

# Efecte

Laaja raportti

12/2020

# Kasvutiketin lunastus etenee

Toistamme lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehintamme 11,0 euroon (aik. 9,2 euroa). Efecte on onnistuneen SaaS-transformaationsa ansiosta asemoitunut hyvin eurooppalaiseksi vaihtoehdoksi globaaleille jäteille yrityspalvelujen ohjelmistomarkkinassa, joka on murroksessa kohti pilvipohjaisia ratkaisuja. Efecten kasvutarinassa on ollut kolhuja vuoden 2017 listautumisen jälkeen, mutta uuden johdon alaisuudessa viimeisenä kahtena vuotena yhtiö on luonut perustaa kannattavalle kasvulle ja löytänyt tasaisen vaihteen pitkän aikavälin kasvuun. Skaalautuvaan kasvuun perustuva liiketoimintamalli, kohdemarkkinoiden murros ja nykyjohdon vahvat näytöt tekevät Efecten sijoitusprofiilista houkuttelevan.

## Efecte on yrityspalveluita digitalisoiva ja automatisoiva SaaS-mallilla toimiva ohjelmistoyhtiö

Organisaatiot käyttävät Efecten ohjelmistoa IT-, HR- ja lakiyksiköissä digitalisoimaan ja automatisoimaan niiden tuottamia palveluita. Pääasiassa suurten ja keskiuurten yritysten käyttöön tarkoitettu ohjelmisto auttaa asiakkaita parantamaan organisaation tukipalveluita ja säästämään kuluja automatisoimalla komplekseja prosesseja. Yhtiöllä on vahva markkina-asema sen kohdesegmentissä Suomessa. Kansainvälistyminen on vielä alkuvaiheessa, mutta hyvällä kehitysuralla. Kansainvälisen liiketoiminnan osuus on noin 19 % (2019) koko liikevaihdosta ja vahvassa kasvussa. Efecte toteutti 2010-luvun aikana myös onnistuneen transformaation SaaS-liiketoimintamalliin.

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

Efecten kohdemarkkina on yhtiön kokoon nähden suuri ja pilvimurroksen myötä voimakkaassa kasvussa (19 % vuosittain). Matala pilvipohjaisten palveluiden penetraatio Keski-Euroopassa tarjoaa Efectelle pitkälle jatkuvan polun kasvaa. SaaS-transformaationsa jo tehneen Efecten asema on keskiuurten asiakkaiden segmentissä vahva, sillä sen eurooppalaiset kilpailijat ovat sitä pääsääntöisesti transformaatioissa jäljessä. Efecte asemoi itsensä eurooppalaiseksi vaihtoehdoksi globaalien jättien rinnalle.

## Efecte on nykyjohdon alaisuudessa tehnyt tasaisen varmaa jälkeä skaalautuvassa SaaS-kasvussa

Efecten kasvutarina lähti väärille raiteille vuoden 2017 listautumisen jälkeen, kun kasvuun tehdyt merkittävät panostukset eivät tuoneet tavoiteltuja tuloksia. Vuoden 2018 lopulla aloittaneen uuden johdon alaisuudessa yhtiössä on luotu perustaa pitkän aikavälin kannattavalle kasvulle ja tulokset alkavat vähitellen näkyä. SaaS-kasvu on jatkunut yli 20 %:n tavoitetasolla koko pörssihistorian 11 kokonaista neljänneistä, joista viimeisenä seitsemänä suhteellinen liikevoitto on tavoitellusti parantunut. Ennustamme 20-25 %:n SaaS-kasvu ja 6-18 %:n kokonaisliikevaihdon kasvua vuosille 2020-2023. Näemme Efectellä potentiaalia yli 20 % liikevoittotasoon pitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä odotamme kuitenkin kannattavuuden nousevan hitaammin Efecten priorisoidessa investointeja kansainväliseen kasvuun. Alustavat merkit näiden investointien tuottopotentialista ovat lupaavia (H1'20 kansainvälinen kasvu +65 %).

## Arvostus on kiristynyt lyhyellä tähtäimellä, mutta houkutteleva lähivuosien odotustemme valossa

Efecte on lunastanut viime vuosien suorituksellaan uudestaan markkinan luottamusta sen skaalautuvaan kasvuun, mikä tukee osakkeen arvostusta. Kannattavuus on Efecten kehitysvaiheesta johtuen vielä matala ja arvostuksessa tukeudutaan liikevaihtokertoimiin. Efecten EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 4,0x ja 3,7x vuosille 2020-2021. Arvostus on lyhyellä tähtäimellä kiristynyt, mutta muutaman vuoden eteenpäin katsoessa selvästi houkuttelevampi huomioiden nouseva kasvu ja kannattavuuden yhdistelmä (2020e: 2 %, 2023e: 27 %).

## Analytiikot

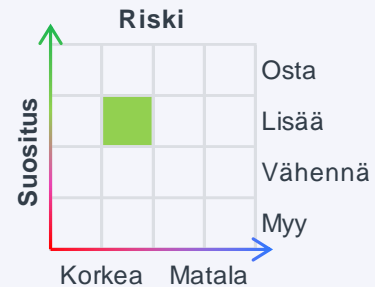


**Antti Luuro**  
+358 50 571 4893  
antti.luuro@inderes.fi



**Mikael Rautanen**  
+358 50 346 0321  
mikael.rautanen@inderes.fi

## Suositus



**Lisää**  
(aik. Lisää)  
**11,00 EUR**  
(aik. 9,20 EUR)  
**Osakekurssi:**  
10,00

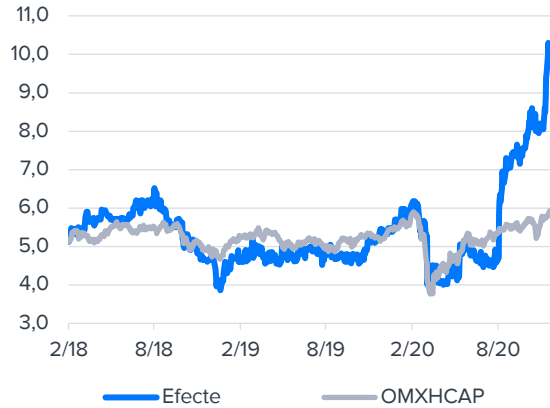
## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	13,8	14,6	16,2	19,1
<b>kasvu-%</b>	13 %	6 %	11 %	18 %
<b>SaaS-liikevaihto</b>	7,1	8,8	10,8	13,3
<b>kasvu-%</b>	23 %	24 %	23 %	23 %
<b>EBIT oik.</b>	-1,4	-0,5	0,1	1,4
<b>EBIT-% oik.</b>	-10,0 %	-3,6 %	0,5 %	7,2 %
<b>Nettotulos</b>	-1,4	-0,6	0,1	1,4
<b>EPS (oik.)</b>	-0,23	-0,09	0,01	0,22

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	>100	46,1
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	neg.	>100	43,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,1	4,0	3,7	3,1

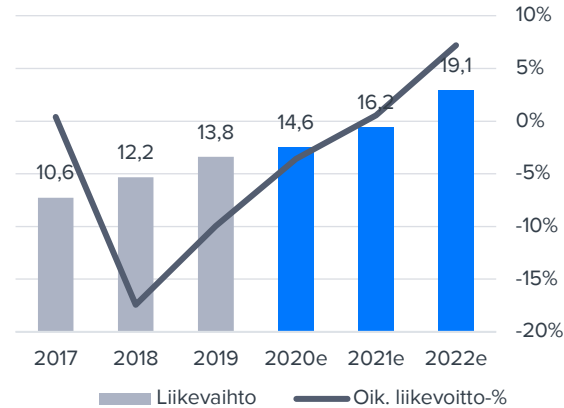
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



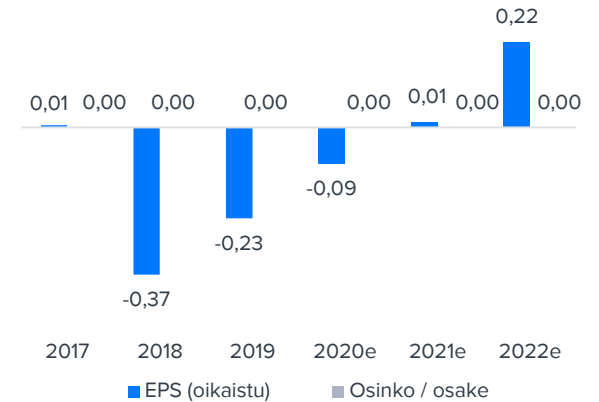
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

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

## Riskitekijät

- Kasvupanostusten ja kansainvälisen laajentumisen epäonnistuminen
- Kilpailukentän ja -aseman muutokset
- Teknologian muutokset ja tietoturvariskit
- Kasvustrategia painaa kassavirran vielä negatiiviseksi, ja vaatii tuloskäänteen onnistumista

## Arvostus

- Kasvuinvestointien eteneminen ja tehokkuus ohjaa lyhyen aikavälin arvon kehitystä
- Arvostus on herkkä muutoksille kasvuodotuksissa ja sektorin arvostustasolle  
Lyhyellä tähtämellä arvostus on kiristynyt, mutta muutaman vuoden eteenpäin katsoessa selvästi houkuttelevampi

MCAP  
**62**  
MEUR

EV  
**59**  
MEUR

EV/S  
**4,0**  
2020e

EV/S  
**3,7**  
2021e

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Strategia	<b>11-13</b>
Markkinat ja kilpailukenttä	<b>14-16</b>
Taloudellinen tilanne	<b>17-18</b>
Ennusteet	<b>19-21</b>
Sijoitusprofiili	<b>22-24</b>
Arvonmääritys	<b>25-26</b>
Taulukot	<b>27-33</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>34</b>

# Efecte lyhyesti

Efecte tarjoaa yrityksille pilvipohjaisia (SaaS) ohjelmistoja yrityspalveluiden hallintaan. Ohjelmisto digitalisoi yrityksen palveluprosesseja, auttaa pyyntöjen priorisoinnissa ja mahdollistaa automaation pyyntöjen ratkaisussa. Efecte toimii pääasiassa Suomessa, Pohjoismaissa ja Saksassa.

**1998**

Perustamisvuosi

**2017**

Listautuminen

**14,6 MEUR (+6% vs. 2019)**

Liikevaihto 2020e

**65 %**

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta, viim. 12kk 9/2020

**17 % 2013-2020e**

Keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosittain

**-0,1 MEUR (-1 % lv:sta)**

Käyttökate, 2020e

**9,2 MEUR**

Annualisoitu SaaS-liikevaihto (ARR) 9/2020

**112 %**

SaaS MRR nettoasiakaspito, viim. 12kk 6/2020

Lähde: Inderes, Efecte

## 2012-2014

- Liiketoimintamallin uudistaminen kertalisenssi-mallista jatkuvina palveluina tarjottavaan SaaS-malliin alkaa
- Oman myynti- ja palvelu-organisaation rakentaminen
- Teknologiaa täydentävä yritysosto laajentaa ohjelmistoratkaisua identiteetin-hallintaan

## 2015-2017

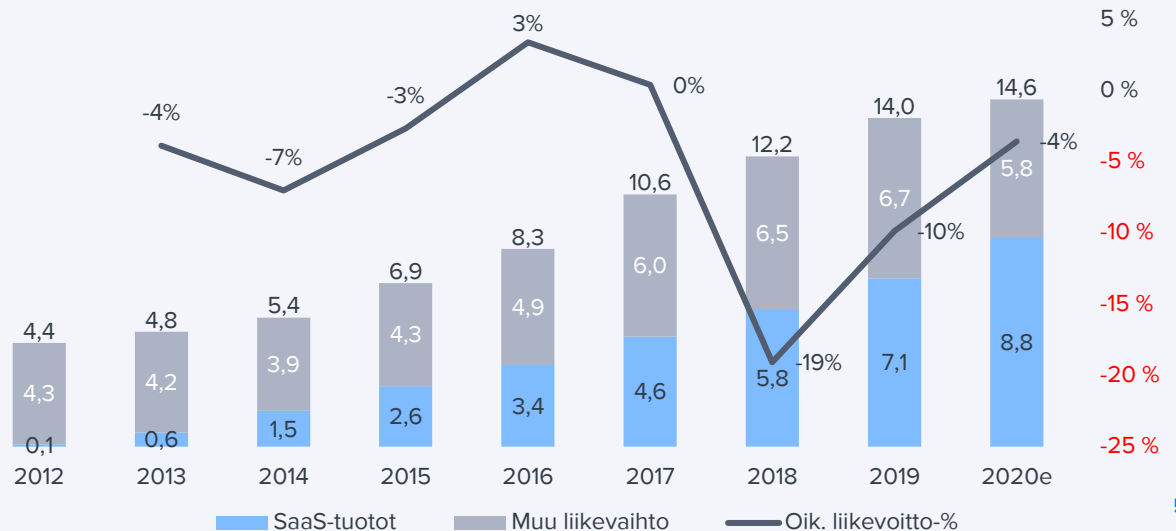
- Ylläpitoasiakkuuksien konvertointi SaaS-asiakkuuksiin, vahva uusmyynti ja asiakkuuksien laajentuminen kasvattaa voimakkaasti SaaS-liikevaihtoa erityisesti Suomessa
- Kansainvälisen liiketoiminnan kasvupanostuksia ja tuki- ja palveluorganisaatiota kasvatetaan jakson lopulla voimakkaasti
- Listautuminen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

## 2018

- Voimakkaita panostuksia Saksan liiketoiminnan laajentamiseksi
- Kasvupanostukset painavat kannattavuuden selvästi negatiiviseksi, kansainvälinen myynti ei vedä odotetusti
- Haasteita korkean henkilöstön vaihtuvuuden ja pilviympäristön toimintavarmuuden kanssa
- Toimitusjohtajan vaihtuminen vuoden 2018 lopulla
- Strategiaa täsmennetään vahvemmin SaaS-tuottoja painottavaksi

## 2019-2020

- Panostuksia kansainvälisempään kulttuuriin ("One Efecte"), henkilöstön tyytyväisyyteen ja pilvi-infrastruktuuriin
- Muutoksia johtoryhmän kokoonpanoon
- Panostukset kasvun skaalautuvuuden parantamiseen kumppaniohjelman ja digitaalisen myynnin & markkinoinnin kautta aloitetaan



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Efecte digitalisoi ja automatisoi yrityspalveluja SaaS-ohjelmistolla

Yritysten työntekijät tarvitsevat aina välillä tukea työnsä tekemiseen. Kun esimerkiksi työntekijän läppäri ei käynnisty aamulla tai uudelle työntekijälle tarvitaan työvälineet, kulkuluvat ja käyttäjätunnukset, pyydetään tähän yleensä apua. Isommissa yrityksissä näitä pyyntöjä tulee paljon, jolloin niiden ratkaisu vie paljon aikaa ja työn koordinoinnista tulee hankalaa. Efecten ohjelmisto siirtää nämä avunpyynnöt toimiston käytäviltä, Excel-taulukoista ja sähköposteista digitaaliseksi, auttaa automatisoimaan niiden käsittelyä ja ratkaisua, ja tarjoaa työkaluja pyyntöjen priorisointiin ja ohjaamiseen. Efecteä voi käyttää monipuolisesti muun muassa IT- (ITSM), henkilö- ja lakiosastoilla erilaisten yrityspalveluiden hallintaan (ESM), sekä pääsyoikeuksien hallintaan (IAM). Efecte tarjoaa pilvipohjaisten ohjelmistojensa lisäksi niiden käyttöönottoa, integrointia ja kehitystä tukevia palveluita. Ratkaisun avulla asiakas pystyy parantamaan palvelukokemusta sekä säästämään kustannuksia automaation ansiosta.

Efecte perustettiin Suomessa vuonna 1998 ja se listautui First North -markkinapaikalle vuonna 2017 tavoitteenaan etenkin Saksan markkinoille suuntautuvan kasvu- ja kansainvälistymisstrategian toteuttaminen. Efecte on erikoistunut palvelemaan erityisesti keskisuuria eurooppalaisia yhtiöitä ja julkishallinnon toimijoita, sekä paikallisesti ja alueellisesti toimivia ulkoistuspalveluiden tarjoajia. Efecte on omalla erikoistumisalueellaan yksi alan johtavista ohjelmistotoimittajista Suomessa.

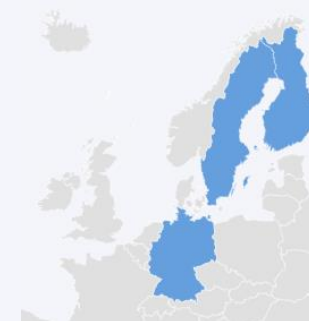
## Liiketoiminnan ydin rakentuu SaaS-tuotoista ja niitä tukevista palveluista

Efecten vuonna 2013 alkanut siirtymävaihe pilvipohjaiseen ja jatkuvalaskutteiseen SaaS-liiketoimintamalliin on käytännössä toteutettu. Yhtiön liikevaihdosta 93 % syntyy vuonna 2020e SaaS-tuotoista ja niihin liitännäisistä palveluista, ja väistyvien kertalisenssimalliin pohjautuvien tuottojen liikevaihto on laskenut 7 %:iin. Efecten SaaS-liiketoimintamalli on perusteiltaan hyvin skaalautuva, mutta mallin kannattavuus tulee läpi vasta riittävällä liikevaihdolla.

Efecten tulovirrat jakautuvat kolmeen osaan: 1) SaaS, 2) Palvelut, 3) Tuki ja ylläpito. Näistä strategian ydinliiketoimintoihin kuuluva SaaS on vahvassa kasvussa ja sitä tukevat palvelut matalassa kasvussa. Vanhan liiketoimintamallin Tuki- ja ylläpituotot hiipuvat vanhoilla sopimusmalleilla ohjelmistoa käyttävien asiakkaiden siirtyessä SaaS-malliin. Jatkuvien tuottojen (SaaS- sekä Tuki- ja ylläpito) osuus Efecten liikevaihdosta on noin 65 %.

Efecten liikevaihto on ennusteellamme vuonna 2020e 14,6 MEUR (kasvu +6 % v/v). Tästä SaaS-tuotot muodostavat 8,8 MEUR:n liikevaihdon (+24 % v/v) tai 60 % kokonaisliikevaihdosta (2019: 51 %). Palveluiden liikevaihto on vuonna 2020e puolestaan 4,8 MEUR (-8 % v/v) tai 33 % liikevaihdosta (2019: 38 %). Tuki- ja ylläpituotot ovat lähes väistyneet ollen 0,9 MEUR tai 7 % liikevaihdosta (2019 9 %).

Efecten liikevoitto on yhtiön kasvun vaiheesta johtuen -0,5 MEUR tappiolla vuonna 2020e (-3,7 % liikevaihdosta), mutta selvästi parantuvalla trendillä (2019: -10,0 %).



## Toimintamaat (henkilöstömäärä, Q3/20)

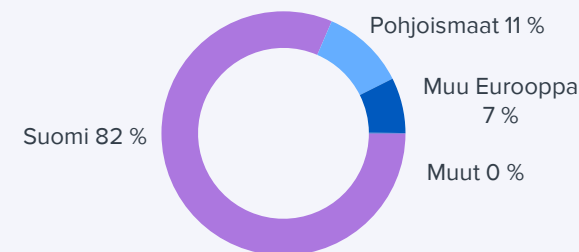
Yhteensä 102:

- Suomi (85)
- Ruotsi (6)
- Saksa (11)

## Liikevaihto tuotoittain, 2020e



## Liikevaihto maantieteellisesti, 2019



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

## Kumppanit



Ekosysteemi  
-partnereita  
(integraatiot,  
lisäarvotuotteet)

## Toiminnot

Tuotteet ja tuotekehitys  
(17 % \*)



Palvelut & koulutus  
(38 % \*)



Pilvioperointi & tuki  
(16 % \*)



Myynti  
(19 % \*)



Hallinto  
(10 % \*)

\* Osuus henkilöstöstä 6/2020

## Liiketoimintaidea

# efecte

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

- Pilvipohjainen ohjelmisto (SaaS)
- Nopea käyttöönotto ja matalat kokonais-kustannukset
- Tuote kattava ja helppo muokata, integroida ja käyttää
- Asiakaslähtöinen toimintamalli

## Myyntikanavat



Oma myynti Suomi, Saksa (DACH) ja Skandinavia



Jälleenmyyjät ja kumppanit, jotka myös toimittavat ratkaisuja

## Kilpailu

### ITSM/ESM

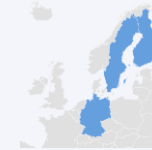


### IAM



## Asiakassegmentit

3 päämarkkinaa



Suomi  
Pohjoismaat  
DACH

Yli 300  
asiakasta



Keskisuuret yritykset



Julkishallinto



Ulkoistettujen  
yrityspalveluiden tarjoajat

## Ratkaisut

### ITSM & ESM

IT- ja yrityspalveluiden hallinta

### IAM

Identiteetin- ja pääsynhallinta

Käyttöönotto- ja  
integraatiopalvelut

Koulutuspalvelut

## Kustannusrakenne



Henkilöstökulut  
(64 % kustannuksista)



Materiaalit ja palvelut  
(8 %)



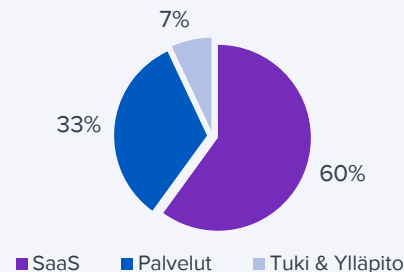
Liiketoiminnan muut kulut  
(25 %)

Poistot  
(3 %)

Lähde: Inderes, Efecte

## Tulovirrat

Liikevaihto 14,6 m€  
EBIT -0,5 m€ (2020e)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

## Efecten päätuotteena ovat palvelunhallinnan ja identiteetin hallinnan ohjelmistot

Efecten päätuote on IT-palveluiden, yrityspalveluiden ja identiteetin hallintaan suunnattu pilvipohjainen ohjelmistoalusta **Efecte Platform**. Alusta koostuu kahdesta itsenäisestä ohjelmistoratkaisusta:

- **Palvelunhallinta (ITSM/ESM)**. Tämä kattaa IT-palvelunhallintaan (ITSM) suunnatun **Efecte ITSM -ohjelmistoratkaisun**, jolla voidaan mm. hallita IT-palveluita, luoda havaituista ongelmista tikettejä, seurata palvelutasoja (SLA), automatisoida prosesseja, hallita IT-omaisuutta ja tarjota helpdesk- ja itsepalveluita. Toinen puoli palvelunhallintaa on **Efecte ESM**, jolla voidaan hallita, ohjata ja kehittää mm. HR-, talous-, laki- ja kiinteistöpalveluita. Ratkaisu sisältää myös käyttöoikeuspyyntöjen hallinnan mahdollistavan **Efecte IGA:n**.
- **Identiteetin- ja pääsynhallinta (IAM)**. **Efecte IAM** -ratkaisun avulla voidaan muun muassa autentikoida käyttäjät, hallita pääsyoikeuksia ja henkilötietojen hyväksymistä palveluittain, ja automatisoida tietoturvahäiriötyönkulkua.

Lisäksi Efecte tarjoaa palveluita, joita ovat

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

## Efecten asiakkaita ovat erityisesti keski- ja suuret yritykset, julkiset toimijat ja palveluntarjoajat

Efecten tarjonta erottuu kilpailijoista erityisesti alustan joustavuudella, hinnoittelulla sekä asiakaslähtöisellä ja joustavalla toimintatavalla. Kilpailuedut purevat parhaiten keski- ja suuren yritysten, julkisten toimijoiden tai ulkoistettujen yrityspalveluiden tarjoajien tarpeisiin. Efecten tarjonta sopii parhaiten Euroopan alueella ja paikallisesti toimiville organisaatioille.

Asiakasorganisaatioiden sisällä Efecten asiakkaana on tyypillisesti tietohallinto, mutta liiketoiminnan tukiorganisaatioiden (HR, laki) ja liiketoimintojen rooli asiakkaina on kasvamassa. Efectellä on asiakkaana yli 300 organisaatiota Suomessa ja ulkomailla. Yhtiön julkistettuja asiakkaita Suomessa ovat mm. Musti Group, Valmet Automotive, Tikkurila ja Mehiläinen sekä ulkomailla mm. Hotelplan Group, Bechtel Hamburg ja Ruotsin kirkko. Efecten ratkaisu on joustava ja sopii asiakkaiden tarpeisiin toimialasta riippumatta. Asiakaskunta ei siten ole sidoksissa mihinkään tiettyyn toimialaan ja on hajaantunut laajasti eri toimialojen kesken. Selkeä asiakastoimiala on kuitenkin yrityspalveluiden ulkoistusta tarjoavat yhtiöt, joille Efecten ratkaisu on liiketoimintakriittisessä roolissa.

Kymmenen suurinta asiakasta on vastannut noin 30 % Efecten liikevaihdosta aiempina vuosina eikä yhdenkään suuren asiakkaan osuus ole ylittänyt viime vuosina 10 %. Julkisen puolen asiakkaat tuovat arviomme mukaan noin kolmanneksen liikevaihdosta ja ulkoistuspalveluiden tarjoajat alle viidenneksen.

## Tuotteen käyttöesimerkki\*



VALMET AUTOMOTIVE

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



**Uusi työntekijä rekrytoidaan** ja hänen esimies lisää tiedon HR-järjestelmään

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

**Efecten integraatioiden kautta:**

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

effecte



Selkeä prosessi  
volyymin  
hallintaan



Automaatio  
säästää aikaa ja  
rahaa



Turvallisuus  
paranee  
analytiikalla

\*Esimerkki on yksinkertaistettu ja havainnollistava ja voi poiketa tarkasta prosessista

Lähde: Efecte, Valmet Automotive



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

## Oma myyntikanava on edelleen tärkein, mutta kumppanien rooli kasvaa jatkossa

Efecte myy ratkaisujaan pääosin oman myyntikanavan kautta, jossa yhtiöllä on yhteensä noin 20 myyntihenkilöä Suomessa, Saksassa ja Ruotsissa. Vuoden 2020 aikana Efecte on panostanut digitaaliseen myyntiin ja markkinointiin, minkä on tarkoitus parantaa oman myynnin skaalautuvuutta.

Efecte on lisäksi rakentanut kumppanuuksia, joissa IT-palvelutalot ja -konsultit tarjoavat Efecten ratkaisuja osana omia palveluitaan. Esimerkkejä näistä ovat saksalainen Bechtle Hamburg tai suomalainen Elmo ICT. Efecte on lisännyt panostuksia kumppanimyynnin kehittämiseksi vuoden 2020 aikana ja kumppanien kautta tapahtuvan myynnin odotetaan nousevan näkyvästi keskipitkällä aikavälillä.

Efecten ratkaisun uusmyynnin myyntisyklit ovat tyypillisesti neljästä kuukaudesta yli vuoteen eli verrattain pitkiä. Asiakkaiden tarpeiden kartoitus vaatii tyypillisesti 4-6 tapaamista ja aiemman sukupolven ratkaisun korvaamista, mikä selittää pitkää myyntisykliä. Tyypillisesti asiakas ottaa käyttöönsä Efecten ensin yhdellä osa-alueella (usein ITSM) ja myöhemmin laajentaa Efecten käyttöä muille osa-alueille (esim. HR). Siten asiakkuuksien liikevaihdot kasvavat yli ajan. Joidenkin asiakkaiden kanssa Efectellä on myös pitkäaikainen palveluliiketoimintasuhde, jossa Efecten konsultit jatkokehittävät asiakkaan Efecte-ympäristöä.

Tyypillisesti Efecten uuden asiakkuuden ensimmäisen sopimuskauden kesto on 3 vuotta ja

arvo noin 100-150 TEUR, josta noin 0-30 % on palveluita ja 70-100 % SaaS-tuottoja riippuen toteuttaako palvelun Efecte vai kumppani. SaaS-maksun suuruus määräytyy ITSM- ja ESM-ratkaisuissa prosesseja hallitsevien ammattikäyttäjien määrän perusteella ja IAM-ratkaisuissa loppukäyttäjien tunnusten määrän perusteella. Tyypillisesti asiakkuuksissa ammattikäyttäjien määrä on muutamista kymmenistä jopa moneen sataan. Käyttäjien määrä on melko staattinen yli ajan, joten kasvu asiakkuuksien sisällä syntyy usein pääasiassa käytön laajentumisesta muihin Efecten ratkaisuihin. Arvioimme tyypillisen asiakkaan tuovan noin 30 TEUR vuosittaista SaaS-liikevaihtoa.

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).

## Efectellä on historiansa kautta vahva sisäinen tuoteosaaminen

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 tyhjästä, sillä Efectellä oli edellisen kertalicenssipohjaisen ohjelmistosukupolven myötä vahvaa teknologista

osaamista ja asiakasymmärrystä erityisesti ITSM-ohjelmistoratkaisuista.

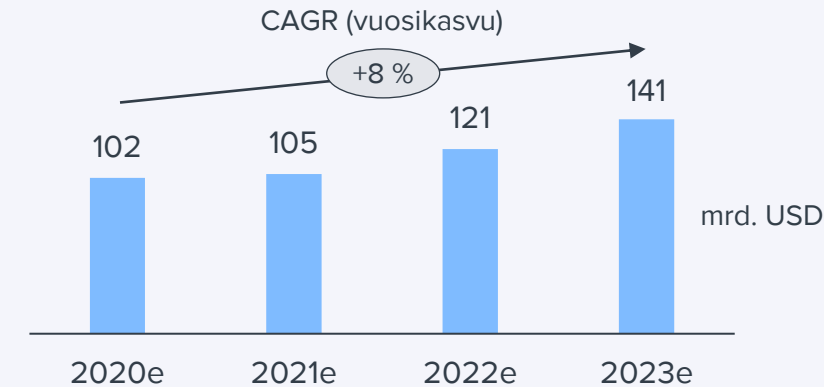
Efecten tuotekehityspanostukset ovat olleet noin 15-18 % liikevaihdosta viimeisten vuosien ajan. T&K-panostukset ovat laskeneet viime vuosina lievästi suhteessa liikevaihtoon, kun SaaS-tuote on saavuttanut kypsemmän vaiheen. Efecten on nähdäksemme kuitenkin lisättävä T&K-panostuksia keskipitkällä aikavälillä tuotteen kilpailukyvyyn säilyttämiseksi. 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. Tuotekehitysmenojen aktivointi on pidetty viime vuosina T&K-aktivointipoljojen tasolla (20 % T&K-kuluista) ja ne ovat arvioimme mukaan olleet vuositasolla noin 0,3-0,4 MEUR. Tämä vastaa noin 2-3 % liikevaihdosta. Efecte hyödyntää ratkaisunsa laajentamisessa myös teknologiakumppaneita, jolloin ratkaisun laajentaminen ei riipu ainoastaan yhtiön omista tuotekehityksresursseista.

Yhtiöllä ei ole tuotteisiinsa tai teknologioihin liittyviä patenteja, 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.

# Efecte on tehnyt muutoksen skaalautuvaan SaaS-malliin 2010-luvulla

Kansainvälisen SaaS-ohjelmistojen markkinan odotetaan kasvavan selvästi lähivuosina



Lähde: Gartner

SaaS-mallin erot perinteiseen (On-Premise<sup>1</sup>) ohjelmiston toimitusmalliin

	SaaS	Perinteinen
Tuottojen luonne	Takapainotteinen, jatkuva, ennustettava	Etupainotteinen, kertaluonteinen, vaihteleva
Ohjelmiston toimitus	Verkon yli (pilvipalveluna)	Paikallisesti <sup>1</sup> asennettu
Hallittavat ohjelmistoversiot	Sama versio kaikilla asiakkailla	Useita versioita asiakkailla

<sup>1</sup> On-Premise viittaa perinteisen ohjelmistoliiketoiminnan malliin, jossa ohjelmisto asennetaan asiakkaan omaan IT-ympäristöön

Lähde: Inderes, Gartner

SaaS-mallilla on selviä etuja kaikille osapuolille

## Sijoittaja

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

### ➤ Korkeammat arvostustasot

## Ohjelmistotoimittaja

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

### ➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

## Asiakas

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

### ➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)

# Strategia 1/2

## Efecten kasvustrategia nojaa ohjelmistoalan SaaS-murrokseen ja kansainvälistymiseen

Efecten strategian ytimessä on palvelunhallinnan ohjelmistomarkkinan SaaS-murroksen tarjoamien merkittävien kasvumahdollisuuksien hyödyntäminen. Efecte kuvaa neljää strategian kulmakiveään seuraavasti:

1. Autamme palveluorganisaatioita digitalisoimaan ja automatisoimaan heidän työtään
2. Laajennumme Euroopassa, eurooppalaisena vaihtoehtona globaaleille pelureille
3. Erottaudumme toimintamme ja ratkaisumme ketteryydellä, tarjoamalla paremman kokemuksen ja edullisemmat kokonaiskustannukset
4. Keskitymme auttamaan asiakkaitamme menestymään ja sitä kautta kasvattamaan asiakaskuntaamme ja SaaS-liikevaihtoaamme

Arviomme mukaan Efecten on järkevää profiloitua ensisijaisesti kansainväliseksi kasvuyhtiöksi, sillä yhtiön liiketoimintamalliin liittyy selkeitä mittakaavaetuja ja alan markkinamurroksesta johtuen yhtiöllä on houkuttelevia kasvumahdollisuuksia. Efecte pyrkii strategiallaan erottautumaan suurista yhdysvaltalaisista kilpailijoistaan eurooppalaisena vaihtoehtona etenkin keskisuurten asiakkaiden markkinasegmenteissä, joissa yhtiön kilpailuasema on vahvimmillaan. Eurooppalaisista kilpailijoista yhtiö erottuu täysiverisesti pilvipohjaisella tuotteella.

## Strategian painopistealueet ovat loogisia Efecten arvonmuodostuksen kannalta

Näkemyksemme mukaan keskittyminen keskisuuriin, eurooppalaisiin asiakkuuksiin on Efectelle järkevää. Näissä asiakkuuksissa Efecten kilpailukyky on vahva, sillä eurooppalaisissa keskisuurissa yhtiöissä päätökset tehdään tyypillisesti paikallisella tasolla ja globaali toimituskyky ei ole ratkaiseva. Pienempi asiakaskoko tarkoittaa kuitenkin pienempiä asiakaskohtaisia sopimuksia. 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 laaja-alaisesti erilaisia yrityspalveluita. Tämä mahdollistaa merkittävän kasvumahdollisuuden vanhojen asiakkuuksien laajentamisesta muihin ratkaisualueisiin. 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. Nyt palveluiden roolina on tukea SaaS-liikevaihdon kasvua ja mahdollistaa tuotekehitykselle jatkuva palaute asiakasrajapinnasta. Efecten uudessa strategiassa korostuu aktiivinen työ liiketoimintamallin suhteellisen palvelupainotteisuuden vähentämiseksi. Tämä ohjaa Efecteä 1) tekemään sen tuotteen käyttöönotosta kevyemmän ja automatisoidumman ja 2) hyödyntämään kumppaneita käyttöönottojen toteutuksessa. Pitkässä juoksussa nämä toimet tuovat Efecten SaaS-liiketoiminnalle elintärkeää skaalautuvuutta ja kilpailuetua.

## Strategian toteutuksessa on ollut haasteita, mutta suunta näyttää nyt kestävältä

Efecte on toteuttanut SaaS-kasvustrategiaansa 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 selvästi ennakoitua heikompa.

# Strategia 2/2

Efecten liikevaihdon kasvu jäi 5 prosenttiyksikköä alle aiemman strategisen tavoitteen ja kannattavuus painui liikevoitto-%:lla mitattuna -19,5 %:iin vuonna 2018.

Efecte vastasi haasteisiin vuoden 2018 lopulla. Johtoryhmää uudistettiin, kasvun painopistettä siirrettiin vahvemmin SaaS-myyntiin ja kulujen kasvua jarrutettiin. Vuoden 2018 lopulla yhtiö alkoi myös saamaan vahvempaa jalansijaa Saksassa. Efecte näyttää nyt löytäneen toimivan reseptin SaaS-strategiansa läpiviemiseksi. Tästä näyttönä on Q3'20 mennessä SaaS-kasvun jatkuminen yli 20 %:n tasolla Efecten pörssihistorian kaikki 11 kokonaista neljännestä, joista viimeisimpänä seitsemänä kvartaalina myös suhteellinen liikevoitto on parantunut.

## Vuosina 2020-2023 tavoitteena SaaS-kasvu ja paraneva kannattavuus

Efecten keskeinen taloudellinen tavoite on nyt yli 20 %:n keskimääräinen vuosittainen SaaS-liikevaihdon orgaaninen kasvu vuosina 2020-2023. Yhtiön aiemman strategian tavoite oli yli 20 %:n kokonaisliikevaihdon kasvu. Efecte tavoittelee edelleen paranevaa kannattavuutta ja tavoitteena on saavuttaa yli 10 %:n suhteellinen liikevoitto vuoteen 2023 mennessä. Voimakkaat investoinnit kansainvälistymiseen ja tuotekehitykseen alentavat liikevoittoa vielä lähivuosina. Vaikka tulos jää ennusteissamme vielä tappiolle vuonna 2020 (2020e -4 % liikevoitto-%), vuonna 2021 Efecte tavoittelee jo kannattavuuskäännettä neutraalilla liikevoitolla.

## Taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme realistisia

Pidämme Efecten kasvutavoitetta realistisena, sillä se on hyvin linjassa ennustettuun markkinan kasvuun ja Efectellä on jo usean vuoden näytöt nykyisen kasvutason ylläpidosta. Lisäksi panostukset digitaaliseen myyntiin ja markkinointiin sekä kumppanikanavaan lisäävät luottamustamme kasvun onnistumiseen.

Tavoitteen kannalta tärkeä kansainvälinen SaaS-kasvu on myös ollut vahvaa viime vuosina. Efecten markkina-asema on Suomessa jo niin vahva ja markkinan SaaS-murros suhteellisen kypsässä vaiheessa, että kotimaan SaaS-liikevaihtoa on tulevaisuudessa hyvin vaikeaa kasvattaa yli 20 % vuodessa. Suomen osuus Efecten SaaS-liikevaihdosta on tällä hetkellä arviomme mukaan noin 80 %, joten kansainvälisen SaaS-kasvun on yllettävä lähivuosina yli 50 %:iin. Esimerkiksi H1'20 Efecten kansainvälisten liiketoimintojen SaaS-liikevaihdon kasvu oli +65 % ja SaaS-liikevaihdon kokonaiskasvu +22 %. Kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii myös asiakaspoistuman (churn) säilymistä matalalla tasolla (alle 5 %). Efecten H1'20 olemassa olevien asiakkaiden kasvu (sis. churn) oli selvästi positiivinen +12 %.

Kannattavuustavoitteen (kaksinumeroinen EBIT-% vuoden 2023 lopulla) toteutuminen on arviomme mukaan vahvasti sidoksissa kansainvälisen liiketoiminnan ja SaaS-tuottojen skaalautuvaan kasvuun. Arviomme mukaan Efecten tappiollisuus selittyy tällä hetkellä käytännössä kokonaan kansainvälistymiseen tehdyillä etupainotteisilla panostuksilla ja Suomen liiketoiminnot ovat

nykyisellään jo käyttökatetasolla mitattuna kannattavia.

## Strategian rahoitus vaihtuu pian listautumisvaroista tulorahoitukseen

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.

Kasvupanostukset ja SaaS-mallille ominainen kassavirtaprofiili jättävät Efecten vuosien 2018-2021 rahavirtoihin aukon, joka on täytynyt rahoittaa vuoden 2017 lopussa tehdyllä reilun 5 MEUR:n listautumisannilla. Vuoden 2021 aikana yhtiön liikevoiton pitäisi kuitenkin kääntyä strategisten tavoitteiden mukaan jälleen positiiviseksi.

Mikäli yhtiön kansainvälistymispanostuksista saadaan lisää lupaavia tuloksia ja näiden investointien tuotto/riski-suhde osoittautuu houkuttelevaksi, pidämme mahdollisena, että Efecte pyrkii kasvattamaan näitä investointeja. Tällöin kyseeseen voisi tulla lisäpääoman hankkiminen kasvun kiihdyttämiseksi ja todennäköisesti pitkän aikavälin kasvua priorisoitaisiin kannattavuuden edelle.

# Efecten strategian yhteenveto

## Kohdemarkkina ja Efecten asemoituminen

ITSM-pilvi-ohjelmistojen  
globaali markkina, 2019 **4,4 mrd.  
USD**

Markkinan kasvu  
Euroopassa, 2019-2024 **+18 %  
CAGR**

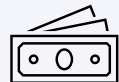
Kasvua tukevat ajurit



Siirtymä pilvipohjaisiin  
ratkaisuihin



Tietoturvahuolet ja  
lainsäädännön muutokset



Kokonaiskustannuksiin  
keskittyminen

Kypsä ja vahva SaaS-tuote  
keskisuurille  
eurooppalaisille  
organisaatioille

**efecte**

## Strategiset painopisteet

1. Palveluorganisaatioiden auttaminen työn digitalisoinnissa ja automatisoinnissa
2. Laajentuminen Euroopassa, eurooppalaisena vaihtoehtona globaaleille pelureille
3. Erottautuminen toiminnan ja ratkaisun ketteryydellä, paremmalla kokemuksella ja edullisemmilla kokonaiskustannuksilla
4. Asiakkaiden menestykseen keskittyminen lähteenä asiakasmäärän ja SaaS-liikevaihdon kasvulle



Strategian rahoituksen siirtymä rahavaroista  
tulorahoitukseen 2021 lopussa



**>20 %**

SaaS-liikevaihdon  
vuosittainen  
orgaaninen kasvu  
2020-2023

**>10 %**

Suhteellinen liikevoitto  
vuonna 2023

# Markkinat ja kilpailukenttä 1/2

## Efecten kohdemarkkinat ovat suuret ja kasvavat

Efecte kohdemarkkinat ovat yhtiön kokoon suhteutettuna erittäin suuret, eikä markkinan koko tule näkemyksemme mukaan asettamaan rajoitteita yhtiön kasvupotentiaalille. Esimerkiksi tutkimusyhtiö MarketsAndMarketsin arvio globaalin pilvipohjaisen ITSM-ohjelmistomarkkinan arvoksi vuonna 2019 noin 4,4 mrd. dollaria, josta noin 25 % Euroopasta. Yhtiön arvio IAM-markkinasta on taas noin 12,3 mrd. dollaria vuonna 2020. Ennusteiden mukaan pilvipohjaisen ITSM-markkinan odotetaan kasvavan Euroopassa vuoden 2024 loppuun saakka keskimäärin noin 18 % vuodessa ja globaalin IAM-markkinan 15 % vuodessa.

Markkinan kokoa arvioitaessa on lisäksi huomioitava, että ITSM- ja IAM-markkinan ohella Efecte toimii myös yrityspalvelu-ohjelmistojen markkinassa, kuten itsepalvelu, HR-, talous-, ja palvelunhallintaohjelmistoissa. Näiden markkinoiden koosta ei ole käytettävissä tarkkoja tietoja, mutta arvioimme niiden kasvattavan Efecten potentiaalista markkinaa vielä edellä mainittua merkittävästi suuremmaksi.

Arviomme mukaan noin neljännes ITSM-markkinasta koostuu Efectelle relevanteista keskiuurista tai pienistä asiakkaista. Esimerkiksi Allied Market Research arvioi tämän segmentin lähivuosina markkinan nopeimmin kasvavaksi yli 19 %:n vuosikasvulla.

## Markkinoita ajaa siirtymä pilviohjelmistoihin

Ohjelmistomarkkinalla on jo pidempään jatkunut murros kohti pilvipohjaisia ohjelmistoja. EU-maiden keskimääräinen pilvipalveluiden

penetraatio on kuitenkin vasta 28 %. ITSM- ja IAM-markkinat ovat siten edelleen voimakkaassa murrosvaiheessa, jossa kysyntä SaaS-pohjaisille ohjelmistoille kasvaa voimakkaasti ja paikallisesti asennettavien ohjelmistojen kysyntä vaimenee.

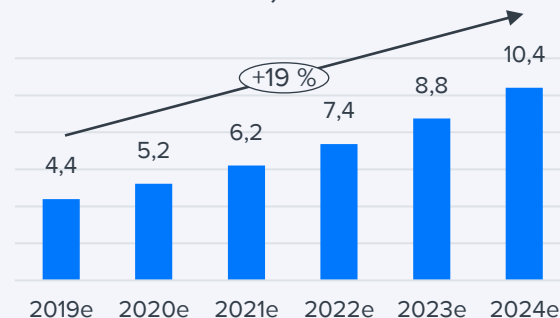
Efecten arvion mukaan ITSM-markkinat muodostuvat nykyisellään valtaosin korvausmarkkinasta, sillä käytännössä lähes jokaisella suurella tai keskiuuralla organisaatiolla on käytössään jokin vanhemman sukupolven IT-palveluhallintaohjelmisto. Varhaisemmassa kehitysvaiheessa olevalla IAM-markkinalla puolestaan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

## Kansainvälisillä markkinoilla on vielä paljon tilaa kasvulle

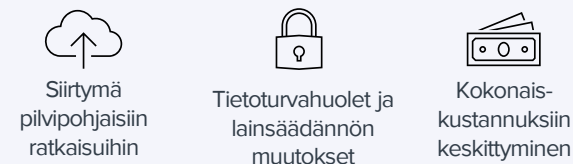
Efecten nykyisistä markkina-alueista (Suomi, Ruotsi, Tanska, Saksa) arvolutaan ylivoimaisesti suurin on Saksa, joka on myös Euroopan suurin ITSM-markkina. Efecten kohdemarkkinat Saksassa ovat yhtiön johdon arvion mukaan Suomeen verrattuna yli kymmenkertaiset.

Pohjoismaissa pilvipalveluita käyttävät 50-70 % yrityksistä, kun Keski-Euroopassa luku on vain noin 20 %. Odotamme tasaisesti nousevan pilvipalveluiden käytön Keski-Euroopassa erityisesti Saksassa tarjoavan Efectelle pitkään jatkuvan tilan kasvaa. Efecten tämänhetkisellä päämarkkinalla Suomessa kasvunäkymät ovat kuitenkin jo vaisummat johtuen Euroopan korkeimmasta pilvipalveluiden käyttöasteesta. Jonkin verran Suomea perässä olevissa muissa Pohjoismaissa on nähdäksemme kuitenkin vielä kasvupotentiaalia.

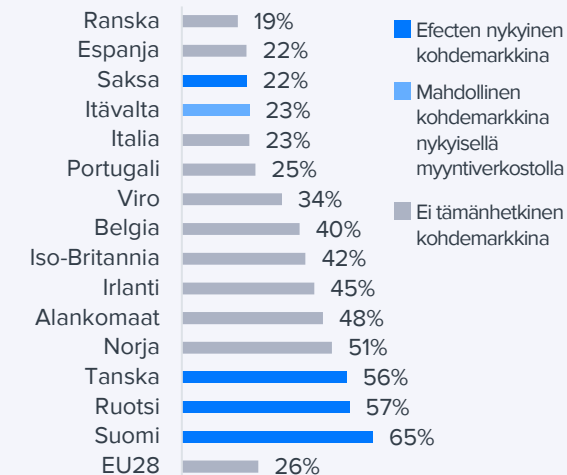
## Kansainvälisen Cloud-ITSM markkinan kasvu 2019e-2024e, mrd. dollaria



## Efecten kohdemarkkinan kasvun ajurit



## Pilvipalveluiden penetraatio EU-maissa vuonna 2018, %



# Markkinat ja kilpailukenttä 2/2

## Kilpailijat ovat globaaleja ja paikallisia pelureita

Efecten kilpailijoita ovat suuryhtiöiden ITSM-markkinalla lähinnä yhdysvaltalaiset toimijat kuten ServiceNow, BMC, Freshworks ja Ivanti. Lisäksi keskisuurissa asiakkuuksissa sekä suppeammilla ratkaisu- ja markkina-alueilla Efecten kanssa kilpailee joukko muita yhtiöitä, kuten Serviceware, USU, Cherwell, Matrix42, 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. Kilpailijoista ServiceNow on globaalisti ITSM-markkinan ylivoimaisesti suurin toimija ja Efecten vahvin kilpailija Suomessa. ServiceNow on kumppaniensa kautta kuitenkin keskittynyt pitkälti kaikkein suurimpiin asiakkaisiin ja keskisuurissa asiakkuuksissa yhtiön markkina-asema ei ole niin vahva.

## Efecten asema on segmentissään vahva

Efecte on liikevaihdolla mitattuna globaalisti pieni toimija sekä ITSM- että IAM-markkinalla. Kotimarkkinallaan Suomessa yhtiö on kuitenkin ITSM-markkinalla kohderyhmässään markkinajohtaja ja kilpailee pääasiassa ServiceNowta vastaan. Efecten julkistettuja asiakkaita Suomessa ovat mm. Musti Group, Valmet Automotive, Tikkurila ja Mehiläinen.

Myös muissa Pohjoismaissa Efecten tunnettuus on arviomme mukaan kohtuullinen, mutta yhtiön markkinaosuus on kokonaisuutena pieni. Keski-Euroopassa (Saksassa) Efecten tunnettuus ja brändi on kuitenkin vasta rakentumassa. Toimiala-analyytikot ovat kuitenkin noteeranneet Efecten toimialan johtajien joukkoon myös Saksassa, joten

pienestä koosta huolimatta Efecte on saanut markkinalta jalansijaa. Efecten vahva kansainvälinen kasvu (H1'20: +65 %) vahvistaa tätä näkemystä. Saksassa Efectellä on erityisesti paikallisia ja alueellisia kilpailijoita kuten USU, ServiceWare ja Matrix42. Ulkomailla Efecten julkistettuja asiakkuuksia ovat mm. Hotelplan Group, Bechtle Hamburg ja Ruotsin kirkko.

## Efecten vahvuuksia ovat tuote, asiakaskokemus, kustannustaso ja joustavuus

Efecte on tehnyt 2010-luvulla ITSM-markkinalla onnistuneen siirtymän paikallisesti asennetuista ohjelmistoista SaaS-malliin, mikä on ollut monille yhtiön kilpailijoille erittäin vaikeaa. Efecten ja ServiceNown kaltaiset SaaS-yhtiöt nauttivat tilanteen myötä kilpailuetua. Efecten ohjelmisto on ominaisuuksiltaan ja laajuudeltaan hyvin kattava, ja sitä voidaan käyttää joustavasti kaikilla päätelaitteilla ja melkein minkä tahansa palvelun hallintaan. Efecten tuote ei kattavuudessaan kuitenkaan pärjää globaaleille pelureille.

Efecte panostaa asiakaskokemukseen, mistä konkreettisenä esimerkkinä on johdon tapa soittaa itse asiakkaille, jos tyytyväisyydessä havaitaan ongelmia. Lisäksi asiakkaiden kehitys ("Customer Success") on eriytetty myynnistä.

Efecten mukaan sen ohjelmistoratkaisun omistamisen kokonaiskustannukset ovat selvästi yhtiön suurimpia kilpailijoita alemmat johtuen erityisesti käyttöönotto- ja konfigurointikustannuksista. Esimerkiksi ServiceNow:n kokonaiskustannukset ovat käsityksemme mukaan selvästi Efecteä korkeammalla.

Efecten kilpailueduksi katsomme myös joustavan

toimitusmallin. Efecte pystyy toimittamaan palvelunsa sekä ns. julkisesta pilvestä että yksityisestä pilvestä Euroopassa. Tukipalveluissa ja tuotekehityksessä huomioidaan myös erityisesti eurooppalaisten asiakkaiden vaatimukset.

## Efecten kilpailuhaitat liittyvät pääasiassa sen kilpailijoita pienempään kokoon

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

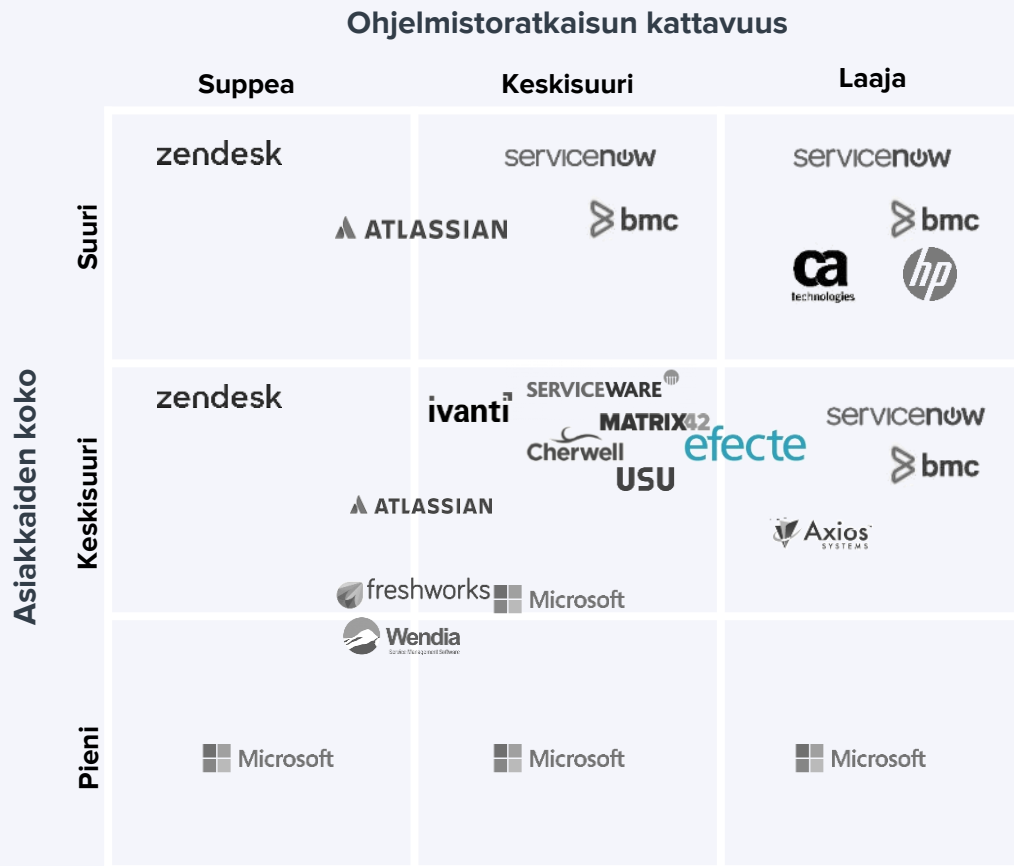
Heikko kansainvälinen tunnettuus hidastaa kansainvälisen jakelukanavan kehittämistä. Vahva ja kattava myyntiverkosto on alalla tärkeä erityisesti siitä syystä, että asiakkaiden kynnys vaihtaa ohjelmistoja on korkea ja siten ensimmäisenä asiakassuhteen luomaan onnistuva yritys saa yleensä kestäväää etua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

Pienemmän toiminnan volyymin takia Efecte ei myöskään pysty panostamaan tuotekehitykseen sekä myynti- ja markkinointiin vastaavia summia kuin suurimmat kilpailijat, mikä voi pitkällä aikavälillä johtaa heikentyvään tuotteiden suhteelliseen kilpailukykyyn ja markkinaosuuteen.

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

# Efecten kilpailukenttä

## Efecten kilpailukenttä ITSM-markkinalla



## Efecten kilpailutekijät

- + SaaS-malliin pohjautuva, kypsä ja monipuolinen tuote
- + Asiakaskokemus
- + Matalat kokonaiskustannukset asiakkaalle
- + Joustavat toimitusmallit
- Heikko tunnettuus Suomen ulkopuolella
- Suuria kilpailijoita pienemmät T&K, myynti- ja markkinointiresurssit
- Heikompi kilpailu- ja toimituskyky suurimmissa ja globaaleissa asiakkuuksissa



# Taloudellinen tilanne

## Tuloskehitys 2013-2019

Efecten liikevaihto on kasvanut tasaisesti SaaS-liiketoimintamalliin siirtymisen jälkeen vuonna 2013. Liikevaihto kasvoi vuoden 2012 4,4 MEUR:sta 13,8 MEUR:oon vuoteen 2019 mennessä keskimääräisen kasvuprosentin ollessa noin 19 %. Vahvaa kasvua ajoi SaaS-tuottojen voimakas kasvu (CAGR 2013-2019 51 %) sekä käyttöönottojen määrän myötä kasvanut palveluiden myynti (CAGR 2013-2019 41 %). Liikevaihdon kokonaiskasvua heikensi kuitenkin strategian mukaisesti hiipuvien kertalisenssien ja niihin liittyvien tuki- ja ylläpitomyynnin liikevaihdon lasku. Maantieteellisesti katsottuna valtaosa Efecten kasvusta vuosina 2013-2019 syntyi Suomesta. Ulkomaan myynnin osuus liikevaihdosta oli vuonna 2019 noin 19 %.

Yhtiön kannattavuus on vaihdellut vuosina 2013-2019 voimakkaasti, liiketuloksen vaihdelllessa -19 %:n ja +2 %:n välillä ja käyttökateen -16 %:sta +6 %:iin. Kannattavuuden vaihteluun on vaikuttanut pääasiassa vuosien 2017-2018 aikana tehdyt voimakkaat kasvupanostukset, jotka nostivat kuluja merkittävästi liikevaihtoa nopeammin.

## 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 (2019: 64 % kuluista) koostuu henkilöstökuluista. Q3'20 henkilöstöstä 38 % on palvelu- ja koulutushenkilöstöä ja 19 % myyntihenkilöstöä.

Tuotehenkilöstöä on 17 % (ml. T&K), 16 % tuki- ja pilvikapasiteetin ylläpitohenkilöstöä sekä 10 % hallintohenkilöstöä. Henkilöstökulut olivat vuonna 2019 9,7 MEUR tai liikevaihdosta noin 70 %. Henkilöstön lukumäärä kasvoi vuosina 2017-2018 voimakkaasti erityisesti kansainvälisen liiketoiminnan laajentumisen vuoksi (12/2016: 61 henkeä, 12/2018: 104 henkeä). Kasvu on taittunut Efecten parantaessa tämän jälkeen toimintansa skaalautuvuutta (Q3'20: 100 henkeä). Odotamme Efecten kasvattavan liikevaihdon kasvun suhteessa etenkin tuotekehityksensä resursointia pitkän aikavälin kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi.

Liiketoiminnan muut kulut ovat Efecten toiseksi suurin kuluerä (2019: 26 % kuluista ja 28 % liikevaihdosta). Liiketoiminnan muita kuluja on kasvattanut viime vuosina erityisesti listautumiseen ja hallinnointiin liittyvät kulut, henkilöstön määrän kasvu, sekä matkakulujen ja markkinointipanostuksien kasvu. Skaalautuvuuden tavoittelu digitaalisella myynnillä ja markkinoinnilla nostaa nähdäksemme näiden kulujen osuutta. Uskomme tämän panostuksen kuitenkin näkyvän hitaampana myyntihenkilöstön kasvuna myyntityön tehostamisen kautta.

Efecten poistot koostuvat pääosin aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoista. Poistot olivat noin 0,4 MEUR vuonna 2019, eli noin 3 % liikevaihdosta.

## Tase ja rahoitusasema

Efecten taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. H1'20 lopussa taseen loppusumma oli noin 8,4 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (2,8 MEUR) ja käteisestä (4,2 MEUR).

Lähinnä aktivoituista tuotekehitysmenoista syntyneitä aineetonta omaisuutta on taseessa 1,4 MEUR. Vastattavien puolella oma pääoma koostuu pääosin edellisten tilikausien tappioista ja SVOP-rahastosta. Näiden summana oma pääoma oli 1,6 MEUR. H1'20 lopussa Efecte oli velaton eikä sillä ole lainkaan korollista velkaa. Merkittävistä ennakkomaksuista sekä osto- ja siirtoveloista johtuen Efecten korottomat velat olivat 6,8 MEUR, johtuen noin 4,0 MEUR:n negatiiviseen käyttöpääomaan. Efecten omavaraisuusaste oli H1'20 lopussa 33 % ja nettovelkaantumisaste -266 %.

## 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 ylläpitotuotot ja kertalisenssien myyntitulot ovat etupainotteisia. Esimerkiksi vuonna 2019 Efecten nettokassa laski vertailukaudesta noin 19 % 3,4 MEUR:oon (2018: 4,2 MEUR), vaikka yhtiön käyttökate oli noin 1,0 MEUR negatiivinen.

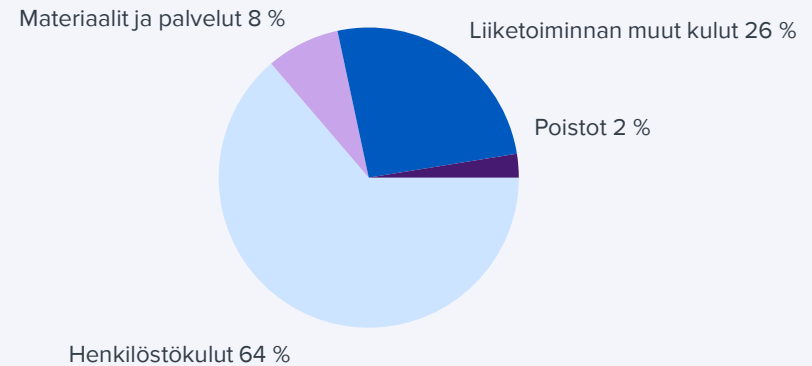
Vahvan operatiivisen rahavirran ansiosta Efecten kasvu rahoittaa osin itseään ja merkittävistä kasvupanostuksista huolimatta yhtiön nettokassa riittää arviomme mukaan vuoteen 2022, jolloin operatiivisen tuloksen ja kassavirran pitäisi jo kääntyä positiiviseksi.

# Taloudellinen tilanne

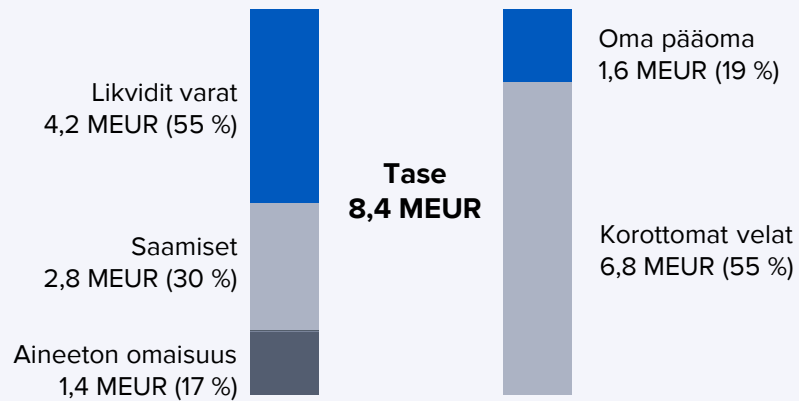
## Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



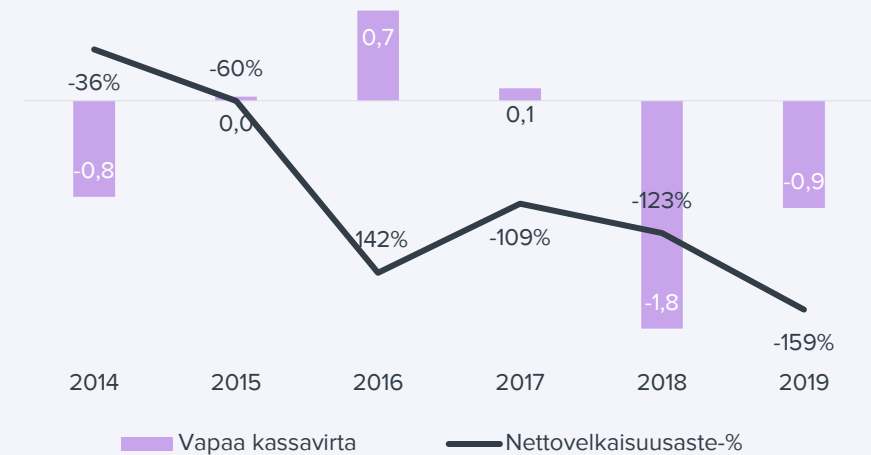
## Kulurakenne 2019



## Taserakenne, H2'2020



## Vapaa kassavirta ja nettovelkaisuusaste



# Ennusteet 1/2

## SaaS-liiketoimintamalli on liikevaihtoennusteidemme lähtökohta

Efecten strategia keskittyy SaaS-liiketoimintaan. Ennustamme Efecten liikevaihtoa pääasiassa kahden ydinliikevaihtoerällä, **SaaS-liikevaihdolla** ja **Palvelu-liikevaihdolla**. Strategian ulkopuolelle jäävän liikevaihtoerän, Tuki- ja ylläpitotuottojen (H1'2020: 7 % liikevaihdosta) odotamme hiipuvan lähivuosina kohti nollaa. Hiipumista ajaa pääasiassa vanhan sopimusmallin asiakkaiden siirtyminen SaaS-sopimusten piiriin.

Ennustamme SaaS-liikevaihdon kehitystä vuositason muunnetun SaaS-liikevaihdon (ARR) kasvun kautta. Peilaamme SaaS ARR-kasvua myyntihenkilöstön määrään ja myyjäkohtaiseen ARR-kasvuun, joiden molempien ennustamme kasvavan. SaaS-liikevaihto on luonteeltaan jatkuvaa ja siten sen ennustamisen riskit liittyvät erityisesti kasvun kulmakertoimeen.

Odotamme historiallisesti merkittävän Palvelu-liikevaihdon kasvun hidastuvan merkittävästi aiemmista vuosista. Tämän taustalla on odotuksemme Efecten kyvystä helpottaa ohjelmiston käyttöönottoa ja onnistumisesta kumppanien roolin kasvattamisessa.

Efecten kannattavuutta ja tuloskasvua määrittää mallissamme erityisesti kiinteiden kulojen kehitys suhteessa liikevaihtoon. Efecten selvästi suurin kuluerä on Henkilöstökulut (2019: 64 % kuluista), jota ennustamme henkilöstön määrän ja yksikkökustannuksen kautta. Peilaamme henkilöstömäärää henkilöstön jakaumaan funktioittain. Huomioimme ennusteissamme lisäksi liikevaihtoon ja SaaS-kasvuun suhteutetut

henkilöstön tehokkuusluvut, jotka tyypillisesti kasvavat SaaS-yhtiöiden skaalautuvan kasvun vaiheessa.

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.

## Nojaamme lyhyen aikavälin ennusteissa Efecten tavoitteisiin

Efecten SaaS-kasvu on jatkunut yli 20 %:n tavoitetasolla koko yhtiön pörssihistorian 11 kokonaista neljänneistä ja suhteellinen liikevoitto on tavoitellusti parantunut seitsemän perättäistä neljänneistä. Tästä johtuen Efecten strategiakauden 20-23 tavoitteet (SaaS-kasvu >20 %, 2023 EBIT-% >10 %) näyttävät realistisina.

Vuodelle 2020 Efecte ohjeistaa SaaS-liikevaihdon kasvavan 20-25% ja kannattavuuden parantuvan vertailukaudesta. Ennusteemme 24 %:n SaaS-liikevaihdon kasvusta vuodelle 2020 on linjassa ohjeistukseen. Kokonaisuutena ennustamme Efecten liikevaihdon kasvavan 6 % 14,6 MEUR:oon ja liikevoiton paranevan -4 %:in (2019: -10 %). Kokonaisliikevaihtoa heikentää ennusteemme 8

%:ia laskevasta Palvelu-liikevaihdosta.

Vuosille 2020-2023 ennustamme Efecten SaaS-liikevaihdon kasvavan keskimäärin 23 % vuodessa ja kokonaisliikevaihdon 12 % vuodessa. Efecten liikevoiton odotamme nousevan -4 %:sta vuonna 2020 10 %:in vuonna 2023. Odotamme kasvun (liikevaihto v/v) ja kannattavuuden (EBIT) summan ("Rule of 40") nousevan 27 %:in vuonna 2023 (2020: 2%). Arvioimme Efecten kassan (H1'20: 4,2 MEUR) kantavan kasvupanostuksista johtuvan vielä vuoteen 2021 jatkuvan tappiollisen jakson yli hyvällä turvamarginaalilla.

# Ennusteet 2/2

## Pitkän aikavälin ennusteisiin heijastuu tasapainottelu kasvun ja kannattavuuden välillä

Vuoteen 2023 asti Efecteä ohjaa sen strategian kannattavuustavoite, mutta tämän jälkeen kannattavuuden osalta on enemmän pelivaraa. Oleellinen kysymys on miten panostukset kasvun skaalautuvuuteen kumppaniohjelman ja digitaalisen myynnin ja markkinoinnin kautta onnistuvat. Mikäli Efecte rakentaa vahvan ja skaalautuvan pohjan suuremmille myyntipanostuksille, voi yhtiö luoda vahvemmalla kasvulla ja heikommalla kannattavuudella enemmän omistaja-arvoa tulevina vuosina. Pitkän aikavälin ennusteissamme onkin oleellisempaa tarkastella kasvun ja kannattavuuden yhdistelmää yksittäisten komponenttien sijaan. Pitkän aikavälin ennusteemme on kuitenkin rakennettu olettaen Efecten panostavan kannattavuuteen ennusteperiodin loppua kohden.

Ennustamme Efecten kasvun ja kannattavuuden summan ("Rule of 40") välille 27-33 % vuosina 2024-2030. Odotamme tämän summan huipun ajoittuvan vuodelle 2026 ja laskevan tämän jälkeen liikevaihdon kasvun hidastuessa. Markkinan puolesta Efecten olisi mahdollista kasvaa voimakkaammin myös jatkossa, mutta mielestämme pidemmällä aikavälillä odotuksemme voimistuvasta kilpailusta puoltaa varovaisuutta ennusteissa.

Ennustamme Efectelle 8-16 %:n hidastuvaa liikevaihdon kasvua vuosille 2024-2028. Liikevaihdon terminaalikasvuna vuonna 2031 käytämme 2,5 %:ia. Kasvun ajurina on SaaS-liikevaihdon kasvu, jonka ennustamme olevan 17-21 % vuosina 2024-2026. Kannattavuuden osalta

ennustamme Efecten suhteellisen liikevoiton nousevan asteittain 13 %:sta yli 20 %:iin vuosina 2024-2028. Ennustamme suhteellisen liikevoiton pysyvän pitkällä aikavälillä yli 20 %:ssa.

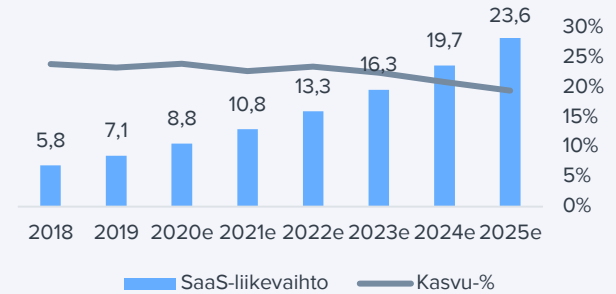
## Huomioimme optio-ohjelmien diluution

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 6/2020 merkitty noin 0,48 milj. osaketta) noin 0,58-5,75 euron merkintähinnalla. Optio ohjelmat on esitelty kokonaisuudessaan raportin sivulla 34.

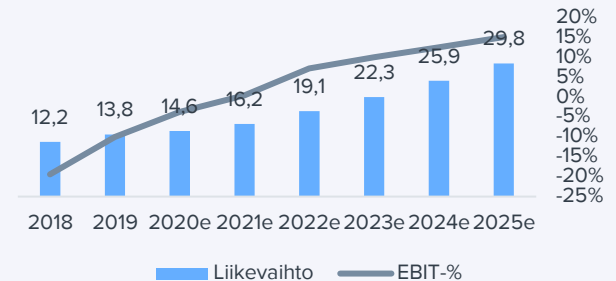
Efecten optioiden merkintähinnat ovat selvästi nykykurssia (10,0 euroa osakkeelta) matalampia. Olemmekin ennustemallissamme ja arvonnäärityksessä huomioineet osakkeiden lukumäärässä optio-ohjelmien osalta täyden diluutiovaikutuksen siltä osin, kun optioita on vestautunut.

Tämän hetkisen arvioimme mukaan voimassa olevien optio ohjelmien merkinnät kasvattavat Efecten osakemäärää H1'20 lopun tilanteesta (5,97 miljoonaa osaketta) H1'2024 loppuun mennessä noin 0,64 miljoonalla osakkeella (noin 11 %: lla). H1'20 tilanteeseen nähden odotamme oman pääoman kasvavan vuoden 2020 loppuun mennessä noin 0,25 MEUR:lla ja vuoden 2024 loppuun mennessä yhteensä 2,5 MEUR:lla.

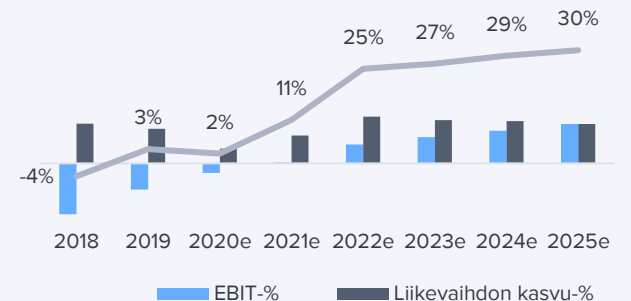
## SaaS-liikevaihto ja kasvu-%



## Liikevaihto ja EBIT-%



## Rule of 40 (Liikevaihdon kasvu-% + EBIT-%)



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>12,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>13,8</b>	<b>7,4</b>	<b>7,2</b>	<b>14,6</b>	<b>16,2</b>	<b>19,1</b>	<b>22,3</b>
SaaS	2,7	3,0	5,8	3,4	3,7	7,1	4,2	4,6	8,8	10,8	13,3	16,3
Lisenssit	0,3	0,2	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tuki ja ylläpito	0,6	0,6	1,3	0,6	0,6	1,3	0,5	0,5	0,9	0,6	0,5	0,3
Palvelut	2,3	2,4	4,7	2,7	2,6	5,3	2,7	2,2	4,8	4,8	5,3	5,6
<b>Käyttökate</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
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
<b>Nettotulos</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,21</b>	<b>-0,17</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,01</b>	<b>0,22</b>	<b>0,33</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,01</b>	<b>0,22</b>	<b>0,33</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>H1'18</b>	<b>H2'18</b>	<b>2018</b>	<b>H1'19</b>	<b>H2'19</b>	<b>2019</b>	<b>H1'20</b>	<b>H2'20e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	173,1%	154,3%	15,2 %	15,1%	11,4 %	13,2 %	7,4 %	4,0 %	6 %	11%	18 %	17 %
<b>Käyttökate-%</b>	-17,9 %	-14,6 %	-16,3 %	-11,4 %	-3,3 %	-7,3 %	-4,7 %	3,7 %	-0,6 %	3,3 %	9,8 %	12,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-19,8 %	-15,2 %	-17,4 %	-14,2 %	-5,8 %	-10,0 %	-7,8 %	0,7 %	-3,6 %	0,5 %	7,2 %	10,1%
<b>Nettotulos-%</b>	-21,0 %	-18,6 %	-19,8 %	-13,9 %	-6,0 %	-9,9 %	-8,3 %	0,6 %	-3,9 %	0,4 %	7,2 %	9,6 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Efecte on lähes 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. Kasvuvauhdin epävarmuus ja vielä käynnissä oleva kannattavuuden kääntymisen nostavat Efecten sijoitusprofiilin riskitasoa tavanomaista korkeammalle. Riskiprofiilia madaltaa kuitenkin Efecten vahvat näytöt paranevasta kannattavuudesta ja SaaS-kasvusta. Riskejä madaltaa lisäksi jatkuvien tuottojen tarjoama ennustettavuus, sekä valmis ja kilpailukykyinen ohjelmistoratkaisu, jonka kaupallinen toimivuus on jo todennettu Suomen markkinalla ja useiden ulkomaisten referenssiasiakkuuksien kautta.

## Positiiviset arvo-ajurit

**Merkittävä markkinapotentiaali ja vahvasti kasvava kysyntä.** Efecten keskeisten kohdemarkkinoiden kasvun odotetaan olevan lähivuosina voimakasta (15-20 % vuodessa) useiden kysyntää tukevien trendien ajamana ja keskeisimmän ITSM -kohdemarkkinan arvo oli vuonna 2019 arviolta 4,4 miljardia dollaria. Esimerkiksi merkittävässä markkinassa Saksassa pilvipalveluiden penetraatio on vielä matala (noin 20 %), ja tarjoaa merkittävää tilaa Efecten kasvulle.

## Todennettu SaaS-pohjainen, skaalautuvuuteen ja jatkuviin tuottoihin nojaava liiketoimintamalli.

Efecten SaaS-malliin pohjautuva liiketoiminta on perusteiltaan erittäin skaalautuvaa, ja yhtiön kannattavuudessa on merkittävää

nousupotentiaalia pitkällä aikavälillä. Jatkuviin sopimuksiin nojaavat tuotot (noin 65 % kokonaisliikevaihdosta) madaltavat liiketoiminnan jatkuvuuteen liittyviä riskejä.

**Valmis, skaalautuva teknologia ja selkeät kilpailuedut keskisuurissa yhtiöissä.** Efecte on kehittänyt ITSM-ohjelmistoja jo noin 20 vuotta, josta viimeisen 10 vuoden aikana se on muuttanut ohjelmistonsa SaaS-malliin. Efecten tuote on todennettu markkinoilla ja yksi yhtiön kilpailutekijöistä. Lisäksi Efecten asiakaslähtöisyys, joustavuus ja houkutteleva kustannustaso tekevät Efectestä segmentissään kilpailukykyisen.

**Kansainvälinen laajentuminen ja lisämyynti nykyisille asiakkaille.** Efecten liiketoiminta on suhteellisen pientä Keski-Euroopassa, jossa ollaan pilvimurroksessa Pohjoismaita takamatkalla. Kumppaniohjelman edistyminen voi avata Efectelle uusia kasvumarkkinoita etenkin Keski-Euroopasta, jos kumppaneita löytyy nykyisten kohdemarkkinoiden ulkopuolelta. Asiakkaat tyypillisesti aloittavat sen käytön ratkaisun yhdestä osasta ja laajentavat käyttöä ajan myötä. Tämä mahdollistaa lisämyynnin nykyisille asiakkaille uusiin ratkaisuihin laajentamalla.

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

**Kasvupanostusten ja kansainvälisen laajentumisen epäonnistuminen.** Efecten arvonmuodostus nojaa pitkälti kasvustrategian onnistumiseen, joka luo edellytykset liiketoiminnan skaalautumiselle. Efecten on saatava tulevina vuosina merkittävästi lisää uusia asiakkaita Suomen ulkopuolelta päästäkseen kasvutavoitteisiinsa sekä saavuttaakseen riittävän skaalan ja markkina-aseman.

**Kilpailukentän ja -aseman muutokset.** Asiakkaan näkökulmasta Efecten ratkaisulle on olemassa useita vaihtoehtoja, vaikka Efecten ratkaisu onkin arviomme mukaan tällä hetkellä hyvin kilpailukykyinen 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.

## Teknologian muutokset 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 liittyvät merkittävät tietomurtoihin ja järjestelmien suorituskykyyn liittyviä riskejä.

**Kasvustrategia painaa kassavirran vielä negatiiviseksi ja vaatii tulokäänteeseen onnistumista.** Efecte on kuitenkin edennyt tulokäänteessään hyvin, ja tämä riski on jo oleellisesti pienentynyt.

**Arvostus on herkkä muutoksille kasvuodotuksissa ja sektorin arvostustasolle.** Efecten osakkeen arvonkehitykseen vaikuttaa keskeisesti se, miten markkinat hinnoittelevat SaaS-yhtiöiden odotettua kasvua. Muutokset SaaS-yhtiöiden kasvun hinnoittelussa sekä Efecten kasvun kulmakertoimesta voivat heiluttaa huomattavasti myös Efecten arvostustasoa tulevaisuudessa.

# Sijoitusprofiili

1.

**Suuri ja pilvimurroksen ajamana voimakkaasti kasvava markkina**

2.

**SaaS-liiketoimintamalli tarjoaa skaalautuvaa kasvua ja jatkuvien tuottojen tuomaa turvaa**

3.

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

4.

**Efecten kilpailuetuina ovat vahva tuote, asiakaskokemus, houkutteleva kustannustaso ja joustavuus**

5.

**Osakkeen tuotto nojaa vahvasti odotukseen jatkuvasta skaalautuvasta kasvusta**

## Potentiaali



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

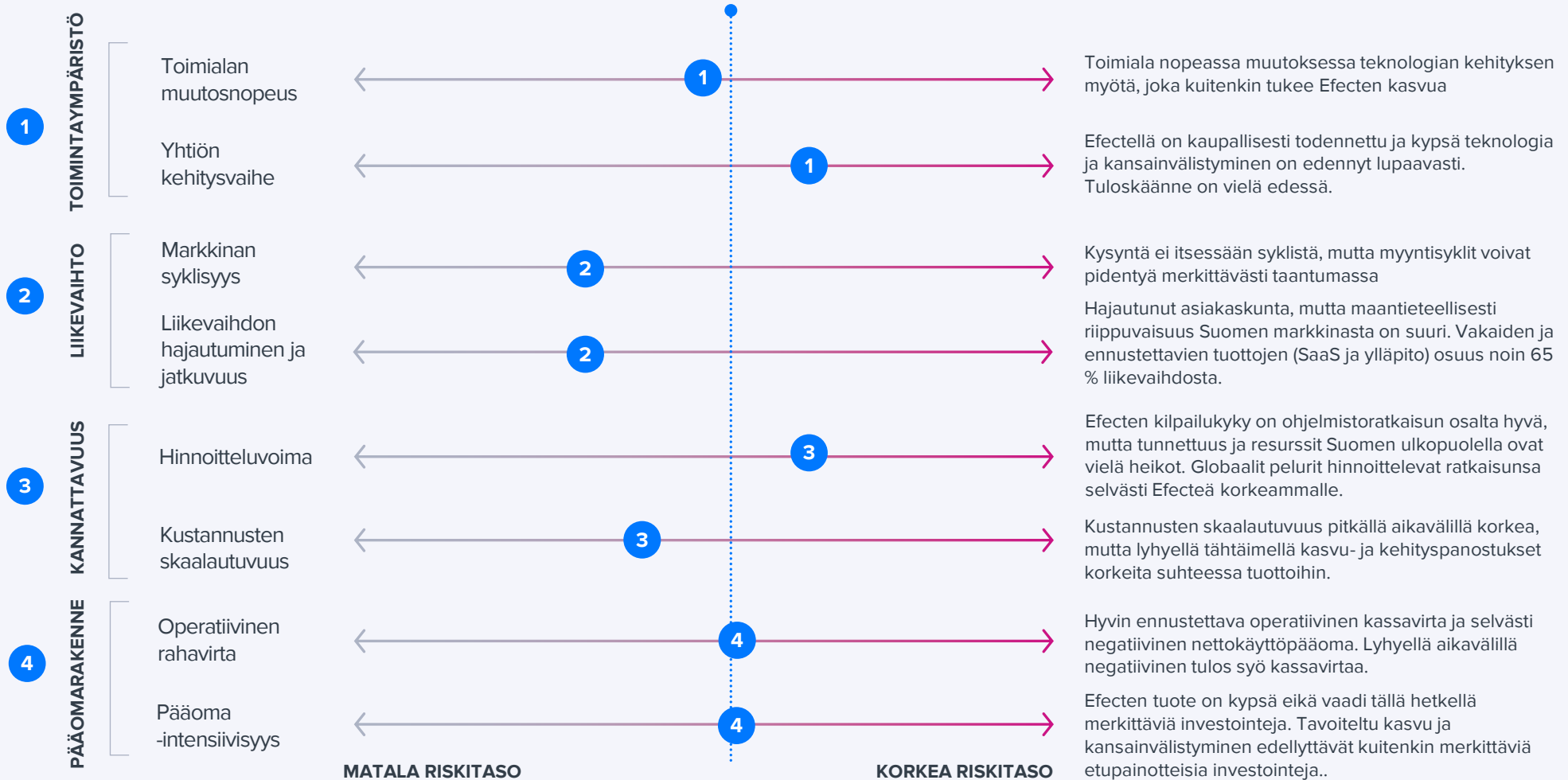
## Riskit



- Kasvupanostusten ja kansainvälisen laajentumisen epäonnistuminen
- Kilpailukentän ja -aseman muutokset
- Teknologian muutokset ja tietoturvariskit
- Kasvustrategia painaa kassavirran vielä negatiiviseksi, ja vaatii tuloskäänteen onnistumista
- Arvostus on herkkä muutoksille kasvuodotuksissa ja sektorin arvostustasoille

# Efecten liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Efecten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta





# Arvostus 1/2

## Kasvun ja kannattavuuden kehitys ohjaavat arvonnäytystä

Efecten arvonnäytys on haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta ja SaaS-liiketoimintamallin ansaintalogiikasta. Näistä syistä arvosta merkittävä osa perustuu odotuksiin kasvusta ja nousevasta kannattavuudesta. Listautumisen yhteydessä Efecte päätti investoida etupainotteisesti kasvuun. Tästä syystä tulos ei anna Efecten arvostukselle tukea kuin vasta strategiakauden loppupuolella vuonna 2023. Tämä on SaaS-ohjelmistoyhtiöille kuitenkin hyvin tyypillistä.

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

"Rule of 40" -mittari toimii SaaS-yhtiöille sikäli hyvin, että se huomio yhtiöiden strategisen tasapainottelun kasvupanostuksen ja kannattavuuden välillä. Käytämme Efecten arvostustason määrittämisessä "Rule of 40" -lukua laskettuna suhteellisella liikevoitolla.

Katsomme arvonnäytöksessä Efecten liikevaihtoa kokonaisuutena. Vanhan liiketoimintamallin Tuki- ja ylläpitotuottojen laskun vaikutus Efecten liikevaihdon kasvuun on lähivuosina enää hyvin maltillinen. Vaikka Efecten liikevaihdosta merkittävä osa on palveluliikevaihtoa (H1/2020 36 % liikevaihdosta),

on mielestämme perusteltua katsoa kokonaisuutta. Esimerkiksi verokkiryhmän SaaS-yhtiöissä on yhtäläillä palveluliiketoimintaa vaihtelevilla painoilla mukana, mikä heijastuu myös näiden yhtiöiden kannattavuuteen ja kasvuun.

## Arvostuskertoimet ovat yleisesti kohtuulliset

Tulospohjaiset kertoimet tukevat Efecten arvostusta vasta keskipitkällä aikavälillä. Strategiakauden lopussa vuonna 2023 odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin nousevan 10 %:iin. Efecten P/E-kerroin on tuolloin 30x ja vastaava EV/EBIT-kerroin 26x. Kertoimet ovat melko korkeita, mutta yhtiön arviolta tuolloinkin hyvät kasvunäkymät huomioiden kohtuullisempia.

Efecten vuosien 2020-2021 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 4,0x ja 3,7x. Nämä kertoimet ovat absoluuttisesti korkealla tasolla, mutta perusteltavissa toimialan ja yhtiön vahvoilla pitkän aikavälin kasvunäkymillä, skaalautuvalla liiketoimintamallilla sekä jatkuvien tuottojen tarjoamalla näkyvyydellä.

Olemme valinneet Efecten kokonaisliikevaihdon kautta arvoa peilaavaan vertailuryhmään pääasiassa pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä, sillä ne heijastelevat hyvin eurooppalaisten ohjelmistoyhtiöiden kasvuodotuksia. Lisäksi nämä yhtiöt ovat skaalaltaan ja osakkeen riskiprofiililtaan selvästi lähempänä Efecte, kuin kansainväliset SaaS-verrokkit. Suoraa verokkia Efectelle on vaikea löytää, mutta olemme lisänneet vertailuryhmään kaksi saksalaista listayhtiötä (USU Software ja Serveware).

EV/Liikevaihto-kertoimilla Efecte on arvostettu vuonna 2020-2021 noin 50 % alle vertailuryhmän mediaaniin 8,7x-6,8x. Efecten saksalaisten toimialaverokkien vuoden 2020 EV/Liikevaihto-kertoimet 2,5x ja 1,5x ovat kuitenkin alle Efecten kertoimen, mikä on perusteltua huomioiden verokkien käynnissä oleva SaaS-transformaatio. Efecten kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (2021e: 11 %) on verokkien mediaaniin nähden 70% matalampi (2021e: 37 %), mikä puoltaa alennusta. Alennus on kuitenkin suurehko huomioiden odotuksemme Efecten nousevan kasvun ja kannattavuuden yhdistelmästä (2022: 25 %). Toisin sanoen nykyinen arvostustaso tarjoaa Efecten etenemiseen luottavalle sijoittajalle mahdollisuuden hypätä kasvutarinan kyytiin sen potentiaalia matalammalla arvostustasolla.

## DCF-mallimme indikoi nousuvaraa

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Efectelle on 65 MEUR ja oman pääoman arvo 68 MEUR, eli 11,1 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 23,0 % ja kasvun 2,5 %. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 57 % velattomasta arvosta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 10,2 %:iin, mikä heijastelee yhtiön pientä kokoluokkaa ja kasvustrategian onnistumiseen vielä liittyvää riskiä. Efecten kasvustrategia on kuitenkin edennyt raiteillaan, ja siten kehityksen jatkuessa riskiprofiili laskee asteittain.

Tuottovaatimuksen taso on linjassa muiden pienten suomalaisten SaaS-verokkien arvostuksessa käyttämiimme tasoihin (Heeros 12 %, LeadDesk 10 %).

# Arvostus 2/2

## Pidemmälle katsovat skenaariot tukevat arvostusta

Arvonmäärityksen tukena käytämme ennusteisiin nojaavia skenaarioita, joilla arvioimme Efecten arvostusta vuonna 2025. Peilaamme tästä muodostuvaa vuosien 2020-2025 vuotuista tuotto-odotusta sijoittajan kantamiin riskeihin. Efecte on yltänyt uuden johdon myötä tasaisesti asettamiinsa tavoitteisiin, mikä parantaa luottamustamme skenaarioihin.

Perusskenaariossa Efecte liikevaihto kasvaa noin 30 MEUR:on vuoteen 2025 mennessä. "Rule of 40" on skenaariossa seuraavalle vuodelle tällöin 33 %, mikä indikoi noin 4x EV/Liikevaihto -kerrointa. Kasvunäkymät huomioiden arvioimme EV/EBIT-kertoimeksi noin 18x. Jo

perusskenaariossa vuotuinen tuotto-odotus on houkutteleva 13 %.

Pessimistisessä skenaariossa Efecten SaaS-liikevaihdon kasvu tyrehtyy vuoteen 2025 mennessä 4 %:in, ja kokonaisuudessaan liikevaihto kasvaa noin 22 MEUR:on. Skaalautuvan kasvun hitaudesta johtuen myös liikevoitto jäisi vaatimattomaksi 8 %:in. "Rule of 40" on skenaariossa tällöin vain noin 12 %, mikä indikoi noin 2,0x EV/Liikevaihto -kerrointa. Heikentyneet kasvunäkymät huomioiden arvioimme EV/EBIT-kertoimeksi noin 15x. Tässä skenaariossa vuotuinen tuotto-odotus jää 7 % negatiiviseksi.

Optimistisessä skenaariossa Efecten toimet kasvun skaalautuvuuden parantamiseen purevat

tehokkaasti ja SaaS-kasvu nousee lähivuosina 30 %:in. Kokonaisliikevaihto kasvaisi tällöin noin 36 MEUR:on vuoteen 2025 mennessä. "Rule of 40" on skenaariossa noin 51 %, mikä indikoi noin 5x EV/Liikevaihto -kerrointa. Vahvemmat kasvunäkymät huomioiden arvioimme EV/EBIT-kertoimeksi noin 20x. Vuotuinen tuotto-odotus on tässä skenaariossa hyvin houkutteleva 25 %.

Skenaarioiden indikoimissa tuotto-odotuksista olemme huomioineet nykytason arvostuskertoimiin liittyvät riskit. SaaS-ohjelmistoyhtiöitä hinnoitellaan historiallisen korkeilla kertoimilla globaalisti. Mielestämme pidemmällä aikavälillä on perusteltua varautua kertoimien laskun tuotto-odotusta heikentävään vaikutukseen.

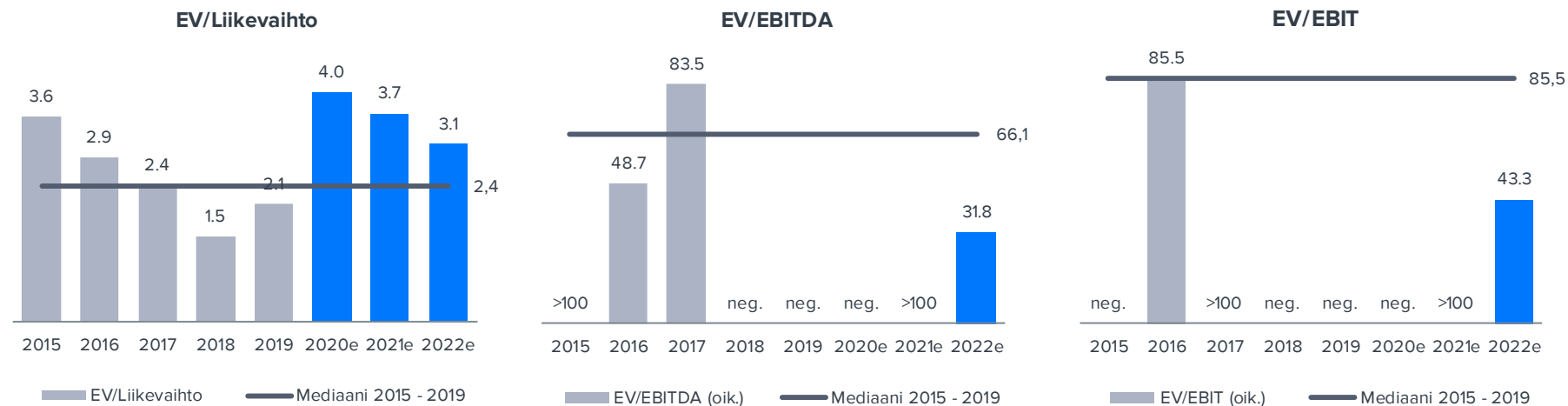
## Arvostuksen skenaarioanalyysi

Vuonna 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Muuttuja liikevaihdon kasvu-%	4 %	14 %	24 %
Muuttuja liikevoitto-%	8 %	19 %	26 %
Muuttuja liikevaihto MEUR	22	30	36
x kerroin liikevaihto	2,0	4,0	5,0
x kerroin liikevoitto	15,0	18,0	20,0
("Rule of 40")	12 %	33 %	51 %
= EV (EV/liikevaihto)	45	119	179
= EV (EV/liikevoitto)	27	101	188
Keskiarvo (EV)	36	110	183
+Nettokassa+osingot	9	15	18
=Markkina-arvo	45	125	202
Osakekurssi 2025 (sis osingot)	6,7	18,9	30,5
Tuotto	-33 %	89 %	205 %
Vuotuinen tuotto (5v)	-7 %	13 %	25 %

# Arvostustaulukko

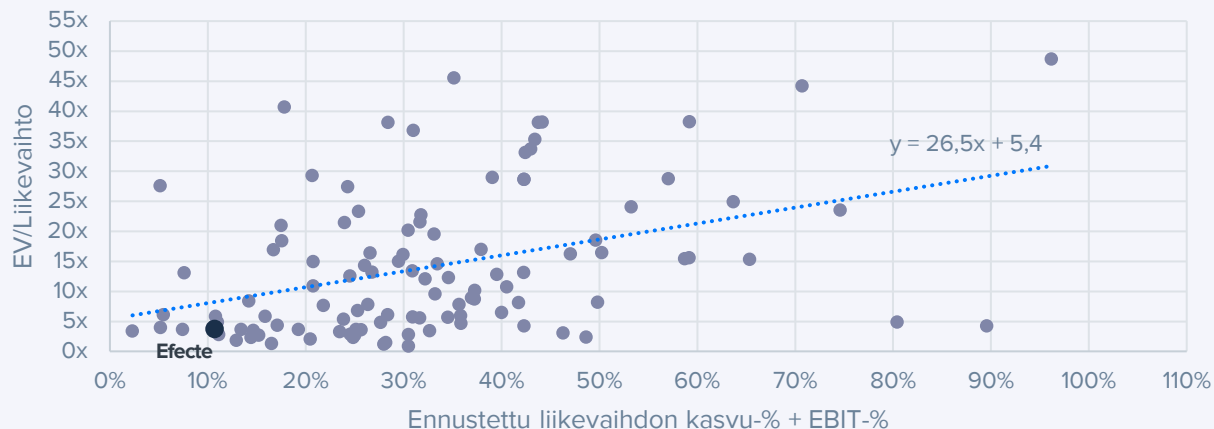
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,50	5,50	5,62	3,86	5,40	10,0	10,0	10,0	10,0
Osakemäärä, milj. kpl	4,57	4,57	5,60	5,81	5,88	6,16	6,16	6,33	6,47
Markkina-arvo	25	25	31	22	32	62	62	63	65
Yritysarvo (EV)	25	24	25	18	29	59	59	60	58
P/E (oik.)	neg.	96,6	>100	neg.	neg.	neg.	>100	46,1	30,4
P/E	neg.	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	46,1	30,4
P/Kassavirta	>100	35,1	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	44,2	24,1
P/B	38,6	32,8	5,6	6,6	14,8	38,7	37,1	20,9	12,5
P/S	3,6	3,0	3,0	1,8	2,3	4,2	3,8	3,3	2,9
EV/Liikevaihto	3,6	2,9	2,4	1,5	2,1	4,0	3,7	3,1	2,6
EV/EBITDA (oik.)	>100	48,7	83,5	neg.	neg.	neg.	>100	31,8	21,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	85,5	>100	neg.	neg.	neg.	>100	43,3	26,0
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



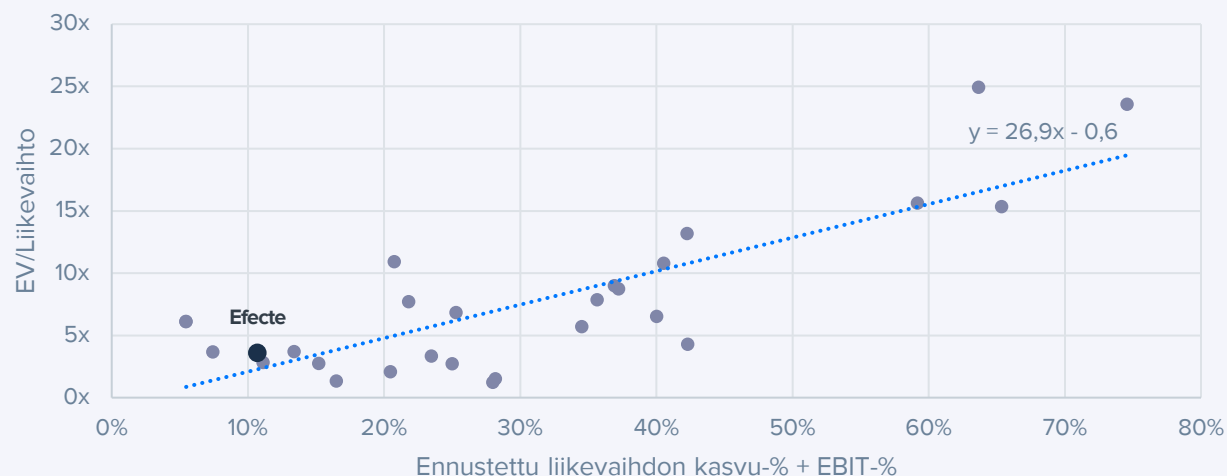
# Verrokkien liikevaihtokertoimet suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen

Globaalien SaaS-verrokkien EV/Liikevaihto-arvostus vuonna 2021 suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



- Kansainvälisen SaaS-verrokkiryhmän arvostus on historiallisen korkealla
- Etenkin amerikkalaiset yhtiöt ansaitsevat eurooppalaisia toimijoita korkeammat kertoimet mm. huomattavasti suuremman kotimarkkinan ansiosta
- Efecten alennus globaaleihin verrokkeihin on looginen yhtiön pienen koon, kohdemarkkinan (eurooppalaiset keskiuuret yhtiöt) ja kehitysvaiheen takia

Eurooppalaisten SaaS-verrokkien EV/Liikevaihto-arvostus vuonna 2021 suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



- Eurooppalaisen SaaS-verrokkiryhmän arvostus on selvästi kansainvälistä ryhmää maltillisempi
- Eurooppalainen verrokkiryhmä on koti- ja kohdemarkkinoiltaan lähempänä Efecteä
- Efecten kehitysvaiheen takia sen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (2021e: 11 %) on näkemyksemme mukaan vasta siirtymässä sen normalisoidulle tasolle (2022e: 25 %), mikä puoltaa verrokkeja korkeampaa arvostuskerrointa

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2021e
24SevenOffice Scandinavia AB	35,3	205	197	402,8	100,7	134,3	69,5	11,5	9,0		28 %	3 %	9 %	37 %
Admicom Oyj	131,0	638	637	63,7	45,5	63,7	45,5	28,9	23,6	38 %	23 %	45 %	52 %	75 %
Artificial Solutions International AB	16,2	70	88					12,2	7,7	42 %	59 %			
Basware Oyj	38,6	556	607	153,1	69,1	30,6	24,9	4,0	3,7	3 %	8 %	3 %	5 %	13 %
Carasent ASA	28,0	139	141	107,2	65,3	55,6	42,9	21,1	15,6		35 %	20 %	24 %	59 %
FormPipe Software AB	27,3	140	145	27,5	23,4	14,2	12,9	3,6	3,3	3 %	9 %	13 %	14 %	23 %
Fortnox AB	367,0	2101	2108	83,6	64,2	67,4	53,9	31,1	24,9	31 %	25 %	37 %	39 %	64 %
F-Secure Oyj	4,0	628	642	26,7	29,9	17,4	18,5	2,9	2,8	0 %	6 %	11 %	9 %	15 %
Heeros Oyj	6,2	27	26		25,6	12,8	12,8	2,8	2,8	1 %	7 %	3 %	9 %	16 %
Leaddesk Oyj*	25,0	115	112	111,9	111,9	55,9	28,0	8,0	4,3	24 %	24 %	5 %	9 %	33 %
Lime Technologies AB (publ)	315,5	411	421	54,8	46,5	37,0	32,9	12,7	10,8	17 %	17 %	23 %	23 %	41 %
Merrell Holding AS	9,9	281	282		76,9	176,5	32,6	8,6	6,5		32 %		8 %	40 %
Qt Group Oyj	50,40	1226	1227	87,7	68,2	75,0	60,7	16,2	13,2	34 %	23 %	19 %	19 %	42 %
Safeture AB*	9,98	24	24					8,7	7,0	17 %	25 %			
Serviceware SE	13,65	143	116		74,6	34,7	21,8	1,5	1,3	12 %	14 %		2 %	17 %
Simcorp A/S	817,00	4375	4440	37,2	31,9	33,1	28,8	9,6	8,8	2 %	10 %	26 %	27 %	37 %
Sinch AB (publ)	1110,00	6470	6396	121,2	63,3	80,5	47,8	8,5	4,9	55 %	73 %	7 %	8 %	80 %
SSH Communications Security Oyj	1,28	48	41			41,2	20,6	3,4	2,7		25 %			
Talend SA	37,45	994	977					4,2	3,7	15 %	13 %			
Talenom Oyj	13,00	555	593	45,6	38,7	25,1	22,0	9,1	7,9	13 %	15 %	20 %	20 %	36 %
TeamViewer AG	38,43	7845	8439	42,3	33,6	34,1	27,1	18,4	15,4	18 %	20 %	43 %	46 %	65 %
USU Software AG	23,20	246	247	46,2	26,0	25,1	18,7	2,3	2,1	9 %	12 %	5 %	8 %	20 %
Varonis Systems Inc	117,11	3158	3068		1355,1		457,6	13,1	10,9	11 %	20 %		1 %	21 %
Vitec Software Group AB (publ)	308,00	886	937	47,2	43,4	22,1	20,1	7,5	6,8	8 %	10 %	16 %	16 %	25 %
<b>Efecte (Inderes)</b>	<b>10,00</b>	<b>62</b>	<b>59</b>	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>	<b>neg.</b>	<b>110,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>6 %</b>	<b>11 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>1 %</b>	<b>11 %</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>91,2</b>	<b>119,7</b>	<b>51,8</b>	<b>52,4</b>	<b>10,4</b>	<b>8,3</b>	<b>18 %</b>	<b>22 %</b>	<b>18 %</b>	<b>17 %</b>	<b>38 %</b>
<b>Verrokkiyhtiöt mediaani</b>				<b>59,3</b>	<b>54,9</b>	<b>35,8</b>	<b>28,0</b>	<b>8,7</b>	<b>6,8</b>	<b>16 %</b>	<b>21 %</b>	<b>16 %</b>	<b>12 %</b>	<b>37 %</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>								<b>296 %</b>	<b>-54 %</b>	<b>-46 %</b>				<b>-70 %</b>

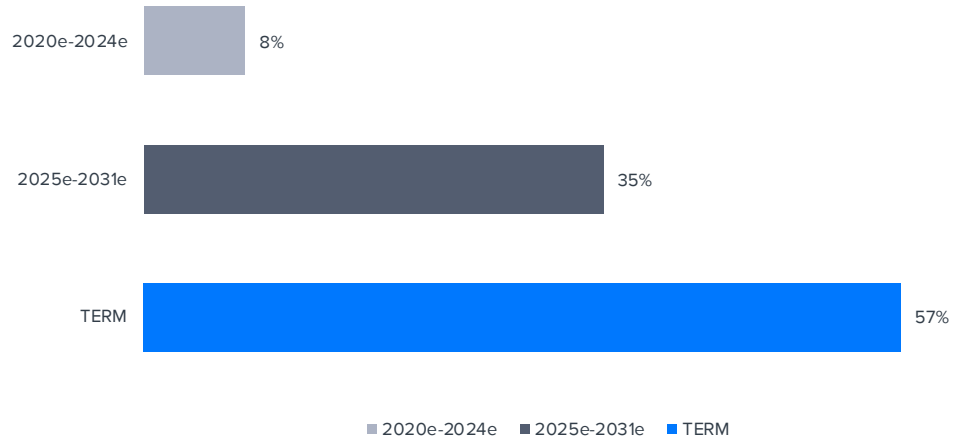
\*Kasvu oikaistuu yrityskauppojen vaikutuksesta

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,5</b>	<b>6,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,3</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,8</b>	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
- Maksetut verot	0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,6	-1,0	-1,6	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	
- 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 muutos	0,6	-0,1	0,1	0,3	0,8	0,8	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	
+/- Muut	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,9	-0,4	-0,3	1,4	2,7	3,7	5,0	6,2	7,0	7,5	8,0	8,4	8,3	
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>37,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		64,8	65,3	65,5	64,4	62,4	59,9	56,8	53,4	49,9	46,5	43,2	40,1	37,3
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>65</b>												
- Korolliset velat		0,0												
+ Rahavarat		3,4												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		0,0												
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>68</b>												
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,1</b>												

## Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,2 %</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
Liikearvo	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,3	0,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>7,5</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,3	2,7	2,8	3,1	3,6
Likvidit varat	4,2	3,4	2,7	2,4	3,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>3,0</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-7,2	-8,6	-9,2	-9,1	-7,8
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	10,6	10,7	10,7	10,7	10,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
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
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,5	4,5	4,8	5,4	6,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,8	0,8	0,5	0,3	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>7,7</b>	<b>7,5</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>

# Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	10,6	12,2	13,8	<b>14,6</b>	<b>16,2</b>	EPS (raportoitu)	-0,15	-0,42	-0,23	<b>-0,10</b>	<b>0,01</b>
Käyttökate	0,3	-2,0	-1,0	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	EPS (oikaistu)	0,01	-0,37	-0,23	<b>-0,09</b>	<b>0,01</b>
Liikevoitto	-0,1	-2,4	-1,4	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	Operat. kassavirta / osake	0,10	-0,28	-0,05	<b>-0,03</b>	<b>0,05</b>
Voitto ennen veroja	-0,8	-2,4	-1,4	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,01	-0,31	-0,14	<b>-0,07</b>	<b>-0,05</b>
Nettovoitto	-0,8	-2,4	-1,4	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	Omapääoma / osake	1,00	0,59	0,37	<b>0,27</b>	<b>0,27</b>
Kertaluontoiset erät	-0,2	-0,3	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	9,3	7,6	7,5	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	Liikevaihdon kasvu-%	28 %	15 %	13 %	<b>6 %</b>	<b>11 %</b>
Oma pääoma	5,6	3,4	2,2	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	Käyttökateen kasvu-%	-38 %	-754 %	-49 %	<b>-91 %</b>	<b>-717 %</b>
Liikearvo	0,1	0,1	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-85 %	-5300 %	-35 %	<b>-62 %</b>	<b>-117 %</b>
Nettovelat	-6,1	-4,2	-3,4	<b>-2,7</b>	<b>-2,4</b>	EPS oik. kasvu-%	-91 %	-7311 %	-38 %	<b>-60 %</b>	<b>-115 %</b>
						Käyttökate-%	2,9 %	-16,3 %	-7,3 %	<b>-0,6 %</b>	<b>3,3 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Oik. Liikevoitto-%	0,4 %	-17,4 %	-10,0 %	<b>-3,6 %</b>	<b>0,5 %</b>
Käyttökate	0,3	-2,0	-1,0	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	Liikevoitto-%	-1,0 %	-19,5 %	-10,1 %	<b>-3,7 %</b>	<b>0,4 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,3	0,4	0,6	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	ROE-%	-26,4 %	-53,6 %	-49,2 %	<b>-30,4 %</b>	<b>4,2 %</b>
Operatiivinen kassavirta	0,6	-1,6	-0,3	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	ROI-%	-3,4 %	-52,7 %	-50,0 %	<b>-28,8 %</b>	<b>4,2 %</b>
Investoinnit	-0,5	-0,4	-0,6	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	Omavaraisuusaste	71,0 %	59,1 %	42,1 %	<b>37,3 %</b>	<b>41,3 %</b>
Vapaa kassavirta	0,1	-1,8	-0,9	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	Nettovelkaantumisaste	-108,6 %	-123,1 %	-159,3 %	<b>-169,1 %</b>	<b>-144,3 %</b>

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
First Fellow Oy	16,9 %	EV/Liikevaihto	2,4	1,5	2,1	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>
Oy Fincorp Ab	13,2 %	EV/EBITDA (oik.)	83,5	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>
Sijoitusrahasto Aktia Nordic Micro Cap	5,4 %	EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>
Mandatum Henkivakuutusyhtiö	4,9 %	P/E (oik.)	>100	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>
Innovestor kasvurahasto	4,8 %	P/B	5,6	6,6	14,8	<b>38,7</b>	<b>37,1</b>
Ilmarinen	4,9 %	Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

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	Tehdyt merkinnät, kpl	Käyttämättömiä	Merkintäaika alkamispäivä	Merkintäaika päättymispäivä
					annettujen optioiden perusteella, kpl		vestautuneita osakkeiden merkintäoikeuksia, kpl		
<b>2011</b>	<b>0,58</b>	<b>130 000</b>	<b>130 000</b>	<b>130 000</b>	<b>390 000</b>	<b>338 895</b>	<b>51 105</b>	<b>15/02/2011</b>	<b>31/12/2020</b>
<b>2015</b>	<b>1,61</b>	<b>135 000</b>	<b>99 000</b>	<b>95 250</b>	<b>277 500</b>	<b>139 000</b>	<b>138 500</b>		
A-optio-oikeudet	1,50	45 000	24 500	24 500	73 500			30/04/2017	31/12/2020
B-optio-oikeudet	1,67	45 000	33 000	33 000	99 000			30/04/2018	31/12/2020
C-optio-oikeudet	1,67	30 000	26 500	26 500	79 500			30/04/2019	31/12/2020
D-optio-oikeudet	3,34	15 000	15 000	11 250	33 750			30/04/2020	31/12/2020
<b>2018</b>	<b>4,97</b>	<b>450 000</b>	<b>450 000</b>	<b>0</b>	<b>450 000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		
A-optio-oikeudet	5,75	170 000	170 000	0	170 000			02/05/2021	31/05/2022
B-optio-oikeudet	4,61	140 000	140 000	0	140 000			02/05/2022	31/05/2023
C-optio-oikeudet	4,39	140 000	140 000	0	140 000			02/05/2023	31/05/2024
<b>Yhteensä</b>		<b>715 000</b>	<b>679 000</b>	<b>225 250</b>	<b>1 125 750</b>	<b>477 895</b>	<b>189 605</b>		

## 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 2015 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 24 500 on jaettu), B-optio-oikeudet: 45 000 optio-oikeutta (joista 33 000 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, C-optio-oikeudet 30.4.2019 ja D-optio-oikeudet 30.4.2020. Hallituksen määrittelemien vestautumisehtojen mukaisesti D-sarjan optioiden vestautumisasteeksi määräytyi 75 %. 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 30.6.2020 mennessä merkitty 139 000 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 euroa/osake ja merkintäaika 2.5.2021-31.5.2022; B optio-oikeudet: 140 000 kpl, joiden merkintähinta on 5,00 euroa/osake ja merkintäaika 2.5.2022-31.5.2023; sekä C-optio-oikeudet: 140 000 kpl, joiden merkintähinta on 4,39 euroa/osake ja merkintäaika 2.5.2023-31.5.2024. A-sarjan optio-oikeudet on jaettu vuonna 2018, B-sarjan vuonna 2019 ja C-sarjan touko-kesäkuussa 2020. Optio-ohjelmaan 2018 liittyy hallituksen määrittelemä osakkeiden omistusvelvoite optionhaltijoille.

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes 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 analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11/03/2019	Lisää	5,40 €	4,70 €
09/05/2019	Lisää	5,40 €	5,00 €
23/08/2019	Lisää	5,20 €	4,90 €
03/10/2019	Lisää	5,20 €	4,92 €
25/03/2020	Vähennä	4,75 €	4,51 €
12/08/2020	Lisää	6,00 €	5,85 €
19/08/2020	Vähennä	7,00 €	6,90 €
07/09/2020	Lisää	8,00 €	7,05 €
27/10/2020	Lisää	9,20 €	8,45 €
03/12/2020	Lisää	11,00 €	10,00 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**