

# Gofore

Yhtiöraportti

04/2019

# Menestyjä muuttuvassa ympäristössä

Toistamme Goforen lisää-suosituksen ja 9,0 euron tavoitehinnan. Gofore on rakentanut menestyvän palveluliiketoiminnan teknologian aiheuttaman kiihtyvän toimintaympäristön muutoksen ympärille. Yhtiö eteni viime vuoden aikana jälleen kasvussaan hyvin osin yrityskauppojen vetämänä, mikä painoi kannattavuutta vuoden lopulla. Vuoden 2019 alun paluu vahvalle kannattavuusuralle oli kuitenkin riipeä ja osoittaa Goforen erottuvan organisaatiomallin toimivan tehokkaasti. Lähivuosina odotamme yhtiön edelleen kasvavan sektoria huomattavasti paremmin ja kannattavuuden olevan sektorin kärkitasoa (EBITA 15 %), mutta huomautamme markkinaympäristön muuttuneen tuloskasvun kannalta haastavammaksi. Yhtiön osakkeen tulos pohjainen arvostus on tavoitehinnallamme reilut 10 % alle sektorin, mitä pidämme maltillisena huomioiden vahva tuloskasvu lähivuosina.

## Yhtiö elää digitalisaation tuomasta muutoksesta

Gofore on digitalisaation asiantuntijayritys, joka tarjoaa asiantuntijapalveluita liittyen johdon konsultointiin, palvelumuotoiluun, digitaalisten palveluiden rakentamiseen sekä pilvisiirtymään. Goforen toiminnasta noin puolet on neuvonantoa ja puolet ohjelmistokehitykseen liittyvää teknistä toteutustyötä. Yhtiö profiloituu organisaatioiden laaja-alaiseksi digitransformaation konsultiksi, mikä erottaa sitä ohjelmistokehittäjäaloista. Yhtiö on viimeisen vuoden aikana vahvistanut tarjontaansa kahdella yrityskaupalla, vahvistaen neuvoantoa ja pääkaupunkiseudun kapasiteettia. Lisäksi yhtiö on säilyttänyt hyvän asemansa markkinan kiristyvässä osaajakilpailussa, mikä on edellytys kasvun jatkumiselle.

## Kilpailuetu organisaatio- ja johtamismalleissa

Näkemyksemme mukaan Gofore on onnistunut luomaan tehokkaan ja muuttuvaan toimintaympäristöön ketterästi sopeutuvan johtamis- ja organisaatiomallin, mikä heijastuu yhtiön taloudelliseen menestykseen. Tämä on isossa kuvassa vahvimpia kilpailuetuja, mitä konsulttiyhtiö voi saavuttaa. Kevyestä organisaatiosta huolimatta Gofore myös toimittaa suuria hankekokonaisuuksia suurille asiakkaille ja yhtiön palvelualueet iskevät selvästi IT-palvelumarkkinan kasvaville alueille. Suurin kysymys Goforessa on yhtiön kyky monistaa nyt saavutettua menestystä ja organisaatiomallia laajemmille markkinoille yhtiön kasvaessa suurempaan kokoluokkaan.

## Vahvaa noin 20 %:n tuloskasvua liikevaihdon ajamana

Goforen 2010-luvulla voimakkaasti kasvaneet kohdemarkkinat ovat saavuttamassa kypsempää vaihetta ja arvoa luova kasvu on käynyt sektorilla haastavammaksi osaajakilpailusta ja yritysostokohteiden arvostusten noususta johtuen, vaikka kysyntä on yhä vahvaa. Gofore tavoittelee arviomaansa kohdemarkkinansa kasvua (15-25 %) nopeampaa kasvua. Yhtiön liiketoimintamalli ei skaalaudu ja yhtiön kannattavuus on jo huipputasolla, joten arvonluonnin on tultava liikevaihdon kasvusta tai yrityskaupoista. Vuonna 2019 odotamme kasvun olevan edelleen vahvaa (37 %), vaikka arvioimme liikevaihdon jäävän kunnianhimoisesta ohjeistuksesta. Kokoluokan kasvun ja heikon osaajasaatavuuden myötä odotamme kasvun hidastuvan 12-15 %:iin vuosina 2020-2021. Yhtiön organisaatiomallin ja yhtiön oman hyvän näkyvyyden tukemana odotamme EBITA-%:n säilyvän tavoitetulla erinomaisella 15 %:n tasolla lähivuosina.

## Osakkeen arvostus on maltillinen huomioiden tuottopotentiali

Goforen kautta pääsee sijoittamaan digitalisaatiomurrokseen laadukkaan yhtiön kautta ilman, että sijoittajana tarvitsee kantaa olennaista teknologiariskiä. Ennallaan olevilla ennusteillamme osakkeen 10x EV /EBIT ja 13x P/E (2019e) yhdistettynä lähivuosien ennustettuun noin 20 %:n tuloskasvuun tarjoaa näkemyksemme mukaan hyvän tuotto/riski-suhteen osakkeelle. Yhtiön tulos pohjainen arvostus on 18 % alle verrokkien tason, mikä viittaa matalaan arvostukseen huomioiden yhtiön sektoria nopeampi tuloskasvu. Lisäoptiona odotamme yhtiön jatkavan IT-palvelukentän konsolidaatiota, jossa yhtiö on tehokkaasti käyttänyt myös omaa osakettaan. Näkemyksemme mukaan yhtiön keskeisimmät riskit liittyvät yrityskauppoihin, kansainvälistymiseen ja tekijöiden saatavuuteen.

## Analytiikot



**Joni Grönqvist**  
+358 40 515 3113  
joni.gronqvist@inderes.fi



**Mikael Rautanen**  
+358 50 3460 321  
mikael.rautanen@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

Edellinen: Lisää



### 9,0 EUR

Edellinen: 9,00 EUR

Osakekurssi: 8,40 EUR

Potentiaali: 7,1 %

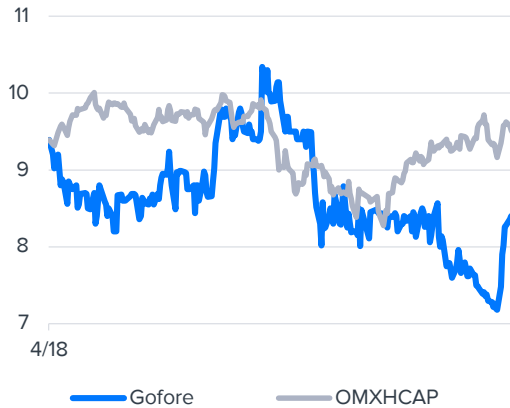
## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	51	69	80	89
<b>kasvu-%</b>	49 %	37 %	15 %	12 %
<b>EBIT oik.</b>	6,8	10,8	12,0	13,4
<b>EBIT-% oik.</b>	13,4 %	15,5 %	15,0 %	15,0 %
<b>Nettotulos</b>	4,7	7,0	7,8	9,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,42	0,64	0,71	0,79

<b>P/E (oik.)</b>	20,2	13,0	11,9	10,7
<b>P/B</b>	5,0	4,4	3,8	3,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,2 %	3,0 %	3,6 %	4,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,9	10,3	8,8	7,4
<b>EV/EBITDA</b>	14,5	10,2	8,6	7,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,0	1,6	1,3	1,1

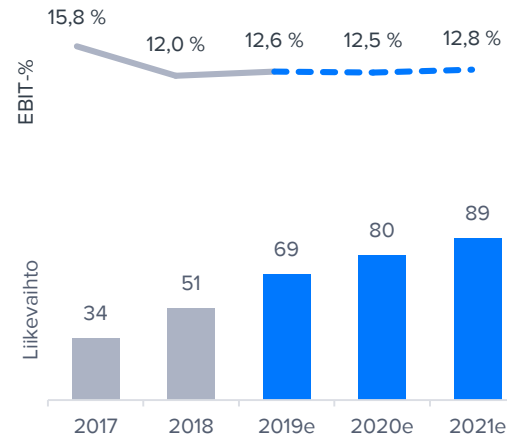
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys

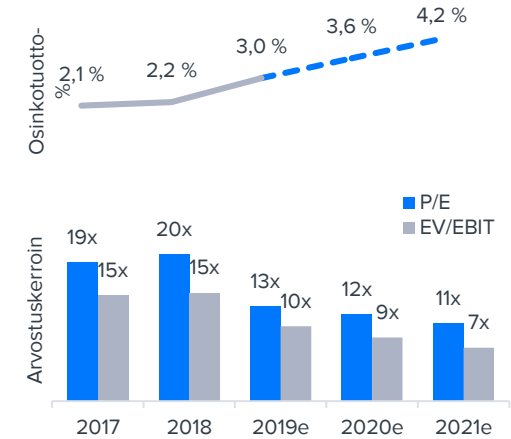


Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto



## Arvostus ja osinkotuotto



### Arvoajurit

- Saavutetun menestyksen monistaminen laajemmille markkinoille
- Vahvasti kasvavat markkinat
- Asemoituu kasvaville palvelualueille
- Organisaatiomalli ja kulttuuri kilpailuetuina

### Riskitekijät

- Kyky hallita kasvua
- Markkinatilanteen kääntyminen
- Henkilöstön vaihtuvuus ja palkkainflaatio
- Kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Yrityskaupat ja kansainvälistyminen
- Poliittinen riski, koska liiketoiminnassa korkea julkishallinnon osuus

### Arvostus

- Liikevaihdon kasvu ja yrityskaupat tärkeimpiä arvoajureita
- Vahvan tuloskasvun ja yhtiön kokoluokan myötä hyväksymme sektorin tasoisen arvostuksen
- Arvostus on laskenut houkuttelevalle tasolle

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-13</b>
IT-palvelumarkkinat	<b>14-20</b>
Kilpailu	<b>21-25</b>
Strategia	<b>26-28</b>
Historiallinen kehitys	<b>29-30</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>31-33</b>
Taulukot	<b>34-43</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>44</b>

# Gofore lyhyesti

Gofore on digitalisaation palveluyritys. Yhtiön palvelut kattavat digitalisaatioon liittyvän johdon konsultoinnin, palveluiden muotoilun ja rakentamisen sekä pilvipalvelut.

## 15-25 %

Goforen markkinoiden ennustettu kasvu-%

## Yli 15-25 % & 15 %

Goforen kasvun & EBITA-marginaalin tavoitteet

## 50 %

Goforen keskimääräinen vuosittainen kasvu (CAGR) 2009-2018

## 50,6 MEUR (+49 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

## 5,7 MEUR / 11 %

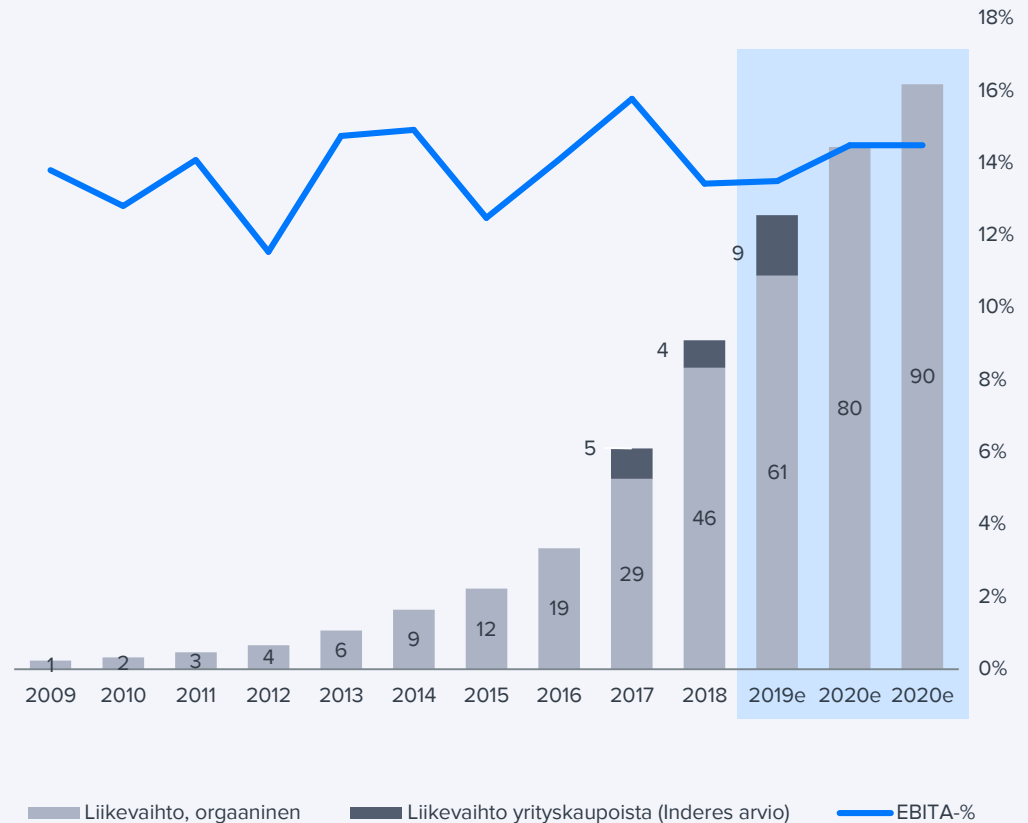
Kansainvälinen liiketoiminta ja osuus liikevaihdosta

## 6,8 MEUR (13,4 % lv:sta)

EBITA 2018

## ~610

Työntekijöitä 3/2019 (oma + alihankinta)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Yhtiökuvaus

### Digitalisaation asiantuntijayritys

Gofore on digitalisaation palveluyritys ja yhtiön palvelut kattavat johdon konsultoinnin, palveluiden muotoilun ja rakentamisen sekä pilvipalvelut. Goforella on vakuuttava kannattavan kasvun historia. Yhtiö on ollut voimakkaassa orgaanisessa kasvussa vuodesta 2009 lähtien (arviomme mukaan 46 % vuodessa) ja vuosina 2017-2018 yhtiö on kiihdyttänyt kasvua yritysostoilla. Kasvu on ollut myös erittäin kannattavaa keskimääräisen EBITA-marginaalin ollessa 14 % vuosina 2009-2018. Yhtiö on ollut menestyksenkäs erityisesti julkishallinnon asiakkaisissa Suomen markkinalla.

Verrattuna muihin listattuihin kotimaisiin IT-palveluyrityksiin Gofore profiloituu mielestämme selkeimmin organisaatioiden digitransformaation konsultiksi ja toteuttajaksi. Yhtiö siis tarjoaa ohjelmistokehitykseen koodariresurssseja siinä missä muutkin, mutta tämän lisäksi tärkeässä roolissa ovat kulttuuriin ja digitaalisen muutoksen toteutukseen liittyvät konsultointipalvelut sekä liiketoiminnan palvelumuotoilu. Vaikka Gofore mielletään ohjelmistokehitystalona, on sen liiketoiminnasta jopa puolet neuvonantoon liittyvää.

Gofore tarjosi perustamisesta vuonna 2002 vuoteen 2012 vielä pääasiassa vain ohjelmistokehityspalveluita, mutta tarjoomaa on tämän jälkeen laajennettu kattamaan johdon konsultointia, palvelumuotoilua, arkkitehtuurin hallintaa, hankehallinnan palveluita sekä pilvipalveluihin liittyvää ylläpito- ja asiantuntijatyötä. Nämä laajentumisaskeleet ovat osoittautuneet hyvin onnistuneiksi, sillä ne ovat vieneet yhtiötä jatkuvasti vahvempaan asemaan arvoketjussa ja irti pelkän asiakkaan resurssitoimittajan roolista.

## Organisaatiomalli menestyksen ajurina

Kuten monilla 2010-luvulla erinomaisesti menestyneillä IT-palveluyhtiöillä (Vincit, Futurice, Reaktor), myös Goforella kevyt organisaatiomalli ja työntekijälähtöinen kulttuuri ovat olleet keskeisiä menestystekijöitä. Huippuasiantuntijoihin keskittyvä kulttuurillisesti vahva yhtiö on ollut sektorilla erityisesti viime vuosina korostunut kilpailutekijä, kun osittain ylikuumentuneessa markkinassa kasvun kannalta ratkaisevaa on ollut kyky houkutelaa osaajia.

Goforen organisaatiomalli poikkeaa huomattavasti IT-sektorin vakiintuneista toimijoista sekä jonkin verran myös yhtiön lähimmistä verrokeista. Organisaatiomalliin ja kulttuuriin liittyvät tekijät ovat käytännössä hyvin vaikeasti kopioitavissa, minkä takia ne ovat tärkeitä kilpailuetuja. Goforen organisaatiomallin keskeisiä piirteitä ovat matala hierarkiaton rakenne, jossa ei ole liiketoimintayksiköitä, lähiesimiehiä, henkilö- tai yksikkökohtaisia kannusteita tai tavoitteita eikä budjetointia (johtamisvälineenä). Yhtiön koko tuotantohenkilöstö kuuluu Gofore Crew -yksikköön, jota tukevia toimintoja ovat myynti, markkinointi ja viestintä, taloushallinto, HR ja kansainvälinen kehittäminen.

Toisin kuin tyypillisesti alalla, Gofore ei ole myöskään organisoitunut palvelutarjoomien tai asiakastoimialojen mukaisesti, vaan kuka tahansa voi ottaa osaa minkä tahansa palvelun tuottamiseen asiakkaalle, kun projekti kohtaa osaamisen. Tätä varten yhtiöllä on käytössä itse kehitetty Hohto++ -järjestelmä, joka on ikään kuin osaamisen toiminnanohjausjärjestelmä. Kyky yhdistää asiakaskysyntä ja erilaiset osaajat on tärkeä kilpailutekijä ja tehokkuuden ajuri, missä digitaalisten työkalujen rooli korostuu tulevaisuudessa. Yhtiö hyödyntää johtamisessa vahvasti dataa ja analytiikkaa, joka on työntekijöille avointa ja läpinäkyvää.



## Goforen organisaatiomalli

- x Ei liiketoimintayksiköitä
- x Ei lähiesimiehiä
- x Ei budjetointia (johtamisen näkökulmasta)
- x Ei henkilö- / yksikkökohtaisia kannustimia tai tavoitteita
- x Ei yksiköiden välistä sisäistä laskutusta
  
- ✓ Koko tuotantohenkilöstö yhdessä yksikössä
- ✓ Sisäisten funktioiden tehtävä tuottaa palvelua henkilöstölle
- ✓ Johtamisessa apuna data, joka läpinäkyvää ja avointa

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Goforen toimintamalli perustuu vahvasti muutosnopeuteen ja teknologian kehityksestä johtuvaan jatkuvaan muutokseen. Käytännössä teknologian kehitys on niin nopeaa ja sen vaikutukset niin arvaamattomia, ettei sitä voida enää ennustaa riittävän luotettavasti. Siten Gofore rakentaa kilpailuetua ketterästä organisaatio-mallista, joka aistii jatkuvasti teknologian kehitystä ja pyrkii ketterän organisaation myötä reagoimaan muutoksiin muita nopeammin. Yhtiöllä ei ole esimerkiksi strategiavalintoina tiettyjä teknologioita tai osaamisia. Tämä on merkittävä ero verrattuna normaaliin malliin, jossa tulevaisuutta ja teknologian trendejä ennustetaan ja tämän jälkeen pyritään erikoistumaan tiettyihin osaamisiin ja teknologioihin. Goforen mukaan sen tärkein palvelutuote on jatkuva muutos.

Ymmärryksemme mukaan Gofore joutuu jatkuvasti mukauttamaan organisaatiomalliaan ja rakenteitaan sopeutuakseen entistä paremmin jatkuvaan muutokseen ja yhtiön kasvuun. Uusimmassa mallissa yhtenä teemana on kyvykkyyksien (10-15 kpl) ja niiden kehityksen parempi hallinta. Toisena teemana on yhtiön asiakkuusstrategia, jossa yhtiö pyrki erityisesti olemaan vahva Society (yhteisö), Industry (teollisuus) ja Business (operaattorit ja finanssi) liiketoiminta-alueilla. Uuden mallin myötä yhtiö pysty itse paremmin seurata organisaation olemassa olevien kyvykkyyksien ja uusien kyvykkyyksien kehitystä, ja saa samalla paremman kytkennän myyntiorganisaatioon.

## Päämarkkina Suomessa ja kasvun siemeniä kansainvälisesti

Goforen päämarkkina on Suomen IT-palvelumarkkina, minkä lisäksi yhtiö on tehnyt askeleita kansainvälistymiseen. Yhtiön henkilöstöstä suurin osa työskentelee Tampereella ja Helsingissä, loput Jyväskylässä sekä kansainvälisissä toimipisteissä. Yhtiön

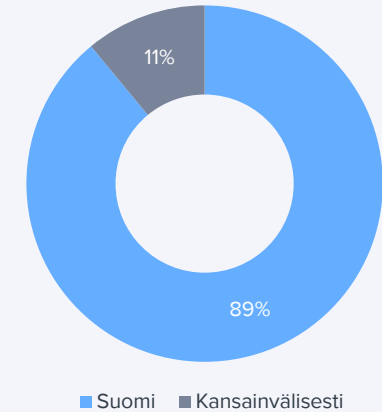
alueellinen strategia on ollut onnistunutta rekrytointien näkökulmasta, mikä on tukenut kasvua. Lisäksi yhtiö on vahvistanut osaamistaan kolmella yritysostolla, joista kaksi kilpailulla pääkaupunkiseudulla.

Kansainvälisen liikevaihdon osuus Goforen myynnistä oli viime vuonna 11 %. Kansainväliset toimipisteet sijaitsevat Ison-Britanniassa, Saksassa, Espanjassa ja uusien toimisto Virossa.

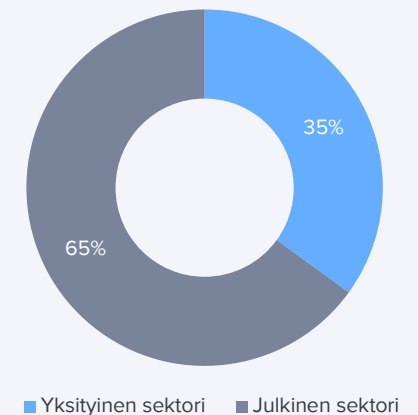
Asiakkaista kilpaillessa Gofore syö monien muiden pienten toimijoiden tavoin markkinaa suuremmilta IT-generalisteilta keskittymällä IT-markkinan kasvaville palvelualueille. Yhtiö on etenkin julkishallinnossa onnistunut poikkeavalla toimintamallillaan syrjäyttämään vakiintuneita toimijoita. Pääkilpailijoita ohjelmistokehityksessä ja palvelumuotoilussa ovat muun muassa Solita, Futurece, Reaktor, Nitor, Tieto, CGI ja Diga.

Johdon konsultoinnissa kilpailijoita ovat muun muassa Accenture, PwC, Deloitte, KPMG ja Sofigate. Pilvipalveluissa kilpailijoita ovat esimerkiksi Nordcloud ja Cybercom.

## Maantieteellinen liikevaihto 2018



## Liikevaihto asiakassektoreittain 2018



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

## Vahva asiakaskunta erityisesti julkishallinnossa

Goforen kasvu on perustunut vahvasti yhtiön menestykseen julkishallinnon sektorilla (osuus liikevaihdosta 65 %). Goforella on selkeästi ymmärretty julkishallinnon ostoprosessi ja kuinka tätä asiakaskuntaa palvelaan. Yhtiön suurimpia asiakkaita viime vuosina julkishallinnossa ovat olleet Väestörekisterikeskus ja ELY-keskusten sekä TE-toimistojen kehittämis- ja hallintokeskus (KEHA-keskus). Yhtiö lähti panostamaan voimakkaasti julkisen sektorin asiakkaisiin vuonna 2010, kun se tunnisti oikea-aikaisesti sektorilla kasvavan tarpeen ketterälle toimintatavalle sekä eettiselle toimijalle. Tällä tarkoitamme julkishallinnon tahtotilaa päästä irti IT-ostamisen toimintamalleista, joissa ne joutuvat lukittumaan yksittäisiin IT-toimittajiin ja niiden ohjelmistoihin tai infraan. Goforen keskeisenä kilpailutekijänä on ollut teknologiariippumattomuus sekä arkkitehtuurin ja ohjelmistokehityksen pitäminen toisistaan erillään, jolloin asiakas voi luottaa toimittajan tavoittelevan ainoastaan asiakkaalle parasta ratkaisua. Erityisesti palveluarkkitehtuurin ja hankehallinnan osaaminen ovat olleet Goforen keskeisiä kilpailuetuja julkishallinnossa. Yhtiö voi esimerkiksi toimittaa hankkeita, joissa sen rooli on johtaa kilpailijan toimittamia osaajaresursseja. Julkisen puolen neuvonanto osaaminen vahvistui entisestään Silver Planet -yrityskaupan myötä.

Julkisen sektorin lisäksi Goforen asiakaskunta koostuu muun muassa liikenne-, terveys-, teollisuus-, palvelu-, kauppa-, ja finanssialan toimijoista. Yksityisen sektorin asiakkaiden osuus liikevaihdosta oli viime vuonna 35 % ja yhtiön yhtenä tavoitteena on laajentaa asiakaspohjaa yksityisellä sektorilla. Yksityisen puolen asiakaskunta laajeni erityisesti Leadin-yrityskaupan myötä.

## Liiketoimintamalli

### Puhdas asiantuntijayritys

Gofore on puhdas huippuasiantuntijayritys, eli yhtiön liiketoimintamalli perustuu täysin konsultointiin. Yhtiöllä ei ole ohjelmistotuotteita eikä muiden ohjelmistojen jälleenmyyntiä. Pilvipalveluissa yhtiö keskittyy pääpainolla pilvitransformaation konsultointiin ja itse pilvikapasiteetin jälleenmyynti on toissijaista ja pienimuotoista.

Gofore myy asiantuntijoitaan pääasiassa tuntilaskutuksella. Yhtiön yhtenä strategisena tavoitteena on pyrkiä järjestämään liiketoiminta niin, että se ei kanna asiakkaidensa riskejä omassa liiketoiminnassaan. Tuntilaskutukseen perustuva liiketoimintamalli on ollut sektorilla viime vuosina yksi yhdistävä tekijä parhaiten kannattaneiden yritysten välillä. Suurempia projekteja kiinteämpihintaisilla projektimalleilla toimittavilla IT-taloilla projektirisikit ovat usein rasittaneet kannattavuutta. Lisäksi suurempiin hankkeisiin ja asiakaskokoluokkiin siirtyäessä asiakkaan neuvotteluvoima tyypillisesti paranee.

Kuten alalle on tyypillistä, Gofore käyttää omien asiantuntijoiden ohella alihankintaa tarpeen mukaan vastatakseen kysynnän vaihteluihin ja hankkiakseen osaamisia, joita se ei itse tarjoa. Yhtiö tavoittelee selkeästi kilpailuetua alihankkijaverkon tehokkaasta hallinnasta sekä pyrkii rakentamaan hyvän kumppanin mainetta myös alihankkijoille, mikä on mielestämme sektorilla erottuva strategia. Ulkopuoliset palvelukulut olivat 16 % liikevaihdosta vuonna 2018 (2017: 12 %).

### Goforen palvelualueiden kokonaisuus

Goforen palvelualueet kattavat melko laajasti digitaaliseen muutokseen liittyvät osaamiset. Monien muiden toimijoiden tavoin myös Gofore on rakentanut palvelukokonaisuutta, joka kattaa asiakkaan elinkaaren

eri vaiheet ja antaa yhtiölle kyvykkyydet toimittaa laajoja kokonaisuuksia digitaaliseen muutokseen liittyen. Goforen mukaan kuitenkin eri palvelualueiden ristiinmyynti on sen ajattelussa toissijaista, koska se pyrkii toimimaan aina asiakasarvo edellä. Yhtiön mukaan sen tärkein palvelutuote on ajantasaisuus ja jatkuva muutos.

### Tyypilliset asiakkuudet

Organisaatiot hakevat IT-toimittajien ratkaisuilla tyypillisesti kahta asiaa: toiminnan erilaistamista tai toiminnan tehokkuutta. Digitalisaatio-ratkaisuissa puhutaan tyypillisesti enemmän erilaistamisesta, kun taas ”perinteisempi IT” hakee organisaation sisäiseen toimintaan lisää tehokkuutta. Gofore profiloituu vahvemmin ensimmäiseen, eli yhtiön tyypilliset asiakkaat hakevat ensisijaisesti digitalisaatoratkaisulla erottumista ja toiminnan muutosta.

Goforen mukaan sen tyypillisesti asiakas havaitsee toimintaympäristön muuttuneen ja näkee tarpeen reagoida sen aiheuttamiin uhkiin tai mahdollisuuksiin. Asiakkaalla on tahtotila tehdä asioita eri tavalla ja muuttaa toimintaa. Goforen liikkeenjohdon konsultoinnin rooli on auttaa asiakasta digitalisaatiostrategian ja kulttuurimuutoksen näkökulmasta. Tätä seuraa liiketoimintalähtöinen palvelumuotoilu, mistä edetään palvelumuotoilun ja designin kautta prototyyppeihin ja lopulta itse palveluiden rakentamiseen käytännössä. Konsultoinnin rooli on tukea asiakasta myös kulttuurimuutoksessa, joka on teknisen ratkaisun ohella usein kriittistä digitalisaation edellyttämän muutoksen onnistumisessa.

Goforen asiakasprojekteissa työskentelevät tiimit ovat tyypillisesti kooltaan 3-5 henkilöä, mutta suuremmissa hankkeissa voi työskennellä 20-30 henkilön tiimejä.



## Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt

## Toiminnot



Rekrytointi, HR

Myynti, markkinointi ja viestintä

Gofore Crew (tuotanto)

Kansainvälinen kehittäminen

## Osaamisalueita

Neuvonanto

Arkkitehtuuri

Ohjelmistokehitys

Pilvipalvelut



Alihankkijat, resurssivuokraajat

## Liiketoimintaidea

Gofore tarjoaa asiantuntijapalveluita organisaatioiden digitaaliseen muutokseen

# GOFORE

- Digitaalisen muutoksen toteuttaja
- Laaja palvelutarjoama digitaaliseen muutokseen
- Matala ja itseohjautuva organisaatorakenne
- Poikkeuksellinen työntekijä- ja asiakaskokemus

## Tavoitteet

Gofore ohjeistaa vuoden 2019 liikevaihdon olevan 71-79 miljoonaa euroa & Yhtiö tavoittelee lähivuosina yli 15-25 %:n liikevaihdon kasvua ja 15 %:n liikevoitto-%

## Kilpailu



IT-generalistit

Ketterät ohjelmistokehittäjät

## Asiakassegmentit



Aluehallinto ja kunnat

Teollisuus

Valtionhallinto

Opetus

Liikenne ja Logistiikka

Media ja telecom

Finanssi

## Kustannusrakenne

495 hlö (2018)  
44 m€ (2018)



Henkilöstökulut (63 % kustannuksista)



Ulkopuoliset palvelut (18 %)



Liiketoiminnan muut kulut (19 %)

Julkisen- ja yksityisen Sektorin asiakkaat



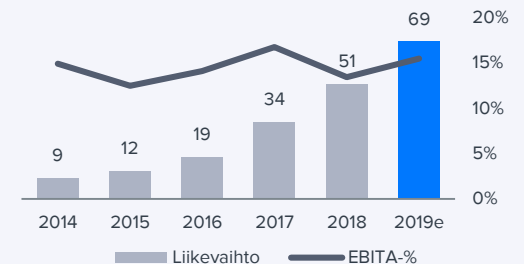
65%



35%

## Tulovirrat

Liikevaihto 51 m€  
EBITA 6,8 m€ (2018)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Goforen noin 20 hengen myyntitiimistä useimmat tekevät myös laskutettavaa asiakastyötä. Tämä kuvastaa hyvin yhtiön tehokasta organisaatiomallia, mikä selittää myös vahvaa kannattavuutta. Lisäksi Gofore pyrkii joukkoistamaan myyntiä koskemaan koko organisaation henkilöstöä ja kannustaa kaikkia asiakasrajapinnassa työskenteleviä tarttumaan myyntimahdollisuuksiin, joka erottaa yhtiötä useaista kilpailijoistaan.

Julkishallinnossa Goforen suurimmat asiakkuudet perustuvat monivuotisiin sopimuksiin, sillä asiakkaat kilpailuttavat henkilöresursseja usein useaksi vuodeksi kerrallaan. Asiakas valitsee hankkeeseen tyypillisesti useita toimittajia ja asiakkuuksien sisällä on mahdollista kasvaa merkittävään rooliin riippuen hankkeiden onnistumisesta. Yhtiön mukaan julkishallinnossa sen asema asiakkuuksissa on parantunut sitä mukaa, kun asiakas on omaksunut Goforen toimintatavan verrattuna kilpailijoihin.

## Hohto++ -järjestelmä

Gofore kehittää omaa johtamisen työkaluaan, jonka avulla on tarkoitus pystyä mittaamaan ja johtamaan liiketoiminnalle keskeisiä seikkoja, kuten asiakas- ja henkilöstötyytyväisyyttä, myyntiä ja resursointia. Tarkoitus on tietoa keräämällä ja sitä reaaliaikaisesti analysoimalla ja jakamalla mahdollistaa yhtiön matalahierarkkinen johtaminen myös isommissa yrityskoossa ja kansainvälisesti. Samalla yhtiö rakentaa järjestelmän kautta valmiutta digitalisoida omaa liiketoimintaansa. Hohto++ -järjestelmän kehitykseen sitoutuu Goforella noin 10 henkilön resurssit. Kyseessä on tuloksen kannalta merkittävä panostus yhtiölle, koska vaihtoehtoisesti tällä henkilömäärällä voitaisiin tehdä yli miljoonan euron edestä laskutusta. Ymmärryksemme mukaan vajaa puolet kehityksestä on tutkimusluonteista ja johon yhtiö saa Tekesiltä rahoitusta.

IT-yhtiöille ei ole uutta oman toiminnan kehittäminen itsekehitettyillä ratkaisuilla. Esimerkiksi Goforen kilpailijoista Vincitillä on myös itse kehitetty johtamisen palvelutyökalu LaaS. Ymmärryksemme mukaan Hohto++ on huomattavasti laajempi palveluyrityksen toiminnanohjauksen kokonaisuus, kun taas LaaS on johtamisen työkalu. Vastaavasti Siilillä on myös itsekehitetty osaamisenhallinnan järjestelmä Knome. Vincit pyrkii kuitenkin Goforesta ja Siilistä poiketen myös kaupallistamaan tuotteensa.

Hohto++ -palvelun lanseeraaminen SaaS (Software as a Service) -palveluna kansainvälisesti on yksi Goforen julkisesti kertoma strateginen mahdollisuus. Järjestelmä ei ole kuitenkaan vielä riittävän kypsä tähän. Mikäli tuote kypsyy ja sitä lähdetään kaupallistamaan, tulee Gofore kohtaamaan haasteita sen suhteen, kuinka listattuna palveluyhtiönä investoida uuteen SaaS-liiketoimintaan. Tämä johtuu siitä, että palveluyhtiön toimintalogiikka ja arvonmuodostuksen logiikka ovat hyvin erilaisia kuin SaaS-liiketoimintamallissa.

# Sijoitusprofiili

## Digitaalisen muutoksen toteuttaja

Gofore profiloituu sijoittajille teknologiasektorin kannattavan kasvun palveluyhtiönä. Yhtiön kautta pääsee sijoittamaan digitalisaatiomurrokseen laadukkaasti yhtiön kautta ilman, että sijoittajana tarvitsee kantaa olennaista teknologiariskiä tai ottaa näkemystä teknologian kehityssuunnasta. Pitkän aikavälin kysyntäfundamentit yhtiön toimialalla ovat erinomaiset, kun eksponentiaalisesti kehittyvät teknologiat muuttavat yritysten ja organisaatioiden toimintaympäristöjä kiihtyvällä vauhdilla. Toimintaympäristön muutos tarkoittaa aina muutostarpeita organisaatioiden kulttuuriin, johtamiseen ja IT-ratkaisuihin. Goforen liiketoiminta elää tästä muutoksesta, mikä on sektorilla erottuva lähestymistapa IT-palvelumarkkina.

Goforen konsulttityöhön perustuvassa liiketoimintamallissa ei ole skaalautuvuutta, mutta vastaavasti riskitaso on maltillisempi ja kassavirrat vakaampia ja ennustettavampia. Yhtiö ei kanna projektiriskejä liiketoiminnassaan, mikä alentaa olennaisesti riskitasoa. Kuten monet muut yhtiöt sektorilla ovat osoittaneet (esim. Siili), omistaja-arvon luonti ei ole liiketoimintamallin skaalautuvuudesta riippuvainen.

Verrattuna lähimpiin verrokkeihin, profiloituu Gofore IT-palvelusektorilla selkeimmin asiakkaan digitaalisen muutoksen toteuttajana. Yhtiöllä on paljon vastaavia palvelualueita kuin sen verrokeilla, mutta lähestymiskulma on hieman erilainen. Selkein erottava tekijä on yhtiön johdon konsultoinnin osaaminen.

Gofore on kasvulla ja kannattavuudella mitattuna selkeästi sektorin parhaimmistoa ja viime vuonna nähty kannattavuuden pieni pudotus korjattiin todella nopeasti, joten yhtiö on todistanut toimintamallinsa toimivuuden. Yhtiön keskeisin kilpailuetu perustuu mielestämme kulttuuriin sekä johtamis- ja

organisaatiomalliin. Näiden tekijöiden tuoman kilpailuedun vahvuutta on vaikea arvioida, mutta toistaiseksi numerot puhuvat puolestaan.

## Vahvuudet

- Gofore asemoituu IT-markkinan kasvaville palvelualueille, sen tarjoama on kokonaisvaltainen ja yhtiöllä on vahvaa osaamista sen palvelualueilla.
- Yhtiöllä on kokemusta suurten hankkeiden toimituksista ja suurten asiakkaiden palvelemisesta, joten Gofore on pystynyt aidosti yhdistämään suurten toimijoiden toimituskyvykkyyttä ja pienen toimijan ketteryyden etuja.
- Gofore on uudistanut julkishallinnon IT:n ostamista ja yhtiöllä on selkeästi julkishallinnon palvelemiseen ja ostoprosessiin liittyvää osaamista, jota monilla kilpailijoilla ei ole. Julkishallinto on yleisesti tunnettu IT-yhtiöille vaikeana ostajana, mutta Gofore on todistanut pystyvänsä kasvamaan voimakkaasti ja toimimaan hyvin kannattavasti tässä markkinassa.
- Goforen kulttuuri ja poikkeuksellinen matala organisaatiomalli ovat arviomme mukaan huomattavan kestäviä kilpailuetuja. Erityisesti normaalien hierarkisten organisaatioiden on erittäin vaikeaa uudistaa rakenteitaan Goforen kaltaiseen hierarkiattomaan organisaatiomalliin, joka näyttäisi tällä hetkellä olevan yksi menestyviä toimijoita yhdistävä tekijä IT-palvelumarkkinalla. Lisäksi yhtiö on näyttänyt pystyvänsä yllättävän nopeasti korjaamaan ilmenneitä ongelmia, joka perustuu arviomme mukaan yhtiön organisaatiomalliin ja kulttuuriin.

## Mahdollisuudet

- Isossa kuvassa Goforen tähän mennessä saavuttaman menestyksen monistaminen edelleen

laajemmille markkinoille kotimaassa ja kansainvälisesti on ylivoimaisesti kiinnostavin mahdollisuus osakkeessa.

- Goforen markkinanäkymät ovat vahvat ja yhtiöllä on tällä hetkellä selkeä kilpailuetu rekrytoinneissa, mikä mahdollistaa muita nopeamman kasvun.

## Heikkoudet

- Goforen kannattavuus on jo lähellä täyttä potentiaalia, minkä takia arvonnun tulle tapahtua liikevaihdon kasvun tai yrityskauppojen kautta.
- Yhtiön liiketoimintamalli ei tarjoa olennaista jatkuvuutta ja pysyvyyttä heikentyvän kysynnän tilanteessa.
- IT-markkinan osajakilpailu ja kohonnut kustannusinflaatio rasittaa myös Goforen kykyä tehdä kannattavaa kasvua.

## Riskit

- Yhtiön kyky säilyttää sen yrityskulttuuri ja hallita kasvua on keskeisin riskitekijä osakkeelle. Samassa kokoluokassa olevilla Siilillä ja Vincitillä ilmeni viime vuonna voimakkaan kasvun tuomia haasteita, kun rakenteita on jouduttu uudistamaan.
- Työntekijöiden vaihtuvuuden kasvu ja palkkainflaation nousu voi rasittaa marginaaleja.
- Kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistumiset voivat nostaa riskitasoa. Solinor-kauppa aiheutti vaihtuvuutta ja yrityskauppojen korkeat arvostukset eivät tarjoa turvamarginaalia epäjatkuvuudelle.
- Yhtiö on melko riippuvainen suurimmista asiakkaistaan sekä julkishallinnon asiakkaista.

# Sijoitusprofiili

1.

Toimii kasvavilla palvelualueilla

2.

Kilpailuetu rekrytoinnissa

3.

Organisaatio- ja johtamismallien innovaatio

4.

Hyvä kasvu ja kannattavuus

5.

Matala pääoman tarve

## Potentiaali



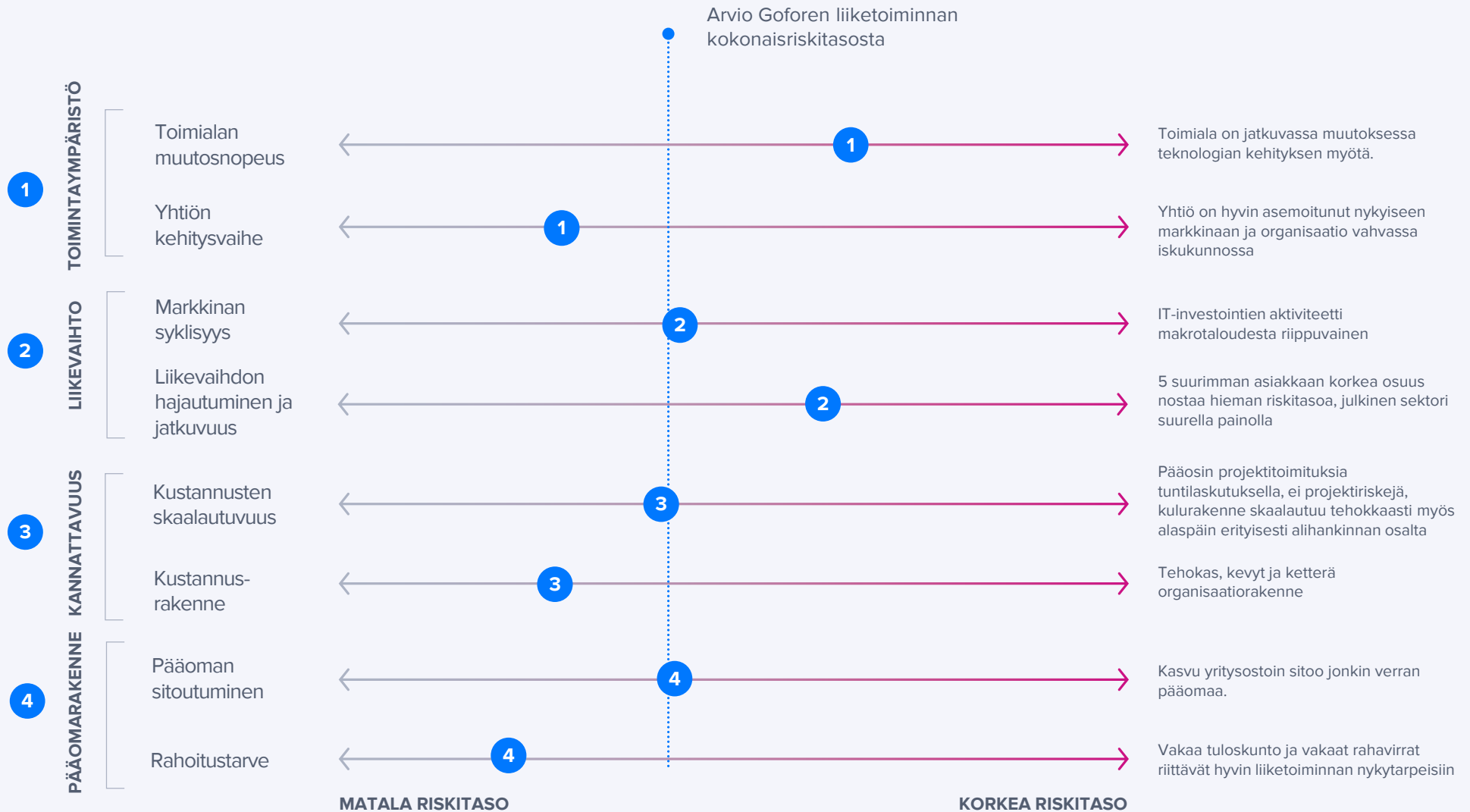
- Menestyvän toimintamallin monistaminen
- Markkinanäkymät Goforen palvelualueilla vahvoja
- Vahva työntajakuva mahdollistaa markkinoita vahvemman orgaanisen kasvun

## Riskit



- Kyky hallita kasvua
- Markkinatilanteen kääntyminen
- Kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Työntekijöiden vaihtuvuus ja palkkainflaatio
- Yrityskaupat ja kansainvälistyminen

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# IT-palvelumarkkinat 1/5

## Markkinan koko ja määritelmä

### Markkinan koko ja määritelmä

Suomen ICT-kokonaismarkkina on Gartnerin arvion mukaan hieman yli 7 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Markkina kasvoi viime vuonna 3,9 % Gartnerin arvion mukaan. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa ja lähivuosien kasvuennuste 2-3 % (IDC).

IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on kuitenkin hämartyksessä, kun IT:n rooli on nousemassa digitalisaation myötä konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 19). Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, design ja palvelumuotoilu.

### Markkinan kasvunäkymät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat erinomaisia. Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatumalla riskillä.

Suomen IT-markkinan kasvuennuste lähivuosille on noin 4 % (Gartner). Markkinan voidaan odottaa kasvavan selvästi yleistä taloutta nopeammin, joskin makrotalouden tilanne voi vaikuttaa herkästi IT-investointien aktiviteettiin tietyillä palvelualueilla.

Etenkin kokeiluluontoisempia uusien digipalveluiden kehitysinvestointeja saatetaan jarruttaa nopeasti, mistä OP Ryhmä antoi sektorille viime vuonna muistutuksen. Liiketoimintakriittisissä sovelluksissa taantumakestävyys on selvästi vahvempaa. Goforen oman arvion mukaan sille relevantti uusien digitaalisten palveluiden markkina kasvaa 15-25 %:n vuosivauhtia.

IT-markkina Suomessa on ollut erittäin hyvässä vedossa nyt yli 3 vuoden ajan ja suotuisa markkina on tarjonnut monille sektorin toimijoille voimakkaan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden (sivu 25). Edellisestä heikosta jaksosta ei kuitenkaan ole pitkää aikaa. Vuodet 2010-2015 markkina käytännössä polki paikallaan Suomen taloustilanteen takia. Markkinassa nähtiin vuoden 2016 aikana selkeä piristyminen, joka on sen jälkeen kiihtynyt. Taustalla on ollut Suomen talouden piristyminen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen digitalisaatioon. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat nyt siirtymässä kiihtyvällä tahdilla puheista tekoihin digitalisaatioissa, kun organisaatioissa on alettu ymmärtää mitä digitalisaatio tarkoittaa omalle liiketoiminnalle ja mitä investointeja se edellyttää. Teknologian aiheuttama toimintaympäristöjen muutos on myös tuonut kiireellisyyden tunnetta antamaan vauhtia investoinneille. Tämä on markkinan kasvua ajava trendi, joka todennäköisesti jatkuu vahvana lähivuosina teknologian nopean kehityksen myötä.

Gofore on onnistunut pääsemään markkinan kasvuun hyvin kiinni asemoitumalla IT-markkinan nopeimmin kasvaville palvelualueille ja toisaalta yhtiö ei ole kärsinyt perinteisten palvelualueiden kysynnän hiipumisesta. Yhtiö on ollut Suomen voimakkaimmin kasvaneita IT-palveluyhtiöitä jo useiden vuosien ajan.

### IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt Suomeen

lukuisia uusia toimijoita ja menestystarinoita.

Ennen digitalisaatiomurroksen käynnistymistä asiakasorganisaatioiden kysyntä IT-markkinalla painottui hyvin vahvasti konehuoneen puolelle liiketoiminnan ja prosessien tehokkuutta parantaviin sekä kustannussäästöjä tuoviin IT-ratkaisuihin. Luonnollisesti IT-palveluyritysten palvelutarjoama painottui ja rakentui tällä aikakaudella näiden ratkaisujen ympärille.

Digitalisaatiomurroksen ja talouden piristymisen myötä IT:n ostaminen on kuitenkin muuttunut, mikä on edellyttänyt IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa. Markkinalla on käynnissä voimistuva siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei enää riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys eikä tietohallinto ja tukitoiminnot. Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Digitalisaation strategisen roolin takia IT:stä on myös tullut ylimmän johdon asia, mikä on merkittävä muutos verrattuna perinteiseen tietohallintoa palvelemaan maailmaan.

Markkinan murros on luonut voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uudelle aikakaudelle syntyneille toimijoille (kuten Futuree, Solita, Reaktor, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoomaltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Uusia merkittävän kokoluokan saavuttaneita ja kasvavia, muutama vuosi sitten vielä täysin tuntemattomia nimiä nousee edelleen markkinalle kiihtyvällä tahdilla. Samalla perinteiset toimijat ovat olleet hitaita mukauttamaan tarjontaansa ja kulttuuriaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää. Käytännössä kaikki toimijat ovat reagoineet muutoksen hankkimalla uusia osaamisalueita usein reaktiivisesti yritysostoin, mikä on kiihdyttänyt samalla markkinan konsolidaatiota.

# IT-palvelumarkkinat 2/5

IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina kasvaviin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan voidaan arvioida viisi vuotta sitten jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako kääntyy lähivuosina 50/50 % tasolle (sivu 20). Tämä on kuvastanut markkinan historiallista kehitystä, jossa digipalvelut ovat olleet usein yksittäisiä irrallisia pisteratkaisuja ("shadow IT"). Markkinan kahtiajakaminen muuttuu tulevaisuudessa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä. Selkeänä trendinä markkinalla onkin nyt nähtävissä IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohitaan. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle.

Ei ole sattumaa, että viime vuosina IT-generalistien tehdessä mittavia irtisanomisia 2010-luvulla samaan aikaan monet pienet, liiketoimintalähtöiset IT-talot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Kahtiajako "perinteisen IT:n" ja "nousevan IT:n" välillä on ollut mielestämme yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin markkinasta löytyy esimerkiksi Siilin, Vincitin, Solitan, Goforen, Reaktorin ja Futuricen kaltaisia menestystarinoita. Toisaalta perinteisen IT-kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain Tiedon ja CGI:n kaltaisten toimijoiden vaatimatonta kasvua ja mittavia irtisanomisia Suomessa. Toinen syy pienten ketterien toimijoiden menestykselle on ollut arviomme mukaan niiden

organisaatio- ja johtamismallien innovaatio. Näitä toimijoita yhdistää tyypillisesti kevyt itseohjautuviin tiimiehin perustuva organisaatiomalli, mikä on tuonut niille tehokkuutta, muutosnopeutta ja ketteryyttä sekä kilpailuetua osajakilpailussa.

IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatus murroksen myötä läpi merkittävän muutoksen viimeisen 10 vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia markkinamuutosten ennustamisesta tulee yhtiöille entistä vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutostyky kilpailuetuna korostuu.

## Markkinan sisäinen jakautuminen ja kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 19) seuraavasti:

- 1. Uusien digitaalisten palveluiden markkina**, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätelöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava (arvioimme >20 %) osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen reilun 5 vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Bitfactor ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on matala alalle tulon kynnyks.
- 2. IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina**, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätelöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä erityisesti IT-generalistit (kuten Tieto ja CGI). Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista korkea alalle tulon kynnyks.

- 3. IT-alustojen markkina**, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten Tieto, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnyks korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä voimakas uusjako, mikä on syntynyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

Näiden kolmen markkinan läpi leikkaavia palvelualueita ovat muun muassa data ja analytiikka, integraatio, kyberturva sekä ohjelmistorobottiikka.

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheessa (digikonsultointi, palvelumuotoilu ja design), sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Tämä on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina ja käytännössä kaikki suuremmat palvelumuotoilu- ja designtoimistot on viime vuosina imuroitu pois Suomen markkinalta. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin pääosin heikolla menestyksellä. Strategiakonsultoinnin haasteena IT-yhtiöille on intressiristiriita IT-hankkeiden toimituksen kanssa.

Selkein uusi suuntaus sektorin toimijoilla on elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän nyt yhä voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet ovat risteämässä ja raja "uuden" ja "perinteisen" IT:n välillä hämärtyy.

# IT-palvelumarkkinat 3/5

Taustalla on molempien toimijoiden pyrkimys rakentaa laajempien kokonaisratkaisujen toimituskyvykkyys läpi asiakkaan elinkaaren, kun asiakasorganisaatiot siirtyvät uusien digipalveluiden kokeilusta ja suunnittelusta vaiheeseen, jossa uudet ratkaisut pitää integroida laajamittaisesti koko yrityksen prosesseihin sekä järjestelmiin. Pienten ohjelmistokehittäjätalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi myös kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

## **Ylläpito- ja taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta**

IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä isossa kuvassa vielä luonteeltaan melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirtymässä vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja niihin liittyvää dataa tulee pystyä integroimaan yhä tiiviimmin asiakkaan taustajärjestelmiin, jotta uusista ratkaisuksista saadaan täysi liiketoiminnallinen hyöty irti. Taustajärjestelmissä asiakkailla on samalla kasvava tarve modernisoida järjestelmiä, koska vanha toiminnanohjausjärjestelmä saattaa toimia jarruna digitalisaatioratkaisujen kehitykselle. Siten pitkään hitaasta kasvusta kärsineen toiminnanohjausjärjestelmien markkinan luonne muuttuu ja markkinalla on nähtävissä jo valoa. Myös integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu.

Taustajärjestelmäosaamisen alueella kilpailukenttä on vakiintuneempi, alalle tulon kynnyks korkeampi, asiakassuhteet hyvin etabloituneita ja osaamisalueena nämä kyvykkyudet ovat vaikeita rakentaa. Kyseistä osaamista löytyy ainakin jossain määrin lähes kaikilta perinteisimmiltä IT-palveluyhtiöiltä, kun taas nuoremmilla ketterillä ohjelmistokehitysyhtiöillä tämä osaaminen on vähäisempää.

## **Osaajien saatavuus rajoittaa markkinan kasvua**

IT-markkinan suotuisasta kysyntätilanteesta johtuen

viimeisten vuosien aikana markkinan kilpailu on kääntynyt yhä voimakkaammin asiakkaista osaajien erityisesti ohjelmistokehityksessä. Sektorin yhtiöiden kanssa käymiemme keskustelujen perusteella monien kasvua olennaisesti rajoittaa osaajien saatavuus. Viime aikoina jotkin toimijat ovat kommentoineet osaajakilpailun saaneen jo epäterveitä piirteitä.

Raju osaajakilpailu on viimeisen 5 vuoden aikana korostanut kulttuuria ja rekrytointiosaamista yritysten kilpailutekijänä. Voittajia tässä trendissä ovat viime vuosina olleet selkeästi pienet ja ketterät toimijat, jotka usein erottuvat kulttuurilla ja organisaatiomallilla. Näitä toimijoita ovat olleet esimerkiksi Vincer, Reaktor, Futurice, Solita ja Gofore. Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaansa myös uusiin kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin ja alueellinen strategia on ollut myös tärkeä kilpailutekijä.

IT-yhtiöiden asiakkaat ovat myös havainneet, että digitalisaatio on jatkuva prosessi, jota ei voi hankkia vain projektina IT-toimittajalta. Tämän takia myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan yhä enemmän samoista osaajista, mikä on kiristänyt osaajakilpailua.

IT-palvelumarkkinan osaajatarjonta on ollut 2010-luvulla verrattain hyvää, kun suuret generalistit (kuten Tieto ja CGI) ovat vähentäneet väkeään ja Nokia-arvoketjun romahdus on tuonut uusia osaajia markkinalle. Nyt monien sektorin toimijoiden kasvua ruokkinut markkinan hyvä osaajatarjonta on normalisoitumassa. Uusia osaajia valmistuu kouluista rajallinen määrä, mikä taas ei riitä tyydyttämään yhtiöiden kasvutavoitteita. Toimialan nopean rakennemuutoksen takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei myöskään arviomme mukaan ole vastannut markkinan kysynnän tarpeisiin ja markkina kärsii kohtaanto-ongelmasta. Tarve vanhasta teknologiakeskeisestä insinööriosajasta on siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka osaavat yhdistää teknologian lisäksi luovuuden ja liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palveluyrityksille

vaikea kyvykkyys rakentaa, sillä niiden kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Samaan aikaan monet suuret IT-palveluyhtiöt ovat nähneet irtisanomiset tehokkaampana keinona verrattuna henkilöstön uudelleen kouluttamiseen, mikä on vaurioittanut niiden työnantajakuva ja kulttuuria.

Arviomme mukaan IT-markkinalla tullaan siirtymään seuraavaksi ylikorostuneen osaajakilpailun jälkeen vaiheeseen, jossa kilpailullinen fokus ja kilpailuedun lähteet siirtyvät osaajista asiakkaisiin. Osaajakilpailusta on tullut uusi normaali ja siitä on enää vaikea saada markkinalla selkeää kilpailuetua. Hyvä työnantajakuva on siten nykyään enemmänkin pääsylippu peliin.

## **Kustannusinflaatio ja hinnoitteluympäristö**

Kiristyneen osaajakilpailun aiheuttaman kasvurasitteen lisäksi IT-sektorin kustannusinflaatio on nostanut päätään, vaikka palkka toimii osaajakilpailussa toissijaisena kilpailutekijänä. Eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella palkkainflaatio oli viime vuonna vajaan 5 %:n tasolla. Hyvästä kysyntätilanteesta huolimatta markkinalla on tuntuva hintakilpailua johtuen monien kasvutavoitteista ja lisäksi suuret asiakasorganisaatiot ovat vaativia ostajia. Yhtiöiden kommenttien perusteella kiihtynyttä kustannusinflaatiota ei ole saatu vietyä täysin eteenpäin hintoihin, koska monilla pitkäaikaiset puitesopimukset vaikeuttavat tätä. Tämä on jo rasittanut sektorin kannattavuuksia. Yleisesti sektorin hinnoitteluympäristö on terveellä tasolla ja esimerkiksi tuntuva offshore-toiminnoista syntyvää rajua hintapainetta ei markkinalla ole aistittavissa. Useat sektorin toimijat ovat kertoneet etsivänsä arvontuottoon pohjautuvia hinnoittelumalleja, mutta käsityksemme mukaan asiakkaiden halu siirtyä tällaisiin hinnoittelumalleihin on heikkoa ja yleisesti hinnoittelu perustuu asiantuntijatyön myyntiin.



# IT-palvelumarkkinat 4/5

## Markkinan trendit

### Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

Digitalisaatiomurros ajaa näkemyksemme mukaan asiakkaiden ostokäyttäytymistä seuraaviin trendeihin, joissa on sekä hyötyjiä että häviäjiä:

- Suuria, monivuotisia korkean riskin erp-projekteja (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämä markkina hiipuu. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilana olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Toiminnanohjausjärjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Siten markkinan luonne muuttuu. Häviäjiä ovat olleet suurista projekteista riippuvat generalistit. Hyötyjiä ovat usein pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.
- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat jäykät ja hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
- Liiketoimintälähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvotuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä. Tämä on teema, josta puhutaan paljon, mutta käytännön tasolla todellisuus on erilainen.
- IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat

liiketoiminnan tukiprosesseja ja erp-sidosryhmiä perinteisesti palveleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

- IT-budjettien omistus asiakkailta hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Häviäjiä ovat insinöörikeskeiset talot. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.
- IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten. Näkyvimpiin hypetermeihin liittyvien palveluiden (AI, VR, AR, IoT, NLP jne.) volyyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostune seuraavan 5 vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.
- Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Pilvimurros jakaa markkinoita uusiksi. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään pilveen kiihtyvällä vauhdilla pilven hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Merkittäviä häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttyä. Ohjelmistojen jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä

riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

- Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.
- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Haasteena asiakkailta on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation myös markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.
- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshoreen kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resurssia oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

# IT-palvelumarkkinat 5/5

## Yrityskaupat ja konsolidaatio

IT-palvelusektorin konsolidaatio on jatkunut aktiivisena viime vuosina. Sektorilla käytetään yrityskauppoja työkaluna kasvuun osaajapulan rasittaessa kasvua sekä uusien täydentävien palvelualueiden hankkimiseen. Sektorille ominaista on ollut strategisten osaamisalueiden puutteiden paikkaaminen yrityskaupoilla. Vain harva keskiuurista yhtiöistä on kasvanut puhtaasti organisesti (Reaktor, Futurice).

Sektorin konsolidaatio jatkunee aktiivisena, mutta omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla on arviomme mukaan käymässä haastavaksi johtuen kohonneista arvostuksista. Listattujen IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Kohonnut hinnoittelu on myös valunut listaamattomien puolelle ja viimeisimmissä kaupoissa liikevaihtopohjaiset arvostuskertoimet ovat olleet selkeästi 1x tason yläpuolella (sivu 42). Tulospuhjaisissa arvostuksissa nousu ei ole ollut yhtä nopeaa, koska sektorin pienten toimijoiden kannattavuudet ovat olleet usein erittäin hyviä.

Lähelle listayhtiöiden tasoa kohonneet arvostukset heikentävät ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Siten viisi vuotta sitten erittäin tehokas resepti, jossa listaamattomia ostettiin omaa osaketta käyttäen alemmilla kertoimilla ei enää toimi vastaavasti. Nykyinen hinnoittelutaso ei välttämättä huomioi myöskään korkeita riskejä, joita ovat usein raskaat integraatiot ja kulttuurien yhteensovittaminen, mikä on paikoin johtanut mittaviin osaajamenetyksiin. Useiden sektorin yritysten kanssa käymiemme keskustelujen perusteella ostokohteiden hintaodotukset rajoittavat yrityskauppojen syntyä. Arviomme mukaan viisaat toimijat tarkastelevat nyt kurinalaisesti yrityskauppakohteita ja ovat tarvittaessa valmiita tinkimään kasvutavoitteistaan.

Myös ulkomaiset toimijat tähyävät ostettavaa

Suomesta, mikä lisää sektorin konsolidaatiopainetta. Ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta Suomesta kiinnostavan tekee poikkeuksellinen keskiuurten digipalveluiden kehittäjien markkina ja näiden toimijoiden osaaminen.

## Kotimaisten IT-yhtiöiden kansainvälistyminen ja laajentuminen tuoteliiketoimintaan

Suomalaiset IT-palvelusektorin yhtiöt hakevat tällä hetkellä pääasiassa kasvua laajentamalla palvelutarjoomaansa kotimaassa (yleisin), laajentamalla kansainvälisesti tai skaalautuvilla tuotelähdöillä.

Lukuisat keskiuuret suomalaiset IT-palveluyhtiöt (kuten Gofore, Futurice, Nixu, Siili, Reaktor ja Vincit) ovat laajentaneet toimintaansa Euroopan ja Yhdysvaltojen markkinoille, sillä suomalainen osaaminen on tietyillä osaamisalueilla kansainvälisesti hyvin kilpailukykyistä. Uusilta kansainvälisiltä markkinoilta haetaan kotimarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua sekä kansainvälisiin teknologian trendeihin. Kansainvälisten markkinoiden palveleminen edullisemmilla suomalaisilla resursseilla on myös kiinnostava mahdollisuus. Suomalaisen toimijoiden menestys kansainvälistymisessä on ollut vaihtelevaa ja yleisesti sektorin keskiuurten yhtiöiden kansainvälinen liiketoiminta on vielä pientä eikä tarjoa merkittävää kasvuajuria. Yhtiöt tarvitsevat selkeän terävän osaamiskulman menestyäkseen kansainvälisillä markkinoilla, mikä usein poikkeaa niiden kotimarkkinan tarjoomasta ja strategiasta.

Toinen laajentumissuunta on ollut tuoteliiketoiminta (esimerkiksi Solteq ja Vincit). Tuoteliiketoimintaan laajentumisessa haasteena yhtiöillä on strategisen fokuksen säilyttäminen tasapainoiltaessa kahden erilaisen liiketoimintamallin välillä.

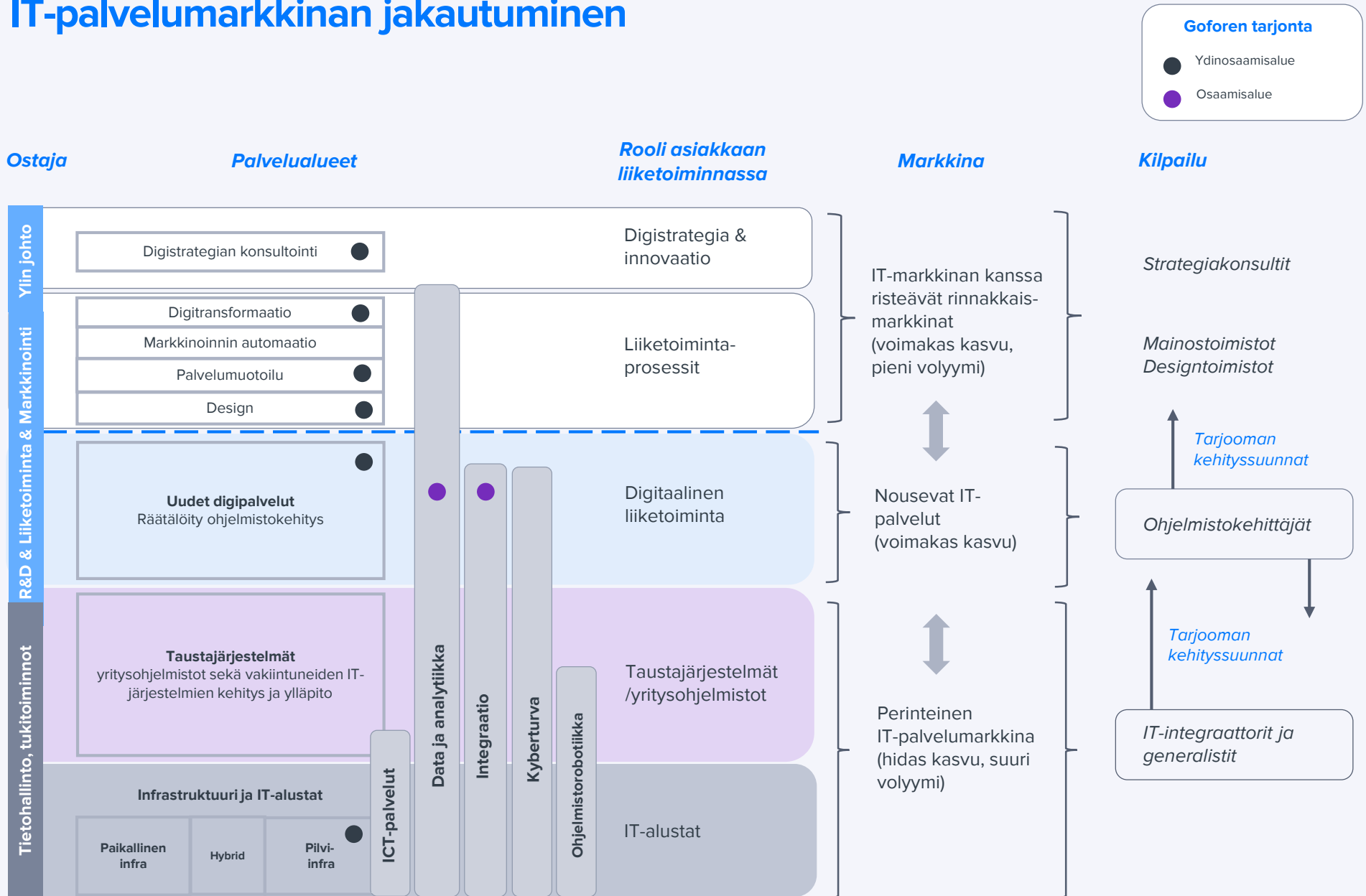
## Markkinan tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen 5 vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen

erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja osaajakilpailusta on tullut markkinan uusi normaali. Siten näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan 5 vuoden aikana ovat:

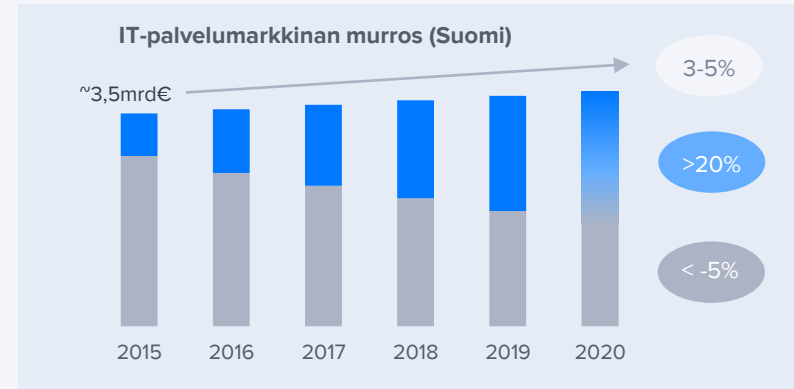
- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaisissa sekä kyky skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla makromarkkinan heikentyessä.
- Yritykset, joilla on vahvaa intergraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskiuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.
- Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin, joka pystyy reagoimaan ketterästi nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehottomista ja huonosti joustavista hierarkisista ja siiloutuneista organisaatiorakenteista, joiden uudistaminen on vaikeaa.
- Yritykset, jotka ratkaisevat osaajien saatavuusongelman. Samasta kotimaisesta IT-osaajajoukosta kilpailu ei ratkaise kasvuhaastetta. Arviomme mukaan voittajia ovat ne, jotka pystyvät kouluttamaan asiakastoimialojensa osaajista myös IT-osaajia.
- Yritykset, jotka säilyttävät selkeän strategisen fokuksen. Useat sektorin yhtiöt kärsivät kasvukivuista, kun niiden pakka on levinnyt nopean laajentumisen seurauksena.

# IT-palvelumarkkinan jakautuminen



# Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan Suomen markkinalla



Paikallinen kilpailu

Pohjoismainen kilpailu

Globaali kilpailu

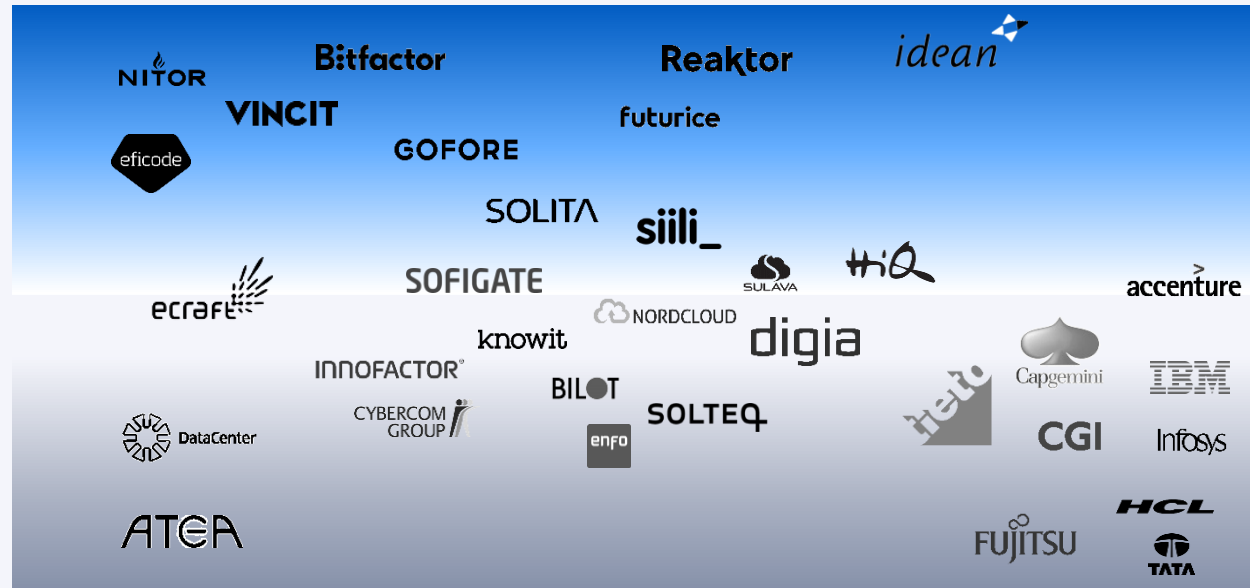
Keskisuuret organisaatiot

Suuret organisaatiot

Globaalit suuryritykset

■ Uudet digitaaliset palvelut

■ Ylläpito & perinteinen IT-järjestelmäkehitys



Vahva kasvu, lyhyt tilauskanta

Hitaampi kasvu, vahva asiakaspito

# Kilpailu 1/2

## Kilpailu ja vertailuryhmä

### Kilpailijoina IT-generalistit ja erikoistuneet toimijat

Suomen noin 3,5 miljardin euron IT-palvelumarkkina jakautuu suurten kansainvälisten generalistien (mm. Tieto, CGI, Fujitsu, Accenture, CapGemini), noin 20 Goforen kaltaisen keskisuuren 20-100 MEUR liikevaihtoluokassa olevan toimijan sekä lukuisten pienten toimijoiden kesken. Generalistit edustavat arviomme mukaan markkinasta yli 2 miljardin osuutta, keskisuuret toimijat yli miljardin osuutta ja pienemmät alle 100 henkilön yritykset loppuhäntää markkinasta. Suomen markkinalle kansainvälisesti vertailtaessa ominaista on vahva keskisuurten toimijoiden markkina.

Goforen pääkilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Suomen kilpailukentässä Gofore asemoituu selkeästi uusien, kasvavien ohjelmistokehitystalojen joukkoon.

Generalisteista esimerkkeinä kilpailijoista voidaan mainita Tieto, CGI ja Accenture. Gofore tai muut pienemmät toimijat eivät pysty erottumaan generalisteihin verrattuna tarjoomallaan tai toimituskyvykkyydellään, vaan kilpailuetu tulee ketteryydestä ja pienemmän toimijan syvemmästä sitoutumisesta asiakkaaseen. Tämä on etuna erityisesti pienemmissä asiakaskokoluokissa, jotka eivät ole kiinnostavia suurimmille toimijoille. Keskisuurista toimijoista erityisesti ohjelmistokehityspalveluissa kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Nitor, Vincit, Futurice ja Solita. Näistä toimijoista Gofore erottuu selkeimmin sen johdon konsultoinnin osaamisella sekä profiloitumalla digitaalisen muutoksen toteuttajaksi. Yksittäisistä palvelualueista Goforen kilpailijoita ovat konsulttiliiketoiminnassa perinteiset liikkeenjohdon konsultit (kuten PwC, Deloitte), pilvipalveluissa erikoistuneet toimijat (kuten Nordcloud) sekä palvelumuotoilussa erikoistuneet

palvelumuotoilutoimistot. Monet pienet toimijat yhtiö näkee kumppaninaan ja käyttää näitä alihankinnassaan.

### Perinteisten toimijoiden erottautumistekijät

IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit ja laaja tarjooma, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Lisäksi niillä on usein pieniä toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä. Nämä taustajärjestelmissä vahvat toimijat ovat usein keskeisimmässä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja järjestelmät ovat asiakkaille liiketoimintakriittisiä, mikä tuo niille kilpailuetua. Lisäksi järjestelmätoimitukset ovat usein haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä lisää alalle tulon kynnystä.

IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitoon ja kehitykseen. Tämä yhdessä näiden toimijoiden oivaltavien sopimusrakenteiden kanssa turvaa suurten IT-palvelutalojen asemaa kilpailussa. Laajasta kriitikkistä huolimatta suurten IT-generalistien asema markkinassa on ollut hyvin sementoitu.

### Uusien toimijoiden erottautumistekijät

Pienet ketterät toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Nämä ”uudet toimijat” erottuvat tyypillisesti kilpailussa ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella jossain erikoistumisalueessa. Lisäksi niiden muutos- ja reagointikyky IT-markkinan muutoksiin on usein parempi. Pieni koko voi olla etu, kun asiakas tarvitsee hankkeeseen luovuutta, nopeutta ja ketteryyttä.

### Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 25 kuviossa listattujen sekä

listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2014-2018 on ollut keskimäärin 18 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja orgaanisia kasvavia (Vincit, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor ja Siili).

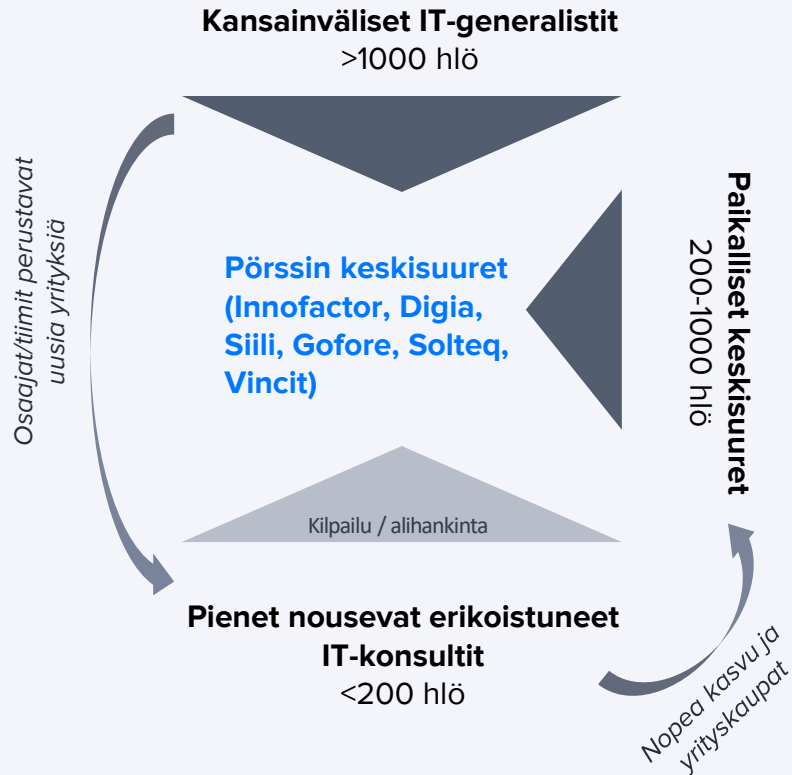
Voimakkainta orgaanista kasvua ovat tehneet Vincit sekä Gofore. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tieto, CGI, Know-IT).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan.

# Strategian asemoituminen

	Ohjelmistokehittäjätalot	Keskisuuret	IT-generalistit (kuten Tieto)
<b>Esimerkki</b>	Siili, Solita, Vincit, Futurice, Reaktor, Gofore	Digia, Solteq, Innofactor	Tieto, CGI, Accenture
<b>Geeniperimä</b>	Uudet digitaaliset palvelut, digitalisaattioratkaisut	Taustajärjestelmät Digitaaliset palvelut kasvussa	Taustajärjestelmät
<b>Vahvuudet</b>	Osaajakilpailu Ketteryys Muutosnopeus Matala organisaatiomalli Asemoituminen kasvaville alueille Ei olennaisia projektiriskejä	Integraatio-osaaminen Taustajärjestelmien tuntemus Liiketoimintakriittisen toimittajan rooli Laaja tarjonta Vakiintunut asiakaskunta	Offshore/nearshore -kyvykkyudet Globaali toimituskyvykkyys Laajin tarjooma Vahva asiakaspito
<b>Heikkoudet</b>	Resurssivuokraajan rooliin jääminen Ylläpitokyvykkyudet Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja	Projektiriskeille altistuminen Tarve uudistua ja investoida Väliinpuotoajan rooliin jääminen	Tarve jatkuvaan uudistumiseen Muutosnopeus Raskas organisaatio
<b>Tyypillinen erikoistuminen</b>	Kaikki asiakaskoot ja toimialat Valitut palvelualueet	Suuret/keskisuuret organisaatiot Usein toimialafokus Kaikki palvelualueet	Suuret/globaalit asiakkaat Laaja toimialaosaaminen Kaikki palvelualueet
<b>Kasvu ja kannattavuus tällä hetkellä</b>	Voimakas kasvu nykymarkkinassa Vahva kannattavuus nykymarkkinassa	Hyvä orgaaninen kasvu Yrityskaupat kasvuajurina Tyydyttävä/heikko kannattavuus	Maltillinen orgaaninen kasvu Kasvu yrityskaupoin Hyvä kannattavuus
<b>Konsolidaatio</b>	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman laajentaminen	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman vahvistaminen, suuremmat fuusiot mahdollisia	Ostokohteina usein keskisuuret erikoistuneet toimijat, myös suuria fuusioita kansainvälisellä tasolla

# Goforen kilpailupaine



## Goforen puolesta

- Ketterä ja todistetusti tehokkaasti toimiva liiketoimintamalli
- Vahva työnantajaimago ja kyky houkutella osaajia vs. suuret toimijat
- Vahva ja vakiintunut asema sekä maine etenkin julkisella sektorilla
- Kyvykkyys toimittaa vaativia hankkeita vs. pienet toimijat

## Goforea vastaan

- Kapeampi tarjooma vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit ja laaja tarjooma
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, ohjelmistokehityksessä matala alalle tulon kynnys
- Ei merkittävää ylläpitoliiketoimintaa tai jatkuvuutta
- Osaajamarkkina rasittaa kasvua

## Kilpailu 2/2

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11,5 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2014-2018. Goforen kannattavuus on ollut sektorin parhaimmistoa koko tarkastelujakson. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IT-palveluiden toimialalla yli 10:n % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Markkinan keskisuurissa ohjelmistokehitysyrityksissä (kuten Gofore, Reaktor, Futurice ja Vincit) hämmästyttävää on se, että ne ovat päässeet samanaikaisesti sekä vahvaan kasvuun että kannattavuuteen. Arviomme mukaan vahva kannattavuus perustuu osin näiden yhtiöiden kevyisiin organisaatorakenteisiin ja toisaalta vahva kasvu kilpailuetuihin osaajakilpailussa. Kannattavuutta on ajanut myös näiden toimijoiden liiketoimintamallin painottuminen asiantuntijatyön tuntilaskutukseen, jolloin projektiriskit eivät ole päässeet pilaamaan kannattavuutta. Kun markkinalla ei ole hintapaineita ja osaajaresurssit saadaan myytyä täyteen kapasiteettiin, on yli 20 %:n EBITDA-marginaali realistinen. Tämä on kuitenkin jäämässä osin digipalveluiden suotuisasta markkinatilanteesta johtuvaksi ilmiöksi, ja viime vuoden aikana näidenkin yhtiöiden kannattavuuksissa nähtiin selkeitä paineita markkinan kypsyessä.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat mielestämme Solita, Siili, Futurice, Nixu, Reaktor, Gofore ja Vincit. Ruotsin markkinalla selkeä nousija on HiQ, joka on onnistunut muuntamaan liiketoimintamallinsa vastaamaan markkinatrendeihin.

### IT-konsulttisektorin uhkakuvat

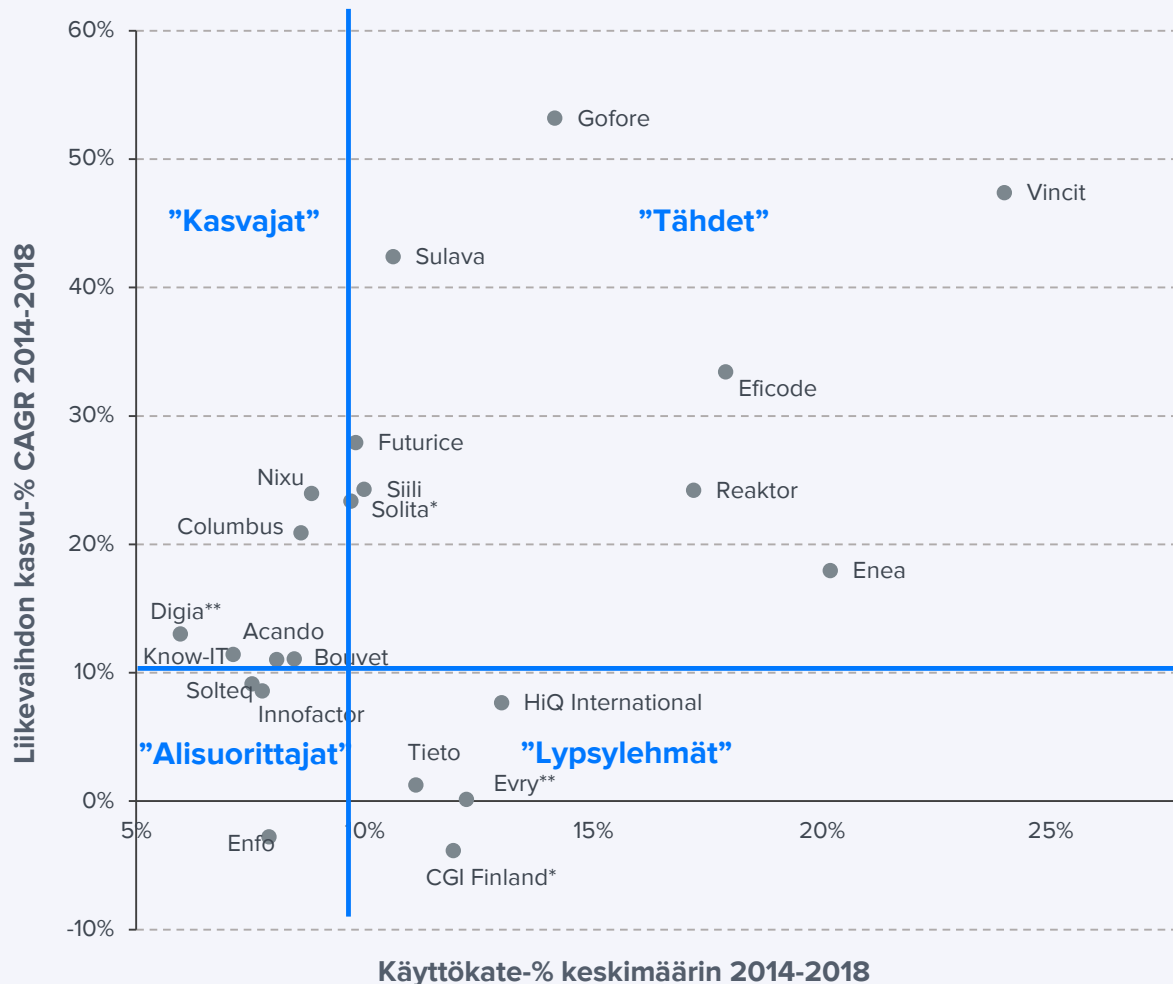
Nykyiseen IT-markkinan suotuisan syklin uhkakuvat liittyvät siihen, että IT-konsultit tavoittelevat tällä hetkellä aggressiivista kasvua. Samaan aikaan omistaja-arvon luonti sektorilla käy jatkuvasti vaikeammaksi oheisista kolmesta syystä johtuen. Mielestämme toimialalle olisi syklin nykyisessä vaiheessa tervettä, jos yritysten strategioiden painopiste alkaisi siirtyä aggressiivisen kasvun tavoittelusta vähitellen myös kannattavuuksien parannukseen. Vaikka suhtaudumme sektoriin sijoituskohteena kokonaisuutena yhä positiivisesti, on seuraavat markkinan ylikuumentumiseen liittyvät riskit syytä tunnistaa. Kolme keskeistä sektorin lyhyen aikavälin riskiä ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

1. Osaajakilpailu kääntyy sektorin sisäiseksi nollasummapeliksi. IT-konsulttiyritykset eivät pysty kasvamaan ilman rekrytointeja. Monien sektorin toimijoiden kasvua ruokkinut markkinan hyvä osaajatarjonta on normalisoitunut viime vuosina. Uusia osaajia valmistuu kouluista rajallinen määrä, mikä taas ei riitä tyydyttämään kaikkien yhtiöiden aggressiivisia kasvutavoitteita. Riskinä on, että IT-konsulttien välinen osaajakilpailu Suomessa kiristyy ja kääntyy sektorin sisäiseksi nollasummapeliksi.
2. Markkinaosuuskilpailu johtaa epäterveeseen hintatasoon. Käytännössä kaikki IT-konsulttisektorin listatut yhtiöt ovat luvanneet omistajilleen tavoittelevansa markkinaa nopeampaa kasvua. Riskinä on, että kasvua tavoitellaan tällä hetkellä liian hintavetoisesti, jolloin sektorin kannattavuusmarginaalit eivät pääse suotuisan syklin kyytiin. IT-konsulttisektorin pitäisi oppia hinnoittelemaan osaamistaan paremmin vielä tämän syklin aikana.
3. Sektorin arvostustasot kuplaantuvat suotuisassa

syklissä. IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Arvostusten ylikuumentuminen voi johtaa entistä kovempaan krapulaan syklin taittuessa. Sektorin yhtiöiden aggressiiviset kasvutavoitteet yhdistettynä kireään osaajakilpailuun pakottavat yrityksiä hakemaan kasvua nyt yrityskaupoin, mikä nostaa ostokohteiden arvostustasoja ja heikentää ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja.



# Kilpailukentän kehitys



**Tähdet** ovat markkinan edelläkävijöitä, jotka päässeet vahvaan kasvuun ja kannattavuuteen. Nämä toimijat ovat pääosin pieniä ja ketteriä toimijoita, jotka ovat asemoituneet ja panostaneet IT-markkinan kasvaville alueille ja toimivat kevyellä organisaatorakenteella. Nämä ovat usein enemmän liiketoimintalähtöisiä kuin tietohallintoa palvelevia toimijoita.

**Kasvajät** ovat pääosin yhtiöitä, jotka ovat reagoineet markkinamurrokseen, mutta niiden kasvupanostusten takia niiden kannattavuus on jäänyt keskimääräistä heikommaksi. Monet ovat vauhdittaneet kasvuaan yritysostoin.

**Lypsylehmät** ovat yhtiöitä, joilla on vahva ote olemassa olevaan asiakaskuntaan esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisujen kautta, minkä ansiosta ne ovat päässeet hyvään kannattavuuteen hitaasta kasvusta huolimatta.

**Alisuorittajat** ovat pääasiassa ”perinteisen IT:n” yhtiöitä, jotka eivät ole reagoineet ja onnistuneet sopeutumaan IT-markkinan murrokseen riittävän nopeasti.

# Strategia 1/2

## Strategian ajurina on jatkuva muutos

Goforen tavoitteena on olla IT-markkinan kasvaviin alueisiin keskittyvä kasvuyhtiö. Goforen visiona on olla digitalisaation maineikkain muutoksen ajaja ja tekijä Suomessa sekä tunnustettu työkalttuurin uudistaja. Yhtiön missio on muuttaa maailmaa entistä paremmaksi digitalisaation keinoin ja työkalttuuria uudistamalla. Tulevaisuuden ennustamisen sijaan Goforen toiminta-ajatus perustuu enemmän jatkuvaan muutokseen ja toimintaympäristön muutoksiin reagointiin. Yhtiö ei siten strategiassaan ole erikoistunut tiettyihin osaamisalueisiin tai teknologioihin.

Gofore tarkensi viime vuoden lopulla strategiaan, jonka mukaisesti yhtiö pyrkii jatkossa, myös selvästi isommassa yritysryhmässä olemaan:

1) **Kehittyvä ja uudistumiskykyinen**, pysyvästi tulevaisuuden yhtiö niin asiakkaiden kuin myös työntekijöiden näkökulmasta.

2) **Vaikuttava ja vastuullinen** asiakkaille ja yhteiskunnalle.

3) **Kansainvälinen** ja kansainvälisesti merkityksellinen yhtiö. Yhtiö tavoittelee globaalisti toimivia asiakkaita ja haluaa kasvaa heidän mukanaan.

4) **Kasvava ja kannattava**, yhtiö tavoittelee kasvua organisaation ja yritysryhmän kautta. Yhtiö uskoo pystyvänsä kasvamaan markkinaa nopeammin.

Tärkeimpänä menestystekijänä nelikohtaisen vision saavuttamisessa yhtiö näkee oman yrityskulttuurinsa, joka kannustaa itseohjautuvuuteen. Yhtiön johtamismalli perustuu matalaan ja ei-siilomaiseen organisaatorakenteeseen sekä tiedon läpinäkyvyyteen. Gofore käynnisti viime talvena myös strategisia kehittämishankkeita vuosille 2019-2020, jotka tähtäävät tunnistettujen menestystekijöiden säilymiseen sekä

niiden parhaaseen mahdolliseen kehittymiseen. Asiakkuuksissa yhtiö on täsmentänyt asiakkaan kokemaa arvoa, jota Gofore pyrkii syventämään yhteisö- (Society), teollisuus- (Industry) ja finanssi- (Business) liiketoiminta-alueilla.

Gofore profiloituu selkeästi puhtaaksi huippuasiantuntijoiden palveluyhtiöksi, eli yhtiö pyrkii palkkaamaan parhaita asiantuntijoita ja tavoitteena ei ole laajentua tuoteliiketoimintaan. Tämä linkittyy yhteen yhtiön toiseen toimintaperiaatteeseen, joka on eettinen lähestymistapa. Kun yhtiöllä ei ole omia ohjelmistotuotteita tai jälleenmyyntiä, asiakas voi luottaa Goforen tavoittelevan asiakasarvoa tuotemyynnin sijaan. Goforen toimintaperiaatteisiin kuuluvat myös liiketoimintariskien minimointi, jatkuva muutos ja työkalttuurin jatkuva kehittäminen.

Liiketoimintariskien minimointi tarkoittaa, ettei Gofore laajene projekteihin, joissa se joutuu kantamaan sen asiakkaan riskiä. Tämä voi muodostua haasteeksi yhtiön koon kasvaessa ja suurempiin asiakaskokoluokkiin ja hankkeisiin siirryttäessä, jolloin IT:n ostaja tyypillisesti edellyttää suurempaa vastuunottoa IT-toimittajalta.

Keskeinen osa Goforen strategiaa on myös yhtiön oma toiminnanohjauksen Hohto++ -järjestelmä, jonka avulla yhtiö uskoo säilyttävänsä tehokkuuden ja ketteryyden myös yritysryhmän kasvaessa huomattavasti.

## Kasvu- ja kannattavuustavoitteet

Gofore tavoittelee strategiassaan lähivuosina arviolta 15-25 %:n markkinakasvun ylittävää vuotuista kasvua sekä 15 %:n liikevoittoa ennen liikearvon poistoja (EBITA-marginaali). Lisäksi yhtiö pyrkii jakamaan vuosittain vähintään 40 % nettutuloksesta osinkoina.

Kasvua yhtiö hakee sekä kotimaasta että kansainvälisesti ottamalla suuremman osuuden

digitaalisen murroksen tarjoamasta markkinasta. Kasvu voi tapahtua orgaanisesti tai yritysostoin. Strategian painopistealueisiin kuuluu yksityisen sektorin liiketoiminnan vahvistaminen. Palvelualueittain yhtiö pyrkii kasvattamaan erityisesti johdon konsultointipalveluiden ja siellä erityisesti testausta ja tietoturva- sekä pilvipalveluiden osuutta liiketoiminnasta. Strategisena haasteena Goforella on IT-palvelusektorin muiden ”nuorten” yhtiöiden tavoin jatkuvan ylläpitoliiketoiminnan vähäisyys.

Arviomme mukaan Goforen tavoittelemat 15-25 %:n markkinakasvun ylittävät kasvutavoitteet on kunnianhimoiset ja voi osoittautua haastavaksi yhtiön koon kasvaessa sekä osajakilpailun rajoittaessa entistä enemmän kasvua. Siten tavoitteen saavuttaminen edellyttää vahvaa onnistumista rekrytoinneissa. Liikevoittotavoitetta pidämme realistisena pitkällä aikavälillä, sillä yhtiöllä on hyvät näytöt tätä tasoa korkeammasta kannattavuudesta. Yhtiön liiketoimintamalli sitoo vähän pääomaa ja tuottaa vahvaa kassavirtaa, minkä ansiosta osinkovirta pysynee hyvällä tasolla.

Isossa kuvassa Goforen strategian suurin kysymys on kuinka yhtiö onnistuu monistamaan menestystään laajemmille markkinoille sekä hallitsemaan kasvuaan. Yhtiö kulkee jatkuvasti kohti tuntematonta kasvamalla nopeasti huomattavasti suurempaan kokoluokkaan, integroimalla yritysostoja sekä toiminnan kansainvälistyessä.

# Strategia 2/2

## Yrityskaupat

Gofore kartoittaa sen strategiaa tukevia yritysostokohteita ensisijaisesti Suomesta. Arviomme mukaan yrityskaupoille suurin kynnys on kulttuurillisen yhteensopivuuden löytäminen. Suuremman kokoluokan fuusiot ovat siten todennäköisesti poissuljettuja. Yhtiöllä ei myöskään ole kovin laajaa kokemusta yrityskauppojen toteuttamisesta, sillä yhtiö teki ensimmäisen yritysoston vuonna 2017 ja tämän jälkeen tehdyt kaksi yritysostoa ovat vielä tuoreita.

Vuoden 2017 kesällä tehty Leadin-kauppa vaikuttaa hyvin onnistuneelta. Kaupan myötä Gofore vahvisti sen palvelumuotoilu-osaamista, sai päänavauksen kansainvälistymiseen sekä laajensi asiakaskuntaa teollisuussektorilla. Käsitksemme mukaan organisaatioiden yhteensovittaminen on onnistunut hyvin. Vuonna 2016 Leadinin liikevaihto oli 4,2 miljoonaa euroa. Leadin työllisti vuoden 2016 lopulla noin 100 asiantuntijaa. Leadinin avainhenkilöosakkaat siirtyivät kaupassa Goforen osakkaiksi. Kauppa toteutettiin käteisvastikkeella ja osakevaihdon yhdistelmällä.

Vuoden 2018 syksyllä Gofore osti digitaalisen muutoksen ja ohjelmistokehitysyhtiö Solinorin. Kaupan myötä Gofore vahvisti asemaansa pääkaupunkiseudulla ja paransi toimituskykyään osajapulasta kärsivässä markkinassa. Kaupan myötä yhtiölle siirtyi 50 työntekijää. Solinorin liikevaihto vuonna 2017 oli 4,0 MEUR ja käyttökate 0,5 MEUR tai 13 % liikevaihdosta. Kauppahinta oli 4,0 MEUR, josta Gofore maksoi 1,4 MEUR järjestämällään osakeannilla ja loput käteisellä. Kaupantekohetkellä yritysoston liikevaihtokerroin oli 1x ja maltillinen niin verrattaessa Goforen 2,1x:n kuin myös verrokkien keskimääräiseen noin 1,3:n kertoimeen. Gofore integroi Solinorin osaksi yhtiötä. Kaupan jälkeen integroidun Solinorin vaihtuvuus nousi hetkellisesti ja haastava integraatio vaikutti negatiivisesti Goforen

loppuvuoden 2018 kannattavuuteen. Nyt tilanne on ymmärtääksemme kuitenkin korjautunut.

Vuoden 2019 helmikuussa Gofore osti voimakkaasti kasvaneen digitaalisen transformaation konsulttiyritys Silver Planet Oy:n. Kaupan myötä Goforelle siirtyi 40 työntekijää. Silver Planetin liikevaihto oli 7,2 MEUR ja liiketulos 1,8 MEUR (25 % liikevaihdosta) vuonna 2018. Kaupantekohetkellä arvostus vuoden 2018 lukuja käyttäen oli EV/liikevaihto- ja EV/liikevoitto-kertoimilla 1,5x ja 6,0x. Pidämme tulospohjaista arvostusta alustavasti maltillisena ottaen huomioon Goforen oma vuoden 2019 9,5x EV/liikevoitto-kerroin. Kaupan toteutumisesta on kuitenkin kulunut vasta tovi ja vielä on liian aikaista sanoa miten kauppa onnistui, ottaen huomioon yritysostoihin liittyvät riskit. Solinor-kaupan ongelmien jälkeen yhtiö päätti olla integroimatta Silver Planetia yhtä nopeasti ja yhtiö jatkaa ainakin toistaiseksi itsenäisenä yhtiönä osana Gofore-konsernia.

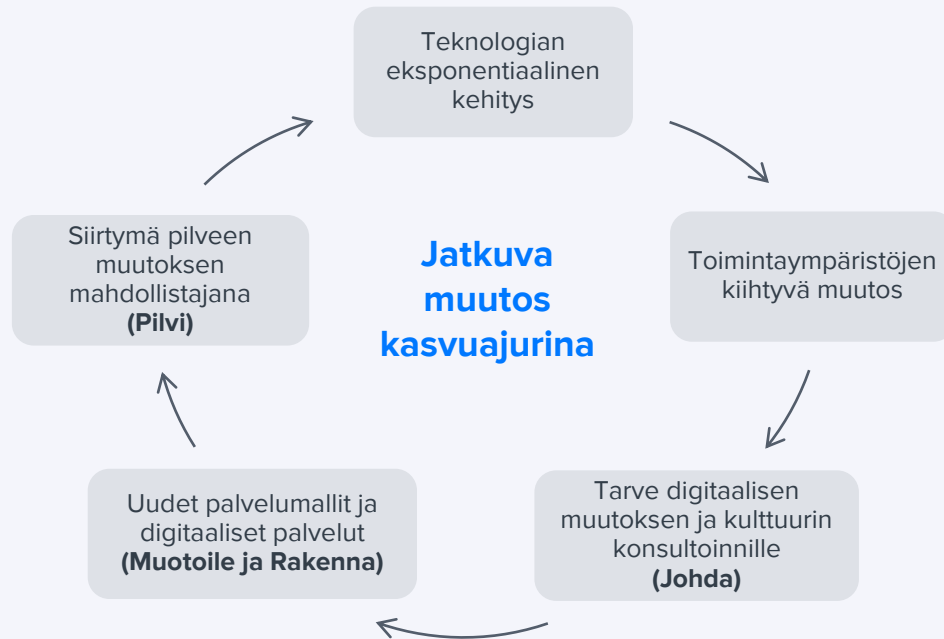
Monilla IT-sektorin palvelualueilla Suomessa on rajallisesti hyviä yritysostokohteita ja niiden arvostukset ovat nousseet korkeiksi sektorin kiihtyneen yrityskauppa-aktiiviteetin myötä. Näkemyksemme mukaan Gofore on pystynyt olemaan aktiivinen yrityskauppamarkkinalla suurilta osin oman korkean arvostuksen tukemana. Toisaalta arvostustasot ovat rajoittaneet useiden matalammin arvostettujen verrokkien kykyä tarjota samankaltaisia kertoimia ostokohteista. Vaikka viimeisten yrityskauppojen arvostukset ovat olleet maltillisesti arvostettuja Goforen näkökulmasta katsottuna on kauppajen onnistuminen kuitenkin entistä vaikeampaa johtuen kohonneista arvostustasoista. Gofore on pyrkinyt minimoimaan yrityskauppoihin liittyneitä riskejä käyttämällä omaa osaketta ja sitouttamalla avainhenkilöt.

## Kansainvälistyminen

Goforen lähestyminen kansainvälistymiseen on hyvin opportunistinen. Yhtiöllä ei ole tarkkaa suunnitelmaa kansainvälistymisen suhteen, mutta kansainvälistyminen on keskeinen osa yhtiön nykyistä strategiatyötä. Kuinka paljon yhtiö painaa kaasua, on vielä tunnusteluasteella. Tähän mennessä kansainvälinen kasvu ei ole tarjonnut näkyvää kasvuajuria yhtiölle. Yritysostot ovat yksi mahdollinen reitti kiihdyttää kansainvälistä kasvua. Nykyisiä toimipisteitä on Saksassa, Britanniassa, Espanjassa ja Virossa. Yhtiön tavoitteena on päästä palvelemaan kansainvälisiä brändejä ja kasvamaan näiden kanssa sekä palvelemaan asiakkaita haastavissa projekteissa. Tämä luonnollisesti vahvistaa yhtiön uskottavuutta sekä houkuttelevuutta työnantajana. Yhtiön kansainvälisiä asiakkaita ovat esimerkiksi Jaguar Land Rover, Airbus ja Voith. Gofore palvelee kansainvälisiä asiakkuuksia osin myös suomalaisilla resursseilla.

Maantieteellisesti Saksa ja Britannia vaikuttavat olevan painopistealueita tällä hetkellä. Virossa Gofore on vasta aloittanut toimintansa viime vuonna ja yhtiö haluaa kasvaa siellä yhdessä virolaisten työntekijöiden ja asiakkaiden kanssa. Espanjan liiketoiminta ei ymmärryksemme mukaan ole lähtenyt liikkeelle toivotulla tavalla. Yhtiö on lähtenyt eri markkinoille pieniin investoinnein ja kansainvälisiä toimintoja ei kasvateta raskaasti negatiivisella kassavirralla, mikä pienentää riskejä.

# Strategia



## Strategian toteutuksessa seurattavia asioita

- Rekrytointinopeuden ylläpitäminen
- Kustannusinflaation vaikutus kannattavuuteen
- Asiakashintojen nousu
- Työnantajakuvan ja kulttuurin säilyminen
- Yritysostojen onnistuminen
- Kansainvälistymisen onnistuminen

## Tyypillinen logiikka asiantuntijayritysten yrityskaupoissa



# Historiallinen kehitys

## Vahvaa ja kannattavaa kasvua vuosina 2009-2018

Gofore on kasvanut vuodesta 2009 lähtien voimakkaasti ja kannattavasti. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuodesta 2009 lähtien keskimäärin 50 % vuodessa. Yhtiön kasvu on pääosin ollut orgaanista ja arvioimme orgaanisen kasvun olleen 46 %-yksikköä. Epäorgaaninen kasvu perustuu vuoden 2017 konsolidoituun Leadin -yrityskauppaan ja syksyn 2018 Solinor-kauppaan.

Goforen kulurakenne on tyypillisen IT-palveluyhtiön näköinen. Liikevaihdosta hieman alle 60 % on henkilöstökuluja. Reilut 10 % liikevaihdosta on historiallisesti ollut materiaaleihin ja palveluihin liittyviä kuluja, joka on pääasiassa alihankintaa. Lisäksi reilu 15 % liikevaihdosta on liiketoiminnan muita kuluja, mikä on tyypillinen taso alalla.

Vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta Goforen kannattavuus on pysynyt sektorinsa parhaalla tasolla ja EBITA-% on ollut keskimäärin 14 % vuosina 2009-2018. Tämä on yleisesti IT-palvelusektorin yhtiölle poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Goforen tyypiset ketterät toimijat ovat pystyneet korkeasta kasvusta huolimatta pitämään yllä vahvoja käyttöasteita, koska ne onnistuvat ajamaan uudet osaajat nopeasti sisään projekteihin ja asiakkuuksiin. Konsulttien hintataso markkinalla on melko vakioitunut, joten sektoria korkeampi kannattavuus tehdään lähtökohtaisesti korkeammilla käyttöasteilla.

Gofore on vuodesta 2009 lähtien jakanut keskimäärin 53 % tuloksesta osinkoina. Yhtiö on joka vuosi kasvattanut osinkoa tai pitänyt sen edellisen vuoden tasolla.

## Vahva suorittaminen jatkui vuonna 2018

Vuonna 2018 Gofore liikevaihdon kasvu pysyi todella vahvana ja oli 49 % (2017: 82 %). Kasvusta arvioimme

mukaan noin 37 %-yksikköä oli orgaanista ja loput Leadin ja Solinor yritystostoihin liittyvää epäorgaanista kasvua. Goforen henkilöstömäärä oli 495 henkilöä vuoden 2018 lopussa, jossa kasvua oli 121 henkilöä (Solinor henkilöstö oli noin 50). Näin ollen Gofore onnistui edelleen hyvin rekrytoinnissa, vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta, mikä kuvastaa yhtiön vahvaa työnantajaimagoa. Maantieteellisesti katsottuna 11 % liikevaihdosta (2017: 14 %) tuli kansainvälisestä liiketoiminnasta ja loput 89 % Suomesta. Julkisen sektorin osuus liikevaihdosta oli 65 % liikevaihdosta (2017: 63 %) ja yksityisen sektorin loput 35 %.

Vuonna 2018 Goforen EBITA-% laski edellisvuodesta loppuvuoden matalampien käyttöasteiden vetämänä 13 %:iin (2018: 17 %). Vuoden toisen puoliskon kannattavuus oli selkeä pettymys (EBITA-% 11,5 %), mutta vuoden 2019 Q1:llä tulos elpyi ripeästi (EBITA-% 17,2 %). Kannattavuuden laskusta huolimatta vuoden 2018 tuloksen tasoa voidaan pitää hyvänä, erityisesti verrattaessa listattuihin yhtiöihin.

Leadin- ja Solinor-kauppojen myötä syntyneen liikearvon ja sen FAS-poistojen myötä suosittelemme seuraamaan yhtiössä EBITA-marginaalia vertailukelpoisuuden nimissä. Yhtiö poisti FAS-kirjanpidon mukaisesti liikearvoa 0,7 MEUR vuonna 2018. Käytämme analyysissä liikearvopoistoista oikaistuja tuloslukuja. Näin ollen vuoden 2018 raportoitu osakekohtainen tulos oli 0,36 euroa ja oikaistuna 0,42 euroa. Yhtiön jakoi 0,19 euron osakekohtaisen osingon vuodelta 2018 tai 53 % yhtiön tuloksesta (2017: 0,15 euroa tai 59 % tuloksesta).

## Tase on vahva ja mahdollistaa yritysostot

Gofore on vuodesta 2009 lähtien ollut taseeltaan todella vahva ja kevyt. Yhtiön tase on historiassa koostunut pääosin käyttöpääomatarpeista. Leadin-, Solinor-, Silver Planet -kauppojen myötä taseeseen on kuitenkin syntynyt liikearvoa. Gofore on historiassaan

aina pitänyt vahvan nettokassan ja nettovelkaantumisen on ollut keskimäärin -73 % vuosina 2009-2017. Omavaraisuusaste on samana aikana ollut keskimäärin 52 %.

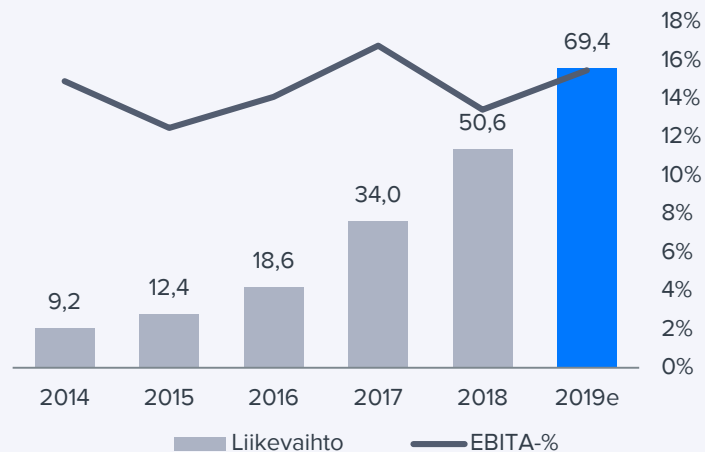
Vuoden 2018 lopussa yhtiöllä oli korollista vierasta pääomaa 3,7 MEUR ja kassaa 13,4 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2018 lopussa 64 % (2017: 61 %) ja nettovelkaantumisaste -51 % (2017: -47 %). Yhtiön tase on terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta.

Goforen taseen suurimpia omaisuuseriä ovat saamiset, kassa ja aineettomat hyödykkeet, jotka vastasivat 29 %, 39 % ja 25 % taseesta vuoden 2018 lopussa. Aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin liikearvosta, joka syntyi Leadin- ja Solinor-kaupan myötä. Lisäksi liikearvo nousee vielä vuonna 2019 johtuen Silver Planet kaupasta arviolta 10 MEUR:lla vuoden 2018 lopun 8,6 MEUR:sta. Liikearvo poistetaan 10 vuodessa eli arviolta noin 2 MEUR vuosittain. Yrityskauppojen kirjanpidollisista poistoista johtuen suosittelemme seuraamaan esittämiämme oikaistuja tunnuslukuja osakkeen arvostusta tarkasteltaessa, jotta yhtiö olisi vertailukelpoinen muihin yhtiöihin nähden.

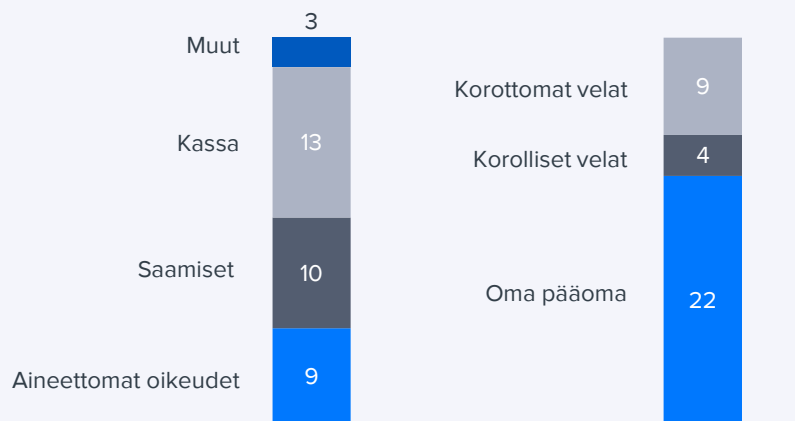
Goforen vapaan operatiivisen kassavirran ja käyttökatteen suhdeluku on ollut keskimäärin 88 % vuosina 2013-2018, mikä on erityisen hyvä taso voimakkaaseen kasvuun nähden.

# Historiallinen kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Tase vuoden 2018 lopussa



Lyhennetty tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017	2018	2019e
Liikevaihto	9,2	12,4	18,6	34,0	50,6	69,4
Käyttökate (EBITDA)	1,4	1,6	2,7	5,8	7,0	10,9
EBITA	1,4	1,6	2,6	5,7	6,8	10,8
Liikevoitto (EBIT)	1,4	1,6	2,6	5,4	6,1	8,7
Tulos ennen veroja	1,4	1,5	2,6	4,2	6,1	8,7
Nettotulos	1,4	1,2	2,1	3,3	4,7	7,0
Osakekohtainen tulos	0,1	0,1	0,20	0,37	0,42	0,64
Vapaa kassavirta	1,3	1,0	1,7	5,1	2,4	-0,5

Avainluvut	2014	2015	2016	2017	2018	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	54 %	35 %	50 %	82 %	49 %	37 %
Käyttökate-%	15,5 %	12,9 %	14,5 %	17,1 %	13,8 %	15,7 %
EBITA-%	14,9 %	12,5 %	14,1 %	16,8 %	13,4 %	15,5 %
Liikevoitto-%	14,9 %	12,5 %	14,1 %	15,8 %	12,0 %	12,6 %
ROE-%	98 %	57 %	63 %	30 %	24 %	29 %
ROI-%	83 %	67 %	76 %	40 %	25 %	31 %
Omavaraisuusaste	44 %	50 %	54 %	61 %	64 %	61 %
Nettovelkaantumisaste	-98 %	-91 %	-86 %	-44 %	-44 %	-25 %

Osakelukuja	2014	2015	2016	2017	2018	2019e
EPS (oikaistu)	0,13	0,12	0,20	0,37	0,42	0,64
Kassavirta / osake	0,13	0,10	0,17	0,39	0,19	-0,03
Osinko / osake	0,04	0,04	0,08	0,15	0,19	0,25
Omapääoma / osake	0,16	0,24	0,39	1,38	1,69	1,89

Lähde: Inderes

# Ennusteet ja arvonmääritys 1/3

## Ennustejurit

Ennustamme Goforen liikevaihtoa pääasiassa henkilökunnan kokonaiskapasiteetin (oma henkilökunta ja alihankinta) ja liikevaihto/henkilö muutoksen kautta, koska yhtiön liikevaihto on vahvasti riippuvainen osajakapasiteetista. Kulurakenteessa suurin kuluerä on myös henkilöstökulut, joka on suoraan sidonnainen oman henkilöstömäärän muutoksiin sekä palkkainflaatioon. Myös materiaalit ja palvelut ovat suoraan liikevaihtoon sidonnaisia alihankintakuluja. Kolmatta suurta kuluerää, liiketoiminnan muita kuluja ennustamme pääasiassa suhteessa liikevaihdon kehitykseen. Goforella ei ole omaa tuoteliiketoimintaa tai ohjelmistojen jälleenmyyntiin liittyvää liiketoimintaa. Yhtiö investoi kuitenkin toiminnanohjauksen Hohto++ -järjestelmän kehitykseen, eikä näitä kehitysmenoja aktivoida taseeseen.

Gofore raportoi kuukausittain sijoittajille liikevaihtoa, henkilöstön kokonaiskapasiteettia ja alihankintaa sekä työpäivien lukumäärää. Tämä parantaa sijoittajille läpinäkyvyyttä yhtiön kehitykseen ja liiketoimintaan, mikä isossa kuvassa pienentää myös osakkeen riskitasoa. Yhtiö raportoi kvartaaleittain myös EBITA-liikevoiton.

## Liikevaihdon kasvu vetää tuloskasvua

Gofore on ohjeistanut liikevaihdon kasvavan 71-79 MEUR:oon, vastaten 40-56 %:n kasvua vuonna 2019. Ennustamme Goforen liikevaihdon kasvavan vahvasti 37 % 69,4 MEUR:oon (2018: 50,6 MEUR), vaikka odotamme yhtiön jäävän ohjeistuksestaan. Kasvua vauhdittaa Solinor- ja Silver Planer -yritysosotot. Ennustamme orgaanisen kasvun olevan 19 % ja epäorgaanisen kasvun 18 %. Ennusteemme olettaa Goforen henkilöstömäärän kasvavan viime vuoden lopusta 89 henkilöllä 584 henkilöön vuoden 2019 loppuun mennessä. Lisäksi yhtiö käyttää alihankintaa, jonka suhteellisen osuuden ennustamme nousevan parilla %-yksiköllä vajaan 13 %:iin tai 85 henkilöön vuoden

2019 lopussa. Kasvuoletus tarkoittaa keskimäärin noin 5 henkilön kuukausittaista nettorekryointivauhtia huhti-joulukuussa. Lisäksi oletamme liikevaihto/työntekijä kasvavan keskimäärin noin 9 %:lla huhti-joulukuussa, joka tulee arviolta sekä käyttöasteiden nousun että keskihinnan nousun kautta.

Ennustamme EBITA-%:n paranevan heikosta viime vuodesta 15,5 %:iin vuonna 2019 (2018: 13,4 %). Kannattavuusparannusta ajaa käyttöasteiden nousu ja tästä saatiin näyttöjä Q1'19:lla kun EBITA-% nousi vahvasti 17,2 %:iin. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpidon mukaisesti liikearvoa taseestaan, joten liikearvopoistojen oikaistu on vertailukelpoisuuden näkökulmasta perusteltua kun tarkastellaan liikevoittoa. Odotamme liikearvopoistojen olevan 2,0 MEUR vuonna 2019 ja liikevoitto-%:n on näin ollen 12,6 %. Oikaistu liikevoitto-% on sama kuin EBITA-%. Muihin kulueriin emme odota suurempia muutoksia. Näin ollen ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan vahvat 54 % 0,64 euroon vuonna 2019. Raportoitu osakekohtainen tulosennusteemme kuluvalle vuodelle on 0,50 euroa (2018: 0,36). Arvioimme yhtiön nostavan osinkoaan 6 sentillä 0,21 euroon osakkeelta.

## Keskipitkän aikavälin ennusteet: liikevaihdon kasvu vetää edelleen tuloskasvua

Vuoden 2019 jälkeen arvioimme Goforen kasvavan orgaanisesti 14 % ja 12 % vuosina 2019-2020. Kasvuennusteemme ovat hieman alle yhtiön keskipitkän aikavälin 15-25 % kasvutavoitteiden, johtuen kiristyneestä osajien saatavuudesta. Arvioimme Goforen strategisen positioitumisen kasvaville digitaalisille alueille mahdollistavan yhtiölle kuitenkin sektoria paremman kasvun jatkumisen lähivuosina. Ennusteemme olettaa absoluuttisen rekryointivauhdin hidastuvan reiluun 50 henkilöön vuositasolla ja noin 2 %:n hinnankorotuksiin vuosina 2019-2020, mikä määrittää orgaanisen liikevaihdon kasvunopeuden.

Ennustamme EBITA-%:n olevan tasan 15 % vuosina 2020-2021 ja linjassa yhtiön keskipitkän tavoitteen kanssa. Yhtiön mukaan sen johtamismallit on rakentuvat 15 %:n EBITA-marginaalin mukaisesti ja yhtiö pystyy liiketoiminnan hyvän ennustettavuuden (ei asiakasriskejä) myötä tarkasti toimimaan tämän mukaisesti. Näin ollen emme näe syytä odottaa yhtiön poikkeavan suuresti tavoitetasoistaan vuositason tarkastellessa. Kannattavuutta voi lyhyellä aikavälillä rasittaa kustannusinflaatio, mikäli kohoavia kuluja ei saada alalla yleisesti vietyä hintoihin. Lisäksi yrityskauppojen integraatiot voivat hetkellisesti aiheuttaa epäjatkuvuutta yhtiön tekemiseen ja painaa kannattavuutta. Näemme kuitenkin Goforen olevan kilpailullisesti hyvässä asemassa niin osajien saatavuuden kuin hinnoitteluvoiman suhteen. Lisäksi yhtiö on nyt harjoitellut ja kokeillut eri tavoin yrityskauppojen integraatiota ja sen myötä valmiimpi mahdollisten uusien kauppojen integroinnissa. Liikevaihdon kasvun vetämänä odotamme yhtiön liikearvopoistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan 0,71 ja 0,79 euroa vuosina 2020-2021 vastaten reilua 10 %:n vuotuista tuloskasvua. Huomautamme, että yhtiön tuloskasvu on vahvasti liikevaihdon kasvun varassa, sillä nykyisissä kannattavuusmarginaaleissa (EBITA-% 15 %) on rajallisesti nousuvaraa.

Arvioimme yhtiön maksavan osinkoa reilut 50 % osakekohtaisesta tuloksesta ja ennusteemme osakekohtaiselle osingolle vuosille 2020-2021 ovat 0,30 EUR ja 0,35 EUR vastaten 3-4 %:n osinkotuottoa.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun asteittain hidastuvan 4 %:iin ja olevan 2 % ikuisuusoletuksessa. Odotamme myös liikevoitto-%:n laskevan kohti sektorin keskimääräistä tasoa ja olevan 9 % vuonna 2027 ja ikuisuusoletuksessa. Painotamme Goforen arvonmäärityksessä kuitenkin enemmän lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteita pitkän aikavälin DCF-kassavirta-analyysin sijaan.

# Ennusteet ja arvonmääritys 2/3

## Sijoitusnäkemyks - vahva orgaaninen ja epäorgaaninen tuloskasvu osakkeen ajureina

Gofore profiloituu sektorinsa yhdeksi parhaiten kasvaviksi ja kannattavaksi IT-palveluyhtiöiksi, joka operoi pääpainoisesti markkinan voimakkaasti kasvavilla segmenteillä. Yhtiön kasvu perustuu omiin rekrytointeihin, alihankinnan ja yrityskauppojen vetämään kasvuun.

Arviomme mukaan Goforen osakkeen arvonmuodostus tulee pääasiassa perustumaan orgaanisen- ja epäorgaanisen liikevaihdon kasvun tuomaan tuloskasvuun. Orgaanisen kasvun kannalta yhtiön on onnistuttava pitämään työnantajaimago vahvana, jotta yhtiö on myös jatkossa yksi voittajista rekrytointimarkkinalla. Yhtiö on nyt myös käyttänyt yritysostoja kasvun tukemiseksi. Yritysostot ovat osa yhtiön strategiaa myös tulevaisuudessa.

Näkemyksemme mukaan Goforen arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Markkinan vahvat kysyntäfundamentit Goforen osaamisalueilla sekä Goforen nykyinen suhteellinen kilpailuetu sektorin kovassa osaajakilpailussa.
- Yhtiön profiloituminen digitaalisen muutoksen IT-taloksi ja yhtiön osaamisalueiden (kuten johdon konsultointi, palvelumuotoilu) tuoma arvoketjuasema, mikä erottaa Goforea useista verrokeista.
- Sektorin parhaimpiin lukeutuva kannattavuus, jota ajaa matala itseohjautuva organisaatorakenne.
- Poikkeuksellisen suuri henkilöstöomistus kannustimena henkilöstölle ja riskin madaltajana sijoittajalle.
- Matalariskinen liiketoimintamalli, jossa yhtiö ei kanna asiakasriskejä ja kannattavuus on ollut vakaata.
- Vahva asema julkisella sektorilla ja profiloituminen

julkishallinnon IT:n uudistajaksi.

- Yhtiön lupaus läpinäkyvästä, jatkuvasta ja avoimesta raportoinnista ja viestinnästä sijoittajille (mm. liikevaihdon kuukausiraportointi).

Vastaavasti näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta Goforeen liittyviä keskeisiä riskejä ja arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat seuraavat:

- Nykyisen suotuisan markkinatilanteen kääntyminen, sillä yhtiön projektiluonteisen liiketoimintamallin jatkuvuus on heikko.
- Henkilöstön ja vahvan työntekijäimagon säilyttäminen, rekrytointinopeus ja palkkainflaatio.
- Yhtiön vielä pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti.
- Arviomme mukaan yhtiö on edelleen kohtalaisen riippuvainen suurimmista asiakkaistaan
- Yrityskauppojen integraatioon ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit, joka realisoitui osittain Solinor-kaupassa korkeamman vaihtuvuuden myötä.
- Yrityskauppojen korkeat arvostustasot eivät tarjoa turvamarginaalia.
- Yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuus on rajallinen, mikä rajoittaa osakkeen hyväksyttävää suhteellista arvostusta (EV/Liikevaihto ja EV/EBITDA -kertoimet).
- Yhtiön tuloskasvu ja arvonluonti nojaavat liikevaihdon kasvuun tai yrityskauppoihin, sillä emme näe nousuvaraa suhteellisessa kannattavuudessa.

## Vertailuryhmä

Käytämme Goforen vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Sijoitusprofiiltaan yhtiölle läheisiä verrokkeja Suomessa

ovat Silli ja Vincit sekä Ruotsissa HiQ International. Erottavat tekijät edellä mainittuihin liittyvät näkemyksemme mukaan palvelualueisiin, asiakaskuntaan ja sen kokoluokkaan sekä liiketoiminta- ja toimitusmalleihin. Näillä kaikilla myös lähestymistapa markkina on hieman erilainen. Erottavia ominaisuuksia olemme listanneet sivulla 41.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista lähivuosille. IT-palvelusektorin arvostustasot ovat nousseet viimeisen parin vuoden aikana osittain pristinneen kysyntänäkymien sekä osittain yrityskauppojen vetämänä. Viime aikoina kiristynyt osaajakilpailu on hieman nostanut tummia pilviä kasvun ja kannattavuuden kehityksen suhteen.

Yhtiöiden välisten erojen hajonta on kuitenkin edelleen suhteellisen suurta ja kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiöiden eri strategioita ja niiden implementointien eri vaiheita. IT-markkinan murroksesta kärsineitä yhtiöitä tai heikommien tuloksen yhtiöitä (kuten Innofactor, Digia ja Solteq) on hinnoiteltu selvästi muuta joukkoa alemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Näiden yhtiöiden jatkuvan liiketoiminnan tuomat vahvuudet nousevat kuitenkin nykyisessä kireässä osaajamarkkinassa vahvemmin esille. Vastaavasti esimerkiksi Goforen, Vincitin ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat huomattavasti korkeammalla jopa noin 1,5x EV/liikevaihto -kertoimen tasolla, joka kuvaa yhtiöiden parempaa kannattavuutta ja kasvua sekä voimakasta tuloskasvua, jonka kestävyys on kuitenkin entistä haastavampaa nykyisessä markkinaympäristössä. Osinkotuoton vertaaminen verrokkiryhmän sisällä ei välttämättä anna oikeaa kuva arvonluonnista, sillä jotkut investoivat kasvuun, toiset profiloituvat selkeästi osinkoyhtiöiksi ja monet ovat näiden yhdistelmä.



# Ennusteet ja arvonmääritys 3/3

## Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

Goforea voi tällä hetkellä hyvin seurata kaikkien tuloskasvumittareiden kautta. Vertailukelpoisuuden myötä ja tulevaisuudessa mahdollisesti omaa osaketta käytettäessä suosimme EPS-kasvun käyttöä, sillä se huomioi Goforen ja/tai verrokkien osakevaihdolla tehtyjen yrityskauppojen laimennusvaikutuksen. EPS-kasvu heijastuu yhtiön osakkeeseen markkinan hinnoittelussa yhtiötä osin P/E-luvun kautta. Mitä kovempaan EPS-kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeammat kertoimet sille voidaan hyväksyä. Lisäksi mitä korkeampaan orgaaniseen liikevaihdon kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeampi P/E sille voidaan hyväksyä suhteessa vertailuryhmään. EV/EBIT-kerrointa käytettäessä suosittelemme käyttämään liikearvopoistoista oikaistua liiketulosta (EBITA). EV/EBIT-kerroin sopii hyvin arvonmääritykseen nykytilanteessa, kun yhtiöllä on vahva nettokassa.

Vertailuryhmän mediaani P/E-kerroin ja EV/EBIT-kerroin vuodelle 2019 on 16x 12x. Goforen lähimpien verrokkien Siilin, HiQ:n ja Vincitin vastaavien kerrointen mediaanit ovat 15x ja 12x. Näin ollen lähimpien verrokkien mediaani P/E-kerroin on alle ja EV/EBIT-kerroin linjassa vertailuryhmän tasoon.

Goforen liikearvopoistoista oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet vuodelle 2019 ovat 13x ja 10x. Goforea hinnoitellaan vastaavilla vuoden 2019 kertoimilla 18 % alle vertailuryhmän ja 15 % alle lähimpien verrokkien. EV/Liikevaihto - kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu (1,6x) on selvästi yli vertailuryhmän, mikä heijastelee yhtiön verrokkeja parempaa kannattavuutta. Toisaalta korkea liikevaihtopohjainen arvostus heijastaa osakkeen riskiä alaspäin, mikäli yhtiön kannattavuus heikkenisi nykyiseltä erittäin vahvalta tasolta.

Tavoitehintamme vastaa P/E- ja EV/EBIT-kertoimia 14x ja 11x vuodelle 2019e. Tavoitehinnalla kertoimet ovat reilut

5 % alle verrokkien tason, mitä pidämme maltillisena huomioiden yhtiön sektoria nopeampi tuloskasvu.

## DCF-analyysi

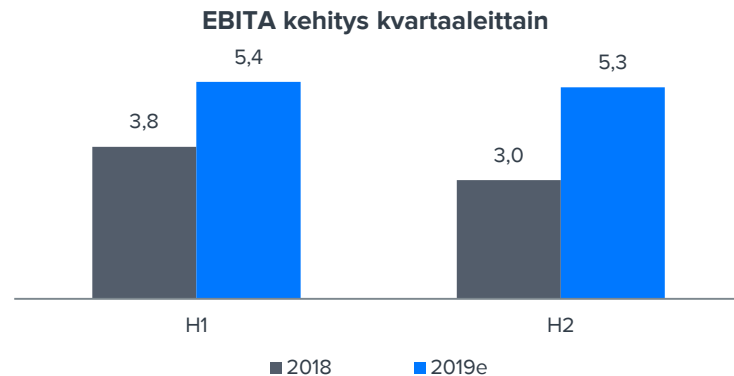
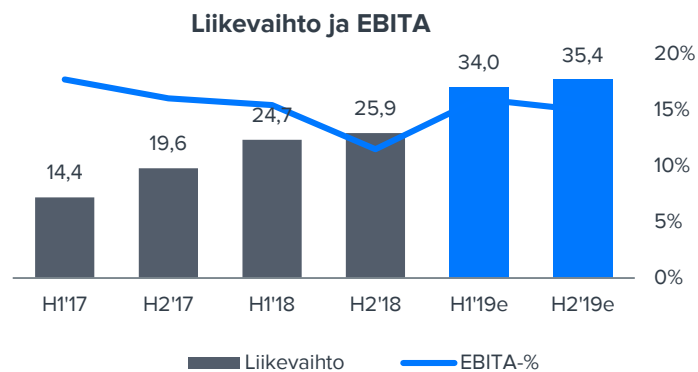
DCF-mallimme velaton arvo (EV) Goforelle on 124 miljoona euroa, mikä vastaa 9,6 euron osakekohtaista arvoa. Malli olettaa yhtiön orgaanisen kasvun laskevan 19 %:sta vuonna 2019 asteittain 10 %:iin vuonna 2022 ja oikaistun liikevoitto-%:n (EBITA-%) pysyvän 14-15 %:ssa samalla jaksolla. Tämän jälkeen yhtiön kasvu laskee edelleen ja tasaantuu 4 %:n (2 % ikuisuusoletuksessa) tuntumaan ja liikevoitto-% laskee noin 9 %:iin vuonna 2027. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonmäärityksessä on 53 %. Käyttämämme diskonttaus korko (WACC) on 9,0 %.

# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	14,4	19,6	34,0	24,7	25,9	50,6	34,0	35,4	69,4	79,8	89,4	98,3
Käyttökate	2,6	3,2	5,8	3,9	3,0	7,0	5,5	5,4	10,9	12,2	13,6	14,0
EBITA	2,5	3,1	5,7	3,8	3,0	6,8	5,4	5,3	10,8	12,0	13,4	13,8
Liikevoitto	2,5	2,9	5,4	3,5	2,6	6,1	4,5	4,2	8,7	9,9	11,5	11,8
Nettorahoituskulut	-0,1	-1,1	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	2,4	1,8	4,2	3,5	2,5	6,1	4,5	4,2	8,7	9,8	11,3	11,7
Verot	-0,4	-0,5	-0,9	-0,8	-0,6	-1,4	-0,9	-0,8	-1,7	-2,0	-2,3	-2,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,0	1,3	3,3	2,8	2,0	4,7	3,6	3,4	7,0	7,8	9,1	9,3
EPS (oikaistu)	0,16	0,21	0,37	0,23	0,18	0,42	0,33	0,32	0,64	0,71	0,79	0,81
EPS (raportoitu)	0,16	0,10	0,26	0,21	0,15	0,36	0,26	0,24	0,50	0,56	0,65	0,67

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	65,5 %	97,1 %	82,4 %	71,9 %	32,2 %	49,0 %	37,8 %	36,6 %	37,2 %	15,0 %	12,0 %	10,0 %
EBITA kasvu-%	112,3 %	120,7 %	116,8 %	49,9 %	-5,2 %	19,4 %	42,6 %	78,1 %	58,2 %	11,4 %	12,0 %	2,6 %
Käyttökate-%	18,3 %	16,3 %	17,1 %	15,9 %	11,8 %	13,8 %	16,2 %	15,2 %	15,7 %	15,3 %	15,3 %	14,2 %
EBITA-%	17,7 %	16,1 %	16,8 %	15,5 %	11,5 %	13,4 %	16,0 %	15,0 %	15,5 %	15,0 %	15,0 %	14,0 %
Nettotulos-%	14,0 %	6,7 %	9,8 %	11,1 %	7,7 %	9,4 %	10,6 %	9,5 %	10,1 %	9,8 %	10,2 %	9,5 %

Lähde: Inderes



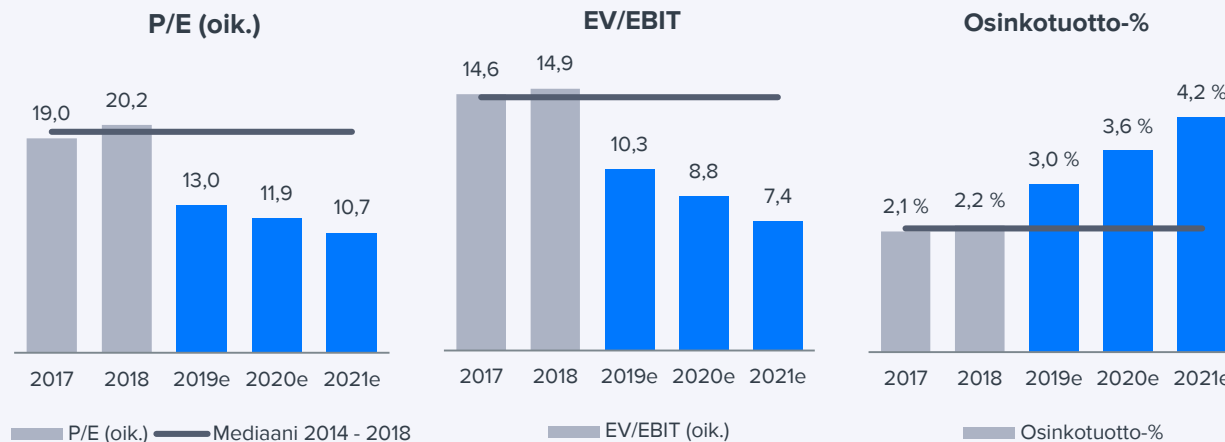
# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	7,01	8,45	8,40	8,40	8,40	8,40
Osakemäärä, milj. kpl	12,9	13,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Markkina-arvo	91	111	118	118	118	118
Yritysarvo (EV)	83	101	111	105	99	93
P/E (oik.)	19,0	20,2	13,0	11,9	10,7	10,4
P/E	27,3	23,2	16,8	15,0	12,9	12,6
P/Kassavirta	18,0	46,0	neg.	12,5	11,2	10,9
P/B	5,1	5,0	4,4	3,8	3,3	2,9
P/S	2,7	2,2	1,7	1,5	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	2,4	2,0	1,6	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	14,2	14,5	10,2	8,6	7,2	6,6
EV/EBIT (oik.)	14,6	14,9	10,3	8,8	7,4	6,8
Osinko/tulos (%)	58,5 %	52,7 %	50,1 %	53,5 %	53,9 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,2 %	3,0 %	3,6 %	4,2 %	4,0 %

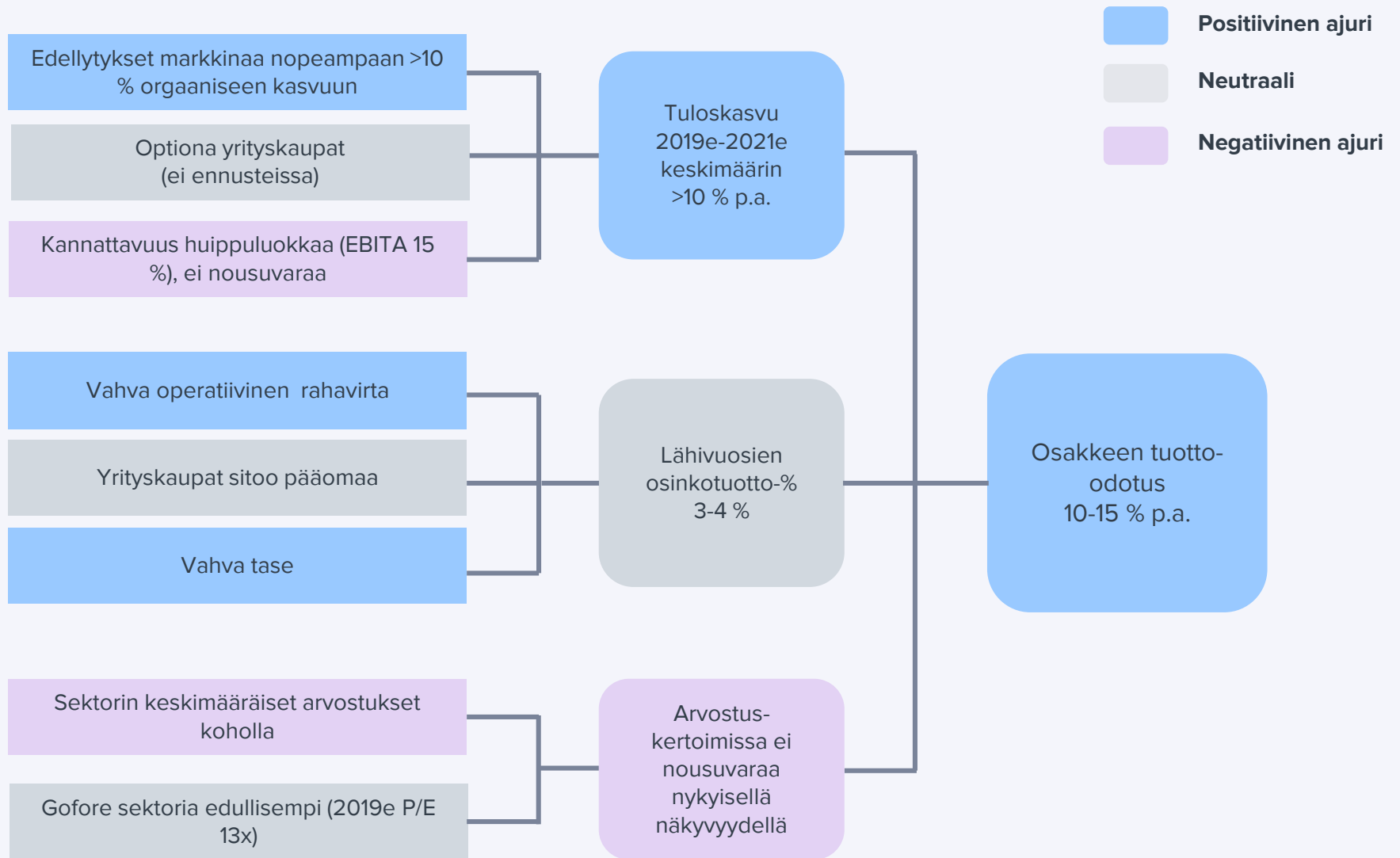
Lähde: Inderes

Arvostus tavoitehinnalla	Nyt	Aik.	Muutos
<b>P/E (oik.)</b>	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>	<b>0 %</b>
P/B	4,7	4,7	0 %
EV/Liikevaihto	1,7	1,7	0 %
EV/EBITDA (oik.)	10,9	10,9	0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>0 %</b>
DCF-laskelma	9,6	8,9	7 %

Lähde: Inderes



# Osaketuoton ajurit 2019e-2021e



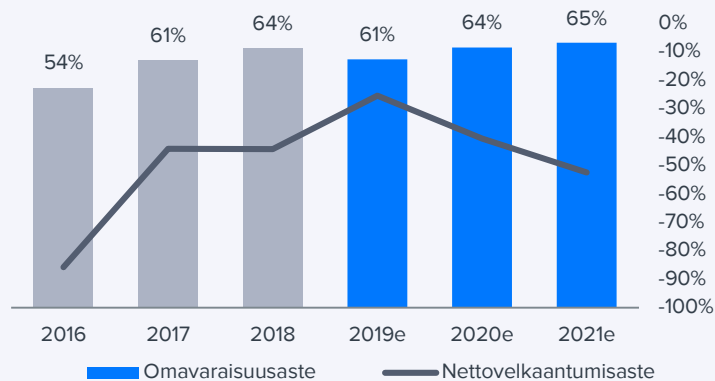
# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>6,4</b>	<b>9,2</b>	<b>16,4</b>	<b>14,7</b>	<b>13,2</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	5,5	8,6	15,6	13,9	12,2
Käyttöomaisuus	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>22,9</b>	<b>25,3</b>	<b>27,0</b>	<b>33,5</b>	<b>41,6</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Myyntisaamiset	10,2	9,9	13,9	16,0	17,9
Likvidit varat	12,7	13,4	11,1	15,5	21,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>29,3</b>	<b>34,5</b>	<b>43,3</b>	<b>48,2</b>	<b>54,8</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>17,8</b>	<b>22,0</b>	<b>26,5</b>	<b>30,8</b>	<b>35,7</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	6,3	9,1	13,6	17,9	22,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	11,5	12,9	12,9	12,9	12,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,7	2,6	3,5	3,0	3,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>7,8</b>	<b>9,4</b>	<b>13,3</b>	<b>14,4</b>	<b>16,1</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	1,1	0,8	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,7	8,3	12,5	14,4	16,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>29,3</b>	<b>34,5</b>	<b>43,3</b>	<b>48,2</b>	<b>54,8</b>

Taseen avainlukujen kehitys



# DCF-malli

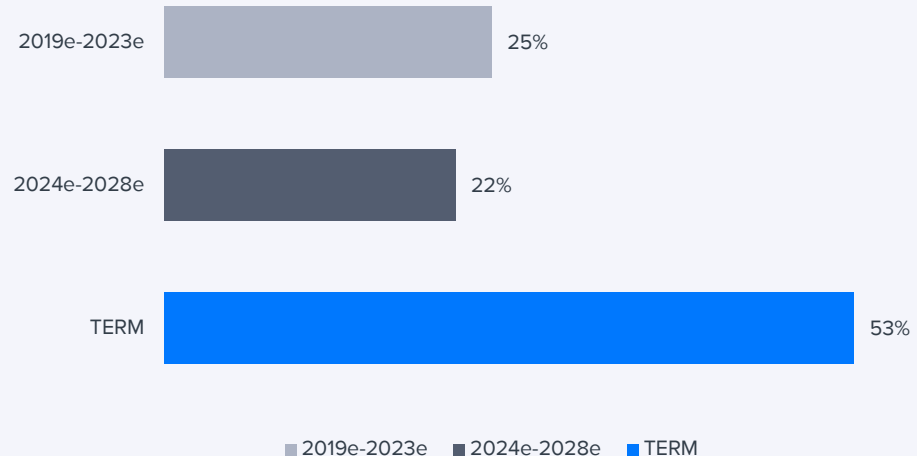
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>11,5</b>	<b>11,8</b>	<b>11,7</b>	<b>11,4</b>	<b>12,0</b>	<b>11,4</b>	<b>11,8</b>	<b>12,1</b>	
+ Kokonaispoistot	0,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	2,2	1,5	
- Maksetut verot	-1,4	-1,7	-2,0	-2,3	-2,3	-2,3	-2,2	-2,4	-2,3	-2,3	-2,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,0	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>5,6</b>	<b>9,3</b>	<b>10,0</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,7</b>	<b>11,1</b>	<b>11,5</b>	<b>11,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-3,7	-9,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,5</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>10,4</b>	<b>10,9</b>	<b>10,4</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,4	-0,5	9,4	10,5	10,8	10,8	10,5	11,0	10,4	10,9	10,4	151
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-0,5</b>	<b>8,1</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>65,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		124	124	116	108	100	92,9	86,4	80,3	74,9	69,8	65,3
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>124</b>										
- Korolliset velat		-3,7										
+ Rahavarat		13,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>134</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,6</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksittain



# Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Acando	41,40	401	401	14,1	13,0	12,2	11,3	1,4	1,3	19,1	17,6	3,8	4,1
Solteq	1,45	28	51	12,7	10,2	5,7	5,7	0,8	0,8	16,1	12,1	2,1	2,8
Innofactor	0,55	20	35		23,4	8,8	6,4	0,5	0,5	27,6	12,3		
Nixu	11,70	86	84	55,7	27,9	33,4	18,6	1,6	1,4	130,0	41,8	0,1	0,3
Digja	2,93	79	91	10,1	8,3	7,0	6,1	0,8	0,7	11,7	9,8	3,2	4,3
Knowit	215,00	395	381	11,7	10,9	10,1	9,5	1,2	1,1	16,1	14,9	2,9	3,4
Enea	143,50	269	323	16,2	13,7	13,3	11,3	3,4	3,1	18,1	15,4		
Tieto	25,86	1916	2056	12,3	11,5	9,0	8,4	1,2	1,2	14,0	13,4	5,8	5,9
HIQ	57,00	304	289	13,1	12,1	11,6	10,9	1,5	1,5	17,8	16,5	6,1	6,4
Evry	31,90	1237	1666	10,1	9,5	8,4	8,2	1,2	1,2	10,5	9,8	5,7	6,1
Vincit	6,48	78	72	12,1	10,3	10,3	9,0	1,4	1,3	15,4	13,0	2,8	3,4
Siili	8,64	60	58	11,6	8,3	7,3	5,8	0,7	0,7	12,7	9,9	3,9	5,6
<b>Gofore (Inderes)</b>	<b>8,40</b>	<b>118</b>	<b>111</b>	<b>10,3</b>	<b>8,8</b>	<b>10,2</b>	<b>8,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>13,0</b>	<b>11,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>
Keskiarvo (kaikki)				16,3	13,3	11,4	9,3	1,3	1,2	25,8	15,5	3,6	4,2
<b>Mediaani (kaikki)</b>				<b>12,3</b>	<b>11,2</b>	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>16,1</b>	<b>13,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani (kaikki)</b>				<b>-16 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>7 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>30 %</b>	<b>10 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-15 %</b>
<b>Mediaani (HIQ, Vincit, Siili)</b>				<b>12,1</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>9,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>15,4</b>	<b>13,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani (HIQ, Vincit, Siili)</b>				<b>-15 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>12 %</b>	<b>0 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-36 %</b>

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

# Vertailuryhmän tulosenusteita

IT-palveluyhtiöiden ennusteet	Liikevaihdon kasvu			EBIT-%			EPS kasvu			Keskimääräinen kasvu 2019-2021 (CAGR)		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	Liikevaihto	EBIT	EPS
Tieto	3 %	3 %	3 %	10 %	11 %	11 %	11 %	4 %	6 %	3 %	7 %	7 %
Solteq	9 %	3 %	3 %	6 %	8 %	8 %	350 %	33 %	17 %	5 %	17 %	91 %
Digia	6 %	5 %	4 %	8 %	9 %	9 %	42 %	20 %	10 %	5 %	21 %	23 %
Innofactor	2 %	2 %	2 %	0 %	2 %	4 %	-123 %	125 %	44 %	2 %	n.a.	n.a.
Gofore	40 %	16 %	11 %	12 %	12 %	12 %	46 %	16 %	13 %	22 %	22 %	24 %
Vincit	17 %	8 %	7 %	12 %	13 %	12 %	-25 %	19 %	10 %	11 %	19 %	-1 %
Siili	17 %	6 %	6 %	6 %	8 %	9 %	201 %	28 %	14 %	9 %	48 %	64 %
Nixu	30 %	14 %	10 %	3 %	5 %	7 %	-133 %	211 %	89 %	18 %	n.a.	n.a.
HIQ	6 %	6 %	6 %	12 %	12 %	12 %	18 %	8 %	8 %	6 %	11 %	11 %
KnowIT	9 %	6 %	5 %	10 %	10 %	10 %	15 %	8 %	2 %	7 %	7 %	8 %
Evry	3 %	3 %	3 %	12 %	12 %	13 %	77 %	7 %	6 %	3 %	4 %	26 %
Acando	8 %	6 %	5 %	10 %	10 %	10 %	9 %	9 %	7 %	7 %	9 %	8 %
Enea	19 %	9 %	7 %	21 %	23 %	23 %	8 %	18 %	8 %	11 %	10 %	11 %
Atos	13 %	3 %	3 %	11 %	11 %	11 %	60 %	8 %	8 %	6 %	17 %	23 %
IBM	-3 %	0 %	1 %	18 %	19 %	19 %	18 %	2 %	2 %	-1 %	8 %	7 %
Accenture	4 %	7 %	7 %	15 %	15 %	15 %	11 %	9 %	9 %	6 %	8 %	9 %
CGI	4 %	4 %	2 %	15 %	15 %	16 %	18 %	8 %	7 %	3 %	5 %	11 %
Wipro	6 %	6 %	5 %	17 %	18 %	17 %	36 %	7 %	6 %	6 %	8 %	16 %
Tata	11 %	10 %	8 %	26 %	26 %	26 %	11 %	11 %	9 %	10 %	10 %	10 %
Capgemini	7 %	5 %	5 %	12 %	13 %	12 %	52 %	10 %	9 %	6 %	12 %	22 %
<b>Suomalaiset mediaani</b>	<b>13 %</b>	<b>6 %</b>	<b>5 %</b>	<b>7 %</b>	<b>8 %</b>	<b>9 %</b>	<b>27 %</b>	<b>24 %</b>	<b>13 %</b>	<b>7 %</b>	<b>20 %</b>	<b>24 %</b>
Pohjoismaiset mediaani	9 %	6 %	5 %	10 %	10 %	10 %	16 %	17 %	9 %	6 %	14 %	17 %
Globaalit mediaani	5 %	6 %	5 %	16 %	16 %	16 %	18 %	9 %	8 %	6 %	8 %	10 %
<b>Kaikki mediaani</b>	<b>8 %</b>	<b>6 %</b>	<b>5 %</b>	<b>12 %</b>	<b>12 %</b>	<b>12 %</b>	<b>18 %</b>	<b>9 %</b>	<b>9 %</b>	<b>6 %</b>	<b>10 %</b>	<b>11 %</b>

Lähde: Reuters ja Inderes (Pohjoismaiset sis. lisäksi HIQ, KnowlIt, Evry, Acando, Enea, Atos sekä kansainvälisesti IBM, Accenture, CGI, Wipro, Tata ja Capgemini)



# Goforen erot lähimpiin listattuihin verrokkeihin

	<b>GOFORE</b>	<b>VINGIT</b>	<b>sili_</b>
<b>Profiili / lähestymiskulma markkinaan</b>	Digitaalisen muutoksen toteuttaja	Ohjelmistokehityksen huippuasiantuntija, vahva teknologiaosaaja	Ohjelmistokehityksen, datan ja designin yhdistäminen, kyky toimittaa laajoja kokonaisuuksia
<b>Ydinpalvelualueet</b>	Digitransformaation konsultointi Palvelumuotoilu Digitaalisten palveluiden kehitys Pilvitransformaatio	Palvelumuotoilu Digitaalisten palveluiden kehitys Ohjelmistoylläpito	Design Data ja analytiikka Digitaalisten palveluiden kehitys Integraatio
<b>Asiakaskunta</b>	Julkishallinto 65 % TOP5 42 % liikevaihdosta (2017)	Hajautunut, useat eri kokoluokat Julkishallinnon rooli pieni Ei raportoi jakaumaa	Painottuu suuryrityksiin Julkishallinnon rooli pieni
<b>Kansainvälistyminen</b>	Kokeileva, pienin askelin ja hallituin riskein Saksa, UK, Espanja, Viro 11 % liikevaihdosta	Kokeileva, pienin askelin ja hallituin riskein Yhdysvallat Ei raportoi jakaumaa	Lean start-up -lähestyminen Saksa ja Yhdysvallat Autoteollisuus kohderyhmänä 13 % liikevaihdosta
<b>Liiketoimintamalli</b>	Puhdas asiantuntijayritys, vahvasti tuntilaskutukseen painottuvaa myyntiä	Pääosin tuntilaskutusta Ylläpitosopimusten rooli kasvussa Omien tuotteiden rooli kasvussa	Tuntilaskutus, mutta projektitoimitusten rooli kasvussa
<b>Pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuus-tavoitteet</b>	15-25 % vuotuinen kasvu >15 % EBITA-%	Ei julkaise tavoitteita	>10 % orgaaninen kasvu >10 % EBITDA-%
<b>Vuoden 2019 tavoitteet</b>	Liikevaihto 71-79 MEUR (2018: 51 MEUR)	Vertailukelpoinen liikevaihto kasvaa ja kannattavuus paranee vuonna 2019	Liikevaihto 75-85 MEUR (2018: 70 MEUR) EBITDA 6,6-7,6 MEUR (2018: 4 MEUR)
<b>Alueellinen painopiste</b>	Tampere Helsinki Turku	Tampere Helsinki Turku Oulu	Helsinki Oulu Puolassa nearshore-yksikkö
<b>Henkilöstö 2018</b>	495	430	697

# IT-palvelusektorin yrityskauppoja

## IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto	EBITDA	EBITDA-%	Henkilöstö	Enterprise Value	EV/Sales	EV/EBITDA
			MEUR	MEUR			MEUR		
maalis.19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
helmi.19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
helmi.19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
tammi.19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
tammi.19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x
loka.18	Elisa	Fenix Solutions	2,7	0,6	>20%		4,5-5,4	1,7x-2,0x	7,5x-9,0x
elo.18	Infosys	Fluido	18,0				65,0	3,6	
elo.18	Digia	Mavisystems Oy	3,2			34			
elo.18	Gofore	Solinor	4,0	0,5	0,1	50	4,0	1,0x	7,7x
elo.18	Siili	Vala Group (Siilin omistus 60 %)	5,8	1,4	0,2	80	6,0	1,7	7,0
huhti.18	Apax Digital Fund	Solita	76,1			650			
maalis.18	Digia	Avarea	3,6			41			
huhti.18	Sofigate	Csolutor (FI)	6,9			50			
tammi.18	Sofigate	Headstart (FI)	5,0						
tammi.18	Solteq	TM United A/S (DK)	4,8	0,5	0,1	35	3,5	0,7x	7,3x
joulu.17	Digia	Integration House	1,8			21			
loka.17	Tieto	Avega (SE)	45,5			350	51,0	1,1x	
syys.17	CGI	Affecto	125	6,4	0,1	1020	100,3	0,8x	15,7x
elo.17	Visma	Infrastone	2,8			15			
kesä.17	Solteq	InPulse	4,9	0,3	0,1	60	3,5	0,7x	12x-
kesä.17	Nixu	Bitsec (SE)	2,5			20	3,1	1,2x	
touko.17	Siili	Omenia	3,0	0,5	0,2	28	1,7-3,0	0,6x-1,0x	3,4x-6,0x
touko.17	Nixu	Expert Solution Support Center (NED)	3,1				2,2	0,7x	
touko.17	Digia	Omni Partners (ja Nord Software)	3,9			52			
huhti.17	Gofore	Leadin	3,8	0,4	0,1	43			
huhti.17	Eficode	Adage	2,6			24			
maalis.17	Solita	Palmu	7,6			62			
helmi.17	Capgemini	Idean	25,0			170			

# Yhteenveto

<b>Tuloslaskelma</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Osakekohtaiset luvut</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Liikevaihto	18,6	34,0	50,6	69,4	79,8	EPS (raportoitu)	0,20	0,26	0,36	0,50	0,56
Käyttökate	2,7	5,8	7,0	10,9	12,2	EPS (oikaistu)	0,20	0,37	0,42	0,64	0,71
Liikevoitto	2,6	5,4	6,1	8,7	9,9	Operat. kassavirta / osake	0,23	0,08	0,43	0,67	0,71
Voitto ennen veroja	2,6	4,2	6,1	8,7	9,8	Vapaa kassavirta / osake	0,17	0,39	0,19	-0,03	0,67
Nettovoitto	2,1	3,3	4,7	7,0	7,8	Omapääoma / osake	0,39	1,38	1,69	1,89	2,20
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,3	-0,7	-2,0	-2,0	Osinko / osake	0,08	0,15	0,19	0,25	0,30
<b>Tase</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Taseen loppusumma	7,7	29,3	34,5	43,3	48,2	Liikevaihdon kasvu-%	50 %	82 %	49 %	37 %	15 %
Oma pääoma	4,1	17,8	22,0	26,5	30,8	Käyttökateen kasvu-%	69 %	115 %	20 %	57 %	12 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	69 %	117 %	19 %	58 %	11 %
Nettovelat	-3,5	-7,9	-9,7	-6,8	-12,5	EPS oik. kasvu-%	72 %	85 %	13 %	54 %	10 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	14,5 %	17,1 %	13,8 %	15,7 %	15,3 %
Käyttökate	2,7	5,8	7,0	10,9	12,2	Oik. Liikevoitto-%	14,1 %	16,8 %	13,4 %	15,5 %	15,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	-3,7	0,0	0,2	-0,2	Liikevoitto-%	14,1 %	15,8 %	12,0 %	12,6 %	12,5 %
Operatiivinen kassavirta	2,4	1,1	5,6	9,3	10,0	ROE-%	63,3 %	30,3 %	23,8 %	28,8 %	27,3 %
Investoinnit	-0,7	-6,2	-3,7	-9,3	-0,6	ROI-%	76,5 %	40,0 %	25,2 %	30,9 %	30,7 %
Vapaa kassavirta	1,7	5,1	2,4	-0,5	9,4	Omavaraisuusaste	54,1 %	60,8 %	63,8 %	61,1 %	64,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-85,7 %	-44,2 %	-44,2 %	-25,5 %	-40,6 %
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Timur Kärki			14,3 %			EV/Liikevaihto	neg.	2,4	2,0	1,6	1,3
Jani Lammi			13,5 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	14,2	14,5	10,2	8,6
Mika Varjus			13,5 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	14,6	14,9	10,3	8,8
Mika Venola			13,5 %			P/E (oik.)	0,0	19,0	20,2	13,0	11,9
Ilmarinen			6,6 %			P/B	0,0	5,1	5,0	4,4	3,8
Varma			3,9 %			Osinkotuotto-%		2,1 %	2,2 %	3,0 %	3,6 %

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraava arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

## Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.3.2018	Vähennä	9,00 €	9,48 €
16.8.2018	Lisää	9,50 €	8,80 €
30.8.2018	Lisää	10,00 €	9,02 €
8.10.2018	Vähennä	10,00 €	10,34 €
22.11.2018	Vähennä	9,00 €	8,58 €
20.2.2019	Vähennä	8,30 €	8,13 €
11.4.2019	Lisää	9,00 €	8,02 €
24.4.2019	Lisää	9,00 €	8,40 €



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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



2015, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017  
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018  
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2018  
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**