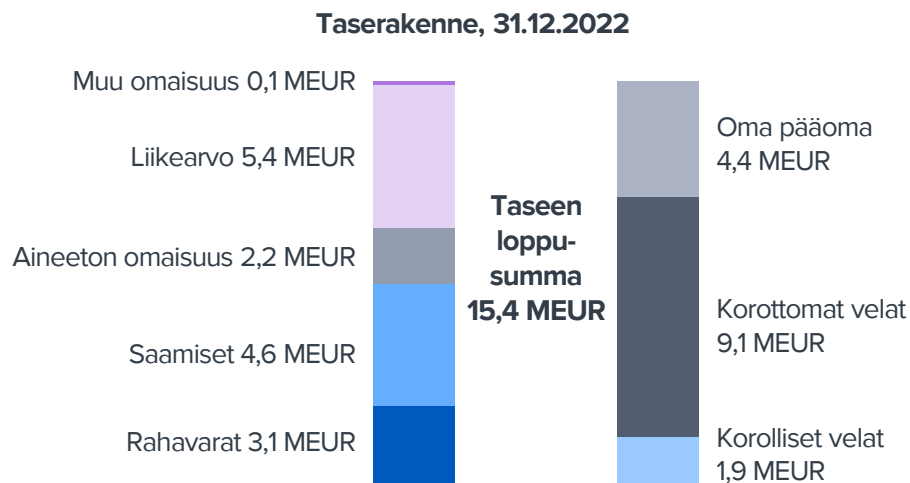
Kustannusrakenne, 2016-2022, % liikevaihdosta



- Efecten kustannusrakenne on pääosin kiinteää, mutta liiketoiminta skaalautuu hyvin kasvun mukana.
 - Henkilöstö on yhtiön keskeisin kustannusajuri: vuonna 2022 henkilöstökulut (63 % liikevaihdosta) ja vahvasti henkilöstösidonnaiset liiketoiminnan muut kulut (26 % liikevaihdosta) muodostivat lähes koko kustannusmassan.
 - Materiaalit ja palvelut olivat vain 11 % liikevaihdosta vuonna 2022.
- SaaS-yhtiöiden tapauksessa on tärkeää huomata, että kasvuinvestoinnit tehdään pääosin tuloslaskelman kautta henkilöstösidonnaisten kulujen muodossa. Efecten jatkuvan liiketoiminnan hyvä kannattavuus jää piiloon, kun yhtiö jatkuvasti investoi liiketoiminnan tuottaman korkeakatteisen kassavirran takaisin liiketoiminnan kasvattamiseen.

Taloudellinen tilanne 2/2

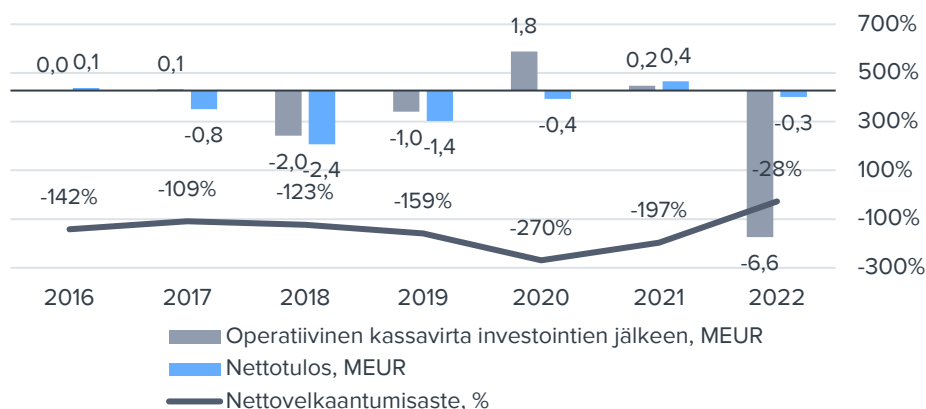
Efecten tase on kevyt, mutta hyvässä kunnossa



Lähde: Inderes

- Efecten liiketoiminta ei sido taseeseen merkittäviä pääomia
- Taseessa on turvaa kasvupanostusten kasvattamiseen
 - Kassa tarjoaa tiettyä liikkumatilaa (3,1 MEUR), korollista velkaa on hyvin kohtuullisesti (1,9 MEUR)
 - Negatiivinen nettovelka (-1,2 MEUR) ja nettovelkaantumisaste (-28 %)
 - Tase on hyvässä iskukunnossa yritysostojen toteuttamiseen, joka on yksi uuden strategian neljästä kulmakivistä
 - Osingonmaksun sijaan kassaa hyödynnetään lähivuosina kasvun rahoittamiseen.
- Aineeton omaisuus (2,2 MEUR) koostuu käytännössä aktivoiduista tuotekehitysmenoista ja liikearvo (5,4 MEUR) InteliWISE-yritysostosta
- Korottomat velat koostuu pääosin asiakkailta saaduista ennakkomaksuista, koska Efecte laskuttaa asiakkaita etupainotteisesti

Operatiivinen kassavirta investointien jälkeen, nettotulos ja nettovelkaantumisaste, 2016-2022, %



- Efecten nettotulos vahvistui vuosina 2019-2021 ja nousi positiiviseksi. Kehityksen taustalla on yhtiön liiketoiminnan mittakaavan ja operatiivisen tehokkuuden kasvu. Vuonna 2022 kasvatetut kasvupanostukset painoivat nettotuloksen lievästi negatiiviseksi ja InteliWISE-kauppa aiheutti kassavirtaan kertaluonteisen syvemmän loven.
- Käyttöpääoma on negatiivinen (2022: -4,5 MEUR), joten Efecten kasvu näkyy pääsääntöisesti hieman tulosta vahvempana kassavirtana ja rahoittaa osin yhtiön kasvua. Odotamme käyttöpääoman olevan myös jatkossa negatiivinen johtuen asiakassopimusten etupainotteisesta laskuttamisesta.
- Tuotekehitysmenojen aktivoinnit (1,3 MEUR) nousivat poistojen (0,6 MEUR) yläpuolelle vuonna 2022. Efecte on kasvattanut tuotekehityspanoksia osana kasvustrategiaansa ja lyhyellä tähtäimellä tämä oletettavasti tarkoittaa poistoja suurempia aktivointeja.

Ennusteet ja arvonmääritys 1/7

SaaS-liiketoimintamalli on liikevaihtoennusteidemme lähtökohta

Efecten strategia keskittyy SaaS-liiketoimintaan. Ennustamme Efecten liikevaihtoa pääasiassa kahdella ydinliikevaihtoerällä, SaaS-liikevaihdolla ja Palvelu-liikevaihdolla. Strategian ulkopuolelle jäävän liikevaihtoerän, ylläpitotuottojen (2021: 4 % liikevaihdosta) odotamme hiipuvan tulevien vuosien kuluessa kohti nollaa vanhan sopimusmallin asiakkaiden siirtyessä SaaS-sopimusten piiriin.

Ennustamme SaaS-liikevaihdon kehitystä vuositasolle muunnetun SaaS-liikevaihdon (ARR = 12x MRR) kasvun kautta. Efecten raportoima MRR kuvaa laskutuksessa olevaa sopimuskantaa, joten lyhyellä tähtäimellä SaaS-liikevaihdon kasvu on hyvin ennakoitavaa. SaaS-liikevaihto on luonteeltaan jatkuvaa ja siten sen ennustamisen riskit liittyvät erityisesti kasvun kulmakertoimeen. Toisaalta asiakkaiden laajennusten merkittävä osuus kasvusta tuo nähdäksemme tiettyä näkyvyyttä myös kasvuvauhtiin.

Odotamme historiallisesti merkittävän Palvelu-liikevaihdon kasvun olevan jatkossakin SaaS-kasvua hitaampaa. Taustalla arvioimme Efecten helpottavan edelleen ohjelmistonsa käyttöönottoja sekä kasvattavan kumppanien roolia käyttöönotoissa. Odotamme palveluiden olevan yhtiölle silti merkittävä liikevaihtoerä myös jatkossa.

Efecten kannattavuutta ja tuloskasvua määrittää mallissamme erityisesti kiinteiden kulujen kehitys suhteessa liikevaihtoon. Efecten selvästi suurin kuluerä on henkilöstökulut (2022: 61 % kuluista), jota ennustamme henkilöstön määrän ja yksikkökustannuksen kautta. Liiketoiminnan muita kuluja (2022: 25 % kuluista) ennustamme

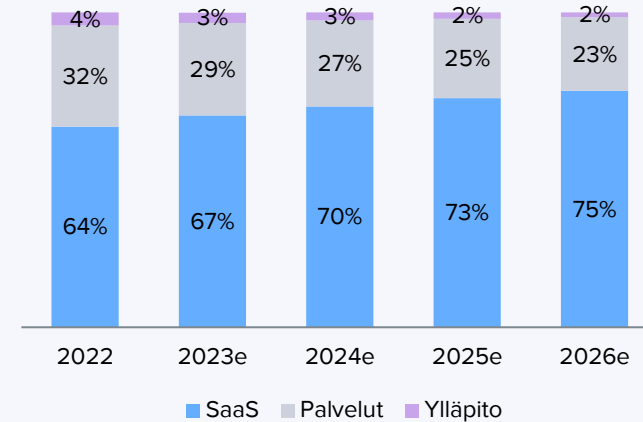
vastaavasti yksikkökustannuksien kautta. Huomioimme ennusteissamme lisäksi liikevaihtoon ja SaaS-kasvuun suhteutetut henkilöstön tehokkuusluvut, jotka tyypillisesti kasvavat SaaS-yhtiöiden skaalautuvan kasvun vaiheessa.

Näkyvyys Efecten liikevaihtoon on lyhyellä aikavälillä kokonaisuutena hyvä, sillä yhtiön liikevaihto koostuu pääosin hyvin ennakoitavista, toistuvista tuotoista. Liikevaihdon kasvunopeuden ennakoiminen on sen sijaan haasteellisempää mallintaa, koska se on hyvin riippuvainen yhtiön tekemistä kasvupanostuksista, kauppojen ajoittumisesta ja myynnin tehokkuuden kehittymisestä. Efecten strategiaan kuuluu yrityskaupat, mutta niiden ennustaminen ei ole käytännössä mahdollista etukäteen, emmekä siten ennusta tulevia yrityskauppoja.

Kannattavuuden osalta meille tärkein mittari on yrityskauppojen poistoista oikaistu liikevoitto. Se sisältää aktivoitujen tutkimuskehitysmenojen poistot ja kuvaa mielestämme parhaiten yhtiön operatiivista kustannustasoa. Efecte ohjeistaa itse oikaistua käyttökatetta, joten käytämme sitä peilataksemme ennusteitamme yhtiön viestintään.

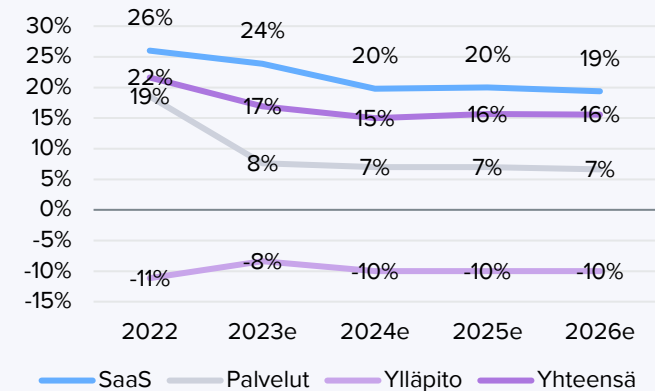
Efectellä oli 2022 lopussa voimassa 900 000 tuhannen uuden osakkeen kattavat optio-ohjelmat, joissa merkintäaika osuu vuosien 2023-2028 välille. Käyttämättömien annettujen optioiden diluutiovaikutus on toteutuessaan noin 8 % ja kaikkien mahdollisesti hyödynnettävien optioiden vaikutus vastaavasti noin 11 % vuoden 2022 lopun osakekannasta. Olemme huomioineet annettujen optioiden nettovaikutuksen (yllä mainituista prosenteista puuttuva merkintähinnan tuoma positiivinen kassavaikutus kompensoiden)

Liikevaihdon jakauman ennuste, 2022-2026e, % liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Liikevaihdon kasvun ennuste, 2022-2026e, % kasvua edellisvuodesta



Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 2/7

osakemäärän ennusteissamme. Käytännössä optioiden diluutio ei tule toteutumaan kokonaisuudessaan, sillä osa sen piirissä olevasta henkilöstöstä ei todennäköisesti pysy yhtiössä koko optioiden ansaintaan vaadittavaa jaksoa.

Strategiakauden ennusteissa nojaamme ohjeistukseen ja tavoitteisiin

Efecten SaaS-kasvu on ollut vuosina 2018-2022 keskimäärin 24 % ja jatkuvasti yli yhtiön 20 %:n tavoitetason. Lisäksi yhtiö toteutti lupauksiensa mukaisesti kannattavuuskäänteen vuonna 2021, mikä kertoo yhtiön kyvystä hallittuun kasvuun. Näkemyksemme mukaan toimialan voimakas kysynnän kasvu, Efecten vahvat näytöt vakaasta kasvusta ja kansainvälisen laajentumisen eteneminen antavat hyvät lähtökohdat voimakkaan SaaS-liikevaihdon kasvun jatkumiselle lähivuosina. Näiden tekijöiden myötä Efecten strategiakauden 22-25 tavoitteet (vuosittainen SaaS-kasvu >20 %, 2025 orgaaninen liikevaihto >35 MEUR, 2025 EBITDA-% >10 %) näyttävät mielestämme hyvässä markkinaympäristössä pääsääntöisesti realistisina.

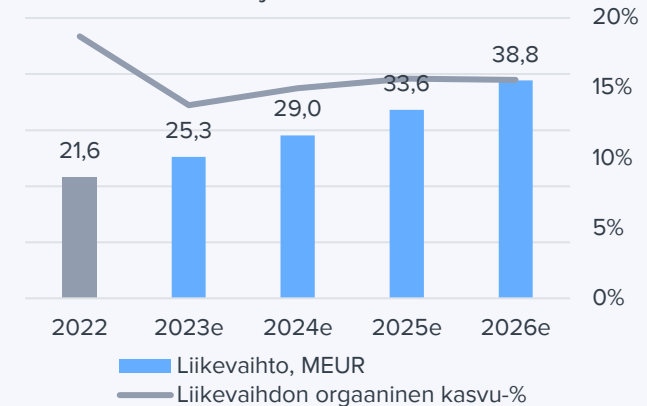
Vuodelle 2023 Efecte ohjeistaa SaaS-liikevaihdon kasvavan yli 20 % ja oikaistun käyttökateen olevan positiivinen. Efecten ohjeistukset ovat tähän asti olleet hyvin linjassa toteutumaan, joten nojaamme ennusteissamme tähän. Ennustamme 24 %:n SaaS-liikevaihdon kasvua vuodelle 2023, mikä nojaa tasavertaisesti nykyasiakkaiden laajennuksiin ja uusasiakasmyyntiin. Ennusteemme koko liikevaihdolle on varovaisempi 17 % (orgaanisesti 14 %), sillä odotamme palvelu-liikevaihdon kasvun (8 %) olevan SaaS-liikevaihtoa hitaampaa ja Ylläpito-liikevaihdon hiipuvan (-8 %).

Odotamme Efecten kannattavuuden pysyttelevän vuonna 2023 käyttökatemarginaalin tasolla lievästi positiivisena ollen 0,5 % liikevaihdosta (oikaistuna 0,9 %). Tämän taustalla on yhtiön strategian mukaiset kasvuinvestoinnit, jotka syövät lyhyellä tähtäimen kasvun tuomia korkeakatteisia (Q1/23 LTM toistuvan liikevaihdon bruttokate 80 %) tulovirtoja.

Strategiakauden muina vuosina 2024-2025 ennustamme Efecten kokonaisliikevaihdon kasvavan 15 % ja SaaS-liikevaihdon keskimäärin 20 % vuodessa. Odotamme kasvun lievästi piristyvän vuoden 2023 tasosta, sillä vahvimmin kasvava SaaS-liikevaihto alkaa muodostamaan tällöin suuremman osan koko konsernin liikevaihdosta. Ennusteemme vuoden 2025 liikevaihdolle on IntelliWISE-yritysoston liikevaihto sisältäen 33,6 MEUR, alle yhtiön tavoitteen (Orgaanisesti >35 MEUR). Yhtiö on viime vuosina saavuttanut asettamansa strategiset tavoitteet, mikä puoltaa niihin nojaamista. Orgaanisen liikevaihdon tavoite on nähdäksemme silti kova ja vaatii toteutuakseen vahvan SaaS-kasvun lisäksi palveluliikevaihdon kasvusta merkittävää tukea. Vuonna 2022 heikentyneen markkinakysynnän myötä liikevaihtotavoitteen (2025: >35 MEUR) saavuttaminen ei kuitenkaan tällä hetkellä nähdäksemme ole erityisen todennäköistä.

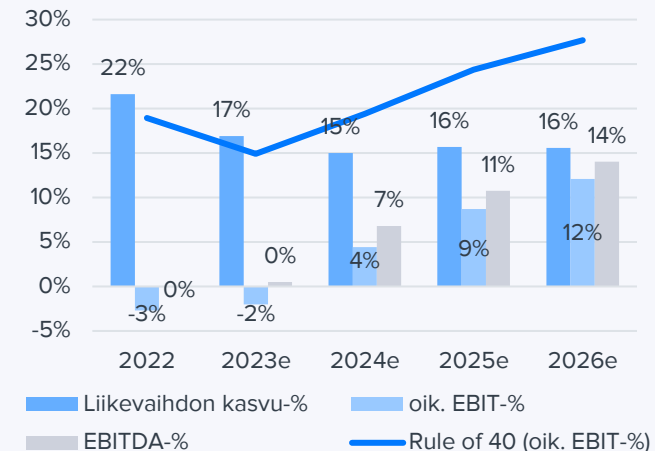
Efecten käyttökatemarginaalin odotamme nousevan 0 %:sta vuonna 2022 strategian tavoitteiden mukaisesti 11 %:iin vuonna 2025 (Tavoite: >10 % EBITDA-%). Odotamme liikevaihdon kasvun (ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summan ("Rule of 40") nousevan 24 %:in vuonna 2025 (2022: 18 %).

Liikevaihto ja orgaaninen kasvu, MEUR ja % liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Kasvun ja kannattavuuden summa ("Rule of 40"), %



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	17,8	5,1	5,3	5,4	5,9	21,6	6,0	6,3	6,1	6,8	25,3	29,0	33,6	38,8
SaaS	10,9	3,1	3,3	3,6	3,7	13,8	4,0	4,2	4,3	4,5	17,0	20,4	24,4	29,2
Lisenssit	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
Tuki ja ylläpito	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	0,7	0,7	0,6
Palvelut	5,8	1,7	1,8	1,5	1,9	6,9	1,8	1,9	1,6	2,1	7,4	7,9	8,5	9,1
Käyttökate	0,9	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	0,3	0,4	0,1	2,0	3,6	5,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,4	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,4	-0,5	0,1	0,3	-0,51	1,3	2,9	4,7
Liikevoitto	0,4	0,0	-0,2	-0,2	-0,5	-0,9	-0,6	-0,6	0,0	0,1	-1,1	0,7	2,4	4,1
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	0,4	0,0	-0,2	-0,2	-0,5	-0,9	-0,6	-0,6	0,0	0,1	-1,2	0,7	2,4	4,1
Verot	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,6
Nettotulos	0,4	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-0,3	-0,6	-0,6	0,0	0,1	-1,1	0,7	2,1	3,5
EPS (oikaistu)	0,07	0,00	-0,05	-0,01	-0,06	-0,11	-0,07	-0,07	0,02	0,03	-0,09	0,19	0,40	0,63
EPS (raportoitu)	0,07	0,00	0,07	-0,03	-0,08	-0,05	-0,09	-0,09	0,00	0,01	-0,18	0,10	0,32	0,54

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	19,3 %	20,2 %	18,0 %	26,7 %	22,0 %	21,7 %	19,6 %	19,0 %	14,2 %	15,0 %	17 %	15 %	16 %	16 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-239,0 %	-82,9 %	-243,7 %	-121,6 %	920,6 %	-234,7 %	-3829,2 %	134,3 %	-339,8 %	-174,2 %	-13,3 %	-353,3 %	-126,9 %	60,9 %
Käyttökate-%	5,3 %	2,9 %	-1,2 %	1,8 %	-2,7 %	0,1 %	-4,4 %	-4,8 %	4,7 %	6,0 %	0,5 %	6,8 %	10,8 %	14,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,4 %	0,2 %	-3,7 %	-1,1 %	-5,9 %	-2,7 %	-7,4 %	-7,2 %	2,2 %	3,8 %	-2,0 %	4,4 %	8,7 %	12,1 %
Nettotulos-%	2,4 %	0,2 %	8,4 %	-4,0 %	-8,9 %	-1,3 %	-9,7 %	-9,4 %	-0,5 %	1,3 %	-4,4 %	2,3 %	6,2 %	9,1 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	25,3	25,3	0 %	29,0	29,0	0 %	33,6	33,6	0 %
Käyttökate	0,2	0,1	-49 %	2,2	2,0	-11 %	3,6	3,6	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,5	-0,5	4 %	1,5	1,3	-17 %	2,9	2,9	1 %
Liikevoitto	-1,1	-1,1	2 %	1,0	0,7	-26 %	2,4	2,4	1 %
Tulos ennen veroja	-1,2	-1,2	2 %	1,0	0,7	-26 %	2,4	2,4	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,10	-0,09	3 %	0,22	0,19	-16 %	0,40	0,40	1 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Ennustemuutosten taustat

- Teimme oikaistun vuoden 2023 Q1:lle kirjaamiimme toteutuneisiin poistoihin, jotka olimme kirjanneet lievästi yhtiön raportoimia lukuja suuremmiksi.
- Siirsimme lisäksi vuosina 2023-2025 ennustamiamme rekrytointia lievästi etupainotteisemmaksi, mikä laski hieman vuoden 2024 kannattavuusennusteitamme. Vuoden 2025 kannattavuusennusteemme ovat käytännössä ennallaan.

Ennusteet ja arvonmääritys 3/7

Pitkän aikavälin ennusteissa odotamme hiljalleen hiipuvaa kasvua ja skaalautuvaa kannattavuutta

Odotamme Efecten siirtyvän vuoden 2025 jälkeen vahvemman kasvun vaiheesta asteittain kohti kypsempää, asteittain hidastuvan matalamman kasvun ja skaalautuvan kannattavuuden vaihetta. Mikäli Efecten markkina jatkaa vahvaa kasvua myös vuosikymmenen loppupuolella, voi yhtiön vahvemman kasvun vaihe jatkua ennusteitamme selvästi pidempään. Tällöin kannattavuuden vahvistuminen toteutuisi vastaavasti ennustettamme myöhemmin. Siten ennusteemme jättävät varaa positiiviselle optiolla pidempään jatkuvasta vahvasta kasvusta. Toisaalta kasvu voi myös hidastua, mikäli yhtiön uudet kasvupanokset eivät onnistu edellisten panoksien tehokkuudella.

Ennustamme Efectelle 7-16 %:n hidastuvaa liikevaihdon kasvua vuosille 2026-2030. Vuosina 2031-2034 odotamme liikevaihdon kasvun olevan 5-2 %:n laskevalla trendillä. Liikevaihdon terminaalikasvuna vuonna 2035 käytämme 2 %:ia, mikä on mielestämme varsin konservatiivinen oletus huomioiden ohjelmistosektorin kasvua tukevat pitkän aikavälin digitalisaation megatrendit. Vuoden 2035 liikevaihdon ennusteemme on noin 67 MEUR joten Efecten tavoitteen saavuttaminen (100 MEUR liikevaihto pitkällä aikavälillä) vaatii ennusteissamme tuekseen yrityskauppoja tai pidempään vahvana jatkuvaa orgaanista liikevaihdon kasvua.

Kannattavuuden osalta ennustamme Efecten oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan asteittain 12 %:sta noin 21 %:iin vuosina 2026-2030. Odotamme liikevoittomarginaalin asettuvan pitkällä aikavälillä noin 20 %:iin ja

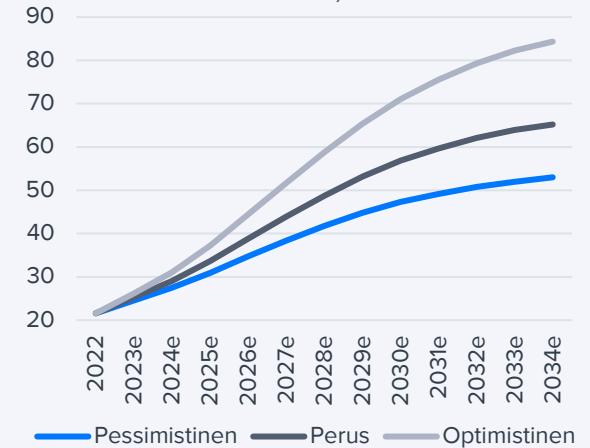
käyttökatemarginaalin noin 25 %:iin (Efecten tavoite: >25 %). Ennustamme Efecten kasvun ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summan nousevan ("Rule of 40") 28 %:n tasolle vuosina 2026-2031.

Strategiakaudelle 2022-2025 on piirrettävissä useita perusteltuja skenaarioita. Ennustamamme perusskenaario (liikevaihdon orgaaninen CAGR noin 15 % vuosina 2022-2025) vastaa mielestämme realistista ja todennäköistä kasvupolkua Efectelle nykyisessä markkinaympäristössä. Jo nykyennusteemme sisältävät selvää luottamusta yhtiön kykyyn kasvaa hallitusti. Ennusteissamme on samalla tiettyä turvamarginaalia yhtiön omiin tavoitteisiin nähden etenkin kasvuodotusten osalta.

Negatiivisessa skenaariossa Efecten kasvupanoksien kasvattaminen ei onnistuisi aiemmalla tehokkuudella ja kasvu jäisi vuosittain viidenneksen perusskenaariotamme hitaammaksi (liikevaihto ~31 MEUR vuonna 2025, tavoite >35 MEUR). Skenaario vastaisi 13 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua 2022-2025 välillä. Skenaariossa yli 20 %:n SaaS-kasvun ylläpitäminen ei onnistuisi, mikä heijastuisi myös palveluliikevaihtoon. Vastaavasti yhtiö ei pystyisi investoimaan vastaavaa määrää kassavirtaa kasvuun kuin perusskenaariossa. Kasvun jäädessä heikommaksi myös kannattavuus olisi noin neljänneksen perusskenaariota heikompi. Negatiivisessa skenaariossa emme myöskään odota yhtiöltä totaalista mahalaskua huomioiden markkinan tarjoamat ajurit kasville ja yhtiön jo osoittama mukautumiskyky heikompaan markkinatilanteeseen. Strategian toteutukseen liittyy silti realistisia riskejä, joilla olisi negatiivinen vaikutus liiketoiminnan kehitykseen.

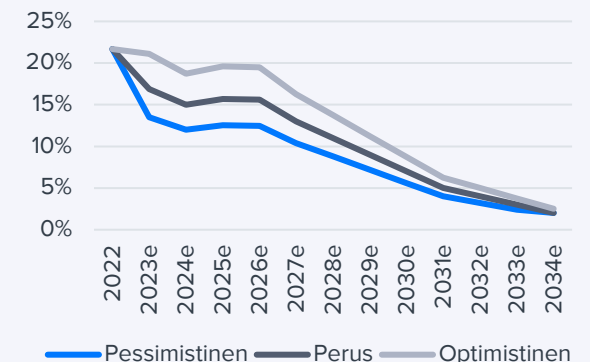
Kasvun skenaariot

Liikevaihdon kehitys, 2022-2034e, MEUR



Lähde: Inderes

Liikevaihdon kasvu, 2022-2034e, % edellisvuodesta



Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 4/7

Optimistisessa skenaariossa Efecten strategian toteutus onnistuisi vastaavasti erinomaisesti ja yhtiön vuosikasvu olisi neljänneksen perusskenaariota vahvempaa (liikevaihto ~37 MEUR vuonna 2025, tavoite >35 MEUR). Skenaario vastaa 20 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua 2021-2025 välillä. Skenaariossa yhtiön kasvu kiihtyisi nykytasolta, mikä vaatisi yhtiön myynnin tehokkuudelta tasoparannusta nykyiseen nähden ja mahdollisesti myös vetoapua markkinalta. Tehokkaampi kasvu näkyisi myös skaalautuvassa kannattavuudessa, joka olisi skenaariossa ajan yli vahvistuen 2-5 %-yksikköä perusskenaariota korkeammalla. Skenaario on mahdollinen, sillä emme vielä ole esimerkiksi nähneet, miten hyvin yhtiön rakentuva kumppaniohjelma alkaa tuottamaan uusia kansainvälisiä asiakkuuksia ajan yli. Toisaalta etenkin nykyisessä markkinatilanteessa olisi jokseenkin yllättävää, jos yhtiö tekisi myynnin tehokkuudessa selvän tasoloikan nykytilanteeseen.

Sijoittajan kannalta eri skenaarioiden toteutuminen vaikuttaa merkittävästi yhtiön tulevaan arvonluontiin ja tuotto-odotukseen, mitä käsittelemme raportin arvostusosiossa seuraavaksi tarkemmin.

Kasvun ja kannattavuuden kehitys ohjaavat arvonmääritystä

Efecten arvonmääritys on haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta ja SaaS-liiketoimintamallin ansaintalogiikasta. Näistä syistä arvosta merkittävä osa perustuu odotuksiin kasvusta ja nousevasta kannattavuudesta. Vuoden 2022 kevään pääomamarkkinapäivällä Efecte päätti jatkaa

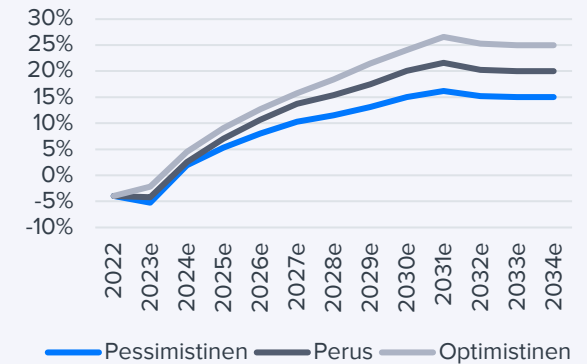
etupainotteisia kasvuinvestointeja. Tästä syystä tulos antaa arvostukselle tukea aikaisintaan vuonna 2025 strategiakauden lopussa. Tämä on SaaS-ohjelmistoyhtiöille kuitenkin hyvin tyyppillistä.

Nojaammekin Efecten arvostustason arvioinnissa enemmän kannattavuuden ja kasvun yhdistelmään (“Rule of 40”) ja liikevaihtokertoimiin (EV/S). Ohjelmistoalalla yleisesti käytetyssä menetelmässä lasketaan summaksi yhteen liikevaihdon kasvuprosentti ja suhteellinen kannattavuus (käyttäjistä riippuen käyttökate, liikevaihto, tulos tai vapaa rahavirta). Yli 40 %:a ylittävä summa katsotaan indikaattoriksi liiketoiminnan “hyvästä laadusta”.

“Rule of 40” -mittari toimii SaaS-yhtiöille sikäli hyvin, että se huomioi yhtiöiden strategisen tasapainottelun kasvupainotuksen ja kannattavuuden välillä. Käytämme Efecten arvostustason määrittämisessä “Rule of 40” -lukua laskettuna suhteellisella oikaistulla liikevoitolla. Painotamme kuitenkin arvonmäärityksessämme enemmän kasvua, sillä SaaS-liiketoiminnassa kasvu on nähdäksemme lyhyellä tähtäimellä kannattavuutta arvokkaampaa. Näin on erityisesti mikäli kasvun kannattavuudesta kertovat SaaS-mittarit ovat hyvillä tasoilla, kuten Efectellä.

Katsomme arvonmäärityksessä Efecten liikevaihtoa kokonaisuutena. Vanhan liiketoimintamallin Tuki- ja ylläpitotuottojen laskun vaikutus Efecten liikevaihdon kasvuun on lähivuosina enää hyvin maltillinen. Vaikka Efecten liikevaihdosta merkittävä osa on palveluliikevaihtoa (2022: 32 % liikevaihdosta), on mielestämme perusteltua katsoa kokonaisuutta. Esimerkiksi verrokkiryhmän SaaS-yhtiöissä on

Kannattavuus skenaarioissa (EBIT-%), 2022-2034e, % liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 5/7

yhtäläillä palveluliiketoimintaa vaihtelevilla painoilla mukana, mikä heijastuu myös näiden yhtiöiden kannattavuuteen ja kasvuun. Lisäksi pitkällä tähtäimellä palveluliikevaihdon osuus tulee arviomme mukaan laskemaan ja liiketoiminta muodostumaan nykyistä vielä vahvemmin jatkuvista SaaS-tulovirroista.

Arvostuskertoimet näyttävät absoluuttisesti houkuttelevilta

Efecte uudelleeninvestoi tulovirtojaan kasvuun, mikä heikentää yhtiön kannattavuutta lyhyellä tähtäimellä. Tästä johtuen liikevaihtokertoimet tarjoavat mielestämme yhtiön arvostukselle tuloskertoimia paremman mittatikun nykyisessä kehitysvaiheessa.

Efecten vuosien 2023-2024 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 2,4x ja 2,1x. Kertoimet ovat mielestämme matalat huomioiden toimialan ja yhtiön vahvat pitkän aikavälin kasvunäkymät, yhtiön viime vuosien näytöt vakaasta kasvusta, skaalautuva liiketoimintamalli sekä jatkuvien tuottojen tarjoamalla näkyvyys. Nykyiset liikevaihtokertoimet ovat Efecten historiallisen mediaaniin yläpuolella (2,0x), mutta yhtiön aiemmat haasteet ja viime vuosina annetut näytöt hallitusta kasvusta ja kannattavuuskäänteestä puoltavat historiaa korkeampaa arvostustasoa. Myös SaaS-liikevaihdon osuuden kasvu puoltaa näkemystämme.

Tulospohjaiset kertoimet tukevat Efecten arvostusta vasta keskipitkällä aikavälillä. Strategiakauden lopussa vuonna 2025 odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin nousevan 8 %:iin. Efecten oikaistu P/E-kerroin on tuolloin 25x ja oik. EV/EBIT-kerroin 20x. Nämä kertoimet ovat

absoluuttisesti hieman koholla, mutta mielestämme perustellusti, sillä odotamme yhtiön kasvuinvestointien tällöinedelleen painavan kannattavuutta selvästi. Efecten tapauksessa tuloskertoimiin nojaaminen on nähdäksemme perusteltua vasta hitaamman kasvun ja kevyempien kasvuinvestointien vaiheessa kauempana tulevaisuudessa. Kypsan kehitysvaiheen kannattavuudella (Inderes arvio EBIT-% noin 20 %) yhtiön nykyarvostus vastaisi vuosille 2023-2024 15-13x -EV/EBIT-kertoimia, jotka eivät myöskään ole mielestämme erityisen vaativat.

Arvostus näyttää houkuttevalta myös suhteessa verrokkeihin

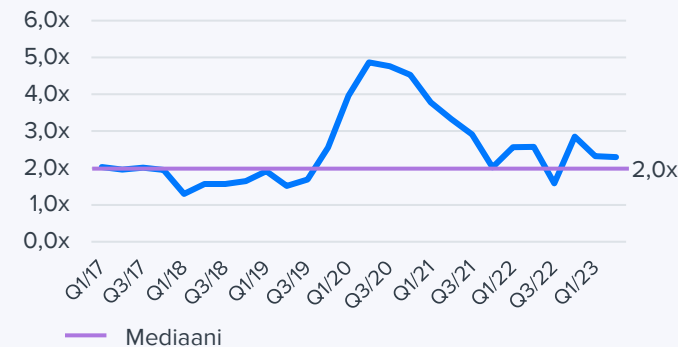
EV/Liikevaihto-kertoimilla Efecte on arvostettu vuosina 2022-2023 noin 50 % alle vertailuryhmän mediaaniin 4,8x-4,2x. Efecten saksalaisten toimialaverrokkien (USU Software ja Serviceware) vuoden 2023 EV/Liikevaihto -kertoimet 1,9x ja 0,6x ovat kuitenkin alle Efecten kertoimen, minkä voi perustella huomioiden verrokkien käynnissä olevat SaaS-transformaatiot ja loivemmat kokonaisliikevaihdon kasvuvauhdit.

Efecten kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (2024e: 19 %) on koko verrokkiryhmän mediaaniin nähden noin 45 % matalampi (2024e: 35 %), mihin nähden alennus on varsin perusteltu. Myös Efecten verrokkeja pienempi kokoluokka puoltaisi myös alennusta verrokkiryhmään nähden. Toisaalta Efectelle vuosille 2022-2023 ennustamamme vuosittainen orgaaninen liikevaihdon kasvu (14-15 %) on 15-50 % yli verrokkien vastaavien mediaanikasvujen (12-10 %, sis. M&A). SaaS-liiketoiminnassa kasvu on

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,86	9,86	9,86
Osakemäärä, milj. kpl	6,39	6,45	6,49
Markkina-arvo	63	64	64
Yritysarvo (EV)	62	61	58
P/E (oik.)	neg.	52,9	24,5
P/E	neg.	97,5	31,0
P/Kassavirta	>100	38,6	20,5
P/B	19,2	16,2	10,7
P/S	2,5	2,2	1,9
EV/Liikevaihto	2,4	2,1	1,7
EV/EBITDA (oik.)	>100	30,8	16,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	47,6	19,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

NTM* EV/Liikevaihto,
Q1/2017 – 6/2023



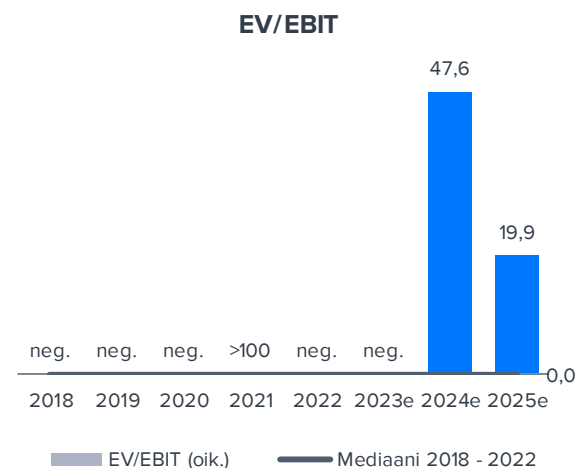
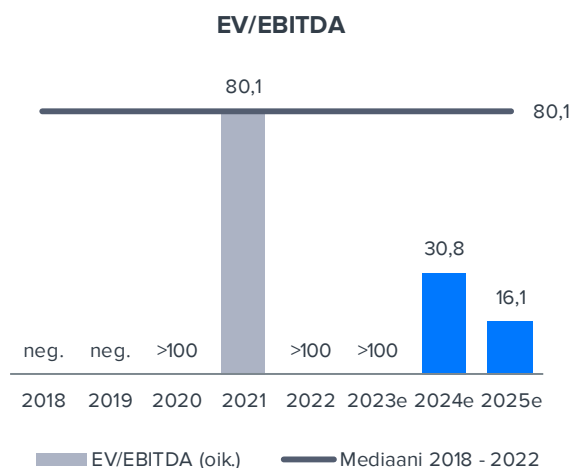
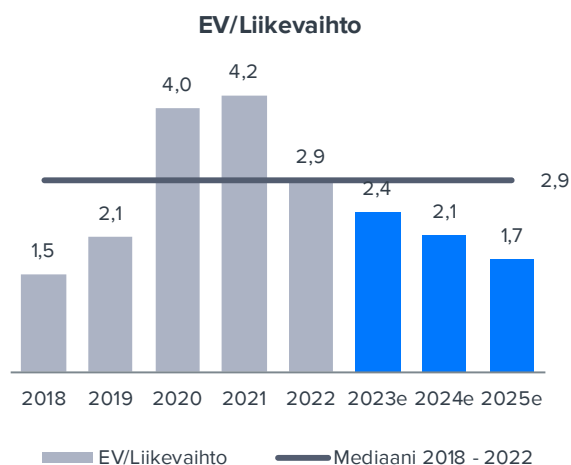
Lähde: Inderes

*NTM=Next Twelve Months, 12kk eteenpäin katsova

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,86	5,40	10,8	13,1	10,2	9,86	9,86	9,86	9,86
Osakemäärä, milj. kpl	5,8	5,9	6,0	6,2	6,3	6,4	6,5	6,5	6,5
Markkina-arvo	22	32	65	82	65	63	64	64	64
Yritysarvo (EV)	18	29	60	75	63	62	61	58	53
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100	neg.	neg.	52,9	24,5	15,7
P/E	neg.	neg.	neg.	>100	neg.	neg.	97,5	31,0	18,2
P/Kassavirta	neg.	neg.	31,6	72,6	neg.	>100	38,6	20,5	13,7
P/B	6,6	14,8	32,7	24,7	14,7	19,2	16,2	10,7	6,7
P/S	1,8	2,3	4,4	4,6	3,0	2,5	2,2	1,9	1,6
EV/Liikevaihto	1,5	2,1	4,0	4,2	2,9	2,4	2,1	1,7	1,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	>100	80,1	>100	>100	30,8	16,1	9,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100	neg.	neg.	47,6	19,9	11,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

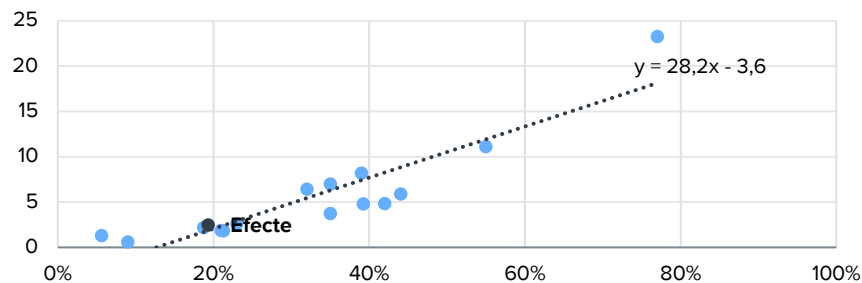


Verrokkiryhmän arvostus

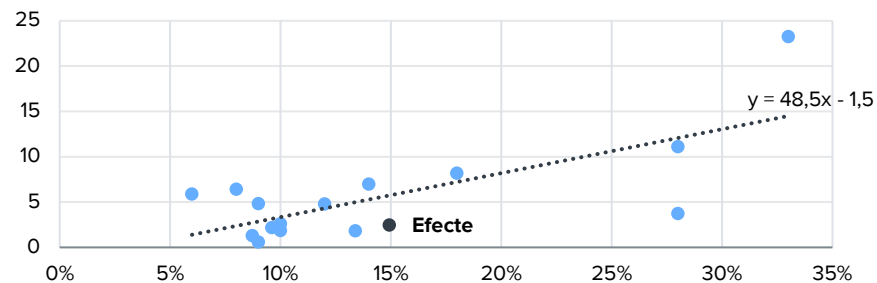
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBITDA		EV/EBIT		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2024e
Admicom	203	197	15,7	14,1	15,9	14,3	5,9	5,4	6 %	6 %	37 %	38 %	44 %
Heeros Oyj	23	25	10,2	8,3	32,3	21,0	2,2	1,9	4 %	10 %	7 %	9 %	19 %
Leaddesk Oyj	52	55	13,1	9,3	38,7	19,9	1,9	1,6	6 %	13 %	5 %	8 %	21 %
Lemonsoft Oyj	132	129	16,2	13,9	17,9	15,5	4,8	4,2	19 %	12 %	27 %	27 %	39 %
FormPipe Software AB	119	119	12,7	10,0	31,1	19,0	2,6	2,4	9 %	10 %	8 %	13 %	23 %
Fortnox AB	3462	3449	46,3	33,6	56,7	39,9	23,3	17,5	36 %	33 %	41 %	44 %	77 %
Lime Technologies AB (publ)	329	343	22,3	20,1	35,4	29,9	7,0	6,2	17 %	14 %	20 %	21 %	35 %
Qt Group Oyj	2149	2154	38,1	27,4	47,3	31,9	11,1	8,7	25 %	28 %	24 %	27 %	55 %
Safeture AB	17	15				43,1	3,8	2,9	28 %	28 %	-17 %	7 %	35 %
Serviceware SE	76	55		16,9			0,6	0,6	7 %	9 %	-4 %	0 %	9 %
Simcorp A/S	3923	3922	27,7	23,1	32,1	25,0	6,4	6,0	12 %	8 %	20 %	24 %	32 %
Teamviewer AG	2620	3063	12,5	11,3	15,9	13,7	4,9	4,5	11 %	9 %	31 %	33 %	42 %
USU Software AG	260	257	14,7	11,9	20,4	14,9	1,9	1,7	10 %	10 %	9 %	11 %	21 %
Vitec Software Group AB (publ)	1769	1863	21,9	17,8	40,3	32,4	8,2	6,9	37 %	18 %	20 %	21 %	39 %
WithSecure Oyj	240	200		129,5			1,3	1,2	12 %	9 %	-16 %	-3 %	6 %
Efecte* (Inderes)	63	62	>100	30,8	neg.	47,6	2,4	2,1	14 %	15 %	-2 %	4 %	19 %
Keskiarvo	1025	1056	21,0	24,8	32,0	24,6	5,7	4,8	16 %	14 %	14 %	19 %	33 %
Mediaani	240	200	16,0	15,5	32,2	21,0	4,8	4,2	12 %	10 %	20 %	21 %	35 %
Erotus-% vrt. mediaani	-74 %	-69 %		98 %		127 %	-49 %	-51 %	15 %	49 %	-110 %	-79 %	-45 %

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

Verrokkiryhmän EV/S-kerroin (2023e) suhteessa liikevaihdon kasvu-% ja EBIT-% summaan (2024e)



Verrokkiryhmän EV/S-kerroin (2023e) suhteessa liikevaihdon kasvu-%:in (2024e)



Ennusteet ja arvonmääritys 6/7

nähdäksemme arvonluonnin kannalta lyhyen tähtäimen kannattavuutta tärkeämpää. Tämän valossa Efecten arvostus näyttyy mielestämme kokonaisuutena houkuttelevana verrokkeihin nähden.

Verrokkiryhmämme koostuu pääasiassa eurooppalaisista SaaS-yhtiöistä, joiden liiketoiminnan luonne ja kohdemarkkinat ovat Efecteä vastaavia. Lisäksi nämä yhtiöt ovat skaalaltaan ja osakkeen riskiprofiililtaan selvästi lähempänä Efecteä, kuin globaalit SaaS-verrokit kuten ServiceNow.

Ohjelmistosektorin yleiseen markkinaan nähden korkeammat arvostuskertoimet ovat mielestämme perusteltavissa toimialan ja yhtiöiden vahvoilla pitkän aikavälin kasvunäkymillä, skaalautuvilla liiketoimintamalleilla sekä jatkuvien tuottojen tarjoamalla näkyvyydellä. Sektorin arvostuskertoimet ovat mielestämme varsin neutraalilla tasolla. Tämä huomioiden sektorin arvostustasoihin liittyvät riskit ovat mielestämme kohtuulliset.

Vuoden 2025 skenaariot tarjoavat tukijalkaa positiiviselle näkemykselle

Tarkastelemme Efecten kerroinpohjaista arvostusta myös aiemmin kuvaamiemme skenaarioiden kautta. Katsomme ensin arvostuskuvaa kuvaamissamme skenaarioissa strategiakauden (2022-2025) lopussa. Vuosi 2025 on edelleen pienen matkan päässä oleva kiintopiste, mutta mielestämme perusteltavissa huomioiden Efecten usean vuoden näytöt tavoitteidensa mukaisesta kasvusta ja liiketoimintansa skaalautuvuudesta.

Näkyvyys tähän ajankohtaan on mielestämme siten jo kohtuullinen.

Perusskenaariomme olettaa 16 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua 2022-2025 (sis. epäorgaanisen kasvun) ja 7 %:n EBIT-%:n vuonna 2025. Skenaariossa arvioimme perustellun EV/S kertoimen olevan toteutuneelle vuoden 2025 liikevaihdolle noin 2,7x. Skenaarion tuotto-odotus on 17 % vuodessa, mikä on nähdäksemme houkuttelevalla tai hyvin houkuttelevalla tasolla.

Pessimistinen skenaariomme olettaa 13 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua 2022-2025 (sis. epäorgaanisen kasvun) ja 5 %:n EBIT-%:n vuonna 2025. Skenaariossa arvioimme perustellun EV/S kertoimen olevan toteutuneelle vuoden 2025 liikevaihdolle noin 2,0x. Skenaarion tuotto-odotus on matala 1 % vuodessa, mikä nähdäksemme kertoo nykyarvostuksen sisältämistä varsin rajallisista riskeistä.

Optimistinen skenaariomme olettaa 20 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua (sis. epäorgaanisen kasvun) 2022-2025 ja 5 %:n EBIT-%:n vuonna 2025. Skenaariossa arvioimme perustellun EV/S kertoimen olevan toteutuneelle vuoden 2025 liikevaihdolle noin 3,5x. Skenaarion tuotto-odotus on erittäin houkutteleva 36 % vuodessa. Skenaario on hieman yhtiön strategian tavoitetta optimistisempi (2025: orgaanisesti 35 MEUR liikevaihtokäyttökate >10 %), mikä indikoi osakkeessa olevan huomattavaa arvonnousun potentiaalia mikäli yhtiö saavuttaa ja ylittää lievästi tavoitteensa. Nykyisessä markkinassa pidämme tavoitteiden saavuttamista kuitenkin haastavana.

Arvostusskenaariot vuonna 2025

Vuonna 2025	Pessimistinen	Perus	Optimistinen
Liikevaihdon kasvu-%	11 %	16 %	20 %
Liikevoitto-%	5 %	7 %	9 %
Liikevaihto MEUR	31	34	37
x kerroin liikevaihto	2,0	2,7	3,5
("Rule of 40")	16 %	23 %	29 %
= EV (EV/liikevaihto)	62	91	130
Velaton arvo (EV)	62	91	130
+Nettokassa+osingot	3	6	11
=Markkina-arvo	65	97	141
Osakekurssi 2025	10,0	14,9	21,7
Osakekurssi raportin julkaisuhetkellä	9,86	9,86	9,86
Tuotto	1 %	51 %	120 %
Vuotuinen tuotto (~2,5v)	1 %	17 %	36 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 7/7

Kokonaisuutena vuoden 2025 skenaariot indikoivat arvostuksen olevan hyvin houkutteleva nykyennusteidemme toteutuessa ja toisaalta laskuvaran olevan rajallinen myös hitaamman kasvun skenaariossa.

Arvostus on DCF-mallin valossa hyvin houkutteleva, mutta arvo on herkkä oletuksille

DCF-malli kuvaa mielestämme hyvin Efecten pitkän aikavälin potentiaalia ja tarjoaa mielestämme eräänlaisen katon yhtiölle nykyhetkessä perusteltavalle arvostukselle.

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Efectelle on 85 MEUR ja oman pääoman arvo 86 MEUR, eli 13,5 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 20 % ja kasvun 2,0 %. Pitkätäkittäimen kassavirtojen (2033e- ja terminaali) painoarvo on 61 % velattomasta arvosta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 9,7 %:iin (aik. 10,0 %), mikä nähdäksemme heijastelee yhtiön pientä kokoluokkaa, kasvustrategian onnistumiseen liittyvää riskiä ja nykyisiä korkotasoja. Efecten kasvustrategia on kuitenkin edennyt raiteillaan ja kehityksen edelleen jatkuessa riskiprofiili laskee asteittain. Laskimme raportin yhteydessä lievästi yhtiön tuottovaatimusta ja riskiluokkaa, mitä yhtiön vakaata kehitystä myös nykyisessä heikommassa markkinaympäristöissä nähdäksemme puoltaa.

Tuottovaatimuksen taso on linjassa muiden pienten suomalaisten SaaS-verrokkien arvostuksessa käyttämiimme tasoihin (Heeros 10,4 %, QPR 10,2 %, LeadDesk 10,2 %).

DCF-arvonmääritys on kuitenkin erittäin herkkä käytetyille kasvun ja kannattavuuden oletuksille

sekä tuottovaatimukselle (ks. kuvaaja oikealla). Käyttämämme skenaariot nojaavat tässä osiossa aiemmin esittelemiimme skenaarioihin.

Optimistisessa skenaariossa osakkeen DCF-arvo on 21,9 euroa osakkeelta. Taso on yli kaksinkertainen osakkeen nykykurssiin nähden, joten yhtiön kasvustrategian onnistuessa erinomaisesti osake olisi hyvin huokeasti hinnoiteltu.

Pessimistisessä skenaariossa osakkeen DCF-arvo olisi vastaavasti 8,5 euroa osakkeelta. Taso on 14 % alle osakkeen nykyhinnan (9,86 €/osake), mikä mielestämme kertoo varsin rajallisesta laskuvarasta mikäli yhtiön kasvu kohtaisi olennaisia uusia haasteita.

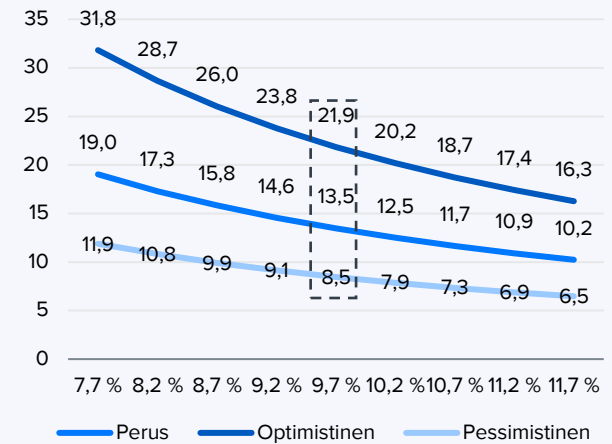
Kokonaisuutena myös DCF-malli ja skenaariot indikoivat osakkeen olevan houkuttelevasti hinnoiteltu.

Arvostus näyttää kokonaisuutena hyvin houkuttelevalta vakaan kasvun jatkuessa

Käytännössä kaikki arvostusmenetelmämme viittaavat Efecten osakkeen olevan hinnoiteltu alle sen käyvän arvon. Menetelmien keskeisenä yhteisenä taustaoletuksena on yhtiön kyky jatkaa vakaata kasvuaan myös etenkin yksityisten sektorin asiakkaiden heikommassa kysyntätilanteessa. Mielestämme oletus on perusteltu huomioiden Efecten viime vuosien kasvunäytöt, onnistuminen myyntipanosten siirtämissä vahvemmin vetävään julkiseen sektoriin sekä kansainvälisen kasvun vahvistuminen Q3'22 jälkeen.

Laskeneen osakekurssin myötä nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää) ja toistamme 12,0 euron tavoitehintamme.

DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle, euroa per osake, WACC-%



Lähde: Inderes

DCF-laskelma

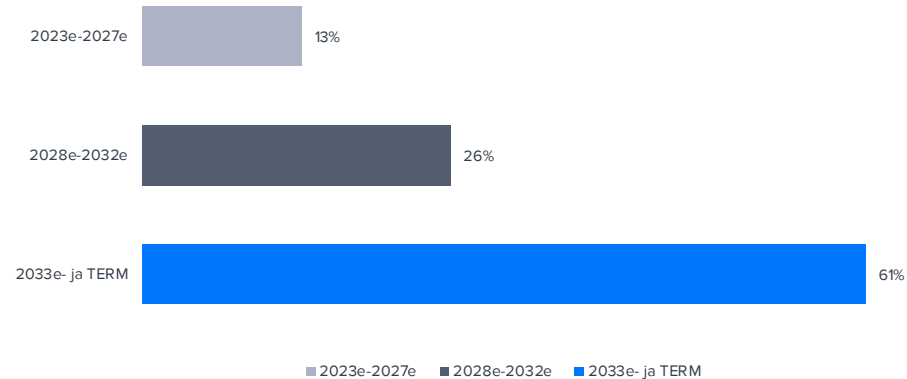
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	21,7 %	16,9 %	14,9 %	15,7 %	15,6 %	13,0 %	11,0 %	9,0 %	7,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	
Liikevoitto-%	-4,0 %	-4,2 %	2,5 %	7,0 %	10,7 %	13,7 %	15,4 %	17,5 %	20,0 %	21,6 %	20,3 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	
Liikevoitto	-0,9	-1,1	0,7	2,4	4,1	6,0	7,5	9,3	11,4	12,9	12,6	12,8	13,0	13,3	
+ Kokonaispoistot	0,9	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,5	1,1	1,2	1,2	
- Maksetut verot	0,6	0,1	-0,1	-0,3	-0,6	-1,2	-1,9	-2,3	-2,8	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,3	
- verot rahoituskuluista	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	
+ verot rahoitustuotoista	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	
- Käyttöpääoman muutos	-0,2	0,8	0,6	0,8	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	0,5	1,0	2,5	4,1	5,7	7,0	7,9	9,2	10,7	11,7	11,4	11,0	11,2	11,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,1	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,6	0,2	1,6	3,1	4,7	5,9	6,8	8,0	9,5	10,5	10,1	9,8	9,9	10,1	
+/- Muut	1,2	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	
Vapaa kassavirta	-5,4	0,2	1,6	3,1	4,7	5,9	6,8	8,0	9,5	10,5	10,1	9,8	9,9	10,1	
Diskontattu vapaa kassavirta	0,2	1,4	2,5	3,4	3,9	4,0	4,4	4,7	4,8	4,2	3,7	3,4	3,1	41,5	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		85,1	84,9	83,5	81,0	77,7	73,8	69,8	65,4	60,7	55,9	51,7	48,1	44,7	41,5
Velaton arvo DCF	85														
- Korolliset velat		-1,9													
+ Rahavarat		3,1													
-Vähemmistöosuus		0,0													
-Osinko/pääomapalautus		0,0													
Oman pääoman arvo DCF	86														
Oman pääoman arvo DCF per osake	13,5														

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	1,5	7,7	7,3	7,0	6,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,4	7,6	7,2	6,9	6,6
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	9,1	7,7	7,3	8,5	12,5
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	2,5	4,6	4,8	5,5	6,4
Likvidit varat	6,5	3,1	2,5	3,0	6,1
Taseen loppusumma	10,5	15,4	14,6	15,5	19,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	3,3	4,4	3,3	3,9	6,0
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-8,6	-8,9	-10,0	-9,4	-7,3
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	11,8	13,2	13,2	13,2	13,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	1,6	1,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	1,6	1,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	7,2	9,4	10,4	11,5	13,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,4	8,1	9,1	10,5	12,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1
Taseen loppusumma	10,5	15,4	14,6	15,5	19,2

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	14,9	17,8	21,6	25,3	29,0	EPS (raportoitu)	-0,06	0,07	-0,05	-0,18	0,10
Käyttökate	0,1	0,9	0,0	0,1	2,0	EPS (oikaistu)	-0,06	0,07	-0,11	-0,09	0,19
Liikevoitto	-0,3	0,4	-0,9	-1,1	0,7	Operat. kassavirta / osake	0,38	0,13	0,07	0,16	0,39
Voitto ennen veroja	-0,4	0,4	-0,9	-1,2	0,7	Vapaa kassavirta / osake	0,35	0,18	-0,86	0,04	0,26
Nettovoitto	-0,4	0,4	-0,3	-1,1	0,7	Omapääoma / osake	0,33	0,53	0,70	0,51	0,61
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,6	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	8,7	10,5	15,4	14,6	15,5	Liikevaihdon kasvu-%	8 %	19 %	22 %	17 %	15 %
Oma pääoma	2,0	3,3	4,4	3,3	3,9	Käyttökateen kasvu-%	-112 %	648 %	-99 %	865 %	1469 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-77 %	-239 %	-235 %	-13 %	-351 %
Nettovelat	-5,4	-6,5	-1,2	-1,3	-3,0	EPS oik. kasvu-%	-75 %	-217 %	-266 %	-17 %	-300 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	0,8 %	5,3 %	0,1 %	0,5 %	6,8 %
Käyttökate	0,1	0,9	0,0	0,1	2,0	Oik. Liikevoitto-%	-2,1 %	2,4 %	-2,7 %	-2,0 %	4,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,1	-0,1	-0,2	0,8	0,6	Liikevoitto-%	-2,2 %	2,4 %	-4,0 %	-4,2 %	2,5 %
Operatiivinen kassavirta	2,3	0,8	0,5	1,0	2,5	ROE-%	-17,7 %	15,8 %	-7,4 %	-29,2 %	18,1 %
Investoinnit	-0,5	-0,6	-7,1	-0,8	-0,9	ROI-%	-16,0 %	16,2 %	-18,1 %	-19,7 %	17,3 %
Vapaa kassavirta	2,1	1,1	-5,4	0,2	1,6	Omavaraisuusaste	34,7 %	45,7 %	38,7 %	33,4 %	39,7 %
						Nettovelkaantumisaste	-269,7 %	-196,7 %	-27,7 %	-40,5 %	-75,7 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	4,0	4,2	2,9	2,4	2,1						
EV/EBITDA (oik.)	>100	80,1	>100	>100	30,8						
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	neg.	neg.	47,6						
P/E (oik.)	neg.	>100	neg.	neg.	52,9						
P/B	32,7	24,7	14,7	19,2	16,2						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Inderesin analyytikko Antti Luiron ja hänen lähipiirinsä yhteenlaskettu omistus on yli 50 000 euroa raportin kohdeyhtiössä.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30/04/2021	Vähennä	16,00 €	16,60 €
14/05/2021	Lisää	16,00 €	14,15 €
19/07/2021	Vähennä	16,50 €	15,75 €
28/10/2021	Lisää	16,50 €	14,95 €
12/02/2022	Lisää	15,00 €	13,60 €
30/03/2022	Lisää	14,00 €	12,25 €
01/05/2022	Osta	14,00 €	11,00 €
01/07/2022	Lisää	13,00 €	11,60 €
20/07/2022	Lisää	13,00 €	11,50 €
19/10/2022	Osta	10,00 €	8,12 €
28/11/2022	Lisää	10,20 €	9,18 €
02/03/2023	Vähennä	12,00 €	11,55 €
20/04/2023	Lisää	12,00 €	10,40 €
02/05/2023	Lisää	12,00 €	10,55 €
09/06/2023	Osta	12,00 €	9,86 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**