

Basware

Laaja raportti

12/2020

Potentiaali odottaa kuoriutumista

Nostamme Baswaren tavoitehinnan 40,0 euroon (aik. 38,0 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksen. Baswaren raskas transformaatio SaaS/cloud-yhtiöksi on loppusuoralla ja yhtiö on viime vuosien aikana rakentanut onnistuneesti perustaa pitkän aikavälin kannattavalle kasvulle. Basware on myös varmistanut asemansa yhtenä globaaleista johtajista vahvasti kasvavalla pilvipohjaisten verkottuneiden hankinnasta maksuun -ratkaisujen markkinalla. Markkinan kasvupotentiaali yhdistettynä ennustettavaan ja skaalautuvaan liiketoimintamalliin tarjoaa huomattavan pitkän aikavälin potentiaalin. Näkyvää kasvun kiihtymistä joudutaan kuitenkin odottamaan lähivuosien johtuen koronasta ja Baswaren kehitysvaiheesta, minkä takia lyhyen aikavälin odotukset on syytä pitää maltillisina.

Basware on muuntautunut yhdeksi johtavista toimijoista hankinnasta maksuun -pilviohjelmistoissa

Basware on muuntautunut viimeisen vuosikymmenen aikana perinteisestä lisenssiohjelmistoyhtiöstä yhdeksi maailman johtavista pilvipohjaisten, verkottuneiden hankinnasta maksuun -ratkaisujen tarjoajista. Baswaren vahvuudet ovat erityisesti sen avoimessa laskunvälitysverkostossa ja ostolaskujen käsittelyn automatisaatiassa. Baswaren noin 5 miljardin euron kohdemarkkina on yhtiön kokoon nähden suuri ja pilvipalveluiden yleistymisen sekä automatisaation myötä sen kokonaiskasvun odotetaan olevan noin 10 % vuodessa. Nuoren markkinan kilpailukenttä on vielä hajanainen, mutta mittakaavaetujen myötä markkina todennäköisesti keskittyy muutamille johtaville toimijoille seuraavan vuosikymmenen aikana.

Sisäinen iskukunto alkaa viimein löytyä

Baswaren transformaatio kertalicenssimallista pilvipohjaiseen SaaS-malliin on ollut haastava ja kestänyt yli 10 vuotta. Nyt Basware on selkiyttänyt rakenteitaan ja tuonut strategiaan merkittävästi lisää kurinalaisuutta ja fokusta. Strategia on siirtynyt optimointivaiheeseen, jossa avaintemana on kannattava kasvu. Baswaren uusi johto on saanut tämän osalta hyviä tuloksia aikaan, mistä osoituksena tuntuva kannattavuuskäännä tänä vuonna. Mielestämme perusta kannattavalle kasvulle alkaa olla nyt kunnossa, mutta tekemistä on vielä paljon etenkin myyntikanavan kehittämisen osalta, ennen kuin näemme kasvussa selkeää kiihtymistä.

Kasvupotentiaalın ja SaaS-mallın hyötyjen realisoituminen edellyttää myynnin ja käyttöönottojen vauhdittamista

Baswaren liiketoimintamalli tarjoaa sijoittajalle kiinnostavan yhtälön, sillä jatkuviin tuottoihin nojaavan kasvun lisäksi yhtiön asiakkuuksien elinkaaren odotettu arvo ylittää 7-kertaisesti asiakashankinnan kustannukset. Skaalautuvuuden hyödyt saadaan kuitenkin vasta kasvun ja mittakaavaetujen kautta, ja ne edellyttävät hyvin etupainotteisia panostuksia. Lisäksi Baswaren kokonaisliikevaihdon kasvua ja kannattavuutta heikentää muutaman vuoden ajan vielä vanhan on-premise ohjelmiston tuottojen lasku. Arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuosittain 2-12 % vuosina 2020-2023, missä odotuksena noin 14 % vuotuinen cloud-kasvu. Oikaistun liikevoiton arvioimme nousevan 9 %:iin vuonna 2023.

Nykyinen arvostus vaatii tuekseen onnistumisia

Ennusteoletuksillamme Baswarella on matkaa vielä 3-4 vuotta ennen kuin kokonaiskasvu- ja kannattavuusluvut ovat tasolla, joilla yhtiön profiili sijoittajien silmissä kääntyy selkeämmin transformaatiota tekevästä yhtiöstä kannattavan kasvun SaaS-yhtiöksi. Mikäli yhtiö onnistuu tässä muutoksessa, tullaan osakkeelle hyväksymään todennäköisesti selvästi nykyistä (2020e EV/S 4,1x) korkeampi arvostus. Nykyinen arvostus ennakoi kuitenkin jo onnistumista, eikä riskikorjattu tuotto ole näkemyksemme mukaan riittävän houkutteleva positiivisen suosituksen perustelemiseksi.

Analytytikot

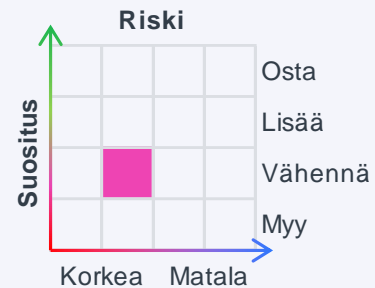


Antti Luuro
+358 50 571 4893
antti.luuro@inderes.fi



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

Suositus

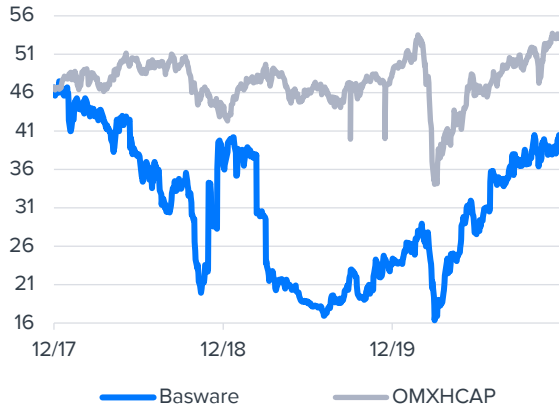


Vähennä
(aik. Vähennä)
40,00 EUR
(aik. 38,00 EUR)
Osakekurssi:
39,75

Avainluvut

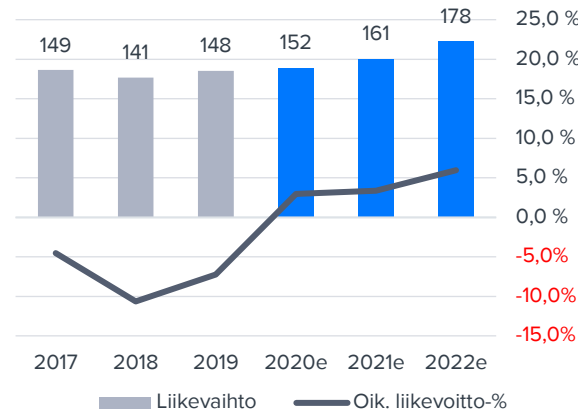
	2019	2020e	2021e	2022e
Cloud-tilaukset	23,7	18,4	25,1	28,7
kasvu-%	10 %	-22 %	36 %	15 %
Cloud-liikevaihto	101,4	110,4	122,8	141,3
kasvu-%	13 %	9 %	11 %	15 %
Liikevaihto	148	152	161	178
kasvu-%	5 %	2 %	6 %	11 %
EBIT oik.	-10,8	4,5	5,4	10,6
EBIT-% oik.	-7,3 %	3,0 %	3,4 %	6,0 %
Nettotulos	-23,5	-7,3	-5,2	0,1
EPS (oik.)	-1,37	-0,48	-0,33	0,04
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	>100	59,1
EV/Liikevaihto	2,7	4,1	3,9	3,5

Osakekurssi



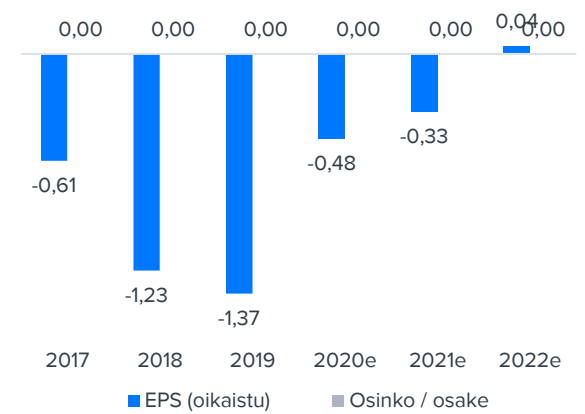
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostus

- Tulospohjaisista kertoimista ei tukea osakkeelle
- Liikevaihtoon suhteutettu arvostus kireä
- Arvostus herkkä muutoksille kasvussa ja hyväksyttävissä arvostustasoissa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-15
Markkinat ja kilpailukenttä	16-20
Strategia	21-22
Historiallinen kehitys	23-24
Ennusteet	25-31
Sijoitusprofiili	31-33
Arvonmääritys	34-37
Taulukot	38-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Basware lyhyesti

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

Yksinkertaistaen Baswaren ohjelmiston keskeisimpiä hyötyjä asiakkaille ovat verkkolaskutukseen pohjautuva ostolaskujen digitalisointi ja sen päälle rakentuva laskujen käsittelytyön automatisointi.

1985

Perustamisvuosi

2000

Listautuminen

153 MEUR (3 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020e

+15 % 2015-2020e

Cloud-liikevaihdon keskimääräinen kasvu

20,8 / 5,2 MEUR (13,6 % / 3,4 % lv:sta)

Oikaistu käyttökate / oikaistu liikevoitto 2020e

1323

Henkilöstö Q3/2020 lopussa

73 %

Cloud-liikevaihdon osuus liikevaihdosta 2020e

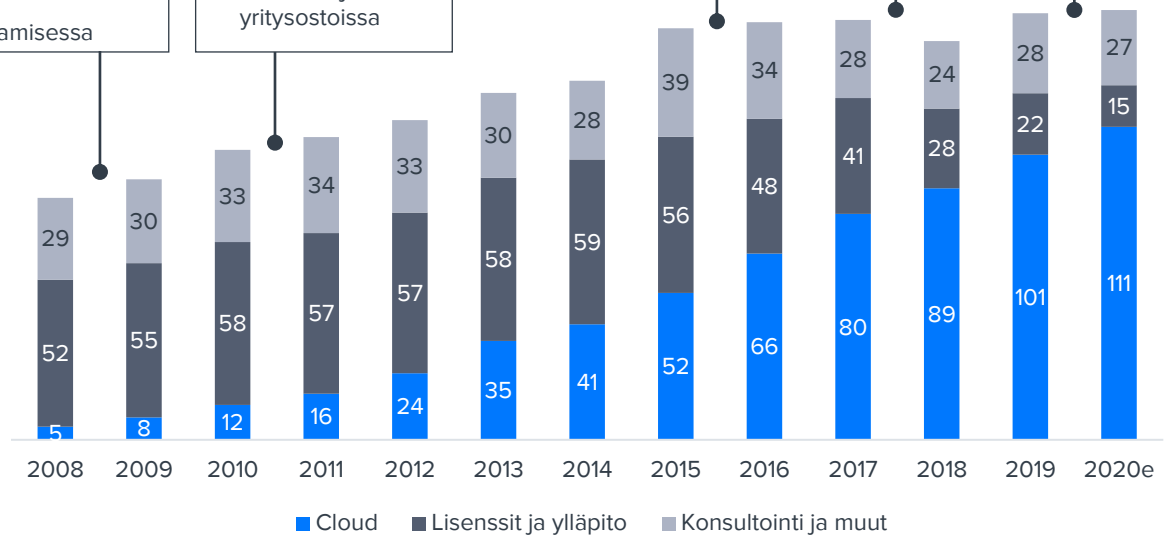
- Toimitusjohtajan vaihdos, johtoryhmän koko pienemmäksi ja kokoonpanoon muutoksia
- Tuoteportfoliota konsolidoidaan ja tuotekehitystä kohdennetaan tarkemmin pitkän aikavälin strategiaan tuotteisiin ja palveluihin
- Fokus Cloud-kasvun, kannattavuuden ja katteiden optimoinnissa
- Kannattavuuden kääntyminen positiiviselle trendille

- SaaS-pohjaisten liiketoimintojen kasvu alkaa Automatisointi-palvelut nimellä
- Fokus SaaS-kasvun kiihdyttämisessä ja verkkolaskutuksen peiton laajentamisessa

- Uudistettu strategia, tavoitteet ja toimitusjohtajan vaihdos
- Fokus kansainvälisessä kasvussa ja yritysostoissa

- Yhtiö jää kasvutavoitteistaan
- Toimitusjohtajan vaihdos ja lähes kokonaan uusi johto
- Fokus Cloud-kasvun kiihdyttämisessä ja toiminnan tehokkuuden parantamisessa

- Yhtiö myi ei-strategiset liiketoiminnot
- Cloud-tuottojen kasvutavoitteita tarkennettiin alaspäin ja jatkettiin vuoteen 2022



Tarjonnan elementit



Hankinnasta maksuun (P2P) -ohjelmistoratkaisut



Analytiikka



Basware Network -verkosto



Konsultointi- ja implementointipalvelut

Liiketoimintaidea

Basware on maailman johtava verkottuneiden hankinnasta maksuun- ja verkkolaskuratkaisujen.

- Baswarella on maailman suurin avoin yritysverkosto
- Baswaren transformaatio kohti cloud-yhtiötä on loppusuoralla
- Kohdemarkkinan koko on noin 5 miljardia euroa vuositasolla
- Baswaren yritysverkosto yhdistää yli 1,5 miljoonaa ostajaa ja toimittajaa noin 175 maassa

Myyntikanavat



Oma myynti
~70 %



Kumppani-
vaikutteinen myynti
30 %

Kilpailu

Globaalit

SAP Ariba

coupa

Alueelliset

JAGGAER

GEP

ESKER

ivalua

Paikalliset

DETERMINE

ZYCUS

+ lukuisia muita toimijoita

Kumppanuudet

Suuret liiketoimintakonsultit

Jälleenmyynti, ulkoistussopimuspartnerit



Teknologiakumppanit

SCANMARKET dun & bradstreet

Sievo SirionLabs

...



Cloud-tuotteet
(2020e)



SaaS
39 %



Transaktio-
palvelut
31 %



Muut cloud
tuotteet
3 %

Maantieteellisesti

(2020e)



Amerikat
23 %



Eurooppa
34 %



Pohjoismaat
37 %



APAC
6 %

Kustannusrakenne



Myynti ja markkinointi
(27 %
kustannuksista)



Myytjien suoritteiden
kulut
(45 %)



Tutkimus- ja tuotekehitys-
kulut
(18 %)



Hallintokulut
(10 %)



Muut kulut
(1 %)

1323 hlö (Q3/2020e)
156 m€ (2020e)

Cloud-liikevaihto & "vanha"-liikevaihto (2020e)



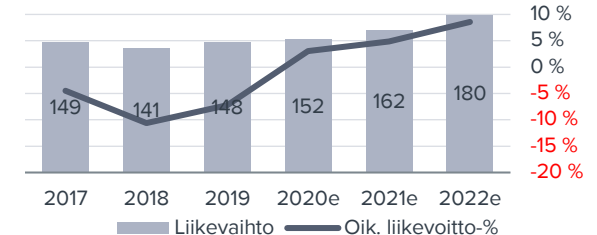
73 %



10 %

Tulovirrat

Liikevaihto 152 m€
EBIT (oik.) 4.6 m€
(2020e)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Basware on globaalisti johtava verkottuneiden hankinnasta maksuun (P2P) -ratkaisujen toimittaja

Basware on vuonna 1985 perustettu globaalisti toimiva ohjelmistoyhtiö, joka kehittää koko hankinnasta maksuun (P2P, Procure-to-Pay) -prosessin kattavaa pilvipohjaista ohjelmistoa, laskujen, sekä tilausten ja tietojen välittämiseen suunnattua globaalia liiketoiminta-verkosta. Hankinnasta maksuun (P2P) -prosessi kattaa kaikki vaiheet tuotteen tai palvelun tilauksesta lopulta maksua vaille käsiteltyyn ostolaskuun lasti.

Baswaren juuret ovat syvällä yritysten taloushallinnon ja toimitusketjun datavirtojen automatisoinnissa. Basware tunnetaan edelläkävijänä erityisesti ostolaskujen automaattisten käsittelyratkaisujen, verkkolaskutuksen ja hankintajärjestelmien toimittajana. Baswarelle on kehittynyt sen pitkän historian, yritystojen sekä laajan ja vakiintuneen asiakaskunnan myötä syvällistä osaamista P2P-prosessien hallinnasta ja digitalisoinnista, vahva markkina-asema, sekä maailman laajin yritysten välinen liiketoimintaverkko Basware Commerce Network. Baswaren ohjelmistoratkaisu on nimetty viime vuosina alansa maailmanlaajuisesti johtajaksi tai visionääriksi useiden analyysitalojen, kuten Forrester ja Gartner toimesta.

Baswaren toiminta-ajatuksena on auttaa organisaatioita digitalisoimaan ja yksinkertaistamaan toimintaa, tehostamaan kustannusten hallintaa ja optimoimaan taloudellisten resurssien käyttöä. Baswaren visio on tarjota maailman parhaat verkottuneet hankinnasta maksuun (P2P) ohjelmistoratkaisut. Baswaren ratkaisujen avulla organisaatiot voivat mm. 1) luoda yhteyden asiakkaisiin ja toimittajiin Basware Networkin kautta; 2) hallita varojensa käyttöä hankinnasta maksuun -ratkaisujen ja palvelujen avulla; 3) optimoida

kassavirtaa lisäarvopalveluiden avulla.

Muuntautuminen pilviyhtiöksi loppusuoralla

Basware on läpikäynyt monen muun ohjelmistoyhtiön tapaan jo vuosikymmenen ajan voimakasta transformaatiota perinteisestä lisenssipohjaisesta mallista ohjelmistomarkkinoita valloittavaan pilvipalvelupohjaiseen, jatkuvia palveluita tarjoavaan liiketoimintamalliin (SaaS-malli). Transformaatiovaihe on loppusuoralla ja yhtiötä voidaan pitää liiketoimintamalliltaan jo lähes puhtaana SaaS-yhtiönä, jonka kokonaisliikevaihdon kasvua vanhan liiketoimintamallin tuottojen hiipuminen heikentää oleellisesti enää muutaman vuoden. Transformaatiota kuvaa hyvin se, että vuosina 2015-2020e Cloud-liikevaihto on kasvanut 15 % vuosittain, kun kokonaisliikevaihdon kasvu on jäänyt 1 %:iin.

Baswaren ja toimialan transformaatiota ajaa uuden sukupolven pilvipohjaisten ohjelmistoratkaisujen yleistymisen lisäksi liiketoimintojen digitalisoituminen, automatisaatio, sekä julkisen hallinnon sähköisen maksuliikenteen ja taloudellisen raportoinnin yleistymistä edistävät toimet. Verkkolaskutuksen asiantuntijaorganisaation Billentisin mukaan verkkolaskutuksen käyttöasteella mitattuna murros on edennyt pisimmälle Pohjoismaissa, jossa se oli vuonna 2019 jo yli 40 %. Toimialan suurimmilla markkinoilla USA:ssa, Saksassa, Ranskassa ja UK:ssa verkkolaskutuksen käyttöaste on kuitenkin vielä matala, arviolta 20-40 %.

Baswaren mukaan jokainen organisaatio voisi hyötyä yhtiön ratkaisusta, ja siksi yhtiö on arvioinut globaalin markkinapotentiaalinsa kokonaisarvoksi 15 mrd. euroa vuositasolla ja nykyisten kohdemarkkinoiden kokonaisarvoksi noin 5 mrd. euroa.

Valtaosa liiketoiminnasta pilvipalveluita

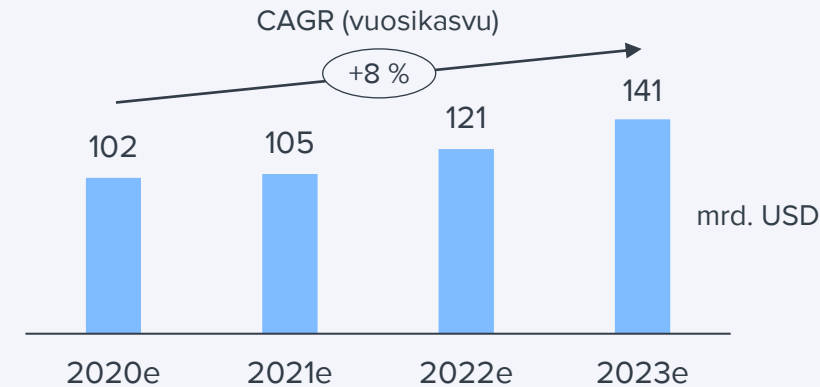
Baswaren liikevaihto liikkuu tällä hetkellä noin 152 MEUR:n kokoluokassa. Pääosan yhtiön liikevaihdosta (>70 %) muodostaa pilvipalveluina tarjottavat hankinnasta maksuun ohjelmistot (SaaS) ja pilvipohjaiset transaktiopalvelut. Liiketoimintamallin transformaation myötä väistymässä oleva lisenssipohjainen ohjelmistomyynti, niiden ylläpitomaksut sekä lisenssimyynti muodostavat enää alle 10 % liikevaihdosta. Basware ei enää päivitä lisenssi-pohjaisia ohjelmistojaan ja myy lisenssejä nykyisin enää muutaman jälleenmyyjän kautta. Basware on tänä päivänä jo suhteellisen puhdasverinen SaaS-ohjelmistoyhtiö, mikä tekee yhtiön sijoitusprofiilista mielenkiintoisemman.

Baswarella on toimipisteet 14 maassa, mutta yhtiön tarjoaman verkoston kautta yhtiön palveluita on tarjolla yli 100 maassa. Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä noin 1320 henkeä Pohjoismaissa, Euroopassa, Amerikassa ja Aasian/Tyynenmeren alueella. Baswaren henkilöstöstä noin 15 % työskentelee myynnissä ja markkinoinnissa, noin 33 % tuotekehityksessä, tuotannossa ja tuotteissa, noin 43 % konsultointipalveluissa ja noin 11 % hallinnossa.

Baswaren kasvu on asiakkuuksien elinkaaren ajalta saatavan tuottoon nähden erittäin kannattavaa, mutta pitkistä myyntisykleistä, asteittaisesta käyttöönotosta ja SaaS-mallille tyypillisistä, tuottoihin nähden voimakkaan etupainotteisista myynti- ja markkinointipanostuksista johtuen yhtiön kannattavuus seuraa perässä viiveellä. Baswaren tulevien vuosien haasteena on kumppanien roolin kasvattaminen myynnissä ja käyttöönotoissa, oman myyntityön skaalautuvuuden parantaminen ja käyttöönottojen tehostaminen.

Basware on myynyt ohjelmistoa pääasiassa SaaS-mallilla vuodesta 2013

Kansainvälisen SaaS-ohjelmistojen markkinan odotetaan kasvavan selvästi lähivuosina



Lähde: Gartner

SaaS-mallin erot perinteiseen (On-Premise¹) ohjelmiston toimitusmalliin

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

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

Lähde: Inderes, Gartner

SaaS-mallin hyödyt 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)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Cloud-tuotot pääosassa

Baswaren liikevaihto jakautuu kolmeen pääkategoriaan:

- 1) **Cloud-liikevaihtoon** (73 % liikevaihdosta),
- 2) **Konsultointiin**, (18 %) ja
- 3) **Legacy-liikevaihtoon**, (10 %)

Näistä Cloud-liikevaihto on voimakkaasti kasvavaa ydinliiketoimintaa, jota Konsultointi tukee. Legacy-liikevaihto koostuu Baswaren ja toimialan transformaation myötä supistuvista lisenssipohjaisen liiketoimintamallin tuotoista.

1) SaaS: 39 % 2020e liikevaihdosta (‘19: 33 %)

SaaS-tuotot koostuvat pilvipalveluina tarjottavien hankinnasta maksuun -ratkaisujen käyttömaksuista. Nämä ovat useiden vuosien mittaisista ensimmäisistä sopimuskausista ja korkeasta liiketoimintakriittisyydestä johtuvasta asiakassuhteen toistuvuudesta johtuen luonteeltaan hyvin ennakoitavia ja jatkuvia tulovirtoja. SaaS-maksut laskutetaan asiakkailta kuukausittain tai kasvavissa määrin vuosittain etukäteismaksuina. SaaS-liikevaihdon ajureita ovat SaaS-lisenssin uusmyynti, vanhojen asiakkuuksien laajennukset, SaaS-lisenssimaksujen korotukset, ja asiakaspoistuma (churn). Vanhojen lisenssipohjaisten ylläpito-asiakkuuksien konvertointi SaaS-asiakkaiden ei enää merkittävässä määrin tue SaaS-kasvua.

Baswaren SaaS-liikevaihto on kasvanut viime vuosina vahvasti (CAGR 2015-2020e +32 %). Arviomme mukaan Suurin osa SaaS:n kasvusta syntyy uusmyynnistä. Asiakaspoistuma on ollut Baswaren mukaan viime vuodet pientä (n. 5 %).

1) Transaktiopalvelut: 31 % 2020e (32 %)

Transaktiopalveluiden tuotot muodostuvat Baswaren verkon kautta välitettyjen tapahtumien maksuista, verkon käytön tilausmaksuista, skannaus- ja tulostuspalveluista sekä verkoston palveluiden avausmaksuista). Kasvua ajaa pääasiassa uusasiakasmyynti ja vanhojen asiakkuuksien laajentuminen. Transaktiopalvelut ovat luonteeltaan pääosin toistuvaa volyymeihin sidonnaista liikevaihtoa, mutta koronan aikana tuotot heikkenivät väliaikaisesti taloudellisen aktiviteetin ja sitä seuranneen transaktiovolyymien laskun takia. Baswaren arvion mukaan noin 30 % tästä liikevaihdosta perustuu jatkuviin tilauksiin ja 70 % transaktiovolyymiin. Segmentin liikevaihto on ollut pääasiassa uusmyynnin kasvun myötä vahvassa kasvussa viime vuosien aikana (CAGR 2015-2020e +7 %).

1) Muu cloud-liikevaihto: 3 % 2020e (3 %)

Muuhun cloud-liikevaihtoon sisältyy muut cloud-pohjaiset tilausmaksut ja rahoituspalveluiden tuotot. Arviomme mukaan muu cloud-liikevaihto on myös pääosin toistuvaa liikevaihtoa. Muu cloud-liikevaihto on ollut melko voimakkaassa laskussa viime vuosien aikana (CAGR 2015-2020e -15 %), mikä johtuu pääasiassa Ison-Britannian julkisen sektorin palveluiden tuottojen laskusta.

2) Konsultointipalvelut: 18 % 2020e (17 %)

Konsultointipalvelut -liikevaihtoerän tuotot muodostuvat Baswaren ohjelmistoratkaisujen käyttöönottoa ja käyttöä tukevista palveluista. Palvelut ovat pääosin projekteista koostuvaa kertaluonteista liikevaihtoa, jonka kasvua ajaa SaaS-palveluiden käyttöönottojen määrä ja vanhojen asiakkuuksien laajentuminen.

Konsultointipalveluiden liikevaihto on ollut laskussa viimeisten vuosien aikana (CAGR 2015-2020e -6 %). Laskuun on vaikuttanut talousohjaus- ja maksuliikenneliiketoimintojen myynti alkuvuonna 2018, mikä Baswaren mukaan vaikutti osaltaan vuoden 2018 palveluliikevaihdon 15 % laskuun vertailukaudesta. Laskuun on vaikuttanut orgaanisesti lisenssipohjaisten tuotteiden konsultoinnin vähentynyt tarve, sekä Baswaren päätös tukea konsultoinnilla asiakkaiden transformaatiota pilveen. Samalla käyttöönottoja standardoimalla konsultointi on tehostunut ja konsulttien määrä on laskenut. Baswarella on ollut historiallisesti haasteita pitää konsultointi kannattavana, mutta tilanne on parantunut vuosina 2019-2020.

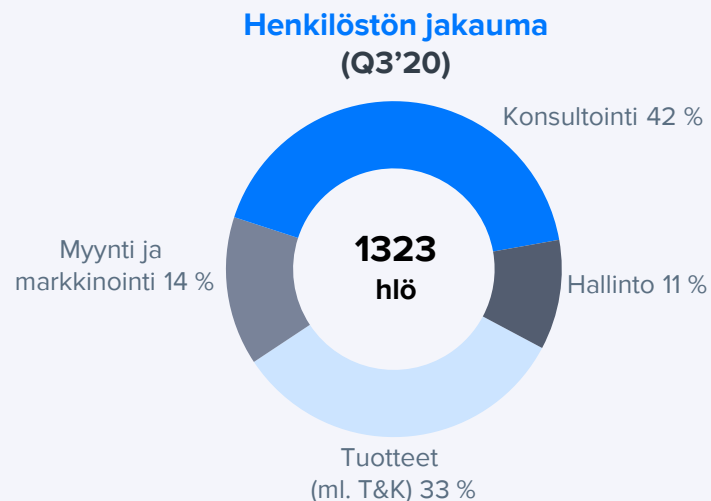
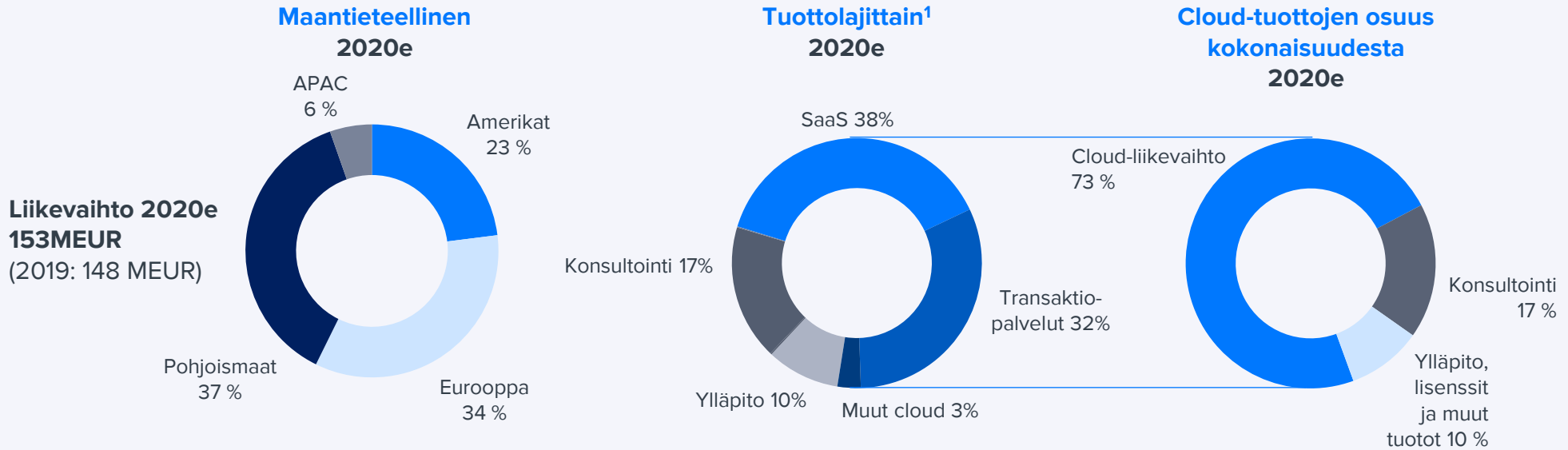
3) Ylläpito: 10 % 2020e (2019: 14 %)

Ylläpito käsittää kertalicensseinä myytyjen ohjelmistoratkaisujen ylläpitosopimuksista syntyvät tuotot. Ylläpito tuotot ovat luonteeltaan toistuvaa ja hyvin ennustettavaa tulovirtaa. Ylläpitoliikevaihto on ollut voimakkaassa laskussa viimeisten vuosien aikana (CAGR 2015-2020e -19 %). Tuottojen laskua ajaa yhtiön transformatio cloud-malliin ja on premise -ohjelmistojen kertalicenssin uusmyynnin väistyminen tämän muutoksen tieltä.

3) Lisenssimyynti: 0 % 2020e (2019: 1 %)

Lisenssimyynti käsittää Baswaren on-premise kertalicensseinä myytyjen legacy-ohjelmistojen kertaluonteiset tuotot. Basware ei enää päivitä on-premise -ohjelmistoaan ja lisenssin myynti on käytännössä viime vuosina tyrehtynyt SaaS-ohjelmistoon siirtymisen takia. Kertalicenssejä myydään vanhoille legacy-asiakkaille enää muutaman jälleenmyyjän kautta.

Baswaren liiketoimintamalli



Liikevaihtotyypit

Cloud-liikevaihto

SaaS

Pilvipalveluina tarjottavien hankinnasta maksuun -ratkaisujen käyttömaksut.

Transaktiopalvelut

Baswaren verkon käyttömaksut.

Muu cloud-liikevaihto

Muut cloud-pohjaiset tilausmaksut ja rahoituspalveluiden tuotot.

Konsultointipalvelut

Baswaren ohjelmistoratkaisujen käyttöönottoa ja käyttöä tukevat palvelut.

Ylläpito, lisenssit ja muut tuotot

Ylläpito

Kertalicensseinä myytyjen ohjelmistoratkaisujen ylläpitosopimuksista syntyvät tuotot.

Lisenssit

Kertalicenssipohjaisten ohjelmistojen myyntituotot.

Muut ei-cloud tuotot

Muut liiketoiminnan tuotot

¹ Lisenssitulot ja muut ei-cloud tuotot raportoidaan erikseen, mutta muodostavat alle 0,2 % kokonaisuudesta

Lähde Basware, Inderes

SaaS/Cloud-mittarit avaavat Baswaren liiketoiminnan terveyttä

Cloud-liikevaihdon kasvun ajurit

Cloud ARR (Vuosittain toistuva liikevaihto)

Vuotuisiksi tuotoiksi muutettu jatkuva Cloud-liikevaihto. Jatkuvana liikevaihtona madaltaa Baswaren riskitasoa.

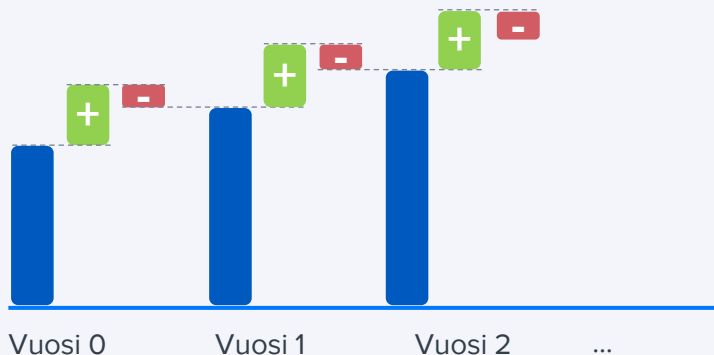
Cloud-ARR tilauskertymä

Vuotuisiksi tuotoiksi muutettujen jatkuvien Cloud-tuottojen brutto-tilauskertymä, joka realisoituu liikevaihdoksi asteittain käyttöönottojen edetessä noin 3 vuoden kuluessa. Sisältää SaaS-tuotot ja arvion tulevista transaktio-palvelujen määrästä. Lukuun lasketaan uudet asiakkaat sekä nykyisten asiakkaiden laajennukset ja hinnannostot. Luku on mittari ennakoimaan lähivuosien Cloud-liikevaihdon kasvua.

Churn

Päättyneiden asiakassopimusten tai hinnanalennusten vaikutus vuotuisen jatkuvaan Cloud-liikevaihtoon (ARR). Baswarella tämä on tyypillisesti ollut n. 5% Cloud-liikevaihdosta, mikä on nähdäksemme varsin hyvä taso.

Cloud-liikevaihdon muodostuminen



Tilauskertymän siirtyminen liikevaihdoksi

Vuosi 0	~25 %
Vuosi 1	~55 %
Vuosi 2	~15 %
Vuosi 3	~5 %

Kasvuinvestointien takaisinmaksu

LTV/CAC-luku

Asiakkuuden odotetun elinkaaren aikaisen tuoton ja asiakkuuden hankinnan välinen suhdeluku. Luku kertoo kuinka moninkertaisena kasvuun investoitu raha (myynti ja markkinointikulut) tienataan takaisin (asiakkaan elinkaaren aikana tuottama kate).

Baswarella luku on noin 7x, mikä on erinomainen taso. Kasvuinvestointeja hidastaa kuitenkin selvästi takapainoisesti kertyvä takaisinmaksu, mikä johtuu asiakkaiden pitkistä elinkaaresta (noin 20 vuotta, liikevaihdolla mitattuna noin 5 % asiakaspoistumaa per vuosi), pitkistä myyntisykleistä (noin 1 vuosi) ja hitaista käyttöönotoista (noin 3 vuotta täyteen potentiaaliin).

LTV = asiakkuuden elinkaaren aikainen tuotto

CAC = asiakkuuden hankinnan kustannus

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Päätuotteet

Baswaren päätuote on hankinnasta maksuun - prosessin hallintaan suunnattu pilvipohjainen ohjelmisto Basware Purchase-to-Pay (P2P). Tähän on yhdistetty myös useita erikseen käyttöön otettavia lisäarvopalveluita, kumppanien ohjelmisto-laajennuksia sekä avoin Basware Network -verkosto.

Hankinnasta maksuun -ohjelmistoratkaisu

Baswaren P2P-ohjelmistoratkaisua voidaan hyödyntää usean itsenäisen, mutta toisiinsa integroitujen ohjelmistoratkaisun kautta. Näistä tärkeimmät ovat:

1) Laskujen automatisaatio. Ratkaisulla voidaan muun muassa sähköistää ostolaskujen käsittely, automatisoida laskujen käsittelyprosessit, tehostaa prosessien läpimenoaikoja ja vähentää kustannuksia.

2) Sähköisten hankintojen hallinta. Ratkaisulla voidaan muun muassa luoda sähköisiä markkina-paikkoja/itsepalvelu-portaaleja hankinnoille, automatisoida hankintojen hyväksymisprosessi, tilausten luonti- ja vastaanotto-prosessi sekä tilausten seuranta ja maksuprosessi.

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

Verkosto

Baswaren ratkaisujen ytimessä ja ohjelmistoista saatavan lisäarvon mahdollistajana on Baswaren hallinnoima maailmanlaajuinen yritysten välinen

verkosto. Baswaren avoin verkosto yhdistää yli 1,5 miljoonaa ostajaa ja toimittajaa kaikkiaan yli 100 maassa. Lisäksi Baswaren verkosto on yhteydessä yli 220 kumppanin verkostoon.

Verkosto mahdollistaa muun muassa ostotilausten ja laskujen sähköisen lähettämisen ja vastaanottamisen, toimittajatietojen hallinnan, yhteydenpidon yritysten välillä ja automatisoitujen ohjelmistoratkaisujen käyttöönoton.

Palvelut

Ohjelmistoratkaisujen käytön ja myynnin tueksi Basware tarjoaa käyttöönotto-, konsultointi-, koulutus- ja integrointipalveluita Baswaren ratkaisuille sekä asiakkaiden palvelu- ja prosessimalleja tehostavia palveluita.

Kumppaniratkaisu (Ekosysteemi)

Basware on lisännyt panostuksia ohjelmistonsa rajapintojen avaamiseen (Open API), minkä tavoitteena on laajentaa Baswaren ohjelmistoa (Application Partner Ecosystem) tuomalla ulkopuolisten toimittajien laajennukset tarjolle täydentämään Baswaren ohjelmistoa. Kumppaniratkaisu mahdollistavat Baswarelle kattavamman tarjonnan kevyemmillä omilla kehityskuluilla.

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Basware myy ohjelmistoratkaisujaan pääosin oman myyntikanavan kautta. Jälleenmyyjien ja yhteistyö-kumppaneiden vaikutuksella tapahtuvan myynnin (~30% vuonna 2020) määrää on tarkoitus kasvattaa pidemmällä aikavälillä. Esimerkiksi Baswaren kansainvälisellä kilpailijalla Coupalla tämä osuus on jopa 80 prosenttia. Yhteistyökumppaneina ovat tällä hetkellä muun

muassa PwC ja KPMG. Basware on lisäksi sopinut yhteistyösopimuksia, joiden kautta IT-palvelutalot, kuten CGI, voivat tarjota Baswaren ohjelmistoja osana palveluitaan tai toimia Baswaren ohjelmiston integraattoreina.

Baswaren henkilöstöstä (noin 1320 hlö) noin 14 % työskentelee myynnissä ja markkinoinnissa. Tuotteiden yhteenlaskettu myynti- ja käyttöönottosykli on pitkistä myyntiajoista (1 vuosi) ja suhteellisen raskaasta ja asteittaisesta käyttöönotosta (tyypillisesti noin 2-3 vuotta) melko pitkiä (noin 4 vuotta). Asiakkaiden tarpeiden kartoitus vaatii usein useita tapaamisia ja asiakkailla on jo käytössään aiemman sukupolven ratkaisuja, jotka ovat kriittisiä asiakkaan liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta. Tyypillisesti asiakkaalle implementoidaan ensin yhdelle markkinalle tai liiketoiminta-alueelle ohjelmistoratkaisu, jota laajennetaan muilla palveluilla ja laajemmalle organisaatioon.

Baswaren avainasiakkaiden tilauksen vuosilaskutuksen arvo on keskimäärin noin 0,25 MEUR. Maksun suuruus määräytyy P2P-ratkaisuissa tyypillisesti yksiköiden lukumäärän ja transaktioiden määrän perusteella. Uusiasiakkaan tyypillisen ensimmäisen sopimuskauden kesto on noin 3-5 vuotta, minkä jälkeen sopimukset jatkuvat toistaiseksi voimassaolevina. Maksut veloitetaan asiakkailta kuukausittain tai kasvavissa määrin vuosittain etukäteismaksuina arvioidun käyttömäärän perusteella.

Baswaren ratkaisu kattaa koko hankinnasta maksuun (P2P)-prosessin

Baswaren ohjelmistoratkaisun visualisointi



Ratkaisun käyttöesimerkki

- 1** • Yrityksen hankinnoista vastaavat henkilöt ovat tehneet **sopimukset sopivien toimittajien ja valikoimien osalta**.
- 2** • Etsittyään sopivan tuotteen **työntekijä tekee tilauksen Baswaren ratkaisuun integroidusta verkkokaupasta**. Tilaukselle varmistetaan tarvittava esimiehen hyväksyntä.
- 3** • **Ratkaisu lähettää tilauksen sähköisesti valitulle toimittajalle**, joka kuittaa tilauksen vastaanotetuksi, antaa arvion toimitusajasta ja lähettää tilauksen.
- 4** • **Tilaja vastaanottaa tilauksen ja hyväksyy laskun**.
- 5** • **Lasku täsmäytetään automaattisesti tilaukseen ja lähetetään maksujärjestelmään** maksettavaksi sovituin maksuehdoin.
- 6** • **Lasku täsmäytetään automaattisesti tilaukseen ja lähetetään maksujärjestelmään** maksettavaksi sovituin maksuehdoin.
- 7** • **Lasku täsmäytetään automaattisesti tilaukseen ja lähetetään maksujärjestelmään** maksettavaksi sovituin maksuehdoin.
- 8** • **Hankinnoista kertyvää data analysoidaan**, ja tarvittaessa päivitetään toimittajavalikoimaa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Asiakaskunta ja maantieteellinen jakauma

Baswarella on asiakkaana yli 2500 suurta yritystä sekä julkisen sektorin organisaatiota. Asiakaskunnasta löytyy laaja-alaisesti eri toimialojen yrityksiä ja ohjelmisto skaalautuu toimialariippumattomasti. Yritysten koon suhteen Basware on nykyisin keskittynyt erityisesti suurten yhtiöiden palvelemiseen, mutta historiallisista syistä johtuen yhtiöllä on myös paljon keskisuuria asiakkaita.

Maantieteellisesti liikevaihdosta noin 37 % syntyy tällä hetkellä Pohjoismaista. Muut päämarkkina-alueet ovat Eurooppa 34 %, Amerikat 23 % ja APAC 6 %.

Henkilöstön rakenne ja kasvu

Baswaren johdossa on tapahtunut viime vuosina paljon muutoksia. Puolet Q4/18 johtoryhmän jäsenestä on enää mukana Q3/20:n 8-henkisessä johtoryhmässä. Vuonna 2019 uusi toimitusjohtaja nimitettiin johtoryhmän sisältä. Käsityksemme mukaan nykyisen strategiavaiheen edellyttämään johtoryhmään on nyt saatu avainpaikat täytettyä.

Baswarella työskenteli Q3/2020 lopussa 1323 henkilöä. Henkilöstön määrä on pysynyt vuoden 2019 tasolla. Myynti- ja palveluhenkilöstön ja ulkomaantoiminnoissa työskentelevien määrä on kasvanut viime vuosina selvästi, kun yhtiö on uudistanut palvelu- ja organisaatiomalliaan ja kasvattanut nopeimmin kasvavien markkinoiden henkilöstöresursseja.

Toiminnoittain henkilöstöstä työskenteli Q3/2020 14 % myynnissä ja markkinoinnissa, 33 % tuotekehityksessä, tuotannossa ja tuotteissa, 42 % konsultointipalveluissa sekä 1 % hallintotehtävissä.

Tuotekehitys

Baswaren tuotekehityspanostukset ovat olleet noin 15-20 % liikevaihdosta viimeisten vuosien ajan. T&K-panostusten osuus suhteessa liikevaihtoon on ollut loivassa laskussa, kun ratkaisut ovat saavuttaneet kypsempään vaiheeseen ja yhtiö on keskittänyt suurempiin yksiköihin. Lisäksi Baswaren legacy-tuotteen tuki lopetettiin ("end of life") ja viimeisetkin resurssit siirrettiin Cloud-tuotteen kehitykseen vuoden 2019 lopussa. Basware tekee tällä hetkellä pääosan tuotekehityksestä omalla henkilöstöllä. Yhtiö on aktivoinut taseeseen viime vuosina noin 30 % T&K-kuluista, ja niiden tasearvo oli vuoden 2019 lopussa noin 26 MEUR eli noin 13 % taseesta. T&K-aktivointien poistot ovat vuositason olleet noin 5-7 MEUR, eli noin 3-5 % liikevaihdosta.

Liiketoiminnan skaalautuvuus

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

SaaS-/cloud-mallilla toimivien yhtiöiden elinkaaren alkuvaiheessa, ja erityisesti nopean kasvun vaiheessa skaalautuvuus ei kuitenkaan tyypillisesti heijastu vielä täysimääräisesti SaaS-yhtiöiden suhteelliseen kustannustasoon ja tuloskehitykseen, mikä selittyy 1) SaaS-tuottojen ja kassavirran kertymisellä tasaisesti yli ajan, 2) kasvuun ja palveluiden kehitykseen ja ylläpitoon

liittyvien panostusten voimakkaalla etupainoisuudella ja 3) vanhojen asiakkuuksien hitaasti yli ajan tapahtuvalla kasvulla. Lisäksi Baswaren tapauksessa skaalautuvuutta on heikentänyt useiden vuosien ajan vanhan liiketoimintamallin tuottojen hiipuminen sekä paperisten laskujen käsittelyn merkittävä osuus transaktiopalveluiden tuotoista.

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

Baswaren vuoden 2018 CMD:llä antaman arvion mukaan yhtiö pystyy nostamaan pääasiassa skaalautuvuuden kautta kokonaisbruttokate-%:n lähivuosina noin 55-60 %:n ja cloud-bruttokate-%:n 67-72 %:iin. Arvioimme Baswaren pääsevän tähän tavoitetasolle jo vuonna 2020. Baswaren kokonaisbruttokate-% on ollut nousutrendillä vuoden 2017 49 %:sta vuodelle 2020 ennustammaamme 56 %:in. Cloudissa vastaava nousu on ollut noin 60 %:sta noin 68 %:in. Cloud-tuottojen skaalautuvuutta ajaa erityisesti pilvikapasiteetikustannusten yksikkökustannusten lasku. Lisäksi Basware näkee SmartPDF AI-ratkaisun ajurina paperisten laskujen käsittelymäärien laskulle. Tämä nostaa bruttokate-%:a, sillä niiden skaalautuvuus ja kannattavuus on huomattavasti vastaavia sähköisiä menetelmiä heikompi.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

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

Baswaren liiketoiminnan skaalautuvuuden rajoittavana tekijänä on kasvuvaiheessa ja tulee olemaan keskipitkällä aikavälillä myyntikanavan kattavuus ja asiakashankinnan resurssit, joiden rakentaminen vaatii vielä merkittäviä

etupainotteisia kulupanostuksia. Baswaren myynti- ja markkinointikulujen suhde suhteessa yhtiön Cloud-liikevaihtoon on liikkunut viime vuosina noin 35-45 %:n tasolla. Pitkällä aikavälillä myös myynnin ja markkinoinnin kulujen pitäisi skaalautua merkittävästi, kun myynnin tehokkuus kasvaa skaalan myötä, asiakkuuksien tukeen liittyvät palvelut monistuvat ja kumppanien rooli myynnissä kasvaa. Lisäksi vanhojen asiakkuuksien laajentuminen vaatii uusasiakkuuksiin nähden vähemmän myyntipanostuksia. Arvioimme, että skaalautumisvaiheessa (2025-) Baswaren myyntipanostusten suhde voisi laskea 25-30 %:iin Cloud-liikevaihdosta.

Tuottojen näkyvyys ja jatkuvuus

Jatkuvien ohjelmistopalveluiden (SaaS) ja cloud-tuottojen kertyminen seuraa tyypillisesti viiveellä

myyntipanostusten kasvua, mutta pitkien ensimmäisten sopimuskausien (3-5) tarjoaman näkyvyyden vuoksi myyntipanostusten takaisin saamiseen liittyy vain vähän riskejä. Lisäksi vaativista käyttöönottoprosesseista ja mittavista integraatioista johtuen sopimukset uusitaan usein ensimmäisen sopimuskauden jälkeen.

Baswaren ratkaisut kohdistuvat asiakkaiden liiketoimintakriittisiin osiin, mikä nostaa kynnystä lopettaa palvelun käyttö tai vaihtaa palveluntarjoajaa toiseen. Baswaren liiketoimintamallissa jatkuvuutta luo osaltaan myös verkoston asiakas- ja transaktiomäärien myötä tapahtuva laajentuminen, joka nostaa asiakkaiden saamia verkostohyötyjä, kuten datan lisäarvoa.

Baswaren cloud-liiketoimintamallin skaalautuvuuden havainnollistus

	Kasvuvaihe (2020-2022)	Skaalautuvuuden ajurit	Skaalautumisvaihe (2025-)
Cloud bruttokate-%	68-74 %	+ Tuotannon yksikkökustannukset laskevat + Paperisten transaktioiden määrä laskee	>75 %
T&K-kulut %-cloud-liikevaihdosta	15-25 %	+ Tuotteen kypsyyssaste nousee + T&K resurssien tehokkuus kasvaa	10-15 %
Myynti- ja markkinointi %-cloud-liikevaihdosta	30-45 %	+ Myyntipanostusten tehokkuus kasvaa niiden skaalan mukana + Tukipalvelut monistuvat - Asiakaspoistuma kasvaa	25-30 %
Hallintokulut %-cloud-liikevaihdosta	10-15 %	+ Kiinteät liiketoiminnan kulut skaalautuvat	5-7 %
Cloud EBIT-%	-20 % - +5 %		> 20 %

Jatkuvuuden ajureita Baswaren SaaS-mallissa

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

Markkinat ja kilpailukenttä 1/3

Pääkohdemarkkinana kokonaisarvoltaan suuri

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

Baswaren arvion mukaan ja olettaen 100 prosenttinen P2P-ohjelmistojen ja verkkojen käyttöönottoaste, nykyiset markkinat ja nykyisten asiakkaiden keskimääräinen liikevaihto, on yhtiön potentiaalinen kohdemarkkina kokonaisuutena vuositasolla arvoltaan noin 15 mrd. euroa, josta tämän hetkisillä arvioiduilla käyttöönottoasteilla Baswaren nykyinen kohde-markkinan arvo muodostaa noin 5 mrd. euroa. Basware arvioi kokonaismarkkinan arvoksi noin 5mrd. Euroa myös kaksi vuotta aiemmin vuonna 2018.

Markkina painottuu arvoltaan ja kasvupotentiaaliltaan Pohjois-Amerikkaan, joka muodostaa Forresterin (2016) mukaan noin 60 % Baswaren suurimpien P2P-markkinoiden arvosta. Euroopan osuus on Forresterin arvion mukaan noin 31 %, Pohjoismaiden 6 % ja Australian noin 4 %. Vaikka raportti on jo vanha, sen näkemys markkinan painotuksesta Pohjois-Amerikkaan on edelleen pätevä.

Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

Forresterin vuonna 2017 tekemän arvion mukaan Baswaren kohdemarkkina, eli digitaalisten P2P-ratkaisuiden markkina kasvaa noin 11 % vuositasolla. Myös Gartner (2018) on antanut saman suuntaisen arvion P2P-ohjelmistojen kasvusta (+10 % vuodessa). Viimeisimpänä MarketWatchin (08/2020) arvion mukaan P2P-ratkaisujen markkina kasvaa noin 9 %

vuodessa vuoteen 2026 asti.

Toimialan kasvua ajaa siirtymä pilvipalveluihin, verkkolaskutus, automaatio ja tekoäly. Perinteisen P2P-prosessin modernisointiin ja digitalisointiin mahdollistamalla tuottavuuden nostolla pystytään saavuttamaan yrityksissä ja julkisella sektorilla 1) merkittäviä kustannussäästöjä, 2) tehostamaan henkilöstö- ja taloudellisten resurssien käyttöä, sekä 3) parantamaan näkyvyyttä toiminnan kehitykseen.

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

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

Siirtymä pilvipalveluihin on vasta alussa

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

on ottanut käyttöön pilvipohjaisen P2P-ratkaisun.

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

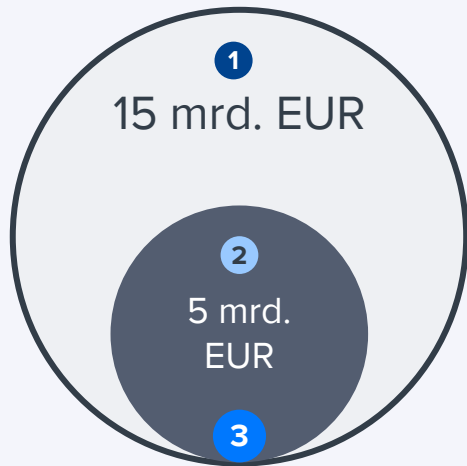
Arvioimme, että muiden ohjelmistomarkkinoiden tapaan siirtymä joustavuutta, kustannustehokkuutta ja skaalautuvuutta parantaviin pilvipalveluihin jatkuu voimakkaana seuraavan 5-10 vuoden ajan. Yleisesti SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen globaalit markkinat ovat kasvaneet viime vuosina voimakkaasti. Esimerkiksi Gartner ennustaa SaaS-ohjelmistomarkkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 8 % vuodessa vuoteen 2023 mennessä.

Kumppanien rooli tulee nähdäksemme kasvamaan

Basware tarjoaa sovelluskumppaniensa kautta lisää helposti yhteensopivia ratkaisuja ohjelmistoonsa, ja uskomme kolmannen osapuolien ohjelmistoratkaisujen kasvattavan rooliaan P2P-arvoketjussa. P2P-arvoketjussa on hyvin laajasti katettavia alueita, ja yksittäisen yhtiön kyky tuottaa erinomainen ratkaisu jokaiseen ongelmaan on nähdäksemme rajattu.

Baswaren kohdemarkkina on suuri ja sen kasvulla useita ajureita

Baswaren arvioitu markkinapotentiaali



Markkinan arvioitu kasvu ~10 %/vuosi
(Forrester, Gartner, MarketWatch)

- 1 Baswaren arvio kohdemarkkinoiden potentiaalisesti koosta olettaen 100 %:n käyttöönottoaste.
- 2 Baswaren arvio kohdemarkkinoiden tämän hetkisestä koosta olettaen nykyisten käyttöönottoasten olevan noin 10-50 % markkinasta riippuen.
- 3 Baswaren liikevaihto nyt noin 150 MEUR, eli noin 2-3 % kokonaismarkkinasta.

Kysynnän kasvujureita

Megatrendit

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

Toimialatrendit

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

Markkinat ja kilpailukenttä 2/3

Kilpailukenttä on kokonaisuutena pirstalainen

Baswaren kilpailukenttä on kokonaisuutena hyvin pirstaleinen, vaikka omalla fokusalueellaan yhtiö pääasiallisesti kilpailee vain muutamaa toimijaa vastaan. Yksittäisillä markkinoilla, toimialaratkaisuissa tai kokoluokaltaan pienemmissä ratkaisuisissa vastassa voi kuitenkin olla kymmeniä kilpailijoita. Kilpailutilanne riippuukin lähinnä siitä, miten laajasta ratkaisusta, markkina-alueesta tai asiakassegmentistä kulloinkin puhutaan. Toimialan pirstaloituneisuutta kuvaa se, että yhtenä johtavana toimijana Baswarenkin osuus arvioidusta kokonaismarkkinasta vain noin kolme prosenttia. Seuraavan vuosikymmenen aikana kilpailukenttä tulee todennäköisesti keskittymään skaalaetujen myötä muutamalle johtavalle toimijalle, mikä tekee toimialasta kiinnostavan.

Kilpailukentän jakautuminen

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

Suuryrityksille ja julkisille organisaatioille, joiden hankintojen arvo on useita satoja miljoonia euroja vuositasona ja erityisesti epäsuoriin kuluihin liittyvien transaktioiden määrä suuri, on P2P-ohjelmistojen rooli liiketoimintakriittinen ja investoinneista saatava hyöty merkittävä. Tämä segmentti muodostaa arvioimme mukaan merkittävän osan markkinan arvosta ja nykyisestä kasvusta. Suuryhtiöt hankkivat useimmiten laajasti koko P2P-prosessin kattavia ja monipuolisia toiminnallisia ratkaisuja tarjoavia ohjelmistoratkaisuja, jotka voidaan integroida laajasti erilaisiin taustajärjestelmiin. Tämä on Baswaren kaltaisten markkinajohtajien näkökulmasta houkuttelevin segmentti, sillä kilpailukenttä rajautuu usein vain 3-5 toimijaan ja markkina on suuri.

P2P-ohjelmistomarkkinan asiakasmäärältään suurin volyyymi on arvioimme mukaa markkinan keskimmissä osissa, jotka käsittävät keskisuuret yhtiöt. Tällöin asiakastarpeet eivät ole niin laajoja, tarve monipuolisille toiminnallisuuksille on vähäisempi ja asiakkaan kyky investoida järjestelmiin on rajallisempi. Tässä kohderyhmässä tarve tehostaa ja automatisoida toimintaa lisääntyy jatkuvasti kasvun ja digitalisoitumisen myötä, mutta asiakkaiden tarpeet voidaan pääosin kattaa hyvin standardoidulla, laaja-alaisesti eri toiminnallisuuksia tarjoavalla ohjelmistolla. Baswaren näkökulmasta tämä segmentti on myös kiinnostava, sillä yhtiön ratkaisujen kilpailukyky on laajemmasta kilpailijoiden määrästä huolimatta vahva. Rajallisten resurssien vuoksi Basware on kuitenkin keskittynyt omassa myyntikanavassaan suurempiin asiakkuuksiin, joihin Baswaren ostolaskujen automaatioon liittyvät kilpailuedut purevat parhaiten. Keskisuuret asiakkuudet hoidetaan pääosin kumppanimyyntikanavan kautta.

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

Kilpailijat

Gartnerin vuonna 2020 julkaiseman P2P-ratkaisujen Magic Quadrant -raportin perusteella Baswaren kokonaisratkaisulle voidaan nimetä tällä hetkellä noin 13 merkittävän kokoista kilpailijaa, joista pääosa on yhdysvaltalaisia ohjelmistotaloja. Gartner on nimennyt toimialan johtaviksi (Leaders) toimijoiksi pelkästään yhdysvaltalaisia yhtiöitä: listayhtiö Coupan (2020e liikevaihto noin 490 MUSD), SAP:n, pääomasijoittajayhtiöisen JAEGGERin, Ivaluan ja GEP:in. Basware on aiemmin ollut Leaders-kategoriassa, mutta putosi vuoden 2020 listauksessa Visionary-kategoriaan erityisesti liittyen heikokseen asiakaspalautteeseen. Muut toimialan merkittävät kilpailijat ovat Gartnerin mukaan Oracle, Baswaren ostoa 2018 harkinnut ja myöhemmin keskusteluista vetäytynyt Tradeshift, Medius (Wax Digital), SynerTrade, PROACTIS, Zycus, Esker ja Mercado Eletrónico.

Forrester on nimennyt omassa eProcurement-yhtiöitä käsittelevässä raportissaan (Q4/2019) Baswaren "Leaders"-kategoriaan yhdessä Coupan ja Ivaluan kanssa, mutta yhtiön arviota ei ole päivitetty vuonna 2020.

Basware-sijoittajan kannalta keskeisin seurattava kilpailija on Coupa, joka on keskittynyt Baswaren kanssa pitkälti samaan asiakassegmenttiin. Coupan kasvu on viime vuosina ylittänyt selvällä marginaalilla Baswaren cloud-liikevaihdon kasvun, mitä selittää arvioimme mukaan yhtiön selvästi Baswarea aggressiivisemmat panostukset myyntiin ja markkinointiin, huomattavasti vahvempi kumppanimyyntikanava, yrityskaupat sekä Baswarea suurempi suhteellinen liikevaihdon osuus voimakkaasti kasvavilla Pohjois-Amerikan markkinalla. Coupan ohjelmisto on myös selvästi vahvempi hankintojen puolella, mikä on Pohjois-Amerikassa yleinen tapa aloittaa P2P-ohjelmiston käyttö.

Kilpailukenttä ja kilpailutekijät

Baswaren kilpailukenttä P2P-markkinalla



Baswaren kilpailutekijät

- + Johtava tuote ostolaskujen (Procure to Pay) käsittelyssä ja automaatiassa
- + Tuotteen sopivuus globaaleille multi-ERP asiakkaille
- + Kattava kokonaisratkaisu
- + Globaalisti johtava **markkina-asema** ja laajin avoin verkosto
- + **SaaS/Cloud-malli**
 - Haastajan asema suurella **Pohjois-Amerikan** markkinalla ja siellä usein kysytyn hankinta-puolen toiminnallisuudessa (Procure to Pay)
 - Tuotteen kilpailijoita **heikompi asema kumppanimyyntikanavissa**
 - Kilpailijoita **heikompi asiakastyytyväisyys**
 - **Resurssirajoitteet** investoinneissa
 - **Kilpailijoita heikompi käyttöönottojen tehokkuus** johtuen keskittymisestä monimutkaisempiin asiakkuuksiin

Markkinat ja kilpailukenttä 3/3

Baswaren vahvuudet

Baswaren keskeisimmät vahvuudet ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Tuote.** Baswaren toimialatuntemus ja teknologinen osaaminen on yhtiön pitkän historian kautta toimialan kärkeä. Yhtiö on nimetty sekä Gartnerin että Forresterin raporteissa yhdeksi alansa johtavista toimijoista. Baswarella on fokusalueellaan johtava tuote ostolaskujen (Procure to Pay) käsittelyssä ja automaatiassa, ja ratkaisu tukee globaalien multi-ERP -järjestelmiä käyttävien asiakkaiden tarpeita. Baswaren ratkaisu kattaa laaja-alaisesti koko P2P-prosessin arvoketjun. Basware on yksi harvoista toimijoista, joka pystyy digitalisoimaan ja automatisoimaan myös paperisten laskujen ja tilausten käsittelyn. Yhtiön ratkaisu on integroitavissa satoihin ERP-järjestelmiin ja mahdollistaa kaiken kokoisten toimittajien liittämisen verkkoon.
- **Markkina-asema.** Baswaren markkina-asema ja tunnettuus on kaikilla päämarkkinoilla vahva ja vakaa. Yhtiön avoin verkkolaskuverkosto on laajuudeltaan, liitettävyydeltään ja käyttömääriltään maailman johtava. Tietyillä toimialoilla, kuten autoteollisuudessa, terveydenhuollossa, valmistusteollisuudessa ja rakentamisessa yhtiön verkko on globaalisti kattavin.
- **SaaS/Cloud-malli.** Baswaren liiketoimintamalli on transformoitu jo lähes kokonaan SaaS/Cloud-malliin, mikä tuo yhtiölle etua suhteessa perinteisellä mallilla toimivia yhtiöitä vastaan. Lisäksi yhtiön vanhan kertalisenssipohjaisen asiakaskannan konvertoiminen cloud-malliin tuo lisää ennustettavuutta ja vakautta liiketoimintaan.

Baswaren heikkoudet

Baswaren keskeisimmät haasteet ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Haastajan asemassa Pohjois-Amerikassa:** Baswaren markkina-asema ei ole historiallisista syistä johtuen yhtä vahva kuin pääkilpailijoilla Pohjois-Amerikassa, joka on kooltaan maailman suurin hankinnasta maksuun -markkina. Lisäksi Baswaren tuote ei ole kilpailijoiden tasolla Hankintoihin-painottuvien asiakastarpeiden ratkaisussa, mikä on Pohjois-Amerikassa hyvin yleinen asiakastarve.
- **Kumppanimyynti:** Basware on pyrkinyt jo useita vuosia kasvattamaan kumppanimyyntikanavan merkitystä, mutta kumppanivaikutteisen myynnin osuus on vasta 30 % kokonaisyhteistyöstä. Kilpailijoilla, erityisesti Coupalla, on jo vahva jalansija kumppanikanavissa (jopa 80 % myynnistä kumppanivaikutteista).
- **Asiakastyytyväisyys:** Baswaren asiakastyytyväisyys on ollut markkinaraporttien mukaan viime aikoina vaihtelevaa, joskin Basware on tunnistanut alueen yhdeksi viidestä tärkeimmästä kehitysprioriteetistaan.
- **Resurssit:** Vaikka Basware on johtava toimija alallaan, on arviomme mukaan usealla yhtiön kilpailijalla käytössään suuremmat organisatoriset ja rahoituskelliset resurssit.
- **Heikompi tehokkuus käyttöönotoissa:** Konsultointipalveluiden kannattavuuden kanssa on ollut pitkään haasteita, ja Baswaren tuotteen käyttöönotot kestävät varsin pitkään johtuen keskittymisestä monimutkaisempiin asiakkuuksiin

Konsolidaatio

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

Arviomme mukaan Basware itse keskittyy lähivuodet nykyisen toimintansa tehostamiseen. Yhtiö on jo fokusoitunut vahvasti hankinnasta maksuun -ratkaisuihin ja erityisesti maksupuolen ratkaisun kilpailukyvyyn säilyttämiseen, joten emme odota Baswaren tekevän lähivuotena merkittäviä divestointeja.

Läheisin esimerkki toimialan konsolidaatio-aktiiviteetista saatiin marraskuussa 2018, kun Baswaren yhdysvaltalainen kilpailija Tradeshift lähestyi Baswarea keskusteluilla mahdollisesta ostotarjouksen, mistä se vetäytyi helmikuussa 2019. Vaikka kyseiset keskustelut kariutuivat, vastaavat liikkeet ovat näkemyksemme mukaan markkinoilla edelleen mahdollisia lähivuotena.

Strategia

Tekemiseen tuotu fokusta ja kurinalaisuutta

Baswaren strategian ytimessä on ollut läpi koko yhtiön yli 30 vuotisen historian ajan yritysten taloushallinnon ja maksuliikenteen prosessien automatisointi ja ohjaaminen. Viimeisen 10 vuoden aikana yhtiö on strategiassaan tavoitellut globaalisti johtavan aseman saavuttamista verkottuneissa hankinnasta maksuun -ratkaisuisissa. Samanaikaisesti yhtiössä on toteutettu transformaatiota kertalisenssipohjaisesta liiketoimintamallista jatkuviin pilvipohjaisiin palveluihin nojaavaan liiketoimintamalliin (SaaS). Baswaren transformaatio kertalisenssimallista pilvipohjaiseen SaaS-malliin on ollut haastava ja kestänyt yli 10 vuotta. Transformaatio on kuitenkin nyt edennyt liikevaihdolla mitattuna loppusuoralle (pilvipalvelutuotot n. 3/4 liikevaihdosta). Lisäksi Basware on siirtynyt laajentumishakuisesta strategiasta kohti fokusoidumpaa strategiaa ja ”optimointivaihetta”, jossa tavoitellaan kannattavaa kasvua nykyisellä portfoliolla ja jo avatuilta markkinoilta.

Perusta luotu, seuraavaksi optimoidaan koneisto kasvukuntoon

Baswaren johdon mukaan yhtiöllä on merkittävä pitkän ajan globaali markkinapotentiaali (15 mrd. euroa). Tavoitteena on vahvan markkina-aseman, skaalautuvan pilvipohjaisen liiketoimintamallin, sekä korkeaa lisäarvoa tuottavien ratkaisujen avulla olla markkinaosuudeltaan suurin verkottuneiden hankinnasta maksuun -palvelujen tarjoaja suurissa Euroopan maissa ja johtava toimija Yhdysvaltain markkinoilla. Uusia merkittäviä maantieteellisiä avauksia ei tarvita, sillä yhtiöllä on jo jalansijaa avainmarkkinoilla. Basware tähtää strategiassaan skaalautuvaan kasvuun ja kannattavuuteen, paranevaan operatiiviseen tehokkuuteen strategisissa liiketoiminnoissa ja toiminnan yksinkertaistamiseen.

Strategia on aiempaa selkeämpi, sillä se keskittyy nyt

selkeämmin kannattavaan kasvuun olemassa olevilla toimivilla tuotteilla jo valmiiksi avatuilla markkinoilla.

Strategian toteutuksen painopistealueet

Tavoitteiden mukaisen kasvun mahdollistavia tekijöitä ovat Baswaren mukaan 1) uusasiakashankinta, 2) asiakaslaajennukset, 3) ylläpitoasiakkaiden siirtäminen cloud-ratkaisuihin sekä 4) kumppanuudet. Baswaren tärkeimpiä kasvumarkkinoita ovat Yhdysvallat, Iso-Britannia, Saksa ja Ranska, joissa yhtiöllä on matalan markkinapenetraation myötä suurimmat mahdollisuudet saada uusia asiakkaita. Suurin osa myyntipanostuksista suunnataan näille markkinoille.

Basware on määrittänyt vuosille 2020-2022 viisi strategista ”Must-Win” –hanketta, joilla se etenee strategiassaan:

Asiakastyytyväisyys: Baswaren asiakastyytyväisyys on ollut heikompaa kilpailijoihin nähden viime vuosina. Basware panostaa strategiakaudella asiakastyytyväisyyteen koko asiakkaan elinkaaren aikana kattaen kaiken ensikontaktista käyttöönottoon, tuotteen käyttöön ja tukeen.

Käyttöönottoprojektit: Baswaren käyttöönotot ovat varsin pitkiä, ja samalla konsultointitoiminnan kannattavuus on ollut pitkään heikkoa ja jopa tappiollista, mikä on liittynyt konsultoinnin luonteen muuttumiseen ja Baswaren valintaan tukea konsultoinnilla asiakkaiden transformaatiota pilveen. Hankkeen tavoitteena on vahvistaa projektien resursointia, jotta toteutus tapahtuu tehokkaasti ja asiakkaiden muutosohjelmia tukien.

Hankinta-ratkaisu: Baswaren tuotteen vahvuudet ovat pidempään olleet ostolaskujen automaation puolella ja strategiakaudella hankintojen hallinnan ratkaisuun panostetaan lisää. Basware hyödyntää tähän myös kumppaneita ja avoimia rajapintoja, jolloin sen oma hankinta-puolen tuotekehitys saa tukea kumppaneilta.

Kumppanimyynti: Basware keskittyi pidempään lähes puhtaasti oman myyntikanavan kehittämiseen ja yhtiön kumppaniverkosto on esimerkiksi Coupaan nähden kehittymätön (noin 30% myynnistä). Strategiakaudella Basware keskittyy kasvattamaan kumppanimyyntiä ”Sell-With” -mallilla, eli tuomalla ratkaisunsa osaksi kumppaneiden laajempaa tarjontaa.

Asiakkaiden siirtyminen cloud-ratkaisuihin: Baswaren asiakkaiden siirtyminen on-premise -mallista cloud-ratkaisujen käyttäjiksi on jatkunut pitkään, ja nyt tämän muutoksen osalta aletaan olla loppusuoralla. Basware aikoo strategiakaudella viimeistellä nämä Cloud-transformaatiot, ja siirtää resursseja vahvemmin muiden strategisten hankkeiden toteutukseen.

Must-Win -hankkeiden lisäksi Basware on tarkentanut fokustaan, ja määritellyt itselleen selkeämmän idean asiakasprofiiliin, jonka tarpeisiin Baswaren ratkaisu vastaa erinomaisesti. Uskomme tarkennetun kohdennuksen parantavan Baswaren myynnin tehokkuutta lähivuosina.

Strategian rahoitus

Baswaren panostus myyntiin ja markkinointiin maksaa itsensä takaisin viiveellä, ja kasvuinvestoinnit tarvitsevat rahoituksen. Basware saavuttaa ohjeistuksensa mukaan vuonna 2020 positiivisen operatiivisen kannattavuuden (liikevoitto). Baswaren raskas rahoitusrakenne kuitenkin vetää tuloksen tappiolle vuosina 2020-2021. Tulevina vuosina Baswaren täytyy rahoittaa strategiansa toteutusta kassalla sekä samalla uudelleenrahoittaa nykyisiä lainojaan. Negatiivinen kassavirta asettaa rajoitteita Baswaren kykyyn investoida, mutta nähdäksemme tämä on huomioitu tekemällä valintoja lähivuosien panostuksissa.

Baswaren strategian yhteenveto

Kohdemarkkina ja

Baswaren asemoituminen

P2P-ohjelmistojen
markkinan koko **5 mrd.
euroa**

Markkinan kasvu
2020-2023 **n. +10 %
CAGR**

Kasvua tukevat trendit



Digitalisaatio ja
automatisaatio



Kiristynvä
regulaatio



Kestävä kehitys

Kypsä Cloud-
tuote ja johtava
markkina-asema
segmentissään

basware

Strategiset painopisteet

Strategiakauden prioriteetit

- A.** Skaalautuva kasvu ja kannattavuus
- B.** Strategisten liiketoimintojen operatiivisen tehokkuuden parantaminen
- C.** Toiminnan yksinkertaistaminen

“Must-Win” -hankkeet strategiakaudella:

- 1.** Asiakastyytyväisyyden parantaminen
- 2.** Käyttöönotto-kyvykkyyden parantaminen
- 3.** Hankinta-ratkaisun parantaminen kumppanien avulla
- 4.** Kumppanimyyntin kiihdyttäminen
- 5.** Asiakkaiden Cloud-transformaatioiden saattaminen loppuun



**Siirtyminen asteittain kassa- ja
velkarahoituksesta tulorahoitukseen**



**Vahva
kannattavan
kasvun ura**

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

Transformaatio ja tuloskehitys 2015-2019

Baswaren liikevaihto kasvoi vuosittain vain noin 1 %:n vauhtia vuosina 2015-2019 johtuen yhtiön liiketoiminnan läpikäymästä transformaatiosta.

1. **Kasvua on tullut cloud-tuotoista**, jotka ovat kasvaneet keskimäärin 13 % vuosittain.
2. **Laskua on tullut ”vanhan” liiketoimintamallin liikevaihdosta**, keskimäärin -16 % vuosittain.

Yhtiön transformaatiota on aiemmin vauhdittanut cloud-liiketoimintaa tukevat yritysostot ja samalla ei-strategisten toimintojen myynnit. Cloud-tuotot vastasivat Q3'20:lla jo 74 % liikevaihdosta. Cloud-transformaatio ei kuitenkaan ole ollut kivuton ja yhtiö on matkan varrella joutunut useampaan otteeseen tarkentamaan strategiaansa ja keskipitkän ajan tavoitteita alaspäin, mikä on nakertanut sijoittajien luottamusta yhtiöön. Basware on transformaatiossa kuitenkin voiton puolella ja on myynnin ja markkinoinnin osalta valmis painamaan lisää kaasua .

Vuonna 2015 Baswaren liikevaihto oli 143 MEUR ja cloud-liikevaihtoa vastaava liikevaihto vain 55 MEUR tai noin 38 % koko yhtiön liikevaihdosta.

Cloud-tuotot olleet kohtalaisessa kasvussa

Vuodesta 2015 cloud-tuottojen 13 %:n keskimääräistä kasvua on vetänyt niin uusasiakashankinta kun myös ”vanhan”-liiketoimintamallin asiakkaiden siirtymä cloud-ratkaisuihin. Cloud-tuottojen taustalla on erityisesti 33 % vuosittain kasvanut SaaS-liikevaihto ja 8 % vuosittain kasvaneet transaktiopalvelut. Muut Cloud-tuotot ovat laskeneet -15 % vuosivauhtia.

Vanhan liiketoimintamallin lasku painanut lukuja

Vuosina 2015-2019 Baswaren lisenssimyynti on laskenut vuosittain keskimäärin -36 % ja ylläpitotuotot -13 %. Konsultointi on laskenut -7 % vuosittain, mutta

konsultoinnin rooli on samalla siirtynyt painottamaan Cloud-tuotteeseen liittyviä projekteja. Konsultoinnin laskua on ajanut myös liiketoimintojen myynnit.

Kannattavuus on ollut paineessa, mutta paranee

Baswaren käyttökate heikentyi vuosina 2015-2018 johtuen pääasiassa kasvaneista myyntipanostuksista. Basware on myös voimakkaasti uudelleenjärjestellyt organisaatiotaan, mikä on aiheuttanut kertaluonteisia kuluja. Baswaren liikevoitto ennen kertaeriä on ollut 5-11 % tappiolla vuosina 2017-2019. Vuoden 2019 tuottavuusohjelman ja uuden johdon myötä tulos on kuitenkin lähtenyt paranemaan merkittävästi.

Kulurakenne

Tarkastelemme seuraavaksi vuoden 2019 toteutunutta ja vuodelle 2020 ennustamaamme kulurakennetta, koska Baswaren kehitysvaiheen myötä sen kulurakenne muuttuu vauhdilla.

Basware myy ja tuottaa palvelunsa pääosin oman henkilöstönsä kautta. Materiaalit ja palvelut -kuluera on arviolta noin vuonna 2020e (tai 44 % liikevaihdosta, 2019: 48 %), koostuen arviomme mukaan lähinnä pilvioperoinnista sekä asiakastuen ja konsultointipalvelujen henkilökuluista.

Basware panostaa vahvasti kansainväliseen myyntiin cloud-kasvun kiihdyttämiseksi. Kulurakenteesta valtaosa koostuu myynnin ja markkinoinnin kuluista, jotka ovat arviolta 39 MEUR vuonna 2020e (tai 26 % liikevaihdosta, 2019: 30%) ja laskussa edellisvuodesta pandemian vähennettyä etenkin matkustukseen liittyviä kuluja. Tuotekehityskulut ovat vuonna 2020e vajaa 26 MEUR (tai noin 17 % liikevaihdosta, 2019: 18%). Hallinto ja yleiskulut ovat vuonna 2020e noin 14 MEUR (tai noin 9 % liikevaihdosta, 2019: 10%). Lisäksi liiketoiminnan muut kulut ovat vuonna 2020e noin 1 % liikevaihdosta (2019: 3%).

Baswaren poistot ovat vuositasolla noin 16 MEUR ja koostuvat pääosin aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoista. Yhtiö aktivoi edelleen kehitysmenoja (2019: 9 MEUR) ja vuonna 2019 ne olivat linjassa poistojen kanssa. Kuluvana vuonna kehitysaktivoinnit ovat laskeneet hieman.

Tase ja rahoitusasema tukevat suhteellisen hyvin orgaanisen kasvustrategian toteutusta

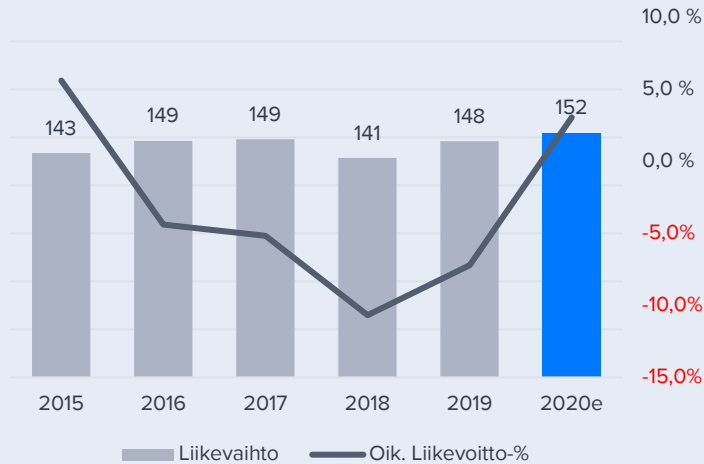
Q3'20 lopussa Baswaren taseen loppusumma oli 225 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin aktivoituista tuotekehitysmenoista syntyneistä aineettomista hyödykkeistä (43 MEUR) ja liikearvosta (77 MEUR). Lisäksi varat sisältävät saamia (36 MEUR) sekä 38 MEUR:n kassan mahdollistamaan myynti ja markkinointipanostusten ylläpitoon ja cloud-kasvun rahoittamiseen.

Vastattavien puolella yhtiön oma pääoma koostuu pääosin SVOP-rahastosta, joka on 110 MEUR koko 85 MEUR:n omasta pääomasta. Baswarella oli Q3'20 lopussa 79 MEUR korollista vierasta pääomaa, minkä lisäksi yhtiölle on kertynyt noin 11 MEUR:on edestä odotettuja lainojen exit-kuluja lainojen tasearvon lisäksi. Exit-kulut liittyvät maaliskuussa 2019 Bregal Milestone LLP:n kanssa sovittuun 45 MEUR:on lainaan, jonka exit-fee on kokonaisuudessaan korkea 18 MEUR:oa mikäli Basware maksaa lainan kokonaisuudessaan laina-ajan päätyttyä syyskuussa 2024. Lähinnä osto- ja sopimusveloista johtuen Baswaren korottomat velat olivat 58 MEUR.

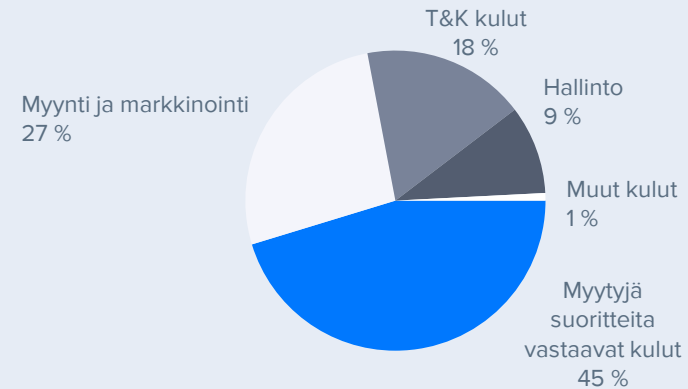
Yhtiön omavaraisuusaste oli Q3'20 lopussa 38 % ja nettovelkaantumisaste 52 %. Arvioimme, että Basware käyttää kassaansa rahoittamaan kasvua, mikä yhdistettynä kasvupanostuksien ja rahoituskulujen takia negatiiviseen tulokseen ja rahavirtaan tulee heikentämään yhtiön omavaraisuutta vielä lähivuosina.

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

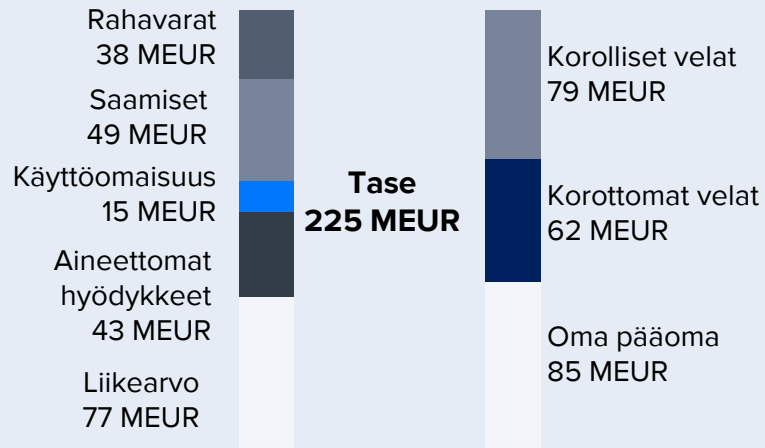
Liikevaihdon ja oik. EBIT-% kehitys



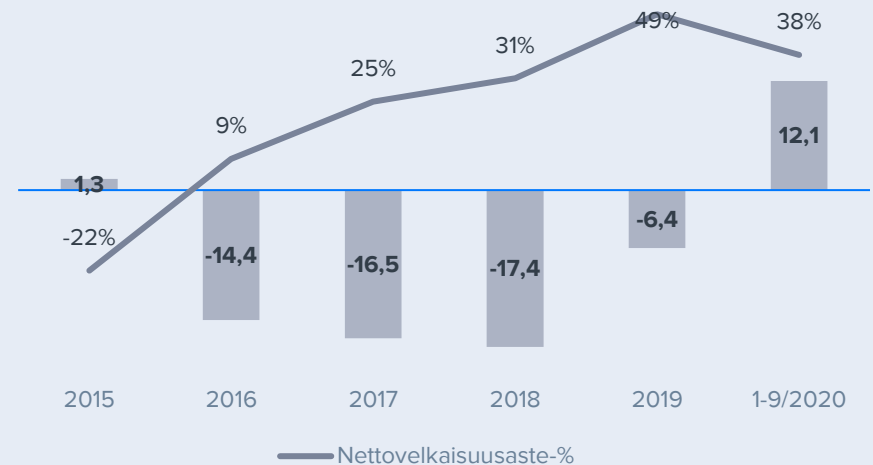
Kulurakenne 2020e



Taserakenne, Q3'2020



Operatiivinen kassavirta investointien¹ jälkeen ja nettovelkaisuusaste



¹ Ilman yrityskauppojen vaikutusta

Lähde: Inderes, Basware

Ennusteet 1/3

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Baswaren kehitystä pääasiassa SaaS-liikevaihdon ja transaktiopalveluiden kautta. Oletamme ennustemallissamme, että Baswaren SaaS-malliin keskittyvän strategian vuoksi Lisenssit sekä Ylläpito -liikevaihtoeiden tuotot tulevat hiipumaan nykyisen strategiakauden (2018-2022) aikana kohti nolaa. Muiden cloud-tuottojen ja konsultoinnin liikevaihdon oletamme pysyvän loivassa kasvussa keskipitkällä aikavälillä.

Ennustamme cloud-liikevaihdon kehitystä:

1) Myynti- ja markkinointikulujen kasvun kautta, joka ajaa liikevaihdon kasvua ennakoivan cloud-tilauskertymän kehitystä,

2) kasvupanostusten tehokkuuden kautta, joka määrittää suhdetta, jolla kasvupanostukset muuntuvat tilauskertymäksi, sekä

3) arvioidun asiakaspoistuman (churn) kehityksen kautta, joka määrittää sitä, kuinka paljon tilauskertymän kasvusta valuu olemassa olevan liikevaihdon tason säilyttämiseen.

Oletamme ennustemallissamme, että myynti- ja markkinointipanostusten määrän kasvu heijastuu pitkistä myyntisykleistä johtuen cloud-tilauskertymän kehitykseen tyypillisesti noin 2-4 neljänneksen viiveellä ja edelleen cloud-tuottojen kasvuun asteittain noin 3 vuoden aikana.

Baswaren tuloksen määrittää käytännössä bruttokatemarginaalin kehittyminen ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso suhteessa liikevaihtoon. Ennustamme mallissamme Baswaren pystyvän

nostamaan cloud-tuottojen bruttokate-%:n parantumisen, kulurakenteen skaalautumisen ja konsultoinnin tehostumisen myötä bruttokatemarginaalia asteittain nykyiseltä noin 55 %:n tasolta noin 70 %:iin pitkällä aikavälillä. Jälleenmyyjien kautta tulevan liikevaihdon merkittävä kasvu voisi kasvattaa bruttokate-%:a korkeammaksikin, sillä jälleenmyyjän myynti raportoidaan liikevaihtoon myyntipalkkiolla vähennettynä (nettomyynti). Baswaren nykyinen liiketoimintamalli nojaa kuitenkin niin vahvasti vielä omaan myyntikanavaan, että ennustamme jälleenmyynnin suhteellisen osuuden jäävän liikevaihdosta matalaksi.

Basware investoi lähivuosina vielä voimakkaasti kasvuun, minkä johdosta yhtiön kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta tulee olemaan lähivuosina vielä korkea ja liikevoittomarginaali pysyy vielä suhteellisen matalana n. 3-5 %:ssa. Kasvujakson jälkeen (2022->) liiketoiminta alkaa kuitenkin mallissamme skaalautua vahvemmin ja liikevoitto-% nousee asteittain noin 20 %:iin vuonna 2027.

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

Ennusteiden ajurit

Kasvatavat Cloud- liiketoiminnot

- + SaaS
- + Transaktiopalvelut

Tukiliiketoiminnot

- + Konsultointi

Taantuvat non-cloud -liiketoiminnot

- Ylläpito
- Lisenssit

Keskeiset ennusteparametrit

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

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/3

Vuosi 2020

Basware ohjeistaa vuodelle 2020 ilman valuuttakurssien vaikutusta orgaanista 3 %:n liikevaihdon kasvua ja 3,5-4,5 MEUR:on liikevoittoa.

Ennustemme ovat varsin linjassa yhtiön ohjeistukseen. Ennustamme vuoden 2020 kokonaisliikevaihdon kasvavan noin 2 % 152 MEUR:oon (2019: 148 MEUR) pääasiassa Saas-tuottojen kasvun seurauksena. Ennustamme vuoden 2020 cloud-liikevaihdon kasvavan noin 9 % 110 MEUR:oon (2019: 101 MEUR). Muiden kuin cloud-tuottojen liikevaihdon odotamme laskevan laskevien lisenssi- ja ylläpitotuottojen myötä 11 % noin 42 MEUR:oon (2019: 47 MEUR).

Ennustemme Baswaren kertaeristä oikaistulle käyttökatteelle on 20,2 MEUR (oik. EBITDA-% - 13,3 %) ja oikaistulle liikevoitolle 4,6 MEUR (oik. EBIT-% 3,1 %). Raportoidun liikevoiton ennusteemme on 4,3 MEUR.

Cloud-liikevaihdon kasvua ennakoivan cloud-tilauskertymän ennustamme laskevan vuoden lopussa 22 % 18,4 MEUR:oon johtuen koronan hidastaman suur-asiakaskysynnän puuttumisesta vuonna 2020. Kasvun ja kannattavuuden (EBIT-%) yhdistelmä Rule of 40 jää vuonna 2020 vielä 5 %:in.

Vuodet 2021-2023

Kasvun kiihdyttämiseksi Basware aikoo lisätä panostuksia myyntiin ja markkinointiin cloud-tilauskannan kasvattamiseksi.

Ennustemme strategiakaudelle ovat jonkin verran konservatiivisempia suhteessa yhtiön tavoitetasoon, sillä haluamme nähdä yhtiöltä vahvempaa etenemistä kumppanimyynnin

kasvattamisessa. Odotamme yhtiön kasvattavan myynti- ja markkinointipanostuksia keskimäärin noin 11 % vuodessa. Kasvupanostukset nostavat ennustemallissamme vuosien 2021-2023 keskimääräisen cloud-liikevaihdon kasvun 14 %:iin vuodessa. Kokonaisliikevaihdon kasvu jää jaksolla ennusteemme mukaan vielä selvästi cloud-kasvua alemmaksi, keskimäärin 10 %:iin, sillä odotamme ylläpitotuottojen osuuden liikevaihdosta laskevan jakson aikana 10 %:sta 4 %:iin ja myös konsultoinnin kasvun olevan cloud-tuottojen kasvua hitaampaa 10 %:in vuositasolla.

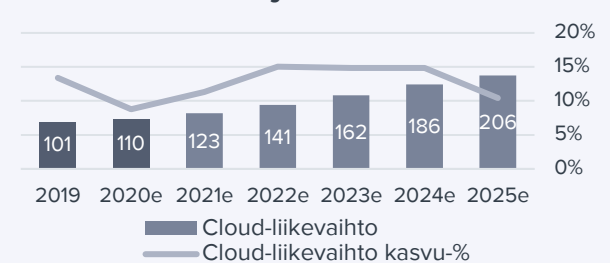
Käyttökate-%:n odotamme olevan jakson alkupuolella 13 %:n tasolla ja nousevan parantuvan bruttokatemarginaalin, kulujen loivan skaalautumisen ja suhteellisesti pienentyvien kasvupanostusten myötä jakson loppupuolella noin 17 %:iin.

Ennusteissamme keskeistä on cloud-tilauskannan kertymä, jonka perusteella voimme ennakoida Baswaren cloud-liikevaihdon kehitystä parin seuraavan vuoden tähtäimellä. Arviomme mukaan Baswaren kasvutavoitteisiin yltäminen vaatisi cloud-tilauskertymään keskimäärin yli 30 %:n vuosikasvua lähivuodet huomioiden tilauskertymän heikentymisen vuonna 2020. Ennustamme cloud-tilauskertymän kasvuksi vuonna 2021 36 %, vuonna 2022 15 % ja vuonna 2023 7 %. Ennusteessamme cloud-tilauskertymän kasvua kiihdyttää ennen kaikkea myyntipanostusten kasvu, mutta odotamme myös myynnin tehokkuuden paranevan asteittain jakson aikana. Kasvun ja kannattavuuden (EBIT-%) yhdistelmä Rule of 40 nousee ennusteessamme 2021-2023 asteittain kohti 20 %:a.

Cloud-tilauskertymä ja kasvu-%



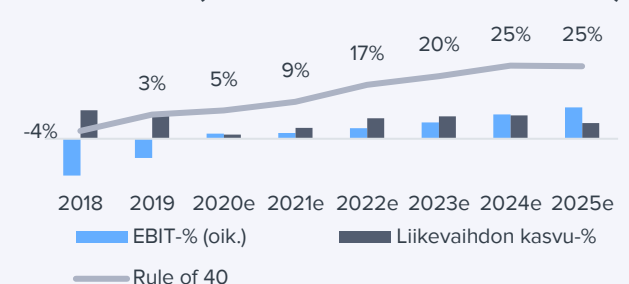
Cloud-liikevaihto ja kasvu-%



Kokonaisliikevaihto ja oik. EBITDA-%



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



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2022 jälkeen ennustemallissamme tilauskertymän kasvu ja liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain vuoteen 2027 mennessä, ikuisuuskasvun ollessa 3 % 2027 lähtien. Mallissamme kasvua hidastaa uusmyynnin kasvuvauhdin hidastuminen, kasvava asiakaspoistuma (churn), sekä pienentyvä olemassa olevien asiakkuuksien laajentuminen. Liikevoitto-% asettuu noin 19 %:n tasolle 2027 eteenpäin. Kannattavuutta nostaa ennusteessamme kiinteiden kulujen skaalautuminen ja suhteellisesti pienentyvät kasvupanostukset. Bruttokate-%:n oletamme nousevan jakson lopulla noin 65 %:iin cloud-liiketoiminnan skaalautumisen ja tuottojen rakenteen parantumisen (paperisten laskujen

käsittely vähenee) sekä konsultoinnin kannattavuuden parantumisen kautta.

Kasvun rahoitus

Oletamme ennustemallissamme, että Basware pystyy rahoittamaan lähivuosien kasvuinvestoinnit nykyisellä kassallaan (2020e: 32 MEUR) ja operatiivisella tulovirralla. Yhtiö on indikoinut, että t&k- ja hallinnon kulujen kasvua voidaan myös hillitä ja ohjata panostuksia enemmän myyntiin ja markkinointiin.

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

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

Strategiakauden (2019-2022) ja pitkän aikavälin ennusteet lukuina

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e->
Cloud-tilausten kasvu-%	10 %	-22 %	36 %	15 %	7 %	6 %	n. 5 %
Cloud-lv kasvu-%	13 %	9 %	11 %	15 %	15 %	15 %	5-10 %
Liikevaihto kasvu-%	5 %	2 %	6 %	11 %	12 %	12 %	3-8 %
Oik. Liikevoitto-%	-7,3 %	3,1 %	3 %	6 %	9 %	13 %	17-19 %
Strategian rahoitus	Rahavarat	Rahavarat	Rahavarat	Rahavarat Tulorahoitus	Tulorahoitus	Tulorahoitus	Tulorahoitus

Ennustemalli

	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Cloud tilauskertymä	3,6	6,1	3,6	5,1	5,3	7,0	5,5	7,3	23,7	18,4	25,1	28,7	30,9	32,8
%-muutos	-27 %	-5 %	-34 %	-26 %	46 %	15 %	53 %	44 %	10 %	-22 %	36 %	15 %	7 %	6 %
SaaS	14,2	14,5	14,4	15,3	15,2	15,8	16,2	18,4	49,1	58,5	65,5	78,6	94,3	113,2
%-muutos	25 %	23 %	19 %	11 %	7 %	9 %	12 %	20 %	22 %	19 %	12 %	20 %	20 %	20 %
Transaktiopalvelut	12,4	11,1	11,7	12,4	13,0	13,0	13,1	13,9	47,9	47,5	53,0	58,4	63,6	68,9
%-muutos	6 %	-6 %	-1 %	-1 %	5 %	17 %	12 %	12 %	8 %	-1 %	12 %	10 %	9 %	8 %
Muu cloud-liikevaihto	1,2	1,2	0,9	1,0	1,2	1,1	1,0	1,0	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
%-muutos	1 %	6 %	-11 %	-5 %	-3 %	-7 %	10 %	3 %	-12 %	-2 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Cloud liikevaihto	27,8	26,8	27,0	28,7	29,3	29,9	30,3	33,3	101,4	110,4	122,8	141,3	162,3	186,4
%-muutos	14 %	8 %	8 %	5 %	6 %	12 %	12 %	16 %	13 %	9 %	11 %	15 %	15 %	15 %
Ylläpitotuotot	4,1	3,7	3,6	3,2	2,3	2,2	1,9	1,9	20,7	14,5	8,3	3,3	1,3	0,0
%-muutos	-28 %	-32 %	-26 %	-33 %	-44 %	-41 %	-46 %	-40 %	-21 %	-30 %	-43 %	-60 %	-60 %	-100 %
Lisenssimyynti	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
%-muutos	-79 %	-53 %	-80 %	-81 %	-100 %	-100 %	-100 %	-100 %	-47 %	-75 %	-100 %	-100 %		
Konsultointipalvelut	6,5	7,2	6,2	6,8	6,4	7,1	7,6	8,2	25,0	26,7	29,4	33,4	35,5	37,4
%-muutos	19 %	19 %	-5 %	-2 %	-1 %	-1 %	24 %	20 %	6 %	7 %	10 %	14 %	6 %	5 %
Muut ei-cloud -lv	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu kuin cloud -liikevaihto	10,5	10,9	9,7	10,2	8,7	9,3	9,6	10,1	46,9	41,3	37,7	36,7	36,9	37,4
%-muutos	-10 %	-6 %	-18 %	-14 %	-17 %	-15 %	-2 %	-1 %	-10 %	-12 %	-9 %	-3 %	0 %	1 %
Liikevaihto yhteensä	38,2	37,8	36,8	38,9	38,0	39,2	39,9	43,4	148,3	151,7	160,5	178,0	199,1	223,8
%-muutos	7 %	4 %	0 %	-1 %	-1 %	4 %	8 %	12 %	5 %	2 %	6 %	11 %	12 %	12 %
Myytjä suoritteita vastaavat kulut	-17,5	-16,6	-15,4	-17,3	-16,9	-18,1	-15,8	-18,5	-71,5	-66,7	-69,3	-75,3	-81,8	-88,6
%-liikevaihdosta	-46 %	-44 %	-42 %	-44 %	-45 %	-46 %	-40 %	-43 %	-48 %	-44 %	-43 %	-42 %	-41 %	-40 %
Bruttokate	20,8	21,2	21,4	21,6	21,1	21,1	24,1	24,9	76,8	84,9	91,2	102,7	117,3	135,1
Bruttokate-%	54 %	56 %	58 %	56 %	55 %	54 %	60 %	57 %	52 %	56 %	57 %	58 %	59 %	60 %
Myynti ja markkinointi	-10,8	-9,5	-8,9	-10,3	-11,1	-11,9	-9,6	-11,5	-45,2	-39,4	-44,2	-48,6	-54,4	-58,8
%-liikevaihdosta	-28 %	-25 %	-24 %	-26 %	-29 %	-30 %	-24 %	-27 %	-30 %	-26 %	-28 %	-27 %	-27 %	-26 %
%-muutos	-5 %	-22 %	-10 %	-13 %	3 %	26 %	8 %	12 %	5 %	-13 %	12 %	10 %	12 %	8 %
Tutkimus ja tuotekehitys	-6,2	-6,5	-6,5	-6,8	-7,3	-6,8	-5,8	-6,5	-26,8	-26,0	-26,5	-27,9	-29,0	-30,1
%-liikevaihdosta	-16 %	-17 %	-18 %	-17 %	-19 %	-17 %	-15 %	-15 %	-18 %	-17 %	-17 %	-16 %	-15 %	-13 %
%-muutos	-17 %	-6 %	11 %	3 %	19 %	5 %	-11 %	-4 %	-1 %	-3 %	2 %	5 %	4 %	4 %
Hallinto	-3,6	-3,3	-3,7	-3,6	-4,5	-2,6	-3,5	-3,7	-14,6	-14,1	-14,4	-14,9	-15,5	-16,2
%-liikevaihdosta	-9 %	-9 %	-10 %	-9 %	-12 %	-7 %	-9 %	-8 %	-10 %	-9 %	-9 %	-8 %	-8 %	-7 %
%-muutos	-22 %	22 %	4 %	-4 %	27 %	-19 %	-5 %	3 %	-10 %	-3 %	2 %	4 %	4 %	4 %
Liiketoiminnan muut tuotot ja kulut	-0,2	-0,6	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	0,0	-0,1	-4,8	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
%-liikevaihdosta	-0,4 %	-1,7 %	-0,4 %	-0,6 %	-1,4 %	-1,4 %	0,0 %	-0,2 %	-3,2 %	-0,8 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,6 %	-0,5 %
Liikevoitto ennen kertaeriä	0,0	1,4	2,0	1,0	-2,3	-0,7	5,2	3,2	-10,7	4,5	5,4	10,6	17,7	28,9

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	141	35,9	36,3	36,8	39,3	148	38,2	37,8	36,8	38,9	152	161	178	199
Cloud-liikevaihto	89	24,3	24,8	25,0	27,4	101	27,8	26,8	27,0	28,7	110	123	141	162
Muu kuin cloud -liikevaihto	52	11,6	11,6	11,8	11,9	47	10,5	10,9	9,7	10,2	41	38	37	37
Käyttökate	9,2	-3,7	-2,2	4,9	2,3	1,3	4,1	5,2	5,9	4,6	19,8	20,5	26,0	33,4
Poistot ja arvonalennukset	-10,7	-4,1	-3,9	-4,0	-3,9	-15,9	-4,0	-3,9	-3,9	-3,9	-15,6	-15,6	-15,8	-16,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-15,1	-5,8	-4,2	0,7	-1,5	-10,8	0,1	1,4	2,0	1,0	4,5	5,4	10,6	17,7
Liikevoitto	-1,5	-7,8	-6,2	0,9	-1,6	-14,6	0,1	1,3	2,1	0,7	4,2	4,9	10,1	17,2
Nettorahoituskulut	-1,9	-0,6	-2,8	-2,9	-2,8	-9,1	-2,8	-2,7	-2,8	-2,7	-11,0	-11,0	-10,0	-10,0
Tulos ennen veroja	-3,5	-8,4	-9,0	-2,0	-4,4	-23,7	-2,7	-1,4	-0,8	-2,0	-6,8	-6,1	0,1	7,2
Verot	-3,6	0,2	-0,4	0,2	0,3	0,2	-1,0	0,3	-0,1	0,2	-0,5	0,9	0,0	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-7,1	-8,2	-9,4	-1,8	-4,1	-23,5	-3,6	-1,0	-0,8	-1,8	-7,3	-5,2	0,1	6,8
EPS (oikaistu)	-1,23	-0,43	-0,51	-0,14	-0,28	-1,37	-0,26	-0,06	-0,06	-0,10	-0,48	-0,33	0,04	0,51
EPS (raportoitu)	-0,49	-0,57	-0,65	-0,13	-0,29	-1,63	-0,25	-0,07	-0,06	-0,12	-0,50	-0,36	0,01	0,47
Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-5,2 %	-0,2 %	3,9 %	8,3 %	7,6 %	4,9 %	6,5 %	4,0 %	-0,1 %	-1,0 %	2,3 %	5,8 %	10,9 %	11,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	123,3 %	122,3 %	-23,4 %	-120,3 %	-55,7 %	-28,5 %	-101,0 %	-134,1 %	180,0 %	-166,4 %	-142,0 %	19,4 %	97,0 %	66,0 %
Käyttökate-%	6,5 %	-10,2 %	-6,2 %	13,3 %	5,9 %	0,9 %	10,6 %	13,7 %	16,1 %	12,0 %	13,1 %	12,8 %	14,6 %	16,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	-10,6 %	-16,2 %	-11,4 %	2,0 %	-3,9 %	-7,3 %	0,2 %	3,7 %	5,6 %	2,6 %	3,0 %	3,4 %	6,0 %	8,9 %
Nettotulos-%	-5,0 %	-22,7 %	-25,9 %	-5,0 %	-10,5 %	-15,9 %	-9,5 %	-2,7 %	-2,2 %	-4,5 %	-4,8 %	-3,2 %	0,1 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	156	156	155	155	154
Liikearvo	78,9	80,3	80,3	80,3	80,3
Aineettomat hyödykkeet	45,1	44,4	45,1	44,7	43,8
Käyttöomaisuus	18,8	16,9	15,5	15,8	16,2
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	5,1	4,4	4,4	4,4	4,4
Laskennalliset verosaamiset	7,8	9,7	9,7	9,7	9,7
Vaihtuvat vastaavat	77,9	68,9	69,7	72,7	81,9
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	37,2	37,2	37,9	40,1	44,5
Likvidit varat	40,7	31,7	31,8	32,5	37,4
Taseen loppusumma	234	225	225	228	236

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	111	94,1	86,8	81,6	81,8
Osakepääoma	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Kertyneet voittovarot	5,0	-13,3	-20,6	-25,8	-25,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	102	104	104	104	104
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	57,7	80,9	91,1	96,6	102
Laskennalliset verovelat	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	50,1	72,3	82,5	88,0	93,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,9	3,6	3,6	3,6	3,6
Lyhytaikaiset velat	65,3	49,6	46,7	49,3	52,5
Lainat rahoituslaitoksilta	25,1	5,4	2,0	2,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	40,2	44,0	44,7	47,3	52,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	234	225	225	228	236

Sijoitusprofiili: Basware on varsin ennustettava, skaalautuva kasvuyhtiö

Basware on näkemyksemme mukaan sijoitusprofiililtaan kasvuyhtiö, joskin liiketoimintamallin transformoation viimeistelyn takia yhtiön liikevaihdon kokonaiskasvu on vielä lähivuosina hieman matala. Baswaresta tekee kasvuyhtiöosakkeen arvonmuodostuksen pohjautuminen merkittävilta osin yhtiön liikevaihdon ja kannattavuuden voimakkaaseen kasvuun pitkällä aikavälillä. Voimakkaasta kasvuvaiheesta sekä SaaS-liiketoimintamallin logiikasta johtuen yhtiön tulos on negatiivinen, joten osakkeen arvostus nojaa tuloskertoimien sijaan pääosin liikevaihtopohjaisiin kertoimiin.

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

Lähivuosina Baswaren arvostustason kehitystä määrittääkin arviomme mukaan pitkälti se, miten yhtiö onnistuu kasvuinvestoinneissaan ja kasvutavoitteissa. Tässä keskeinen mittari tulee olemaan liikevaihdon kasvua parin vuoden tähtämellä ennakoivan cloud-tilaukserityksen kehitys.

Potentiaali

Baswaren arvonmuodostuksen kannalta keskeiset positiiviset ajurit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Suuri markkinapotentiaali vahvasti kasvavilla**

markkinoilla: Baswaren kohdemarkkina on erittäin suuri yhtiön kokoon nähden ja sen kasvun odotetaan olevan lähivuosina voimakasta useiden kysyntää tukevien megatrendien ajamana. Baswarella riittää tilaa voimakkaalle kasvulle pitkälle tulevaisuuteen.

- **Skaalautuvuus:** Baswaren SaaS-malliin pohjautuva liiketoiminta on perusteiltaan erittäin skaalautuvaa. Suurin skaalautuvuutta rajoittava tekijä on myyntikanava, joka ei tällä hetkellä vielä skaalaudu voimakkaasti. Konsultointiliiketoiminta rajoittaa vähän skaalautuvuutta, mutta tukee muuta liiketoimintaa.
- **Jatkuvuus ja asiakaspito:** Kun asiakas kerran valitsee Baswaren ohjelmistoratkaisun, on sen vaihtamisen kynnys korkea ja asiakasvaihtuvuus matala. Asiakkaan P2P-prosessit rakentuvat pitkälti Baswaren ratkaisun ympärille ja sen käyttöä usein laajennetaan. Pitkäaikaiset asiakkuudet parantavat ennustettavuutta.
- **Toiminnan tehostaminen:** Baswarella on potentiaalia tehostaa merkittävästi toimintaa ja sitä kautta nostaa kasvupanostusten tehokkuutta sekä kannattavuutta.
- **Vanhojen asiakkuuksien laajentaminen, kumppanuudet ja lisäarvopalvelut:** Yhtiöllä on merkittävää potentiaalia nostaa asiakkaiden keskimääräistä liikevaihtoa palveluiden laajentamisella sekä lisäarvopalveluiden myynnillä, ja laajentaa asiakaskantaa kustannustehokkaasti kumppanien avulla.

Riskit

Baswaren arvonmuodostuksen kannalta negatiiviset tekijät ja riskit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Myynti- ja markkinointipanostusten onnistuminen:** Yhtiön kasvustrategia ja –nopeus ovat riippuvaisia eritoten myynti- ja markkinointipanostuksien onnistumisesta ja tehokkuuden parantumisesta. Nykyinen johto on tehnyt toimia tämän eteen, mutta

koronan vaikutukset siirtävät toimien vaikutuksen pintaautumisen vasta lähivuosille.

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

Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö, jonka arvo nojaa voimakkaasti pitkän aikavälin kassavirtoihin

2.

Arvostus herkkä muutoksille kasvussa ja hyväksyttävissä arvostustasoissa

3.

Vakaa markkina-asema ja ennustettava liiketoimintamalli madaltavat riskejä

4.

Cloud-kasvustrategian onnistuminen ja tehokkuuden kasvu määrittää arvonmuodostusta lähivuosina

5.

Osakkeeseen on jo hinnoiteltu nykytasoa korkeampia kasvuodotuksia

Potentiaali



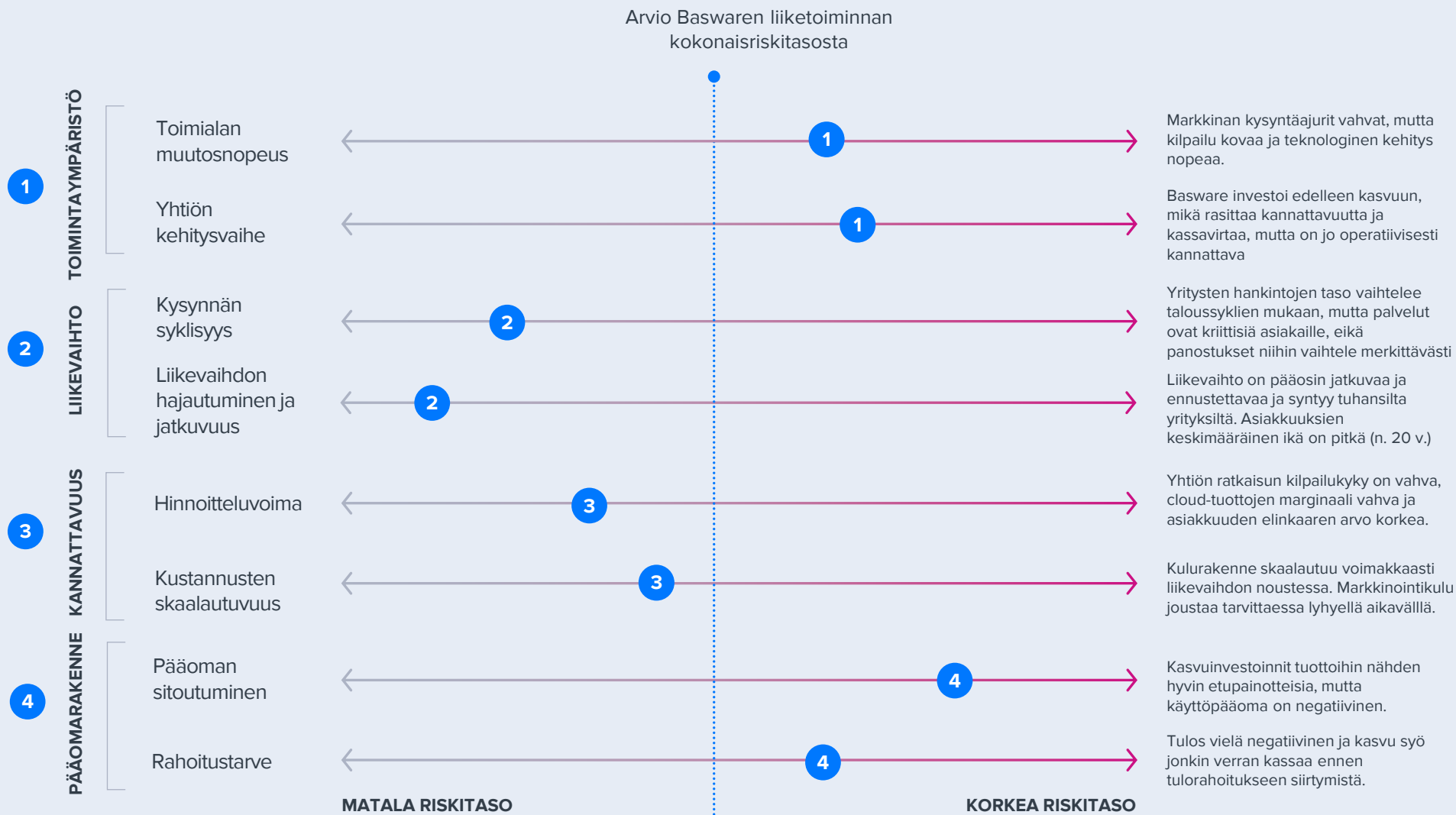
- Suuri markkinapotentiaali vahvasti kasvavilla markkinoilla
- Hyvin skaalautuva liiketoimintamalli
- Merkittävä lisäkasvumahdollisuus asiakkaiden laajentumisen, lisäarvopalveluiden ja kumppanuuksien kautta
- Toiminnan tehostaminen

Riskit



- Kasvupanostusten epäonnistuminen
- Kilpailun kiristyminen ja yli-investoinnit sektorille
- Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti osakkeeseen
- Teknologia- ja tietoturvariskien toteutuminen
- Kannattavuuskehityksen hidastuminen ja rahoitusaseman heikkeneminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvostus 1/2

Kasvun ja kannattavuuden kehitys ohjaavat arvonmääritystä

Baswaren arvonmääritys on haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta ja SaaS-liiketoimintamallin ansaintalogiikasta. Näistä syistä arvosta merkittävä osa perustuu odotuksiin kasvusta ja nousevasta kannattavuudesta. Baswaren liiketoimintamallin transformaation myötä laskevat ylläpitotuotot kuitenkin himmentävät lähivuosien kasvunäkymiä. Lisäksi investoinnit SaaS-liiketoiminnan kasvuun laskevat kannattavuutta lähivuosina, mikä on SaaS-ohjelmistoyhtiöille kuitenkin hyvin tyypillistä.

Nojaammekin Baswaren arvostustason arvioinnissa enemmän kannattavuuden ja kasvun yhdistelmään ("Rule of 40"). Ohjelmistoalalla yleisesti käytetyssä menetelmässä lasketaan summaksi yhteen liikevaihdon kasvuprosentti ja suhteellinen kannattavuus. 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 Baswaren arvostustason määrittämisessä "Rule of 40" -lukua laskettuna suhteellisella liikevoitolla.

Katsomme arvonmäärityksessä Baswaren liikevaihtoa kokonaisuutena. Arvioimme vanhan liiketoimintamallin ylläpitotuottojen laskun heikentävän Baswaren liikevaihdon kasvua lähivuosina noin viidenneksellä. Tästä suurin osa on kuitenkin tullut läpi jo vuoteen 2022 mennessä.

Vaikka Baswaren liikevaihdosta merkittävä osa on palveluliikevaihtoa (H1/2020 18 % liikevaihdosta), on mielestämme perusteltua katsoa kokonaisuutta.

Esimerkiksi verrokkiryhmän SaaS-yhtiöissä on yhtäläillä palveluliiketoimintaa vaihtelevilla painoilla mukana, mikä heijastuu myös näiden yhtiöiden kannattavuuteen ja kasvuun.

Arvostuskertoimet ovat lyhyellä tähtämellä kiristyneet

Tulosohjaukset tukevat Baswaren arvostusta vasta keskipitkällä aikavälillä. Odotamme Baswaren liikevoittomarginaalin pysyvän alle 10 %:n vielä vuonna 2023, jolloin Baswaren oikaistu EV/EBIT-kerroin on 35x. Kerroin on korkealla, mutta perusteltavissa mikäli tulosta heikentäville kasvuinvestoinneille saadaan liikevaihdon kasvun muodossa vastinetta.

Baswaren vuosien 2020-2021 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 4,1x ja 3,9x. Nämä kertoimet ovat absoluuttisesti korkealla tasolla, mutta perusteltavissa toimialan ja yhtiön vahvoilla pitkän aikavälin kasvunäkymillä, skaalautuvalla liiketoimintamallilla sekä jatkuvien tuottojen tarjoamalla näkyvyydellä.

Olemme valinneet Baswaren kokonaisliikevaihdon kautta arvoa peilaavaan vertailuryhmään eurooppalaisia SaaS-ohjelmistoyhtiöitä. Näiden yhtiöiden liiketoimintamallit vastaavat logiikaltaan Baswarea, mutta ovat kohdemarkkinoiltaan enemmän Eurooppa-painotteisia. Käytämme lisäksi tukena laajempaa kansainvälisistä SaaS-verrokkiryhmää, jonka kohdemarkkinat vastaavat paremmin Baswarea. Suhtaudumme kuitenkin kriittisesti kansainvälisen verrokkiryhmän arvostustasoihin, jotka ovat nouseet historiallisen korkealle. Tästä syystä viittaamme tässä vain eurooppalaisen verrokkiryhmän arvostustasoon.

EV/Liikevaihto-kertoimilla Basware on arvostettu vuonna 2020-2021 40-55 % alle vertailuryhmän mediaanin 9x-7x. Baswaren kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (2021e: 9 %) on verrokkien mediaaniin nähden 75% matalampi (2021e: 37 %), mikä puoltaisi myös suurempaa alennusta. Huomioiden odotuksemme Baswaren nousevan kasvun ja kannattavuuden yhdistelmästä (2023: 20 %) nykyinen taso on kuitenkin perusteltu, jos kasvu ja kannattavuus kohenevat ennusteidemme mukaisesti. Toisin sanoen nykyinen arvostustaso sisältää jo odotuksen positiivisesta kehityksestä lähivuosina.

DCF-mallimme on linjassa nykyarvostuksen kanssa

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Baswarelle on 624 MEUR ja oman pääoman arvo 578 MEUR, eli 40,2 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 19 % ja kasvun 3 %. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on merkittävä 72 % velattomasta arvosta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 8,6 %:iin, mikä heijastelee Baswaren kokoluokkaa ja likviditeettiä. Kasvustrategian onnistumiseen liittyvät riskit nostavat kuitenkin tuottovaatimusta. Baswareassa on viime aikoina näkynyt jonkin verran lupaavia merkkejä, ja siten kehityksen jatkuessa tuottovaatimuksella on perusteltua tilaa laskea jonkin verran.

Baswaren tuottovaatimuksen taso on pienten suomalaisten SaaS-verrokkien arvostuksessa käyttämiimme tasoihin (Efecte 10 %, Heeros 12 %, LeadDesk 10 %) nähden astetta matalampi erityisesti korkeammasta likviditeetistä johtuen.

Arvostus 2/2

Pidemmälle katsovat skenaariot tukevat arvostusta

Arvonmäärityksen tukena käytämme ennusteisiin nojaavia skenaarioita, joilla arvioimme Baswaren arvostusta vuonna 2025. Peilaamme tästä muodostuvaa vuosien 2020-2025 vuotuista tuotto-odotusta sijoittajan kantamiin riskeihin. Baswaren eteneminen on ollut nykyjohton aikana rohkaisevaa, mutta vielä rajalliset näytöt tuovat ennusteisiin epävarmuutta.

Perusskenaariossa Baswaren liikevaihto kasvaa noin 240 MEUR:on vuoteen 2025 mennessä. "Rule of 40" on skenaariossa seuraavalle vuodelle tällöin 26 %, mikä indikoi noin 4x EV/Liikevaihto -kerrointa. Kasvunäkymät huomioiden arvioimme EV/EBIT-kertoimeksi noin

20x. Perusskenaariossa vuotuinen tuotto-odotus on tuottovaatimukseen nähden neutraali 9 %.

Pessimistisessä skenaariossa Baswaren liikevaihdon kasvu tyrehtyy vuoteen 2025 mennessä 6 %:in, ja kokonaisuudessaan liikevaihto kasvaa noin 200 MEUR:on. Skaalautuvan kasvun hitaudesta johtuen myös liikevoitto jäisi vaatimattomaksi 8 %:in. "Rule of 40" on skenaariossa tällöin vain noin 14 %, mikä indikoi noin 3x EV/Liikevaihto -kerrointa. Heikentyneet kasvunäkymät huomioiden arvioimme EV/EBIT-kertoimeksi noin 15x. Tässä skenaariossa vuotuinen tuotto-odotus jää 8 % negatiiviseksi.

Optimistisessä skenaariossa Baswaren kumppanimyynnin panostukset purevat

tehokkaasti ja liikevaihdon kasvu nousee lähivuosina kohti 18 % tasoa. Liikevaihto olisi tällöin noin 290 MEUR vuonna 2025. "Rule of 40" on skenaariossa 40 %, mikä indikoi noin 5x EV/Liikevaihto -kerrointa. Vahvemmat kasvunäkymät huomioiden arvioimme EV/EBIT-kertoimeksi noin 25x. Vuotuinen tuotto-odotus on tässä skenaariossa houkutteleva 21 %.

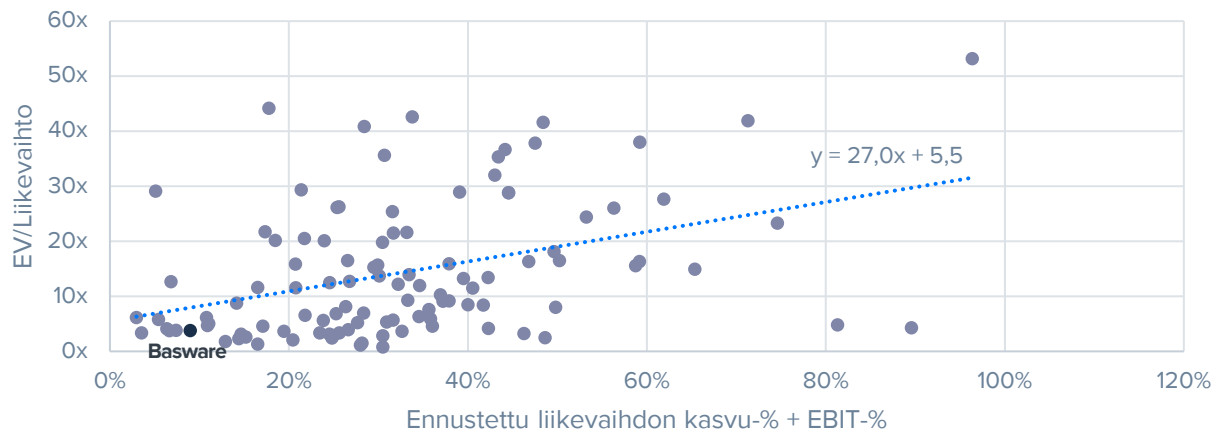
Skenaarioissa olemme huomioineet nykytason arvostuskertoimiin liittyvät riskit. SaaS-ohjelmistoyhtiöitä hinnoitellaan historiallisen korkeilla kertoimilla globaalisti. Mielestämme pidemmällä aikavälillä onkin perusteltua varautua kertoimien laskun tuotto-odotusta heikentävään vaikutukseen.

Arvostuksen skenaarioanalyysi

Vuonna 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Muuttuja liikevaihdon kasvu-%	6 %	8 %	18 %
Muuttuja liikevoitto-%	8 %	17 %	22 %
Muuttuja liikevaihto MEUR	203	243	286
x kerroin liikevaihto	3	4	5
x kerroin liikevoitto	15	20	25
("Rule of 40")	14 %	25 %	40 %
= EV (EV/liikevaihto)	609	970	1 431
= EV (EV/liikevoitto)	243	808	1 574
Keskiarvo (EV)	426	889	1 503
+Nettokassa+osingot	-24	39	87
=Markkina-arvo	402	929	1590
Osakekurssi 2025 (sis osingot)	26,1	60,3	103,3
Tuotto	-35 %	51 %	158 %
Vuotuinen tuotto (5v)	-8 %	9 %	21 %

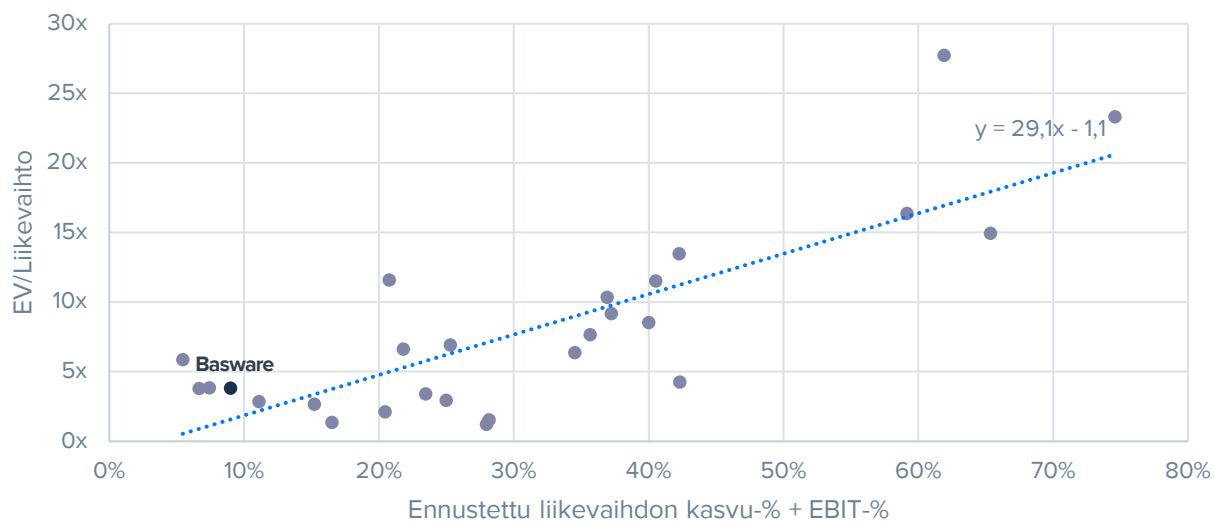
Verrokkien liikevaihtokertoimet suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen

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
- Baswaren alennus globaaleihin verrokkeihin on mielestämme perusteltu yhtiön 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 kotimarkkinoiltaan lähempänä Baswarea, ja sen arvostustaso on mielestämme selvästi kansainvälistä verrokkiryhmää kohtuullisempi
- Baswaren kehitysvaiheen takia sen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (2021e: 9 %) on näkemyksemme mukaan vasta siirtymässä sen normalisoidulle tasolle (2023e: 20 %), mikä puoltaa lyhyellä tähtämellä verrokkeja korkeampaa arvostuskerrointa

Verrokkiryhmän arvostus

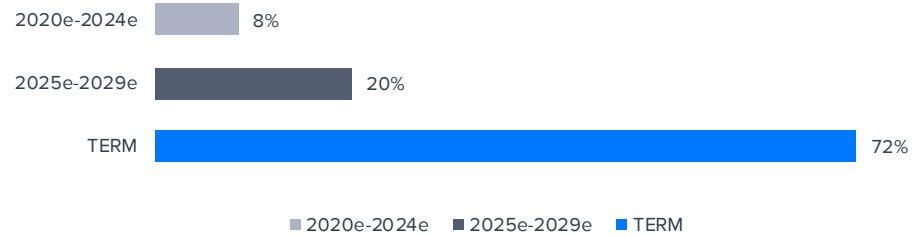
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2021e
24SevenOffice Scandinavia AB	45,40	277	267	543,8	135,9	181,3	93,8	15,5	12,1	22 %	28 %	3 %	9 %	37 %
Admicom Oyj	137,5	678	671	66,9	47,8	66,9	47,8	30,4	24,8	41%	23%	45 %	52 %	75 %
Artificial Solutions International AB	12,0	57	75					10,5	6,6	49 %	59 %			
Carasent ASA	36,5	182	180	136,3	82,9	70,7	54,5	26,9	19,9	48 %	35 %	20 %	24 %	59 %
Coupa Software Inc	350,6	19880	19984	1074,5	685,3	717,9	518,3	64,0	46,5	9 %	17 %	-4 %	0 %	17 %
Efecte Oyj	10,9	66	62				61,8	4,1	3,9	6 %	11%	-4 %	1 %	11%
Esker SA	168,0	966	952	73,7	59,0	43,9	37,4	8,4	7,4	8 %	14 %	11%	13%	27 %
FormPipe Software AB	28,8	151	156	29,5	25,1	15,2	13,9	3,9	3,6	2 %	9 %	-2 %	6 %	14 %
Fortnox AB	400,0	2324	2312	92,6	72,9	74,8	60,0	34,1	27,4	30 %	24 %	37 %	38 %	62 %
F-Secure Oyj	3,8	601	610	25,3	28,3	16,4	17,6	2,8	2,6	1%	6 %	11%	9 %	15 %
Heeros Oyj	6,9	30	28	28,4	28,4	14,2	14,2	3,2	2,8	1%	10 %	3 %	11%	21 %
IAR Systems Group AB	135,8	180	180	19,9	15,5	13,2	11,0	4,8	4,2	-7 %	15 %	24 %	27 %	42 %
Leaddesk Oyj	29,0	138	133	132,8	132,8	66,4	33,2	9,5	5,1	24 %	24 %	5 %	9 %	33 %
Lime Technologies AB (publ)	372,0	485	478	62,0	52,7	41,8	37,2	14,3	12,2	17 %	17 %	23 %	23 %	41 %
Qt Group Oyj	54,0	1324	1315	93,6	69,9	80,5	62,0	17,4	14,1	29 %	23 %	19 %	20 %	43 %
Safeture AB	9,8	25	22					7,9	6,4	22 %	25 %			
Simcorp A/S	851,0	4633	4646	39,0	33,3	34,6	30,2	10,2	9,2	0 %	11%	26 %	27 %	39 %
Sinch AB (publ)	1192,0	6895	6938	111,3	62,5	84,8	49,9	9,2	5,3	53 %	73 %	8 %	8 %	81 %
SSH Communications Security Oyj	1,6	63	56			55,5	27,8	4,6	3,7	-17 %	25 %			
Talend SA	38,8	1004	987					4,2	3,8	14 %	13 %			
Talenom Oyj	13,00	562	593	45,6	38,7	25,1	22,0	9,1	7,8	13 %	17 %	20 %	20 %	37 %
TeamViewer AG	42,63	8572	9072	45,5	36,1	36,7	29,1	19,7	16,5	18 %	20 %	43 %	46 %	65 %
Varonis Systems Inc	146,03	3785	3696		1730,8		557,1	16,0	13,3	11%	20 %		1%	21 %
Vitec Software Group AB (publ)	327,00	948	973	48,8	44,9	22,9	20,8	7,8	7,1	11%	10 %	16 %	16 %	25 %
Basware (Inderes)	39,75	572	625	148,8	128,6	31,6	30,8	4,1	3,9	2 %	6 %	3 %	3 %	9 %
Keskiarvo				148,3	178,0	87,5	85,7	14,1	11,1	17 %	22 %	16 %	18 %	38 %
Mediaani				64,5	52,7	43,9	37,2	9,2	6,6	14 %	18 %	16 %	14 %	37 %
Erotus-% vrt. mediaani				131 %	144 %	-28 %	-17 %	-55 %	-41 %	-83 %	-68 %	-81 %	-76 %	-75 %

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	TERM
Liikevoitto	-14,6	4,2	4,9	10,1	17,2	28,9	40,4	48,3	50,3	51,8	53,3	
+ Kokonaispoistot	15,9	15,6	15,6	15,8	16,3	17,1	17,4	18,6	18,5	18,5	18,6	
- Maksetut verot	-1,3	-0,5	0,9	0,0	-0,4	-0,9	-1,9	-4,7	-6,1	-7,5	-10,3	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,8	-1,7	-1,0	-0,5	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,0	-0,2	0,4	0,8	1,0	1,1	0,8	0,8	0,4	0,4	0,4	
Operatiivinen kassavirta	4,0	19,9	20,1	25,8	33,5	45,6	56,6	62,9	62,8	62,8	61,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-14,0	-14,8	-15,6	-15,4	-15,9	-16,3	-17,3	-17,9	-18,3	-18,8	-10,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,4	5,1	4,6	10,4	17,6	29,3	39,3	45,0	44,5	44,0	51,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-9,4	5,1	4,6	10,4	17,6	29,3	39,3	45,0	44,5	44,0	51,6	944
Diskontattu vapaa kassavirta		5,1	4,2	8,7	13,7	20,9	25,9	27,3	24,8	22,6	24,4	447
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		624	619	615	606	593	572	546	519	494	471	447
Velaton arvo DCF		624										
- Korolliset velat		-77,7										
+ Rahavarat		31,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		578										
Oman pääoman arvo DCF per osake		40,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Oman pääoman kustannus	9,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

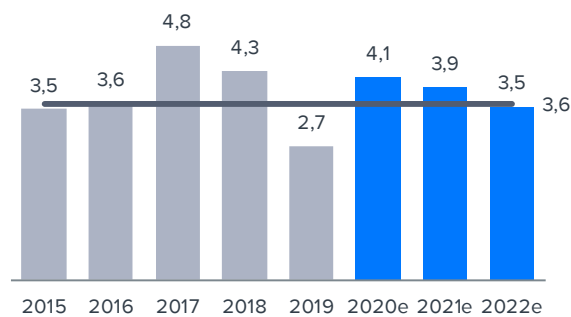
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	37,3	36,3	47,5	39,5	24,9	39,8	39,8	39,8	39,8
Osakemäärä, milj. kpl	14,2	14,4	14,4	14,5	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Markkina-arvo	531	523	684	568	358	572	572	572	572
Yritysarvo (EV)	499	534	713	602	404	625	630	629	620
P/E (oik.)	83,2	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	78,4
P/E	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	84,2
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	44,2	neg.	>100	>100	55,3	32,4
P/B	3,8	3,9	5,9	5,1	3,8	6,6	7,0	7,0	6,5
P/S	3,7	3,5	4,6	4,0	2,4	3,8	3,6	3,2	2,9
EV/Liikevaihto	3,5	3,6	4,8	4,3	2,7	4,1	3,9	3,5	3,1
EV/EBITDA (oik.)	41,3	>100	>100	neg.	78,0	31,1	30,0	24,2	18,6
EV/EBIT (oik.)	62,6	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	>100	59,1	35,1
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 %

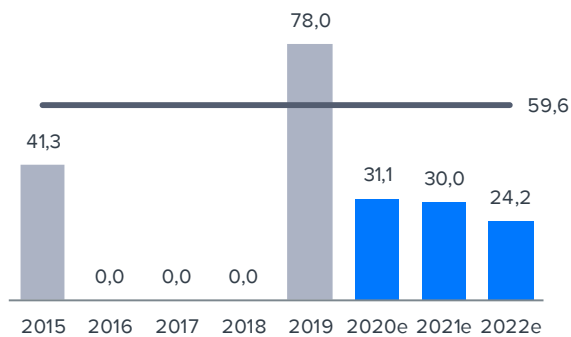
Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



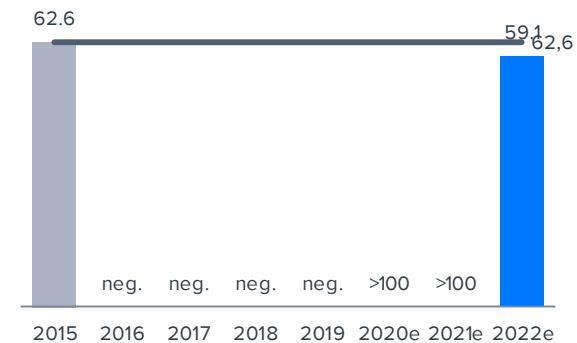
EV/Liikevaihto Mediaani 2015 - 2019

EV/EBITDA



EV/EBITDA (oik.) Mediaani 2015 - 2019

EV/EBIT



EV/EBIT (oik.) Mediaani 2015 - 2019

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	149,2	141,4	148,3	151,7	160,5	EPS (raportoitu)	-0,80	-0,49	-1,63	-0,50	-0,36
Käyttökate	0,7	9,2	1,3	19,8	20,5	EPS (oikaistu)	-0,61	-1,23	-1,37	-0,48	-0,33
Liikevoitto	-9,4	-1,5	-14,6	4,2	4,9	Operat. kassavirta / osake	0,14	0,51	0,28	1,38	1,40
Voitto ennen veroja	-12,2	-3,5	-23,7	-6,8	-6,1	Vapaa kassavirta / osake	-0,69	0,89	-0,65	0,35	0,32
Nettovoitto	-11,5	-7,1	-23,5	-7,3	-5,2	Omapääoma / osake	8,05	7,66	6,54	6,03	5,67
Kertaluontoiset erät	-2,7	13,6	-3,9	-0,3	-0,5	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	211,5	233,7	224,6	224,6	227,6	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	-5 %	5 %	2 %	6 %
Oma pääoma	115,9	110,7	94,1	86,8	81,6	Käyttökateen kasvu-%	62 %	-230 %	-219 %	288 %	4 %
Liikearvo	92,0	78,9	80,3	80,3	80,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	4 %	123 %	-29 %	-142 %	19 %
Nettovelat	28,6	34,5	46,0	52,7	57,5	EPS oik. kasvu-%	28 %	103 %	11 %	-65 %	-33 %
						Käyttökate-%	2,3 %	-3,1 %	3,5 %	13,3 %	13,1 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Oik. Liikevoitto-%	-4,5 %	-10,6 %	-7,3 %	3,0 %	3,4 %
Käyttökate	0,7	9,2	1,3	19,8	20,5	Liikevoitto-%	-6,3 %	-1,0 %	-9,9 %	2,8 %	3,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,3	-1,5	4,0	-0,2	0,4	ROE-%	-9,2 %	-6,2 %	-23,0 %	-8,0 %	-6,2 %
Operatiivinen kassavirta	2,0	7,4	4,0	19,9	20,1	ROI-%	-6,1 %	-0,9 %	-8,2 %	2,4 %	2,9 %
Investoinnit	-7,9	-12,3	-14,0	-14,8	-15,6	Omavaraisuusaste	54,8 %	47,4 %	41,9 %	38,6 %	35,9 %
Vapaa kassavirta	-10,0	12,8	-9,4	5,1	4,6	Nettovelkaantumisaste	24,7 %	31,1 %	48,9 %	60,7 %	70,4 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Arrowgrass Capital Partners LLP	18,5 %	EV/Liikevaihto	4,8	4,3	2,7	4,1	3,9
Lannebo Fonder	7,5 %	EV/EBITDA (oik.)	>100	neg.	78,0	31,1	30,0
Ilkka Sihvo	6,2 %	EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100	>100
Long Path Partners LP	5,3 %	P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Briarwood Chase Management LLC	4,4 %	P/B	5,9	5,1	3,8	6,6	7,0
Hannu Vaajoensuu	3,9 %	Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkauksilla 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/12/2018	Lisää	42,00 €	38,30 €
31/01/2019	Lisää	42,00 €	36,50 €
01/03/2019	Lisää	35,00 €	30,30 €
21/03/2019	Lisää	27,00 €	23,80 €
02/05/2019	Vähennä	21,00 €	20,50 €
16/07/2019	Lisää	20,00 €	18,02 €
19/09/2019	Lisää	24,00 €	22,35 €
23/10/2019	Lisää	23,00 €	20,10 €
03/12/2019	Lisää	25,50 €	24,15 €
05/02/2020	Lisää	28,00 €	24,90 €
17/03/2020	Vähennä	19,00 €	19,40 €
22/04/2020	Vähennä	22,50 €	23,60 €
11/06/2020	Vähennä	28,00 €	29,65 €
17/07/2020	Vähennä	33,00 €	34,40 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
22/10/2020	Vähennä	38,00 €	39,90 €
17/12/2020	Vähennä	40,00 €	39,75 €

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.**