

Efecte

Laaja yhtiöraportti

3/10/2019

Kansainvälistymisen onnistuminen ratkaisee pelin

Toistamme Efecten lisää-suosituksen ja 5,2 euron tavoitehinnan. Efecten eteneminen on jäänyt listautumisen jälkeen odotuksia heikommaksi, kun kansainvälisen liiketoiminnan kasvun kiihdyttäminen on ottanut ennakoitua enemmän aikaa ja mittavista kasvupanostuksista ei ole saatu irti oletettua tehoa. Uudistuneen johdon ja täsmennetyt strategian myötä yhtiön kehitys on kuitenkin vakaantumassa ja pidämme osakkeen arvostusta yhtiön SaaS-liiketoiminnan vahvoin kasvu näkymiin suhteutettuna maltillisena.

Efecte ohjelmistoratkaisulla kehitetään ja digitalisoidaan organisaatioiden palveluita

Efecten jatkuvina pilvipalveluina (SaaS) toimitettavat ohjelmistoratkaisut auttavat organisaatioita hallitsemaan, mittaamaan, kehittämään ja automatisoimaan esimerkiksi IT:n, talousyksikön tai HR:n tuottamia yrityspalveluita. Yhtiö on 2010-luvulla läpiviennyt onnistuneesti transformaation SaaS-liiketoimintamallin, sekä kaupallistanut ja todentanut teknologiansa toimivuuden jo onnistuneesti suurten ja keskisuurten yhtiöiden markkinalla Suomessa, mistä on osoituksena johtava markkina-asema Suomessa ja noin 20 %:n keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuodesta 2012. Vuoden 2017 lopulla tehdyn listautumisen myötä yhtiö aloitti strategiassaan uuden vaiheen, jonka tavoitteena on kasvattaa yhtiön liiketoimintaa voimakkaasti Keski-Euroopan ja Skandinavian markkinoilla sekä hyödyntää perusteiltaan voimakkaasti skaalautuvan SaaS-liiketoimintamallin arvonluontipotentiaali.

SaaS-murros, digitalisaatio ja liiketoimintamallien palvelullistuminen markkinan kasvuajureina

Yritysohjelmistojen voimistuva siirtymä pilvipalveluihin, digitalisaatio ja liiketoimintamallien palvelullistuminen on luonut Efecten kaltaisille SaaS-malliin erikoistuneille toimijoille merkittävän kasvumahdollisuuden ja on jakamassa kilpailukentän uudelleen. Efecten kohdemarkkina on yhtiön kokoon nähden erittäin suuri ja SaaS-transformaation myötä voimakkaassa kasvussa. Kohdemarkkinan kokonaiskasvun odotetaan olevan yli 15 % vuodessa, mutta Efecten fokusalueella eurooppalaisissa keskisuurissa organisaatioissa markkinakasvu on yli 20 % vuodessa. Kilpailuina Efectellä on ominaisuuksiltaan ja toimitusmalliltaan joustava SaaS-ratkaisu, matalat kokonaiskustannukset, sekä eurooppalaisuus, joiden avulla yhtiö erottuu erityisesti suurista yhdysvaltalaisista kilpailijoista.

Strategiakauden alkumetrit olleet haastavia, mutta operatiiviset trendit ovat kääntyneet parempaan suuntaan

Efecten voimakkaaseen kansainväliseen kasvuun nojaavan strategian alkumetrit ovat olleet odotuksia haastavampia, kun Saksan uusmyynnin kasvu kiihtyi vasta vuoden 2018 lopulla, Skandinavian kasvu hiipui ja strategian toteuttamiseksi tehdyt voimakkaat etupainotteiset panostukset heikensivät yhtiön tehokkuutta. Uuden johdon ja strategiatäsmennysten myötä yhtiö keskittyy nyt aiempaa selkeämmin SaaS-liikevaihdon kasvuun ja skaalautuvuuteen, mikä on vahvistanut yhtiön arvonmuodostuksen kannalta keskeisen kansainvälisen liikevaihdon kasvua ja kääntänyt kannattavuustrendin positiiviseksi.

Osake on SaaS-liiketoiminnan kasvunäkymään suhteutettuna maltillisesti hinnoiteltu

Ennustamme lähivuosille noin 22-24 %:n SaaS-kasvua, noin 15 %:n kokonaisliikevaihdon kasvua, sekä asteittain positiiviselle tasolle nousevaa kannattavuutta (EBIT-% 2019e -9 %, 2021e 0 %). Efecten EV/liikevaihto-kerroin on ennusteillamme noin 1,7x tasolla, mikä on hyvin maltillinen verrattuna pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden noin 3,4x kertoimiin sekä kassavirtalaskelman (EV/S 2,6x) ja osien summan (EV/S 2,0x) indikoimiin arvostustasoihin. Pääriskinä osakkeelle näemme kansainvälisen liiketoiminnan ylösajon ja SaaS-kasvun mahdollisen hidastumisen.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



5,2 EUR

(aik. 5,20 EUR)

Osakekurssi: 4,56 EUR
Potentiaali: 14 %

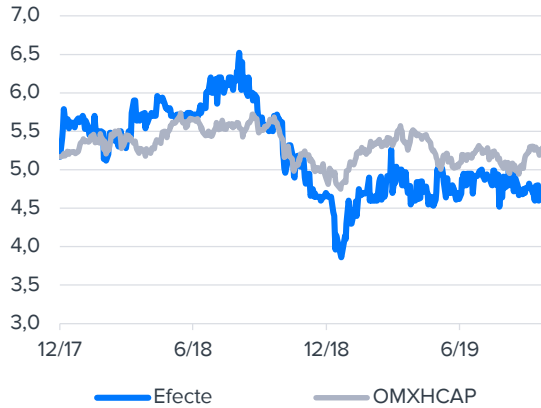
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	12,2	14,0	16,3	19,2
kasvu-%	15 %	14 %	16 %	18 %
SaaS-liikevaihto	5,8	7,0	8,5	10,6
kasvu-%	24 %	22 %	22 %	24 %
EBIT oik.	-2,1	-1,6	-1,1	-0,1
EBIT-% oik.	-17,4 %	-11,6 %	-6,5 %	-0,4 %
Nettotulos	-2,4	-1,6	-1,1	-0,1
EPS (oik.)	-0,37	-0,27	-0,17	-0,01

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	6,6	14,1	32,2	35,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	83,4
EV/Liikevaihto	1,5	1,7	1,6	1,4

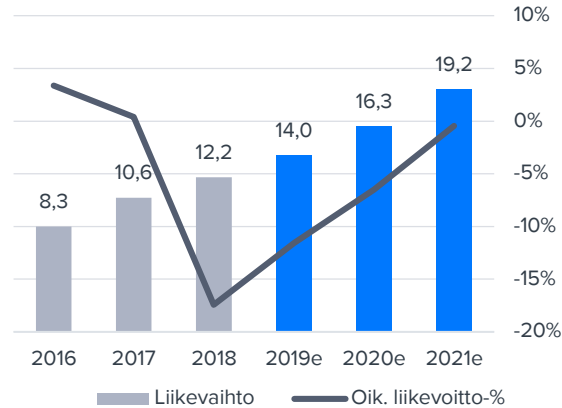
Lähde: Inderes

Osakekurssi



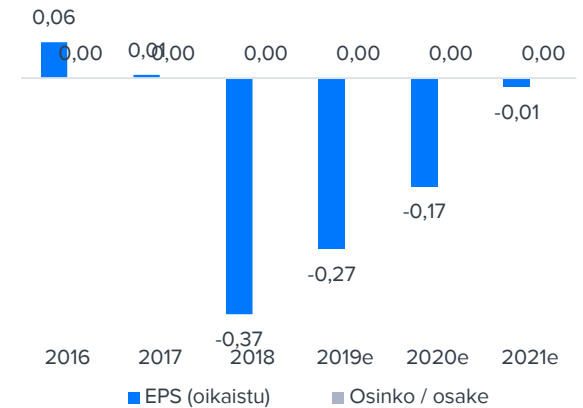
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Valmis, skaalautuva teknologia
- Todennettu SaaS-pohjainen jatkuviin tuottoihin vahvasti nojaava liiketoimintamalli
- Selkeät kilpailuedut keskisuurissa yhtiöissä
- Merkittävä markkinapotentiaali ja vahvasti kasvava kysyntä
- Kv-laajentuminen ja lisämyynti nykyisille asiakkaille

Riskitekijät

- Kasvupanostusten ja kv-laajentumisen onnistuminen
- Kilpailukentän ja -aseman muutokset
- Teknologian muutokset
- Tietoturvariskit
- Kasvustrategia painaa lähivuodet kassavirran negatiiviseksi, mikä ilman ennustetun tuloskäänteen toteutumista heikentää yhtiön rahoitustilannetta strategiakauden loppuun mennessä

Arvostus

- Kasvuvauhdin hidastuminen on johtanut ennusteiden laskuun
- Liikevaihtopohjaisiin arvostuskertoimiin nojaava arvostus herkkä muutoksille yhtiön odotetussa kasvuvauhdissa sekä SaaS- ja kasvuyhtiöiden markkinahinnoittelussa
- Pitkän aikavälin ennusteiden ja strategisten tavoitteiden toteutuessa arvostus maltillinen

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Strategia	13-16
Markkinat ja kilpailukenttä	17-21
Taloudellinen tilanne	22-23
Ennusteet	24-27
Sijoitusprofiili	28-29
Arvonmääritys	30-33
Taulukot	34-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

Efecte lyhyesti

Efecte tarjoaa pilvipohjaisia (SaaS) palvelun- ja identiteetinhallinnan ohjelmistoja sekä niitä tukevia asiantuntijapalveluja Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Keski-Euroopassa (Saksassa).

1998

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen

14,0 MEUR (+14 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019e

18 % 2013-2019e

Keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosittain

-1,3 MEUR (-9 % lv:sta)

Käyttökate, 2019e

7,0 MEUR

Annualisoitu SaaS-liikevaihto (ARR) 6/2019

59 %

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta, viim. 12kk 6/2019

2012-2014

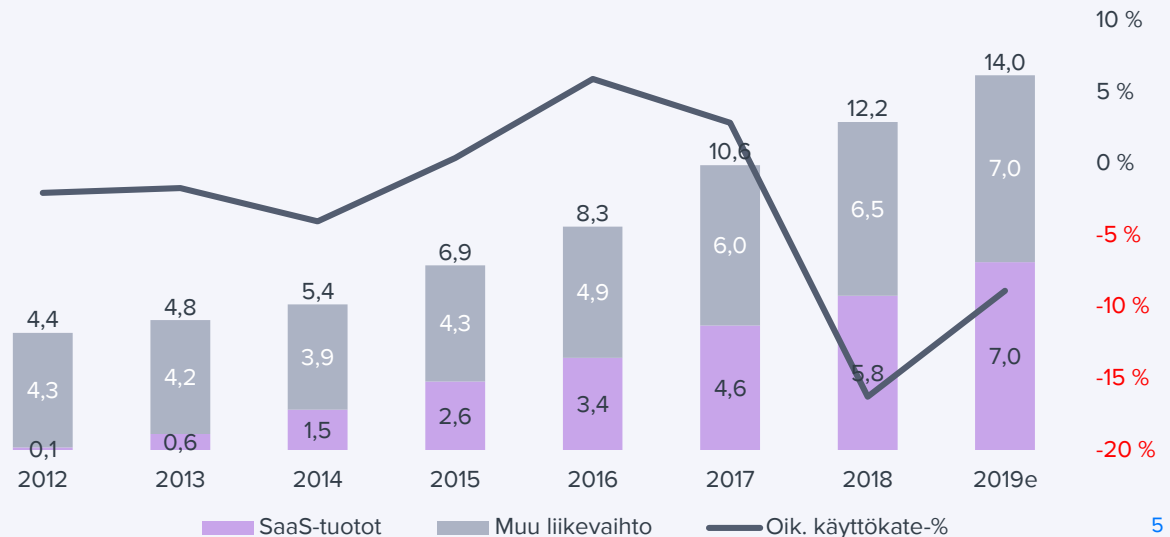
- Liiketoimintamallin uudistaminen kertalisenssimallista jatkuvina palveluina tarjottavaan SaaS-malliin alkaa
- Oman myynti- ja palveluorganisaation rakentaminen
- Teknologiaa täydentävä yritysosto laajentaa ohjelmistoratkaisua identiteetinhallintaan

2015-2017

- Ylläpitoasiakkuuksien konvertointi SaaS-asiakkuuksiin, vahva uusmyynti ja asiakkuuksien laajentuminen kasvattaa voimakkaasti SaaS-liikevaihtoa erityisesti Suomessa
- Kansainvälisen liiketoiminnan kasvupanostuksia ja tuki- ja palveluorganisaatiota kasvatetaan jakson lopulla voimakkaasti
- Listautuminen vuoden 2017 lopussa kansainvälisen kasvun kiihdyttämiseksi

2018-

- Voimakkaita panostuksia Saksan liiketoiminnan laajentamiseksi
- Toimitusjohtajan vaihtuminen vuoden 2018 lopulla
- Strategiaa täsmennetään vahvemmin SaaS-tuottoja painottavaksi
- Kannattavuus painuu kasvupanostusten myötä selvästi negatiiviseksi



Efecten liiketoimintamalli 1/5

Palvelunhallinnan SaaS-ohjelmistoja

Efecte on suomalainen SaaS-mallilla (Software-as-a-service) toimiva ohjelmistoyhtiö, joka on erikoistunut pilvipohjaisiin yritysten palvelunhallinnan ohjelmistoratkaisuihin sekä identiteetin- ja pääsynhallintaan. Lisäksi yhtiö tarjoaa ohjelmistojensa käyttöönottoa, integrointia ja kehitystä tukevia palveluita.

Efecte perustettiin vuonna 1998 ja se listautui First North markkinapaikalle vuonna 2017 tavoitteenaan etenkin Saksan markkinoille suuntautuvan kasvu- ja kansainvälistymisstrategian toteuttaminen.

Efecten ohjelmistoratkaisuilla organisaatiot voivat hallita kaikkia sisäisiä ja ulkoisia palveluita, esimerkiksi IT:n (ITSM), henkilöstöhallinnon tai talousosaston palveluita ja muita yrityspalveluita (ESM) sekä pääsyoikeuksia (IAM).

Efecte on erikoistunut palvelemaan erityisesti keskisuuria ja suuria eurooppalaisia yhtiöitä ja julkishallinnon toimijoita, sekä paikallisesti ja alueellisesti toimivia ulkoistuspalveluiden tarjoajia. Efecte on omalla erikoistumisalueellaan yksi alan johtavista ohjelmistotoimittajista Suomessa. Maantieteellisesti konsernin liiketoiminnasta syntyi vuonna 2018 n. 85 % Suomesta, noin 12 % muista Pohjoismaista ja loput noin 3 % muilta markkina-alueilta (pääasiassa Saksasta).

Yhtiöllä oli H1'2019 lopussa 106 työntekijää, joista työskentelee 80 % Suomessa, 8 % Ruotsissa ja 12 % Saksassa. Toiminnoittain henkilöstöstä 40 % työskentelee palvelu- ja koulutustehtävissä, 20 % myynnissä, 17 % tuotteiden (ml. T&K) parissa, 13 % pilvioperointi- ja tukitehtävissä, sekä 8 % hallintotehtävissä.

Liiketoiminnan ydin rakentuu SaaS-tuotoista ja niitä tukevista palveluista

Efecten vuonna 2013 alkanut siirtymävaihe pilvipohjaiseen ja jatkuvalaskutteiseen SaaS-liiketoimintamalliin on käytännössä toteutettu. Yhtiön liikevaihdosta yli 80 % syntyy SaaS-tuotoista ja niihin liitännäisistä palveluista, ja väistyvien kertalisenssimalliin pohjautuvien tuottojen liikevaihto on laskenut alle 20 %:iin.

Efecten tulovirrat jakautuvat 4 osaan: 1) SaaS, 2) Palvelut, 3) Lisenssit ja 4) Tuki ja ylläpito. Näistä strategian ydinliiketoimintoihin kuuluvat SaaS ja Palvelut ovat vahvassa kasvussa, kun taas vanhan liiketoimintamallin mukaiset Lisenssi- sekä Tuki ja ylläpito tuotot hiipuvat vanhojen asiakkaiden ja uusmyynnin siirtyessä SaaS-malliin. Toistuvien tuottojen (SaaS- sekä Tuki- ja ylläpito) osuus Efecten liikevaihdosta on noin 60 %.

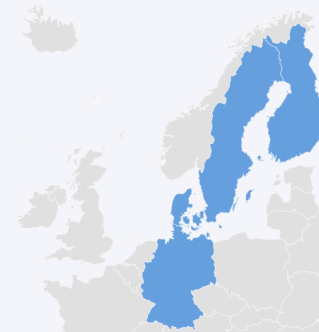
Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2018 12,2 MEUR (kasvu +15 % v/v). SaaS-tuotot muodostivat vuonna 2018 5,8 MEUR:n liikevaihdon (+24 % v/v) ja niiden osuus Efecten liikevaihdosta oli 48 % (viim. 12kk 49 %). Palveluiden liikevaihto oli puolestaan 4,7 MEUR (+20 % v/v) ja osuus liikevaihdosta 39 % (viim. 12kk 39 %). Tuki- ja ylläpito tuottojen liikevaihto oli 1,3 MEUR (-11 % v/v), eli 11 % liikevaihdosta. Lisenssimyynnin liikevaihto laski vuonna 2018 0,5 MEUR:oon (-21 % v/v), käsittäen enää noin 4 % liikevaihdosta.

Efecten liiketulos oli erityisesti kansainvälisen liiketoiminnan kasvuun tähtäävistä voimakkaista kasvu- ja organisaation kehityspanostuksista johtuen -2,4 MEUR tappiollinen vuonna 2018 (19,5 % liikevaihdosta).

Efecten liiketoimintamalli, 2018

Efecte Oyj

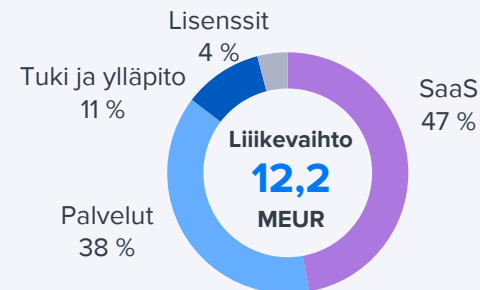
Liikevaihto 12,2 MEUR, liiketulos -2,4 MEUR



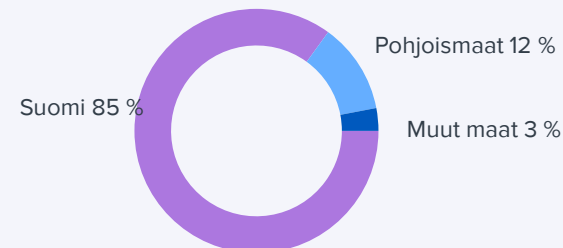
Toimintamaat (henkilöstömäärä)

Suomi (85 hlö)
Ruotsi (9 hlö)
Tanska (- hlö)
Saksa (13 hlö)

Liikevaihto tuotoittain, 2018



Liikevaihto maantieteellisesti, 2018



Kumppanit



ultimate.ai

Ekosysteemi
-partnereita
(integraatiot,
lisäarvotuotteet)



Palveluiden jälleenynti-
ja
käyttööntokumppaneita

Toiminnot

Tuotteet ja tuotekehitys
(n. 17 % *)



Palvelut & koulutus
(n. 40 % *)



Pilvioperointi & tuki
(n. 15 % *)



Myynti
(n. 20 % *)



Hallinto
(n. 8 % *)

* Osuus henkilöstöstä 6/2019

Liiketoimintaidea

**Efecten SaaS-mallilla tarjottavat
ohjelmistot digitalisoivat ja
automatisoivat yritysten
palvelutoimintoja sekä identiteetin- ja
pääsynhallintaa.**

- Pilvipohjainen ohjelmisto (SaaS)
- Nopea käyttöönotto ja matalat kokonais-
kustannukset
- Helppo kustomoitavuus, integroitavuus ja
käytettävyys
- Kokonaisvaltainen, helposti laajennettava
ratkaisu

Myyntikanavat



Oma myynti Suomi, Saksa ja
Skandinavia

Jälleenyntäjät ja
kumppanit ↗

Kilpailu

ITSM
/ESM

servicenow

zendesk

ivantia

Cherwell

bmc

IAM

Microsoft

okta

NetIQ
Part of Micro Focus

Quest

Ratkaisut

ITSM

IT-palvelunhallinta

ESM

Yrityspalveluiden hallinta

IAM

Identiteetin- ja pääsynhallinta

**Käyttöönotto- ja
integraatiopalvelut**

Koulutuspalvelut

Asiakassegmentit

3 päämarkkinaa

Suomi
Skandinavia
DACH

Noin 300 asiakasta



Keskisuuret ja suuret
yritykset



Julkishallinto



Palveluntarjoajat

Kustannusrakenne



Henkilöstökulut
(64 % kustannuksista)



Materiaalit ja palvelut
(8 %)



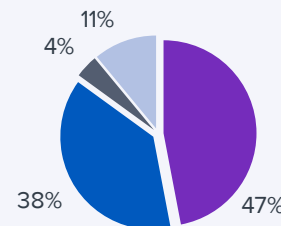
Liiketoiminnan muut kulut
(25 %)

Poistot
(3 %)

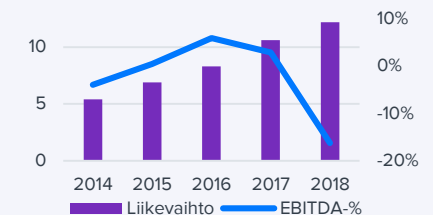
Lähde: Inderes, Efecte

Tulovirrat

**Liikevaihto 12,2 m€
EBITDA -2,0 m€ (2018)**



■ SaaS
■ Palvelut
■ Lisenssit
■ Ylläpito



Efecten liiketoimintamalli 2/5

SaaS-liiketoimintamalli

Efecten liiketoiminnan ytimessä on SaaS-liiketoimintamalli, joka poikkeaa ominaisuuksiltaan (esim. kasvu, riski, kassavirrat) merkittävästi ohjelmistomyynnin perinteisestä kertalisenssimallista. SaaS:n osuus on kasvanut viime vuosina voimakkaasti kaikissa ohjelmistosegmenteissä, eikä Efecten erikoistumisalue ole tästä poikkeus. Esimerkiksi Gartner on arvioinut SaaS-yritysohjelmistojen markkinan kasvavan tällä hetkellä noin 16 %:n vuosivauhtia ja olevan arvoltaan vuositasolla 85 mrd. USD. SaaS-ohjelmistojen osuus globaalista yritysohjelmistomarkkinasta on vasta noin 20 %, joten SaaS-ohjelmistomarkkinan kasvun odotetaan jatkuvan voimakkaana vielä pitkään. SaaS-markkinoiden kasvua ajaa pilvipalveluiden käytön yleistyminen, tarjonnan kasvu ja SaaS-mallin tarjoamat hyödyt asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle.

SaaS-mallin etuja asiakkaan näkökulmasta

- Perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin verrattuna tyypillisesti matalampi käyttöönottokynnys ja -kustannus, koska ohjelmisto voidaan ottaa selaimella käsin käyttöön ilman suuria alkuinvestointeja ja integraatioprojekteja.
- Tasaisemmat, ennakoitavammat ja liiketoiminnan volyymin mukaan joustavat ohjelmiston käytön kustannukset.
- Jatkuva kehitys ja ylläpito: SaaS-ohjelmistoa ylläpidetään ja päivitetään keskitetysti ohjelmistotoimittajan toimesta, mikä laskee asiakkaan järjestelmien ylläpitoon ja tukeen liittyviä kustannuksia. Ohjelmisto on jatkuvasti ajantasalla ja päivitetty.

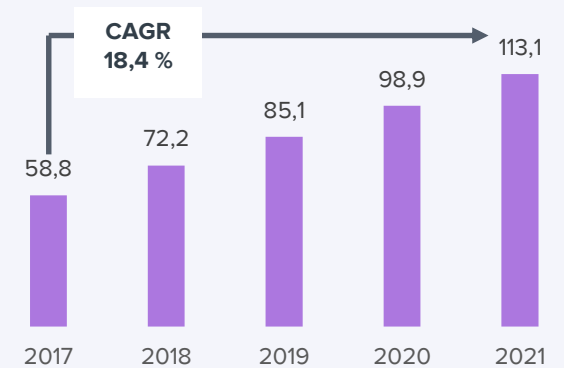
SaaS-mallin etuja ohjelmistotoimittajalle

- Suurempi osuus ohjelmistoratkaisun arvoketjusta ja liitännäisistä palveluista nostaa asiakkuuden elinkaaren arvon tyypillisesti perinteistä ohjelmistoratkaisua korkeammaksi.
- Pitkät asiakassuhteet ja toistuvat tuotot tuovat liikevaihtoon ja kassavirtaan jatkuvuutta ja ennustettavuutta.
- Kustannusrakenne skaalautuu asiakkuuksien arvon kasvun ja asiakasmäärän kasvun myötä.
- Mahdollisuus myydä kustannustehokkaasti uusia toiminnallisuksia olemassa olevaan asiakaskuntaan.
- Tuotekehityssyklit ja ohjelmistotuotanto nopeutuu ja tehostuu pienentäen kustannuksia ja asiakaspoistuvuuden riskiä, sillä ohjelmistosukupolven vaihtuminen ei muodosta epäjatkuvuuskohtaa asiakkuuteen.

SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

- Korkea kasvupotentiaali, joka syntyy ohjelmistomarkkinan transformaatiosta SaaS-malliin ja asiakkuuksien laajentumisesta yliajan.
- SaaS-yhtiöiden kannattavuuspotentiaali on korkea vahvan skaalautuvuuden myötä.
- Tuottojen jatkuvuus ja hyvä ennustettavuus alentaa kassavirtojen riskiprofiilia.
- Voimakkaasti etupainoiset kustannukset suhteessa asteittain yli ajan kertyviin tuottoihin heikentävät SaaS-yhtiöiden kannattavuutta ja kassavirtaa voimakkaan kasvun vaiheessa.

SaaS-yritysohjelmistomarkkinan kasvunäkymät



SaaS-mallin suosion ajureita

Asiakas

- Jatkuvasti ajantasainen ja käytön mukaan skaalautuva palvelu
- Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)

Ohjelmistoyhtiö

- Toistuvat ja ennustettavat tuotot sekä kassavirta
- Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

Ohjelmistoyhtiö

- Korkea kasvupotentiaali ohjelmistojen siirtyessä pilveen
- Toistuvat ja ennustettavat kassavirrat
- Skaalautuvuus

Efecten liiketoimintamalli 3/5

Tuotteet ja palvelut

Efecten päätuote on IT-palveluiden, yrityspalveluiden ja identiteetinhallintaan suunnattu pilvipohjainen ohjelmistoalusta Efecte Platform. Alusta koostuu useasta itsenäisestä ohjelmistoratkaisusta, joista tärkeimmät ovat:

IT-palvelunhallintaan (ITSM) suunnattu **Efecte ITSM -ohjelmistoratkaisu**, jolla voidaan mm. hallita IT-palveluita, seurata palvelutasoja (SLA), automatisoida prosesseja, hallita IT-omaisuutta ja tarjota helpdesk- ja itsepalveluita.

Yrityspalveluiden hallintaratkaisu **Efecte ESM**, jolla voidaan hallita, ohjata ja kehittää mm. HR-, talous-, laki- ja kiinteistöpalveluita.

Identiteetin- ja pääsynhallintaan suunnattu **Efecte IAM**, jonka ratkaisuiden avulla voidaan mm. autentikoida käyttäjät, hallita pääsyoikeuksia ja henkilötietojen hyväksymistä palveluittain, ja automatisoida tietoturvahäiriötyönkulkua.

Lisäksi Efecte tarjoaa palveluita, joita ovat:

Asiantuntijapalvelut, jotka tarjoavat Efecten ohjelmistoratkaisuille käyttöönottoprojekti- ja integrointipalveluita.

Tukipalvelut, jotka tarjoavat jatkuvaa tai kertaluonteista tukitoiminto-, tuoteneuvonta- ja ylläpitopalveluita Efecten ratkaisuille.

Koulutus- ja konsultointipalvelut, jotka tarjoavat Efecten ohjelmistoratkaisujen käyttöä ja kehitystä tukevia palveluita.

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Efecte myy ratkaisujaan pääosin oman myyntikanavan kautta, jossa yhtiöllä on yhteensä

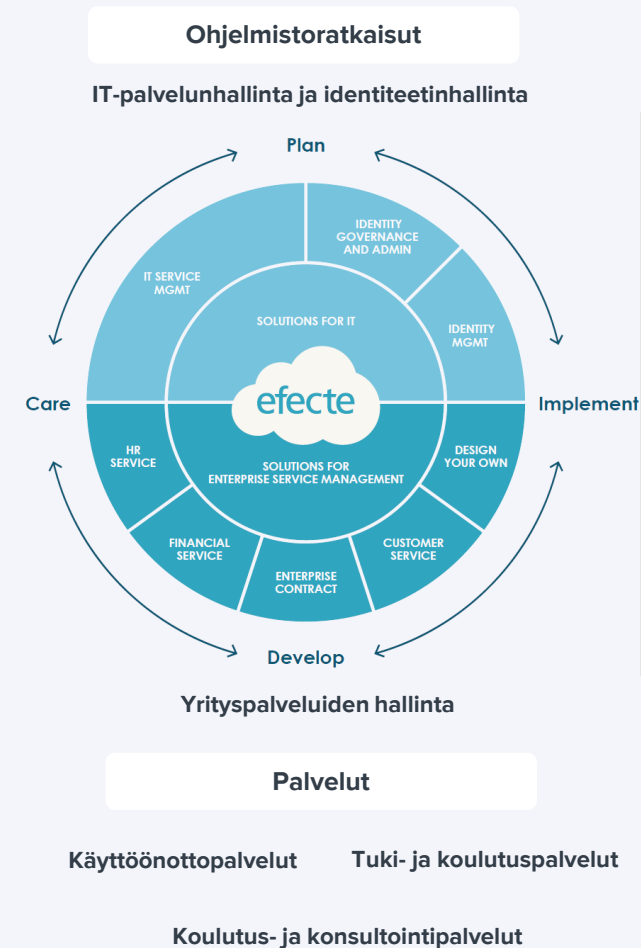
yli 20 myyntihenkilöä Suomessa, Saksassa ja Ruotsissa. Efecte on lisäksi rakentanut kumppanuuksia, joissa IT-palvelutalot ja -konsultit, kuten saksalainen Bechtle Hamburg, tarjoavat Efecten ratkaisuja osana omia palveluitaan.

Efecten ratkaisun uusmyynnin myyntisyklit ovat tyypillisesti pitkiä (yli 6 kk), sillä asiakkaiden tarpeiden kartoitus vaatii tyypillisesti 4-6 tapaamista ja aiemman sukupolven ratkaisun korvaamista. Tyypillisesti asiakas ostaa ensin yhden osa-alueen palvelut kattavan ratkaisun (usein ITSM) ja myöhemmin laajentaa käyttöä muihin Efecten ratkaisuihin (esim. HR).

Tyypillisesti Efecten uuden asiakkuuden ensimmäisen sopimuskauden kesto on 3 vuotta ja arvo noin 120-150 TEUR, josta noin 25 % on palveluita ja 75 % SaaS-tuottoja. SaaS-maksun suuruus määräytyy ITSM- ja ESM-ratkaisuissa prosesseja hallitsevien ”pää”käyttäjien määrän perusteella ja IAM-ratkaisuissa loppukäyttäjien tunnusten määrän perusteella. Tyypillisesti asiakkuuksissa pääkäyttäjien määrä on joitain kymmeniä henkilöitä ja melko staattinen yli ajan, joten kasvu asiakkuuksien sisällä syntyy usein pääasiassa käytön laajentumisesta muihin Efecten ratkaisuihin.

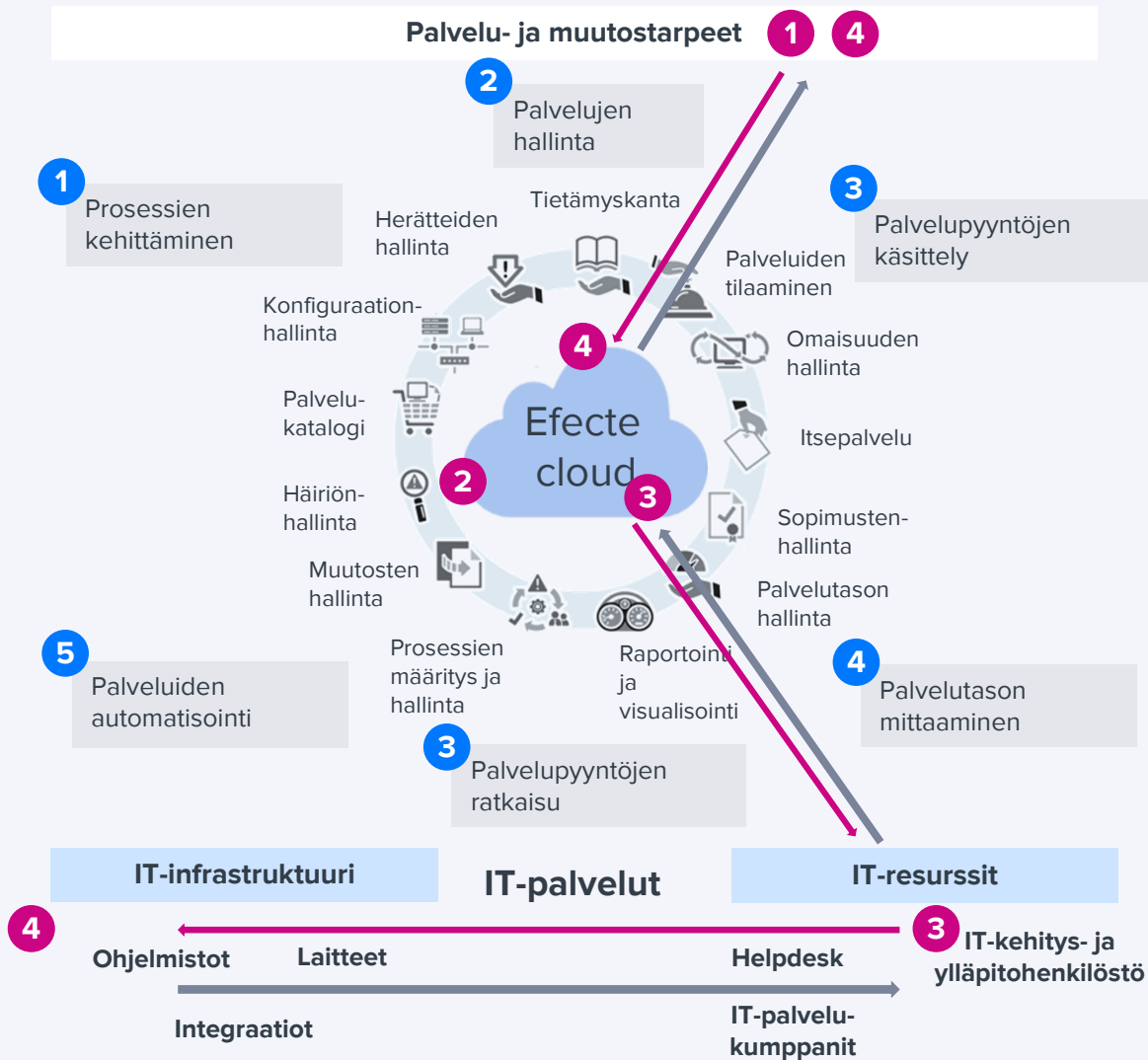
Lisenssimaksut veloitetaan tyypillisesti vuosittain etukäteen koko vuodelta, kun taas palveluliikevaihdosta suurin osa syntyy käyttöönoton yhteydessä. Tästä johtuen asiakkuuden elinkaaren alkupäässä Efecten liikevaihto painottuu vahvemmin kertaluonteisiin palveluihin, mutta asiakkuuden iän myötä liikevaihdon luonne muuttuu toistuvaksi (SaaS).

Efecten ratkaisu



Efecten tuotteen käyttäesimerkki

Liike- ja tukitoiminnot



Efecten ohjelmistoratkaisulla voidaan ohjata erilaisia yrityksen sisäisiä palvelutoimintoja, kuten IT, HR, Talous ja Laki. Esittelemme tässä yleisimmin käytetyn ITSM-tuotteen toimintaperiaatteen. Sama periaate soveltuu pääpiirteittäin myös muihin yrityspalveluihin.

ITSM-ohjelmiston päätehtävät:

- 1 Suunnitella, kehittää ja yhtenäistää IT-palveluiden prosesseja ja tuottamista
- 2 Hallita ja johtaa IT-palveluiden tuottamista ja prosesseja.
- 3 Palvelu- ja muutospyyntöjen, vika- ja häiriöilmoitusten käsittely ja johtaminen. Itsepalveluiden tarjoaminen.
- 4 Palvelutasojen (SLA) hallinta ja mittaaminen, raportointi ja visualisointi.
- 5 Palveluiden ja prosessien automatisointi.

ITSM-ohjelmiston käyttäesimerkki:

- 1 Liiketoiminto X:n ERP-ohjelmistossa on vikatilanne, joka estää tilausten tekemisen.
- 2 Liiketoiminto X tekee vikailmoituksen tai palvelupyynnön tapahtumasta ITSM-järjestelmään.
- 3 ITSM-ohjelmisto ohjaa prosessin mukaisesti vikailmoituksen oikeaan IT-palveluyksikköön, joka kuittaa ilmoituksen vastaanotetuksi ja arvioi ajan vian ratkaisemiseksi.
- 4 IT-ylläpitohenkilöstö ratkaisee vian, raportoi ratkaisun tietämuskantaan, ja kuittaa vikatilanteen ratkaistuksi.

Efecten liiketoimintamalli 4/5

Asiakaskunta

Efecten ratkaisun asiakaskunta koostuu pääasiassa suurista ja keskisuurista yrityksistä sekä julkisista organisaatioista.

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

Efectellä on asiakkaana yli 300 organisaatiota Suomessa ja ulkomailla. Yhtiön referenssiasiakkuuksia Suomessa ovat mm. Musti Group, Valmet Automotive, Tikkurila ja Istecki, sekä ulkomailla mm. Hotelplan Group ja Bechtle Hamburg. Efecten ratkaisu perustuu IT- ja yrityspalveluissa laaja-alaisesti käytössä oleviin standardeihin ja metodeihin, joten yhtiön asiakaskunta ei ole sidoksissa mihinkään tiettyyn toimialaan ja on hajaantunut laajasti eri toimialojen kesken. Yhden selkeän asiakastoimialan muodostavat kuitenkin yrityspalveluiden ulkoistusta tarjoavat yhtiöt, joille Efecten ratkaisu on liiketoimintakriittisessä roolissa.

Kymmenen suurinta asiakasta on vastannut noin 30 % Efecten liikevaihdosta aiempina vuosina ja yhdenkään suuren asiakkaan osuus liikevaihdosta ei ole ylittänyt viime vuosina 10 %. Julkisen puolen asiakkaat vastaavat arviomme mukaan noin 30 % liikevaihdosta.

Maantieteellisesti Efecte on fokusoitunut palvelemaan eurooppalaisia asiakkaita, sillä yhtiön ratkaisun ominaisuudet ja palvelutaso sopivat parhaiten Euroopan alueella ja paikallisesti toimiville organisaatioille.

Tuotekehitys

Efecten nykyisen pilviteknologiaan (SaaS) pohjautuvan ratkaisun kehitystyö aloitettiin vuoden 2010 jälkeen, jolloin oli nähtävissä asiakasorganisaatioiden siirtyminen pilvipohjaisiin ratkaisuihin. Uuden sukupolven tuotteen kehitystä ei kuitenkaan jouduttu aloittamaan tyhjistä, sillä Efectellä oli edellisen kertalisenssipohjaisen ohjelmistosukupolven myötä vahvaa teknologista osaamista ja asiakasymmärrystä erityisesti ITSM-ohjelmistoratkaisuista.

Efecten tuotekehityspanostukset ovat olleet noin 15-18 % liikevaihdosta viimeisten vuosien ajan. T&K-panostukset ovat laskeneet viime vuosina lievästi suhteessa liikevaihtoon, kun SaaS-tuote on saavuttanut kypsemmän vaiheen. Arvioimme T&K-kulujen kasvavan keskipitkällä aikavälillä suunnitteleen linjassa liikevaihdon kasvun kanssa, sillä yhtiön on kehitettävä jatkuvasti uusia ominaisuuksia palveluunsa, muokattava järjestelmän ominaisuuksia ketterämmin kehitettäväksi, sekä uudistettava palvelun käyttökokemusta. Esimerkiksi uudelle maantieteelliselle markkinalle laajentuminen ei kuitenkaan vaadi Efecteltä käytännössä merkittäviä tuotekehitysinvestointeja.

Efecte tekee pääosan tuotekehityksestä omalla henkilöstöllä, mutta yhtiö käyttää jonkun verran myös ulkopuolisia palveluita erityisosaamisten hankkimiseen. Yhtiö aktivoi SaaS-alustan kehityksen vuoksi vuonna 2013 taseeseen noin 50 % T&K-kuluista, mutta viime vuodet aktivoimien on pidetty suunnitteleen T&K-aktivointipolitojen tasolla, jotka ovat olleet vuositasolla noin 0,2-0,3 MEUR, eli noin 2-3 % liikevaihdosta.

Yhtiöllä ei ole tuotteisiinsa tai teknologioihin liittyviä patentteja, mikä on alalle tyypillistä. Tuotteessa ei ole osia, joiden käytöstä yhtiö joutuisi maksamaan rojalteja. Tuote on suojattu siten pääasiassa tekijänoikeuksin ja sopimuksin siten, että ulkopuoliset tahot eivät pääse hyödyntämään Efecten aineettomia oikeuksia.

Tuottojen näkyvyys

Efecten liiketoimintamallin yksi keskeisiä etuja on hyvä tuottojen ja kassavirtojen näkyvyys, joka perustuu 1) korkeaan toistuvien tuottojen osuuteen liikevaihdosta, 2) pitkiin sopimuskausiin, ja 3) tyypillisesti korkeisiin ohjelmistoratkaisun vaihtokustannuksiin.

Efecten jatkuvien ohjelmistopalveluiden (SaaS) tuottojen osuus liikevaihdosta on noin 50 %, mikä luo vanhojen asiakkuuksien osalta vähintään noin vuoden näkyvyyden liikevaihtoon ja kassavirtoihin. Myös aiemmin myytyjen kertalisenssien tuki- ja ylläpitotuotot ovat hyvin ennustettavaa liiketoimintaa, mutta näiden vanhan liiketoimintamallin mukaisten tuottojen osuus Efecten liikevaihdosta vähenee yli ajan ja konvertoituu pääosin SaaS-liikevaihdoksi.

Uusmyynnissä Efecte solmii pääsääntöisesti 36 kuukautta pitkiä ensimmäisiä sopimuskausia, mikä käytännössä varmistaa sen, että yhtiö saa takaisin vähintään myynnin- ja markkinoinnin kustannukset. Lisäksi yhtiöllä on parempi mahdollisuus lisämyyntiin, kun asiakassuhde jatkuu pidempään.

Vaikka ITSM- ja IAM-ratkaisut eivät ole yleensä liiketoimintakriittisiä Efecten asiakkaille, on niiden vaihtokustannus usein niin korkea, että järjestelmiä vaihdetaan usein pitkissä sykleissä.

Efecten liiketoimintamalli 5/5

Liiketoiminnan ennustettavuus ja skaalautuvuus

Efecten liiketoimintamalli on perusteiltaan hyvin skaalautuvaa, mutta yhtiön kehitysvaiheesta johtuvista korkeista ja etupainotteisista kuluista (kansainvälinen laajentuminen, T&K) sekä ei-skaalautuvaan liiketoimintaan merkittävästi painottuvasta liikevaihtomixistä johtuen (palveluiden osuus korkea) liiketoiminnan skaalautuvuus ei heijastu vielä positiivisesti tulokseen (2019e EBITDA-% -10 %). Toistuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta on noin 60 % ja voimakkaasti skaalautuvien SaaS-tuottojen osuus on noin 50 % liikevaihdosta.

Kuluerittäin katsottuna suurin skaalautumispotentiaali liittyy useimmilla SaaS-yhtiöillä (ja myös Efectellä) myynnin ja markkinoinnin kuluihin sekä T&K-kuluihin, mutta myös tuki- ja ylläpitokulujen ja hallinnon kulujen skaalautumisessa on merkittävää potentiaalia. Efectellä skaalautumisen suhteen suurin potentiaali on nähdäksemme myynnin ja markkinoinnin kuluissa, joita on kasvatettu viime vuosina erityisesti kansainvälisissä toiminnoissa.

Efecten materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina matalalla, noin 10 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (bruttokate 90 %), joten emme näe yhtiölle enää tässä suhteessa merkittävää skaalautumispotentiaalia.

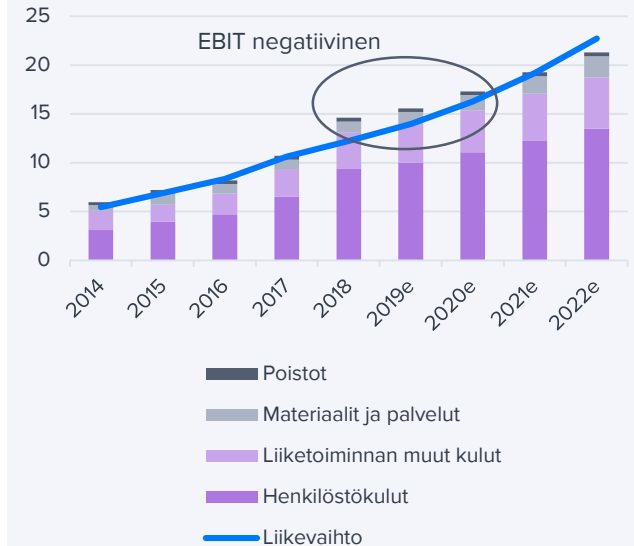
Yhtiön merkittävin kustannuserä on ohjelmistoyhtiöille tyypilliseen tapaan henkilöstökulut (>70 % liikevaihdosta), jotka voidaan jakaa karkeasti neljään osaan: 1) t&k-henkilöstön kuluihin, 2) myynti- ja markkinointihenkilön kuluihin, 3) tuki- ja palveluhenkilöstön kuluihin, sekä 4)

hallinto- ja henkilöstön kuluihin. Efecten henkilöstömäärä ja -kulut ovat kasvaneet viime vuosina selvästi liikevaihdon kasvua nopeammin ja yhtiön henkilöstökulut per henkilö ovat pysyneet suhteellisen korkealla tasolla (Efecten tuote vaatii korkeantason asiantuntijoita). Heikkoa henkilöstökulujen skaalautumista selittää nähdäksemme se, että 1) yhtiö on laajentanut kasvustrategiansa myötä voimakkaan etupainotteisesti sekä myynnin ja markkinoinnin että tukihenkilöstöään, 2) uusasiakasmyynnin myötä kasvaneiden käyttöönottojen myötä heikosti skaalautuvien palvelujen tuotantoresursseja on kasvatettu, 3) yhtiö on kärsinyt korkeasta henkilöstön vaihtuvuudesta ja 4) yhtiön hallintorakenne on vaatinut listautumisen ja laajentumisen myötä lisäresursseja. Pitkällä aikavälillä odotamme yhtiön pystyvän skaalaamaan näitä kuluja noin 50-60 %:iin liikevaihdosta.

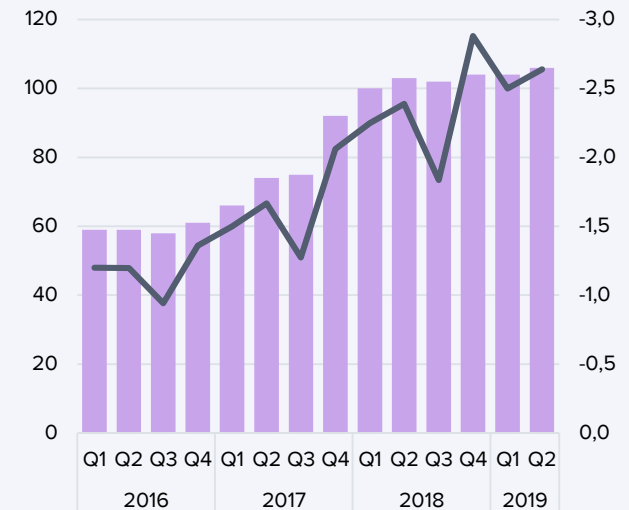
Efecten liiketoiminnan muut kulut (suorat markkinointikulut, tilavuokrat, tilintarkastus, hallinto) ovat myös kasvaneet viime vuosina suhteessa liikevaihtoon (noin 30 %). Näemme myös liiketoiminnan muissa kuluissa selvää skaalautumispotentiaalia nykytasolta pitkällä aikavälillä (20-25 % liikevaihdosta).

Efecte kirjaa kuluksi nykyisin suurimman osan T&K-kuluistaan ja T&K-kulujen aktivoinnit ovat suunnilleen poistojen tasolla. Näin ollen odotamme, että Efecten poistot pysyvät tulevaisuudessa absoluuttisesti suunnilleen nykytasolla (0,4 MEUR) ja niiden osuus suhteessa liikevaihtoon laskee pitkällä aikavälillä noin 1 %:iin liikevaihdosta (nyt noin 3 %).

Kulurakenne ja skaalautuminen



Henkilöstön määrä ja kulut



Lähde: Inderes

Efecten liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Efecten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Efecten strategia 1/2

Ohjelmistoalan SaaS-murrokseen ja kansainvälistymiseen nojaava kasvustrategia

Efecten vuoden 2019 alussa täsmennetyin strategian ytimessä on palvelunhallinnan ohjelmistomarkkinan SaaS-murroksen ja yritysten liiketoimintamallien palvelullistumisen tarjoamien merkittävien kasvumahdollisuuksien hyödyntäminen. Yhtiön strategian kulmakivet tiivistyvät neljään kohtaan:

1. Ketterien, erinomaisen käyttökokemuksen, ja kokonaiskustannuksiltaan alhaisten pilvipohjaisten palvelunhallinnan ohjelmistojen tuottaminen, jotka auttavat asiakkaita parantamaan mitä tahansa heidän tarjoamaansa palvelua.
2. Fokusoituminen keskisuureen asiakaskuntaan ja paikallisiin ulkoistuspalveluiden tarjoajiin
3. Laajentuminen Euroopassa, eurooppalaisiin tarpeisiin vastaavalla tuotekehityksellä ja palvelinkeskusmallilla
4. Keskittyminen asiakkaiden liiketoiminnan menestykseen ja kasvattamaan SaaS-liikevaihtoa

Arviomme mukaan Efecten strategia on ensisijaisesti kasvustrategia, yhtiön tavoitellessa kasvua maantieteellisen laajentumisen ja markkinan murroksen kautta. Toisaalta Efecte pyrkii strategiallaan erottautumaan erityisesti suurista yhdysvaltalaisista ja ”ei-täysiverisiä” pilvipalveluohjelmistoja tarjoavista kilpailijoistaan sekä fokusoitumaan markkinasegmentteihin, joissa yhtiön kilpailuasema on vahvimmillaan.

Taloudelliset tavoitteet vuosille 2019-2022

Vuoden 2019 alussa täsmennetyin strategian lisäksi yhtiö teki hienosäätöä taloudellisiin tavoitteisiin. Efecten keskeinen taloudellinen tavoite on nyt yli 20 %:n keskimääräinen vuosittainen SaaS-liikevaihdon orgaaninen kasvu (aik. yli 20 %:n kokonaisliikevaihdon kasvu) vuosina 2019-2022.

Kannattavuuden osalta yhtiön tavoitteet säilyivät ennallaan. Voimakkaat investoinnit kansainvälistymiseen ja tuotekehitykseen alentavat liikevoittoa lähivuosina, mutta strategiakauden loppua kohden yhtiö tavoittelee kaksinumeroista liikevoittoprosenttia.

Strategian painopistealueet loogisia yhtiön arvonmuodostuksen kannalta

Näkemyksemme mukaan keskittyminen keskisuuriin, eurooppalaisiin asiakkuuksiin on Efectelle järkevää, sillä näin yhtiö optimoi kasvupotentiaaliaan (markkinakasvu on pk-segmentissä ennusteiden mukaan vahvinta) sekä kilpailukykyään (Eurooppalaisissa pk-yhtiöissä päätökset tehdään tyypillisesti paikallisella tasolla ja globaali toimituskyky ei ole ratkaiseva). Lisäksi keskisuuriin asiakkuuksiin keskittyminen hajauttaa tehokkaammin asiakasriskejä. Pienemmän asiakaskoon haittapuolena on korkeammat myyntikustannukset per asiakas, mutta SaaS-mallissa tämä ei ole näkemyksemme mukaan kriittinen asia, sillä uusi asiakkuus ei vastaavasti kasvata juurikaan tuotanto-, tuki- ja ylläpitopalvelujen kustannuksia. Efecten suurimmat kilpailijat näyttävät myös keskittyvän tällä hetkellä suurimpiin asiakkuuksiin.

Efecten ohjelmistoratkaisu kattaa joustavasti ja laaja-alaisesti erilaisesti yrityspalvelut, mikä mahdollistaa yhtiölle merkittävän kasvumahdollisuuden vanhojen asiakkuuksien laajentamisen, palveluntarjoaja-asiakkaiden, ja uusien, ESM-asiakkuuksien kautta. Merkittävä osa Efecten historiallisesta kasvusta on muodostunut vanhoihin asiakkuuksiin tehdystä lisämyynnistä. Lisäksi vanhojen asiakkuuksien laajentaminen syventää asiakassuhdetta ja nostaa palveluntarjoajan vaihtamisen kynnystä.

Efecten arvonmuodostuksen kannalta tärkein strateginen painopistealue on kansainvälisen liiketoiminnan kasvattaminen, sillä Suomen markkinan tarjoamat kasvumahdollisuudet ovat rajalliset. Kansainvälistyminen oli myös keskeinen syy Efecten listautumiselle, sillä voimakas kansainvälisen liiketoiminnan kasvattaminen vaatii alkuvaiheessa merkittäviä kasvupanostuksia.

Fokusoituminen SaaS-liikevaihdon kasvattamiseen kokonaisliikevaihdon kasvun sijaan on mielestämme myös loogista, sillä SaaS-liikevaihto tarjoaa pitkällä aikavälillä parhaat skaalautumismahdollisuudet ja tukee liiketoiminnan jatkuvuutta. Aiemmin Efecten strategiassa palveluilla oli selvästi merkittävämpi rooli kokonaisliikevaihdon kasvun kannalta, mutta nyt palveluiden roolina on tukea SaaS-liikevaihdon kasvua. Perinteiset kertalisenssit ja niihin liittyvä ylläpito on vähenevässä roolissa Efecten liiketoiminnassa, ja on jätetty siksi kokonaan ensisijaisien tavoitteiden ulkopuolelle.

Efecten strategian kulmakivet

1. Tarjota pilvipohjaisia palvelunhallinnan ohjelmistoja, jolla asiakas voi parantaa mitä tahansa palvelua

- Ketterämmin
- Paremmalla käyttökokemuksella
- Alemmilla kokonaiskustannuksilla

Missio: Me Efectellä rakastamme palveluita ja missiomme on tehdä niistä täydellisiä.



2. Fokusoituminen keskisuureen asiakaskuntaan ja paikallisiin ulkoistuspalveluiden tarjoajiin

- Erottautuminen suurista kilpailijoista
- Kriittisempi kumppani palveluntarjoaja-asiakkaille

Visio: Vuoteen 2022 mennessä Efecte saavuttaa toimialansa parhaat tulokset työntekijä- ja asiakastytyväisyydessä. Lisäksi yhtiön tavoitteena on olla nopeimmin kasvava eurooppalainen palvelunhallinnan toimija, ja jonka analytiikat arvioivat johtavaksi eurooppalaiseksi pilviratkaisuksi alallaan.

3. Laajentuminen Euroopassa, eurooppalaisena vaihtoehtona

- Eurooppalainen tuotekehitys ja palvelinkeskukset keskeinen erottautumistekijä asiakkaiden silmissä
- Merkittävimmät kilpailijat yhdysvaltalaisia

4. Keskittyminen asiakkaiden liiketoiminnan menestykseen ja kasvattamaan SaaS-liikevaihtoa

- Pääkilpailijoina pilvipalvelutoimittajat
- Asiakkaiden tyytyväisyys SaaS-palveluun keskeinen tekijä jatkuvuuden, skaalautuvuuden ja kasvun kannalta
- Konsultointipalvelut liiketoimintaa tukevia toimintoja

Efecten strategia 2/2

Strategian toteutuksessa ollut haasteita

Efecte on toteuttanut nykyistä strategiaansa käytännössä vuodesta 2017 lähtien, jolloin yhtiö päätti toteuttaa listautumisen ja aloittaa voimakkaamman laajentumisen kansainvälisesti. Odotettua hitaammin edenneen Saksan uusasiakashankinnan, Skandinavian heikentyneen liikevaihdon kasvun sekä organisaation voimakkaan kasvun myötä muodostuneiden tehokkuusongelmien myötä Efecten strategian toteutus oli vuonna 2018 yhtiön kokonaiskasvun ja kannattavuuden näkökulmasta ennakoitua selvästi heikompaa. Yhtiön liikevaihdon kasvu jäi vuonna 2018 5 %-yks. alle aiemman strategisen tavoitteen ja kannattavuus painui liikevoitto-%:lla mitattuna -19,5 %:iin.

Yhtiö vastasi haasteisiin vuoden 2018 lopulla toimitusjohtajan ja Ruotsin maajohtajan vaihdoksilla, kasvun painopistemuutoksilla (SaaS keskiöön), sekä hidastamalla kulujen kasvua. Vuoden 2018 lopulla yhtiö alkoi myös saamaan vahvempaa jalansijaa Saksassa, mikä on auttanut yhtiötä pitämään vuoden 2019 aikana täsmennetyssä strategiassa keskiöön nostetun SaaS-liikevaihdon kasvun yli 20 %:n tavoitekasvun yläpuolella ja kääntänyt liiketuloksen trendin positiiviseksi (H1'19 liikevoitto-% -14,3 %).

Taloudelliset tavoitteet realistisia, jos kansainvälistyminen onnistuu

Pidämme Efecten kasvutavoitetta realistisena, sillä se on hyvin linjassa markkinan kasvuennusteisiin nähden ja yhtiö on pystynyt kasvattamaan SaaS-tuottoja historiallisesti selvästi tavoitetasoa nopeammin. Kasvutavoitteeseen pääsy edellyttää kuitenkin sitä, että yhtiön on onnistuttava

kansainvälistymisessä ja saavuttamaan omalla erikoistumisalueellaan merkittävä markkina-asema erityisesti Saksan markkinalla. Kansainvälisen kasvun merkitystä korostaa se, että Efecten markkina-asema on Suomessa jo niin vahva ja markkinan SaaS-murros suhteellisen kypsässä vaiheessa, että yhtiön on vaikea kasvattaa kotimaan SaaS-liikevaihtoa tulevaisuudessa yli 20 % vuodessa. Suomen osuus Efecten SaaS-liikevaihdosta on tällä hetkellä arviomme mukaan noin 90 %, joten kansainvälisten liiketoimintojen SaaS-kasvun on yllettävä lähivuosina yli 50 %:iin. Esimerkiksi H1'19 Efecten kansainvälisten liiketoimintojen SaaS-liikevaihdon kasvu oli +57 % ja SaaS-liikevaihdon kokonaiskasvu +25 %. Lisäksi kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii asiakaspoistuman (churn) säilymistä matalalla tasolla (alle 5 %) lähivuosien ajan.

Myös kannattavuustavoitteen (kaksinumeroinen EBIT-% vuoden 2022 lopulla) toteutuminen on arviomme mukaan vahvasti sidoksissa kansainvälisen liiketoiminnan ja SaaS-tuottojen kasvuun. Arviomme mukaan Efecten tappiollisuus selittyy tällä hetkellä käytännössä kokonaan kansainvälistymiseen tehdyillä etupainotteisilla panostuksilla ja Suomen liiketoiminnot ovat nykyisellään jo käyttökattetasolla mitattuna kannattavia. Arvioimme edelleen, että käyttökatteen tasolla nollatuloksen saavuttaminen vaatii kansainvälisen liiketoiminnan liikevaihdon kaksinkertaistamista vuoden 2018 tasolta (2018: 1,8 MEUR).

Strategian rahoitus


Efecten strategian toteutus vaatii erityisesti Saksaan ja Keski-Eurooppaan laajentumisen

osalta merkittäviä etupainoisia panostuksia, mihin yhtiön Suomen toimintojen operatiivinen rahavirta ei olisi vielä lähivuosina riittänyt. Lisäksi SaaS-liiketoimintamallille on ominaista se, että kiihtyvän/nopean kasvun vaiheessa yhtiön rahavirrat painuvat luonnostaan selvästi negatiiviseksi, sillä SaaS-tuotot realisoituvat tyypillisesti myynti- ja markkinapanostuksiin nähden pitkällä, jopa useiden vuosien viiveellä.

Vuosina 2017-2018 tehdyt kasvupanostukset ja SaaS-mallille ominainen kassavirtaprofiili jättävät Efecten vuosien 2018-2020 rahavirtoihin aukon, jonka yhtiön täytyi rahoittaa vuoden 2017 lopussa tehdyllä reilun 5 MEUR:n listautumisannilla. Vuoden 2021 aikana yhtiön operatiivisen rahavirran pitäisi kuitenkin nousta strategisten tavoitteiden mukaan jälleen positiiviseksi.

Efecten strategia

Strategiakausi lukuina

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-% SaaS-kasvu-% (tavoite 2019-)	+21 % (+35 %)	+28 % (+35 %)	+15 % (+24 %)	(+14 % *) +22 % * 			SaaS-kasvu >20 % CAGR 2019-2022
Kannattavuus (EBIT-%)	+1,6 %	-1,0 %	-19,5 %	-11,6 % 			Kaksi-numeroinen EBIT-%
Strategian rahoitus	Tulorahoitus	Tulorahoitus	IPO 2017	IPO 2017	IPO 2017	Tulorahoitus	Tulorahoitus
Kommentti *	Vahvaa ja kannattavaa kasvua Suomen vedolla	Vahvaa ja kannattavaa kasvua Suomen vedolla	Aik. kasvutavoite ei toteutunut. Kasvukulut heikensivät tulosta voimakkaasti.	Uusi kasvutavoite ylitetään niukasti. Kv-liiketoimintojen kasvu vahvistuu.	Kv-liiketoiminnan kasvun vahvistuttava.	Kv-liiketoiminnan kasvun keskeinen ajuri.	Kasvutavoite realistinen, kannattavuus-tavoite haastava

2016
-
2018

2019
-
2020

2021
-
2022

Voimakas kasvupanostusten vaihe

- Kiihdytetty kasvu Suomessa ja Skandinaviassa
- Ylläpitoasiakkuuksien konvertointi SaaS-malliin
- Uudistettu kasvustrategia, jonka tavoitteena yli 20 %:n liikevaihdon kasvu vuosina 2018-2022 ja kaksinumeroinen EBIT-% strategiakauden lopussa.
- Listautuminen vuoden 2017 lopulla varmistamaan rahoitus strategiakaudelle 2018-2022
- Merkittävät kasvupanostukset kansainväliseen liiketoimintaan (Saksaan) ja tuki- ja t&k-resursseihin.
- Toimitusjohtajan vaihtuminen vuoden 2018 lopulla

SaaS:n ja kansainvälisen kasvun vahvistaminen

- Strategian täsmentäminen ja vahvempi fokuusoittaminen SaaS-kasvuun.
- Uusi kasvutavoite: SaaS-liikevaihdon kasvu yli 20 % 2019-2022. Kannattavuustavoite ennallaan.
- Suomen liiketoiminnot vakaassa kehitysvaiheessa
- Saksassa merkittäviä referenssiasiakkuuksia ja kasvu kiihtyy. Skandinavian liiketoimintojen uudelleen organisointi ja kasvun vahvistaminen.
- IAM-ratkaisujen erittäminen omaksi yksiköksi.
- Kannattavuus selvästi negatiivinen kasvupanostusten myötä.

Kasvun jatkuvuus ja kannattavuuden skaalautuminen

- Kansainvälisten liiketoimintojen merkitys taloudellisten kasvutavoitteiden toteutumiselle korostuu
- Kannattavuuden skaalautuminen
- Operatiiviset rahavirrat alkavat rahoittamaan kasvua
- Uusien laajentumissuuntien kartoittaminen
- Visio 2022: Efecte saavuttaa toimialansa parhaat tulokset työntekijä- ja asiakastytyväisyydessä. Lisäksi sen tavoitteena on olla nopeimmin kasvava eurooppalainen palvelunhallinnan toimija, ja jonka analyytikot arvioivat johtavaksi eurooppalaiseksi pilviratkaisuksi alallaan.

Markkinat ja kilpailukenttä 1/2

Efecten kohdemarkkinat ovat suuret

Efecte kohdemarkkinat ovat yhtiön kokoon suhteutettuna erittäin suuret, joten markkinan koko ei tule näkemyksemme mukaan asettamaan rajoitteita yhtiön kasvupotentiaalille. Esimerkiksi tutkimusyhtiö MarketsAndMarketsin mukaan globaalin pilvipohjaisen ITSM-ohjelmistomarkkinan arvo oli vuonna 2016 noin 4,4 mrd. dollaria ja vastaavasti IAM-markkinan noin 1,8 mrd. dollaria. Efecten maantieteellisellä kohdemarkkinalla Euroopassa pilvipohjainen ITSM-markkina oli puolestaan kooltaan vuonna 2016 noin 1,2 mrd. dollaria ja pilvipohjainen IAM-markkina noin 0,5 mrd. dollaria.

Asiakasyritysten koon mukaan jaettuna Euroopan pilvipohjaisesta ITSM-markkinasta noin 75 % muodostui suuryrityksistä (>1000 hlö) ja noin 25 % pienistä ja keskisuurista yrityksistä. Ohjelmistojen osuus Euroopan pilvipohjaisesta ITSM-markkinasta oli vuonna 2016 arviolta 0,9 miljardia dollaria ja palveluiden 0,3 miljardia dollaria. Markkinan kokoa arvioitaessa on lisäksi huomioitava, että ITSM- ja IAM-markkinan ohella Efecte toimii myös yrityspalveluohjelmistojen markkinassa, kuten itsepalvelu, HR-, talous-, ja palvelunhallintaohjelmistoissa. Näiden markkinoiden koosta ei ole käytettävissä tarkkoja tietoja, mutta arvioimme että ne kasvattavat Efecten potentiaalista markkinaa vielä edellä mainittua merkittävästi suuremmaksi.

Efecten nykyisistä markkina-alueista (Suomi, Ruotsi, Tanska, Saksa) arvoltaan ylivoimaisesti suurin on Saksa, joka on myös Euroopan suurin ITSM-markkina. Efecten kohdemarkkinat Saksassa ovat yhtiön johdon arvion mukaan Suomeen

verrattuna yli kymmenkertaiset.

Markkinat murroksessa ja uuden sukupolven ohjelmistot voimakkaassa kasvussa

Efecten arvion mukaan ITSM-markkinat muodostuvat nykyisellään valtaosin korvausmarkkinasta, sillä käytännössä lähes jokaisella suurella tai keskisuurella organisaatiolla on käytössään jokin vanhemman sukupolven IT-palveluhallintaohjelmisto. Maturiteetiltaan varhaisemmassa vaiheessa olevalla IAM-markkinalla puolestaan asiakkaalle toimitetaan vielä useimmiten identiteetin- ja pääsynhallinta-ohjelmistoratkaisu ensimmäistä kertaa.

Efecten nykyisin tarjoamat ohjelmistoratkaisut edustavat ITSM-ohjelmistojen niin sanottua 4. sukupolvea, joiden kysyntä alkoi kasvaa pilvipalvelujen käytön yleistymisen ja tarjonnan kasvun myötä voimakkaasti 2000-luvun loppupuolella. Uuden sukupolven ohjelmistojen keskeinen ero edeltävään on se, että ne perustuvat pilvipohjaisiin ohjelmistoihin (SaaS-malliin), kun taas 3. sukupolven ohjelmistot olivat vielä pitkälti kertalaisenssipohjaisia ja paikallisesti palvelimille asennettavia ohjelmistoja. ITSM- ja IAM-markkinat ovat siten voimakkaassa murrosvaiheessa, jossa kysyntä SaaS-pohjaisille ohjelmistoille kasvaa voimakkaasti ja paikallisesti asennettavien ohjelmistojen kysyntä vaimenee. Efecte on tehnyt ITSM-markkinalla onnistuneen siirtymän 3. sukupolven tuotteista ja teknologiasta 4. sukupolveen, mikä on ollut monille yhtiön kilpailijoille erittäin vaikeaa.

Tutkimusyhtiö MarketsAndMarketsin ennusteen mukaan globaalin pilvipohjaisen ITSM-markkinan odotetaan kasvavan vuoden 2021 loppuun saakka

keskimäärin noin 15 % vuodessa ja globaalin IAM-markkinan 24 % vuodessa. Efecten kohdemarkkinoilla Euroopassa pilvipohjaisen ITSM-markkinan odotetaan puolestaan kasvavan vuoteen 2021 saakka keskimäärin noin 16 % ja pilvipohjaisen IAM-markkinan vastaavasti keskimäärin noin 22 % vuodessa.

Asiakasyritysten koon mukaan ITSM-markkinan suurasiakkuuksien kasvun odotetaan olevan keskimäärin noin 14 % vuodessa ja pienten ja keskisuurien yhtiöiden kasvun keskimäärin 21 % vuodessa vuoden 2021 loppuun saakka.

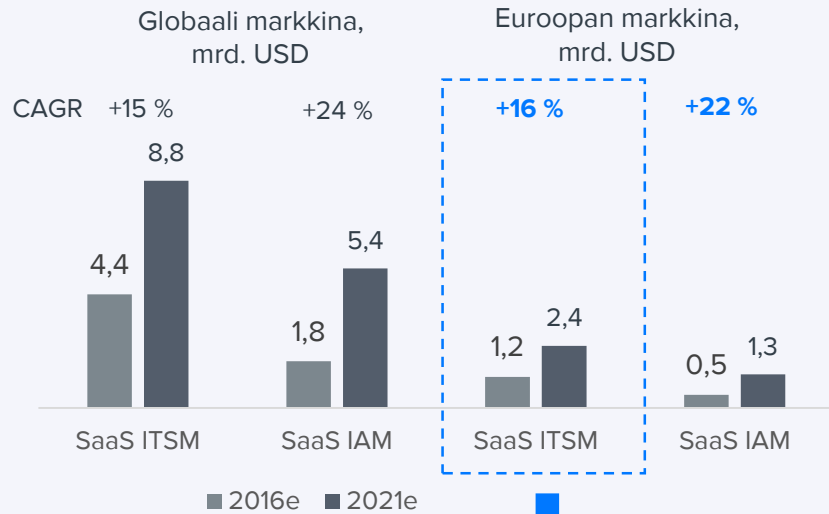
Efecten kohdemarkkinoiden kasvu keskimääräistä nopeampaa

Kohdemarkkinan näkökulmasta katsoen Efecten markkinapotentiaalin kasvu ylittää selvästi pilvipohjaisen ITSM-markkinan kokonaiskasvun, sillä yhtiö fokusoituu toiminnassaan eurooppalaisiin keskiuuriin yhtiöihin ja myös IAM-ratkaisujen rooli on yhtiöllä merkittävä.

Efecten tämän hetkiselällä päämarkkinalla, Suomessa kasvunäkymät ovat kuitenkin arviomme mukaan hieman vaisummat, sillä markkina on jo 4. sukupolven ITSM-ohjelmistotuotteiden näkökulmasta melko kypsässä vaiheessa ja Efecten markkinaosuus kotimaassa on jo korkea. Toisaalta Euroopan suurimmalla ITSM-ohjelmistomarkkinalla Saksassa uuden sukupolven ohjelmistojen penetraatioaste on vielä matala ja lisäksi keskisuurten yhtiöiden osuus asiakaskunnasta on muita markkinoita suhteellisesti suurempi, mikä kasvattaa Efecten kasvupotentiaalia. Lisäksi arvioimme, että Efectellä on muissa Pohjoismaissa merkittävä kasvupotentiaalia.

Toimialan kehitys

ITSM ja IAM markkinan kasvu 2016e-2021e



Globaali ITSM-markkina on Efecten kokoon nähden erittäin suuri. Efecte fokusoituu kuitenkin pienempiin markkinasegmentteihin (suuret ja keskisuuret eurooppalaiset yhtiöt), jotka kasvavat kokonaismarkkinaa nopeammin.



ITSM ja IAM markkinoiden trendit



Markkinat ja kilpailukenttä 2/2

Kilpailijat

Efecten kilpailijoita ovat suuryhtiöiden ITSM-markkinalla lähinnä yhdysvaltalaiset toimijat kuten ServiceNow, BMC ja Ivanti. Lisäksi keskisuurissa asiakkuuksissa sekä suppeammilla ratkaisu- ja markkina-alueilla Efecten kanssa kilpailee joukko muita yhtiöitä, kuten USU, Cherwell, Matrix42, TopDesk, Zendesk ja Atlassian, sekä monet paikalliset ohjelmistoyhtiöt. IAM-puolella kilpailu koostuu pääosin suurista yhdysvaltalaisista yhtiöistä, kuten Microsoft, Okta, Microfocus ja Quest. Efecte on yksi harvoista eurooppalaisista yhtiöistä IAM-markkinalla.

Efecten lähin kilpailija on ServiceNow, joka on globaalisti ITSM-markkinan ylivoimaisesti suurin toimija ja Efecten vahvin kilpailija Suomessa. ServiceNow on partneriverkostonsa kautta kuitenkin keskittynyt pitkälti kaikkein suurimpiin asiakkaisiin ja keskisuurissa asiakkuuksissa yhtiön markkina-asema ei ole niin vahva.

Efecten markkina-asema

Efecten on liikevaihdolla mitattuna globaalisti hyvin pieni toimija sekä ITSM- että IAM-markkinalla. Kotimarkkinallaan Suomessa yhtiö on kuitenkin ITSM-markkinalla kohderyhmässään markkinajohtaja ja kilpailee pääasiassa ServiceNowta vastaan. Myös muissa Pohjoismaissa Efecten tunnettuus on arviomme mukaan kohtuullinen, mutta yhtiön markkinaosuus on kokonaisuutena pieni. Keski-Euroopassa (Saksassa) yhtiöllä on toistaiseksi vain muutamia asiakkuuksia, joten yhtiön markkina-asema on pieni. Toimiala-analytikot ovat kuitenkin noteeranneet Efecten myös Saksassa, joten yhtiöllä voi sanoa olevan pienestä koosta huolimatta jo kohtuullinen tunnettuus Saksassa.

Efecten referenssiasiakkuuksia Suomessa ja Pohjoismaissa ovat mm. pörssiyhtiöt SSAB, Konecranes, BillerudKorsnäs, DNA, Valmet, Bonava ja Tikkurila. Lisäksi keskisuurista yhtiöistä Efecten ratkaisuja on laajassa käytössä mm. Musti Groupilla, Istekillä ja Air Navigation Service Finlandilla. Saksassa ja sen lähialueilla yhtiön merkittävimmät referenssit ovat IT-palveluyhtiö Bechtle Hamburg, sveitsiläinen Hotelplan Group ja telepalveluiden tarjoaja mobilcom-debitel.

Kilpailuedut

Efecten keskeiset kilpailuedut syntyvät arviomme mukaan 1) SaaS-mallista, 2) alhaisista kokonaiskustannuksista, 3) ohjelmistoratkaisun ja toimitusmallin joustavuudesta sekä 4) eurooppalaisuudesta.

Toimialan murroksen vuoksi suurin osa aiemman sukupolven tuotteiden toimittajista ei ole pystynyt muuntautumaan onnistuneesti SaaS-malliin, mikä on luonut kilpailuetua Efecten ja ServiceNown kaltaisille SaaS-yhtiöille. Efecten mukaan yhtiön ohjelmistoratkaisun omistamisen kokonaiskustannukset ovat selvästi yhtiön suurimpia kilpailijoita alemmat, koska sen käyttöönotto- ja konfigurointikustannukset ovat merkittävästi kilpailijoita alemmat. Efecten ohjelmisto on ominaisuuksiltaan ja laajuudeltaan hyvin kattava ja sitä voidaan käyttää joustavasti kaikilla päätelaitteilla ja melkein minkä tahansa palvelun hallintaan. Yksi Efecten merkittävimmistä kilpailutekijöistä yhdysvaltalaisia kilpailijoita vastaan on myös yhtiön joustava toimitusmalli, eli se, että yhtiö pystyy toimittamaan palvelunsa sekä ns. julkisesta pilvestä että yksityisestä pilvestä Euroopassa. Lisäksi yhtiön tuotekehityksessä ja tukipalveluissa huomioidaan erityisesti

eurooppalaisten asiakkaiden vaatimukset.

Kilpailuhaitat

Pidämme Efecten keskeisenä kilpailuhaittana yhtiön pienestä koosta ja markkina-asemasta aiheutuvaa suhteellisen heikkoa kansainvälistä tunnettavuutta, suuria kilpailijoita merkittävästi pienempiä resursseja ja kilpailukykyä erityisesti kaikkein suurimmissa asiakkuuksissa.

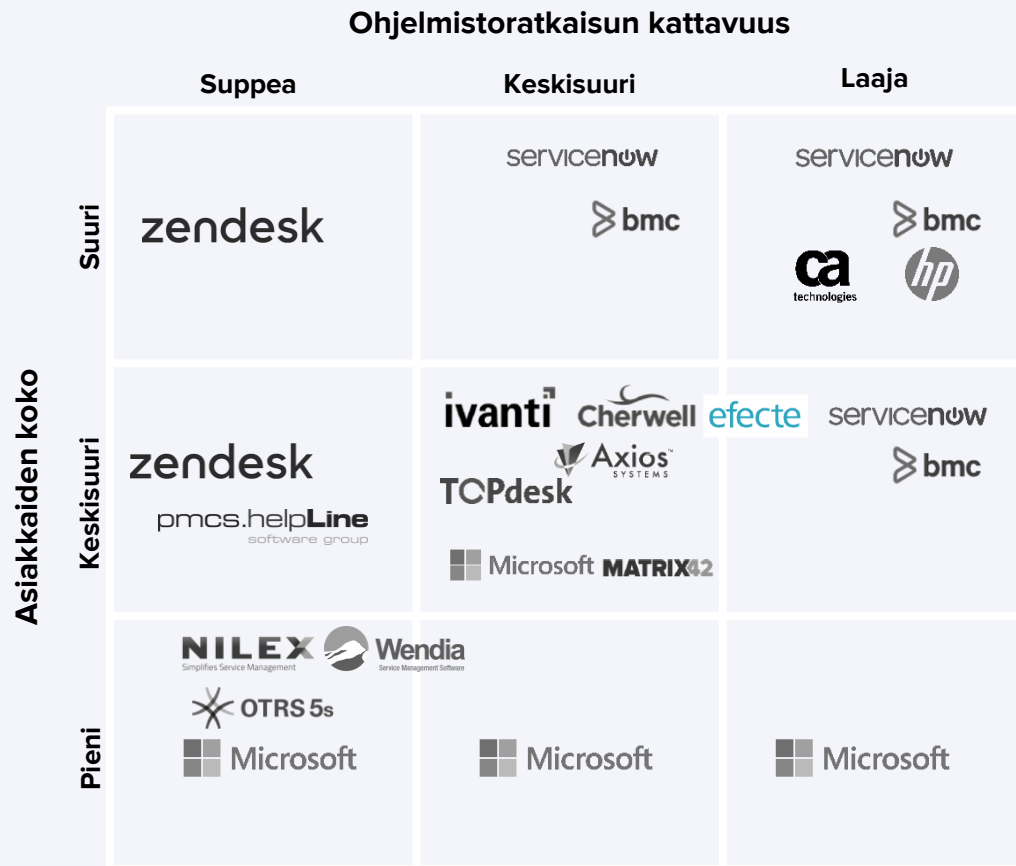
Pienen kokoluokkansa vuoksi Efecten tuotteita ei esimerkiksi ole toistaiseksi luokiteltu Gartnerin analyyseissa, joskin yhtiö on jo nostettu esiin raportilla ”maininnan arvoisena ohjelmistotoimittajana” ITSM-markkinalla. Kansainvälisiin markkinoihin verrattuna Efecten asema on kuitenkin Suomessa vahvempi suuremman tunnettuuden ja lukuisten referenssiasiakkuuksien ansiosta. Heikko kansainvälinen tunnettuus hidastaa kansainvälisen jakelukanavan kehittämistä. Vahva ja kattava myyntiverkosto on alalla tärkeä erityisesti siitä syystä, että asiakkaiden kynnys vaihtaa ohjelmistoja on korkea ja siten ensimmäisenä asiakassuhteen luomaan onnistuva yritys saa yleensä kestävästä etua markkinaosuudessa.

Pienemmän toiminnan volyymin takia Efecte ei myöskään pysty panostamaan tuotekehitykseen ja myyntiin- ja markkinointiin vastaavia summia kuin suurimmat kilpailijat, mikä voi pitkällä aikavälillä johtaa Efecten teknologian ja tuotteiden kilpailukykyyn suhteelliseen heikentymiseen ja markkinaosuuden laskuun.

Yhtiö pyrkii minimoimaan kilpailuhaittoja keskittymällä asiakassegmentteihin, jotka eivät ole suurimpien kilpailijoiden fokuksessa ja arvostavat paikallisuutta ohjelmistoratkaisujen valinnassa.

Efecten kilpailukenttä

Efecten kilpailukenttä ITSM-markkinalla



Lähde: Efecte, Inderes

Efecten kilpailutekijät

- + SaaS-malliin pohjautuva ohjelmisto
- + Matalat kokonaiskustannukset
- + Joustavat toimitusmallit
- + Laaja-alainen ratkaisu
- + Omat konsultointi-, käyttöönotto- ja tukipalvelut
- Suurin kilpailijoihin nähden pienet T&K, myynti- ja markkinointiresurssit
- Heikompi kilpailu- ja toimituskyky kaikkein suurimmissa ja globaaleissa asiakkuuksissa
- Heikko tunnettavuus Suomen ulkopuolella

Taloudellinen tilanne

Tuloskehitys 2013-2018

Efecten liikevaihto on kasvanut voimakkaasti SaaS-liiketoimintamalliin siirtymisen jälkeen vuonna 2013. Yhtiön liikevaihto kasvoi vuoden 2012 4,4 MEUR:sta 12,2 MEUR:oon vuonna 2018 ja jakson keskimääräinen liikevaihdon vuosikasvu oli noin 19 %. Vahvaa kasvua ajoi SaaS-tuottojen voimakas kasvu (CAGR 2013-2018 90 %) sekä käyttöönottojen määrän myötä kasvanut palveluiden myynti (CAGR 2013-2018 37 %). Liikevaihdon kokonaiskasvua heikensi kuitenkin strategian mukaisesti hiipuvien kertalisenssien ja niihin liittyvien tuki- ja ylläpitomyynnin liikevaihdon lasku. Maantieteellisesti katsottuna valtaosa Efecten kasvusta vuosina 2013-2018 syntyi edelleen Suomesta. Ulkomaan myynnin osuus liikevaihdosta oli vuonna 2018 noin 15 %

Yhtiön kannattavuus on vaihdellut vuosina 2013-2018 voimakkaasti, liiketuloksen vaihdelta -19 %:n ja +2 %:n välillä ja käyttökattteen -16 %:sta +6 %:iin. Kannattavuuden vaihteluun on vaikuttanut pääasiassa jakson lopulla tehdyt voimakkaat tuotekehitys- ja kasvupanostukset, jotka ovat nostaneet merkittävästi liikevaihtoa nopeammin kuluja.

Kulurakenne

Efecte myy ja tuottaa palvelunsa pääosin oman henkilöstönsä kautta, joten yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina varsin matalalla, noin 10 %:n tasolla liikevaihdosta.

Efecten kulurakenteesta valtaosa (2018: 64 % kuluista) koostuu henkilöstökuluista. Noin 20 % henkilöstöstä on myyntihenkilöstöä, noin 40 % palvelu- ja koulutushenkilöstöä, 17 %

tuotehenkilöstöä (ml. T&K), noin 15 % tuki- ja pilvikapasiteetin ylläpitohenkilöstöä, sekä 8 % hallintohenkilöstöä. Henkilöstökulut olivat vuonna 2018 9,4 MEUR ja vastasivat noin 77 % liikevaihdosta. Henkilöstön lukumäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti erityisesti kansainvälisen liiketoiminnan laajentumisen vuoksi, nousten vuoden 2018 lopussa 104 henkilöön (2017: 96 hlö), Tuotekehityksen osalta oletamme, että Efecte tulee kasvattamaan henkilöstöään suunnilleen liikevaihdon kasvun suhteessa. Efecten teknologia on melko kypsässä vaiheessa, joten suuria investointeja ole näköpiirissä.

Liiketoiminnan muut kulut ovat Efecten toiseksi suurin kuluerä (2018: 25 % kuluista ja 30 % liikevaihdosta). Liiketoiminnan muita kuluja on kasvattanut viime vuosina erityisesti listautumiseen ja hallinnointiin liittyvät kulut, henkilöstön määrän kasvu, sekä matkakulujen ja markkinointipanostuksien kasvu. Odotamme, että liiketoiminnan muut kulut kuitenkin skaalautuvat jonkin verran liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa.

Efecten poistot koostuvat pääosin aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoista ja yrityskaupan liikearvon poistoista. Poistot olivat noin 0,4 MEUR vuonna 2018, eli noin 3 % liikevaihdosta.

Tase ja rahoitusasema

Efecten taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. Q4'18 lopussa taseen loppusumma oli noin 7,6 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (2,3 MEUR), käteisestä (4,2 MEUR) ja pääosin aktivoituista tuotekehitysmenoista

syntyneistä aineettomista hyödykkeistä 1,0 MEUR. Vastattavien puolella yhtiön oma pääoma koostuu pääosin edellisten tilikausien tappioista ja SVOP-rahastosta. Näiden summana yhtiön oma pääoma oli 3,4 MEUR. Yhtiöllä ei ollut Q4'18 lopussa lainkaan rahoitusvelkaa, mutta suhteellisen korkeista ennakkomaksuista sekä osto- ja siirtovelosta johtuen yhtiön korottomat velat olivat 3,5 MEUR, eli yhtiön nettokäyttöpääoma oli noin 1,2 MEUR negatiivinen. Yhtiön omavaraisuusaste oli Q4'18 lopussa 59 % ja nettovelkaantumisaste -123 %.

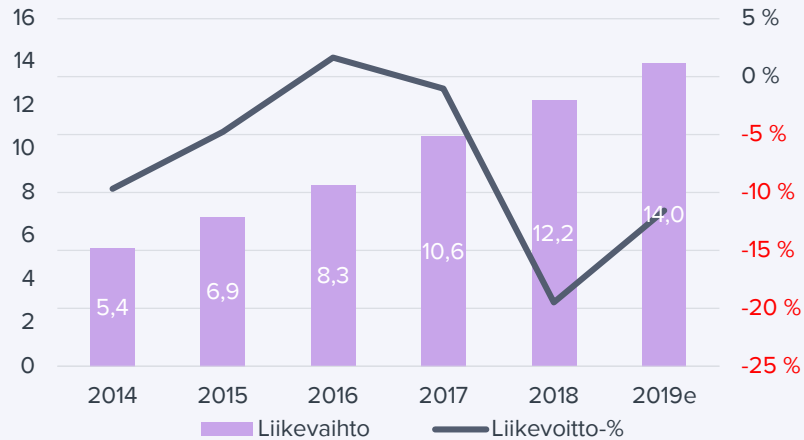
Kassavirrat

Efecten kassavirran kehitys on ollut historiallisesti yhtiön tuloskehitystä vahvempaa, mikä selittyy yhtiön liiketoimintamallin mahdollistamilla ennakkomaksuilla. Efecten asiakkaat maksavat SaaS-lisenssimaksut tyypillisesti vuosittain sopimuskauden alussa ja myös yhtiön ylläpitotuotot ja kertalisenssien myyntitulot ovat etupainotteisia. Esimerkiksi H1'19 lopussa Efecten nettokassa laski vertailukauteen verrattuna vain noin 12 % 5,0 MEUR:oon (H1'18: 5,7 MEUR), vaikka yhtiön käyttökate oli viimeisen 12 kk:n jaksolla noin 1,9 MEUR negatiivinen.

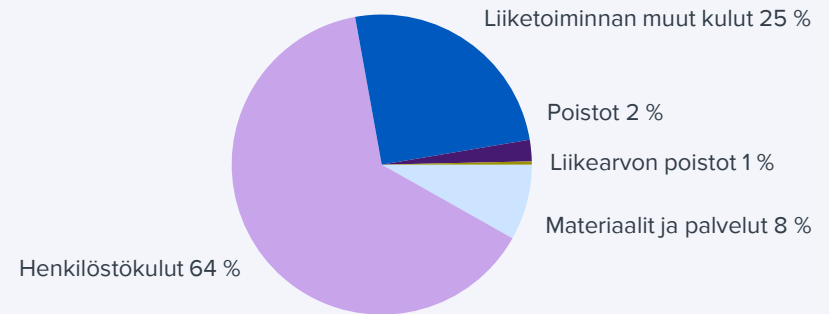
Vahvan operatiivisen rahavirran ansiosta Efecten kasvu rahoittaa osin itseään ja merkittävistä kasvupanostuksista huolimatta yhtiön nettokassa riittää arviomme mukaan strategiakauden lopulle (2022), jolloin yhtiön operatiivisen tuloksen ja kassavirran pitäisi kääntyä selvästi positiiviseksi.

Taloudellinen tilanne

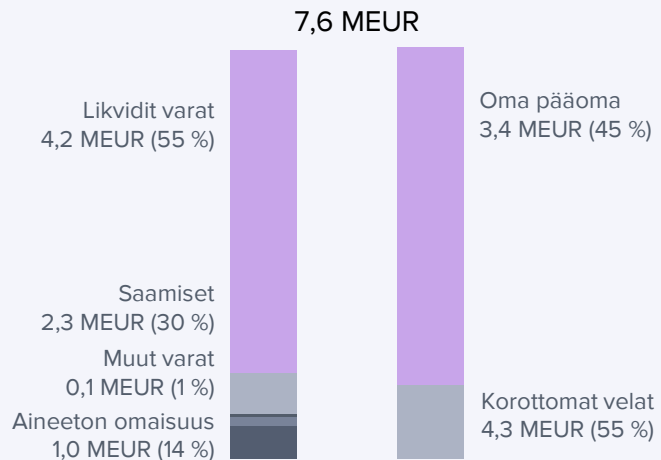
Liikevaihdon ja EBIT-% kehitys



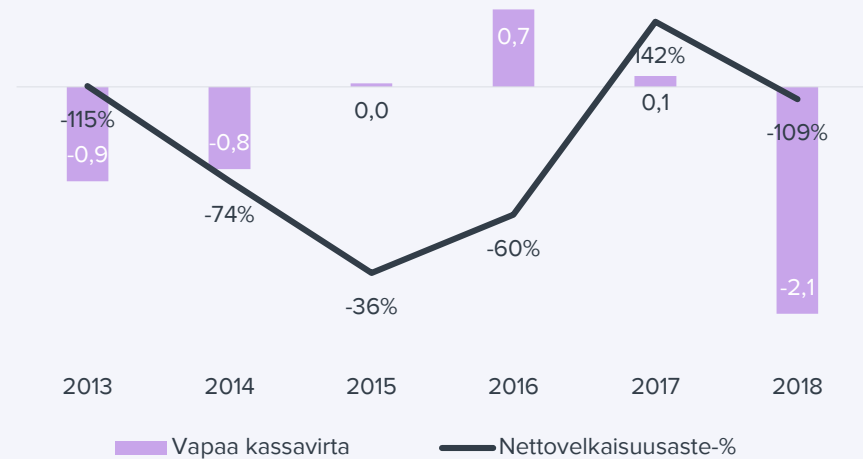
Kulurakenne 2018



Taserakenne, Q4'2018



Vapaa kassavirta ja nettovelkaisuusaste, 2012-2018



Ennusteet 1/3

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Ennustamme Efecten liikevaihdon kehitystä pääasiassa kahden ydinliikevaihtoerän kautta:

- SaaS
- Palvelut

Efecten SaaS-liiketoimintamalliin keskittyvän strategian vuoksi oletamme, että strategian ulkopuolelle jäävien liikevaihtoerien, Lisenssit sekä Tuki ja ylläpito (2018: yhteensä noin 15 % liikevaihdosta) tuotot tulevat hiipumaan strategiakauden aikana asteittain kohti nollaa.

Liikevaihdon kasvuajurit

Oletamme ennustemallissamme, että Efecten liikevaihdon kasvua ohjaa pääasiassa SaaS-liikevaihdon kehitys, sillä Palveluiden kasvu on pitkälti sidoksissa SaaS-ohjelmistoratkaisujen uusmyynnin kasvuun.

Ennustamme SaaS-liikevaihdon kehitystä pääasiassa vuositasolle muunnetun SaaS-liikevaihdon (ARR) kasvun kautta, jota ajaa mallissamme 1) myyntihenkilöstön määrän kasvu, 2) keskimääräisen liikevaihdon per myyjä kasvu (uusmyynnin asiakkuuksien keskikoko, vanhojen asiakkuuksien laajentuminen ja hinnanmuutokset), sekä 3) arvioitu asiakaspoistuma.

Oletamme ennustemallissamme, että Efecten myyntihenkilöstön määrän kasvu heijastuu uusien työntekijöiden perehdytystarpeesta ja suhteellisen pitkistä myyntisykleistä johtuen SaaS-liikevaihdon myynnin kasvuun noin 3-4 neljänneksen viiveellä, ja Palvelut-liikevaihdon kehitykseen tyypillisesti 2-3

neljänneksen viiveellä.

Näkyvyys Efecten liikevaihdon tasoon 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. Näkemyksemme mukaan toimialan voimakas kysynnän kasvu, yhtiön vahvat historialliset näytöt kasvusta ja kansainvälisen laajentumisen eteneminen antavat kuitenkin hyvät lähtökohdat voimakkaan SaaS-liikevaihdon kasvun jatkumiselle lähivuosina.

Emme ennusta erikseen Efecten Suomen ja kansainvälisen liiketoiminnan liikevaihdon kehitystä, mutta käytännössä mallimme rakentuu oletus, että Efecten suhteellinen kasvu painottuu jatkossa aiempaa voimakkaammin kansainvälisiin toimintoihin ja Suomen suhteellinen kasvu hidastuu vuositasolla lähelle 10 % strategiakauden lopulla. Karkeasti laskien tämä tarkoittaa, että Efecten kansainväliset liiketoiminnot kasvavat strategiakauden lopulla (vuonna 2022) noin 6 MEUR:oon, eli keskimäärin noin 35 % vuosina 2019-2022.

Kannattavuuden skaalautuminen

Efecten kannattavuutta ja tulokasvua määrittää mallissamme käytännössä myyntikate- %:n ja kiinteiden kulujen kehitys suhteessa liikevaihtoon.

Ennustamme mallissamme Efecten pystyvän ylläpitämään myyntikate-%:n jatkossakin viime vuosina toteutuneella noin 90 %:n tasolla. Arviomme mukaan muutoksia Efecten myyntikate-

%:n tasossa määrittää pitkälti se, miten paljon yhtiö käyttää ulkopuolisia palveluita Palvelut-liikevaihdon tuottamiseen. SaaS-ohjelmistotuottojen myyntikate-%:n oletamme säilyvän joka tapauksessa korkeana (yli 90 %) ja kasvavan loivasti ajan myötä, kun infrastruktuurin kustannukset skaalautuvat.

Kiinteiden kulujen kehitystä (henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut) mallinamme puolestaan arvioidun henkilöstömäärän kasvun sekä keskimääräisen henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen per henkilö kasvun kautta.

Ennustamme mallissamme Efecten henkilöstökulujen skaalautuvan pitkällä aikavälillä merkittävästi nykyiseltä tasoltaan (2018: 77 % liikevaihdosta vrt. 2027e 50 %). Keskipitkällä aikavälillä oletamme Efecten kuitenkin tekevän vielä merkittäviä panostuksia myynnin ja markkinoinnin sekä tuotekehityksen henkilöstöön, mikä yhdessä palvelu- ja tukihenkilöstön määrän kasvun kanssa hidastaa henkilöstökulujen skaalautuvuutta.

Liiketoiminnan muiden kulujen odotamme skaalautuvan asteittain vuoden 2018 noin 30 %:n tasolta noin 20 %:iin vuonna 2027.

Kokonaisuutena odotamme Efecten kannattavuuteen siten merkittävää skaalautumista nykytasolta ennustemallissamme, ja yhtiön saavuttavan keskipitkällä aikavälillä (vuonna 2021) ensin positiivisen käyttökatemarginaalin ja pitkällä aikavälillä (2026-) noin 18-20 %:n käyttökate- ja liikevoittomarginaalitason.

Ennusteet 2/3

Vuosi 2019

Efecte ohjeistaa vuodelle 2019 yli 20 %:n SaaS-liikevaihdon kasvua ja parantuvaa kannattavuutta. H1'19:lla yhtiön SaaS-liikevaihto kasvoi 25 % ja liikevoitto-% parani -14,3 %:iin (H1'18: -20,7 %).

Ennustamme Efectelle vuonna 2019 14 %:n kokonaisliikevaihdon kasvua, 22 %:n SaaS-liikevaihdon kasvua ja noin 8 %-yksikköä vertailukautta korkeampaa liikevoittomarginaalia (2019e: -11,6 % vs. 2018: -19,5 %).

Ennusteessamme Efecten SaaS-liikevaihdon kasvu hiipuu H2:lla hieman alle yhtiön kasvutavoitteen (yli 20 %), sillä Efecte kertoi H1-raportilla kahdesta asiakasmenetyksestä, jolla huomattava vaikutus SaaS-liikevaihdon kasvuun lyhyellä aikavälillä. Poistuvat asiakkaat muodostivat kuukausitasolla noin 3 % H1'19-lopun SaaS-tuotoista ja yhteensä noin 0,24 MEUR (4 %) viimeisen 12 kk:n SaaS-liikevaihdosta. Näin ollen asiakkaiden poistuma tulee hidastamaan Q3'19-Q2'20 SaaS-kasvua selvästi. Yhtiön kommenttien perusteella emme pidä kuitenkaan asiakaspoistumaa merkinä Efecten kilpailukyvyyn heikkenemisestä, sillä ne johtuivat yhden asiakkaan useita vuosia aiemmin tekemästä teknologiavalinnasta ja yritysjärjestelystä.

Palvelut-liikevaihdon odotamme kasvavan vuonna 2019 vertailukaudesta noin 16 % (2018: 20 %), kun yhtiö jatkaa palveluliiketoiminnan muuntamista vahvemmin SaaS-liiketoimintaa tukevaan rooliin. Ei-strategisten ja väistyvien kertalisenssi- ja ylläpitotuotteiden liikevaihdon odotamme jatkavan laskua (-14 %).

Yhtiön vuonna 2017-2018 tekemät voimakkaat etupainotteiset kasvuinvestoinnit painavat Efecten

liikevoiton edelleen selvästi negatiiviseksi (2019e: EBIT -1,6 MEUR), mutta kannattavuuden trendi kääntyy selvästi positiiviseksi, kun kiinteiden kulujen kasvuvauhti hidastuu selvästi suhteessa liikevaihtoon.

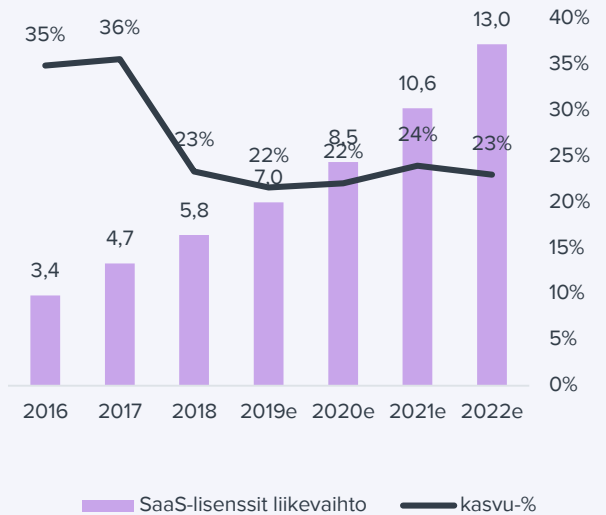
Vuodet 2020-2022

Suomen toimintojen vakaan kasvun, Saksan toimintojen vahvistuvan kasvun, ja Ruotsin liiketoiminnan positiivisten merkkien myötä odotamme arvonmuodostuksen kannalta keskeisiin SaaS-liiketoimintoihin lähivuosina yhtiön tavoitetason (keskimäärin +23 %/v) mukaista kasvua. Odotamme myös Palvelut-liikevaihdon kasvavan SaaS-uusmyynnin kasvun myötä voimakkaasti (keskimäärin 19 %/v). Kokonaisliikevaihdon kasvua (keskimäärin 18 %/v) heikentää kuitenkin vuosina 2020-2022 edelleen ei-strategisen kertalisenssipohjaisen liiketoimintamallin tuottojen lasku.

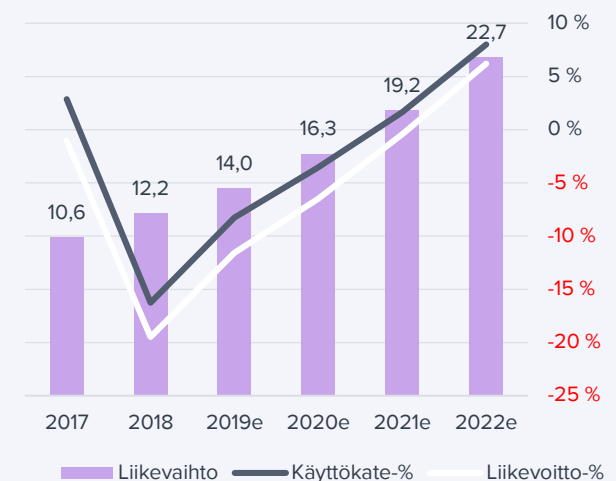
Odotamme Efecten kannattavuustrendin jatkuvan liiketoiminnan skaalautumisen ja tehokkuuden kasvun myötä vuosina 2020-2022 selvästi positiivisena, ja yhtiön tuloksen nousevan käyttökateen tasolla lievästi positiiviseksi vuonna 2021 (EBITDA-% 2 %) ja liikevoiton tasolla vuonna 2022 (EBIT-% 6 %).

Ennusteessamme yhtiön saavuttaa vuonna 2022 13,0 MEUR:n SaaS-liikevaihdon ja 22,7 MEUR:n kokonaisliikevaihdon. Käyttökateen ennustamme nousevan vuonna 2022 1,8 MEUR:oon (käyttökate-% 8,0 %) ja liikevoiton 1,4 MEUR:oon (liikevoitto-% 6,2 %). Kannattavuuden osalta yhtiö jää siten ennusteessamme vuonna 2022 vielä hieman taloudellisten tavoitteiden alle (tavoite >10 % EBIT 2022 mennessä).

SaaS-liikevaihto ja kasvu-%



Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin tulosenusteet

Vuoden 2022 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain keskimäärin noin 12 %:iin vuosina 2023-2029, ikuisuuskasvun ollessa 2 % vuodesta 2030 lähtien. Kasvua hidastaa ennusteessamme uusmyynnin kasvun hidastuminen erityisesti Suomessa, kiristynyt kilpailu ja oletetusti yli ajan kasvava asiakasvaihtuvuus.

Liikevoitto-% asettuu ennusteessamme noin 20 %:n tasolle 2028 eteenpäin. Kannattavuutta nostaa ennusteessamme kiinteiden kulujen skaalautuminen, pienentyvät kasvupanostukset ja poistojen suhteellisen osuuden pienentyminen. Myyntikate-%:n oletamme säilyvän pitkällä aikavälillä vakaana noin 90 %:n tasolla.

Tase ja kassavirtaennusteet

Efecten tase on vuonna 2017 tehdyn listautumisannin jäljiltä edelleen suhteellisen vahva ja yhtiön nettokassa oli H1'19 lopussa noin 5,0 MEUR ja omavaraisuusaste 49 %. Efecten nettokassan pitäisi riittää arvioimme mukaan kantamaan yhtiö kasvupanostuksista johtuvan vuosien 2019-2021 tappiollisen jakson yli.

Yhtiön nettokassan sulamista hidastaa SaaS-liiketoimintamallin mahdollistamien korkeiden ennakkomaksujen myötä voimakkaasti negatiivinen nettokäyttöpääoma, joka rahoittaa merkittävältä osin yhtiön kasvupanostuksia. Esimerkiksi H1'19 lopussa yhtiön nettokassa laski vuodentakaisesta tilanteesta noin 0,7 MEUR, vaikka vastaavasti yhtiön käyttökate oli viimeisen 12 kk:n jaksolla noin 1,9 MEUR negatiivinen.

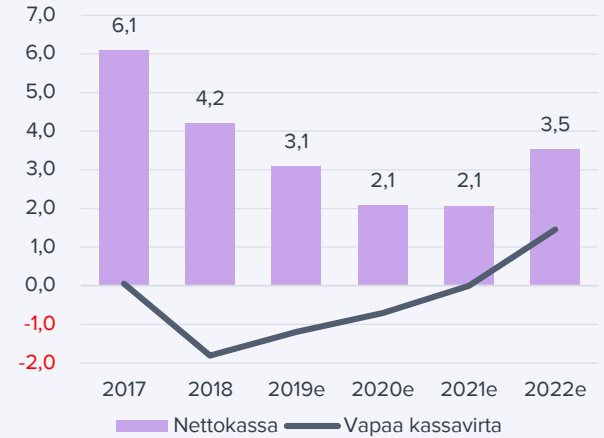
Osakemäärä ja optio-ohjelmat

Efecten osakemäärä nousi osakeannin myötä vuoden 2017 lopussa 5,51 miljoonaan osakkeeseen ja edelleen optio-ohjelmien puitteissa tehtyjen osakemerkintöjen ja hallituksen jäsenten vuosipalkkioiden osakeosuuksien myötä noin 5,94 miljoonaan osakkeeseen H1'19 lopussa.

Yhtiöllä on voimassa avainhenkilöiden sitouttamiseksi useita osakeoptio-ohjelmia (2011, 2015, 2018), jotka oikeuttavat optio-ohjelmien ehtojen toteutuessa yhteensä maksimissaan noin 0,94 miljoonan osakkeen merkitsemiseen (joista on jo merkitty noin 0,45 milj. osaketta) noin 0,58-5,75 euron merkintähinnalla. Optio-ohjelmat on esitelty kokonaisuudessaan raportin sivulla 38.

Olemme ennustemallissamme ja arvonnäärityksessä huomioineet osakkeiden lukumäärässä optio-ohjelmien osalta täyden diluutiovaikutuksen siltä osin, kun arvioimme optio-ohjelman ehtojen täyttyvän ja osakkeen merkintähinnan alittavan osakkeen nykykurssin (4,65 euroa). Tämän hetkisen arvioimme mukaan voimassa olevien optio-ohjelmien merkinnät (2011, 2015 A-C ja 2018 B) kasvattavat Efecten osakemäärää H1'19 lopun tilanteesta vuoden 2023 loppuun mennessä noin 0,3 miljoonalla osakkeella (noin 6 %:lla) ja osakepääomaa noin 0,7 MEUR:lla (keskimääräinen merkintähinta (noin 2,3 euroa/osake) vuoden 2020 loppuun mennessä.

Nettokassan kehitys ja vapaa rahavirta



Osakemäärän kehitys



Tulosennusteet

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	5,0	5,6	10,6	6,0	6,2	12,2	6,9	7,1	14,0	16,3	19,2	22,7
SaaS	2,2	2,5	4,6	2,7	3,0	5,8	3,4	3,6	7,0	8,5	10,6	13,0
Lisenssit	0,2	0,4	0,6	0,3	0,2	0,5	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0
Tuki ja ylläpito	0,7	0,7	1,5	0,6	0,6	1,3	0,6	0,6	1,3	1,1	0,8	0,6
Palvelut	1,9	2,0	3,9	2,3	2,4	4,7	2,7	2,7	5,4	6,5	7,7	9,1
Käyttökate	0,1	0,2	0,3	-1,1	-0,9	-2,0	-0,7	-0,4	-1,2	-0,6	0,3	1,8
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,0	0,1	0,0	-1,2	-0,9	-2,1	-1,0	-0,6	-1,6	-1,1	-0,1	1,4
Liikevoitto	-0,1	0,0	-0,1	-1,2	-1,1	-2,4	-1,0	-0,6	-1,6	-1,1	-0,1	1,4
Nettorahoituskulut	0,0	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-0,1	-0,7	-0,8	-1,3	-1,2	-2,4	-1,0	-0,6	-1,6	-1,1	-0,1	1,4
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,1	-0,7	-0,8	-1,3	-1,2	-2,4	-1,0	-0,6	-1,6	-1,1	-0,1	1,4
EPS (oikaistu)	-0,01	0,01	0,01	-0,21	-0,17	-0,37	-0,16	-0,11	-0,27	-0,17	-0,01	0,22
EPS (raportoitu)	-0,02	-0,13	-0,15	-0,22	-0,20	-0,42	-0,16	-0,11	-0,27	-0,17	-0,01	0,22

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	212,4 %	205,1 %	27,5 %	18,8 %	11,9 %	15,2 %	15,1 %	13,4 %	14 %	16 %	18 %	18 %
SaaS-liikevaihdon kasvu-%			35,0 %	24,6 %	23,2 %	23,9 %	24,8 %	18,7 %	21,6 %	22,0 %	24,0 %	23,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-165,7 %	-68,3 %	-85,4 %	3543,1 %	-1389,8 %	-5300,0 %	-16,9 %	-33,5 %	-24,3 %	-34,7 %	-91,9 %	-1749,9 %
Käyttökate-%	1,8 %	3,8 %	2,9 %	-17,9 %	-14,6 %	-16,3 %	-10,2 %	-6,4 %	-8,3 %	-3,5 %	1,6 %	8,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,6 %	1,3 %	0,4 %	-19,8 %	-15,2 %	-17,4 %	-14,3 %	-8,9 %	-11,6 %	-6,5 %	-0,4 %	6,2 %
Nettotulos-%	-2,1 %	-13,2 %	-7,9 %	-21,0 %	-18,6 %	-19,8 %	-13,9 %	-8,9 %	-11,4 %	-6,5 %	-0,4 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Puhdasverinen kasvuosake

Efecte profiloituu sijoituskohteena positiivisten markkinatrendien, kansainvälisen laajentumisen ja yhtiön kehitysvaiheen kautta lähes puhdasveriseksi kasvuosakkeeksi, jonka arvonmuodostusta ohjaa nykyisessä kehitysvaiheessa tulostason sijaan pitkälti SaaS-liikevaihdon kasvuvauhti.

Sijoittajan näkökulmasta yhtiön sijoitusprofiilin riskitaso on edelleen keskimääräistä korkeampi, sillä näkyvyys yhtiön strategisten tavoitteiden toteutumiseen ja pitkän aikavälin arvonluontikykyyn on vielä rajallinen, yhtiön tulos on vielä tappiollinen, yhtiön mittakaava on suhteellisen pieni ja osakkeen vaihdettavuus heikko. Riskiprofiilia madaltaa kuitenkin onnistuneen listautumisannin myötä useiksi vuosiksi turvattu rahoitus, jatkuvien tuottojen tarjoama ennustettavuus, sekä valmis ja kilpailukykyinen ohjelmistoratkaisu, jonka kaupallinen toimivuus on jo todennettu Suomen markkinalla ja useiden ulkomaisten referenssiasiakkuuksien kautta.

Potentiaalinen yritysostokohde pitkällä aikavälillä

Näkemyksemme mukaan Efecte voi olla pitkällä aikavälillä yritysostokohde toimialan suurempien yhtiöiden tai pilvipohjaisiin palvelunhallinnan ohjelmistoratkaisuihin laajentumaan pyrkivien ohjelmistotalojen näkökulmasta. Tämän edellytyksenä on kuitenkin mielestämme se, että yhtiö onnistuu strategiassaan ja saavuttaa merkittävän markkina-aseman keskisuurien eurooppalaisten yhtiöiden markkinassa.

Positiiviset arvo-ajurit

Arviomme mukaan Efecten sijoitusprofiilin positiiviset arvoajurit ovat:

Suuri ja kasvava kohdemarkkina: Efecten kohdemarkkinoiden kasvun odotetaan olevan lähivuosina voimakasta (yli 20 % vuodessa) useiden kysyntää tukevien trendien ajamana ja kohdemarkkinoiden arvon odotetaan nousevan noin 2,4 mrd. dollariin vuoden 2021 loppuun mennessä. Pelkästään Saksan markkinan koko on noin kymmenkertainen Pohjoismaiden markkinoihin verrattuna, joten markkina ei tule olemaan Efecten kasvun rajoitteena.

Skaalautuvuus: Efecten SaaS-malliin pohjautuva liiketoiminta on perusteiltaan erittäin skaalautuvaa, ja yhtiön kannattavuudessa on merkittävää nousupotentiaalia pitkällä aikavälillä.

Jatkuvuus ja ennustettavuus: SaaS-liikevaihdon kasvun myötä Efecten tuottojen ja kassavirtojen jatkuvuus ja ennustettavuus paranee, mikä alentaa yhtiön riskiprofiilia.

Negatiivinen nettokäyttöpääoma: Efecte saa maksun lisensseistä etupainotteisesti, joten yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti selvästi negatiivinen. Siten liikevaihdon kasvu rahoittaa pitkällä aikavälillä itse itseään. Kasvuvaiheessa operatiivista kassavirtaa syö kuitenkin voimakkaasti jatkuviin lisenssituottoihin nähden etupainotteisesti kertyvät myynti- ja markkinointikulut.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Kansainvälistymisen ja kasvustrategian riskit: Efecten arvonmuodostus nojaa pitkälti yhtiön kasvustrategian onnistumisen varaan, joka luo

edellytykset liiketoiminnan skaalautumiselle ja tuloskasvulle. Yhtiön on saatava tulevina vuosina merkittävästi lisää uusia asiakkaita Suomen ulkopuolelta päästäkseen kasvutavoitteisiinsa sekä saavuttaakseen riittävän skaalan ja markkina-aseman.

Kilpailudynamiikan muutokset: Asiakkaan näkökulmasta Efecten ratkaisulle on olemassa useita vaihtoehtoja, vaikka Efecten ratkaisu onkin arviomme mukaan tällä hetkellä hyvin kilpailukykyinen pienissä ja keskisuurissa asiakkuuksissa. Efecte on kooltaan pieni suurimpiin kilpailijoihinsa nähden, mikä muodostaa yhtiölle rajoitteita suurimmista asiakkuuksista kilpailtaessa ja investointikyvykkyydessä. Lisäksi suuremmat kilpailijat saattavat jatkossa laajentua nykyistä voimallisemmin Efecten kohdemarkkinoille.

Teknologia- ja tietoturvariskit: Esimerkiksi tekoäly ja ohjelmistorobotiikka tulevat väistämättä muuttamaan yrityspalveluita seuraavan 10 vuoden aikana, mikä voi kasvattaa merkittävästi Efecten T&K-investointien tarvetta nykytasolta. Lisäksi pilvipalveluihin liittyy merkittäviä tietomurtoihin ja järjestelmien suorituskykyyn liittyviä riskejä.

Arvostus- ja likviditeettiriskit: Efecten osakkeen arvonkehitykseen vaikuttaa keskeisesti se, miten markkinat hinnoittelevat SaaS-yhtiöiden odotettua kasvua. Muutokset SaaS-yhtiöiden kasvun hinnoittelussa voivat heiluttaa huomattavasti myös Efecten arvostustasoa tulevaisuudessa. Efecten kohdalla arvostusriskiä korostaa se, että osakkeen arvostus ei saa tukea tulokertoimista ja osakkeen vaihdettavuus (likviditeetti) on suhteellisen heikko.

Sijoitusprofiili

1.

Suuri ja voimakkaasti kasvava kohdemarkkina

2.

Skaalautuva ja jatkuvia tuottoja tarjoava SaaS-liiketoimintamalli

3.

Vahva operatiivinen kassavirta rahoittaa osin mittavia kasvuinvestointeja

4.

Yhtiön kehitysvaihe ja suhteellisen pieni koko nostaa riskiprofiilia

5.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa voimakkaasti kasvuodotuksiin ja osakkeen vaihdettavuus heikko

Potentiaali



- Valmis, skaalautuva teknologia
- Todennettu SaaS-pohjainen jatkuviin tuottoihin vahvasti nojaava liiketoimintamalli
- Selkeät kilpailuedut keskisuurissa yhtiöissä
- Merkittävä markkinapotentiaali ja vahvasti kasvava kysyntä
- Kv-laajentuminen ja lisämyynti nykyisille asiakkaille

Riskit



- Kasvupanostusten ja kv-laajentumisen onnistuminen
- Kilpailukentän ja -aseman muutokset
- Teknologian muutokset
- Tietoturvariskit
- Kasvustrategia painaa kassavirran negatiiviseksi, mikä ilman ennustetun tuloskäänteen toteutumista heikentää yhtiön rahoitustilannetta strategiakauden loppuun mennessä merkittävästi

Arvostus 1/2

Arvon muodostuminen

Efecten arvonmääritys on yhä haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta ja SaaS-liiketoimintamallin ansaintalogiikasta, joiden takia arvosta merkittävä osa perustuu kasvuodotuksiin, eikä yhtiön tulos anna arvostukselle tukea kuin vasta strategiakauden lopulla. Lisäksi Efecten arvonmääritykseen vaikuttaa liiketoiminnan toistaiseksi suhteellisen pieni skaala. Näkemyksemme mukaan Efecten markkina-arvon voidaan hahmottaa muodostuvan seuraavista kolmesta komponentista:

- **SaaS-liiketoiminnan arvo:** Voimakkaasti kasvava, toistuvia tuotteita tarjoava ja hyvin skaalautuva SaaS-ydinliiketoiminta on Efecten arvonmuodostuksen tärkein komponentti ja kasvujuri.
- **Palveluliiketoiminnan arvo:** Efecten palveluliiketoiminnan pääroolina on tukea SaaS-liiketoiminnan kasvua, mutta se muodostaa samalla yhtiölle merkittävän ja kasvavan tuottolähteen. Palvelut ovat heikosti skaalautuvia ja ei-toistuvia tuotteita, joten niiden merkitys osakkeen arvonmuodostukselle on SaaS-liiketoimintaa huomattavasti pienempi.
- **Lisenssimyynnin sekä ylläpitotuottojen arvo:** Efecten strategian mukaisesti yhtiö ei myy ohjelmistojaan enää aktiivisesti kertalisensseinä, joten oletusarvoisesti odotamme, että kertalisensseihin pohjautuvat tuotot tulevat hiipumaan pois strategiakauden aikana. Samalla myös näihin liittyvät tuki- ja ylläpitotuotot tulevat laskemaan ja/tai konvertoitumaan hiljalleen SaaS-tuotoiksi. Ennustamme kuitenkin kertalisenssien sekä

tuki- ja ylläpitotuottojen kerryttävän kassavirtaa vielä useiden vuosien ajan, mikä muodostaa pienen osan Efecten arvosta.

SaaS-liiketoiminnan arvonmääritys

Määritämme Efecte SaaS-liiketoiminnan arvon laajan (90 yhtiötä) SaaS-liiketoimintamallilla toimivista yhtiöistä koostuvan verokkiryhmän arvostuksen kautta (kts. Seuraava sivu).

Käytämme Efecten SaaS-liiketoiminnan arvonmääritykseen verokkiryhmän ennustetun liikevaihdon kasvun ja operatiivisen kannattavuuden yhdistelmän (2019e liikevaihdon kasvu-% + 2019e EBITDA-%) sekä 12kk eteenpäin katsovan EV/S-kertoimen korrelaatioon perustuvaa arvostusta. Tämän lisäksi käytämme saatuun kertoimeen 40 %:n alennusta, heijastelemaan Efecten verrokkeja merkittävästi pienempää mittakaavaa, osakkeen heikompaa likviditeettiä ja kansainvälistymisstrategian varhaista kehitysvaihetta.

Painotamme SaaS-liiketoiminnan arvostuksessa kasvun ja kannattavuuden yhdistävää arvostusmenetelmää, sillä se huomioi mielestämme puhdasta kasvun vertailua paremmin erot yhtiöiden skaalautumisvaiheessa ja kasvun tehokkuudessa.

Olemme laskelmassa olettaneet Efecten SaaS-liikevaihdon kasvuparametriksi yhtiön SaaS-liikevaihdon ennustetun kasvuvauhdin (2019e +22 %) ja kannattavuuden osalta yhtiölle kokonaisuutena ennustamallamme käyttökatemarginaalin (2019e: -9 %). SaaS-verrokkien keskimääräiseen yhdistettyyn kasvu- ja kannattavuuslukuun ja keskimääräiseen eteenpäin katsovaan EV/S-kertoimeen perustuen

Efecten SaaS-liiketoiminnalle voitaisiin hyväksyä näillä oletuksilla noin 3,3x EV/S –kerroin, mikä antaa SaaS-liiketoiminnan yritysarvoksi (EV) noin 20 MEUR.

Palveluliiketoiminnan arvonmääritys

Palveluliiketoiminnan osalta mielestämme hyviä verrokkeja Efectelle ovat suomalaiset IT-palveluita tarjoavat yhtiöt, kuten Siili Solutions, Vincit ja Nixu. Näiden yhtiöiden arvostustasot antavat lisäksi selkeän alarajan Efecten arvostustasolle kokonaisuutena. Tämän vertailuryhmän vuoden 2019 keskimääräinen EV/Liikevaihto -kerroin on noin 1,1x.

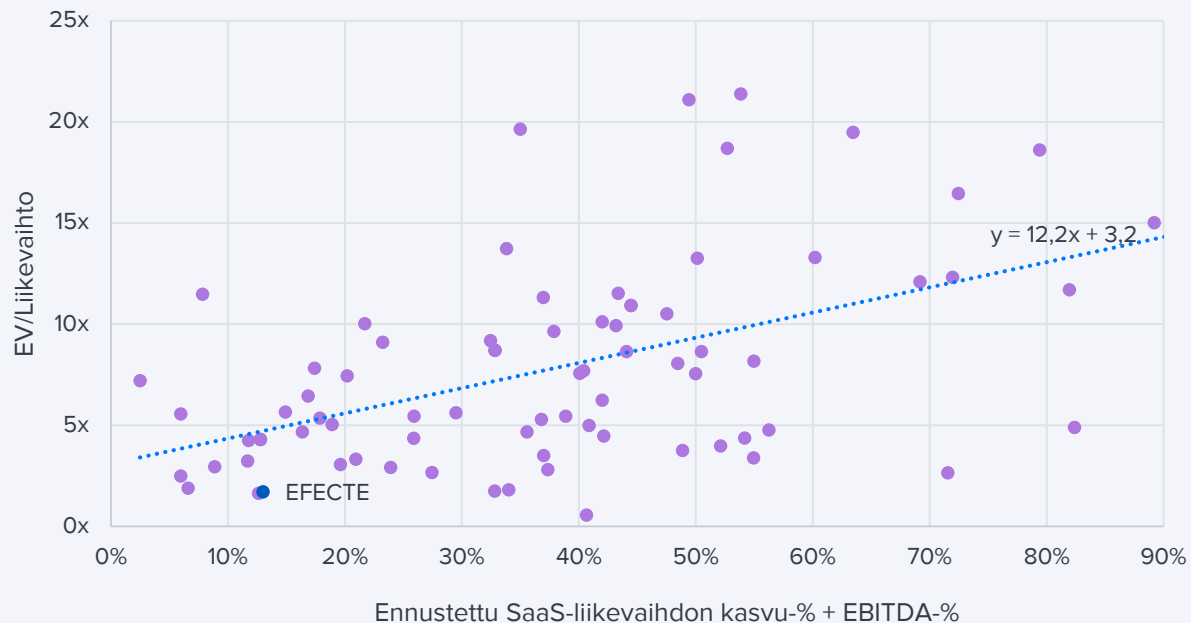
Sovellamme myös tämän verokkiryhmän kertoimeen 30 %:n alennusta, sillä Efecten palveluliiketoiminnan mittakaava on selvästi verrokkeja pienempi, se on sidoksissa täysin Efecten omaan SaaS-liiketoimintaan ja näkyvyys palveluiden kannattavuuteen on heikko. Näillä oletuksilla Efecten Palvelut liiketoiminnalle voidaan mielestämme hyväksyä noin 0,8x EV/S-kerroin, mikä antaa Palveluliiketoiminnan yritysarvoksi (EV) vuoden 2019 ennustetulla 5,4 MEUR:n liikevaihdonlla noin 4 MEUR.

Ei-strategisten liiketoimintojen kassavirtojen nykyarvo

Ennustamme Efecten lisenssimyynnin ja ylläpitotuottojen liikevaihdoksi jaksolla H2'19-2024 yhteensä noin 4 MEUR. Arviomme näiden tuottojen katteen olevan lähes 100 %, joten niiden liikevaihdot antavat hyvän estimaatin kassavirroille. Diskontattuna nykyhetkeen arviomme ei-strategisten liiketoimintojen kassavirtojen nykyarvoksi noin 3 MEUR.

Osien summa laskelman yhteenveto

Globaalien SaaS-verrokkien EV/S-arvostus suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



Osien summa

SaaS-liikevaihto 2019e	7,0
x SaaS-yhtiöt hyväksytyt kerroin	4,7
alennus verrokkiryhmään keskiarvoon	40 %

SaaS-liiketoiminnan yritysarvo 20

Palvelut liikevaihto 2019e	5,4
x IT-palvelut -verrokki liikevaihtokerroin	0,8

Palvelut-liiketoiminnan yritysarvo 4,3

Lisenssit & Tuki ja ylläpito NPV 3,0

Osien summan yritysarvo yhteensä 27

Nettokassa. Q4'18 4,2

Osien summan osakekannan arvo 31

Osakemäärä 5,95

Osien summa per osake 5,3

IT-palveluyhtiöt verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/Liikevaihto 2019e	2020e
Digia	3,70	99	116	0,9	0,8
Gofore	8,12	114	106	1,6	1,4
Innofactor	0,63	24	42	0,7	0,6
Nixu	11,60	86	94	1,7	1,5
Siili Solutions	8,76	61	60	0,7	0,7
Solteq	1,49	29	55	0,9	0,9
Vincit	4,60			1,1	1,0
Keskiarvo				1,1	1,0
Mediaani				0,9	0,9

Arvostus 2/2

Osien summan yhteenveto

Efecten arvolle mielestämme parhaimman vertailukohdan antaa yhtiön eri liiketoimintaosien yhteenlaskettu arvo. Kävimme osien arvonmäärityksen läpi edellisessä kappaleessa ja vedämme tässä ne yhteen.

Arviomme Efecten SaaS-liiketoiminnan käyväksi yritysarvoksi tällä hetkellä noin 20 MEUR, mikä vastaa sille EV/S-kerrointa 2,8x. Palveluliiketoiminnan arvoksi arvioimme puolestaan noin 4,3 MEUR ja ei-strategisten liiketoimintojen kassavirtojen nykyarvoksi noin 3 MEUR. Yhteensä saamme siten Efecten osien summan yritysarvoksi noin 27 MEUR. Q4'18 4,2 MEUR:n nettokassalla laskettuna Efecten osakekannankäypä markkina-arvo on osien summan perusteella siten noin 31 MEUR, eli noin 5,3 euroa osakkeelta.

Pohjoismaisiin ohjelmistoyhtiöihin nojaava verokkipohjainen arvostus

Olemme valinneet Efecten kokonaisliikevaihdon kautta arvoa peilaavaan vertailuryhmään pääasiassa pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä, sillä ne heijastelevat hyvin eurooppalaisten ohjelmistoyhtiöiden kasvuodotuksia ja nämä yhtiöt ovat skaalaltaan ja osakkeen riskiprofiililtaan selvästi lähempänä Efecte, kuin kansainväliset SaaS-verrokkit. Suoraa verrokkia Efectelle on vaikea löytää, mutta olemme lisänneet vertailuryhmään kaksi saksalaista listayhtiötä, joiden nimet tulivat esiin toimialan kilpailijoita kuvaavassa kappaleessa (USU Software ja Serviceware).

EV/Liikevaihto-kertoimilla 1,7x-1,6x Efecte on arvostettu tänä ja ensi vuonna noin 50 % alle

vertailuryhmän mediaanin 3,4x-2,9x. Efecten saksalaisten toimialaverrokkien kertoimet 1,3x ja 1,9x ovat kuitenkin melko hyvin linjassa Efecten kertoimiin.

DCF-malli

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Efectelle on 36 MEUR ja oman pääoman arvo 40 MEUR, eli 6,7 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 19,5 % ja kasvun 2 %. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 51 % velattomasta arvosta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 12,7 %:iin, mikä heijastelee yhtiön pientä kokoluokkaa ja kasvustrategian onnistumiseen vielä liittyvää korkeahkoa riskiprofiilia. Tuottovaatimuksen taso on linjassa muiden pienten suomalaisten SaaS-verrokkien arvostuksessa käyttämiimme tasoihin (Admicom 11 %, Heeros 13 %, LeadDesk 12 %).

Arvostuksen yhteenveto

Eri arvonmääritysmenetelmillä laskettuna yhtiön arvohaarukka (EV) on 27-38 MEUR. Arvohaarukka on laaja ja heijastelee mielestämme kattavasti erilaisia skenaarioita yhtiön arvon kehitykselle.

Keskimäärin käyttämämme arvonmääritysmenetelmät indkoivat Efectelle 6,3 euron arvostus. Nojaamme tavoitehinnan (5,20 euroa) asetannassa lyhyellä aikavälillä kuitenkin konservatiivisten parametrien varaan rakentuvaan osien summaan, joka indikoi 5,3 euron arvostusta osakkeelle.

Efecten arvostuskertoimet

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,56	4,56	4,56
Osakemäärä, milj. kpl	5,95	6,17	6,17
Markkina-arvo	27	28	28
Yritysarvo (EV)	24	26	26
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	14,1	32,2	35,6
P/S	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	83,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritysmenetelmien yhteenveto

(MEUR)	Paino	EV
Osien summa	33 %	27
Nordic ohjelmistoyhtiöt	33 %	38
DCF	33 %	36
Yritysarvo, keskimäärin		33
Nettokassa Q4'18		4,2
Osakekannan käypä arvo		37
Osakkeen käypä arvo		6,3

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Admicom Oyj	51,2	249	240	34,2	26,6	34,2	26,6	15,0	11,4	0,4	0,3	0,4	0,4	17,6
Cxense ASA	16,0	35	32					1,9	1,7		0,2			
Basware	21,3	316	358		537,0	110,2	21,1	2,4	2,3	0,0	0,1	0,0	0,1	3,7
FormPipe Software AB	22,3	112	110	22,5	19,0	11,6	10,7	3,0	2,9		0,0	0,3	0,3	
Fortnox AB	164,6	914	889	57,6	44,5	48,6	38,5	18,3	14,8	0,4	0,2	0,4	0,4	35,0
Heeros Oyj	2,2	10	9			9,2	9,2	1,0	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	5,7
LeadDesk	10,3	47	44	44,1	22,0	22,0	14,7	3,4	2,9	0,2	0,2	0,2	0,2	7,5
Lime Technologies AB	117,4	148	156	33,0	25,1	20,5	16,5	5,8	4,9	0,2	0,2	0,3	0,3	25,3
Safeture AB	6,7	14	12			11,0		4,5	3,1	0,5	0,5	0,4		12,6
Talenom Oyj	33,9	237	257	21,4	17,2	13,2	10,7	4,3	3,6	0,2	0,2	0,3	0,3	9,7
Vitec Software Group AB (publ)	142,5	385	423	26,7	24,9	13,6	13,5	3,9	3,8	0,1	0,0	0,3	0,3	5,7
<i>Sinch AB</i>	<i>149,00</i>	<i>763</i>	<i>802</i>	<i>25,8</i>	<i>23,0</i>	<i>17,4</i>	<i>15,0</i>	<i>1,8</i>	<i>1,6</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>4,3</i>
Serviceware SE	13,48	141	92	20,7	12,5	11,7	8,0	1,3	1,1		0,2	0,1	0,1	
USU Software AG	18,75	200	192	28,9	18,2	20,4	17,3	1,9	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1	
Infront ASA	20,80	91	70	7,3	4,2	6,0	3,5	0,9	0,6	1,7	0,5	0,2	0,2	2,6
F-Secure Oyj	2,94	466	487	60,9	31,5	18,4	15,5	2,2	2,0	0,2	0,1	0,1	0,1	6,5
Qt Group Oyj	14,05	334	329		38,7	109,7	29,9	6,0	4,8	0,2	0,3	0,1	0,2	16,9
Simcorp A/S	627,00	3401	3401	27,2	24,9	24,9	22,9	7,6	6,9	0,2	0,1	0,3	0,3	16,0
SSH Communications Security Oyj	1,39	54	44	44,0	44,0	17,6	14,7	2,6	2,3		0,1	0,1	0,2	34,8
Artificial Solutions International AB	18,60	43	63					10,6	7,5	0,4	0,4			2,8
IAR Systems Group AB	237,00	299	300	26,2	19,7	20,0	14,9	7,4	6,2	0,1	0,2	0,4	0,4	5,5
Efecte (Inderes)	4,56	27	24	neg.	neg.	neg.	neg.	1,7	1,6	neg.	neg.	-	-	14,1
Keskiarvo				32,0	54,9	28,4	16,8	5,1	4,1	0,3	0,2	0,2	0,2	12,4
Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt mediaani				27,2	24,9	18,4	15,0	3,4	2,9	0,2	0,2	0,2	0,2	8,6
Erotus-% vrt. mediaani								-49 %	-45 %					64 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,50	5,50	5,50	5,62	3,86	4,56	4,56	4,56	4,56
Osakemäärä, milj. kpl	4,57	4,57	4,57	5,60	5,81	5,95	6,17	6,17	6,17
Markkina-arvo	25	25	25	31	22	27	28	28	28
Yritysarvo (EV)	25	25	24	25	18	24	26	26	25
P/E (oik.)	neg.	neg.	96,6	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	20,0
P/E	neg.	neg.	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	20,0
P/Kassavirta	neg.	>100	35,1	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	19,3
P/B	26,1	38,6	32,8	5,6	6,6	14,1	32,2	35,6	12,8
P/S	4,6	3,6	3,0	3,0	1,8	1,9	1,7	1,5	1,2
EV/Liikevaihto	4,6	3,6	2,9	2,4	1,5	1,7	1,6	1,4	1,1
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	48,7	83,5	neg.	neg.	neg.	83,4	13,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	85,5	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	17,5
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

DCF-laskelma

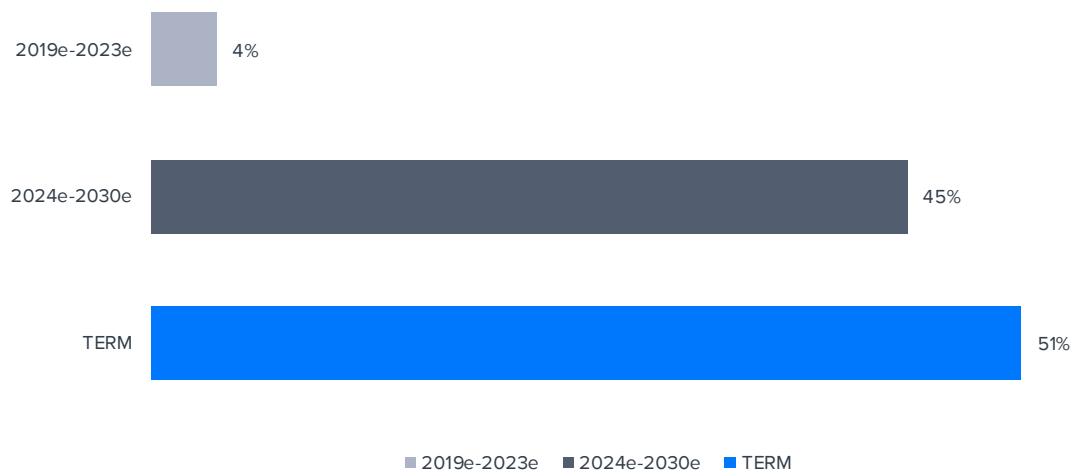
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Liikevoitto	-2,4	-1,6	-1,1	-0,1	1,4	2,9	4,5	6,0	7,7	8,4	9,1	9,6	9,8
+ Kokonaispoistot	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
- Maksetut verot	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,9	-1,5	-2,1	-2,3	-2,4	-2,4
- 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
+ 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
- Käyttöpääoman muutokset	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,5	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,1
Operatiivinen kassavirta	-1,6	-0,9	-0,6	0,4	1,9	3,7	4,6	5,6	6,6	6,6	7,4	7,8	7,9
+ 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
- Bruttoninvestoinnit	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,0	-1,3	-1,0	0,0	1,5	3,2	4,2	5,2	6,1	6,1	7,0	7,3	7,3
+/- Muut	0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vapaa kassavirta	-1,8	-1,2	-0,7	0,0	1,5	3,6	4,2	5,2	6,1	6,1	7,0	7,3	7,3
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,2	-0,6	0,0	1,0	2,2	2,2	2,5	2,6	2,3	2,3	2,1	1,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		35,8	36,9	37,5	37,5	36,5	34,4	32,1	29,7	27,1	24,8	22,5	20,3
Velaton arvo DCF		35,8											
- Korolliset velat		0,0											
+ Rahavarat		4,2											
-Vähemmistöosuus		0,0											
-Osinko/pääomapalautus		0,0											
Oman pääoman arvo DCF		40,0											
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,7											

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0
Liikearvo	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1
Aineettomat hyödykkeet	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	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	0,1	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	8,2	6,5	5,7	5,1	5,6
Vaihto-omaisuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,0	2,3	2,6	3,0	3,6
Likvidit varat	6,1	4,2	3,1	2,1	2,1
Taseen loppusumma	9,3	7,6	6,7	6,1	6,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	5,6	3,4	1,9	0,9	0,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-4,8	-7,2	-8,8	-9,9	-10,0
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	10,4	10,6	10,7	10,7	10,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	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	3,7	4,3	4,8	5,2	5,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	3,5	4,0	4,7	5,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,7	0,8	0,8	0,5	0,3
Taseen loppusumma	9,3	7,7	6,7	6,1	6,7

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	8,3	10,6	12,2	14,0	16,3	EPS (raportoitu)	0,03	-0,15	-0,42	-0,27	-0,17
Käyttökate	0,5	0,3	-2,0	-1,2	-0,6	EPS (oikaistu)	0,06	0,01	-0,37	-0,27	-0,17
Liikevoitto	0,1	-0,1	-2,4	-1,6	-1,1	Operat. kassavirta / osake	0,21	0,10	-0,28	-0,15	-0,09
Voitto ennen veroja	0,1	-0,8	-2,4	-1,6	-1,1	Vapaa kassavirta / osake	0,16	0,01	-0,31	-0,20	-0,11
Nettovoitto	0,1	-0,8	-2,4	-1,6	-1,1	Omapääoma / osake	0,17	1,00	0,59	0,33	0,14
Kertaluontoiset erät	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	3,6	9,3	7,6	6,7	6,1	Liikevaihdon kasvu-%	21 %	28 %	15 %	14 %	16 %
Oma pääoma	0,8	5,6	3,4	1,9	0,9	Käyttökateen kasvu-%	1661 %	-38 %	-754 %	-42 %	-50 %
Liikearvo	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-253 %	-85 %	-5300 %	-24 %	-35 %
Nettovelat	-1,1	-6,1	-4,2	-3,1	-2,1	EPS oik. kasvu-%	-241 %	-91 %	-731 %	-28 %	-37 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	5,9 %	2,9 %	-16,3 %	-8,3 %	-3,5 %
Käyttökate	0,5	0,3	-2,0	-1,2	-0,6	Oik. Liikevoitto-%	3,4 %	0,4 %	-17,4 %	-11,6 %	-6,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	0,3	0,4	0,2	0,0	Liikevoitto-%	1,6 %	-1,0 %	-19,5 %	-11,6 %	-6,5 %
Operatiivinen kassavirta	1,0	0,6	-1,6	-0,9	-0,6	ROE-%	16,2 %	-26,4 %	-53,6 %	-59,4 %	-75,2 %
Investoinnit	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	ROI-%	13,7 %	-3,4 %	-52,7 %	-60,4 %	-75,2 %
Vapaa kassavirta	0,7	0,1	-1,8	-1,2	-0,7	Omavaraisuusaste	33,1 %	71,0 %	59,1 %	43,8 %	25,8 %
						Nettovelkaantumisaste	-141,8 %	-108,6 %	-123,1 %	-159,9 %	-237,5 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
First Fellow Oy	17,4 %	EV/Liikevaihto	2,9	2,4	1,5	1,7	1,6
Oy Fincorp Ab	11,8 %	EV/EBITDA (oik.)	48,7	83,5	neg.	neg.	neg.
Stadigh Kari	5,8 %	EV/EBIT (oik.)	85,5	>100	neg.	neg.	neg.
Innovestor Kasvurahastot	5,1 %	P/E (oik.)	96,6	>100	neg.	neg.	neg.
Ilmarinen	5,0 %	P/B	32,8	5,6	6,6	14,1	32,2
Montonen Markku	4,5 %	Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Optio-ohjelmat

Optio-ohjelma	Osakkeen merkintähinta, euroa per osake	Optio-oikeuksien valtuutettu määrä maksimissaan, kpl	Optio-oikeuksia annettu, kpl	Optio-oikeuksia vestautunut, kpl	Uusien osakkeiden maksimimäärä annettujen optioiden perusteella, kpl	Tehdyt merkinnät, kpl	Käyttämättömiä vestautuneita osakkeiden merkintäoikeuksia, kpl	Merkintäaika alkamispäivä	Merkintäaika päättymispäivä
2011	0,58	130000	130000	130000	390000	338895	51105	15.2.2011	31.12.2020
2015	1,61	135000	93000	135000	277500	114500	163000	30.4.2017	31.12.2020
josta,									
A-optio-oikeudet	1,50	45000	25500	25500	76500			30.4.2017	31.12.2020
B-optio-oikeudet	1,67	45000	25500	25500	76500			30.4.2018	31.12.2020
C-optio-oikeudet	1,67	30000	26500	26500	79500			30.4.2019	31.12.2020
D-optio-oikeudet	3,34	15000	15000	0	45000			30.4.2020	31.12.2020
2018									
A-optio-oikeudet	5,75	170000	170000	170000	170000	0	170000	2.5.2021	31.5.2022
B-optio-oikeudet	4,61	140000	85400	85400	140000	0	85400	2.5.2022	31.5.2023
C-optio-oikeudet	määräytyy Q1/2020	140000	0	0	0	0	0	2.5.2023	31.5.2024
Yhteensä		265000	223000	265000	977500	453395	469505		

Optio-ohjelma 2011

Optio-ohjelmaan 2011 kuuluu 130 000 kappaletta optio-oikeuksia, jotka oikeuttavat haltijansa merkitsemään enintään 390 000 uutta osaketta. Kukin optio-oikeus oikeuttaa merkitsemään kolme uutta osaketta. Optio-oikeuksilla merkittävien osakkeiden merkintäaika päättyy 31.12.2020. Osakkeen merkintähinta on 0,58 euroa. Optio-oikeuksien perusteella on 30.6.2019 mennessä merkitty 338 895 osaketta. Käyttämättömiä optio-oikeuksia on 17 035 kappaletta, joilla voidaan merkitä 51 105 osaketta.

Optio-ohjelma 2015

Optio-ohjelmaan kuuluu 135 000 kappaletta optio-oikeuksia, jotka oikeuttavat haltijansa merkitsemään enintään 405 000 osaketta. Optio-oikeudet jakautuvat neljään sarjaan: A-optio-oikeudet: 45 000 optio-oikeutta (joista 25 500 on jaettu), B-optio-oikeudet: 45 000 optio-oikeutta (joista 25 500 on jaettu), C-optio-oikeudet: 30 000 optio-oikeutta (joista 26 500 on jaettu), ja D-optio-oikeudet: 15 000 optio-oikeutta (joista kaikki on jaettu). Kukin optio-oikeus oikeuttaa merkitsemään kolme osaketta. Optio-oikeuksilla merkittävien osakkeiden merkintäaika on 30.4.2017-31.12.2020. Oikeus merkitä osakkeita alkaa seuraavan aikataulun mukaisesti: A-optio-oikeudet vestautuivat 30.4.2017, B-optio-oikeudet 30.4.2018 ja C-optio-oikeudet 30.4.2019. D-optio-oikeudet vestautuvat 30.4.2020 hallituksen asettamien vestautumisehtojen täytyessä. Osakkeen merkintähinnat ovat seuraavat: A-optio-oikeudet: 1,50 euroa/osake, B-optio-oikeudet: 1,6666667 euroa/osake, C-optio-oikeudet: 1,6666667 euroa/osake, ja D-optio-oikeudet: 3,34 euroa/osake. Optio-oikeuksien perusteella on 30.6.2019 mennessä merkitty 109 500 osaketta.

Optio-ohjelma 2018

Optio-ohjelmaan kuuluu 450 000 kappaletta optio-oikeuksia. Kukin optio-oikeus oikeuttaa merkitsemään yhden osakkeen. Optio-oikeudet jakautuvat kolmeen sarjaan: A optio-oikeudet: 170 000 kpl, joiden merkintähinta on 5,75 eur/osake ja merkintäaika 2.5.2021-31.5.2022; B optio-oikeudet: 140 000 kpl, joiden merkintähinta on 5 päivän keskihinta Q1/2019 tulosjulkistuksen jälkeen ja merkintäaika 2.5.2022-31.5.2023; sekä C optio-oikeudet: 140 000 kpl, joiden merkintähinta on 5 päivän keskihinta Q1/2020 tulosjulkistuksen jälkeen ja merkintäaika 2.5.2023-31.5.2024. A-sarjan optio-oikeudet on jaettu vuonna 2018, B-sarjan jaetaan vuonna 2019 ja C-sarjan vuonna 2020. 2018 optio-ohjelmaan liittyy hallituksen määrittelemä osakkeiden omistusvelvoite optionhaltijoille.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.12.2017	Osta	7,00 €	5,17 €
12.3.2018	Osta	7,00 €	5,34 €
3.5.2018	Osta	7,00 €	5,80 €
15.8.2018	Lisää	6,80 €	6,40 €
9.10.2018	Lisää	6,20 €	6,62 €
8.11.2018	Lisää	5,60 €	4,95 €
11.3.2019	Lisää	5,40 €	4,70 €
9.5.2019	Lisää	5,40 €	5,00 €
23.8.2019	Lisää	5,20 €	4,90 €
3.10.2019	Lisää	5,20 €	4,65 €

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**