

Efecte

Sijoitustutkimus

24/11/2017

**inde
res.**

TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen Efecte Oyj:stä ("Yhtiö").

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopapereiden tarjoamisena tai markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevista lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetystä seikoista. Inderes tai Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Yhtiön toimeksiannosta, tutkimus ei ole arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) tarkoitettu esite tai markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoja Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopapereiden hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus ei ole arvopapereiden myyntitarjous Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa eikä missään Euroopan talousalueen maassa.

Yhtiö ei ole rekisteröinyt, eikä sen tarkoituksena ole rekisteröidä, mitään osaa mahdollisesta tarjouksesta Yhdysvalloissa, eikä sen tarkoituksena ole tarjota arvopapereita yleisölle Yhdysvalloissa. Tarjousta ei tehdä missään sellaisessa maassa, missä joko tarjous tai siihen osallistuminen olisi kiellettyä tai edellyttäisi Suomen lainsäädännön mukaisten toimenpiteiden lisäksi esitteen laatimista, rekisteröintiä tai muita toimenpiteitä.

Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa julkaiseminen tai levittäminen olisi lainvastaista.

Vahvaa kasvua ja skaalautuvuutta

Efecte on toteuttanut onnistuneen transformaation kilpailukykyiseksi SaaS-ohjelmistoyhtiöksi. Yhtiö on vahvassa kasvussa, sillä kysyntä pilvipohjaisille IT-palveluiden- ja identiteettinhallinnan ohjelmistoille kasvaa voimakkaasti, Efectellä on teknologisesti ja kaupallisesti kypsä ohjelmistoratkaisu, sekä merkittävät laajentumismahdollisuudet kansainvälisesti ja nykyisessä asiakaskunnassa. Yhtiön tavoitteena on skaalata ohjelmistoratkaisut ja osaaminen entistä voimakkaammin kansainvälisesti, mitä varten Efecte suunnittelee listautumista.

Efecte tarjoaa SaaS-ohjelmistoratkaisuja suurille ja keskisuurille yhtiöille

Efecten jatkuvana palveluna (SaaS) toimitettavat ohjelmistoratkaisut auttavat organisaatioita hallitsemaan, mittaamaan, kehittämään ja automatisoimaan esimerkiksi IT:n, talousyksikön tai HR:n tuottamia yrityspalveluita. Yhtiön pilvipohjaisen kokonaisratkaisun kilpailuetuja ovat nopea ja joustava käyttöönotto, korkea skaalautuvuus, helppo käytettävyys ja konfiguroitavuus, sekä alhaiset kokonaiskustannukset, joiden myötä Efecten kilpailukyky sekä SaaS-kilpailijoitaan että erityisesti perinteisiä ohjelmistoyhtiöitä vastaan on vahva. Lisäksi Efecten etuina ovat monipuoliset pilvitointumallit, palvelut ja sulautettu identiteettinhallintaratkaisu. Yhtiö on kaupallistanut ja todentanut teknologiansa toimivuuden jo onnistuneesti suurten ja keskisuurten yhtiöiden markkinalla Suomessa, ja aloittanut onnistuneesti laajentumisen Pohjoismaihin ja Saksaan, mistä on osoituksena johtava markkina-asema Suomessa ja noin 20 %:n keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuodesta 2012.

Vahvasti kasvava markkina ja merkittävä kansainvälinen kasvupotentiaali

Yritysohjelmistojen voimistuva siirtymä pilveen on luonut Efecten kaltaisille SaaS-malliin erikoistuneille toimijoille merkittävän kasvumahdollisuuden ja jakanut kilpailukentän uudelleen. Efecten kohdemarkkina on yhtiön kokoon nähden suuri ja SaaS-transformaation myötä voimakkaasti kasvava. Kohdemarkkinan kokonaiskasvun odotetaan olevan yli 15 % vuodessa, mutta Efecten fokusalueella kasvu on yli 20 %. Efecte tavoittelee vuosina 2017-2022 keskimäärin yli 20 %:n kasvua vuodessa, mitä pidämme hyvin realistisena tavoitteena yhtiön vahvaan historialliseen kasvuun (keskimäärin n. 20 % vuosina 2012-2017e) ja listautumisannin mahdollistamiin kasvaviin myyntipanostuksiin nähden. Odotamme Efecten jatkuviin SaaS-lisenssituottoihin perustuvan kasvun olevan pitkällä aikavälillä hyvin ennustettavaa, skaalautuvaa ja kannattavaa, mutta lyhyellä aikavälillä yhtiön kannattavuutta painaa kansainvälisen kasvun vahvistamiseksi tehtävät etupainotteiset kasvupanostukset.

SaaS-tuottojen voimakas kasvu tärkein arvoajuri

Kasvuvaiheessa olevasta SaaS-liiketoimintamallista johtuen liikevaihdon kasvunopeus tulee olemaan lähivuodet keskeinen arvonmuodostuksen ajuri Efecten osakkeelle. Pidämme vahvaa kasvupainotteisuutta arvonmuodostuksen kannalta kriittisenä valintana, sillä se kasvattaa yhtiön strategista arvoa ja kasvattaa SaaS-mallin mahdollistamia skaalautuvia. Arvioimme eri menetelmiä käyttäen Efecten yritysarvoksi (EV) ennen antia noin 33 MEUR, mikä vastaa noin 2,5x EV/Liikevaihto -kerrointa vuodelle 2018. Suurimpina riskeinä arvostukselle näemme yhtiön myyntipanostusten ylösajon onnistumisen sekä heilahtelut sijoittajien SaaS-yhtiöille hyväksymissä arvostustasoissa.

Analyytikot

Petri Aho
+358 50 3402986
petri.aho@inderes.fi



Mikael Rautanen
+358 50 3460321
mikael.rautanen@inderes.fi



Arvostus

Valuaatioarvio, (EV) ennen antia:

33 MEUR

Valuaatioarvio, (EV) annin jälkeen:

39 MEUR

Valuaatioarviohaarukka, (EV) ennen antia:

18-53 MEUR

Osakekannan valuaatioarviohaarukka, ennen antia:

19-55 MEUR

Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	8,3	10,4	12,9	16,3
kasvu-%	21 %	25 %	24 %	27 %
SaaS-liikevaihto	3,4	4,7	6,2	8,3
kasvu-%	35 %	36 %	34 %	33 %
Liikevoitto-% (oik.) *	0,3	0,0	-0,7	-1,0
liikevoitto-% (oik.)	3,4 %	0,4 %	-5,5 %	-5,9 %

Osakekannan arvioitu markkina-arvo, ennen antia	-	34	34	34
Yritysarvon arvioitu (EV) arvo ennen antia	-	33	33	33
EV/Liikevaihto	-	3,2	2,5	2,0

* Oikaistu liikearvon poistoilla

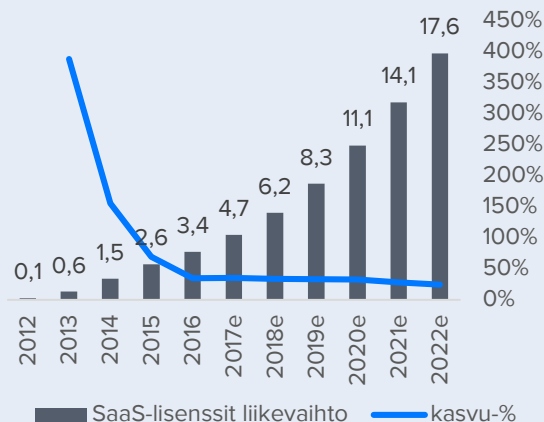
Lähde: Inderes

Yhteenveto arvonmäärittämisestä

Arvonmäärittäksen yhteenveto (MEUR)		
	Paino	Base
Osien summa	50 %	31
Nordic ohjelmistoyhtiöt	30 %	35
DCF (pre money)	20 %	34
Yritysarvo		33
Nettokassa Q3'17		1,5
Osakekannan arvo pre-money		34
Osakekannan arvo post-money		39
EV/Liikevaihto 2018e		2,5

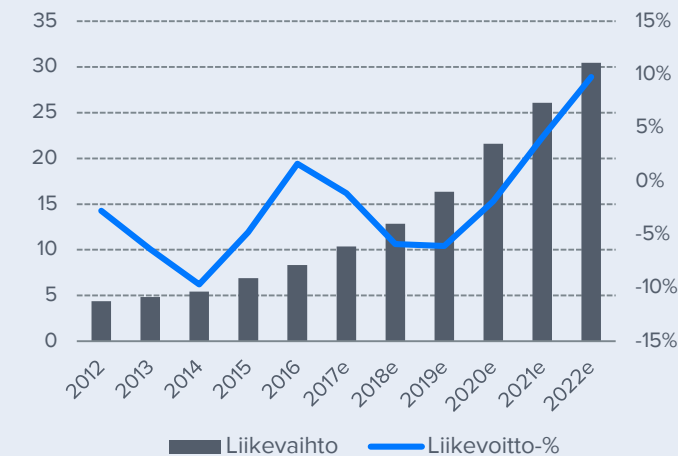
Lähde: Inderes

SaaS-liikevaihto ja kasvu-%

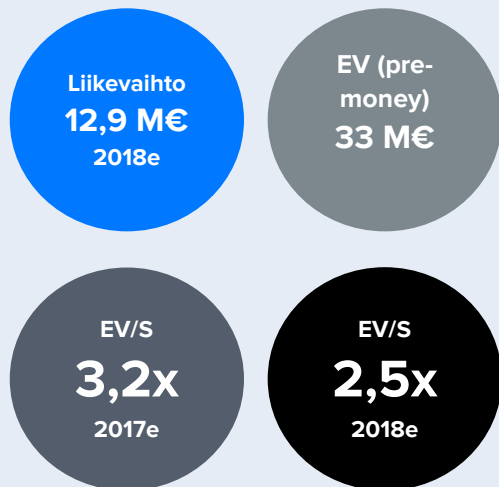


Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-% (ennuste)



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Myynti-investointien ja kv-laajentumisen onnistuminen
- Kilpailukentän ja -aseman muutokset
- Teknologian muutokset
- Kasvustrategia painaa kassavirran aluksi negatiiviseksi
- Tietoturvariskit



Arvostus

- Valmis ja todennettu liiketoimintamalli luo arvostukselle vakaan pohjan
- Kasvuinvestoinnit voivat kiihdyttää kehitystä ja kasvattaa yhtiön strategista arvoa
- Arvostus herkkä muutoksille SaaS-yhtiöiden markkinahinnoittelussa

Sisällysluettelo

Sanasto	s. 6
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 7-17
Markkinat	s. 18-22
Strategia	s. 23-27
Historiallinen kehitys	s. 28-29
Ennusteet	s. 30-33
Arvonmäärittäminen	s. 34-45
Taulukot, omistajarakenne ja optio-ohjelmat	s. 46-48
Vastuuvapauslauseke	s. 49

Sanasto

SaaS eli Software as a Service tarkoittaa ohjelmiston hankkimista palveluna perinteisen kertalisenssipohjaisen tavan ja ohjelmiston asiakaskohtaisen asentamisen sijaan. SaaS-mallissa asiakaskohtaisia tuotantoympäristöjä ei ole, vaan sama pilvestä tarjottava tuotantoympäristö palvelee useampaa tai kaikkia asiakkaita. Käytöstä maksetaan yleensä jatkuvina palvelumaksuina käytön laajuuden mukaan. SaaS-palveluja käytetään selaimen kautta.

ITSM on lyhenne sanoista Information Technology Service Management, eli suomeksi IT-palveluhallinta. IT-palveluhallinnan avulla mm. kohdennetaan ja ohjataan IT-resursseja ja -prosesseja, hallitaan häiriötilanteita ja palvelupyyntöjä, määritellään palvelutasot, mitataan palveluaikoja, ja lisätään asiakkaiden itsepalveluja.

IAM on lyhenne sanoista Identity and Access Management, joka tarkoittaa suomeksi identiteetin- ja pääsynhallintaa. Identiteetinhallinta hallinnoi käyttäjien sähköistä identiteettiä ja mahdollistaa pääsyn oikeisiin tietoihin ja järjestelmiin sovitulla perusteilla. Pääsynhallinta huolehtii, että käyttäjät pääsevät kirjautumaan järjestelmiin helposti ja turvallisesti laitteesta ja paikasta riippumatta.

ESM on lyhenne sanoista Enterprise service management, eli suomeksi yrityspalvelut. Yrityspalvelut ovat yhtiöiden sisäisten yksiköiden tai työntekijöiden ohjaamia prosesseja, joilla mm. hallitaan, tuotetaan,

ohjataan resursseja, sekä mitataan niiden käyttöä.

GDPR on EU:n tietosuoja-asetus, joka määrittää EU:n laajuisesti miten yhtiöiden tulee käsitellä ja säilyttää henkilötietoja. Tietosuoja-asetus on astunut jo voimaan ja sen käyttöönottoon liittyvä siirtymäaika päättyy 25.5.2018.

Efecte lyhyesti

Efecte on SaaS-mallilla (Software-as-a-service) toimiva ohjelmistoyhtiö, joka kehittää pilvipohjaista palvelun- identiteetinhallintaohjelmistoratkaisua keskikokoisille ja suurille yrityksille, sekä tarjoaa niiden käyttöönottoon ja kehitykseen liitännäisiä asiantuntijapalveluita.

1998-2009: ohjelmiston kehitys ja kasvu
2010-2012: toiminnan uudelleenorganisointi
2013-2016: SaaS-malliin siirtyminen ja kasvu
2017-: Kansainvälisen kasvun kiihdyttäminen

10,4 MEUR (CAGR +19% '12-17e)

LIKEVAIHTO 2017e
Jatkuvat tuotot 2017e 59 %

LIKEVOITTO-% (oik.*) > 10 %

3,4 %	0,4 %	↘	↘	↗	↗	↗
2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e-

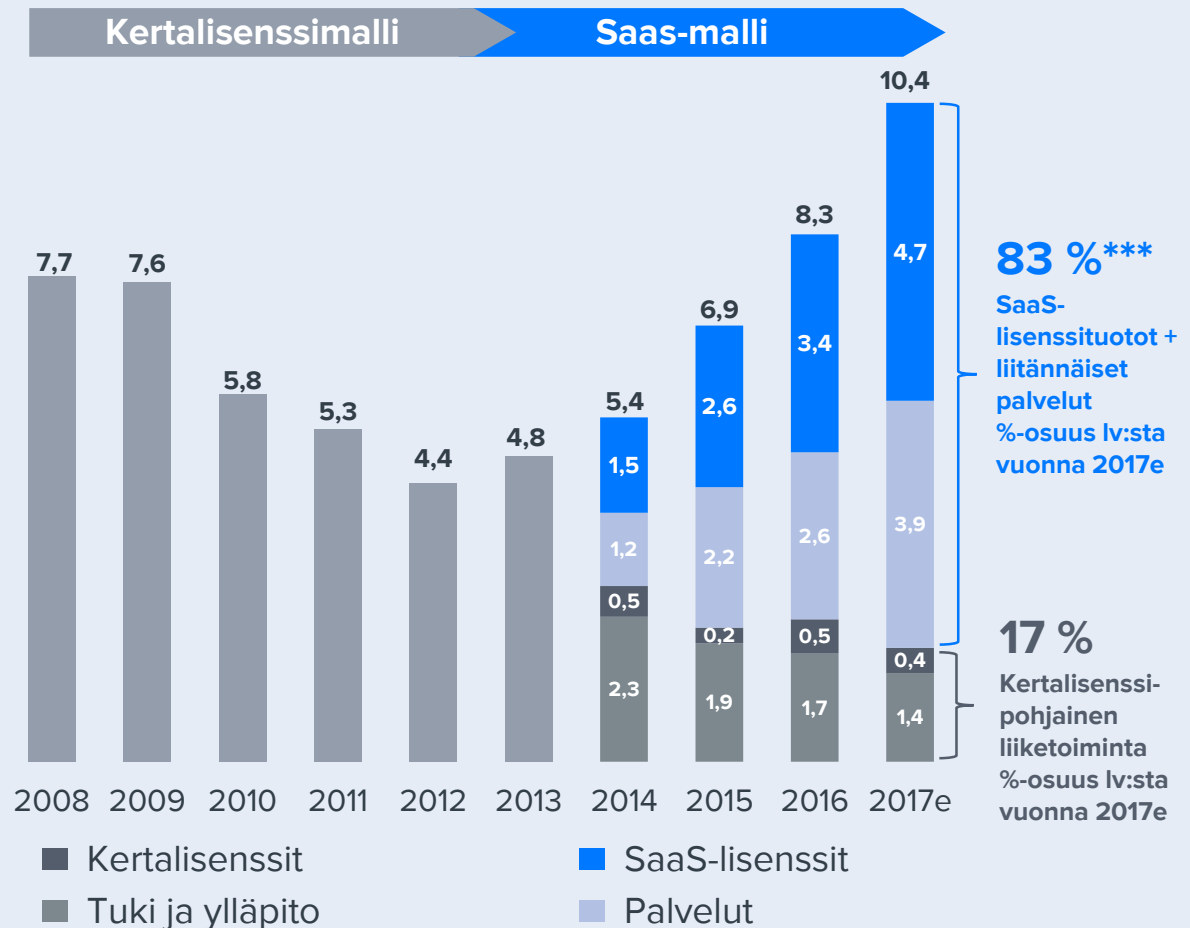
92
HENKILÖSTÖ
1.11.2017

4
TOIMINTAMAATA
2017

1,2 mrd. \$ ↗
Kohdemarkkinan
koko: SaaS ITSM-
ohjelmistot ja palvelut
(2016e)

0,5 mrd. \$ ↗
Kohdemarkkinan
koko: SaaS IAM-
ohjelmistot ja palvelut
(2016e)

Efecten liikevaihto vuosina 2008-2017e **



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Efecten palvelut ja liiketoimintaidea

Efecte on suomalainen SaaS-mallilla (Software-as-a-service) toimiva ohjelmistoyhtiö, joka on erikoistunut IT-palvelun-, identiteetin- ja pääsynhallinnan ohjelmistotuotteisiin, sekä niiden käyttöönottoa, integrointia ja kehitystä tukeviin asiantuntijapalveluihin.

Efecten pilvipohjaisen ohjelmistoratkaisun avulla yritykset voivat hallinnoida, ohjata ja kehittää yrityksen sisäisiä palvelufunktioita, kuten IT-palveluita (ITSM), pääsynhallintaa ja käyttöäoikeuksia (IAM), itsepalveluita, HR-palveluita, taloushallintopalveluita, lakipalveluita ja kiinteistöpalveluita.

Efecten toiminta-ajatuksena on yksinkertaistaa monimutkaista IT-ympäristöä auttamalla yrityksiä hallitsemaan, valvomaan, kehittämään ja automatisoimaan yrityspalveluprosesseja ja -sopimuksia, jolloin yrityspalveluiden 1) hallittavuus, läpinäkyvyys ja kehittäminen tehostuu, 2) käytettävyyden sujuvoituu ja yksinkertaistuu, sekä 3) tuottamisen ja ylläpidon kokonaiskustannukset laskevat.

Efecte on erikoistunut palvelemaan erityisesti keski- ja suuria eurooppalaisia yhtiöitä sekä julkista sektoria, koska tässä kohderyhmässä Efecten oma toimituskyky ja ohjelmistoratkaisun kilpailukyky ovat parhaimmillaan.

Efecten historia

Yhtiö perustettiin vuonna 1998 Bitmount Systems Oy nimellä kehittämään tietohallinnon toiminnanohjausohjelmistoa. Yhtiön nimi muuttui vuonna 2002 Efecte Oy:ksi ja yhtiö painopiste siirtyi IT-palveluiden hallintaohjelmiston

kehityksen ja kaupallistamisen vaiheeseen. Vuonna 2005 yhtiö aloitti kansainvälistymisen Pohjoismaihin ja yhtiön liikevaihto kasvoi lähes 8 MEUR:oon vuonna 2008.

Vuoden 2009 talouskriisi iski voimakkaasti yritysten IT-budjettien laskun kautta myös Efecten liiketoimintaan, joka perustui ohjelmistojen kertalicenssimyyntiin. Toimintaympäristön ja liikevaihdon muutoksen rajuutta kuvaa se, että yhtiön henkilöstömäärä supistui 4 vuodessa 100 henkilöstä 28 henkilöön. Vuosina 2010-2012 Efecten kannattavuus parani, mutta myynti kärsi, sillä yhtiö toteutti heikolla menestyksellä ulkoistetun myynnin strategiaa ja luopui myös omista konsultointipalveluista.

Efecten nykyinen liiketoimintamalli otettiin kaupalliseen käyttöön vuonna 2013. Yhtiö aloitti tällöin kehittämään ohjelmistojaan pääasiassa jatkuvalaskutteisina pilvipalveluina (SaaS), luopui kumppanimyyntistä ja siirtyi takaisin omaan suoramyynniin sekä palautti omat konsultointipalvelut tarjomaansa. Efecte teki vuoden 2013 alussa myös teknologiaa täydentävän yritysoston, jonka myötä yhtiö sai kyvykkyyden tarjota ja kehittää identiteetinhallintaominaisuuksia ohjelmistoihinsa. Lisäksi vuonna 2015 yhtiö aloitti vanhojen asiakkuuksien konvertoinnin SaaS-malliin. Yhtiön liikevaihto kääntyi muutosten ja pilvitoimitusmallin suosion kasvun seurauksena jälleen vahvaan kasvuun. Liikevaihto kasvoi noin 5 MEUR:sta yli 8 MEUR:oon vuosien 2013-2016 välillä. Pääosa vuosien 2013-2016 kasvusta syntyi Suomessa, missä yhtiö on saavuttanut tuotteillaan markkinoiden saturoituessa johtavan markkina-aseman. Suomen markkinan haltuunoton ohella yhtiö on myös ryhtynyt laajentumaan entistä voimakkaammin Skandinavian ja Saksan markkinoille, missä markkinapotentiaali on

moninkertainen Suomeen verrattuna.

Efecte on pystynyt viime vuodet operoimaan tuotekehitys- ja kasvupanostuksista huolimatta pääasiassa tulo-rahoituksen turvin tehden lievästi positiivista käyttökatetta.

Efecte tänään

Efectellä on tällä hetkellä teknisesti kypsä ja kaupallisesti kilpailukykyiseksi todistettu tuote, joka on skaalattavissa uusille markkinoille ilman merkittäviä tuotekehitysinvestointeja. Myös siirtymävaihe kertalicenssipohjaisesta ohjelmistokehitys- ja liiketoimintamallista pilvestä tarjottavaan jatkuvalaskutteiseen SaaS-malliin on käytännössä lähes valmis ja yhtiön liikevaihdosta yli 3/4-osaa syntyy jatkuvista SaaS-lisenssituotoista ja niihin liitännäisistä palveluista.

Yhtiön liikevaihdon odotetaan kasvavan tänä vuonna yli 20 % 10,3-10,8 MEUR:oon. Efecte tavoittelee asiakkuuksien laajentumisen ja kansainvälistymisen kautta keskimäärin yli 20 %:n liikevaihdon kasvua vuosina 2017-2022 ja suunnittelee hakevansa listautumisella lisärahoitusta panostaakseen voimakkaasti tuotteensa myyntiin ja markkinointiin etenkin Saksassa ja Skandinaviassa.

Efecten kasvu on ollut myyntikatemarginaalilla mitattuna hyvin kannattavaa, mutta SaaS-mallille ja kansainvälistymiselle tyypillisistä etupainotteisista myynti- ja markkinointipanostuksista johtuen yhtiön liikevoitto-marginaali jää kasvujakson aikana matalaksi tai negatiiviseksi. Efecten kasvun haasteena on myyntityön heikko skaalautuvuus ja suhteellisen pitkät myyntisyklit, minkä takia nopean kasvun saavuttaminen vaatii nykyisessä kehitysvaiheessa vielä merkittävää panostusta henkilöstöresursseihin ja myyntikanavaan.

Kumppanit

youredi
[in-ta'gre-jai]

snow

h2Q

Miradore
Making diversity manageable

Ekosysteemi
-partnerit
(integraatiot, lisäarvotuotteet)

olingo

Softico

Palveluiden käyttöönotto-
ja alihankintakumppanit

Toiminnot

Tuotekehitys
(n. 16 % *)



Palvelut &
koulutus
(n. 38 % *)



Myynti
(n. 25 % *)



Pilvioperointi & tuki
(n. 13 % *)



Hallinto
(n. 8 % *)



* Osuus henkilöstöstä 1.11.2017

Osaamisalueet

Ohjelmistot ja
teknologia



Projekti-
toimitukset



Koulutus ja
konsultointi



Liiketoimintaidea

**Efecten jatkuvina pilvipalveluina
tarjottavat ohjelmistot digitalisoivat
ja automatisoivat yritysten sisäisiä
palvelutoimintoja sekä identiteetin-
ja pääsynhallintaa.**

Skaalautuva ja joustava
pilvipohjainen ratkaisu
(SaaS)

Nopea käyttöönotto ja
matalat kokonais-
kustannukset

efecte

Helppo
kustomoitavuus,
integroitavuus ja
käytettävyys

Kokonaisvaltainen,
helposti laajennettava
ratkaisu, jossa
ainoana sulautettu
identiteettinhallinta

Tuotteet

ITSM

IT Service Management =
IT-palvelunhallinta

IAM

Identity and access
management = Identiteetin-
ja pääsynhallinta

ja lisäksi

ESM

Enterprise service
management =
Yrityspalveluiden hallinta

Myyntikanavat

Oma myynti
(uudet
asiakkuudet ja
laajennukset)

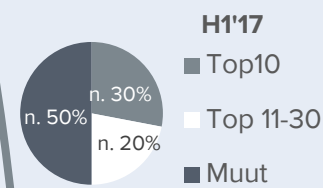


Jälleenmyyjät ja
kumppanit



Asiakkaat

Noin 300 asiakasta



Keskisuuret ja suuret
yritykset



Julkishallinto
(35 % 2016 liikevaihdesta)

4 päämarkkinaa

Suomi >80 % liikevaihdesta

Ulkomaat <20 % liikevaihdesta
-Ruotsi, Saksa, Tanska

Kustannus- rakenne

>90 hlö (2017e)



Asiantuntijat ja myynti
Suomi, Skandinavia, Saksa
(60 % kustannuksista)

Lähde: Inderes, Efecte

Alihankkijat ja ostot
(11 %)

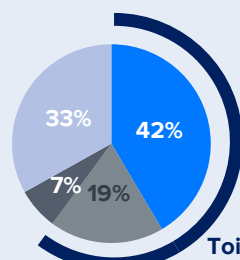


Liiketoiminnan muut kulut
(26 %)

-10,1 MEUR (2017e)

Tulovirrat

Toistuvien tuottojen osuus noin 60 %



Myynti palveluittain,
2016

- SaaS
- Tuki ja ylläpito
- Kertalicenssit
- Palvelut

Toistuva liikevaihto 60 %

**Liikevaihto 10,4 MEUR
EBITDA 0,3 MEUR (2017e)**



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

SaaS-malli

Efecten liiketoiminta perustuu SaaS-malliin

Efecte on tarjonnut tuotteitaan vuodesta 2014 lähtien pääasiassa SaaS-mallilla. Vuonna 2017 SaaS-liiketoimintaan perustuvat tuotot (palvelut + SaaS-liikevaihto) muodostavat Inderesin arvion mukaan yli kolme neljäsosaa Efecten liikevaihdosta. Yhtiö myy kertalisenssejä (ei-SaaS) nykyisin ainoastaan poikkeustapauksissa ja pyrkii aktiivisesti konvertoimaan aiemmin myytyjen kertalisenssien tuki- ja ylläpitoliikevaihdon SaaS-sopimuksiksi.

SaaS-malli poikkeaa merkittävästi perinteisestä kertalisenssimallista 1) liiketoimintamallin (esim. jatkuvat vs. kertatuotot), 2) ohjelmistojen toimitus- ja ylläpitomallin (pilvipohjaisesti vs. paikallinen infra) ja 3) yhtiön operatiivisen toimintamallin kautta (esim. skaalautuvuus). Näin ollen SaaS-mallilla toimivat yhtiöt eroavat perinteisistä ohjelmistoyhtiöistä sekä tuotto-, kassavirta- ja riskiprofiiltaan, mikä on hyvä tiedostaa analysoitaessa ja vertailtaessa Efecten liiketoimintamallia, liiketoiminnan kehitystä, strategiaa ja sijoitusprofiilia.

SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen markkinat ovat kasvaneet viime vuosina voimakkaasti. Gartner ennustaa SaaS-markkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 18 % vuodessa vuoteen 2020 mennessä ja ylittävän siten merkittävästi taantuvien perinteisten kertalisenssi-ohjelmistoratkaisujen markkinakasvun. SaaS-markkinoiden voimakasta kasvua ajaa pilvipalveluiden käyttöönoton helpottuminen, SaaS-ratkaisujen kehittyminen ja SaaS-mallin tarjoamat merkittävät hyödyt

asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle perinteiseen lisenssimalliin verrattuna.

SaaS-mallissa on sijoittajanäkökulmasta vahvan kasvunäkymän lisäksi myös muita merkittäviä etuja ja eroavaisuuksia perinteiseen ohjelmistoyhtiön liiketoimintamalliin nähden, mistä johtuen SaaS-yhtiöitä hinnoitellaan tyypillisesti erilaisilla mekanismeilla verrattuna perinteisiin ohjelmistotoimittajiin.

SaaS-mallin hyödyt asiakkaan näkökulmasta

- Matala käyttöönottokynnys ja -kustannus: SaaS-ohjelmiston käyttöönotto ja ylläpito on nopeampaa ja tehokkaampaa, eikä vaadi investointeja tai muutoksia IT-järjestelmiin ja -resursseihin, koska ohjelmisto toimitetaan suoraan käyttäjien päätelaitteille ohjelmistotoimittajan pilvipalvelusta.
- SaaS-lisenssimaksut jakautuvat käytön mukaan tasaisesti sopimuskaudelle, kun taas kertalisenssi-ohjelmisto on investointi, joka yleensä maksetaan kokonaan käytön alkaessa.
- Skaalautuvammat käyttökustannukset: SaaS-lisenssimaksut on tyypillisesti sidottu käyttö-/käyttäjämääriin, ja ne ovat siten luonteeltaan käyttötarpeen mukaan skaalautuvia ja ennustettavia.
- Jatkuva kehitys ja ylläpito: SaaS-ohjelmistoa ylläpidetään ja päivitetään keskitetysti ohjelmistotoimittajan toimesta, mikä laskee asiakkaan järjestelmien ylläpitoon ja tukeen liittyviä kustannuksia sekä pitää järjestelmät jatkuvasti ajantasalla ja päivitettyinä.

SaaS-mallin hyödyt ohjelmistotoimittajan näkökulmasta

- Pilvestä keskitetysti tarjottava ohjelmistoratkaisu alentaa käyttöönotto-, myynti-, tuki- ja ylläpitopalvelu- ja T&K-kustannuksia per asiakkuus.
- Alemman osto- ja käyttöönottokynnyksen myötä nopeammat myyntisyklit ja potentiaalisesti laajempi asiakaskunta.
- Kustannusrakenne skaalautuu voimakkaasti asiakkaan koon ja asiakasmäärän kasvun myötä, sekä mahdollistaa laajentumisen uusille markkinoille matalin kustannuksin.
- Uudet ohjelmistopäivitykset pystytään viemään nopeasti ja helposti asiakkaille, jotta kilpailukyky säilyy jatkuvasti hyvänä.
- Tuottojen toistuvuus ja pitkät sopimuskaudet kasvattavat liiketoiminnan ja kassavirtojen ennustettavuutta.

SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

- Korkea kasvupotentiaali, joka syntyy ohjelmistomarkkinan kiihtyvistä siirtymästä SaaS-malliin.
- SaaS-yhtiöiden kannattavuuspotentiaali on korkea pitkällä aikavälillä skaalautuvuuden myötä.
- Korkea tuottojen jatkuvuus ja ennustettavuus alentaa kassavirtojen riskiprofiilia.
- Tasaisesti kertyvät lisenssituotot ja etupainoiset kustannukset heikentävät kannattavuutta ja kassavirtaa voimakkaan kasvun vaiheessa. SaaS-malli vaatii siten sijoittajalta pitkäjänteisyyttä.

SaaS-mallin suosion ajureita

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

Asiakas

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

➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)

Globaali SaaS-yritysohjelmistomarkkina

(mrd USD, Gartner, 2016)



Ohjelmistotoimittaja

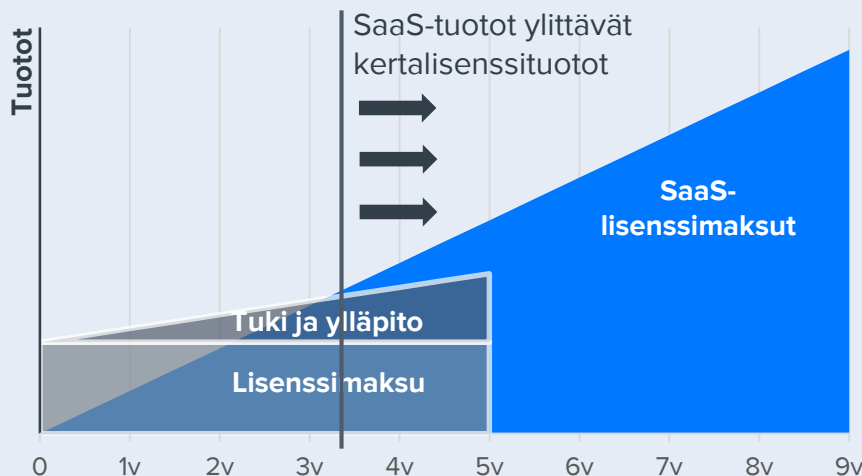
- Toistuvat ja ennustettavat tuotot sekä kassavirta
- Matala ostokynnys ja nopeammat myyntisyklit
- Syvemmät, pidemmät ja arvokkaammat asiakassuhteet
- Kustannustehokkaampi operatiivinen malli
- Skaalautuva kustannusrakenne
- Kustannustehokas ja nopea tuotekehitys- ja päivityssykli

➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

SaaS-mallin tuotto- ja kassaprofiilit

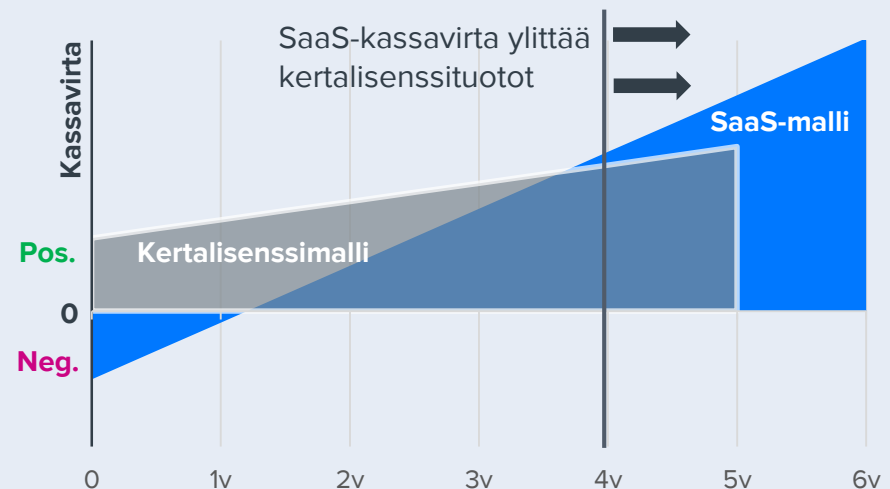
Havainnollistava esimerkki

Kumulatiiviset
SaaS-lisenssituotot vs. kertalisenssituotot



SaaS-mallissa lisenssimaksut kertyvät tasaisesti yli ajan, ja ylittävät siten kertalisenssimallista saatavat kumulatiiviset tuotot (lisenssimaksu + ylläpitomaksut) usein vasta usean sopimusvuoden jälkeen. Kertalisenssimallilla toimitetut ohjelmistot vaativat usein kalliin elinkaaripäivityksen noin 3-6 vuoden käytön jälkeen, mikä muodostaa epäjatkuvuuskohdan tuottojen kertymiselle.

Kumulatiiviset kassavirrat per lisenssi
SaaS-malli vs. kertalisenssimalli



SaaS-mallissa kumulatiivinen kassavirta per lisenssi on tyypillisesti negatiivinen ensimmäisen vuoden ajan, johtuen etupainotteisista myynti- ja markkinointikuluista ja tasaisesti yli ajan kertyvistä lisenssimaksuista. Pitkällä aikavälillä SaaS-mallin kassavirrat ovat kuitenkin jatkuvasta luonteestaan johtuen tyypillisesti suuremmat kuin kertalisenssimallissa. Esimerkissä oletettu molemmissa malleissa 40 % myyntikulut lisenssimaksuille (SaaS-mallissa 3 vuoden lisenssimaksulle).

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Liiketoimintamalli

SaaS-tuotot ja palvelut pääosassa

Efecten tulovirrat jakautuvat neljään osaan: 1) SaaS, 2) Palveluihin, 3) Lisensseihin ja 4) Tukeen ja ylläpitoon. Näistä nykyisen strategian ydinliiketoimintoihin kuuluvat SaaS ja Palvelut ovat voimakkaassa kasvussa, kun taas vanhan liiketoimintamallin mukaiset Lisenssi- sekä Tuki ja ylläpito -tuotot laskevat. Yhtiön liiketoimintamallin muutos SaaS-malliin on lähes valmis, minkä takia lisenssi- ja ylläpitotuottojen lasku eivät enää rasita olennaisesti kasvua. Jatkuvien tuottojen osuus Efecten liikevaihdosta on noin 60 % ja niihin luetaan SaaS-liikevaihto sekä Tuki- ja ylläpito -liikevaihto.

SaaS: 45 % 2017e lv:sta

SaaS-liikevaihto koostuu SaaS-mallilla tarjottavien ohjelmistoratkaisujen käyttömaksuista. Nämä ovat tyypillisesti pitkistä ensimmäisistä sopimuskausista (noin 3 vuotta) ja toistuvuudesta johtuen luonteeltaan hyvin ennakoitavia ja jatkuvia tulovirtoja. SaaS-liikevaihdon ajureita ovat 1) SaaS-lisenssien uusmyynti, 2) vanhojen asiakkuuksien laajennukset, 3) lisenssimaksujen korotukset, ja 4) asiakaspoistuma (churn).

Efecten SaaS-liikevaihto kasvoi viimeisen 12kk:n jaksolla (Q4'16-Q3'17) 35 % ja oli 4,3 MEUR, eli 44 % liikevaihdosta. Yhtiön SaaS-liikevaihto on kasvanut voimakkaasti viimeisen neljän vuoden aikana. Yhtiö ei ole avannut tarkemmin SaaS-liikevaihdon kasvun jakauman kehitystä vuositasolla, mutta on kertonut, että merkittävä kasvusta on syntynyt vanhojen asiakkuuksien laajentumisesta uusmyynnin ohella. Asiakaspoistuma on ollut pitkistä sopimuskausista johtuen pientä.

Palvelut: 38 % 2017e lv:sta

Palvelut -liikevaihtoerän tuotot muodostuvat Efecten ohjelmistoratkaisuja tukevista palveluista. Palvelut ovat pääosin kertaluonteista liikevaihtoa, jonka kasvua ajaa pääasiassa SaaS-lisenssien käyttöönotto, kustomointi ja vanhojen asiakkuuksien laajentuminen. Palvelut -liikevaihto kasvoi viimeisen 12kk:n jaksolla 61 % 3,7 MEUR:oon, ja oli 37 % liikevaihdosta. Palveluliikevaihto on ollut vahvassa kasvussa viime vuosien aikana.

Tuki ja ylläpito: 14 % 2017e lv:sta

Tuki ja ylläpito käsittää kertalicensseinä myytyjen ohjelmistoratkaisujen ylläpitosopimuksista ja tukipalveluista syntyvät tuotot. Tuki ja ylläpito -tuotot ovat myös luonteeltaan toistuvaa ja hyvin ennustettavaa tulovirtaa. Tuki ja ylläpidon liikevaihto laski viimeisen 12kk:n jaksolla 14 % 1,5 MEUR:oon ja muodosti 16 % Efecten liikevaihdosta. Liikevaihto on ollut tasaisessa laskussa viime vuodet. Tuottojen laskua ajaa siirtymä SaaS-lisenssien käyttöön ja kertalicenssien uusmyynnin lasku.

Lisenssit: 3 % 2017e lv:sta

Lisenssit käsittää Efecten kertalicensseinä myytyjen ohjelmistojen tuotot, ja on siten luonteeltaan kertaluonteista liikevaihtoa. Lisenssit -liikevaihto laski viimeisen 12kk:n jaksolla 37 % vertailukaudesta 0,3 MEUR:oon ja muodosti 3 % Efecten liikevaihdosta. Lisenssimyynti on ollut selvässä laskussa viime vuodet. Liikevaihdon laskua ajaa Efecten fokuosoituminen SaaS-mallilla toimitettavien ohjelmistojen myyntiin.

Tuotteet ja palvelut

Efecten päätuote on laaja-alaisesti IT- ja

yrittäjäpalveluiden hallintaan suunnattu ohjelmistoalustaratkaisu Efecte Edge, johon on sulautettu myös identiteetin- ja pääsynhallintaratkaisu. Alustaa voidaan hyödyntää usean itsenäisen ohjelmistoratkaisun kautta, joista tärkeimmät ovat:

1. IT-palvelunhallintaan (ITSM) suunnattu Efecte Edge for ITSM -ohjelmistoratkaisu, jolla voidaan mm. hallita IT-palveluita, seurata palvelutasoja (SLA), automatisoida prosesseja, hallita IT-omaisuutta, tarjota helpdesk- ja itsepalveluita.
2. Identiteetin- ja pääsynhallintaan (IAM) suunnatut Efecte Edge for IAM, SecureOps, ja IDM Security, joiden avulla voidaan mm. autentikoida käyttäjät, hallita pääsyoikeuksia ja henkilötietojen hyväksymistä palveluittain, ja automatisoida tietoturvahäiriötyönkulkua.
3. Yrittäjäpalveluiden hallintaratkaisut (ESM) mm. HR-, talous-, laki- ja kiinteistöpalveluille.

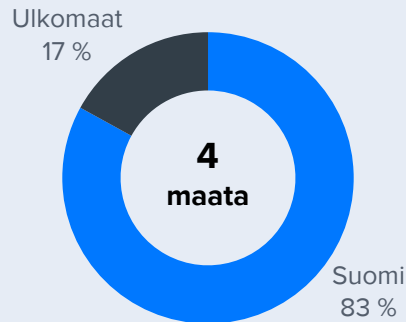
Ohjelmistoratkaisujen käytön ja myynnin tueksi Efecte tarjoaa myös useita palveluita, joita ovat:

1. Asiantuntijapalvelut, jotka tarjoavat käyttöönottoprojekti-, konsultointi- ja kehityspalveluita Efecte Edge -ratkaisuille.
2. Tukipalvelut, jotka tarjoavat jatkuvaa tai kertaluonteista tukitoiminto-, tuoteneuvonta- ja ylläpitopalveluita Efecten ratkaisuille.
3. Koulutuspalvelut, jotka tarjoavat kursseja ja räätälöityjä koulutuksia pääasiassa Efecten ITSM-tuotteisiin liittyen.
4. Konsultointipalvelut, joilla parannetaan asiakkaiden palvelu- ja prosessimalleja.

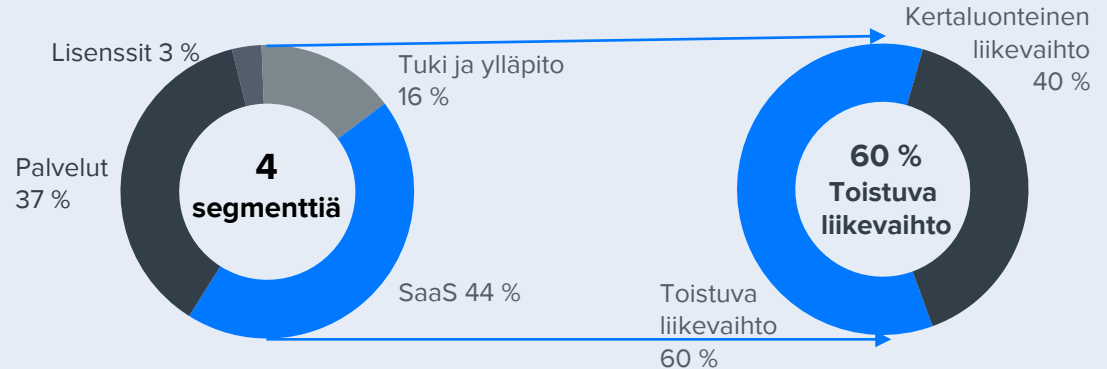
Efecten liiketoimintamalli lukuina

Maantieteellinen

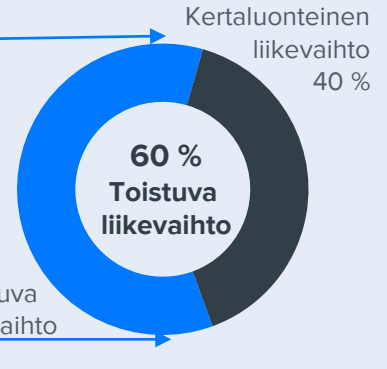
Liikevaihto
9,2 MEUR
+27 %
viim. 12kk
(Q4'16-Q3'17)



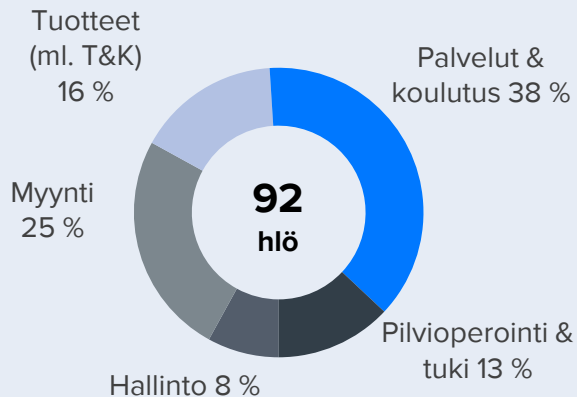
Tuottolajittain



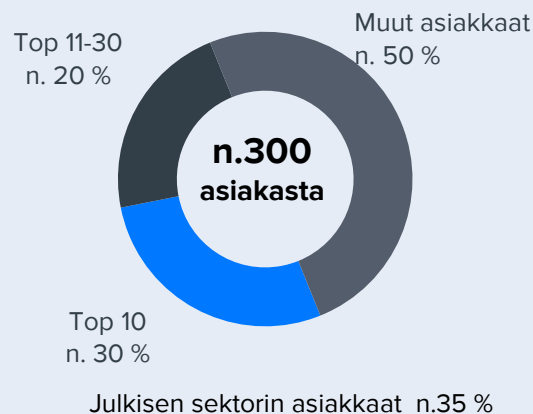
Toistuvat tuotot



Henkilöstön jakauma (1.11.17)



Asiakkaan koon mukaan



Liikevaihtotyypit

SaaS

Pitkäaikaisten, jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalvelujen (SaaS) tuotot

Palvelut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönotto-konsultointi-, koulutus- ja tukipalvelut

Tuki ja ylläpito

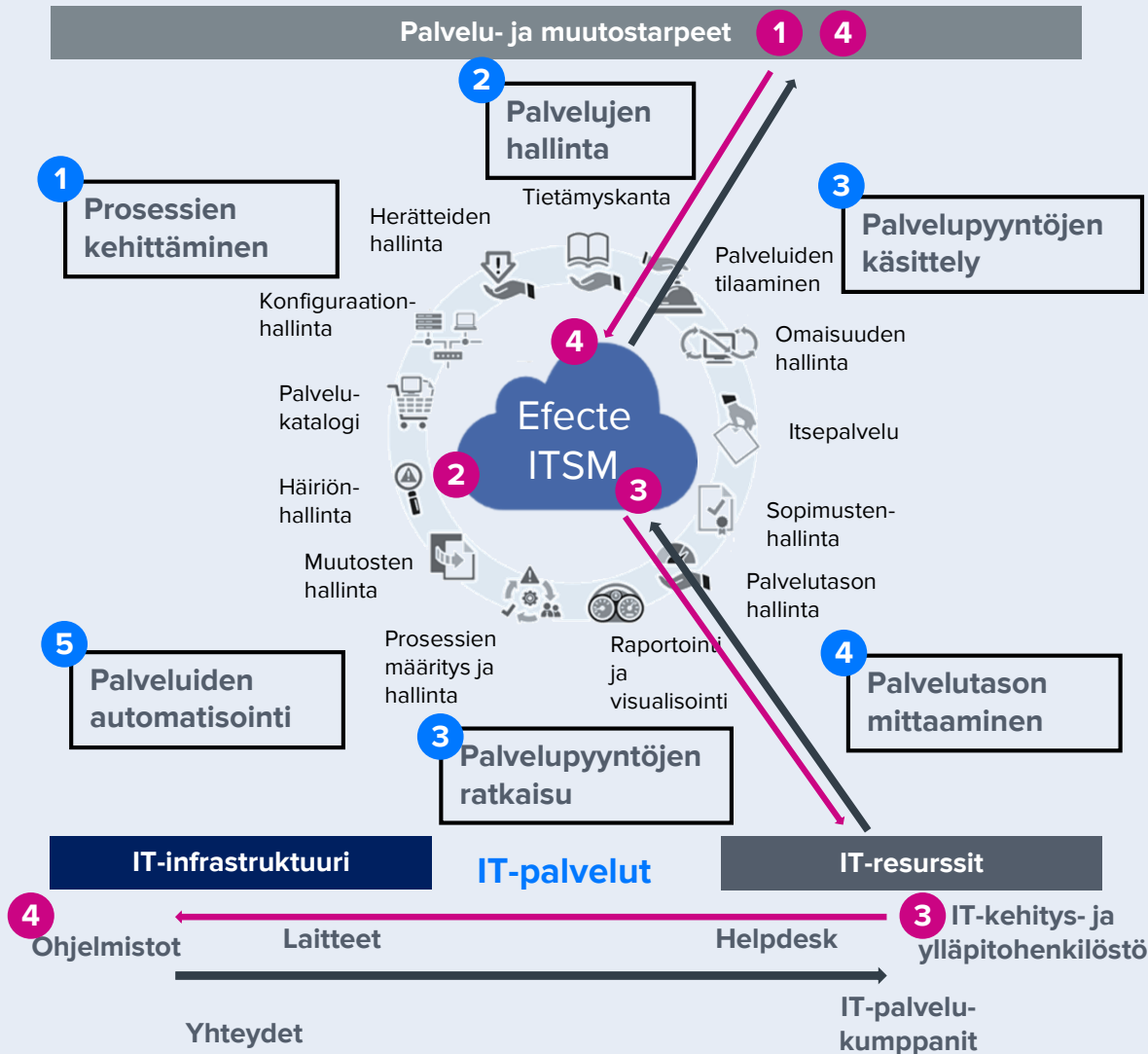
Vuosittain uusiutuvat kertalisenssipohjaisten ohjelmistojen tuki- ja ylläpitosopimukset

Lisenssit

Kertalisenssipohjaisten ohjelmistojen myynti

Efecten tuotteen kuvaus

Liike- ja tukitoiminnot



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

ITSM-ohjelmiston päätehtävät:

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

ITSM-ohjelmiston käyttöesimerkki:

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Efecte myy ohjelmistotuotteitaan nykyisin valtaosin oman myyntikanavan kautta, ja yhtiöllä oli H1'17 lopussa yli 20 myyntityöhön keskittynyttä henkilöä (noin 30 % henkilöstöstä). Efecte on lisäksi sopinut yhteistyösopimuksia, joiden kautta IT-palvelutalot ja -konsultit, kuten saksalainen Magelan, voivat tarjota Efecten ohjelmistoja osana omia palveluitaan.

Efecten tuotteiden myyntisyklit ovat melko nopeasta käyttöönottoprosessista (tyypillisesti noin 3-6 kk) ja suhteellisen matalista käyttöönottokustannuksista huolimatta melko pitkiä (yli 6 kk), sillä asiakkaiden tarpeiden kartoitus vaatii tyypillisesti 4-6 tapaamista ja asiakkailla on usein jo käytössään aiemman sukupolven ratkaisu, jonka käyttöä halutaan jatkaa tyypillisesti korvaussyklin loppuun (poistojen päättymiseen) saakka. Tyypillisesti asiakas ostaa ensin yhden ohjelmistoratkaisun (esim. HR) ja myöhemmin laajentaa käyttöä muihin Efecte Edgen tuotteisiin.

Asiakkaan koosta riippuen Efecten tyypillinen uuden tilauksen arvo vaihtelee noin 120-150 tuhannen euron välillä, josta noin neljäsosa on palveluita ja kolme neljäsosaa jatkuvia lisenssi-tuottoja. Lisenssimaksun suuruus määräytyy ITSM-ratkaisuissa tyypillisesti prosesseja hallitsevien käyttäjien määrän perusteella, kun taas IAM-ratkaisuissa käyttäjätunnusten määrä on ratkaiseva. Tyypillisesti suuressakin yhtiössä ITSM-ohjelmistoja käyttävien henkilöiden määrä on melko pieni ja staattinen yli ajan, joten kasvu vanhojen asiakkuuksien sisällä syntyy pääasiassa käytön laajentumisesta muihin Efecten tuotteisiin.

Tyypillisesti ensimmäisen sopimuskauden kesto on noin 36 kuukautta. Lisenssimaksut veloitetaan vuosittain aina alkavan sopimuskauden alussa,

kun taas palveluista suurin osa maksetaan käyttöönoton yhteydessä. Tästä johtuen asiakkuuden elinkaaren alkupäässä liikevaihto painottuu palveluliikevaihtoon, mutta asiakkuuden iän myötä liikevaihdon luonne muuttuu enemmän kohti toistuvaa liikevaihtoa.

Asiakaskunta ja maantieteellinen jakauma

Efectellä on tällä hetkellä asiakkaana yli 300 keskipuurta ja suurta yritystä sekä julkisen sektorin asiakkaita. Asiakaskunta on hajaantunut laajasti eri toimialojen kesken.

Yritysten koon suhteen Efecte on keskittynyt erityisesti keskipuurten ja suurten yhtiöiden palvelemiseen. Kymmenen suurinta asiakasta on vastannut noin 30 % Efecten liikevaihdosta edellisinä vuosina ja suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta ei ole ylittänyt 10 %. Julkisen puolen asiakkaat vastasivat noin 35 % vuoden 2016 liikevaihdosta.

Maantieteellisesti liikevaihdosta yli 80 % syntyy Suomesta. Muita Efectelle keskeisiä markkinoita ovat arvioimassamme liikevaihdon nykyisessä suuruusjärjestyksessä Ruotsi, Tanska ja Saksa.

Henkilöstön rakenne ja kasvu

Efecten henkilöstön määrä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti uudistetun liiketoimintamallin luoman kysynnän kasvun ja kiihdytettyjen kasvupanostusten myötä. Efecten palveluksessa työskenteli vuonna 2013 keskimäärin 40 henkilöä ja 1.11.2017 henkilöstömäärä oli kasvanut jo 92 henkeen. Erityisesti myynti- ja palveluhenkilöstön ja ulkomaantoiminnoissa työskentelevien määrä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti. Yhtiö muun muassa rekrytoi lokakuussa kilpailijaltaan kokonaisen 6 hengen myyntitiimin Saksaan.

1.11.2017 Efectellä työskenteli 92 henkilöä, joista oli 77 % Suomessa, 12 % Ruotsissa, 2 % Tanskassa ja 9 % Saksassa. Toiminnoittain katsottuna henkilöstöstä työskenteli 38 % palvelu- ja koulutustehtävissä, 25 % myynnissä, 16 % tuotteiden (ml. T&K) parissa, 13 % pilvioperointi- ja tukitehtävissä, sekä 8 % hallintotehtävissä.

Tuotekehitys

Efecten tuotekehityspanostukset ovat olleet noin 20 % liikevaihdosta viimeisten vuosien ajan. T&K-panostukset ovat kuitenkin laskeneet selvästi viime vuosina suhteessa liikevaihtoon, kun tuote on saavuttanut kypsemmän vaiheen. Tällä hetkellä tuotekehitykseen ei vaadita merkittäviä lisäpanostuksia ja arvioimme T&K-kulujen kasvavan suunnilleen linjassa liikevaihdon kasvun kanssa. Esimerkiksi uudelle markkinalle laajentuminen ei vaatisi Efecteltä käytännössä juuri lainkaan uusia tuotekehitysinvestointeja.

Efecte tekee tällä hetkellä pääosan tuotekehityksestä omalla henkilöstöllä, mutta yhtiö käyttää jonkun verran myös ulkopuolisia palveluita erityisosaamisten hankkimiseen. Yhtiö aktivoi SaaS-alustan kehityksen vuoksi vuonna 2013 taseeseen noin 50 % T&K-kuluista, mutta viimeisten vuosien aikana aktivoinnit on pidetty suunnilleen tuotekehitysaktivointipoistojen tasolla, jotka ovat olleet vuositasolla noin 0,2-0,3 MEUR, eli noin 3-5 % liikevaihdosta.

Yhtiöllä ei ole tuotteisiinsa tai teknologioihin liittyviä patenteja, mikä on alalle tyypillistä. Tuotteessa ei ole myöskään käytetty sellaisia kolmannen osapuolen kehittämiä osia, joiden käytöstä yhtiö joutuisi maksamaan rojalteja. Tuote suojataan siten pääasiassa sopimuksin, niin että ulkopuoliset tahot eivät pääse hyödyntämään Efecten aineettomia oikeuksia.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Liiketoiminnan skaalautuvuus

Efecten SaaS-malliin perustuva liiketoimintamalli on perusteiltaan hyvin skaalautuvaa, korkeakatteista ja ennakoitavaa liiketoimintaa, jonka takia Efecten kaltaisten SaaS-yhtiöiden arvostustasot ovat tyypillisesti moninkertaisia perinteisiin ohjelmistoyhtiöihin verrattuna. Yritysten elinkaaren alkuvaiheessa ja nopean kasvun vaiheessa korkea skaalautuvuus ei tyypillisesti heijastu kuin osin SaaS-yhtiöiden tuloskehitykseen, mikä selittyy 1) SaaS-lisenssimaksujen tuottojen ja kassavirran kertymisellä tasaisesti yli sopimuskauden, 2) kasvupanostusten etupainoisuudella ja 3) vanhojen asiakkuuksien vähitellen yli ajan tapahtuvalla kasvulla. Korkea arvostus edellyttää SaaS-yhtiöltä kykyä ylläpitää nopeaa kasvua, sillä ilman kasvua arvostusmalli murenee herkästi.

Efectellä on tällä hetkellä jo hyvin kypsä ja kaupallisesti toimivaksi todennettu tuote, joka on monistettavissa ja laajettavissa kevyillä kehityspanostuksilla uusille markkinoille ja uusiin asiakkuuksiin. Myös tuotetukeen ja ylläpitoon

liittyvät kustannukset skaalautuvat asiakasmäärän kasvuun myötä voimakkaasti, koska SaaS-mallissa niiden kustannukset voidaan jakaa ennakoitavasti koko asiakasmassan kesken.

Liiketoiminnan skaalautuvuuden rajoittavana tekijänä kasvuvaiheessa ja lyhyellä aikavälillä on kuitenkin myyntikanavan kattavuus ja asiakashankinnan resurssit, joiden rakentaminen vaatii merkittäviä etupainotteisia kulupanostuksia muun muassa henkilöstöön, myyntiin ja markkinointiin. Mikäli myyntipanostukset onnistuvat, tulee jatkuvien lisenssien lisämyynti olemaan hyvin skaalautuvaa ja vanhojen asiakkuuksien kasvattaminen onnistuu ilman merkittävää myynti- ja markkinointikulujen kasvua.

Kertalisenssien myyntimalliin verrattuna SaaS-lisenssiasiakkuuden tuotot alittavat tyypillisesti ensimmäisen 3 vuoden jaksolla kertalisenssiasiakkuudesta saatavat tuotot, mutta tyypillisesti neljännen vuoden jälkeen ja koko asiakkuuden elinkaaren ajalta mitattuna SaaS-

asiakkuuden arvo on moninkertainen kertalisenssiasiakkuuteen verrattuna.

Efecten liikevaihdosta tällä hetkellä hieman yli kolmasosa on konsultointia, joka ei ole skaalautuvaa liiketoimintaa. Konsultointi tuo kuitenkin yhtiölle hyvän marginaalin liikevaihtoa, kassavirtaa ja tukee olennaisesti SaaS-lisenssien myyntiä.

Tuottojen näkyvyys

Jatkuvien lisenssien (SaaS) tuottojen kertyminen seuraa viiveellä palvelumyynnin kasvua, mutta tuo pitkien ensimmäisten sopimuskausien tarjoaman näkyvyyden ja korkean tuotteen vaihtokynnyksen myötä pitkään jatkuvan asiakkuuden myötä tulo- ja rahavirtoihin vakautta ja ennustettavuutta.

Myös aiemmin myytyjen kertalisenssien tuki- ja ylläpitotuotot ovat hyvin ennustettavaa liiketoimintaa, mutta näiden vanhan liiketoimintamallin mukaisten tuottojen osuus Efecten liikevaihdosta vähenee yli ajan ja konvertoituu pääosin SaaS-liikevaihdoksi.

Skaalautuvuuden havainnollistus

Kasvuvaihe

Liikevaihto	1x
Materiaalit & palvelut	-10 %
Myynti- ja markkinointi	-45 %
T&K-kulut	-20 %
Palvelu- ja tuotantohenkilöstö	-15 %
Hallinto- ja muut kulut	-15 %
EBITDA	-5 %

- + Vanhojen asiakkuuksien laajentuminen
- + Uudet asiakkuudet
- + Hintojen korotukset
- Asiakaspoistuma
- + Tuotantokapasiteetin (pilvipalvelimet) yksikkökustannukset laskevat
- + Myynti- ja markkinointikulut suhteessa liikevaihtoon laskee
- + T&K panostukset suhteessa liikevaihtoon pienemmät
- + Tukipalvelut monistuvat
- + Kiinteät liiketoiminnan muut kulut skaalautuvat

Skaalautuvuusvaihe

Liikevaihto	1,5x
Materiaalit & palvelut	-9 %
Myynti- ja markkinointi	-40 %
T&K-kulut	-15 %
Palvelu- ja tuotantohenkilöstö	-10 %
Hallinto- ja muut kulut	-10 %
EBITDA	>15 %

Jatkuvuuden ajureita Efecten SaaS-mallissa

- 1 Pitkät sopimuskaudet (jopa 36kk)
- 2 SaaS-lisenssimaksut maksetaan vuosittain ennakoon
- 3 Laajentuminen asiakkaan muihin liiketoimintoihin, integroituminen prosesseihin sekä palvelun vaihtokustannukset parantavat asiakaspittoa

Lähde: Inderes

Markkinat 1/3

Markkinat

Efecten kohdemarkkinat yhteensä yli 1,7 mrd.

Efecte toimii pääasiassa pilvipohjaisella IT-palvelunhallintamarkkinalla (ITSM-markkina), jonka arvo oli globaalisti vuonna 2016 arviolta noin 4,4 mrd. dollaria¹, sekä identiteetin- ja pääsynhallintamarkkinalla (IAM-markkina), joka oli globaalisti vuonna 2016 arvoltaan noin 1,8 mrd. dollaria¹.

Efecten maantieteellisellä kohdemarkkinalla Euroopassa pilvipohjainen ITSM-markkina oli vastaavasti kooltaan vuonna 2016 noin 1,2 mrd. dollaria ja pilvipohjainen IAM-markkina noin 0,5 mrd. dollaria. Asiakasyritysten koon mukaan jaettuna Euroopan pilvipohjaisesta ITSM-markkinasta noin 75 % muodostui suur-yrityksistä (>1000 hlö) ja noin 25 % pienistä ja keskisuurista yrityksistä. Ohjelmistojen osuus Euroopan pilvipohjaisesta ITSM-markkinasta oli vuonna 2016 arviolta 0,9 miljardia dollaria ja palveluiden 0,3 miljardia dollaria.

ITSM- ja IAM-markkinan ohella Efecte toimii myös laajemmin yrityspalveluohjelmistomarkkinoilla, kuten itsepalvelu, HR-, talous-, ja kiinteistöpalveluhallintaohjelmistoissa. Näiden markkinoiden koosta ei ole kuitenkaan käytettävissä tarkkoja tietoja, mutta arvioimme että ne kasvattavat Efecten potentiaalista markkinaa vielä edellä mainittua merkittävästi suuremmaksi.

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

Markkinat murroksessa ja uuden sukupolven ohjelmistot voimakkaassa kasvussa

Efecten johdon esittämän arvion mukaan ITSM-markkinat muodostuvat nykyisellään lähes 100 %:sti korvausmarkkinasta, sillä lähes jokaisella suurella tai keskisuuralla organisaatiolla on jo käytössään jokin vanhemman sukupolven IT-palveluhallintaohjelmisto. Maturiteetiltaan varhaisemmassa vaiheessa olevalla IAM-markkinalla puolestaan asiakkaalle toimitetaan vielä useimmiten identiteetin- ja pääsynhallinta-ohjelmistoratkaisu ensimmäistä kertaa.

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

Tutkimusyhtiö MarketsAndMarketsin ennusteen mukaan globaalin pilvipohjaisen ITSM-markkinan odotetaan kasvavan vuoden 2021 loppuun saakka keskimäärin 14,8 % vuodessa ja

globaalin IAM-markkinan 23,7 % vuodessa. Efecten kohdemarkkinoilla Euroopassa pilvipohjaisen ITSM-markkinan odotetaan puolestaan kasvavan vuoteen 2021 saakka keskimäärin noin 15,5 % ja pilvipohjaisen IAM-markkinan vastaavasti keskimäärin noin 22 % vuodessa.

ITSM-markkinassa asiakasyritysten koon mukaan segmentoituna suurten yhtiöiden kasvun odotetaan olevan vuositasaalla keskimäärin noin 14 % vuodessa ja pienten ja keskisuurien yhtiöiden kasvun keskimäärin 20,8 % vuodessa vuoden 2021 loppuun saakka.

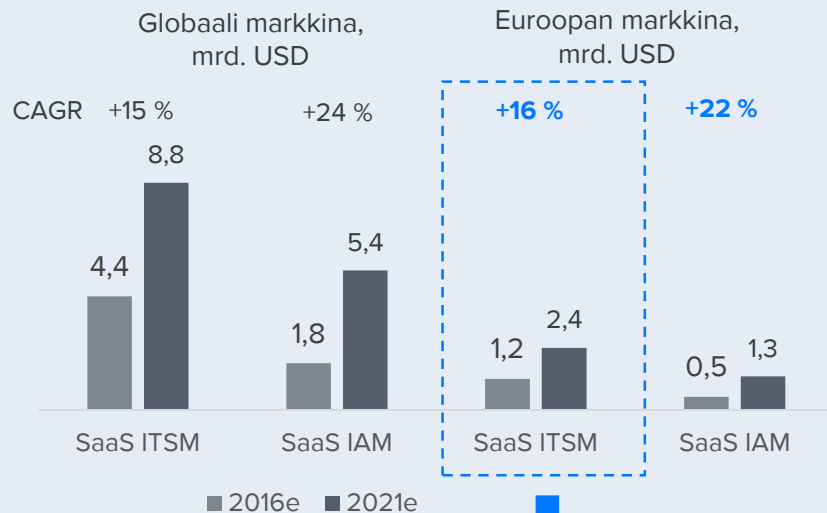
Efecten kohdemarkkinoiden kasvu keskimääräistä nopeampaa

Kohdemarkkinan näkökulmasta katsoen Efecten markkinapotentiaalin kasvu ylittää selvästi pilvipohjaisen ITSM-markkinan kokonaiskasvun, sillä yhtiö fokusoituu toiminnassaan eurooppalaisiin keskisuurisiin yhtiöihin ja myös IAM-ratkaisujen rooli on yhtiön tarjoomassa tärkeä.

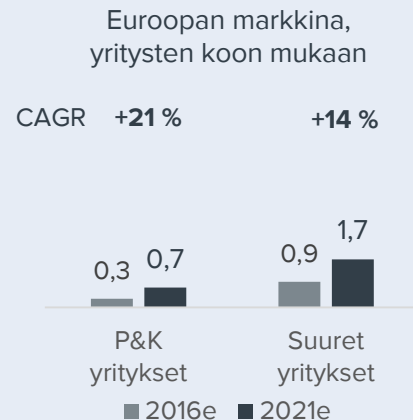
Efecten tämän hetkiselä päämarkkinalla, Suomessa kasvunäkymät ovat kuitenkin arviomme mukaan hieman vaisummat, sillä markkina on jo 4. sukupolven ITSM-ohjelmistotuotteiden näkökulmasta melko kypsässä vaiheessa ja Efecten markkinaosuus kotimaassa on jo korkea. Toisaalta Efecten johdon arvion mukaan Euroopan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

Toimialan kehitys

ITSM ja IAM markkinan kasvu 2016e-2021e



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



ITSM ja IAM markkinoiden trendit

SaaS-ohjelmistojen kysynnän kasvu

Mobilitaetti ja käytettävyys

Joustavuus, skaalautuvuus ja jatkuva kehitys

Ohjelmiston kokonaiskustannukset

Automaatiot ja integraatiot

Itsepalvelut

Tietoturva- ja suoja-vaatimukset

Aiemman sukupolven ohjelmistojen kysynnän lasku

Markkinat 2/3

Markkinan trendit ja kasvuajurit

Efectelle relevanteilla markkinoilla on useita yhtiötä tukevia trendejä, joista keskeisimmät ovat mielestämme seuraavat:

- **Toimitus- ja liiketoimintamallien murros** digitalisaation ja IT-ympäristöjen monimutkaisuuden kasvun ja pilvipalveluiden kehityksen myötä. Yhä useammilla toimialoilla kasvava osuus liiketoimintojen arvosta tuotetaan ohjelmistoilla ja niihin liitetyillä digitaalisilla palveluilla. Tämä ohjaa myös yrityspalveluohjelmistojen kysyntää entistä voimakkaammin kohti joustavia, skaalautuvia ja jatkuvasti kehitettäviä pilven kautta toteutettavia SaaS-toimitusmalleja.
- **Kasvatavat kustannukset ja muutosnopeus** pakottavat asiakkaat tekemään liiketoiminnassaan nyt uusia teknologiavalintoja, missä Efecten kaltaiset SaaS-toimijat ovat tyypillisesti merkittävästi kustannustehokkaampi, joustavampi ja kilpailukykyisempi vaihtoehto kuin useimmiten hyvin kalliita päivitysprojekteja vaativat paikallisesti asennettavien ohjelmistoratkaisujen tarjoajat.
- **Käyttäjäkokemuksen merkitys** kilpailutekijänä on kasvanut ohjelmistoissa merkittäväksi ja käyttäjäkokemus on ”kuluttajistunut”. Tämä tarkoittaa, että ohjelmistojen pitää olla helposti käytettäviä ja käyttöliittymien erityisesti kuluttajalaitteista (älypuhelimet) tuttuja ja responsiivisia. Lisäksi ohjelmistojen tulee toimia useilla eri päätelaitteilla ja käyttäjärjestelmillä katkottomana käyttäjäkokemuksena. Efecten strategiana on tarjota täysin responsiiviset ja helppokäyttöiset käyttöliittymät ohjelmistoihinsa.

- **Automaatiot ja itsepalvelut** ovat nousseet tärkeäksi ajuriksi IT- ja yrityspalveluissa. Yritykset haluavat automatisoinnin ja itsepalveluiden kautta tehostaa ja nopeuttaa palveluprosesseja ja vähentää rutiinitöiden määrää. Efecten ohjelmistot mahdollistavat laajasti prosessiautomaatiot.
- **Tietoturva- ja suojavaatimukset** ovat kasvaneet sekä lainsäädännön (mm. EU GDPR) ja pilvipalveluiden käytön yleistymisen myötä merkittävästi, mikä heijastuu erityisen voimakkaasti pilvipalveluita tuottavien yhtiöiden liiketoimintaan. Tämä kasvattaa erityisesti identiteetin- ja pääsynhallinnan ohjelmistojen (IDM) markkinaa, sillä käyttäjien pääsyoikeudet tietoihin pitää olla jatkossa entistä tarkemmin määritelty ja varmistettu.
- **Palveluntarjoajien keskittyminen** on ollut viime vuosina voimakasta ITSM-markkinalla. Tämä johtuu pitkälti SaaS-mallin kiihdyttämästä markkinan transformaatiosta, sillä uuden sukupolven tuotteisiin siirtymä uudistaa myös kilpailukenttää. Useita perinteisellä lisenssimyyntimallilla toimivia tuotteita ja palveluntarjoajia on poistunut markkinoilta heikentyneen kilpailukyvyn takia tai yhdistynyt toisen toimijan kanssa. Samalla SaaS-markkinan luoma kasvu on keskittynyt muutamalle menestyvälle suurelle toimijalle.

Kilpailukenttä

Pääkilpailijat

Efecten pääkilpailijoita ovat ITSM-markkinalla lähinnä yhdysvaltalaiset toimijat kuten ServiceNow (lv 1,4 mrd. USD) ja BMC (n. 2,0 mrd. USD) sekä Landeskin ja Heat Softwaren yhdistymisestä syntynyt Ivanti (n. 270 MUSD).

Lisäksi keskisuurissa asiakkuuksissa sekä suppeammilla ratkaisu- ja markkina-alueilla Efecten kanssa kilpailee joukko muita yhtiöitä, kuten Cherwell, Matrix42 sekä monet paikalliset ohjelmistoyhtiöt.

IAM-puolella kilpailu koostuu pääosin suurista yhdysvaltalaisista yhtiöistä, kuten Microsoft (90 mrd. USD), IAM-markkinaa erikoistunut Okta (86 milj. USD), Microfocus (NetIQ, noin 260 MUSD) ja Quest (noin 1,2 mrd. USD). Efecte on yksi harvoista eurooppalaisista yhtiöistä IAM-markkinalla.

Efecten lähin kilpailija on ServiceNow, joka on globaalisti ITSM-markkinan ylivoimaisesti suurin toimija ja Efecten suurin kilpailija Pohjoismaissa. ServiceNow on partneriverkostonsa (esim. Fujitsu, CGI) kautta kuitenkin keskittynyt pitkälti kaikkein suurimpiin asiakkaisiin ja muun muassa vähentänyt panostuksia keskisuurille asiakkaille aiemmin tarjoamansa ServiceNow Express -tuotteen tarjoamiseen uusille asiakkaille.

Efecten markkina-asema

Efecten on liikevaihdolla mitattuna globaalisti hyvin pieni toimija sekä ITSM- että IAM-markkinalla. Kotimarkkinallaan Suomessa yhtiö on kuitenkin markkinajohtaja ja kilpailee markkinasta pääasiassa ServiceNowta vastaan. Myös Ruotsissa Efecten tunnettuus on arviomme mukaan kohtalaisen hyvä, mutta yhtiön markkinaosuus on kokonaisuutena melko pieni. Tanskassa ja Saksassa yhtiöllä on toistaiseksi vasta muutamia kymmeniä asiakkuuksia, koska kasvun painopiste on ollut aiemmin Suomessa ja Ruotsissa.

Efecten referenssiasiakkuuksia ovat mm. pörssiyritykset SSAB, Konecranes, BillerudKorsnäs, DNA, Valmet, Bonava ja Tikkurila.

Markkinat 3/3

Kilpailutekijät

Kilpailuetuina puhdas SaaS-malli, matalat kokonaiskustannukset ja käyttökokemus

Efecten keskeiset kilpailuedut syntyvät yhtiön mukaan 1) SaaS-malliin pohjautuvasta integroidusta kokonaisratkaisusta, 2) alhaisista kokonaiskustannuksista, 3) helposta käytettävyydestä ja visuaalisoinnista, 4) toimitusmallin joustavuudesta sekä 5) omista konsultointi- ja asiantuntijapalveluista.

Toimialan murroksen vuoksi suurin osa aiemman sukupolven tuotteiden toimittajista ei ole pystynyt muuntautumaan onnistuneesti SaaS-malliin, mikä on luonut kilpailuetua Efecten ja ServiceNown kaltaisille SaaS-yhtiöille. Efecten mukaan tämä näkyy siten, että aiemman sukupolven tuotteiden toimittajat eivät pysty enää tarjoamaan raskaista projekteista johtuen kilpailukykyiseen hintaan vanhojen paikallisasenteisten ratkaisujen päivittämistä pilvipohjaiseksi. Käsityksemme mukaan tästä syystä mm. HP lopetti oman ITSM-ratkaisun kehittämisen ja myi sen MicroFocukselle. Lisäksi Efecten ratkaisu on useita kilpailijoita kokonaisvaltaisempi, mikä mahdollistaa laajemman kohderyhmän tavoittelemisen ja tehokkaamman palvelutuotannon.

Efecten mukaan yhtiön ohjelmistoratkaisun omistamisen kokonaiskustannukset ovat selvästi kilpailijoita alemmat, koska yhtiön tuotteen käyttöönotto- ja konfigurointikustannukset ovat merkittävästi kilpailijoita alemmat. Efecten mukaan sen ohjelmisto on kuitenkin ominaisuuksiltaan ja laajuudeltaan hyvin kattava ja sen lisenssimaksut ovat keskitasoa korkeammat.

Efecte on panostanut tuotekehityksessä paljon helppokäyttöisyyteen, käyttöliittymän ulkoasuun ja käytettävyyteen kaikilla päätelaitteilla. Yhtiön mukaan tämä alentaa selvästi Efecten palvelun käyttöönottokynnystä ja alentaa käytön kustannuksia, mitä useimmat muut kilpailijat eivät pysty tarjoamaan. Efecten ohjelmistojen käyttöön ei esimerkiksi tarvita erillisiä mobiiliapplikaatiolisenssejä, kuten kilpailijoilla.

Yksi Efecten merkittävimmistä kilpailutekijöistä yhdysvaltalaisia kilpailijoita vastaan on se, että yhtiö pystyy toimittamaan palvelunsa sekä ns. julkisesta pilvestä että yksityisestä pilvestä. Tämä on tärkeä kilpailutekijä, jos asiakas haluaa päättää itse missä sen data säilytetään tai tietojen halutaan säilytettävän EU:n alueella ja täyttää GDPR:n tuomat vaatimukset. Joustava toimitusmalli kilpailutekijänä korostuu erityisesti Saksan markkinalla.

Efecte tuottaa ohjelmistoratkaisuiden käyttöönottoon, konfigurointiin, tuotetukeen ja konsultointiin liittyvät palvelut pääasiassa oman henkilöstön kautta, kun taas useat kilpailijat tarjoavat ohjelmistoaan pääsääntöisesti partnerien kautta. Tämä lisää syvempien asiakassuhteiden ja tehokkaamman ohjelmistoratkaisujen käytön kautta Efecten asiakaspitoa ja -tyytyväisyyttä.

Kilpailuhaittana yhtiön pieni koko

Pidämme Efecten keskeisenä kilpailuhaittana yhtiön pienestä koosta ja markkina-asemasta aiheutuvaa suhteellisen heikkoa kansainvälistä tunnettavuutta, pienempiä resursseja ja kilpailukykyä erityisesti kaikkein suurimmissa asiakkuuksissa. Kokoluokkansa vuoksi Efecten tuotteita ei esimerkiksi ole toistaiseksi luokiteltu Gartnerin analyyseissa, joskin yhtiö on jo nostettu esiin raportilla ”maininnan arvoisena

ohjelmistotoimittajana” ITSM-markkinalla. Kansainvälisiin markkinoihin verrattuna Efecten asema on kuitenkin Suomessa vahvempi suuremman tunnettuuden ja lukuisten referenssiasiakkuuksien ansiosta.

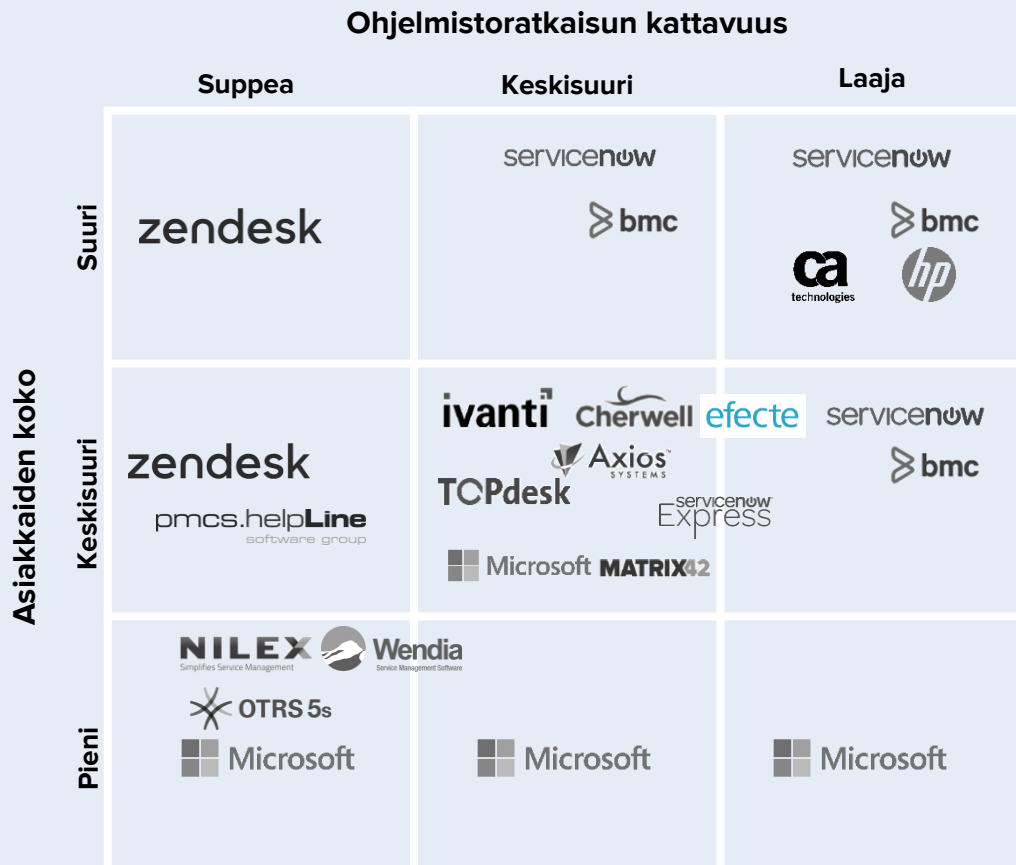
Heikko kansainvälinen tunnettuus voi hidastaa jakelukanavan kehittämistä ja nostaa myyntikanavan kustannuksia korkeammaksi suhteessa kilpailijoihin. Vahva ja kattava myyntiverkosto on alalla tärkeä erityisesti siitä syystä, että asiakkaiden kynnys vaihtaa ohjelmistoa on korkea ja siten ensimmäisenä asiakassuhteen luomaan onnistuva yritys saa yleensä kestäväää etua markkinaosuudessa.

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

Yhtiö pyrkii käsityksemme mukaan minimoimaan kilpailuhaittaa keskittymällä asiakas-segmentteihin, jotka eivät ole suurimpien kilpailijoiden fokuksessa, tuotteen helppo-käyttöisyydellä ja konfiguroitavuudella, sekä kattavilla palveluilla. Efecte onkin käsityksemme mukaan erottautumistekijöidensä kautta menestynyt omalla fokusalueellaan kilpailussa hyvin kaikkia alan suurimpia toimijoita vastaan. Emme pidä myöskään kilpailevien teknologien uhkaa kovin suurena lyhyellä aikavälillä, sillä ITSM- ja IAM-tuotteiden kilpailukyky ja lisäarvo perustuu tällä hetkellä suurelta osin muihin kuin teknisiin ominaisuuksiin, kuten palvelun käytön kokonaiskustannuksiin, helppokäyttöisyyteen sekä ratkaisujen tuomiin tehostamishyötyihin.

Kilpailukenttä ja -tekijät

Efecten kilpailukenttä ITSM-markkinalla



Lähde: Efecte, Inderes

Efecten kilpailutekijät

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

Strategia 1/3

Strategia

Vakiintunut asema Suomessa luonut pohjan kansainväliselle laajentumiselle

Efecte on saavuttanut viimeisten vuosien aikana Suomessa johtavan markkina-aseman ydintuotteillaan ja markkina Suomessa on saavuttanut melko kypsän vaiheen, joten yhtiö on siirtänyt strategiansa fokuksen kansainvälistymiseen. Lisäksi menestyminen Suomen markkinoilla on todentanut yhtiölle sen ratkaisun teknisen ja kaupallisen valmiuden sekä luonut yhtiölle riittävän skaalan ja resurssit kansainvälisen laajentumiseen. Yhtiön visiona on olla johtava eurooppalainen palvelun- ja identiteetinhallinnan ratkaisuyhtiö, joka tarjoaa parhaimman käyttäjäkokemuksen yrityspalveluiden hallintaan.

Efecte aloitti kansainvälistymisen jo aiemman kertalisenssien myyntiin pohjautuneen liiketoimintamallin aikakaudella (ennen 2013), mutta SaaS-malliin pohjautuvaan ratkaisuun ja omaan myyntikanavaan siirtymisen myötä ulkomaan toiminnot on pitänyt rakentaa pitkälti uudelleen. Tällä hetkellä yhtiöllä on ulkomaantoimintoja Ruotsissa, Tanskassa ja Saksassa. Saksaan yhtiö laajentui omalla myyntikanavalla vuonna 2015, ja sen osuus koko Efecten ulkomaan liikevaihdosta (2016: 13 %, 1,1 MEUR) on ollut tähän saakka pieni.

Efecten historialliset strategiavaiheet ovat seuraavat:

- 1998-2001: Perustamisvaihe. Yhtiön fokus oli kertalisenssimyyntiin pohjautuvan ohjelmistotuotteen ja kaupallisen konseptin kehityksessä. Liikevaihto alle 1 MEUR:n luokassa.

- 2002-2009: Ensimmäinen kasvuvaihe. Fokus oli ohjelmistomyyntin voimakkaassa kasvussa ja kansainvälistymisen ensimmäisissä askelissa. Liikevaihto kasvoi voimakkaasti lähes 8 MEUR:oon.
- 2010-2012: Yhtiön uudelleenorganisointi. Talouskriisin iskettyä voimakkaasti Efecten tuotteiden kysyntään, yhtiö supisti merkittävästi henkilöstön määrää ja ulkoisti myyntikanavan ja palveluliiketoiminnot. Liikevaihto laski alle 5 MEUR:oon.
- 2013-2015: SaaS-malliin fokuksituminen. Yhtiö siirsi täyden fokuksen uudistetun liiketoimintamallin rakentamiseen (SaaS, oma myyntikanava ja palvelut), kasvuun ja uudelleen kansainvälistymiseen. IAM tuotteen pohja syntyy RM5 Software Oy:n yritystalon myötä. SaaS-liikevaihdon ja niihin liitännäisten palveluiden kasvu voimakasta.
- 2016- Kiihdytetty kansainvälinen kasvu. Yhtiön transformaatio SaaS-mallin ja tuotteen osalta valmis ja fokus myyntin kasvuun kansainvälisillä markkinoilla. Tavoitteena on yli 20 %:n keskimääräinen vuosikasvu.

Strategian painopistealue 1: suuret ja keskisuuret asiakkuudet

Efecte on keskittynyt strategiassaan palvelemaan erityisesti suuria ja keskisuuria yhtiöitä. Yhtiön mukaan yhtiön ratkaisujen kilpailukyky on näissä asiakkuuksissa parhaimmillaan ja myös markkinakasvu on näissä segmenteissä ennusteiden mukaan vahvinta. Lisäksi keskisuurissa ja suurissa yhtiöissä päätökset tehdään tyypillisesti paikallisella tasolla, jolloin Efecteltä puuttuva globaali toimituskyky ei ole ratkaiseva.

Näkemyksemme mukaan keskittyminen

keskisuuriin ja suuriin asiakkuuksiin on Efectelle järkevää, sillä näin yhtiö maksimoi kasvupotentiaaliaan ja kilpailukykyään. Lisäksi keskisuuriin asiakkuuksiin keskittyminen hajauttaa tehokkaasti asiakasriskejä. Pienemmän asiakaskoon haittapuolena on korkeammat myyntikustannukset per asiakas, mutta SaaS-mallissa tämä ei ole näkemyksemme mukaan kriittinen asia, sillä uusi asiakkuus ei kasvata juurikaan tuotanto-, tuki- ja ylläpitopalvelujen kustannuksia.

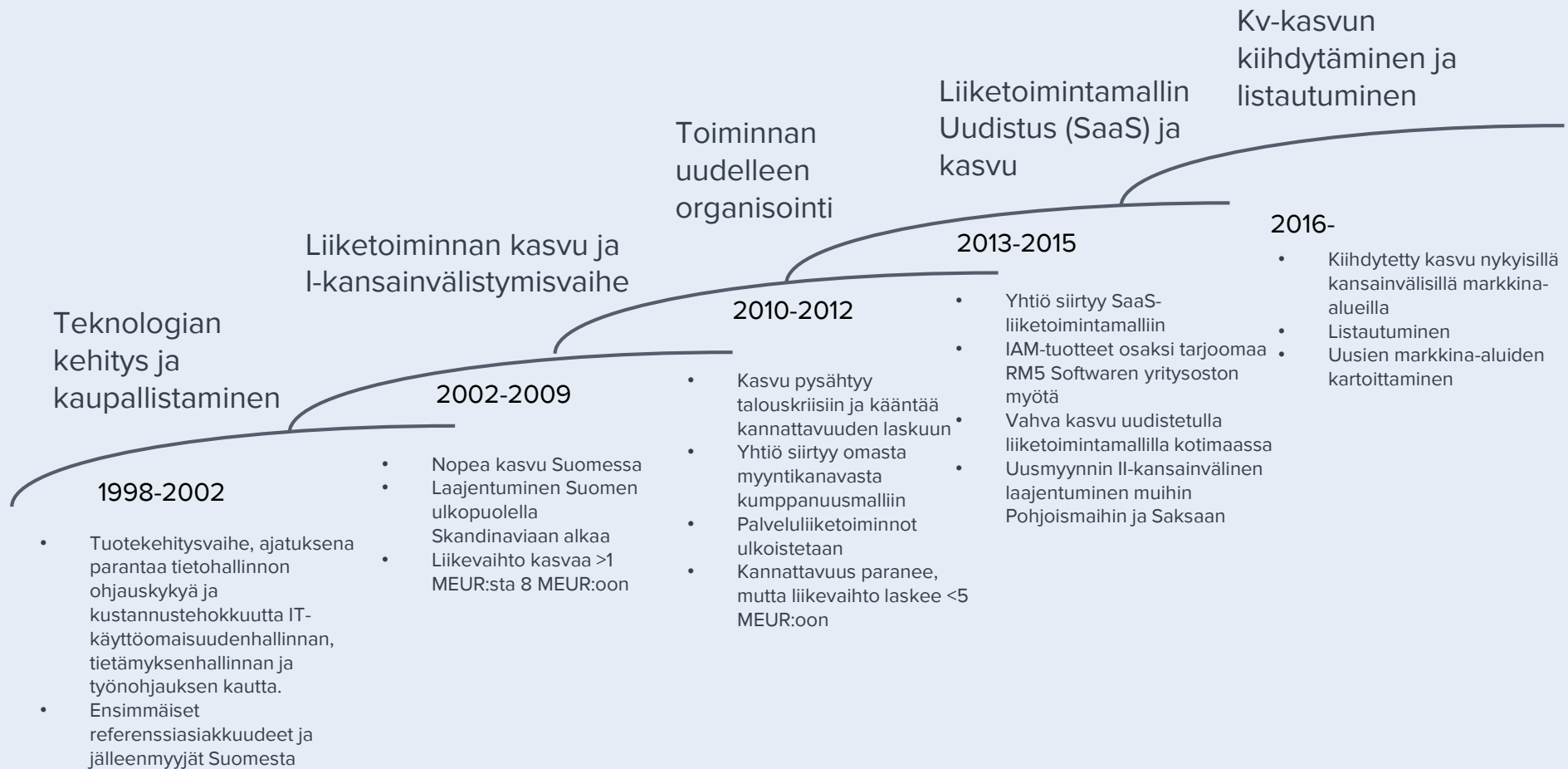
Arviomme mukaan voimakas keskittyminen keskisuuriin ja suuriin asiakkaisiin nostaa pitkällä aikavälillä tehokkaimmin myös Efecten strategista arvoa. Efecten suurimmat kilpailijat näyttävät keskittyvän lähivuodet vain kaikkein suurimpiin asiakkuuksiin laiminlyöden keskisuurten yhtiöiden ratkaisujen kehitystä. Kun suuryritysmarkkina aikanaan saturoituu, on Efecte parhaimmillaan ehtinyt saavuttaa strategisesti vahvan aseman omalla vahvuusalueellaan, jonka kasvunäkymä on hyvä.

Strategian painopistealue 2: vanhojen asiakkuuksien arvon kasvattaminen

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

Odotamme vanhojen asiakkuuksien laajentumisen säilyvän Efectelle jatkossakin yhtenä keskeisistä liikevaihdon kasvuaajurina ja yhtiön pystyvän pitämään asiakasvaihtuvuuden maltillisena lähivuodet.

Efecten strategian vaiheet



Strategia 2/3

Strategian painopistealue 3: kansainvälinen laajentuminen Euroopassa

Efecten arvomuodostuksen kannalta tärkein strateginen painopistealue on kansainvälisen liiketoiminnan kasvattaminen. Tämä on myös keskeinen syy Efecten listautumisaikeelle, sillä voimakas kansainvälisen liiketoiminnan kasvattaminen tulee vaatimaan merkittäviä kasvupanostuksia.

Efecte aikoo suunnata kansainvälisen kasvunsa Eurooppaan ja pääasiassa nykyisille markkina-alueille (Ruotsiin, Tanskaan ja Saksaan), missä yhtiöllä on jo pieni jalansija. Yhtiö on myös kartoittanut mahdollisuuksia laajentua Sveitsin ja Itävallan markkinoille, mutta näissä edetään yhtiön mukaan harkiten. Efecte otti jo lokakuussa merkittävän askeleen kasvun kiihdyttämiseksi Saksan markkinalla, kun se onnistui rekrytoimaan kilpailijaltaan valmiin 6 hengen myyntitiimin. Tämä mielestämme heijastelee Efecten tuotteen kilpailukykyä sekä mahdollisesti kilpailijan Cherwellin tuotteen haasteita.

Näkemyksemme mukaan kansainvälisen myyntiverkoston rakentamisen onnistuminen on Efecten suurin haaste, mutta samalla myös välttämättömyys kotimaan markkinan kasvumahdollisuuksien ollessa rajalliset. Investoinnit ovat hyvin etupainotteisia ja sijoittajille niiden tulokset eli pääasiassa SaaS-lisenssien tulovirta alkaa näkyä vasta viiveellä. Yhtiöllä on lisäksi vielä melko rajallisesti näyttöä siitä, että se pystyy toimimaan kilpailukykyisesti Suomen ulkopuolella. Rekrytointien onnistuminen sanelee myös pitkälti strategian onnistumisen.

Taloudelliset tavoitteet

Tavoitteena yli 20 % keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosina 2017-2022

Efecten tavoitteena on yli 20 %:n keskimääräinen vuosittainen liikevaihdon orgaaninen kasvu vuosina 2017-2022, mikä tarkoittaa karkeasti yli 25 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2022. Polku tavoitteeseen muodostuu seuraavasti:

- Liikevaihdon osalta yhtiö on saavuttanut viime vuosina yli 20 %:n kasvun, joten kasvuvauhdin odotetaan säilyvän vähintään nykyisen kaltaisena. Kasvu painottuu voimakkaasti kansainvälisiin liiketoimintoihin, ja siellä arviomme mukaan erityisesti Saksaan. Tuottoeristä voimakkain kasvu syntyy todennäköisesti jakson alkupuolella Palveluissa, mutta jakson lopulla odotamme painopisteen siirtyvän voimakkaammin SaaS-lisenssien kasvuun. Kertalisenssien ja niihin liittyvien Tuki ja Ylläpito -tuottojen osalta liikevaihtotrendi on laskeva, mutta niiden kasvua jarruttava vaikutus pienenee jatkuvasti suhteellisen osuuden laskiessa.
- Kustannusrakenteen osalta yhtiö suunnittelee kasvattavansa merkittävästi panostuksia kansainväliseen kasvuun, mikä heijastunee erityisen voimakkaasti henkilöstökulujen kasvuun vuosina 2018-2019. Tämän jälkeen kulujen kasvu suhteessa liikevaihtoon vakiintuu (2020) ja skaalautuvuus käynnistyy (2021-2022).
- Kasvupanostuksista johtuen liikevoittomarginaalin odotetaan heikkenevän selvästi (lievästi positiivinen 2017e) vuosina 2018-2019 ja kääntyvän sen jälkeen hiljalleen kasvuun vuosina 2020-2021. Liikevoiton

suhteen strategian toteutus tarkoittanee hieman tappiollista tulosta vuosina 2018 ja 2019. Vuonna 2020 yhtiö odottaa kannattavuuden tasaantuvan ja edelleen paranevan vuosina 2021-2022. Strategiakauden loppua kohden Efecte tavoittelee kaksinumeroista liikevoittoprosenttia.

- Yhtiön tavoitteena ei ole maksaa osinkoa lähivuosina johtuen investointitarpeesta.

Strategian rahoitus

Efecten nykyinen operatiivinen rahavirta ei riitä tavoitellun kasvun saavuttamiseen. Yhtiö pystyisi arviomme mukaan kasvattamaan liikevaihtoa merkittävästi tulevaisuudessa myös pelkän tulorahoituksen voimin, mutta tällöin merkittävä osa kasvumahdollisuuksista jäisi hyödyntämättä, yhtiö saattaisi jäädä jalkoihin kilpailussa ja olla liian altis kysynnän muutoksille. Omistaja-arvon kannalta investointi siis kannattaa kasvupotentiaalin maksimoimiseksi.

Efecten strategia edellyttää merkittäviä investointeja myyntikanavaan, mistä rahavirta realisoituu vasta useiden vuosien viiveellä, mikäli SaaS-lisensseihin pohjautuvassa myynnissä onnistutaan. Tämä jättää tulevien vuosien rahavirtoihin aukon, joka yhtiön on rahoitettava. Investoinnit tehdään tuloksesta, koska yhtiö ei aktivoi taseeseen myyntipanostuksia. Rahavirta ja tulos kulkevat siis pitkälti käsi kädessä. Tämän johdosta Efecten liikevoitto on todennäköisesti negatiivinen lähivuodet. Investointitarve painottuu vuosille 2018-2019, vuonna 2020 rahavirta nousee nollassa ja tämän jälkeen positiiviseksi.

Strategia 3/3

Strategian riskit ja epävarmuustekijät

Arviomme mukaan keskeiset Efecten strategian onnistumiseen liittyvät riskit ovat seuraavat:

- **Kasvun rahoituksen onnistuminen.** Pidämme riskejä tämän suhteen pieninä, sillä rahoitusta yhtiön kasvupotentiaalille pitäisi nykyisessä markkinatilanteessa löytyä helposti.
- **Myyntiorganisaation rakentaminen.** Myyntiorganisaation rakentamisen tulee onnistua sekä määrällisesti, laadullisesti että ajallisesti.
- **Myynnin onnistuminen.** Asiakasmäärän kasvattamisen onnistuminen on tärkeää erityisesti vuosien 2018-2020 aikana, jotta SaaS-lisensseihin pohjautuvat tuotot ehtivät kumuloitua strategiakauden aikana.
- **Asiakaspidon säilyttäminen ja asiakkuuksien laajentaminen.** Yhtiön tulee pystyä pitämään kiinni valtaosasta nykyisistä asiakkaistaan, sillä asiakasvaihtuvuuden kasvu heikentää nopeasti liikevaihdon

kasvua ja syö kannattavuutta.

- **Markkinan murros.** Teknologiamarkkina muuttuu nopeasti. Uudet disruptiivat teknologiat tai Efecten tuotteen korvaavat uudet tuotteet saattavat nakertaa Efecten markkinaosuutta ja kasvupotentiaalia. Uusimman 4. sukupolven ITSM-ratkaisut ovat kuitenkin elinkaarellaan hyvin alkuvaiheessa, joten teknologiamurroksen uhka on toistaiseksi rajallinen.

Seuraa strategian toteutuksessa seuraavia asioita

Arviomme mukaan sijoittajan kannattaa seurata yhtiön strategian etenemistä arvioidessa seuraavia asioita:

- Yhtiön kyky rekrytoida myyjiä ja ylläpitää vahvaa liikevaihdon kasvua. Yhtiön liikevaihdon kasvunopeus tulee olemaan osakkeen arvonmuodostuksen keskeinen ajuri lähivuosina. Lyhyellä aikavälillä erityisesti palveluliiketoiminnan kasvu toimii

ennakoivana indikaattorina SaaS-tuottojen kasvulle.

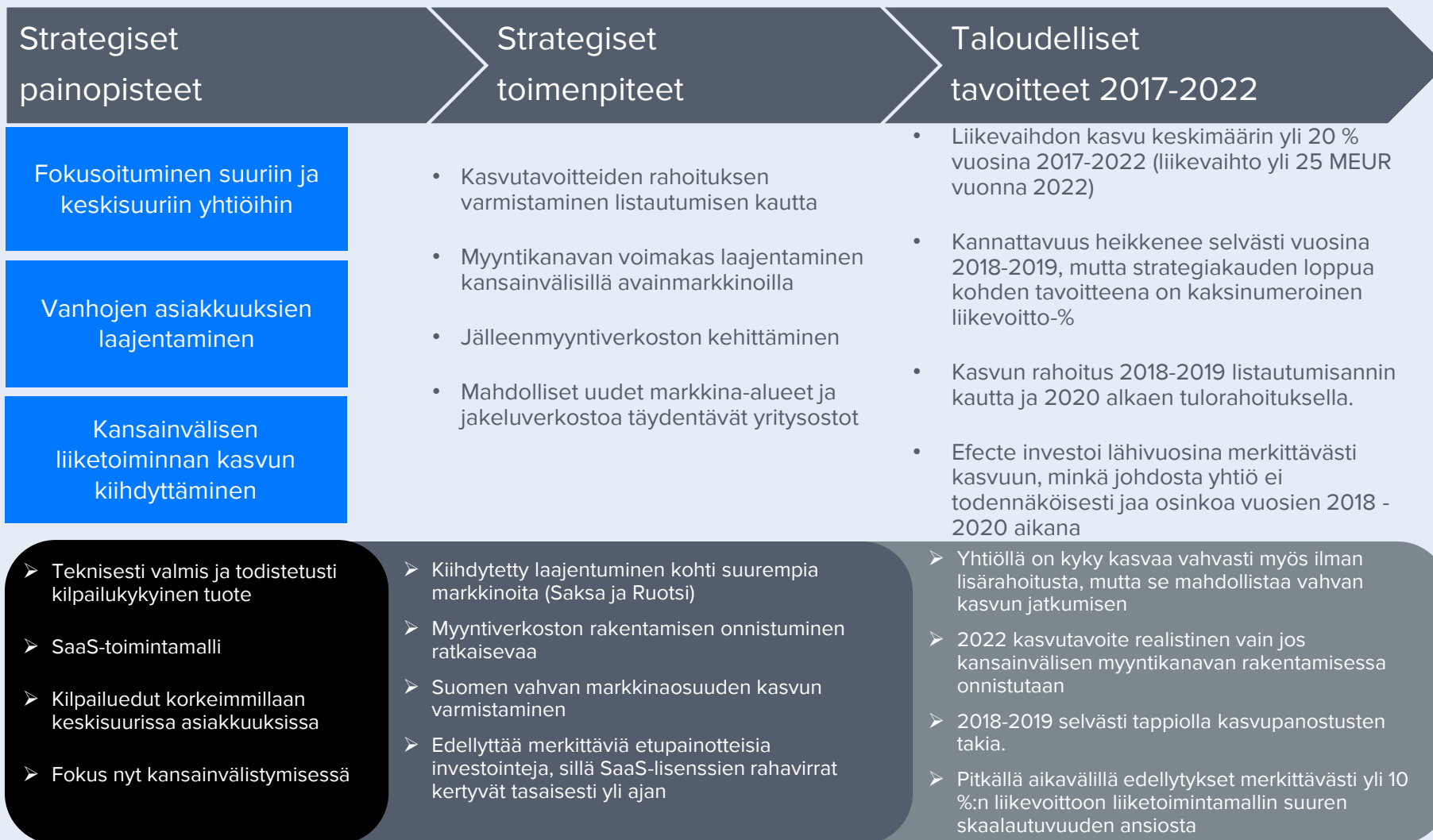
- Uusille markkinoille laajentumisen eteneminen.
- Yhtiön kyky ylläpitää nykyisen kaltaisia bruttomarginaaleja. Marginaalien heikentyminen voisi viitata siihen, että yhtiö on joutunut kilpailutilanteeseen ja laskemaan lisenssihintoja.
- Yhtiön kassavirran kehittyminen, sillä strategia tarkoittaa aluksi voimakkaasti negatiivista kassavirtaa, minkä jälkeen kassavirran pitäisi lähteä parantumaan.

Illustraatio Efecten taloudellisten tavoitteiden mukaisesta liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksestä

	2016 (toteuma)	2017e (tulosenuste)	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Illustraatio taloudellisten tavoitteiden mukaisesta liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksestä							
Liikevaihto	8,3 MEUR	10,3-10,8 MEUR (kasvu 24-30 %)					>20 % CAGR 2017-2022
Liiketoiminnan kannattavuus	Käyttökate 5,6 %	Positiivinen käyttökate					Kaksi- numeroinen liikevoitto-%
Rahoitus	Kassavirta	Kassavirta	IPO 2017	IPO 2017	Kassavirta	Kassavirta	Kassavirta

Lähde: Efecte

Efecten strategian yhteenveto



Historiallinen kehitys

Tuloskehitys 2013-2016

Efecten liikevaihto on kasvanut voimakkaasti sen jälkeen, kun yhtiö uudisti strategiaansa ja liiketoimintamalliaan ja siirtyi vuonna 2013 toimittamaan palveluitaan pääasiassa SaaS-mallilla. Yhtiön liikevaihto kasvoi vuoden 2012 4,4 MEUR:sta 8,3 MEUR:oon vuonna 2016 ja keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosina 2013-2016 oli noin 17 %. Kasvua ajoi jatkuvien lisenssien (SaaS) myynnin voimakas kasvu (CAGR 2013-2016 131 %) sekä pääasiassa SaaS-lisenssien käyttöönottoon liittyvien palveluiden myynnin kasvu (CAGR 2013-2016 39 %). Jakson kokonaiskasvua heikensi kuitenkin strategian mukaisesti pienentynyt kertalisenssien myynti ja niihin liittyvien tuki- ja ylläpitomyyntin liikevaihdon lasku. Maantieteellisesti katsottuna pääosa Efecten kasvusta vuosina 2013-2017 on syntynyt Suomesta, mutta ulkomaan myynnin kasvu on ollut prosentuaalisesti selvästi kotimaata vahvempaa viimeisten vuosien ajan, kun yhtiö on lisännyt panoksia kansainväliseen laajentumiseen. Ulkomaan myynnin osuus liikevaihdosta oli vuonna 2016 noin 13 % ja alkuvuonna 2017 noin 15 %.

Yhtiön liiketulos on vaihdellut vuosina vuosina 2013-2016 +0,1 ja -0,5 MEUR:n välillä ja käyttökate +0,5 ja -0,2 MEUR:n välillä. Efecten myyntikate-% on ollut jatkuvasti korkea, lähes 90 % liikevaihdosta, mutta voimakkaat tuotekehitys- ja kasvupanostukset ovat rasittaneet tulosta. Lisäksi liiketulosta ovat rasittanut yrityskaupasta syntyneen liikearvon poistot, jotka päättyivät vuoden 2018 alussa. Yhtiö ei ole viime vuosina hankkinut merkittävää ulkopuolista rahoitusta, vaan edennyt investoimalla tulo-rahoitusta takaisin kasvuun. SaaS-mallin ennakkomaksujen myötä yhtiön käyttöpääoma on negatiivinen, jolloin liikevaihdon kasvu rahoittaa osin itse itsään.

Kulurakenne

Efecte myy ja tuottaa palvelunsa nykyisin pääosin oman henkilöstönsä kautta, joten yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina varsin matalalla, noin 10-12 %:n tasolla liikevaihdosta.

Efecten kulurakenteesta valtaosa koostuu henkilöstökuluista. Noin 30 % henkilöstöstä on myyntihenkilöstöä, noin 35 % palvelu- ja koulutushenkilöstöä, 20 % tuotehenkilöstöä (ml. T&K), sekä noin 15 % tuki- ja toiminnot-henkilöstöä. Henkilöstökulut olivat vuonna 2016 4,7 MEUR ja vastasivat noin 56 % liikevaihdosta. Tänä vuonna henkilöstön lukumäärän nousee selvästi yli 90 henkilöön (1.11.17 92 hlö, vuonna 2016 keskimäärin 59 hlö), minkä lisäksi henkilöstökulut tulevat kasvamaan tulevina vuosina myynti- ja palveluhenkilöstön rekrytointien vuoksi. Efecte aikoo panostaa voimakkaasti kansainväliseen myyntiin liiketoiminnan kokoluokkansa kasvattamiseksi. Tuotekehityksen osalta oletamme, että Efecte tulee kasvattamaan henkilöstöään suunnilleen liikevaihdon kasvun suhteessa. Efecten teknologia on kuitenkin hyvin kypsä, joten suuria investointeja ole näköpiirissä. Muut henkilöstökulut skaalautuvat hyvin, sillä jatkuvien lisenssien ylläpito ja asiakkuuksien hallinta edellyttää yhtiöltä varsin vähän työvoimaa.

Liiketoiminnan muut kulut ovat Efecten toiseksi suurin kuluerä. Liiketoiminnan muut kulut olivat merkittävien tuotekehityspanostuksien vuoksi vuosina 2013-2014 noin 37 % liikevaihdosta, mutta laskivat vuosina 2015-2016 noin 25 %:n tasolle liikevaihdosta. Tulevina vuosina nämä kulut tulevat kasvamaan johtuen listautumiseen liittyvistä kuluista sekä henkilöstön kasvun myötä syntyvistä kulueristä, minkä lisäksi

markkinointipanostuksia tullaan lisäämään. Odotamme, että liiketoiminnan muut kulut kuitenkin skaalautuvat jonkin verran liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa.

Efecten poistot koostuvat pääosin aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoista ja yrityskaupan liikearvon poistoista. Poistot olivat noin 0,4 MEUR vuonna 2016 ja tulevat laskemaan tulevina vuosina noin 0,2 MEUR:n tasolle, sillä liikearvoa ei ole enää vuoden 2018 alun jälkeen taseessa ja tuotekehitysmenojen aktivoinnit pyritään pitämään yhtiön johdon arvion mukaan suunnilleen nykyisten poistojen tasolla.

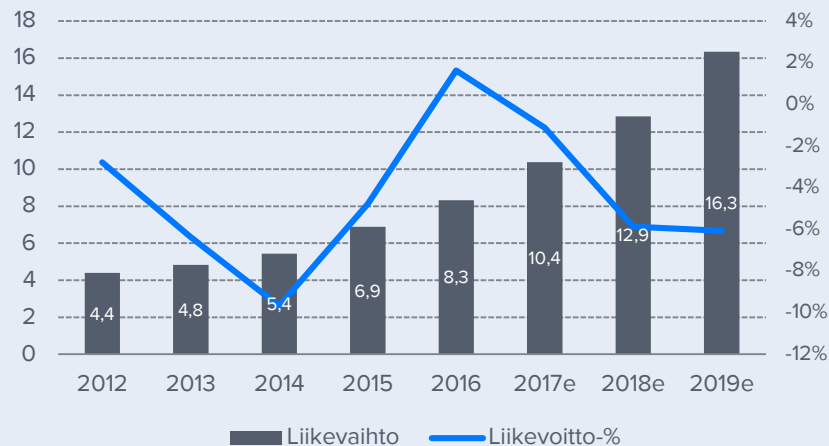
Tase ja rahoitusasema

Efecten taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. Q3'17 lopussa taseen loppusumma oli noin 4,4 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (1,6 MEUR), käteisestä (1,5 MEUR) ja pääosin aktivoiduista tuotekehitysmenoista syntyneistä aineettomista hyödykkeistä 1,1 MEUR, sekä 0,15 MEUR:n määrästä liikearvoa. Vastattavien puolella yhtiön oma pääoma koostuu pääosin edellisten tilikausien tappioista ja SVOP-rahastosta. Näiden summana yhtiön oma pääoma oli 0,7 MEUR. Yhtiöllä ei ollut Q3'17 lopussa lainkaan rahoitusvelkaa, mutta suhteellisen korkeista ennakkomaksuista sekä osto- ja siirtoveljoista johtuen yhtiön korottomat velat olivat 3,7 MEUR.

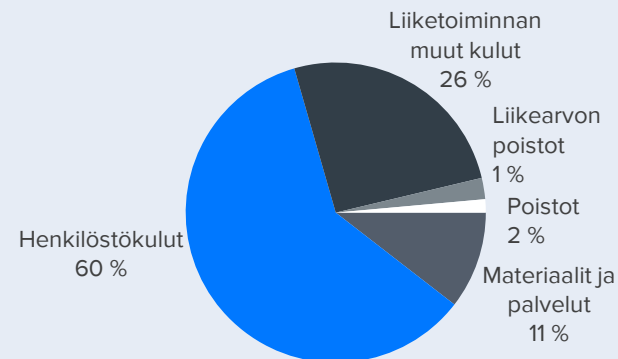
Yhtiön omavaraisuusaste oli Q3'17 lopussa 27 % ja nettovelkaantumisaste -223 %. Arvioimme, että Efectellä on kyky kasvaa lähivuosina voimakkaasti myös tulo-rahoituksen ja nykyisten kassavarojen turvin, mutta annilla kerättävä lisärahoitus kasvattaisi huomattavasti Efecten liikkumavaraa ja riskinkantokykyä.

Taloudellinen tilanne

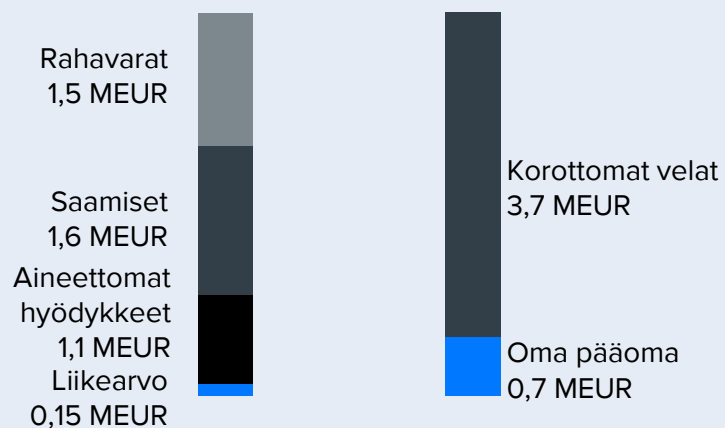
Liikevaihdon ja EBIT-% kehitys



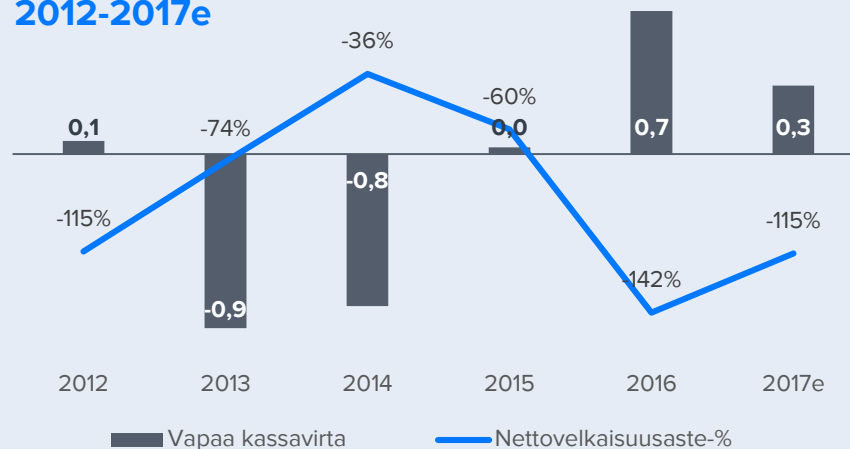
Kulurakenne 2017e



Taserakenne, Q3'2017



Vapaa kassavirta ja nettovelkaisuusaste, 2012-2017e



Ennusteet 1/3

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Efecten liikevaihdon kehitystä pääasiassa kahden ydinliikevaihtoerän kautta:

- SaaS
- Palvelut

Oletamme ennustemallissamme, että Efecten SaaS-malliin keskittyvän strategian vuoksi Lisenssit sekä Tuki ja ylläpito -liikevaihtoerien tuotot tulevat hiipumaan strategiakauden (2017-2022) aikana tasaisesti kohti nollaa.

Ennustamme edellä mainittujen ydinliiketoimintaerien liikevaihdon kehitystä pääasiassa:

- 1) (myynti)henkilöstön arvioidun määrän,
- 2) arvioidun keskimääräisen myynnin per työntekijä,
- 3) vanhan sopimuskannan arvioidun kasvun kautta (laajennukset, hinnankorotukset, asiakaspoistuma).

Oletamme ennustemallissamme, että myyntihenkilöstön määrän kasvun heijastuu uusien työntekijöiden perehdytystarpeesta ja suhteellisen pitkistä myyntisykleistä johtuen palveluliikevaihdon kehitykseen tyypillisesti 1-2 neljänneksen viiveellä ja edelleen jatkuvien lisenssien myynnin kasvuun noin 2-3 neljänneksen viiveellä.

Efecten tuloksen määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme mallissamme Efecten

pystyvän säilyttämään myyntikatteen nykyisellä liiketoimintamallilla jatkossakin noin 90 %:n tasolla. Myyntikate voisi laskea selvästi, jos yhtiö ulkoistaisi osan käyttöönottopalveluistaan, mutta liikevoittotasolla vaikutus jäisi arvioimme mukaan lähes neutraaliksi, sillä yhtiö voisi vastaavasti vähentää oman palveluhenkilöstön määrää. Vastaavasti partnerien kautta tapahtuvan myynnin kasvu voisi kasvattaa myyntikate-%:a, sillä jälleenmyyjän myynti raportoidaan liikevaihtoon myyntipalkkiolla vähennettynä (nettomyynti). Efecten nykyisen strategian mukaisesti yhtiö keskittyy kuitenkin omaan myyntikanavaan ja arvioimme siksi partnerimyyntin osuuden jäävän pieneksi.

Efecte tulee strategiassaan investoimaan lähivuosina voimakkaasti kansainväliseen kasvuun, minkä johdosta kohoavan kulutason myötä yhtiön kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta tulee olemaan korkea ja liikevoitto negatiivinen. Kasvujakson jälkeen yhtiön liiketoimintamalli alkaa kuitenkin skaalautua ja kannattavuus nousta kohti yli 10 %:n liikevoittotasoa. Perusskenaariomme ennuste perustuu kannattavuuden osalta pitkälti yhtiön strategiaan tavoitteisiin.

Näkyvyys Efecten liikevaihdon kehityksen suhteen on hyvä, sillä liikevaihto perustuu suurilta osin hyvin ennakoitaviin, jatkuviin lisenssisopimuksiin ja ylläpitotuottoihin. Onnistumiset rekrytoinneissa, uusien myyjien sisäänajossa ja markkinoiden haltuunotossa määrittävät kuitenkin pitkälti lähivuosien kasvuvauhdin. Pitkän aikavälin ennusteita heikentää näkyvyys tulevien sopimusten määrään, sillä Efecte on vasta alkutaipaleella kansainvälisen kasvun suhteen. Näkyvyyttä heikentää myös toimialalle tyypilliset suhteellisen pitkät myyntisyklit (noin 3-9 kk).

Ennusteiden ajurit

Kasvavat liiketoiminnot

-  SaaS
-  Palvelut

Taantuvat liiketoiminnot

-  Tuki ja ylläpito
-  Lisenssit

Keskeiset ennusteparametrit

- Henkilöstön määrä
- Myynti per henkilö
- Vanhan sopimuskannan kasvu
- Myyntikatemarginaali
- Kiinteiden kulujen kasvu per henkilö

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/3

Vuosi 2017

Efecte on arvioinut vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan 10,3-10,8 MEUR:oon (8,3 MEUR) ja käyttökateen olevan positiivinen. Q1-Q3'17 jaksolla yhtiön liikevaihto kasvoi 25 % 7,4 MEUR:oon ja käyttökate oli 0,28 MEUR, eli 3,8 % liikevaihdosta.

Ennustamme Efecten vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan 25 % 10,4 MEUR:oon ja käyttökateen olevan 0,3 MEUR (EBITDA-% 2,7 %). Liikevaihdon kasvua tukee kasvaneet myyntipanostukset, vahva kansainvälinen kasvu ja vanhojen sopimusten laajentuminen, jotka heijastuvat Jatkuvien lisenssien +36 %:n ja Palveluiden +50 %:n ennustettuna kasvuna. Ennustettua kokonaiskasvua kuitenkin heikentää Lisenssit (-41 %) sekä Tuki ja ylläpito (-15 %) segmenttien ennustettu liikevaihdon lasku.

Vuodet 2018-2022

Vuosien 2017-2022 osalta Efecten tavoitteena on liikevaihdon yli 20 %:n keskimääräinen vuosikasvu, mikä tarkoittaa käytännössä liikevaihdon noin 3-kertaistamista vuoden 2016 liikevaihtoon nähden. Kasvupanostuksista (rekrytoinnit ja markkinointi) johtuen tuloksen odotetaan heikkenevän vuosina 2018-2019, mutta 2021 eteenpäin tulostason odotetaan kääntyvän kasvuun ja liikevoitto-%:n nousevan jakson lopulla kaksinumeroiseksi.

Ennusteemme strategiakaudeksi ovat pitkälti linjassa yhtiön tavoitetasojen kanssa. Odotamme yhtiön kasvattavan henkilöstön määrää lähivuosina keskimäärin yli 20 % vuodessa ja jakson loppupuolella keskimäärin noin 5-10 %:lla vuodessa. Kasvupanostukset nostavat ennustemallissamme vuosien 2018-

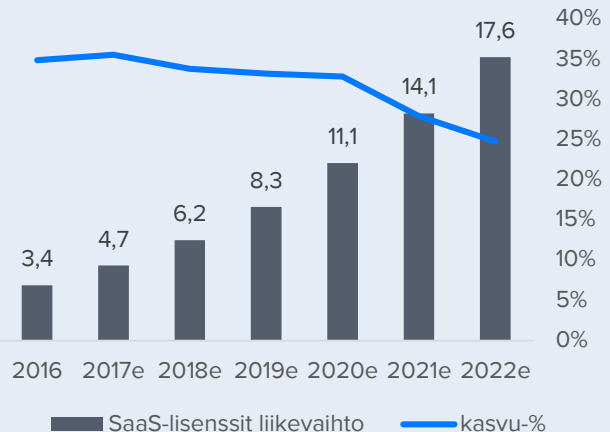
2022 keskimääräisen liikevaihdon kasvun noin 24 %:iin vuodessa, kovimman kasvun painottuessa vuosille 2019-2020. Liikevoitto-%:n odotamme olevan jakson alkupuolella -5 %:n ja -6 %:n välillä, mutta nousevan loivan skaalautumisen ja suhteellisesti pienentyvien kasvupanostusten myötä jakson loppupuolella asteittain noin 10 %:iin.

Ennustamme vuonna 2018 liikevaihdon kasvavan 24 % 12,9 MEUR:oon ja liikevoiton painuvan -0,7 MEUR:oon (EBIT-% -5,5 %). Liikevaihdon kasvua ajaa ennusteessamme vuonna 2017 tehtyjen rekrytointien myötä kiihtyvä uusmyynti ja olemassa olevien asiakkaiden kasvu. Saksaan syksyllä 2017 rekrytoitujen myyntitiimin myötä odotamme kasvun painottuvan erityisesti ulkomaan myyntiin.

Vuonna 2019 ennustamme Efecten liikevaihdon kasvavan 27 % 16,3 MEUR:oon, sillä kasvun pitäisi jatkua voimakkaana vuonna 2018 tehtävien rekrytointien myötä. Arvioimme vuoden 2019 liiketuloksen olevan -0,7 MEUR (EBIT-% -5,9 %). Saavuttaakseen vuoden 2019 kasvulukemat yhtiön on täytynyt onnistua oikeiden myyjien rekrytoinneissa listautumisannin jälkeen.

Vuosina 2020-2022 odotamme liikevaihdon kasvavan 32 %, 21 % ja 17 %, ja olevan 30,4 MEUR vuonna 2022. Liikevoiton ennustamme olevan vuonna 2020 -0,4 MEUR (EBIT-% -1,9 %), vuonna 2021 1,1 MEUR (EBIT-% 4,1 %), ja vuonna 2022 3,0 MEUR (EBIT-% 9,8 %). Liikevoitto-% ei nouse ennusteessamme siten täyteen potentiaaliinsa vielä strategiajakson aikana ja jää hieman yhtiön oman tavoitetason (yli 10 %) alle.

SaaS-liikevaihto ja kasvu



Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2022 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain ikuisuuskasvun ollessa 3 % 2028 lähtien. Kasvua hidastaa uusmyynnin kasvun hidastuminen, kasvava asiakasvaihtuvuus, sekä pienentyvä olemassa olevien asiakkaiden laajentuminen.

Liikevoitto-% asettuu noin 16 %:n tasolle 2026 eteenpäin. Kannattavuutta nostaa ennusteessamme kiinteiden kulujen skaalautuminen ja pienentyvät kasvupanostukset. Myyntikate-%:n oletamme säilyvän vakaana 89 %:n tasolla.

Vahvan kasvun skenaariossa Efecten liikevoitto-% voisi nousta arviomme mukaan yli 20 %:iin

pitkällä aikavälillä, kun yhtiö pääsisi nauttimaan korkeammista skaalaeduista. Vastaavasti kasvustrategian epäonnistuesssa ja kilpailun kiristyessä, voisi kannattavuus jäädä selvästi alle 10 %:iin, ellei myynti- ja markkinointipanostuksia onnistuttaisi sopeuttamaan alemmalle tasolle.

Kasvun rahoitus

Arvioimme Efecten tuloskehitystä perusskenaariossamme olettaen, että yhtiö toteuttaa onnistuneen listautumisannin. Arviomme mukaan yhtiö pystyisi kasvuun myös ilman listautumisantia, mutta kasvun vaatimista etupainotteisista kuluista johtuen kasvunopeus olisi selvästi ennustamaamme hitaampi.

Osakeannilla kerättävillä 5,1 MEUR:n

nettovaroilla yhtiön investointi- ja riskinkantokyky kasvaa merkittävästi ja yhdessä tulorahoituksen kanssa mahdollistaa arviomme mukaan tavoitellun kasvun toteuttamisen strategijaksolla 2017-2022.

Strategiakauden (2017-2022) ja pitkän aikavälin ennusteet lukuina

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e->
Liikevaihto	8,3 MEUR	10,4 MEUR	12,9 MEUR	16,3 MEUR	21,6 MEUR	26,1 MEUR	30,4 MEUR	> + 10 %
Kulut	-8,0 MEUR	-10,3 MEUR	Voimakas kasvu	Voimakas kasvu	Maltillinen kasvu	Maltillinen kasvu	Maltillinen kasvu	Laskee suhteellisesti
Liikevoitto-% (oik.)	+3,4 %	+0,4 %	Negatiivinen	Negatiivinen	Break-even	Lievästi positiivinen	+9,8 %	> 10 %
Rahavirta	0,0 MEUR	0,3 MEUR	Selvästi negatiivinen	Selvästi negatiivinen	Neutraali	Positiivinen	Selvästi positiivinen	
Henkilöstö lkm. (keskimäärin)	59	76	99	123	150	165	175	+ 7 % /vuosi
Rahoitus	Tulorahoitus	Tulorahoitus	Osakeanti	Osakeanti	Osakeanti	Tulorahoitus	Tulorahoitus	Tulorahoitus

Tulosennusteet

Ennustemalli, MEUR	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
SaaS	3,4	4,7	6,2	8,3	11,1	14,1	17,6	21,2	24,7	28,1	31,2
kasvu-%	35 %	36 %	34 %	33 %	33 %	28 %	25 %	20 %	17 %	14 %	11 %
Lisenssit	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
kasvu-%	120 %	-41 %	-49 %	-100 %	-	-	-	-	-	-	-
Tuki ja ylläpito	1,7	1,4	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
kasvu-%	-9 %	-15 %	-21 %	-30 %	-47 %	-53 %	-100 %	-	-	-	-
Palvelut	2,6	3,9	5,3	7,2	10,1	11,8	12,8	14,1	15,5	17,0	18,5
kasvu-%	19 %	50 %	35 %	36 %	40 %	16 %	9 %	10 %	10 %	9 %	9 %
Liikevaihto	8,3	10,4	12,9	16,3	21,6	26,1	30,4	35,3	40,2	45,1	49,7
kasvu-%	21 %	25 %	24 %	27 %	32 %	21 %	17 %	16 %	14 %	12 %	10 %
Materiaalit ja palvelut	-1,0	-1,1	-1,4	-1,8	-2,4	-2,9	-3,3	-3,9	-4,4	-5,0	-5,5
%-liikevaihdosta	-12 %	-11 %	-11 %	-11 %	-11 %	-11 %	-11 %	-11 %	-11 %	-11 %	-11 %
Myyntikate	7,3	9,3	11,4	14,5	19,2	23,2	27,1	31,4	35,8	40,1	44,3
myyntikate-%	88 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %
Henkilöstökulut	-4,7	-6,3	-8,3	-10,5	-13,2	-14,8	-16,1	-17,8	-19,8	-21,8	-24,0
%-liikevaihdosta	-56 %	-61 %	-64 %	-64 %	-61 %	-57 %	-53 %	-51 %	-49 %	-48 %	-48 %
Liiketoiminnan muut kulut	-2,1	-2,7	-3,7	-4,8	-6,2	-7,0	-7,7	-8,6	-9,6	-10,7	-11,8
%-liikevaihdosta	-26 %	-26 %	-29 %	-29 %	-29 %	-27 %	-25 %	-24 %	-24 %	-24 %	-24 %
Käyttökate	0,5	0,3	-0,5	-0,7	-0,1	1,4	3,3	5,0	6,3	7,7	8,5
käyttökate-%	5,9 %	2,7 %	-4,0 %	-4,5 %	-1 %	5 %	11 %	14 %	16 %	17 %	17 %
%-muutos	1600 %	-43 %	-281 %	44 %	-82 %	-1135 %	140 %	53 %	27 %	20 %	11 %
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
%-liikevaihdosta	-4,3 %	-3,8 %	-1,9 %	-1,6 %	-1,3 %	-1,1 %	-1,0 %	-0,9 %	-0,8 %	-0,7 %	-0,7 %
Liikevoitto ennen liikearvon poistoja	0,3	0,0	-0,7	-1,0	-0,4	1,1	3,0	4,7	6,0	7,3	8,1
liikevoitto-%	3,4 %	0,4 %	-5,5 %	-5,9 %	-1,8 %	4,2 %	9,8 %	13,3 %	15,0 %	16,2 %	16,4 %
%-muutos	-254 %	-87 %	-2006 %	37 %	-61 %	-384 %	173 %	58 %	29 %	21 %	11 %
Liikevoitto	0,1	-0,1	-0,8	-1,0	-0,4	1,1	3,0	4,7	6,0	7,3	8,1
liikevoitto-%	1,6 %	-1,1 %	-5,9 %	-6,1 %	-1,9 %	4,1 %	9,8 %	13,3 %	15,0 %	16,2 %	16,4 %
%-muutos	-141 %	10 %	320 %	266 %	-884 %	-365 %	178 %	58 %	29 %	21 %	11 %

Arvonmääritys 1/4

Sijoittajaprofiili

Yhtiö suunnittelee listautumista

Efecte on kertonut aikeesta listautua Nasdaq OMX Helsingin First North -markkinapaikalle. Listautumisella yhtiö hakee rahoitusta kansainvälisen kasvustrategian toteutukseen.

Arvioimme, että Efectellä on kyky kasvaa kaksinumeroista kasvuvauhtia lähivuosina myös tulorahoituksen ja nykyisten kassavarojen turvin, mutta annilla kerättävä lisärajoitus kasvattaisi huomattavasti Efecten liikkumavaraa ja riskinkantokykyä etupainotteisten myynti- ja markkinointipanostusten tekemisessä ja mahdollisten uusien markkina-alueiden avaamisessa. Onnistunut kansainvälinen laajentuminen kasvattaisi nähdäksemme merkittävästi yhtiön strategista arvoa, sillä yhtiön kasvamahdollisuudet Suomen markkinalla ovat melko rajalliset ja tuotteen kansainvälinen kilpailukyky on hyvä. Lisäksi listautuminen mahdollistaisi joustavammin avainhenkilöiden palkitsemisen osakekannustinjärjestelmillä ja parantaisi mahdollisuuksia käyttää osaketta maksuvälineenä yritysostoissa.

Oletuksemme mukaan Efecten osakeanti tulee olemaan kooltaan kokonaisuutena noin 10 MEUR, josta noin puolet koostuu vanhojen, yhtiön operatiivisesta toiminnasta ulkopuolisten osakkaiden myynneistä ja puolet uusannista.

Kansainvälisen kasvun kiihdyttämisen aika

Efecte on elinkaarensa mielenkiintoisessa vaiheessa. Yhtiö profiloituu sijoittajalle pienenä, mutta voimakkaasti kasvavana SaaS-ohjelmistoteknologiayhtiönä, jolla on tarjota

valmis kilpailukykyinen tuote, jonka kaupallinen toimivuus on jo todennettu Suomen markkinalla ja useiden ulkomaisten referenssiasiakkuuksien kautta. Siten teknologian ja tuotteiden kaupalliseen kilpailukykyyn liittyvät riskit ovat rajallisia, sillä yhtiön tuotot eivät ole riippuvaisia epävarmojen tuotekehitys- tai ensivaiheen kaupallistamisinvestointien onnistumisesta, vaan hyvin pitkälti seuraavan viiden vuoden aikana tehtävien kasvu- ja laajentumispanostuksien onnistumisesta. Tämä erottaa Efecten sijoitusprofiililtaan aikaisen vaiheen teknologiayhtiöistä, joiden on vielä tehtävä go-to-market strategiaa edeltävät merkittävät tuotekehitysinvestoinnit, sekä toisaalta murrosvaiheen ohjelmistoyhtiöistä, joilla siirtymä uuden sukupolven ohjelmistoratkaisuihin on vielä keskeneräinen. Yhtiön omistaminen vaatii siten luottamusta ennen kaikkea yhtiön kasvustrategian onnistumiseen sekä tuotteen kilpailukyyn pitkällä aikavälillä.

Yhtiöstä mielenkiintoisen tekee myös sen potentiaalinen strateginen arvo toimialan suurimpien pelureiden silmissä, jos yhtiö onnistuu strategiassaan ja saavuttaa merkittävän markkina-aseman keskisuurien eurooppalaisten yhtiöiden markkinassa.

Potentiaali

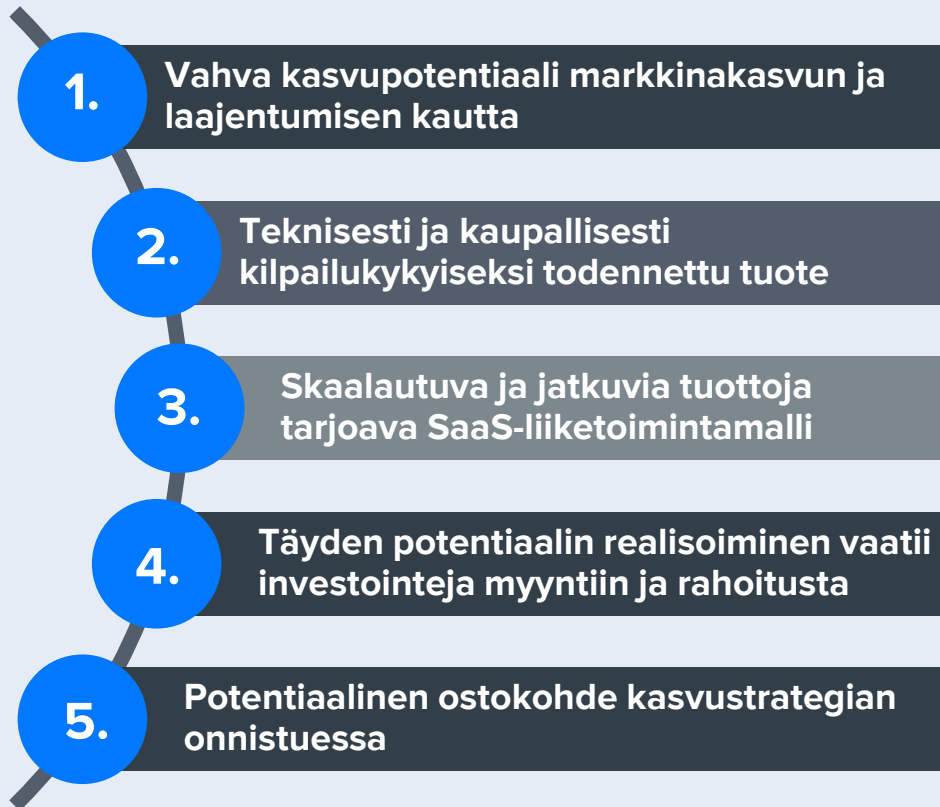
Näkemyksemme mukaan Efecten arvonmuodostuksen kannalta keskeiset positiiviset ajurit ovat seuraavat:

- **Suuri markkinapotentiaali vahvasti kasvavilla markkinoilla:** Efecten kohdemarkkinoiden kasvun odotetaan olevan lähivuosina voimakasta (yli 20 % vuodessa) useiden kysyntää tukevien trendien ajamana ja markkinoiden arvon

odotetaan yli kaksinkertaistuvan vuoden 2021 loppuun mennessä. Pelkästään Saksan markkinan koko on noin kymmenkertainen Pohjoismaiden markkinoihin verrattuna, joten Efecten kasvupotentiaali on merkittävä.

- **Valmis, kilpailukykyinen tuote:** Efecten tuoteportfolio on teknisesti ja kaupallisesti kypsä, eikä sen myynnin kasvattaminen edellytä merkittäviä T&K-panostuksia. Lisäksi yhtiön tuotteen kilpailukyky on keskiuurissa asiakkuuksissa arvioimme mukaan korkea.
- **Skaalautuvuus:** Efecten SaaS-malliin pohjautuva liiketoiminta on perusteiltaan erittäin skaalautuvaa. Suurin skaalautuvuutta rajoittava tekijä on myyntikanava, joka ei tällä hetkellä vielä skaalaudu voimakkaasti. Konsultointiliiketoiminnan rooli on myös merkittävä, mutta se on jatkuvien lisenssituottojen kasvua tukevaa.
- **Jatkuvuus ja asiakaspito:** Kun asiakas kerran valitsee Efecten ohjelmistoratkaisun, on sen vaihtamisen kynnyks melko korkea. Asiakkaan palveluprosessit rakentuvat Efecten ratkaisun ympärille ja sen käyttöä usein laajennetaan myös muihin toimintoihin. Tämän myötä jatkuvat lisenssituotot tuovat myös ennustettavuutta liiketoimintaan.
- **Negatiivinen nettokäyttöpääoma:** Efecte saa maksun lisensseistä etupainotteisesti, joten yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti selvästi negatiivinen. Siten liikevaihdon kasvu rahoittaa osin itse itseään. Kasvuvaiheessa operatiivista kassavirtaa syö kuitenkin voimakkaasti jatkuihin lisenssituottoihin nähden etupainotteisesti kertyvät myynti- ja markkinointikulut.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

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

Riskit

- Myynti-investointien ja kv-laajentumisen onnistuminen
- Kilpailupaineen kasvu ja yhtiön suhteellisen pieni koko
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Kasvustrategia painaa kassavirran aluksi negatiiviseksi
- Toimialan arvostustason muutokset

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio Efecten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Arvonmääritys 2/4

Riskit

Näkemyksemme mukaan Efecten arvonmuodostukseen negatiivisesti vaikuttavat tekijät ja riskit ovat seuraavat:

- **Myynnin rekrytointien laatu, määrä ja nopeus:** Yhtiön kasvustrategian onnistuminen on riippuvainen eritoten pätevän myyntihenkilöstön rekrytoinneista ja koulutuksesta ajallaan. Vuodet 2018-2019 näyttävät, miten yhtiö tässä onnistuu. Yhtiön viime vuosien track-record myynnin kasvusta on kuitenkin hyvä ja Saksassa yhtiö on jo tehnyt onnistuneesti rekrytointeja.
- **Heikko näkyvyys myynnin onnistumiseen:** Yhtiön on saatava tulevina vuosina uusia asiakkaita Suomen ulkopuolelta päästäkseen kasvutavoitteisiinsa sekä saavuttaakseen riittävän skaalan ja markkina-aseman. Efecten asiakkaiden päätöksentekoprosessit ovat tyypillisesti melko pitkiä, minkä takia kasvun realisoitumisen nopeuteen liittyy merkittävää epävarmuutta. Kasvutavoitteet voivat realisoitua odotettua hitaammin tai matalampina epäonnistuneista rekrytoinneista, asiakkaiden pitkistä päätöksentekosykleistä tai taloustilanteen muutoksista johtuen.
- **Kilpailupaineen kasvu ja yhtiön suhteellisen pienen koon:** Asiakkaan näkökulmasta Efecten ratkaisulle on olemassa useita vaihtoehtoja, vaikka Efecten ratkaisu onkin arviomme mukaan tällä hetkellä hyvin kilpailukykyinen pienissä ja keskisuurissa asiakkuuksissa. Efecte on kooltaan pieni suurimpiin kilpailijoihinsa nähden, mikä muodostaa yhtiölle rajoitteita suurimmista asiakkuuksista kilpailtaessa ja investointikykyssä. Lisäksi suuremmat kilpailijat saattavat

jatkossa laajentua nykyistä voimallisemmin Efecten kohdemarkkinoille.

- **Teknologia- ja tietoturvariskit:** Esimerkiksi tekoäly ja ohjelmistorobotiikka tulevat väistämättä muuttamaan yrityspalveluita seuraavan 10 vuoden aikana, mikä voi vähentää tarvetta Efecten teknologialle tai kasvattaa merkittävästi T&K-investointien tarvetta. Lisäksi pilvipalveluina tarjottavat ohjelmistot kasvattavat tietoturtoihin ja järjestelmien suorituskykyyn liittyviä riskejä ohjelmistotoimittajan näkökulmasta.
- **Toimialan arvostuskertoimet:** Efecten arvostustasoon vaikuttaa keskeisesti se, miten markkinat hinnoittelevat SaaS-yhtiöiden odotettua kasvua. SaaS on melko tuore liiketoimintamalli ja sijoittajien SaaS-yhtiöille hyväksymät arvostustasot ovat eläneet merkittävästi yli ajan. Muutokset SaaS-yhtiöiden kasvun hinnoittelussa voivat heiluttaa huomattavasti myös Efecten arvostustasoa tulevaisuudessa.

Arvon muodostuminen

Efecten arvonmääritys perustuu yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa pitkälti liikevaihdon kasvuodotusten arvioimiseen, sillä kasvupanostuksista ja SaaS-liiketoimintamallin dynamiikasta johtuen yhtiön kannattavuus saavuttaa potentiaalinsa vasta strategiakauden päättymisen jälkeen. Lisäksi huomioimme Efecten arvonmäärityksessä liiketoiminnan toistaiseksi suhteellisen pienen skaalan sekä sen, että liiketoiminnan kansainvälistäminen on vielä alkuvaiheessa ja näytöt yhtiön tuotteen kansainvälisestä kilpailukykyä ovat vielä rajallisia.

Näkemyksemme mukaan Efecten arvon muodostuminen voidaan jakaa seuraavaan kolmeen komponenttiin:

1. **SaaS-liiketoiminnan arvo:** Voimakkaasti kasvava, hyvin kannattava ja skaalautuva SaaS-ydinliiketoiminta. Mikäli Efecte haluaisi optimoida tulostaan, pystyisi yhtiö kuluja sopeuttamalla hyvin todennäköisesti harjoittamaan edelleen selvästi kasvavaa, perinteisen ohjelmistoyhtiön kannattavuusprofiililla olevaa liiketoimintaa. Tämä luo vakaan perustan yhtiön arvolle ja on arvonmuodostuksen tärkein komponentti.
2. **Palveluliiketoiminnan arvo:** Efecten palveluliiketoiminnan pääroolina on tukea ydinliiketoiminnan kasvua, mutta se on samalla luonteeltaan vahvasti kasvavaa modernia IT-konsultointia. Palvelut muodostavat siten tärkeän osan Efecten arvonmuodostuksessa.
3. **Kertalisenssimyynnin sekä niiden tuki- ja ylläpitotuottojen nykyarvo:** Efecten strategian mukaisesti yhtiö ei myy ohjelmistojaan enää aktiivisesti kertalisensseinä, joten oletusarvoisesti odotamme, että kertalisensseihin pohjautuvat tuotot tulevat hiipumaan pois strategiakauden aikana. Samalla myös näihin liittyvät tuki- ja ylläpitotuotot tulevat laskemaan ja konvertoitumaan hiljalleen SaaS-tuotoiksi. Ennustamme kuitenkin kertalisenssien sekä tuki- ja ylläpitotuottojen kerryttävän kassavirtaa vielä useiden vuosien ajan ja niiden nykyarvon muodostavan siten edelleen huomionarvoisen osan Efecten arvonmuodostuksessa.

Arvonmääritys 3/4

Vertailuyhtiöt

Koostamme Efecten vertailuyhtiöt kolmesta eri ryhmästä: 1) yritysohjelmistoihin keskittyneet SaaS-yhtiöt, 2) pohjoismaiset modernit IT-palveluyhtiöt, ja 3) pohjoismaiset listatut yritysohjelmistoja kehittävät yhtiöt. Käytämme ensimmäisen ryhmän arvostuskertoimia määrittämään Efecten SaaS-liiketoiminnan arvoa, toisen ryhmän määrittämään palveluliiketoiminnan arvoa ja kolmannen yleisenä arvostustason mittana Efectelle kokonaisuutena.

Vaikka useat Efecten suorista kilpailijoista (ServiceNow, Okta) ovat listattuja ja osa SaaS-ohjelmistoyhtiöt verrokkiryhmää, ei Efecten arvostusta voi näkemyksemme mukaan verrata suoraan näihin yhtiöihin, koska yhtiön liiketoiminnan kokoluokka (skaala) on huomattavasti verrokkeja pienempi, markkinapotentiaali rajatumpi ja SaaS-verrokeilla on keskimäärin Efecteen verrattuna suurempi painoarvo SaaS-lisenssituotoilla. Kokoluokan eron huomioimiseksi sovellamme Efecten SaaS-verrokkien keskimääräisiin arvostuskertoimiin perusskenaariossamme 25 %:n alennusta. Tämän vertailuryhmän vuoden 2018 keskimääräinen EV/Liikevaihto -kerroin on noin 6x.

Palveluliiketoiminnan osalta mielestämme lähimpiä verrokkeja Efectelle ovat pohjoismaiset moderneja IT-palveluita tarjoavat yhtiöt, kuten Siili Solutions, Vincit ja Nixu. Näiden yhtiöiden arvostustasot antavat lisäksi selkeän alarajan Efecten arvostustasolle. Tämän vertailuryhmän vuoden 2018 keskiarvo EV/Liikevaihto -kerroin on noin 1,2x.

Vertaamme Efecten kokonaisliikevaihtoon

suhteutettua arvostusta lisäksi pohjoismaisiin yritysohjelmistoja tarjoavien listayhtiöiden arvostuskertoimiin, sillä ne heijastelevat pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden yleisiä arvostustasoa ja ovat kooltaan selvästi lähempänä Efecteä, kuin kansainväliset SaaS-verrokit. Näitä yhtiöitä ovat mm. Basware, Qt, QPR Software ja F-Secure. Tämän vertailuryhmän vuoden 2018 keskimääräinen EV/Liikevaihto -kerroin on noin 2,7x.

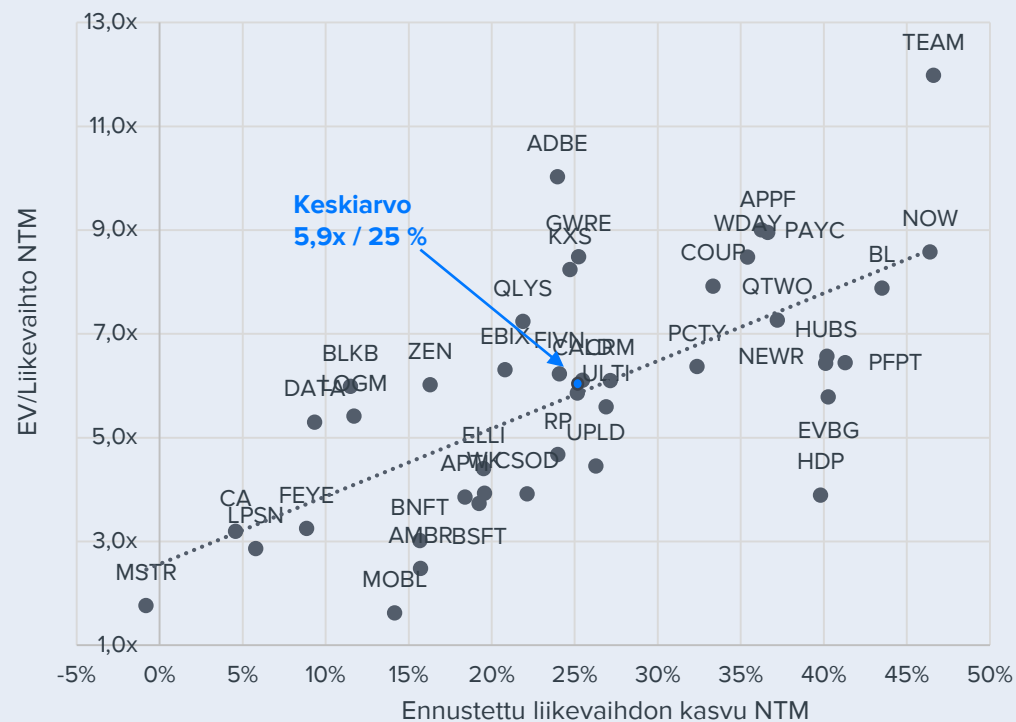
SaaS-verrokkiyhtiöiden arvostusajurit

SaaS-yhtiöiden arvostustasot ovat liikkuneet pitkään korkealla suhteessa liikevaihtoon, perinteisiin ohjelmistoyhtiöihin ja erityisesti kannattavuuteen nähden. Korkeaa arvostustasoa selittää SaaS-yhtiöltä tulevaisuudessa odotettu erittäin vahva kasvu ja SaaS-malliin sisäänrakennettu voimakas skaalautuvuus ja tuottojen jatkuvuus. Yleisesti ottaen SaaS-yhtiöiden arvostus korreloi erittäin vahvasti toteutuneen kasvun ja ennustetun kasvun suhteen, mutta ei juuri lainkaan tämän hetkisen kannattavuustason kanssa. Kasvun lisäksi muita, painoarvoltaan pienempiä SaaS-yhtiöiden arvostusta selittäviä tekijöitä ovat vapaan kassavirran suhde liikevaihtoon, markkinapotentiaalın koko sekä yhtiön koko.

Verrokkiryhmänä käyttämiemme SaaS-yhtiöiden 12kk eteenpäin katsovat EV/Liikevaihto -kertoimet ovat liikkuneet viimeisten vuosien ajan 4-6x tasolla ja 10 vuoden keskimääräinen kerroin on 4,7x. Lokakuussa 2017 SaaS-verrokkiryhmän keskimääräinen EV/liikevaihto -kerroin oli 5,9x. Korkeimmillaan kertoimet ovat käyneet viimeisen kymmenen vuoden periodilla 10x tasolla (3/2014) ja alimmillaan 1,4x tasolla (3/2009).

SaaS-verrokkiryhmän arvostus

SaaS-verrokkiryhmän arvostustaso (11/2017)



Lähde: Thomson Reuters

SaaS-yhtiöt arvostustaso
10/2007-11/2017



Lähde: Thomson Reuters

Verrokkiryhmän arvostus

SaaS-yritysohjelmistot

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		Liikevaihdon kasvu-%	
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e
Adobe Systems Inc	182	76847	73863	11,9	9,9	24 %	20 %
Alteryx Inc	25	1281	1146	10,4	7,6		36 %
Amber Road Inc	6,8	159	172	2,5	2,3	8 %	10 %
AppFolio Inc	42	1218	1181	9,7	7,7	35 %	26 %
Apptio Inc	22	775	658	4,1	3,6	17 %	15 %
Atlassian Corp PLC	52	10317	9791	18,5	13,5	37 %	37 %
Benefitfocus Inc	26	686	742	3,4	3,1	10 %	10 %
Blackbaud Inc	100	4118	4393	6,5	5,9	8 %	11 %
Blackline Inc	36	1612	1518	10,2	7,9	43 %	29 %
BroadSoft Inc	55	1484	1347	4,1	3,6	14 %	12 %
CA Inc	32	11597	11565	3,4	3,2	0 %	5 %
Callidus Software Inc	28	1620	1469	6,9	5,7	21 %	20 %
Cornerstone OnDemand Inc	34	1696	1642	4,0	3,7	14 %	6 %
Coupa Software Inc	33	1529	1351	12,0	8,8		36 %
Ebiz Inc	75	2009	2251	7,4	6,4	21 %	15 %
Ellie Mae Inc	88	2619	2305	6,5	5,4	17 %	20 %
Everbridge Inc	29	695	654	7,4	5,8	36 %	26 %
FireEye Inc	14	2176	2083	3,3	3,0	3 %	8 %
Five9 Inc	25	1210	1195	7,1	6,0	23 %	17 %
Guidewire Software Inc	80	5156	4665	10,8	8,7	20 %	25 %
Hortonworks Inc	19	1121	1067	4,8	3,8	42 %	27 %
HubSpot Inc	80	2561	2391	7,5	5,9	38 %	27 %
Kinaxis Inc	71	1211	1081	9,5	7,8	15 %	21 %
LivePerson Inc	11	572	524	2,8	2,6	-2 %	7 %
LogMeIn Inc	116	5216	4980	5,7	5,0	205 %	14 %
MicroStrategy Inc	132	1297	744	1,7	1,8	-3 %	-2 %
MobileIron Inc	3,9	321	251	1,7	1,6	7 %	7 %
MuleSoft Inc	23	2607	2451	9,8	7,2		36 %
New Relic Inc	54	2564	2369	10,5	7,9	46 %	33 %
Okta Inc	29	2389	2206	NaN	10,5		
Paycom Software Inc	79	4033	4006	10,8	8,6	32 %	26 %
Paylocity Holding Corp	47	2136	2052	8,0	6,5	30 %	24 %
Proofpoint Inc	89	3421	3354	7,7	6,0	36 %	27 %
Q2 Holdings Inc	43	1534	1458	8,8	7,1	30 %	24 %
Qualys Inc	58	1887	1628	8,3	7,1	16 %	16 %
RealPage Inc	44	3086	3235	5,6	4,7	18 %	19 %
Salesforce.Com Inc	106	65173	64400	9,0	7,2	26 %	24 %
ServiceNow Inc	125	18298	17856	10,8	8,3	39 %	31 %
Tableau Software Inc	71	4870	4061	5,5	5,0	8 %	9 %
Ultimate Software Group Inc	198	5063	4955	6,2	5,2	20 %	19 %
Upland Software Inc	21	374	407	4,9	4,4	29 %	11 %
Workday Inc	106	18931	17603	13,1	9,8	35 %	34 %
Workiva Inc	22	791	741	4,2	3,7	16 %	14 %
Xero Ltd	31	2572	2524	14,4	10,3	43 %	39 %
Zendesk Inc	35	3045	2851	7,8	6,0	37 %	30 %
Mediaani		2136	2083	7,4	6,0	21 %	20 %
Keskiarvo		6308	6071	7,5	6,1	27 %	21 %

Pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		Liikevaihdon kasvu-%	
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e
Acando AB	27	283	286	1,1	1,1	12 %	8 %
Bouvet ASA	154	184	177	1,1	1,0	23 %	7 %
Digia Oyj	2,4	65	69	0,7	0,7	5 %	6 %
HiQ International AB	58	329	315	1,7	1,6	7 %	6 %
Innofactor Plc	1,0	35	50	0,7	0,7	12 %	4 %
Knowit AB (publ)	147	288	306	1,1	1,0	14 %	7 %
Nixu Oyj	13,0	94	96	2,9	2,3	50 %	24 %
Sii Solutions Oyj	11,2	79	73	1,2	1,0	23 %	17 %
Vincit Group Oyj	6,4	70	70	1,8	1,6	25 %	13 %
Mediaani		94	96	1,1	1,0	14 %	7 %
Keskiarvo		159	160	1,4	1,2	19 %	10 %

Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		Liikevaihdon kasvu-%	
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e
Basware Oyj	44	634	659	4,4	4,1	1 %	8 %
Cinnober Financial Technology AB	89	205	185	4,3	3,4	17 %	28 %
Comptel Oyj **	3,0	344	334	2,9	2,5	14 %	17 %
F-Secure Oyj	4,1	651	570	3,3	3,0	9 %	10 %
Heeros Oyj	2,7	12	11	1,6	1,4	0 %	14 %
Infront ASA	26	70	75	2,8	2,4		14 %
QPR Software Plc *	1,7	21	20	2,2	2,0	1 %	9 %
Qt Group Oyj	5,7	135	122	3,3	2,8	17 %	19 %
Mediaani		170	154	3,1	2,6	9 %	14 %
Keskiarvo		259	247	3,1	2,7	8 %	15 %

* QPR Software ennusteet Inderes

** Arvostus laskettu 23.4.17 kurssilla 3,04 euroa

Lähde: Thomson Reuters (14.11.2017), Inderes

Arvonmääritys 4/4

Arvonmääritys

Määritämme Efecten arvostusta kolmen eri arvostusmenetelmän ja skenaarion näkökulmasta. Käyttämämme arvostusmenetelmät ovat 1) eri liiketoimintasegmenttien osien summa, 2) pohjoismaisten ohjelmistoyhtiö-verrokkien arvostuksen kautta, ja 3) kassavirtojen nykyarvo (DCF-malli). Tarkastelemme yhtiön arvoa pääasiassa osien summan näkökulmasta, mutta arvostushaarukan määrittämisessä annamme pienen painoarvon myös muille menetelmille. Arvot pohjautuvat osakekannan pre-money arvoon ennen osakeantia. Yhtiöllä on noin 1,5 MEUR:n nettokassa, joten osakekannan markkina-arvo on hieman yritysarvoa (EV) korkeampi.

Arvonmääritysten taustalla olevat tarkemmat laskelmat on esitetty tulevilla sivuilla. Arvolle perustan luo ennusteiden taustalla oleva perusskenario, jonka taustalla olevat ennusteet on esitetty aiemmassa osiossa. Lisäksi olemme laatineet yhtiölle pessimistisen ja optimistisen skenaarion ennusteet, joilla havainnollistamme arvon potentiaalista haarukkaa.

Osien summa -arvonmääritysmenetelmän pessimistinen ja optimistinen skenario muodostuu pessimistisistä ja optimistisista ennusteista vuodelle 2018, 50-100 % kertoimella painotetuista SaaS-valuaatiokertoimista, sekä IT-palvelut-verrokkiryhmän arvostuskertoimien ala- ja yläarvoista.

Toisessa arvostusmallissa vaihtoehtoiset skenaariot muodostuvat pessimistisistä ja optimistisista ennusteista sekä pohjoismaisen verrokkiryhmän arvostuskertoimien ala- ja yläarvoista.

Kolmannessa arvostusmallissa (DCF) skenaariot on puolestaan muodostettu pessimististen ja optimististen ennustemallien pohjalta rakennetuista kassavirtamalleista.

1. Osien summa

Efecten arvolle mielestämme parhaimman vertailukohtaan antaa SaaS- ja palveluliiketoiminnalle erikseen omien verrokkiryhmien pohjalta lasketut arvostukset, johon on lisätty kertalisenssi- ja tuki- ja ylläpitoliikemallien arvioidut kassavirtojen nykyarvot. Efecten vuoden 2018 liikevaihtoennusteella (12,9 MEUR) ja osille annetuilla verrokkiryhmien liikevaihtokertoimilla (SaaS 5,9x x 70 % ja Palvelut 1,2x x 100 %) muodostuu (pre-money) arvoksi perusskenariossa 31 MEUR. Vastaavasti positiivisessa skenariossa muodostuu (pre-money) arvoksi 48 MEUR ja pessimistisessä 21 MEUR.

2. Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt

Efecten arvolle asettaa mielestämme luonnollisen vertailukohdan myös pohjoismaisten listattujen ohjelmistoyhtiöiden liikevaihtokertoimet, vaikka Efecte onkin liiketoimintamalliltaan puhdas SaaS-yhtiö ja monella verrokillä liiketoiminta pohjautuu vielä merkittävältä osin heikommin skaalautuvaan kertalisenssiliiketoimintaan. Efecten vuoden 2018 liikevaihtoennusteella (12,9 MEUR) ja verrokkien keskimääräisellä liikevaihtokertoimella (2,7x) muodostuu (pre-money) arvoksi näin 35 MEUR. Vastaavasti positiivisessa skenariossa muodostuu (pre-money) arvoksi 55 MEUR ja pessimistisessä 17 MEUR.

3. DCF-malli

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Efectelle on perusskenariossa 34 MEUR (pre-money). Perusskenariossa ennusteemme olettaa yhtiön toteuttavan osakeannin tänä vuonna ja keräävän uutta rahaa 5,1 MEUR listautumiseen liittyvät kulut huomioiden. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 16,4 % ja kasvun 3 %. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo arvossa on 55 %. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 12,7 %:iin, mikä heijastelee yhtiön pientä kokoluokkaa ja kasvustrategian onnistumiseen liittyvää korkeahkoa riskiprofilia. Positiivisessa skenariossa muodostuu DCF-mallin (pre-money) arvoksi 63 MEUR ja pessimistisessä 11 MEUR.

Arvonmäärityksen yhteenveto

Eri arvonmääritysmenetelmien painotettua keskiarvoa käyttäen olemme määrittäneet Efecten osakekannan (pre-money) arvoksi 34 MEUR. Arvonmäärityksen tulos vastaa noin 3,2x EV/Liikevaihto-kerrointa vuodelle 2017 sekä noin 2,5x EV/Liikevaihto-kerrointa vuodelle 2018. Arvon haarukka pessimistisillä ja optimistisillä ennusteoletuksilla on 19-55 MEUR heijastellen arvon herkkyyttä kasvuoletuksille.

Näkemyksemme mukaan keskeinen yhtiön arvonmuodostusta ja sijoittajien luottamusta ohjaava tekijä lähivuosina tulee olemaan SaaS-liiketoiminnan kasvunopeus. Arvonmuodostusta ja sijoittajien luottamusta painaa vielä toistaiseksi yhtiön pieni kokoluokka ja vielä alkuvaiheessa oleva kansainvälisen laajentumisen vaihe, jonka onnistuminen tulee määrittämään toteutuuko yhtiön kasvustrategian tavoitteet.

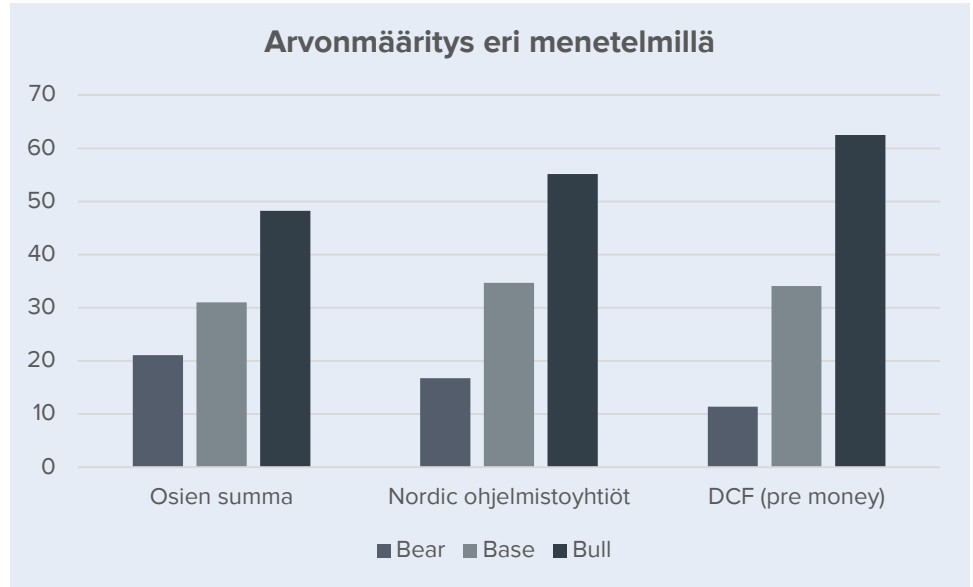
Arvonmäärittelyn yhteenveto

Osien summa	Bear	Base	Bull
SaaS-lisenssit liikevaihto 2018e	6,1	6,2	6,3
x SaaS-yhtiöt -verrokki liikevaihtokerroin	2,5	3,5	5,0
alennus verrokkeihin	50 %	30 %	15 %
SaaS-liiketoiminnot yritysarvo	15	22	31
Palvelut liikevaihto 2018e	4,6	5,3	5,9
x IT-palvelut -verrokki liikevaihtokerroin	0,7	1,2	2,4
Palvelut-liiketoiminnan yritysarvo	3,2	6,5	14,3
Lisenssit & Tuki ja ylläpito NPV	2,6	2,6	2,6
Yritysarvo	21	31	48

Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt	Bear	Base	Bull
Liikevaihto 2018e	12,0	12,9	13,5
x verokkiryhmän liikevaihtokerroin	1,4	2,7	4,1
Diskontattu Yritysarvo 2017	17	35	55

DCF	Bear	Base	Bull
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	11,4	34,0	62,5
Diskontattu Yritysarvo 2017	11	34	63

Arvonmäärittelyn yhteenveto (MEUR)	Paino	Bear	Base	Bull
Osien summa	50 %	21	31	48
Nordic ohjelmistoyhtiöt	30 %	17	35	55
DCF (pre money)	20 %	11	34	63
Yritysarvo		18	33	53
Nettokassa Q3'17		1,5	1,5	1,5
Osakekannan arvo pre-money		19	34	55
Osakekannan arvo post-money		24	39	60
EV/Liikevaihto 2018e		1,5	2,5	4,0



Osakekannan arvo
(pre-money/ ennen antia)



Osakekannan arvo
(post-money/ annin jälkeen)



Arvostus yhteenveto ja skenaariot

Arvostustaso (post-money)

Arvostustaso	2017e	2018e	2019e	2020e
Markkina-arvo	39	39	39	39
Yritysarvo (EV)	33	33	34	34
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	7,2	-68	-58	305
P/B	6,9	7,9	9,9	11,1
P/S	3,8	3,0	2,4	1,8
EV/Liikevaihto	3,1	2,6	2,1	1,6
EV/EBITDA	69,7	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	883,1	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Skenaariot

Base	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	8,3	10,4	12,9	16,3	21,6	26,1	30,4
Kulut	-8,2	-10,5	-13,6	-17,3	-22,0	-25,0	-27,5
EBIT	0,1	-0,1	-0,8	-1,0	-0,4	1,1	3,0
Liikevaihdon kasvu-%	20,9 %	24,6 %	23,9 %	27,2 %	32,2 %	20,7 %	16,6 %
EBIT-%	1,6 %	-1,1 %	-5,9 %	-6,1 %	-1,9 %	4,1 %	9,8 %

Bull	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	8,3	10,4	13,5	19,8	27,6	34,4	40,2
Kulut	-8,2	-10,4	-14,3	-21,0	-27,3	-31,7	-34,5
EBIT	0,1	-0,1	-0,8	-1,2	0,4	2,6	5,7
Liikevaihdon kasvu-%	20,9 %	24,6 %	29,7 %	47,1 %	39,6 %	24,4 %	16,8 %
EBIT-%	1,6 %	-0,5 %	-6,0 %	-5,9 %	1,3 %	7,7 %	14,2 %

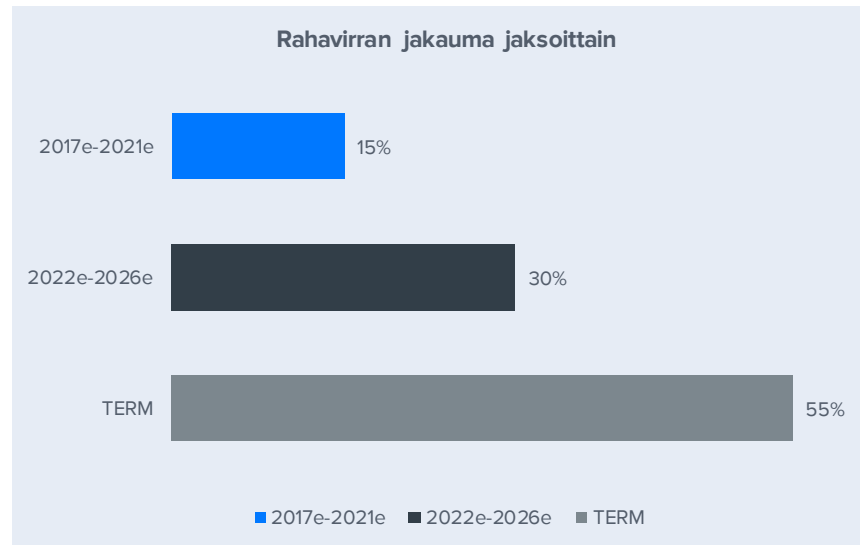
Bear	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	8,3	10,4	12,0	14,6	16,8	19,1	21,6
Kulut	-8,2	-10,4	-12,8	-16,0	-17,7	-19,1	-20,8
EBIT	0,1	-0,1	-0,9	-1,4	-0,9	-0,1	0,7
Liikevaihdon kasvu-%	20,9 %	24,6 %	15,3 %	21,8 %	15,5 %	13,3 %	13,1 %
EBIT-%	1,6 %	-0,5 %	-7,3 %	-9,6 %	-5,3 %	-0,4 %	3,3 %

Lähde: Inderes

DCF-kassavirtalaskelma (base)

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	0,1	-0,1	-0,8	-1,0	-0,4	1,1	3,0	4,7	6,0	7,3	8,1	8,7	8,9	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-1,5	-1,8	-2,0	-2,2	-2,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,5	0,3	0,2	0,3	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,2	
Operatiivinen kassavirta	1,0	0,7	-0,3	-0,4	0,4	1,8	3,5	4,9	5,4	6,4	7,0	7,2	7,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,7	0,3	-0,6	-0,7	0,1	1,5	3,2	4,6	5,1	6,1	6,6	6,9	6,8	
+/- Muut	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,7	5,4	-0,6	-0,7	0,1	1,5	3,2	4,6	5,1	6,1	6,6	6,9	6,8	
Diskontattu vapaa kassavirta		5,4	-0,5	-0,5	0,1	0,9	1,7	2,2	2,2	2,3	2,2	2,1	1,8	19,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	39,1	33,8	34,3	34,8	34,7	33,8	32,0	29,8	27,7	25,4	23,1	21,1	19,3	
Velaton arvo DCF (post-money)	39,1													
- Korolliset velat		-0,2												
+ Rahavarat		1,3												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		0,0												
Oman pääoman arvo DCF	40,2													
Oman pääoman arvo DCF per osake	40,2													

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



DCF-laskelma - skenaarioittain

Pessimistinen

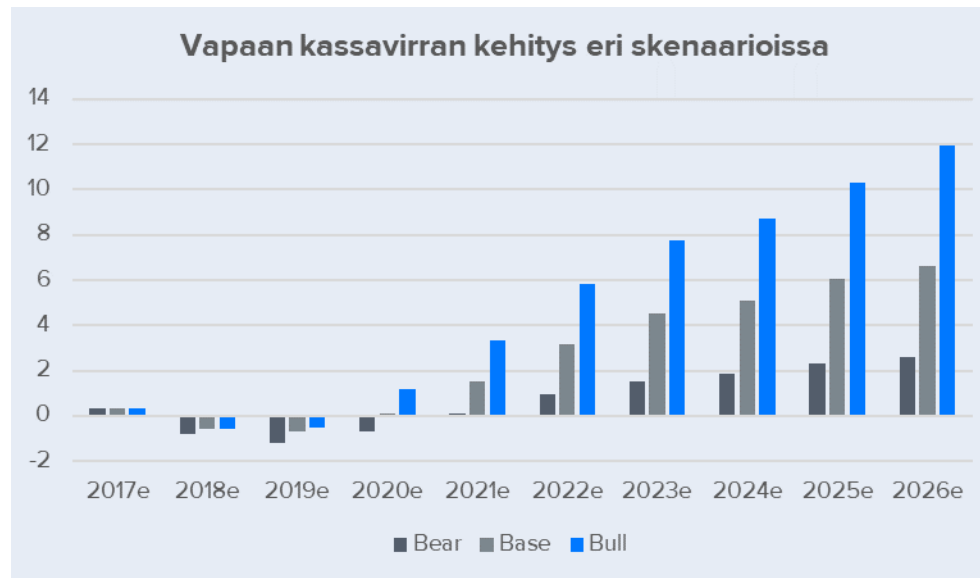
- Pessimistisessä DCF-laskelmassa liikevaihdon kasvu jää selvästi tavoiteltua matalammaksi. Myös kannattavuus jää alle EBIT-potentiaalin.
- Arvioimme oman pääoman arvoksi 24 MEUR (post-money) ja 19 MEUR (pre-money).

Neutraali

- Neutraalissa DCF-laskelmassa Efecte onnistuu kasvustrategiassaan hyvin ja kannattavuus nousee vuonna 2022 EBIT-potentiaalin tasolle liiketoiminnan kulujen skaalautuessa.
- Arvioimme oman pääoman arvoksi 39 MEUR (post-money) ja 34 MEUR (pre-money).

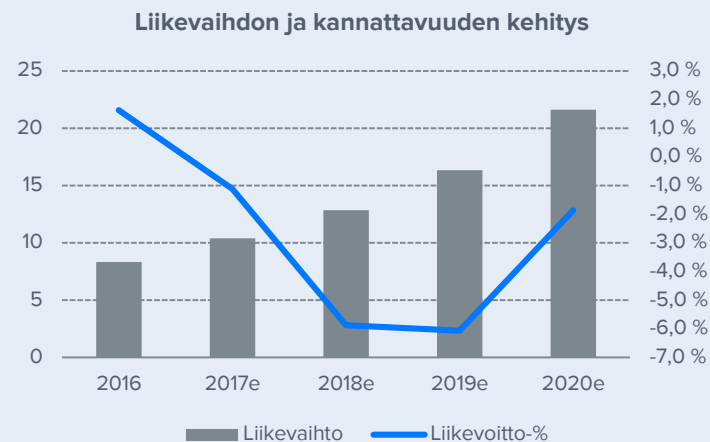
Optimistinen

- Optimistisessä DCF-laskelmassa Efecte onnistuu kasvustrategiassaan erinomaisesti ja kannattavuus nousee erinomaiselle tasolle (EBIT-% >20%).
- Arvioimme oman pääoman arvoksi 60 MEUR (post-money) ja 55 MEUR (pre-money).



Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	8	10	13	16	22	26	30
Kulut	-8	-10	-13	-17	-22	-25	-27
EBITDA	0,5	0,3	-0,5	-0,7	-0,1	1,4	3,3
Poistot	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto	0,1	-0,1	-0,8	-1,0	-0,4	1,1	3,0
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,8</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,4</i>	<i>1,1</i>	<i>3,0</i>
Rahoituserät	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	0,1	-0,2	-0,8	-1,0	-0,4	1,1	3,0
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,1	-0,2	-0,8	-1,0	-0,4	1,1	2,7
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,8</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,4</i>	<i>1,1</i>	<i>2,7</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	0,1	-0,2	-0,8	-1,0	-0,4	1,1	2,7



Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
Liikearvo	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	2,1	2,0	2,6	8,1	7,9
Varastot	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset saamiset	0,9	1,1	1,3	1,6	1,9
Likvidit varat	1,2	0,8	1,3	6,5	6,0
Taseen loppusumma	3,2	3,1	3,6	9,0	8,8

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	1,0	0,7	0,8	5,7	5,0
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-3,8	-4,1	-4,0	-4,2	-4,9
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,7	4,7	4,7	9,8	9,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,4	0,2	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	0,4	0,2	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	1,9	2,3	2,8	3,2	3,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,2	1,7	2,2	2,8	3,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3
Taseen loppusumma	3,2	3,1	3,6	9,0	8,8

Lähde: Inderes

Osakeanti ja omistajarakenne ennen antia

Suunnitellun Listautumisannin odotetaan koostuvan sekä osakeannista, jossa Yhtiö laskisi liikkeeseen uusia osakkeita ja pyrkisi keräämään varoja noin 5,7 miljoonaa euroa ennen Listautumisasiin liittyviä palkkioita ja kuluja, että osakemyynistä, jossa eräät Yhtiön osakkeenomistajat myisivät osakkeitaan. Yhtiö ja osakkeita myyvät osakkeenomistajat tulisivat sitoutumaan tavanomaisiin luovutusrajoitusjärjestelyihin Listautumisannin yhteydessä. Suunnitellun Listautumisannin odotetaan sisältävän henkilöstöannin Efecten johdolle ja työntekijöille.

Ankkurisijoittajat ovat sitoutuneet merkitsemään osakkeita instituutioannin merkintähintaan mahdollisessa Listautumisannissa tietyin edellytyksin ja ehdolla, että Yhtiön osakkeen merkintähinta listautumisannissa olisi enintään 5,50 euroa, joka vastaa Yhtiön koko osakekannan arvoa noin 24,7 miljoonaa euroa antia edeltävällä osakemäärällä. Ankkurisijoittajien sitoumukset jakautuvat seuraavasti: (i) Kari Stadigh: 2,5 miljoonaa euroa, (ii) Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen: 2,0 miljoonaa euroa, (iii) Aktia Varainhoito Oy: 1,2 miljoonaa euroa ja (iv) Aurator Varainhoito Oy: 0,5 miljoonaa euroa. Yhtiö on sitoutunut allokoimaan Ankkurisijoittajille kullekin vähintään 80 % annetusta merkintäsitoumuksesta. Yllä mainittujen Ankkurisijoittajien lisäksi Yhtiö on vastaanottanut kaikilta Yhtiön hallituksen jäseniltä (Pertti Ervi, Niilo Fredrikson, Turkka Keskinen, Kari J. Mäkelä ja Hannu Vaajoensuu) sitoumukset osallistumisesta henkilöstöantiin. Hallituksen jäsenten merkintäsitoumusten yhteismäärä on 100 000 euroa.

Osakkeenomistaja	Osakkeita	Omistusosuus
First Fellow Oy	1 010 499	22,5 %
Oy Fincorp Ab	574 698	12,8 %
Jaakkola Kristian	453 240	10,1 %
Sarkkinen Jussi	402 015	9,0 %
Apajalahti Jaan	300 615	6,7 %
Aloitusrahasto Vera Oy	298 992	6,7 %
Montonen Markku	263 571	5,9 %
Kosonen Jukka	233 673	5,2 %
Havacment Oy	121 107	2,7 %
Ervi Pertti	71 925	1,6 %
Muut*	747 666	16,7 %
Yhteensä	4 489 101	100 %

* Sisältäen yhtiön hallussa olevat omat osakkeet 13 560 kpl

Optio-ohjelmat

Optio-ohjelma	Osakkeen merkintähinta, € per osake	Optio-oikeuksien maksimimäärä, kpl	Optio-oikeuksia jaettu, kpl	Optio-oikeuksia vestautunut, kpl	Uusien osakkeiden maksimimäärä jaettujen optioiden perusteella, kpl	Uusien osakkeiden maksimimäärä kaikkien optioiden perusteella, kpl *	Tehdyt uusien osakkeiden merkinnät, kpl	Käyttämättömiä osakkeiden merkintäoikeuksia, kpl	Merkintöjen alkamispvm	Merkintöjen päättymispvm
2011	0,58	130 000	130 000	130 000	390 000	390 000	68 508	321 492	31.12.2011	31.12.2020
2015		135 000	92 500	25 500	277 500	405 000 *	0	405 000	30.4.2017	31.12.2020
josta,										
A-optio-oikeudet	1,50	45 000	25 500	25 500	76 500	135 000 *	0	76 500	30.4.2017	31.12.2020
B-optio-oikeudet	1,6666667	45 000	25 500	0	76 500	135 000 *	0	76 500	30.4.2018	31.12.2020
C-optio-oikeudet	1,6666667	30 000	26 500	0	79 500	90 000 *	0	79 500	30.4.2019	31.12.2020
D-optio-oikeudet	3,34	15 000	15 000	0	45 000	45 000	0	45 000	30.4.2020	31.12.2020
Yhteensä		265 000	222 500	155 500	667 500	795 000	68 508	726 492		

Tilanne Esitteen päivämäärään mennessä

Lisätietoja Optio-ohjelmaan 2015 liittyen: Optio-oikeuksilla merkittävien osakkeiden merkintäaika on 30.4.2017–31.12.2020. Oikeus merkitä osakkeita ei kuitenkaan ala (eli optio-oikeudet eivät ”vestaudu”) kaikkien optionhaltijalle annettujen optio-oikeuksien nojalla vielä edellä sanotun merkintäajan ensimmäisenä päivänä, vaan vasta myöhemmin seuraavan aikataulun mukaisesti: (i) optionhaltijalle annetut A-optio-oikeudet vestautuvat 30.4.2017, (ii) optionhaltijalle annetut B-optio-oikeudet vestautuvat 30.4.2018, (iii) optionhaltijalle annetut C-optio-oikeudet vestautuvat 30.4.2019, ja (iv) optionhaltijalle annetut D-optio-oikeudet vestautuvat 30.4.2020 seuraavasti; optioista vestautuu a) 50 prosenttia, mikäli Efecten ulkomaan liikevaihto (Net Sales) vuodelta 2019 ylittää 3,2 miljoonaa euroa, b) 75 prosenttia, mikäli Efecten ulkomaan liikevaihto vuodelta 2019 ylittää neljä miljoonaa euroa ja c) 100 prosenttia, mikäli Efecten ulkomaan liikevaihto vuodelta 2019 ylittää 4,7 miljoonaa euroa. Ulkomaan liikevaihdolla tarkoitetaan tilinpäätöksessä olevaa liitetietoa liikevaihdon maantieteellisestä jakaumasta.

* Yhtiön hallitus päätti 24.11.2017 optio-ohjelman 2015 ehtojen mukaisesti, että optio-ohjelman 2015 perusteella ei enää jaeta optio-oikeuksia.

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suositudarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suositudarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suositudarkkuus



2017

Suositudarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**