

Efecte

Laaja raportti

29.3.2022 22:00



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kokoaan vahvempi palvelunhallinnan pilviyhtiö

Efecte on löytänyt itselleen kilpailukykyisen lokeron yrityspalvelujen pilviohjelmistomarkkinassa, joka on murroksessa kohti pilvipohjaisia ratkaisuja. Yhtiö on rakentanut viime vuosina kasvulleen moottoria, joka tuottaa vakaata kasvua hyvällä tehokkuudella. Efecten lähivuosien kasvuun panostavalla strategialla on mielestämme hyvät edellytykset onnistua ja luoda omistaja-arvoa. Skaalautuvaan kasvuun perustuva liiketoimintamalli, kohdemarkkinoiden murros ja viime vuosien vahvat näytöt tekevät Efecten sijoitusprofiilista houkuttelevan. Arvostuskertoimet ovat nykyiseen markkinaympäristöön nähden kohtuulliset (2022e EV/S 3,4x) ja tarjoavat yhtiölle mielestämme houkuttelevan tuotto-odotuksen. Toistamme Lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 14,0 euroon (aik. 15,0 euroa).

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

Organisaatiot käyttävät Efecten ohjelmistoa mm. IT-, HR- ja lakiyksiköissä digitalisoimaan ja automatisoimaan niiden tuottamia palveluita. Pääasiassa suurten ja keskisuurten yritysten käyttöön tarkoitettu ohjelmisto auttaa asiakkaita parantamaan organisaation tukipalveluita ja säästämään kuluja automatisoimalla monimutkaisia prosesseja. Yhtiöllä on vahva markkina-asema sen kohdesegmentissä Suomessa. Kansainvälistyminen on vielä alkuvaiheessa, mutta hyvällä kehitysuralla. Kansainvälisen liiketoiminnan osuus on noin 25 % (2021) koko liikevaihdosta ja selvässä kasvussa.

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

Efecten kohdemarkkina on yhtiön kokoon nähden suuri ja pilviturroksen myötä voimakkaassa kasvussa (>15 % vuosittain). Matala pilvipohjaisten palveluiden penetraatio Keski- ja Etelä-Euroopassa tarjoaa Efectelle pitkälle jatkuvan polun kasvaa. Efecte asemoi itsensä eurooppalaiseksi vaihtoehdoksi globaalien jättien rinnalle. SaaS-muutoksensa onnistuneesti jo tehneenä yhtiön asema on keskisuurten asiakkaiden segmentissä hyvä, sillä sen eurooppalaiset kilpailijat ovat sitä pääsääntöisesti transformaatioissa jäljessä. Yhtiöllä on mielestämme selvät edellytykset kasvulle vahvistetun kasvun koneiston (kumppaniohjelma, uudet suorat markkinat, digitaalinen myynti & markkinointi, IGA-myyntikärki) ja kasvun toteutuksesta annettujen näyttöjen myötä.

Lähivuosina kiikarissa vahvistuvia kasvuinvestointeja hyvällä takaisinmaksulla

Efecte kiihdyttää päivitettyssä strategiassaan kasvuinvestointejaan vuosille 2022-2025. Yhtiön asiakashankinnan takaisinmaksu (LTV/CAC) on ollut vahva noin 5,1-8,3x, minkä myötä panostukset kasvuun ovat omistaja-arvon luomisen kannalta nähdäksemme järkeviä. Ennustamme Efectelle 22 %:n SaaS-kasvua ja 3 %:n käyttökatemarginaalia vuodelle 2022. Vuosille 2023-2025 ennustamme vuosittain noin 23 %:n SaaS-kasvua ja noin 18 %:n kokonaisliikevaihdon kasvua. Vuoden 2025 ennustamme käyttökatemarginaalille on 10 % ja linjassa yhtiön tavoitteisiin (>10 %), mutta orgaanisen liikevaihdon ennustamme (34,0 MEUR, tavoite: >35 MEUR) on hieman alle yhtiön kovan tavoitteen.

Kasvunäkymään peilattuna arvostus on edelleen houkutteleva

Efecten arvonmuodostus nojaa nähdäksemme skaalautuvaan kasvuun. Tätä yhtiö toteuttaa investoimalla sen korkean katteen (2021 jatkuvan liikevaihdon bruttokate-%: 81 %) tulovirtoja uudelleen myyntiin ja tuotekehitykseen, mikä syö kannattavuutta lyhyellä tähtämällä. Mielestämme yhtiön arvostus (2022e EV/S 3,4x) on sen kasvunäkymään (n. 18 % vuodessa) peilattuna houkutteleva sekä absoluuttisesti, että suhteessa verrokkien mediaaneihin (2022e EV/S 3,8x, n. 14 %). Sektorin arvostustasot ovat lisäksi nähdäksemme laskeneet neutraaliksi, vähentäen arvostusympäristön riskejä.

Suositus

Lisää

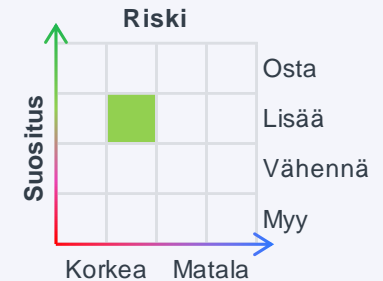
(aik. Lisää)

14,00 EUR

(aik. 15,00 EUR)

Osakekurssi:

12,25



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	17,8	20,8	24,6	28,9
kasvu-%	19 %	17 %	18 %	18 %
SaaS-liikevaihto	10,9	13,3	16,5	20,3
kasvu-%	24 %	22 %	24 %	23 %
Käyttökate	0,9	0,7	0,9	1,4
Käyttökate-%	5,3 %	3,4 %	3,6 %	4,7 %
EBIT oik.	0,4	0,2	0,2	0,7
EBIT-% oik.	2,4 %	0,8 %	1,0 %	2,4 %
Tulos ennen veroja	0,4	0,2	0,2	0,7
Nettotulos	0,4	0,2	0,2	0,6
EPS (oik.)	0,07	0,03	0,04	0,10
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	>100	>100
EV/EBITDA	80,1	99,0	78,9	51,3
EV/Liikevaihto	4,2	3,4	2,9	2,4

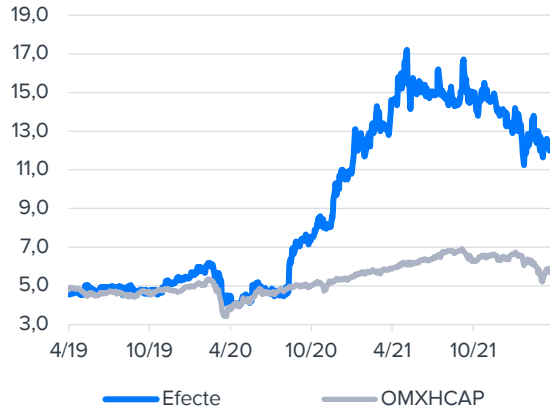
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

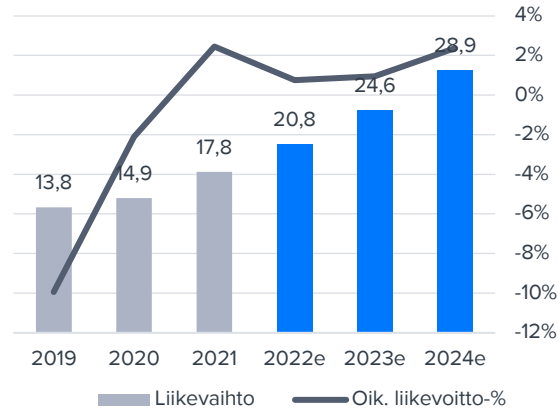
SaaS-liikevaihdon odotetaan kasvavan yli 20 % ja käyttökateen olevan positiivinen ennen mahdollisia epäorgaanisiin toimiin liittyviä kustannuksia.

Osakekurssi



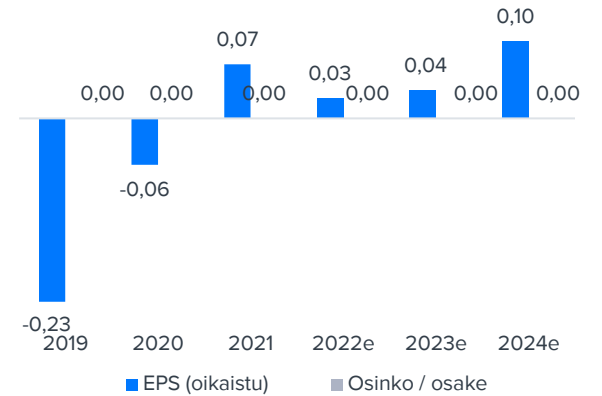
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Kansainvälisen laajentumisen epäonnistuminen ja kasvupanostusten tehokkuuden heikentyminen
- Kilpailukentän ja -aseman muutokset
- Teknologian muutokset ja tietoturvariskit

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	6,24	6,28	6,36
Markkina-arvo	76	77	78
Yritysarvo (EV)	70	70	70
P/E (oik.)	>100	>100	>100
P/E	>100	>100	>100
P/Kassavirta	neg.	>100	72,6
P/B	22,2	21,0	18,2
P/S	3,7	3,1	2,7
EV/Liikevaihto	3,4	2,9	2,4
EV/EBITDA (oik.)	99,0	78,9	51,3
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitusprofiili	14-15
Markkinat ja kilpailukenttä	16-19
Strategia	20-21
Taloudellinen tilanne	22-23
Ennusteet	24-28
Arvonmääritys	29-36
Taulukot	37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

Efecte lyhyesti

Efecte tarjoaa yrityksille pilvipohjaisia (SaaS) ohjelmistoja yrityspalveluiden hallintaan. Ohjelmisto digitalisoi yrityksen palveluprosesseja, auttaa pyyntöjen priorisoinnissa ja mahdollistaa automaation pyyntöjen ratkaisussa. Efectellä on asiakkaita 12 maassa Euroopassa.

1998

Perustamisvuosi

12 toimintamaata

Suorat asiakkuudet tai kumppani, Q4/2021

17,8 MEUR (+19 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

25 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus liikevaihdosta, 2021

67 %

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta, 2021

18 % 2013-2021

Keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosittain

11,9 MEUR (+23 % vs. 2020)

Annualisoitu SaaS-laskutuskanta (ARR) 12/2021

115 %

SaaS laskutuskannan nettoasiakaspito (NRR), 2021

Lähde: Inderes, Efecte

2012-2014

- Liiketoimintamallin uudistaminen kertalisenssimallista SaaS-malliin alkaa
- Omaa myynti- ja palveluorganisaatiota rakennetaan
- Yritystollalla laajennetaan ohjelmistoratkaisua identiteetin-hallintaan (IAM)

2015-2017

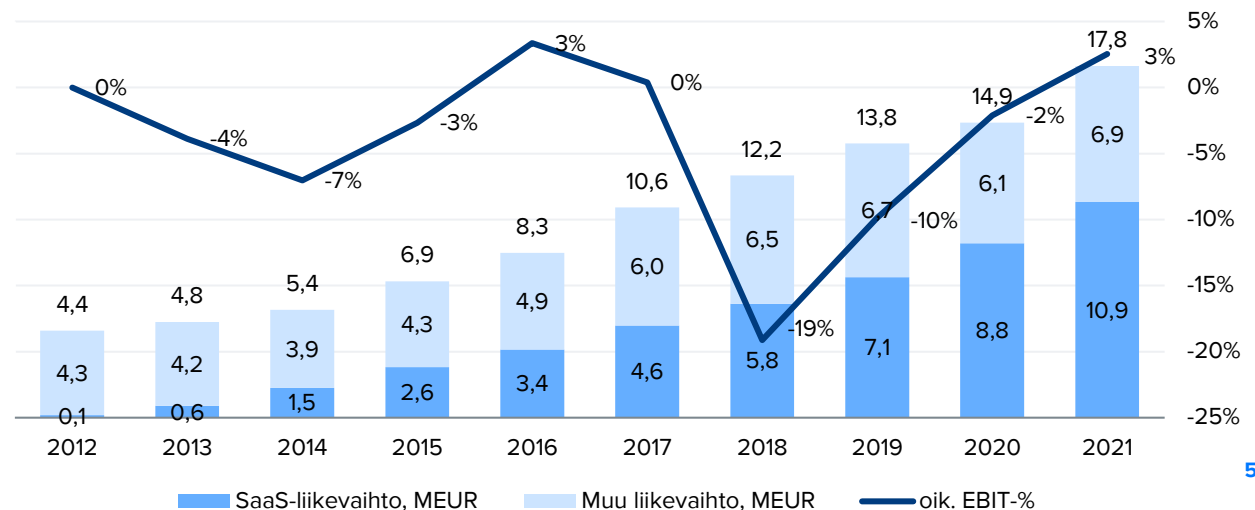
- Ylläpitoasiakkuuksien konvertointi, uusmyynti ja asiakkuuksien laajentuminen kasvattaa voimakkaasti SaaS-liikevaihtoa erityisesti Suomessa
- Kansainvälisiä kasvupanostuksia sekä tuki- ja palveluorganisaatiota kasvatetaan jakson lopulla voimakkaasti
- Listautuminen vuoden 2017 lopussa kasvun kiihdyttämiseksi

2018

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

2019-

- Muutoksia johtoryhmän kokoonpanoon
- Panostuksia kansainvälisempään kulttuuriin ("One Efecte"), henkilöstön tyytyväisyyteen ja pilvi-infrastruktuuriin
- Panostukset kasvun skaalautuvuuden parantamiseen kumppaniohjelman ja digitaalisen myynnin & markkinoinnin kautta aloitetaan (2020)
- Strategiapäivitys kasvupanosten vahvistamiseksi



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Efecte digitalisoi ja automatisoi yrityspalveluja SaaS-ohjelmistolla

Yritysten työntekijät tarvitsevat aina välillä tukea työnsä tekemiseen. Kun esimerkiksi työntekijän läppäri ei käynnisty aamulla tai uudelle työntekijälle tarvitaan työvälineet, kulkuluvat ja käyttäjätunnukset, pyydetään tähän yleensä apua. Isommissa yrityksissä näitä pyyntöjä tulee paljon, jolloin niiden ratkaisu vie paljon aikaa ja työn koordinoinnista tulee hankalaa. Efecten ohjelmisto siirtää nämä avunpyynnöt toimiston käytäviltä, Excel-taulukoista ja sähköposteista digitaaliseksi, auttaa automatisoimaan niiden käsittelyä ja ratkaisua, ja tarjoaa työkaluja pyyntöjen priorisointiin ja ohjaamiseen.

Efecteä voi käyttää monipuolisesti muun muassa IT- (ITSM), henkilöstö-, talous- ja lakiosastoilla erilaisten yrityspalveluiden hallintaan (ESM), sekä pääsyoikeuksien hallintaan (IGA/IAM). Efecte tarjoaa pilvipohjaisten ohjelmistojensa lisäksi niiden käyttöönottoa, integrointia ja kehitystä tukevia palveluita. Ratkaisun avulla asiakas pystyy parantamaan palvelukokemusta sekä säästämään kustannuksia automaation ansiosta.

Efecte perustettiin Suomessa vuonna 1998 ja se listautui First North -markkinapaikalle vuonna 2017 tavoitteenaan etenkin Saksan markkinoille suuntautuvan kasvu- ja kansainvälistymis-strategian toteuttaminen. Efecte on erikoistunut palvelemaan erityisesti keskisuuria eurooppalaisia yhtiöitä ja julkishallinnon toimijoita, sekä paikallisesti ja alueellisesti toimivia ulkoistettujen yrityspalveluiden tarjoajia. Efecte on omalla erikoistumisalueellaan

yksi alan johtavista ohjelmistotoimittajista Suomessa.

Efecten päätuotteena on palvelunhallinnan ja identiteetinhallinnan yhdistävä ohjelmistoalusta

Efecten päätuote on IT- ja yrityspalveluiden sekä identiteetinhallintaan suunnattu pilvipohjainen ohjelmistoalusta **Efecte Platform**. Alustassa on kolme keskeisestä komponenttia: **ITSM, ESM** ja **IGA**.

Efecte ITSM keskittyy IT-palveluiden hallintaan. Ratkaisulla voidaan mm. luoda havaituista IT-ongelmista tikettejä, seurata palvelutasoja (SLA), automatisoida prosesseja, hallita IT-omaisuutta ja tarjota helpdesk- ja itsepalveluita. Ratkaisu kattaa laajasti IT-organisaatioiden työtä helpottavia toimintoja (ITIL 4-käytännöt) ja tukee tekoälypohjaista tikettien käsittelyä.

Efecte ESM laajentaa alustaa muihin yrityspalveluihin. Ratkaisulla voidaan hallita, ohjata, automatisoida ja kehittää muun muassa HR-, talous-, laki- ja kiinteistöpalveluita.

Efecte IGA laajentaa alustaa identiteetin- ja pääsynhallintaan. Ratkaisun avulla voidaan esimerkiksi hallita, seurata ja automatisoida käyttöoikeuspyyntöjä sekä pääsyoikeuksia.

Efectellä on lisäksi erillinen Efecte IAM -ohjelmistoratkaisu. Ratkaisu on käytännössä kattavampi versio pääsyoikeuksien hallintaan keskittyvästä Efecte IGA:sta, mutta perustuu vanhempaan aikanaan yritysoston kautta tulleeteseen teknologiaan.

Tuotteen käyttöesimerkki*



VALMET AUTOMOTIVE

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



Uusi työntekijä rekrytoidaan ja hänen esimies lisää tiedon HR-järjestelmään

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

Efecten integraatioiden kautta:

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

effecte



Selkeä prosessi volyymin hallintaan



Automaatio säästää aikaa ja rahaa



Turvallisuus paranee analytiikalla

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

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Efecte tarjoaa lisäksi palveluita, joita ovat

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

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

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

Asiakasorganisaatioiden sisällä Efecten asiakkaana on tyypillisesti tietohallinto, mutta liiketoiminnan tukiorganisaatioiden (HR, laki) ja liiketoimintojen rooli asiakkaina on kasvamassa. Efectellä on asiakkaana yli 300 organisaatiota Suomessa ja ulkomailla. Yhtiön julkistettuja asiakkaita Suomessa ovat mm. Kela, Musti Group, Valmet Automotive, Tikurila ja Mehiläinen sekä ulkomailla mm. Hotelplan Group, Bechtel Hamburg ja Ruotsin kirkko. Efecten ratkaisu on joustava ja sopii asiakkaiden tarpeisiin toimialasta riippumatta. Asiakaskunta on hajaantunut laajasti eri toimialojen kesken. Yksi selkeä asiakastoimiala on kuitenkin yrityspalveluiden ulkoistusta tarjoavat yhtiöt, joille Efecten ratkaisu liiketoimintakriittinen.

Oma myyntikanava on edelleen tärkein, mutta kumppanien rooli kasvaa

Efectellä on suoramyntikanava ja maaorganisaatiot Suomessa, Saksassa ja Ruotsissa. Suoramyynti on yhtiön tärkein myyntikanava ja Efecte aikookin pilotoida uuden suoramyntimaan vuoden 2022 aikana. Suoramyyntille houkuttelevia uusia kohdemaita ovat erityisesti suuremmat Euroopan maat kuten Iso-Britannia, Ranska, Italia ja Puola.

Vuodesta 2020 alkaen Efecte on panostanut digitaaliseen myyntiin ja markkinointiin, minkä on tarkoitus parantaa myynnin skaalautuvuutta ja tehokkuutta.

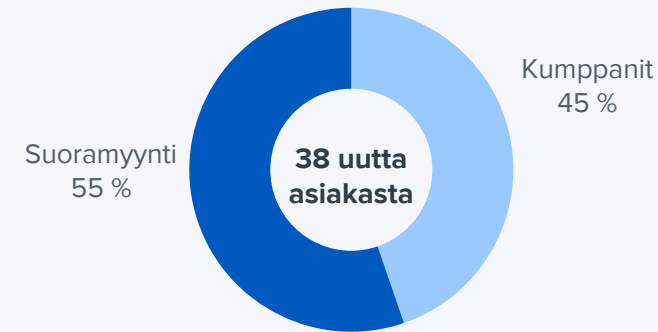
Efecte on lisäksi rakentanut kumppanuuksia, joissa IT-palvelutalot ja -konsultit tarjoavat Efecten ratkaisuja osana omia palveluitaan. Esimerkkejä näistä ovat saksalainen Bechtel Hamburg tai suomalainen Elmo ICT. Efecte lisäsi panostuksia kumppanimyynnin kehittämiseksi vuoden 2020 loppupuolelta alkaen. Tämän jälkeen Efecte on laajentanut uusien kumppanisopimusten avulla toimintaansa mm. Puolaan, Kroatiaan, Tšekkeihin, Turkkiin, Iso-Britanniaan ja Alankomaihin.

Vuonna 2021 kumppanien kautta tapahtunut myynti toi jo 45 % Efecten uusasiakkaista. Odotamme kumppanimyynnin kasvattavan edelleen merkitystään tulevaisuudessa etenkin pienemmissä maissa, joissa pilvitransformaatio on vielä alkuvaiheessa kuten esimerkiksi Itä- ja Kaakkois-Euroopan maissa.

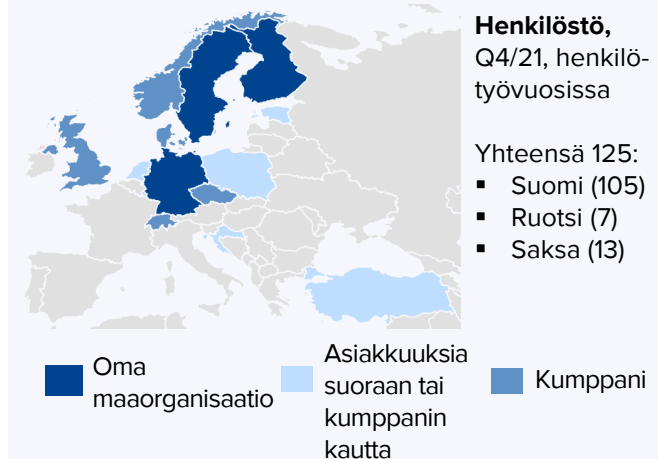
Myyntikanavat



Uudet asiakkaat myyntikanavittain, 2021, % asiakkaiden lukumäärästä



Toimintamaat, Q1/2022



Lähde: Efecte

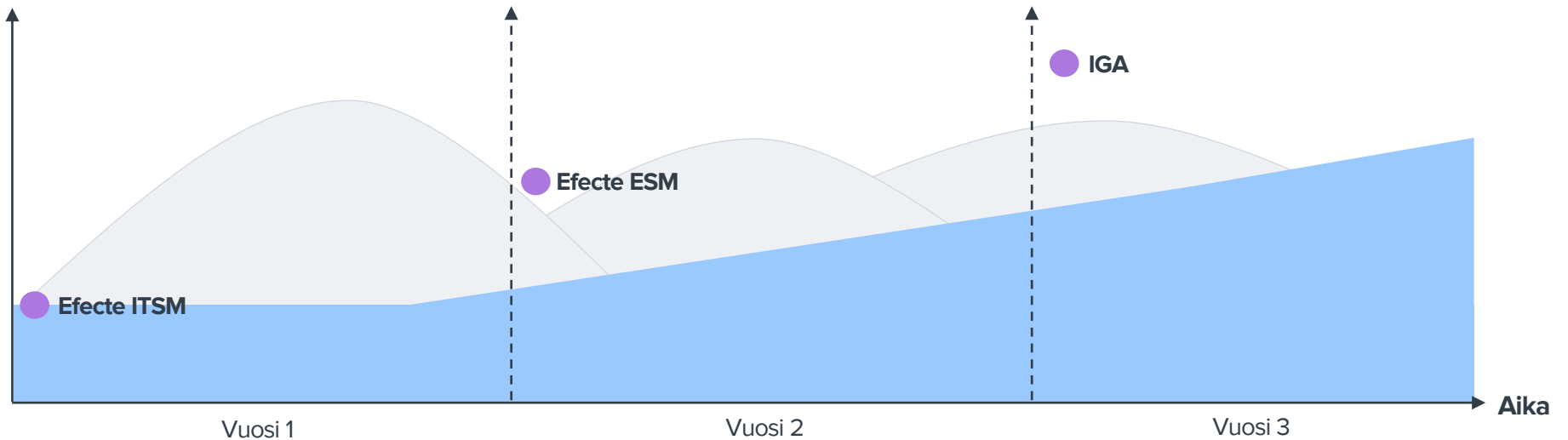
Asiakkuuden laajennuksella on olennainen rooli Efecten kasvuille

Havainnollistava kuvaus Efecten kuvitteellisen asiakkaan elinkaaresta

■ SaaS-liikevaihto

■ Palvelut-liikevaihto

Liikevaihto



Uuden asiakkaan hankinta

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

Tyypilliset sopimusehdot:

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

Laajennus- ja lisämyyntimahdollisuudet

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

Tyypilliset sopimusmuutokset:

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

Sopimuksen jatko

- Sopimuksen jatko kolmen vuoden jälkeen
- Hinnoittelu suojattu korotuspykälillä

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Efecten ratkaisun uusmyynnin myyntisyklit ovat tyypillisesti neljästä kuukaudesta yli vuoteen eli verrattain pitkiä. Asiakkaiden tarpeiden kartoitus vaatii tyypillisesti 4-6 tapaamista ja aiemman sukupolven ratkaisun korvaamista, mikä selittää pitkää myyntisykliä.

Tyypillisesti asiakas ottaa käyttöönsä Efecten ensin yhdellä osa-alueella (usein ITSM tai IGA) ja myöhemmin laajentaa Efecten käyttöä muille osa-alueille (esim. HR). Siten asiakkuuksien liikevaihdot kasvavat yli ajan ja uusmyynnin roolina on pedata tulevien vuosien kasvua. Esimerkiksi vuonna 2021 SaaS-tilauskannan kasvusta noin kaksi kolmasosaa tuli nykyisistä asiakkaista.

Joidenkin asiakkaiden kanssa Efectellä on myös pitkäaikainen palveluliiketoimintasuhde, jossa Efecten konsultit jatkokehittävät asiakkaan Efecte-ympäristöä.

Tyypillisesti Efecten uuden asiakkuuden ensimmäisen sopimuskauden kesto on 3 vuotta ja arvo noin 100-150 TEUR, josta noin 0-30 % on palveluita ja 70-100 % SaaS-tuottoja riippuen toteuttaako palvelun Efecte vai kumppani. SaaS-maksun suuruus määräytyy ITSM- ja ESM-ratkaisuissa prosesseja hallitsevien ammattikäyttäjien määrän perusteella ja IAM-ratkaisuissa loppukäyttäjien tunnusten määrän perusteella.

Tyypillisesti asiakkuuksissa ammattikäyttäjien määrä on muutamista kymmenistä jopa moneen sataan. Käyttäjien määrä on melko staattinen yli ajan. Siten kasvu asiakkuuksien sisällä syntyy usein pääasiassa käytön laajentumisesta muihin Efecten ratkaisuihin. Arvioimme tyypillisen

asiakkaan tuovan noin 30 TEUR vuosittaista SaaS-liikevaihtoa.

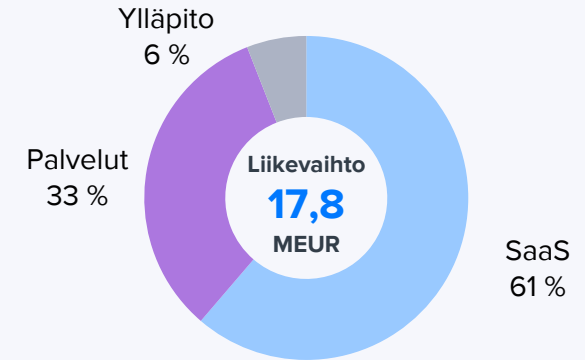
Liiketoiminnan ydin rakentuu SaaS-tuotoista ja niitä tukevista palveluista

Efecten vuonna 2013 alkanut siirtymävaihe pilvipohjaiseen ja jatkuvalaskutteiseen SaaS-liiketoimintamalliin on käytännössä toteutettu. Yhtiön liikevaihdosta 94 % syntyi vuonna 2021 SaaS-tuotoista ja niihin liitännäisistä palveluista, ja väistyvien kertalisenssimalliin pohjautuvien tuottojen liikevaihto on laskenut 6 %:iin.

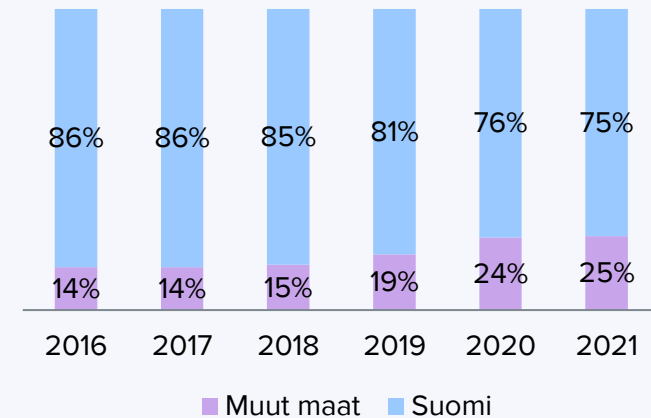
Efecten tulovirrat jakautuvat kolmeen osaan: 1) SaaS, 2) Palvelut, 3) Ylläpito. Näistä strategian ydinliiketoimintoihin kuuluva SaaS on vahvassa kasvussa ja sitä tukevat palvelut matalassa kasvussa johtuen kumppanien roolin kasvusta. Efecte lisäksi paketoiti palveluita jatkuvaan liikevaihtoon (raportoidaan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

Ylläpitotuotot liittyvät aikoinaan vanhan liiketoimintamallin puitteissa myytyihin lisensseihin. Asiakkaat saavat maksua vastaan käyttöönsä uusia versiota Efecten tuotteesta, joka on teknisesti sama kuin mihin nykyinen SaaS-liiketoiminta pohjautuu. Ylläpitotuotot ovat vuosien varrella pienentyneet ja liikevaihtoa on siirtynyt SaaS-liikevaihdoksi asiakkaiden siirtyessä Efecten SaaS-malliin. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan. Jatkuvien tuottojen (SaaS- ja ylläpitotuotot) osuus Efecten liikevaihdosta oli vuonna 2021 noin 67 %.

Liikevaihto kategorioittain, 2021, % liikevaihdosta



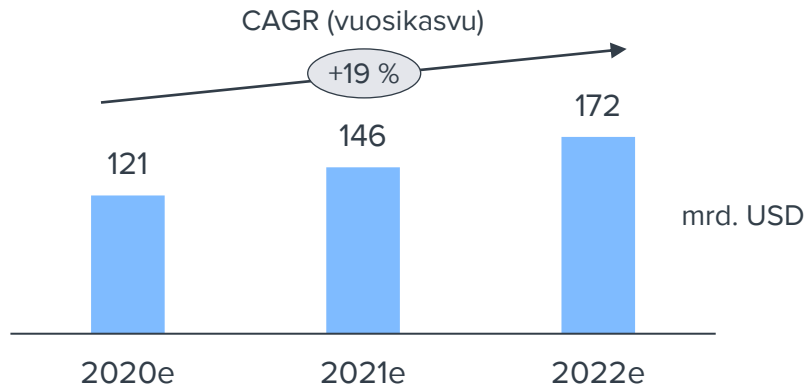
Liikevaihto maantieteellisesti*, 2016-2021, % liikevaihdosta



*Suomen kasvussa oli piikki vuonna 2021 johtuen muun muassa Kela-sopimukseen liittyvistä palvelutoimituksista
Lähde: Efecte

Efecte on toteuttanut muutoksen skaalautuvaan SaaS-malliin 2010-luvulla

Kansainvälisen SaaS-ohjelmistojen markkinan odotetaan kasvavan vahvasti lähivuosina



Lähde: Gartner (08/2021)

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

	SaaS/Pilvi	Perinteinen
Tuottojen luonne	Takapainotteinen ² , 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

² SaaS-mallissa tulovirrat muodostuvat tasaisesti ajan yli, mutta asiakashankinnan kustannus toteutuu heti, jolloin myyntipanosten takaisinmaksu ja tuotto toteutuvat vasta tulevaisuudessa

Lähde: Inderes, Gartner

SaaS-mallilla on selviä etuja kaikille osapuolille

Sijoittaja

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

➤ Korkeammat arvostustasot

Ohjelmistotoimittaja

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

➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

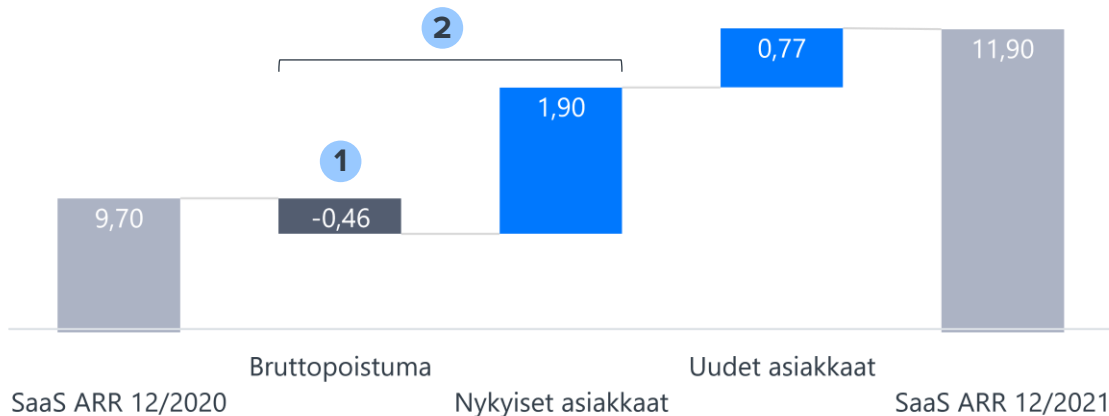
Asiakas

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

➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset

Efecten SaaS-liiketoiminnan mittarit ovat hyvällä tasolla

SaaS-liiketoiminnan terveyden mittarit



ARR

Annualisoitu jatkuva kuukausittainen SaaS-liikevaihto, MEUR

1 Bruttopoistuma (churn)

Päätyneiden asiakassopimusten vaikutus vuotuisen jatkuvaan liikevaihtoon (ARR), %

2 Nettopysyvyysaste (NRR)

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

Bruttokate

Toistuvan liikevaihdon bruttokate (kate liikevaihdon tuottamisesta aiheutuvien kustannusten jälkeen)

LTV/CAC

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

Efecten mittarit ovat hyvällä tasolla, 12/2021

NRR 115 %

Bruttopoistuma (churn) 4,7 %

Toistuvan liikevaihdon bruttokate-% 81 %

Uusien asiakkaiden LTV 678 TEUR

CAC 82 TEUR

LTV/CAC* 5,1-8,3
(12kk rullaava, 6/21-12/21)

CAC takaisinmaksuaika** 2,6 v

*Efecten julkaisema LTV/CAC sisältää vain uudet asiakkaat, ei nykyisten asiakkaiden laajennuksia, jotka ovat nähdäksemme selvästi tehokkaampaa myyntiä. Kela-sopimuksesta johtuen suhdeluku oli tavanomaista korkeampi Q4/21, Q2-Q3/21 rullaava LTV/CAC oli 5,1. LTV/CAC

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

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

Kymmenen suurinta asiakasta on vastannut noin 30 % Efecten liikevaihdosta aiempina vuosina eikä yhdenkään suuren asiakkaan osuus ole ylittänyt viime vuosina 10 %. Julkisen puolen asiakkaat tuovat arviomme mukaan noin kolmanneksen liikevaihdosta ja ulkoistuspalveluiden tarjoajat alle viidenneksen. Maantieteellisesti liikevaihto muodostuu vielä pääasiassa Suomesta, mutta muut maat (erit. Ruotsi ja Saksa) ovat kasvattaneet osuuttaan viime vuosien vahvan kansainvälisen kasvun myötä. Kansainväliseen kasvuun tähtäävän strategian onnistuessa kehityksen voi odottaa tulevina vuosina jatkuvan.

Efecten kulut ja skaalautumisen potentiaali muodostuu pääasiassa henkilöstöstä

Efecten SaaS-/Cloud-malliin perustuva liiketoimintamalli on ohjelmistoliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan perusteiltaan hyvin skaalautuvaa. Käytännössä yhtiön liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa tietyllä tasolla useimpien kuluerien yksikkökustannukset alkavat laskea suhteessa liikevaihtoon. Korkeakatteisen liikevaihdon kasvu (2021 toistuvan liikevaihdon bruttokate-%: 81 %) valuu tällöin vahvasti tulosriville, mikäli kasvua siis saadaan aikaiseksi.

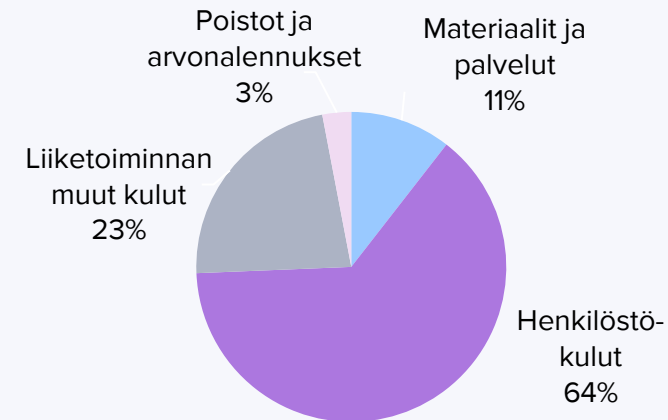
Efecten kuluista merkittävä osa muodostuu

henkilöstökuluista (2021: 64 % kustannuksista) ja osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (23 %). Liiketoiminnan muut kulut sisältävät mm. markkinointi-, puhelin-, tietoliikenne- ja tietotekniikkakulut. Materiaalit ja palvelut muodostavat 11 % kuluerän. Tuotekehitysmenojen aktivointeihin painottuvat poistot ja arvonalentumiset muodostavat kuluista noin 3 %. Kokonaisuutena henkilöstöön liitännäisten kuluja skaalautuminen on kuitenkin yhtiön kannattavuudelle keskeistä.

Efecten henkilöstö jakautuu funktioittain seuraavasti: myynti ja markkinointi (24 % henkilöstöstä), tuotteet (18 %), palvelut ja koulutus (39 %), hallinto (8 %) sekä pilvioperointi ja tuki (11 %). Tuotteet -kategoria sisältää myös tutkimus & tuotekehityshenkilöstön.

Vahva painotus myyntiin ja markkinointiin sekä palveluihin ja koulutukseen on nähdäksemme looginen. Palvelut ja koulutus ovat SaaS-tuottojen tärkeä tukifunktio, ja ne koostuvat esimerkiksi käyttöönottoprojekteista, integrointityöstä sekä erilaisista koulutuksista. Panostukset myyntiin mahdollistavat yhtiön nykyhetkessä vahvaksi katsomamme kilpailuaseman hyödyntämisen ja pitkän tähtäimen kilpailukykyä tukevan riittävän mittakaavan saavuttamisen Euroopassa. Selvä panostus tuotekehitykseen on myös tärkeää tuotteen kilpailukykyyn ylläpitämiseksi.

Kustannusten jakauma lajeittain, 2021, % kustannuksista (pl. rahoituskustannukset)



Lähde: Efecte

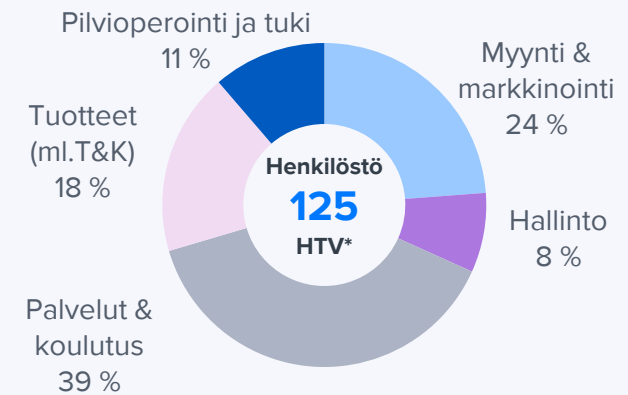
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Efecten tuote onkin nähdäksemme varsin kypsä. Tuotekehityksen näkökulmasta Efecten etuna on pitkä historia ITSM ohjelmistoissa, jonka aikana sille on kertynyt laaja tuoteosaaminen. Tämä tuoteosaaminen on jo käytännössä modernisoitu pilvimaailmaan. Efecten nykytuote pohjaa joustavaan kontti-pohjaiseen arkkitehtuuriin (Containerized Architecture), joka mahdollistaa skaalautuvan SaaS-mallin ohjelmiston jakelulle ja käytölle.

Ohjelmistojen nopean kehityksen myötä investointikohteita löytyy toisaalta varmasti myös jatkossa. Modernin ja joustavaksi rakennetun tuotteen kehittäminen on kuitenkin nopeaa. Yhdistettynä pitkään toimialaosaamiseen tämä nähdäksemme mahdollistaa Efecten pystyvän kehittämään ja ylläpitämään tuotteensa kilpailukykyä varsin maltillisin panostuksin.

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

Henkilöstön jakauma,
2021 lopussa, % henkilötyövuosista



*HTV = Henkilötyövuosi, eli täysipäiväiseksi muutetut työsuhteet
Lähde: Efecte

Sijoitusprofiili

1.

Suuri ja pilvimurroksen ajamana voimakkaasti kasvava markkina

2.

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

3.

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

4.

SaaS-liiketoimintamalli tarjoaa skaalautuvaa kasvua ja jatkuvien tuottojen tuomaa turvaa

5.

Osakkeen tuotto nojaa vahvasti odotukseen jatkuvasta skaalautuvasta kasvusta

Potentiaali



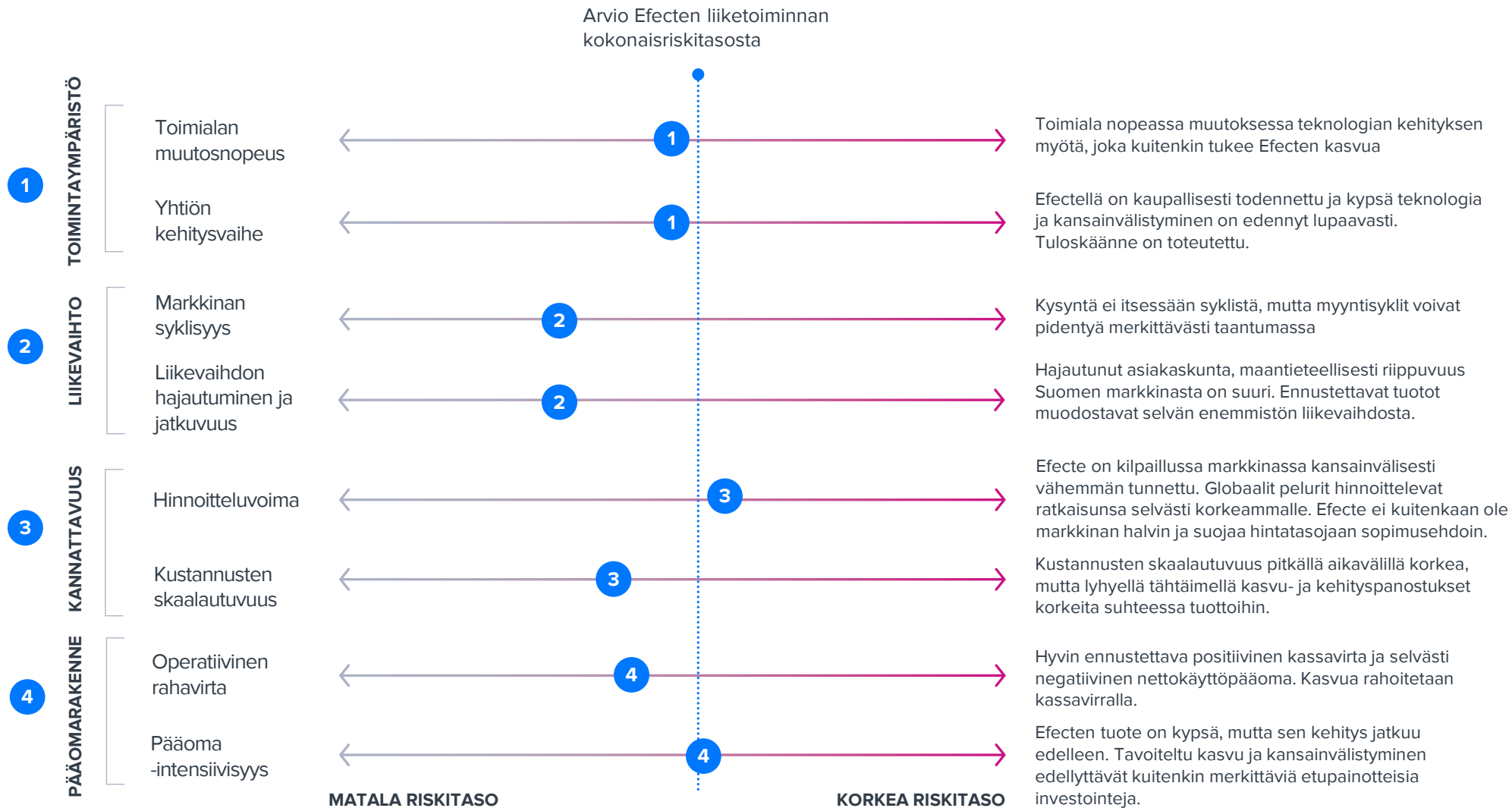
- Merkittävä markkinapotentiaali ja vahvasti kasvava kysyntä
- Todennettu SaaS-pohjainen, skaalautuvuuteen ja jatkuviin tuottoihin vahvasti nojaava liiketoimintamalli
- Valmis, skaalautuva teknologia ja selkeät kilpailuedut keskisuurissa yhtiöissä
- Kansainvälinen laajentuminen ja lisämyynti nykyisille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

Riskit



- Kasvupanostusten ja kansainvälisen laajentumisen epäonnistuminen
- Kilpailukentän ja -aseman muutokset
- Teknologian muutokset ja tietoturvariskit
- Arvostus ei saa tukea tulospohjaisista arvostuskertoimista ja on erittäin herkkä muutoksille kasvuodotuksissa sekä sektorin arvostustasoille

Efecten liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat ja kilpailukenttä 1/4

Monisyisessä markkinassa on reilusti tilaa kasvulle

Laajasti katsoen Efecten kohdemarkkinaa ovat yritysten palvelunhallintaan (ITSM/ESM) ja siihen liitännäiset identiteettien ja pääsyoikeuksien hallinnan ohjelmistot (IGA/IAM). Palvelunhallinta tarkoittaa laajasti työntekijöiden ja asiakkaiden palvelupyynnöiden (esim. uuden työtietokoneen tilaus) vastaanottamista ja tehokasta ratkaisua. Käyttöoikeuksien hallintaan liittyvät IAM/IGA-ratkaisut ovat luontainen jatke palvelunhallintaan, sillä Efecten mukaan käyttöoikeuksiin liittyvät pyynnöt muodostavat usein merkittävän osan kaikista yritysten käsittelemistä palvelupyynnöistä.

Efecte arvioi pilvipohjaisen ITSM- ja ESM-markkinan kooksi Euroopassa noin 1,2 miljardia euroa ja IGA-markkinan kooksi noin 1,3 miljardia euroa. Efecte arvioi Saksan osuuden näistä markkinoista olevan merkittävä, noin 0,7 miljardia euroa. Yhtiö arvioi analyytikoiden arvioihin perustuen näiden molempien markkinoiden kasvavan keskimäärin yli 15 % vuosittain seuraavien kolmen vuoden aikana.

Arviomme mukaan noin neljännes tästä noin 2,5 miljardin euron kohdemarkkinasta koostuu yhtiölle relevanteista keskisuurista asiakkaista. Efecten kohdemarkkinat ovat yhtiön kokoon suhteutettuna joka tapauksessa erittäin suuret ja kasvavat. Markkinan koko ei tule näkemyksemme mukaan asettamaan rajoitteita yhtiön kasvulle.

Pilvipohjaiset ITSM/ESM-markkinat muodostuvat arviomme mukaan nykyisellään valtaosin korvausmarkkinasta, sillä käytännössä lähes jokaisella suurella tai keskisuurella organisaatiolla on käytössään jokin vanhemman sukupolven IT-palvelunhallintaohjelmisto. Varhaisemmassa

kehitysvaiheessa olevalla IAM/IGA-markkinalla asiakkaalle käsittääksemme usein toimitetaan identiteetin- ja pääsynhallinta-ohjelmistoratkaisu ensimmäistä kertaa.

Markkina on siirtymässä pilviohjelmistoihin

Efecten kohdemarkkinoilla on useita yhtiön kasvua tukevia trendejä. Ohjelmistomarkkinalla on ensinnäkin jo pidempään jatkunut murros kohti pilvipohjaisia ohjelmistoja. Matka on vielä pitkä, sillä EU-maiden keskimääräinen pilvipalveluiden penetraatio oli vuonna 2021 Eurostatin mukaan vasta 34 % (2021). Pilvipohjaisia ohjelmistoja kehittävänä yhtiönä Efecten markkinat ovat siten edelleen voimakkaassa murrosvaiheessa, jossa kysyntä SaaS-pohjaisille ohjelmistoille kasvaa voimakkaasti ja paikallisesti asennettavien ohjelmistojen kysyntä vaimenee.

Tietosuoja, -turvallisuus ja datan sijainti on noussut markkinalla aiempaa tärkeämmäksi tekijäksi. Efecten mukaan kehitys on ollut erityisen näkyvää julkisen sektorin toimijoiden päätöksissä siirtyä pois globaaleista pilvipohjaisista alustoista. Tämä trendi tukee Eurooppalaisten ja Euroopassa datan säilyttävien toimijoiden kilpailukykyä suhteessa useisiin globaaleihin kilpailijoihin.

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

Efectelle relevantit pilvi-ohjelmistojen markkinat Euroopassa

Palvelunhallinta (ITSM/ESM)

Markkinan koko,
2022

~1,2 mrd.
EUR

Markkinan kasvu,
2022-2024

>15 %
CAGR

Identiteettien hallinnointi (IGA)

Markkinan koko,
2022

~1,3 mrd.
EUR

Markkinan kasvu,
2022-2024

>15 %
CAGR

Efecten kohdemarkkinoiden kasvun ajurit



Siirtymä pilvipohjaisiin ratkaisuihin (SaaS)



Tietoturvan ja -suojan huolet sekä lainsäädännön muutokset



Digitalisaation eteneminen ja automaation kasvu

Markkinat ja kilpailukenttä 2/4

Suurin kasvun tila on kansainvälisillä markkinoilla

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

Pohjoismaissa edistyneempiä pilvipalveluita käyttävät noin 60-70 % yrityksistä, kun EU27-maissa luku on keskimäärin vain 34 %. Saksassa penetraatioaste on noin 32 %. Odotamme pilvipalveluiden käytön nousevan tasaisesti Keski- ja Etelä-Euroopassa. Yhtiön nykyisistä päämarkkinoista erityisesti Saksa tarjoaa Efectelle pitkään jatkuvan tilan kasvaa.

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

Kilpailijat ovat globaaleja ja paikallisia pelureita

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

IAM/IGA-puolella kilpailijat ovat pääosin suuria yhdysvaltalaisista yhtiöitä, kuten Microsoft, Okta, Microfocus ja Quest. Markkinan suppeamman IGA-tarjonnan puolella, mihin Efecte tällä hetkellä

panostaa, on ServiceNow:n palvelunhallinta- alustaan integroituneita kilpailijoita kuten ClearSkye ja AppMore. Lisäksi markkinoilla on pelkkää IGA-komponenttia tarjoavia pelureita kuten Omada ja Saviynt.

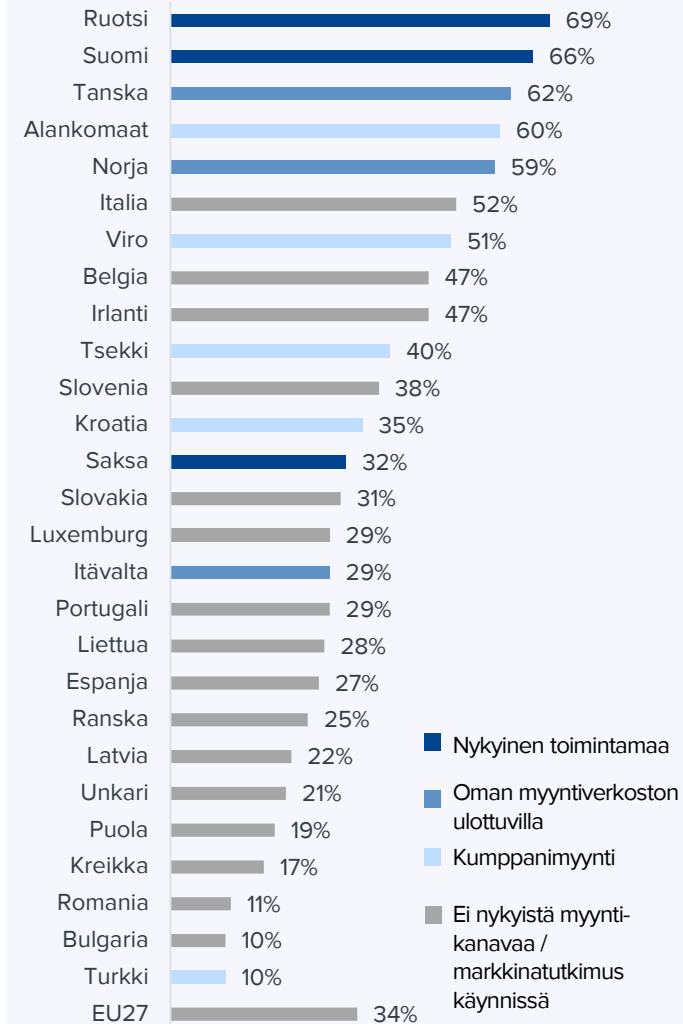
Efecten asema on segmentissään vahva

Efecte on liikevaihdolla mitattuna globaalisti pieni toimija sekä ITSM/ESM- että IAM/IGA-markkinalla. Yhtiö on kuitenkin nähdäksemme löytänyt itselleen kilpailukykyisen lokeron etenkin keskisuurista eurooppalaisista yrityksistä. Efecte onkin onnistunut voittamaan segmentissä asiakkaita ServiceNow:ta, Freshworks:ia, Okta:a ja Ivanti:a vastaan.

Suomen kotimarkkinallaan Efecte on ITSM/ESM-markkinan markkinajohtaja kohderyhmässään, jossa pääkilpailija on ServiceNow. Efecten asiakkaita Suomessa ovat mm. Musti Group, Valmet Automotive, Tikkurila, Mehiläinen ja KELA.

Muissa Pohjoismaissa Efecten tunnettuus on arviomme mukaan kohtuullinen, mutta Keski-Euroopassa (Saksassa) Efecten tunnettuus ja brändi on vasta rakentumassa. Toimiala-analyttikko Research In Action on noteerannut Efecten toimialan johtajien joukkoon myös Saksassa, joten pienestä koosta huolimatta yhtiö on saanut markkinalta jalansijaa. Efecten hyvä kansainvälinen kasvu vahvistaa tätä näkemystä. Saksassa Efectellä on erityisesti paikallisia ja alueellisia kilpailijoita kuten USU, Serviceware ja Matrix42. Tässä kilpailussa yhtiön tuote käsittääksemme pärjää hyvin, mutta heikompi tunnettuus voi nousta asiakkuuden voiton esteeksi. Ulkomailta Efecten asiakkuuksia ovat mm. Hotelplan Group, Bechtel Hamburg ja Ruotsin kirkko.

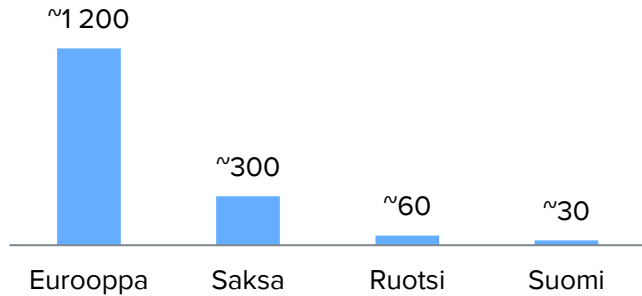
Edistyneiden* pilvipalveluiden käyttöaste EU-maissa, 2021, % yrityksistä



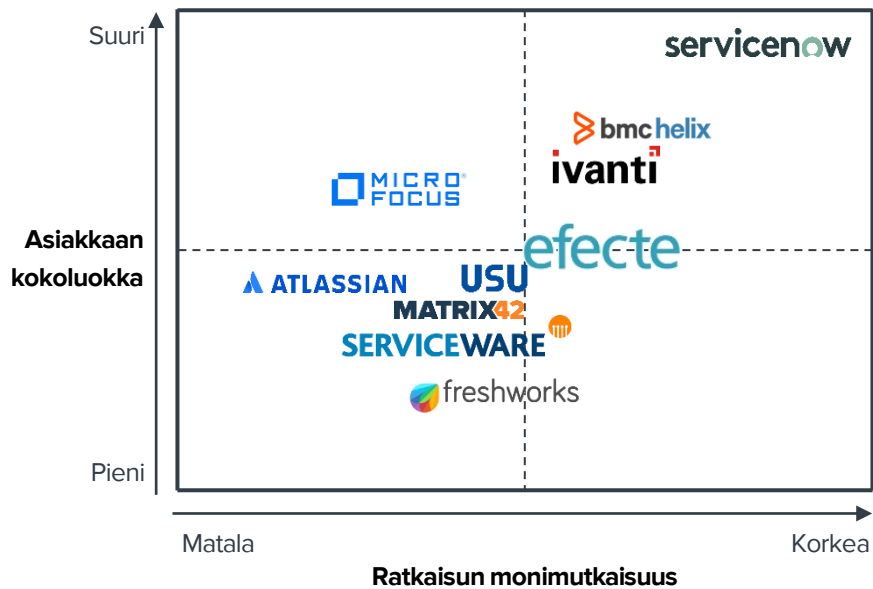
*Talouhallinto, CRM, laskentakapasiteetti, ERP, tietoturva ja/tai ohjelmistokehityksen ympäristöt
Lähde: Eurostat

Markkinat ja kilpailukenttä 3/4

ITSM-markkina Euroopassa, 2022, MEUR

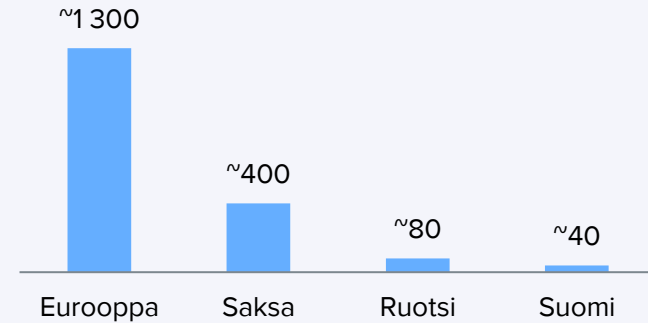


ITSM-markkinan keskeiset kilpailijat



Lähde: Efecte (markkina-analyttikot), Efecte

IGA-markkina Euroopassa, 2022, MEUR



IGA-markkinan keskeiset kilpailijat (MEUR)



Lähde: Efecte (markkina-analyttikot), Efecte

Markkinat ja kilpailukenttä 4/4

Efecten vahvuuksia ovat tuote, asiakaskokemus, kustannustaso ja joustavuus

Efecte on tehnyt onnistuneen siirtymän paikallisesti asennetuista ohjelmistoista SaaS-malliin, mikä on ollut monille yhtiön kilpailijoille erittäin vaikeaa. Efecten ja ServiceNow:n kaltaiset SaaS-yhtiöt saavat tilanteesta kilpailuetua. Efecten ohjelmisto on ominaisuuksiltaan ja laajuudeltaan hyvin kattava, ja sitä voidaan käyttää joustavasti kaikilla päätelaitteilla ja melkein minkä tahansa palvelun hallintaan. Asiakas voi myös itse kehittää tuotteen avulla uutta automaatiota kirjoittamatta itse koodia. Efecten tuote ei kattavuudessaan kuitenkaan pärjää globaaleille pelureille, joilla on merkittävästi suuremmat tuotekehitysresurssit.

Efecte panostaa asiakaskokemukseen, mistä konkreettisenä esimerkkinä on johdon tapa soittaa itse asiakkaille, jos tyytyväisyydessä havaitaan ongelmia. Lisäksi asiakkaiden kehitys ("Customer Success") on eriytetty myynnistä, mikä on toki tänä päivänä yleinen malli SaaS-yhtiöissä. Efecten kokoluokka ja sen tuoma ketteryys asiakkaan palvelemisessa ovat yhtiölle niinikään kilpailuetuja.

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

Efecten kilpailueduksi katsomme myös joustavan toimitusmallin. Efecte pystyy toimittamaan palvelunsa sekä ns. julkisesta pilvestä että yksityisestä pilvestä Euroopassa. Tukipalveluissa ja tuotekehityksessä huomioidaan myös erityisesti

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

Efecten kilpailuhaitat liittyvät pääasiassa sen kilpailijoita pienempään kokoon

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

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

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

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

Efecten kilpailutekijät

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

Strategia 1/2

Efecten kasvustrategia nojaa ohjelmistoalan SaaS-murrokseen ja kansainvälistymiseen

Efecten strategian ytimessä on palvelunhallinnan ohjelmistomarkkinan SaaS-murroksen tarjoamien merkittävien kasvumahdollisuuksien hyödyntäminen. Efecte pyrkii strategiallaan erottautumaan suurista yhdysvaltalaisista kilpailijoistaan eurooppalaisena vaihtoehtona etenkin keskisuurten asiakkaiden markkinasegmenteissä, joissa yhtiön kilpailuasema on vahvimmillaan.

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

Tuotteen osalta strategia keskittyy kilpailuetujen (ketteryyden, käyttökokemus ja kustannustehokkuus) vahvistamiseen ja Efecte-alustan jatkokehitykseen. Alustan osalta tavoitteena on vahvistaa ITSM, ESM ja IGA-ratkaisujen kilpailukykyä. Yhtiö investoi nykyisten vahvuuksiensa vahvistamiseen ja

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

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

Yritysjärjestelyt. Efecte näkee mahdollisuuksia teknologia-alustansa sekä markkinaläsnäolonsa laajentamisen kohdistetuilla yritysostoilla. Teknologialaajennukset voivat liittyä esimerkiksi tekoälyyn ja automaatioon, monikanavaiseen palveluiden kulutukseen ja laajempaan digitaalisen omaisuuden seurantaan. Markkinaläsnäolon vahvistaminen voisi tarkoittaa esimerkiksi yrityksen ostamista, jolla olisi valmis myynti- ja käyttöönottovalmius kiinnostavalla markkinalla.

Taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme kovat, mutta mahdolliset

Vuosien 2022-2025 strategiakaudellaan Efecte tavoittelee liikevaihdon >35 MEUR tavoitetasoa

vuonna 2025 ja yli 20 %:n vuosittaista SaaS-kasvua. Vuosittaiseksi kasvuvauhdiksi käännettynä kasvutavoite vastaa noin 18 %:n vuotuista kasvua. Tavoite on mielestämme mahdollinen, mutta se vaatii yhtiöltä edellisvuosia vahvempaa suhteellista kasvua (2016-2021 liikevaihdon CAGR 16 %). Tavoite nähdäksemme vaatisi kansainvälisen kasvun vahvistuvan vuosien 2018-2021 n. 30 %:n vuosittaiselta tasolta yli 40 %:n vuosittaiselle tasolle.

Efecte on toisaalta on ylläpitänyt yli 20 %:n SaaS-kasvua jo 18 peräkkäistä neljännessä (Q4'21 mennessä). Yhtiö on lisäksi vahvistanut kasvun koneistoaan (kumppaniohjelma, digitaalinen myynti & markkinointi, IGA-myyntikärki) viime vuosina, mikä kasvattaa luottamustamme tavoitteiden saavuttamiseen. Kannattavuustavoitteiden osalta uskomme Efecten pääsevän melko kivuttomasti yli 10 %:n EBITDA-tavoitetasoonsa vuonna 2025, sillä kannattavuus riippuu tällä hetkellä nähdäksemme käytännössä puhtaasti yhtiön omasta päätöksestä rekrytointien määrästä.

Efecten taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2022-2025

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Liikevaihto	14,9 MEUR	17,8 MEUR				>35 MEUR (organisesti)
EBITDA-%	0,8 %	5,3 %				>10 %
Kasvun rahoitus	Kassavirta	Kassavirta	Kassavirta	Kassavirta	Kassavirta	Kassavirta

Efecten strategian yhteenveto

Kohdemarkkina ja Efecten asemoituminen

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

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

Kasvua tukevat ajurit



Siirtyä pilvipohjaisiin ratkaisuihin (SaaS)



Tietoturvan ja -suojan huolet sekä lainsäädännön muutokset



Digitalisaation eteneminen ja automaation kasvu

Kypsä ja vahva SaaS-tuote keskisuurille eurooppalaisille organisaatioille

efecte

Strategiset painopisteet

1. Investoiminen **kasvuun** uusilla ja nykyisillä markkinoilla
2. **Tuotteiden** kilpailukyvyn vahvistaminen ja Efecte-alustan edelleen kehittäminen
3. **Ihmiin** ja kulttuuriin panostaminen huippuosaajien houuttelemiseksi ja loistavien asiakaskokemusten luomiseksi Efecte-ekosysteemissä
4. Kohdistetut **yritysostot** teknologia-alustan vahvistamiseen ja markkinaläsnäolon kasvattamiseen



Strategian rahoitus kassavirralla



>20 %

SaaS-liikevaihdon vuosittainen orgaaninen kasvu 2022-2025

>35 MEUR

Orgaanisesti saavutettu liikevaihto vuonna 2025

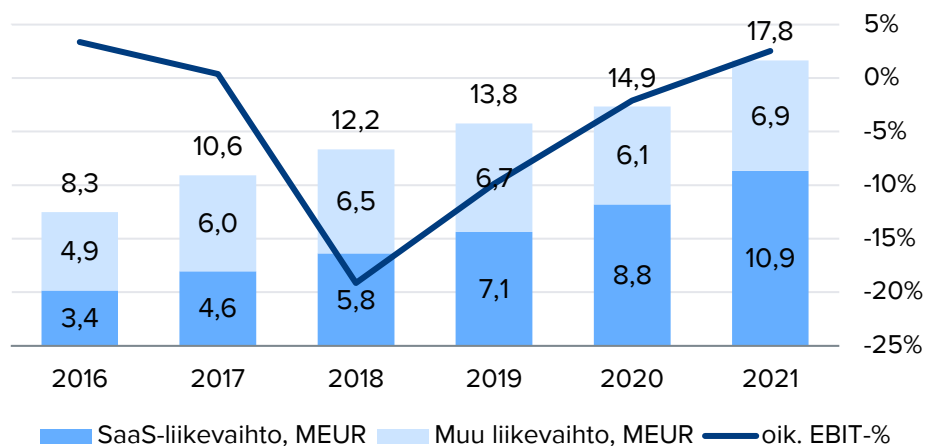
>10 %

Käyttökatemarginaali vuonna 2025

Taloudellinen tilanne 1/2

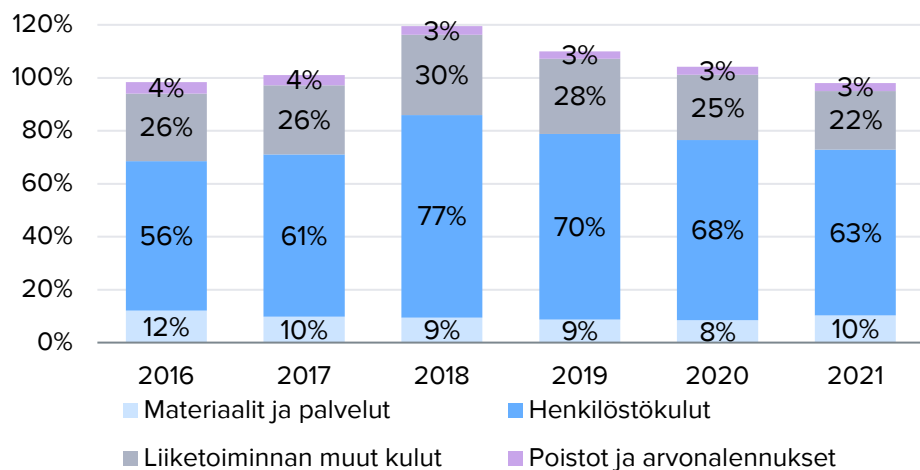
Efecte on siirtynyt skaalautuvan kasvun vaiheeseen, jossa se tasapainoilee kasvun ja kannattavuuden välillä

Liikevaihto (MEUR) ja oik. EBIT-%, 2016-2021



- Efecten liikevaihdon keskimääräinen vuosittainen kasvu-% on ollut noin 16 % ja oikaistu EBIT-% noin -4 % vuosina 2016-2021.
- Vuosina 2016-2021 kasvu-%:n ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summa on ollut keskimäärin 13 %, minkä taustalla on ollut etupainotteisia kasvuinvestointeja hitaammin vahvistunut kasvu.
- Efecte teki listautumisensa (2017) jälkeen etupainotteisia kasvuinvestointeja, jotka eivät tuottaneet tavoiteltua määrää kasvua ja painoivat tuloksen voimakkaasti pakkaselle vuonna 2018. Tämän jälkeen yhtiö vahvisti kasvunsa perustaa ja myyntinsä tehokkuutta, minkä jälkeen kasvu on ollut hallittua ja kannattavuus vahvistuvalla trendillä vuoteen 2021 asti.

Kustannusrakenne, 2016-2021, % liikevaihdosta

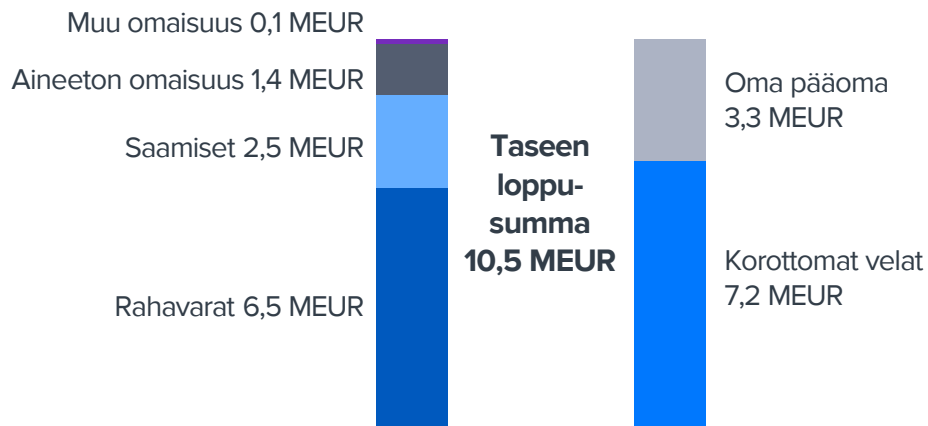


- Efecten kustannusrakenne on pääosin kiinteää, mutta liiketoiminta skaalautuu hyvin kasvun mukana.
 - Henkilöstö on yhtiön keskeisin kustannusajuri: vuonna 2021 henkilöstökulut (63 % liikevaihdosta) ja vahvasti henkilöstösidonnaiset liiketoiminnan muut kulut (22 % liikevaihdosta) muodostivat lähes koko kustannusmassan.
 - Materiaalit ja palvelut olivat vain 10 % liikevaihdosta vuonna 2021.
- SaaS-yhtiöiden tapauksessa on tärkeää huomata, että kasvuinvestoinnit tehdään pääosin tuloslaskelman kautta henkilöstösidonnaisten kulujen muodossa.
 - Efecten jatkuvan liiketoiminnan hyvä kannattavuus jää piiloon, kun yhtiö jatkuvasti investoi liiketoiminnan tuottaman korkeakatteisen kassavirran takaisin liiketoiminnan kasvattamiseen.

Taloudellinen tilanne 2/2

Efecten tase on kevyt, mutta hyvässä kunnossa

Taserakenne, 31.12.2021



- Liiketoiminta ei sido taseeseen merkittäviä pääomia
- Taseessa on turvaa kasvupanostusten kasvattamiseen
 - Kassa tarjoaa liikkumatilaa (6,5 MEUR) ja eikä yhtiöllä ei ole lainkaan korollista velkaa.
 - Matala nettovelka (-6,5 MEUR) ja nettovelkaantumisaste (-197 %)
 - Tase on hyvässä iskukunnossa yritysostojen toteuttamiseen, joka on yksi uuden strategian neljästä kulmakivistä
 - Osingonmaksun sijaan kassaa hyödynnetään lähivuosina kasvun rahoittamiseen.
- Aineeton omaisuus (1,4 MEUR) koostuu käytännössä aktivoiduista tuotekehitysmenoista
- Korottomat velat koostuu pääosin asiakkailta saaduista ennakkomaksuista, koska Efecte pystyy laskuttamaan sopimukset etukäteen

Operatiivinen kassavirta investointien jälkeen, nettotulos ja nettovelkaisuusaste (%)



- Nettotulos vahvistui vuosina 2019-2021 ja nousi positiiviseksi. Kehityksen taustalla on Efecten liiketoiminnan mittakaavan ja operatiivisen tehokkuuden kasvu.
- Käyttöpääoma on negatiivinen (2021: -4,7 MEUR), jolloin kasvu näkyy pääsääntöisesti hieman tulosta vahvempina kassavirtana ja rahoittaa osin yhtiön kasvua. Odotamme käyttöpääoman olevan myös jatkossa negatiivinen johtuen etupainotteisen laskuttamisen mahdollistavista asiakassopimuksista.
- Tuotekehitysmenojen aktivoinnit (0,5 MEUR) olivat poistojen tasolla (0,5 MEUR) vuonna 2021, mutta jatkossa aktivoinnit kasvavat osana Efecten kasvustrategiaa

Ennusteet 1/3

SaaS-liiketoimintamalli on liikevaihtoennusteidemme lähtökohta

Efecten strategia keskittyy SaaS-liiketoimintaan. Ennustamme Efecten liikevaihtoa pääasiassa kahdella ydinliikevaihtoerällä, SaaS-liikevaihdolla ja Palvelu-liikevaihdolla. Strategian ulkopuolelle jäävän liikevaihtoerän, ylläpitotuottojen (2021: 6 % liikevaihdosta) odotamme hiipuvan tulevien vuosien kuluessa kohti nollaa vanhan sopimusmallin asiakkaiden siirtyessä SaaS-sopimusten piiriin.

Ennustamme SaaS-liikevaihdon kehitystä vuositason muunnetun SaaS-liikevaihdon (ARR) kasvun kautta. Efecten raportoima ARR kuvaa laskutuksessa olevaa sopimuskantaa, joten lyhyellä tähtäimellä SaaS-liikevaihdon kasvu on hyvin ennakoitavaa. SaaS-liikevaihto on luonteeltaan jatkuva ja siten sen ennustamisen riskit liittyvät erityisesti kasvun kulmakertoimeen.

Odotamme historiallisesti merkittävän Palvelu-liikevaihdon kasvun olevan jatkossakin SaaS-kasvua hitaampaa. Tämän taustalla on odotuksemme Efecten kyvystä helpottaa ohjelmiston käyttöönottoja sekä kumppanien roolin kasvattamisessa.

Efecten kannattavuutta ja tuloskasvua määrittää mallissamme erityisesti kiinteiden kulujen kehitys suhteessa liikevaihtoon. Efecten selvästi suurin kuluerä on Henkilöstökulut (2021: 64 % kuluista), jota ennustamme henkilöstön määrän ja yksikkökustannuksen kautta. Liiketoiminnan muita kuluja (2021: 23 % kuluista) ennustamme vastaavasti yksikkökustannuksien kautta. Huomioimme ennusteissamme lisäksi liikevaihtoon ja SaaS-kasvuun suhteutetut henkilöstön tehokkuusluvut, jotka tyypillisesti kasvavat SaaS-yhtiöiden

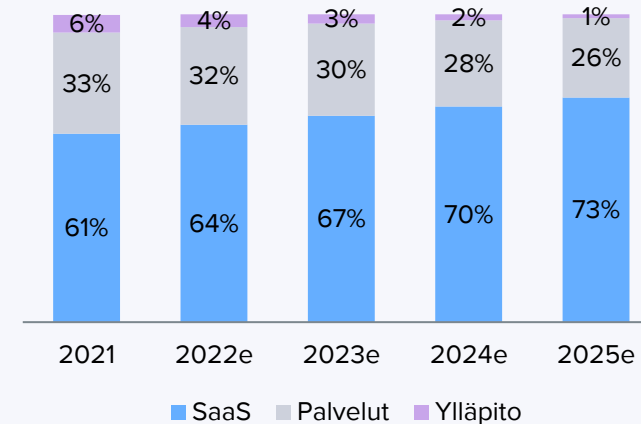
skaalautuvan kasvun vaiheessa.

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

Kannattavuuden osalta meille tärkein mittari on yrityskauppojen poistoista oikaistua liikevoitto. Se sisältää aktivoitujen tutkimuskehitysmenojen poistot ja kuvaa parhaiten operatiivista kustannustasoa. Efecte kuitenkin ohjeistaa ja antaa tavoitteensa käyttökateen tasolla, joten käytämme käyttökateetta peilataksemme ennusteitamme yhtiön viestintään.

Efectellä on voimassa noin 900 000 tuhannen uuden osakkeen kattavat optio-ohjelmat, joissa merkintäaika osuu vuosien 2022-2028 välille. Käyttämättömien annettujen optioiden diluutiovaikutus on toteutuessaan noin 6 % ja kaikkien mahdollisesti tulevaisuudessa hyödynnettävien optioiden vaikutus vastaavasti noin 11 % vuoden 2021 lopun osakekannasta. Olemme huomioineet annettujen optioiden nettovaikutuksen (merkintähinnan tuoma positiivinen kassavaikutus kompensoiden) yhtiön osakemäärän ennusteissamme. Käytännössä optioiden diluutio ei tule toteutumaan kokonaisuudessaan, sillä osa sen piirissä olevasta henkilöstöstä ei todennäköisesti pysy yhtiössä koko optioiden ansaintaan vaadittavaa jaksoa.

Liikevaihdon jakauman ennuste, 2021-2025e, % liikevaihdosta



Ennusteet 2/3

Strategiakauden ennusteissa nojaamme ohjeistukseen ja tavoitteisiin

Efecten SaaS-kasvu on ollut vuosina 2018-2021 keskimäärin 24 %, yli yhtiön 20 %:n tavoitetason. Lisäksi yhtiö toteutti lupauksiensa mukaisesti kannattavuuskäänteen vuonna 2021, mikä kertoo yhtiön kyvystä hallittuun kasvuun.

Näkemyksemme mukaan toimialan voimakas kysynnän kasvu, yhtiön vahvat näytöt vakaasta kasvusta ja kansainvälisen laajentumisen eteneminen antavat hyvät lähtökohdat voimakkaan SaaS-liikevaihdon kasvun jatkumiselle lähivuosina. Näiden tekijöiden myötä Efecten strategiakauden 22-25 tavoitteet (vuosittainen SaaS-kasvu >20 %, 2025 orgaaninen liikevaihto >35 MEUR, 2025 EBITDA-% >10 %) näyttäytyvät pääsääntöisesti realistisina.

Vuodelle 2022 Efecte ohjeistaa SaaS-liikevaihdon kasvavan yli 20 % ja käyttökateen olevan positiivinen ennen mahdollisia epäorgaanisen kasvun toimia. Efecten ohjeistukset ovat tähän asti olleet hyvin linjassa toteumaan, joten nojaamme ennusteessamme tähän.

Ennustamme 22 %:n SaaS-liikevaihdon kasvua vuodelle 2022. Kasvuennusteemme koko liikevaihdolle on varovaisempi 17 %, sillä odotamme palveluliikevaihdon kasvun (14 %) olevan SaaS-liikevaihtoa hitaampaa ja Ylläpito-liikevaihdon hiipuvan (-19 %).

Odotamme Efecten kannattavuuden laskevan hieman vuonna 2022 ja olevan käyttökatemarginaalin tasolla noin 3 %. Tämän taustalla on yhtiön strategian mukaiset kasvuinvestoinnit, jotka syövät lyhyellä tähtäimen

kasvun tuomia korkeakatteisia (2021 toistuvan liikevaihdon bruttokate 81 %) tulovirtoja.

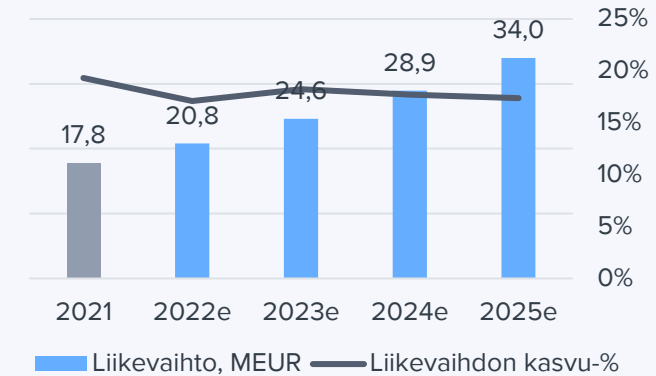
Strategiakauden muina vuosina 2023-2025 ennustamme Efecten kokonaisliikevaihdon kasvavan 18 % ja SaaS-liikevaihdon keskimäärin 23 % vuodessa. Ennusteemme vuoden 2025 liikevaihdolle on 34,0 MEUR, hieman alle yhtiön tavoitteen (Orgaanisesti >35 MEUR). Yhtiö on viime vuosina saavuttanut asettamansa strategiset tavoitteet, mikä puoltaa niihin nojaamista. Orgaanisen liikevaihdon tavoite on nähdäksemme kuitenkin kova ja vaatii toteutuakseen vahvan SaaS-kasvun lisäksi palveluliikevaihdon kasvusta viime vuosia merkittävämpää tukea. Haluammekin nähdä tästä lisää merkkejä ennen tavoitteiden mukaista orgaanisen liikevaihdon ennustamista.

Efecten käyttökatemarginaalin odotamme nousevan 4 %:sta vuonna 2023 strategian tavoitteiden mukaisesti 10 %:in vuonna 2025. Odotamme liikevaihdon kasvun (ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summan ("Rule of 40") nousevan 25 %:in vuonna 2025 (2021: 22 %).

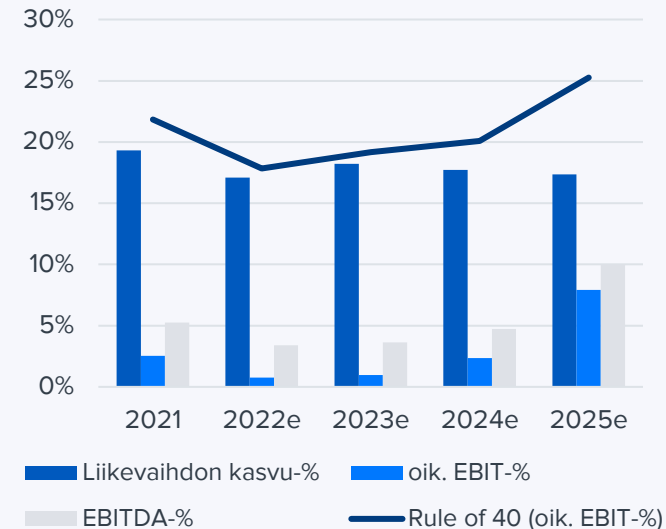
Pitkän aikavälin ennusteissa odotamme hiljalleen hiipuvaa kasvua ja skaalautuvaa kannattavuutta

Odotamme Efecten siirtyvän vuoden 2025 jälkeen vahvemman kasvun vaiheesta asteittain kohti kypsempää, matalamman kasvun ja skaalautuvan kannattavuuden vaihetta. Mikäli Efecten markkina kuitenkin jatkaisi vahvaa kasvua myös vuosikymmenen loppupuolella, voi yhtiön vahvemman kasvun vaihe jatkua pidempään. Tällöin kannattavuuden vahvistuminen toteutuisi vastaavasti ennustettamme myöhemmin.

Liikevaihto ja liikevaihdon orgaaninen kasvu-%



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



Ennusteet 3/3

Kasvun ja kannattavuuden summaan ennustemme skenaariolla on toisaalta rajallisesti vaikutusta. Ennustamme Efecten kasvun ja kannattavuuden summan nousevan ("Rule of 40") 26-30 % välille vuosina 2026-2031. Odotamme summan huipun ajoittuvan vuodelle 2028 ja laskevan tämän jälkeen liikevaihdon kasvun hidastuessa kannattavuuden vahvistumista nopeammin.

Ennustamme Efectelle 5-16 %:n hidastuvaa liikevaihdon kasvua vuosille 2026-2030. Liikevaihdon terminaalikasvuna vuonna 2031 käytämme 3 %:ia, mitä pidämme perusteltuna huomioiden ohjelmistosektorin kasvua tukevat pitkän aikavälin digitalisaation megatrendit. Vuoden 2031 liikevaihdon ennustemme on noin 60 MEUR joten Efecten tavoitteen saavuttaminen (100 MEUR liikevaihto pitkällä aikavälillä) vaatii ennusteissamme tuekseen yrityskauppoja.

Kannattavuuden osalta ennustamme Efecten oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan asteittain 10 %:sta noin 24 %:iin vuosina 2026-2030. Odotamme liikevoittomarginaalin asettuvan pitkällä aikavälillä noin 23 %:in ja käyttökatemarginaalin noin 25 %:in (Efecten tavoite: >25 %).

Strategiakaudelle 2022-2025 on piirrettävissä useita perusteltuja skenaarioita

Nykyennusteidemme perusskenaario (liikevaihdon CAGR noin 18 % vuosina 2021-2025) vastaa mielestämme realistista ja todennäköistä kasvupolkua Efectelle. Huomautamme kuitenkin, että jo nykyennustemme sisältävät paljon luottamusta yhtiön kykyyn kasvaa hallitusti. Ennusteissamme on toisaalta hieman turvamarginaalia suhteessa yhtiön

omiin tavoitteisiin nähden etenkin kasvuodotusten osalta.

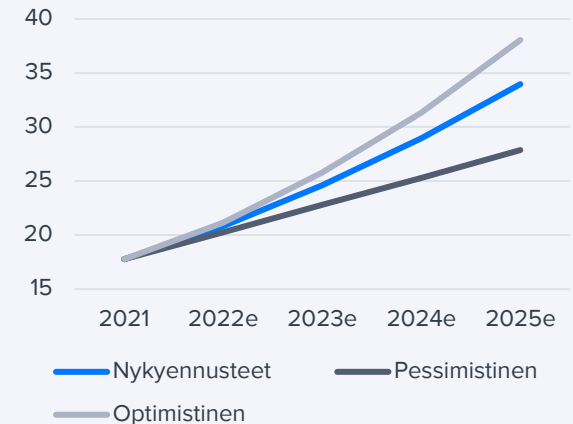
Negatiivisessa skenaariossa Efecten kasvupanoksien kasvattaminen ei onnistuisi aiemmalla tehokkuudella ja kasvu alkaisi jäämään selvästi yhtiön tavoitteista (liikevaihto ~28 MEUR vuonna 2025, tavoite >35 MEUR). Skenaario vastaisi 12 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua 2021-2025 välillä. Skenaariossa yli 20 %:n SaaS-kasvun ylläpitäminen ei onnistuisi, mikä heijastuisi myös palveluliikevaihtoon. Vastaavasti yhtiö ei pystyisi investoimaan vastaavaa määrää kassavirtaa kasvuun kuin perusskenaariossa. Negatiivisessa skenaariossa emme myöskään odota yhtiöltä totaalista mahalaskua huomioiden vahvat markkinan tarjoamat ajurit kasvulle. Strategian toteutukseen liittyy kuitenkin realistisia riskejä, joilla olisi negatiivinen vaikutus liiketoiminnan kehitykseen.

Optimistisessa skenaariossa Efecten strategian toteutus onnistuisi vastaavasti erinomaisesti ja yhtiö ylittäisi kasvutavoitteensa selvästi (liikevaihto ~38 MEUR vuonna 2025, tavoite >35 MEUR). Skenaario vastaa 21 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua 2021-2025 välillä. Skenaariossa yhtiön kasvu kiihtyisi selvästi nykytasolta, mikä vaatisi yhtiön myynnin tehokkuudelta tasoparannusta nykyiseen nähden. Skenaario on kuitenkin mahdollinen, sillä emme vielä ole esimerkiksi nähneet, miten hyvin yhtiön rakentuva kumppani-ohjelma alkaa tuottamaan uusia kansainvälisiä asiakkaita.

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

Kasvun skenaariot

Liikevaihto (MEUR)



Liikevaihdon kasvu-%



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset 2022e-2024e

- Teimme pieniä tarkistuksia vuoden 2022 kasvun ja kannattavuuden ennusteisiin raportin päivityksen yhteydessä.
- Nostimme lähivuosien liikevaihdon kasvuennusteita Efecten uuden strategiapäivityksen johdosta, joka priorisoi kasvua kannattavuuden kustannuksella seuraavien vuosien aikana.
 - Ennustamamme SaaS-kasvu on lähes edellisten ennusteidemme tasolla.
 - Nostimme erityisesti Palvelut-liiketoiminnan liikevaihtoennusteita verrattuna aiempaan, uskomme palveluiden kasvavan 10-14 % lähivuosina (aiemmin 3-7 %).
 - Odotamme myös Ylläpito-liikevaihdon laskevan aiempaa aavistuksen hitaammin, mutta tämän muutoksen merkitys on marginaalinen.
- Vahvojen kasvuinvestointientien johdosta, kannattavuuden osalta odotamme aiempaa selkeästi heikompaa kannattavuustasoa lähivuosina (2022e-2024e: EBIT-% 1-2 %).
 - Odotamme Efecten investoivan vahvasti myyntiin ja markkinointiin, tuotekehitykseen ja palveluorganisaatioonsa.
 - Investointipanostusten johdosta odotamme vuonna 2024 liikevoittomarginaalin pysyttelevän noin 2 %:n tasolla (aiemmin 13,7 %).
 - Valtaosa Efecten investoinneista toteutuu kuluina tuloslaskelmassa, mikä ajaa kasvun kääntöpuolena matalampaa kannattavuutta.
 - Nykyisen strategiakauden aikana odotamme Efecten perustavan uusia maaorganisaatioita, joiden ylös ajaminen vaatii merkittäviä investointeja (erityisesti etupainotteisia rekrytointeja)

Ennustemuutokset	2022e			2023e			2024e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	20,3	20,8	2 %	23,5	24,6	5 %	27,1	28,9	7 %
Käyttökate	0,8	0,7	-11 %	2,9	0,9	-70 %	4,4	1,4	-69 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	0,2	-52 %	2,4	0,2	-90 %	3,7	0,7	-81 %
Liikevoitto	0,3	0,2	-52 %	2,4	0,2	-90 %	3,7	0,7	-81 %
Tulos ennen veroja	0,3	0,2	-52 %	2,4	0,2	-90 %	3,7	0,7	-81 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,05	0,03	-52 %	0,35	0,04	-90 %	0,51	0,10	-81 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	14,9	4,2	4,5	4,2	4,9	17,8	5,0	5,2	4,9	5,7	20,8	24,6	28,9	34,0
SaaS	8,8	2,5	2,7	2,8	2,9	10,9	3,1	3,2	3,4	3,7	13,3	16,5	20,3	24,8
Lisenssit	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tuki ja ylläpito	1,0	0,2	0,3	0,3	0,3	1,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,9	0,7	0,6	0,4
Palvelut	5,0	1,4	1,6	1,2	1,6	5,8	1,6	1,8	1,4	1,8	6,6	7,4	8,1	8,8
Käyttökate	0,1	0,2	0,2	0,4	0,1	0,9	-0,2	0,2	0,5	0,2	0,7	0,9	1,4	3,4
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,0	0,4	-0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,7	2,7
Liikevoitto	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,0	0,4	-0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,7	2,7
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-0,4	0,1	0,1	0,3	0,0	0,4	-0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,7	2,7
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3
Nettotulos	-0,4	0,1	0,1	0,3	0,0	0,4	-0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,6	2,4
EPS (oikaistu)	-0,06	0,02	0,02	0,04	-0,01	0,07	-0,05	0,01	0,05	0,02	0,03	0,04	0,10	0,37
EPS (raportoitu)	-0,06	0,02	0,02	0,04	-0,01	0,07	-0,05	0,01	0,05	0,02	0,03	0,04	0,10	0,37

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	7,6 %	13,7 %	21,2 %	19,8 %	22,3 %	19,3 %	18,0 %	16,4 %	16,7 %	17,3 %	17 %	18 %	18 %	17 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-77,3 %	-125,1 %	-160,3 %	36,5 %	-151,0 %	-239,0 %	-437,5 %	-43,9 %	28,7 %	-386,0 %	-63,6 %	48,0 %	-192,0 %	292,6 %
Käyttökate-%	0,8 %	4,8 %	5,1 %	9,9 %	1,9 %	5,3 %	-4,0 %	3,8 %	9,7 %	4,1 %	3,4 %	3,6 %	4,7 %	10,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	-2,1 %	2,4 %	2,3 %	6,2 %	-0,7 %	2,4 %	-6,8 %	1,1 %	6,9 %	1,7 %	0,8 %	1,0 %	2,4 %	7,9 %
Nettotulos-%	-2,5 %	2,4 %	2,2 %	6,3 %	-1,0 %	2,4 %	-6,8 %	1,1 %	6,9 %	1,7 %	0,8 %	0,9 %	2,1 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/5

Kasvun ja kannattavuuden kehitys ohjaavat arvonmääritystä

Efecten arvonmääritys on haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta ja SaaS-liiketoimintamallin ansaintalogiikasta. Näistä syistä arvosta merkittävä osa perustuu odotuksiin kasvusta ja nousevasta kannattavuudesta. Listautumisen yhteydessä Efecte päätti investoida etupainotteisesti kasvuun. Tästä syystä tulos ei anna Efecten arvostukselle tukea kuin vasta strategiakauden loppupuolella vuonna 2025. Tämä on SaaS-ohjelmistoyhtiöille kuitenkin hyvin tyypillistä.

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

"Rule of 40" -mittari toimii SaaS-yhtiöille sikäli hyvin, että se huomio yhtiöiden strategisen tasapainottelun kasvupanostuksen ja kannattavuuden välillä. Käytämme Efecten arvostustason määrittämisessä "Rule of 40" -lukua laskettuna suhteellisella oikaistulla liikevoitolla. Painotamme kuitenkin arvonmäärityksessämme enemmän kasvuna, sillä SaaS-liiketoiminnassa kasvu on nähdäksemme lyhyellä tähtäimellä kannattavuutta arvokkaampaa.

Katsomme arvonmäärityksessä Efecten liikevaihtoa kokonaisuutena. Vanhan liiketoimintamallin Tuki- ja ylläpitotuottojen laskun

vaikutus Efecten liikevaihdon kasvuun on lähivuosina enää hyvin maltillinen. Vaikka Efecten liikevaihdosta merkittävä osa on palveluliikevaihtoa (2021 33 % 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 suhteellisen neutraalit

Efecte uudelleeninvestoi tulovirtojaan kasvuun, mikä heikentää yhtiön kannattavuutta lyhyellä tähtäimellä. Tästä johtuen liikevaihtokertoimet ovat mielestämme paras mittatikka yhtiön arvostukselle.

Liikevaihtopohjaiset kertoimet tarjoavat nähdäksemme paremman mittatikun arvostukselle yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa. Efecten vuosien 2022-2023 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 3,4x ja 2,9x. Nämä kertoimet ovat absoluuttisesti koholla. Tämä on mielestämme perusteltavissa toimialan ja yhtiön vahvoilla pitkän aikavälin kasvunäkymillä, skaalautuvalla liiketoimintamallilla sekä jatkuvien tuottojen tarjoamalla näkyvyydellä.

Nykyiset liikevaihtokertoimet ovat myös Efecten historiallisen mediaanin yläpuolella, mutta yhtiön aiemmat haasteet ja viime vuosina annetut näytöt hallitusta kasvusta puoltavat historiaa olennaisesti korkeampaa arvostustasoa. Myös SaaS-liikevaihdon osuuden kasvu ja kannattavuuden kääntyminen positiiviseksi puoltavat tätä näkemystä.

Rullaava LTM (12kk toteutuneet luvut) EV/Liikevaihto, 2018-

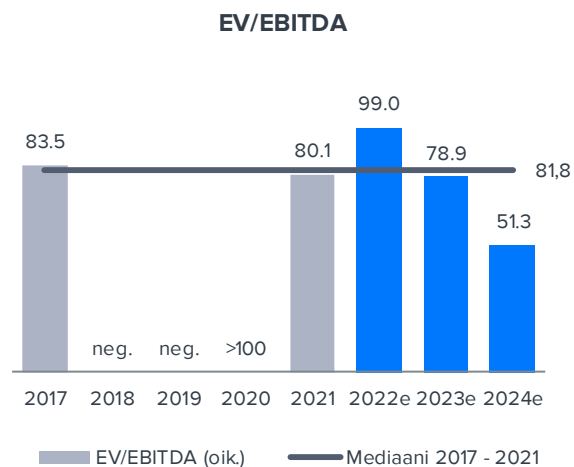
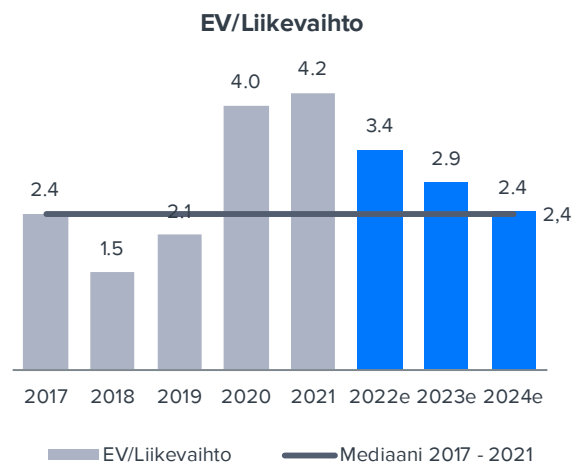


Lähde: Inderes, Thomson Reuters

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	5,62	3,86	5,40	10,8	13,1	12,3	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	5,60	5,81	5,88	6,00	6,24	6,24	6,28	6,36	6,40
Markkina-arvo	31	22	32	65	82	76	77	78	78
Yritysarvo (EV)	25	18	29	60	75	70	70	70	68
P/E (oik.)	>100	neg.	neg.	neg.	>100	>100	>100	>100	33,4
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	>100	>100	>100	33,4
P/Kassavirta	>100	neg.	neg.	31,6	72,6	neg.	>100	72,6	27,3
P/B	5,6	6,6	14,8	32,7	24,9	22,2	21,0	18,2	11,8
P/S	3,0	1,8	2,3	4,4	4,6	3,7	3,1	2,7	2,3
EV/Liikevaihto	2,4	1,5	2,1	4,0	4,2	3,4	2,9	2,4	2,0
EV/EBITDA (oik.)	83,5	neg.	neg.	>100	80,1	99,0	78,9	51,3	20,0
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	neg.	>100	>100	>100	>100	25,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys ja suositus 2/5

Tulosohjaukset tukevat Efecten arvostusta vasta keskipitkällä aikavälillä. Strategiakauden lopussa vuonna 2025 odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin nousevan 8 %:iin. Efecten P/E-kerroin on tuolloin 33x ja vastaava EV/EBIT-kerroin 25x. Nämä kertoimet ovat absoluuttisesti selvästi koholla, mutta perustellusti, sillä odotamme yhtiön tekevän tällöin edelleen tuloslaskelmassaan investointeja skaalautuvaan kasvuun. Efecten tapauksessa tuloskertoimiin nojaaminen on nähdäksemme perusteltua vasta hitaamman kasvun ja kevyempien kasvuinvestointien vaiheessa kauempana tulevaisuudessa.

Verrokkiryhmämme koostuu pääasiassa eurooppalaisista SaaS-yhtiöistä, joiden liiketoiminnan luonne ja kohdemarkkinat ovat Efecteä vastaavia. Lisäksi nämä yhtiöt ovat skaalaltaan ja osakkeen riskiprofiililtaan selvästi lähempänä Efecteä, kuin globaalit SaaS-verrokkit. Suoraa verrokkia Efectelle on vaikea löytää, mutta olemme lisänneet vertailuryhmään kaksi saksalaista listayhtiötä (USU Software ja Serviceware).

EV/Liikevaihto-kertoimilla Efecte on arvostettu vuosina 2022-2023 noin 10-20 % alle vertailuryhmän mediaanin 3,8x-3,5x. Efecten saksalaisten toimialaverrokkien vuoden 2022 EV/Liikevaihto -kertoimet 1,9x ja 1,1x ovat kuitenkin alle Efecten kertoimen, mikä on perusteltua huomioiden verrokkien käynnissä oleva SaaS-transformaatio.

Efecten kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (2022e: 18 %) on koko verrokkiryhmän mediaaniin nähden noin 20 % matalampi (2022e: 23 %), mihin

nähden alennus on perusteltu. Lisäksi Efecten verrokkeja pienempi kokoluokka puoltaisi myös alennusta verrokkiryhmään nähden.

Toisaalta Efectelle vuosille 2022-2023 ennustamamme vuosittainen liikevaihdon kasvu (17-18 %) on 20-30 % yli verrokkien vastaavien mediaanikasvujen (n. 14 %). SaaS-liiketoiminnassa kasvu on nähdäksemme lyhyen tähtäimen kannattavuuden optimointia arvokkaampaa. Tämän valossa Efecten arvostus näyttyy mielestämme houkuttelevana verrokkeihin nähden.

Ohjelmistosektorin yleiseen markkinaan nähden korkeammat arvostuskertoimet ovat mielestämme perusteltavissa toimialan ja yhtiöiden vahvoilla pitkän aikavälin kasvunäkymillä, skaalautuvilla liiketoimintamalleilla sekä jatkuvien tuottojen tarjoamalla näkyvyydellä. Sektorin arvostuskertoimet ovat laskeneet merkittävästi vuodentakaisesta ja ovat mielestämme palanneet varsin neutraalille tasolle. Tämä huomioiden sektorin arvostustasoihin liittyvät riskit ovat mielestämme kohtuullisella tasolla.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	6,24	6,28	6,36
Markkina-arvo	76	77	78
Yritysarvo (EV)	70	70	70
P/E (oik.)	>100	>100	>100
P/E	>100	>100	>100
P/Kassavirta	neg.	>100	72,6
P/B	22,2	21,0	18,2
P/S	3,7	3,1	2,7
EV/Liikevaihto	3,4	2,9	2,4
EV/EBITDA (oik.)	99,0	78,9	51,3
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40	
		MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	
Basware Oyj	21,6	306	359	42,2	23,5	14,8	12,0	2,2	2,0	6 %	9 %	5 %	9 %	11 %	
Heeros Oyj	4,8	26	25	24,6	24,6	24,6	8,2	2,1	1,9	9 %	11 %	10 %	12 %	19 %	
Leaddesk Oyj	12,3	65	68		135,9	17,0	12,4	2,3	2,0	14 %	14 %	1 %	5 %	15 %	
FormPipe Software AB	36,5	188	187	28,2	21,9	15,9	13,4	3,8	3,5	9 %	10 %	14 %	16 %	23 %	
Fortnox AB	53,0	3126	3137	76,1	52,1	59,5	41,2	26,3	19,6	33 %	34 %	35 %	38 %	68 %	
F-Secure Oyj	4,8	840	815	29,9	23,6	20,1	17,0	3,2	3,0	7 %	7 %	11 %	13 %	18 %	
Lime Technologies AB (publ)	284,0	351	369	40,7	32,3	25,2	21,5	8,0	6,9	19 %	16 %	20 %	21 %	38 %	
Mercell Holding AS	3,0	164	320	107,4	26,6	14,1	10,2	3,6	3,1	22 %	16 %	3 %	12 %	25 %	
Qt Group Oyj	123,4	2907	2906	65,6	43,2	59,0	40,0	17,3	12,7	40 %	37 %	26 %	29 %	66 %	
Safeture AB	6,5	21	20					67,9	5,1	3,5	48 %	45 %	-33 %	0 %	16 %
Serviceware SE	12,5	133	100	83,1	28,5	25,6	17,2	1,1	1,0	10 %	12 %	1 %	4 %	11 %	
Simcorp A/S	512,20	2723	2715	19,9	17,6	18,1	16,4	4,9	4,6	13 %	8 %	25 %	26 %	38 %	
Teamviewer AG	14,11	2696	3022	16,6	13,7	12,4	10,5	5,3	4,6	14 %	15 %	32 %	34 %	46 %	
USU Software AG	21,70	225	234	20,5	14,8	13,8	12,0	1,9	1,7	11 %	14 %	9 %	11 %	20 %	
Vitec Software Group AB (publ)	477,50	1416	1466	45,0	37,5	22,7	19,5	8,4	7,5	15 %	11 %	19 %	20 %	34 %	
Efecte (Inderes)	12,25	76	70	neg.	>100	neg.	78,9	3,4	2,9	17 %	18 %	1 %	1 %	18 %	
Keskiarvo		956	1050	46,1	35,4	24,5	21,3	6,4	5,2	18 %	17 %	8 %	11 %	30 %	
Verrokkiyhtiöt mediaani		266	359	40,7	25,6	19,1	16,4	3,8	3,5	14 %	14 %	5 %	11 %	23 %	
Erotus-% vrt. mediaani		-71 %	-80 %				381 %	-12 %	-18 %	22 %	29 %	-86 %	-91 %	-22 %	

Arvonmääritys ja suositus 3/5

Onnistuneen SaaS-transformaation jälkeen kasvun eri skenaariot riippuvat vahvasti kansainvälisistä onnistumisista

Nykyennusteissa strategisista tavoitteista jäädyään hieman

- Skenaariossa Efecten liikevaihto kasvaa keskimäärin 18 % vuodessa vuosina 2021-2025. Skenaariossa kansainvälinen SaaS/Palvelu -kasvu jatkuu vahvana 39 % vuotuisella keskimääräisellä kasvuvauhdilla ja kotimainen kasvu pikkuhiljaa hidastuu markkinan saturoitua (CAGR 8 %).
- Skenaariion vuotuinen tuotto-odotus on noin 14 %. Huomautamme näkyvyyden kasvuun useiden vuosien päähän olevan kuitenkin vielä heikko, vaikkakin aikaisemmat näytöt vahvasta SaaS-kasvusta antavat tukea ennusteille yhdessä SaaSin suhteellisen osuuden kasvun liikevaihdon jakaumasta (51 % 2019 → 64 % 2022e) kanssa.

Optimistisessa skenaariossa kasvupanosten kasvattaminen onnistuu erinomaisesti

- Skenaariossa Efecten liikevaihto kasvaa hieman yli yhtiön tavoitteiden mukaisesti keskimäärin 21 % vuodessa vuosina 2021-2025 ja kasvu skaalautuu hieman vahvemmin kannattavuuteen. Skenaariossa odotamme kansainvälisen kasvun olevan vahvaa ja uusien markkina-avauksien onnistuvan.
- Skenaariion vuotuinen tuotto-odotus on noin 22 %, mikä korostaa yhtiön potentiaalia mikäli se onnistuu yli tavoitteidensa. On hyvä huomioida, että tässä skenaariossa tulos pohjaisiin kertoimiin nojaaminen ei onnistu yhtiön kasvuvaiheesta johtuen.
- Olemme vielä varovaisia nojaamaan optimistiseen skenaarioon, ja se vaatii lisää näyttöjä vahvoista kansainvälisistä onnistumisista sekä todennäköisesti IGA-tuotteen läpilyöntiä.

Pessimistisessä skenaariossa kansainvälinen kasvu hidastuu huomattavasti nykyisestä

- Skenaariossa Efecten liikevaihto kasvaa silti vahvojen kysyntäajurien vetämänä keskimäärin 12 % vuodessa vuosina 2021-2025. Skenaariossa uusien maiden avaaminen epäonnistuu ja yhtiö jää haastajan rooliin Suomen ulkopuolella.
- Skenaariion vuotuinen tuotto-odotus on noin -1 %. Skenaariossa Efecten kasvu hidastuisi oleellisesti nykyisiltä tasoilta, eikä yhtiötä olisi perusteltua hinnoitella kasvuyhtiön kertoimin. Arvostuskertoimien laskun myötä skenaariion vuotuinen tuotto-odotus olisi nähdäksemme negatiivinen.

Arvostuksen skenaarioanalyysi, 12,25 euron osakekohtaisella hinnalla

Vuonna 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Muuttuja liikevaihdon kasvu-%	10 %	17 %	21 %
Muuttuja liikevoitto-%	4 %	8 %	10 %
Muuttuja liikevaihto MEUR	28	34	38
x kerroin liikevaihto	2,5	3,5	4,0
("Rule of 40")	14 %	25 %	31 %
Velaton arvo (EV)	70	119	152
+Nettokassa+osingot	5	10	15
=Markkina-arvo	75	129	168
Osakekurssi 2025 (sis osingot)	11,7	20,2	26,2
Tuotto	-5 %	65 %	114 %
Vuotuinen tuotto (5v)	-1 %	14 %	22 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 4/5

DCF-mallimme indikoi nousuvaraa

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

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Efectelle on 91 MEUR ja oman pääoman arvo 98 MEUR, eli 15,6 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan noin 23 % ja kasvun 3,0 %. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 71 % velattomasta arvosta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 9,7 %:iin, mikä heijastelee yhtiön pientä kokoluokkaa ja kasvustrategian onnistumiseen vielä liittyvää riskiä. Efecten kasvustrategia on kuitenkin edennyt raiteillaan, ja siten kehityksen jatkuessa riskiprofiili laskee asteittain.

Tuottovaatimuksen taso on linjassa muiden pienten suomalaisten SaaS-verrokkien arvostuksessa käyttämiimme tasoihin (Heeros 10,4 %, LeadDesk 9,7 %).

Tuotto-odotus on mielestämme houkutteleva

Efecten arvonmuodostus nojaa nähdäksemme skaalautuvaan kasvuun. Tämän yhtiö toteuttaa investoimalla sen korkeakatteisia (2021 jatkuvan liikevaihdon bruttokate-%: 81 %) tulovirtoja uudelleen myyntiin ja tuotekehitykseen.

Arvioimme Efecten vuotuisiksi tuotto-odotukseksi vuosille 2022-2024 noin 12-16 %. Nykyisessä kasvuvaiheessa Efecten tuotto-odotus nojaa hyvin vahvasti sen liikevaihdon, erityisesti jatkuvan kuukausittaisen liikevaihdon (MRR), kasvuun (n. 18 % vuodessa) ja tuloksen pitkän aikavälin

skaalautumispotentiaaliin.

Odotamme yhtiön edelleen uudelleeninvestoivan näitä tulovirtoja. Nämä investoinnit tehdään tuloslaskelman sisällä, joten kassavirtojen kasvu ei näy suoraan tulosrivillä vahvistuvana kannattavuutena. Yhtiön tuloksenteon potentiaali kasvaa tästä huolimatta ja ajaa osakkeen tuotto-odotusta. Kassavirran kuluessa kasvuun emme odota yhtiöltä osinkoja tulevina vuosina.

Arvostuskertoimista voi toisaalta muodostua tuotto-odotusta lievästi heikentävä tekijä, sillä Efecten on vuosi vuodelta haastavampi ylläpitää vahvaa kasvuaan. Kasvunäkymän hidastuessa myös arvostuskertoimilla on nähdäksemme tilaa laskea.

Tuotto-odotuksen toteutumisen kannalta keskeistä on se, kuinka hyvällä takaisinmaksulla yhtiö onnistuu kasvattamaan kasvuinvestointejaan tulevina vuosina. Nykyisessä kunnossa panostukset asiakashankintaan maksavat itsensä tehokkaasti takaisin (LTV/CAC 5,1-8,3).

Lähivuosien tuotto-odotus on mielestämme houkutteleva huomioiden tuottovaatimuksemme (9,7 %) ja kasvun kiihdyttämiseen liittyvät riskit. Luotamme Efecten kykyyn toteuttaa kasvustrategiaansa erityisesti keskipitkällä aikavälillä ja näemme nykyisen arvostustason houkuttelevaksi.

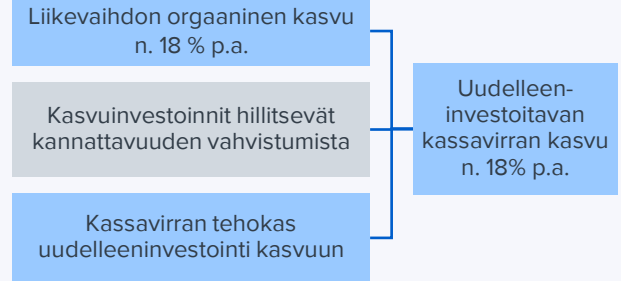
Näemme Efectessä myös merkittävää pidemmän aikavälin potentiaalia sekä hyvät ajurit liikevaihdon ja tuloksen kasvuun myös vuodesta 2024 eteenpäin.

Toistamme Lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 14,0 euroon (aik. 15,0 euroa).

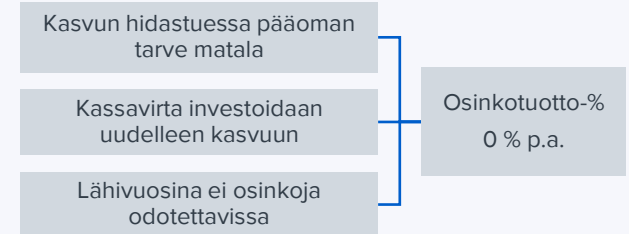
Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

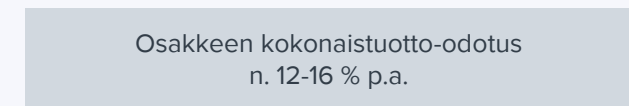
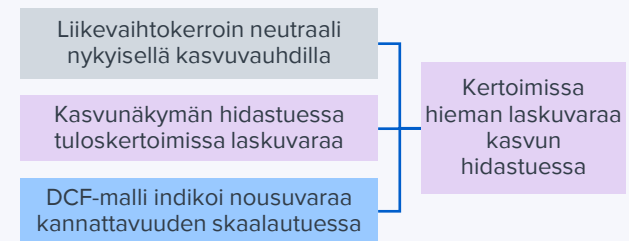
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit

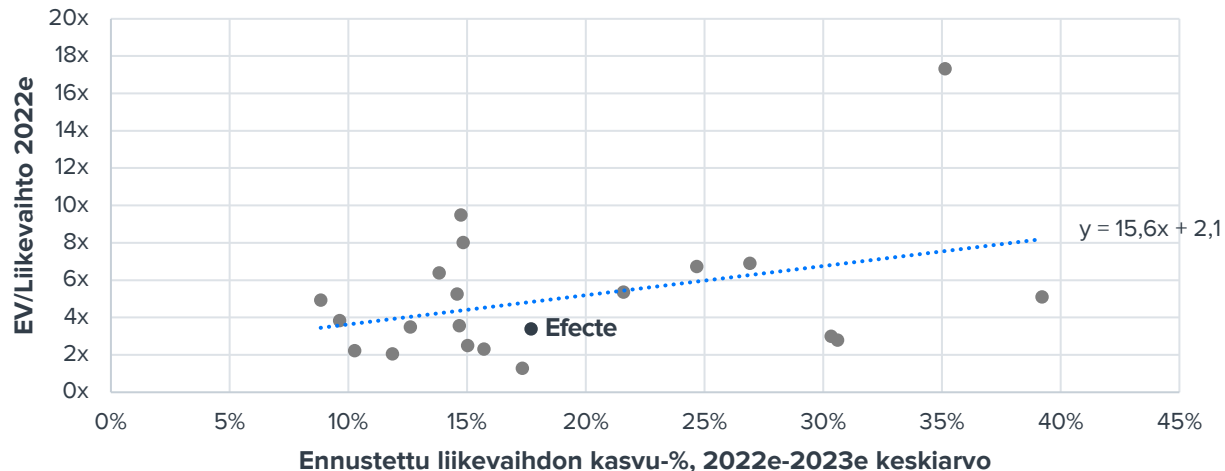


Arvostuskertoimien ajurit

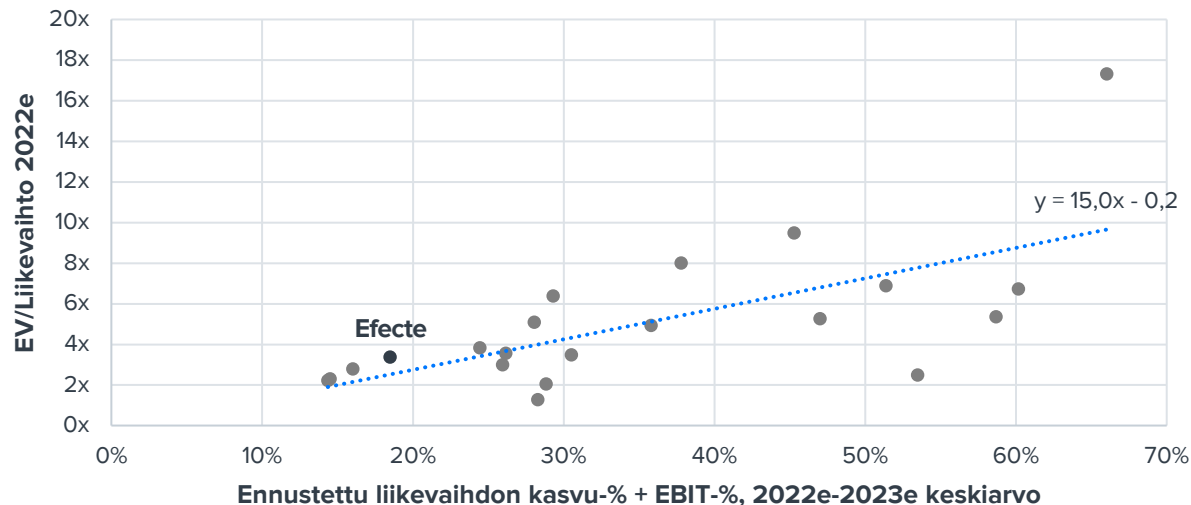


Arvonmääritys ja suositus 5/5

Eurooppalaisten SaaS-verrokkien EV/Liikevaihto-arvostus vuonna 2022 suhteessa kasvuun



Eurooppalaisten SaaS-verrokkien EV/Liikevaihto-arvostus vuonna 2022 suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen

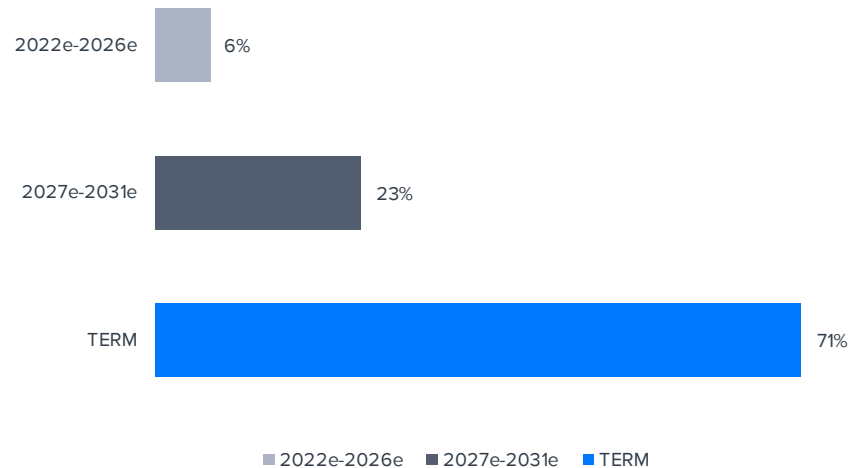


- Eurooppalainen SaaS-verrokkiryhmä on koti- ja kohdemarkkinoiltaan nähdäksemme lähellä Efecteä, joka toimii usealla eurooppalaisella markkinalla
- Vaikka verrokkiyhtiöt toimivat eri ohjelmistokategorioissa, on ohjelmistomarkkinoiden kasvunäkymissä nähdäksemme selvää yhtäläisyyttä johtuen pilvipohjaisten ohjelmistojen markkinan rakenteellisesta kasvutrendistä
- Efecte on arvostettu alennuksella verrokkeihinsa nähden kasvuun suhteutetuilla kertoimilla
- Kasvuun ja kannattavuuteen suhteutetuilla kertoimilla Efecte on arvostettu preemiolla suhteessa verrokkeihin
- Kasvuinvestoinnit heikentävät Efecten kannattavuutta lyhyellä tähtäimellä, mikä näkyy vasta viiveellä vahvistuvana kasvuna. Tästä johtuen preemio kasvun ja kannattavuuden summaan nähden on mielestämme lyhyellä tähtäimellä perusteltua.
- Orgaanisen kasvun jatkuessa ja kokoluokan kasvaessa näemme kuitenkin tilaa alennuksen kaventumiselle

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	0,4	0,2	0,2	0,7	2,7	3,9	6,5	9,1	11,4	13,4	13,8	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	-1,3	-2,3	-2,9	-3,3	-3,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	-0,1	-0,1	0,2	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,6	0,4	0,3	
Operatiivinen kassavirta	0,8	0,6	1,1	2,0	3,9	5,0	7,0	8,6	10,3	11,6	11,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,2	-0,2	0,2	1,1	2,9	3,9	5,8	7,5	9,1	10,3	10,5	
+/- Muut	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,1	-0,2	0,2	1,1	2,9	3,9	5,8	7,5	9,1	10,3	10,5	
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,2	0,2	0,8	2,0	2,5	3,4	4,0	4,4	4,6	4,2	64,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		91,0	91,2	91,0	90,1	88,1	85,6	82,1	78,2	73,8	69,2	64,9
Velaton arvo DCF		91										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		6,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		98										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	1,4	1,5	1,7	1,9	2,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,3	1,4	1,5	1,7	2,0
Käyttöomaisuus	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	7,3	9,1	9,8	11,2	13,1
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	1,9	2,5	3,5	4,7	5,5
Likvidit varat	5,4	6,5	6,3	6,5	7,6
Taseen loppusumma	8,7	10,5	11,5	13,1	15,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	2,0	3,3	3,4	3,7	4,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-9,0	-8,6	-8,4	-8,2	-7,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	10,9	11,8	11,8	11,8	11,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	6,7	7,2	8,1	9,4	11,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,9	6,4	7,3	8,6	10,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Taseen loppusumma	8,7	10,5	11,5	13,1	15,2

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	13,8	14,9	17,8	20,8	24,6	EPS (raportoitu)	-0,23	-0,06	0,07	0,03	0,04
Käyttökate	-1,0	0,1	0,9	0,7	0,9	EPS (oikaistu)	-0,23	-0,06	0,07	0,03	0,04
Liikevoitto	-1,4	-0,3	0,4	0,2	0,2	Operat. kassavirta / osake	-0,05	0,38	0,13	0,09	0,17
Voitto ennen veroja	-1,4	-0,4	0,4	0,2	0,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,14	0,35	0,18	-0,03	0,04
Nettovoitto	-1,4	-0,4	0,4	0,2	0,2	Omapääoma / osake	0,37	0,33	0,53	0,55	0,58
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	7,5	8,7	10,5	11,5	13,1	Liikevaihdon kasvu-%	13 %	8 %	19 %	17 %	18 %
Oma pääoma	2,2	2,0	3,3	3,4	3,7	Käyttökateen kasvu-%	-49 %	-112 %	648 %	-25 %	26 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-35 %	-77 %	-239 %	-64 %	48 %
Nettovelat	-3,4	-5,4	-6,5	-6,3	-6,5	EPS oik. kasvu-%	-38 %	-75 %	-217 %	-63 %	40 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	-7,3 %	0,8 %	5,3 %	3,4 %	3,6 %
Käyttökate	-1,0	0,1	0,9	0,7	0,9	Oik. Liikevoitto-%	-10,0 %	-2,1 %	2,4 %	0,8 %	1,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,6	2,1	-0,1	-0,1	0,2	Liikevoitto-%	-10,1 %	-2,2 %	2,4 %	0,8 %	1,0 %
Operatiivinen kassavirta	-0,3	2,3	0,8	0,6	1,1	ROE-%	-49,2 %	-17,7 %	15,9 %	4,7 %	6,3 %
Investoinnit	-0,6	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8	ROI-%	-50,0 %	-16,0 %	16,3 %	4,7 %	6,6 %
Vapaa kassavirta	-0,9	2,1	1,1	-0,2	0,2	Omavaraisuusaste	42,1 %	34,7 %	45,4 %	46,1 %	45,1 %
						Nettovelkaantumisaste	-159,3 %	-269,7 %	-198,1 %	-183,3 %	-178,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,1	4,0	4,2	3,4	2,9						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	80,1	99,0	78,9						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100	>100	>100						
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	>100	>100						
P/B	14,8	32,7	24,9	22,2	21,0						
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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25/03/2020	Vähennä	4,75 €	4,51 €
12/08/2020	Lisää	6,00 €	5,85 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
19/08/2020	Vähennä	7,00 €	6,90 €
07/09/2020	Lisää	8,00 €	7,05 €
27/10/2020	Lisää	9,20 €	8,45 €
02/12/2020	Lisää	11,00 €	10,00 €
26/02/2021	Lisää	15,50 €	14,30 €
30/04/2021	Vähennä	16,00 €	16,60 €
14/05/2021	Lisää	16,00 €	14,15 €
19/07/2021	Vähennä	16,50 €	15,75 €
28/10/2021	Lisää	16,50 €	14,95 €
12/02/2022	Lisää	15,00 €	13,60 €
30/03/2022	Lisää	14,00 €	12,25 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme 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.**