

Witted Megacorp

Laaja raportti

10.8.2023 09:00



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvuraketin muuntautumiskykyä testataan

Witted on kasvanut IT-palvelumarkkinalla erittäin nopeasti vahvan rekrytointikykynsä ansiosta, mutta kilpailun siirryttyä asiakkaisiin yhtiön kyky kasvaa ja muuntautua punnitaan uudelleen. Ennustammekin Wittedin kasvun jäähtyvän selvästi, mutta pysyttelevän silti sektoria vahvempana ja kannattavuuden vahvistuvan selkeästi lähivuosina. Vakaan kehitysvaiheen kannattavuustasoon liittyvä epävarmuus kohottaa edelleen osakkeen riskiprofiilia. Arvostus on silti painunut erittäin matalaksi asteittaisen kannattavuuskäänteen edetessä ja pidämme tuotto-/riskisuhdetta hyvin houkuttelevana. Toistamme osta-suosituksen, mutta laskemme tavoitehinnan 3,6 euroon ennustelaskujen takia.

Poikkeuksellisilla kasvugeeneillä ja joustavalla kulurakenteella varustettu moderni IT-palveluyhtiö

Vuonna 2016 perustettu Witted on moderni IT-palveluyhtiö. Yhtiö keskittyy rakentamaan digitaalisesti edistyksellisille asiakkailleen asiakkaan itse johtamia ohjelmistokehitystiimejä ja tarjoaa näille myös muutos- ja projektijohtamista. Witted on kyennyt ylläpitämään poikkeuksellinen nopeaa 84 %:n liikevaihdon vuosikasvua vuosina 2018-2022 vahvan rekrytointikyvyn ansiosta, mutta kannattavuus on ollut tämän aikana keskimäärin matalalla 2 %:n tasolla (EBITA-%). Asiantuntijoista noin 2/3 toimii alihankkijana ja omien konsulttien palkoista erittäin suuri osa on laskutussidonnaista, mikä tekee kustannusrakenteesta hyvin joustavan, mutta laskee pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaalia. Yhtiö etenee kohti kannattavan kasvun vaihetta sen päämarkkinalla Suomessa (~80 % liikevaihdesta), kasvattaa myynnin vyykykyksiään ja vahvistaa operatiivista tehokkuutta. Kansainvälisesti yhtiö taas on edelleen kasvuvaiheessa.

Markkinan lyhyen aikavälin vastatuulet ovat voimakkaita, mutta eivät pysäytä digitalisaation etenemistä

Modernien IT-palveluiden markkinan kysyntä elää sykleissä, mutta pitkällä aikavälillä se on mielestämme selkeä kasvumarkkina vahvojen digitalisaation trendien tuella. Sektorilla vallitsee kova kilpailu ja alalle tulon esteet ovat matalat. Lyhyellä aikavälillä markkina on poikkeuksellisen vaikea kasvun pullonkaulan siirryttyä osajista myyntiin ja markkinan kasvuun kääntymisen on riippuvainen yritysten investointihalukkuuksien piristymisestä. Witted on elänyt kasvaessaan erittäin nopeasti jatkuvassa muutoksessa ja yhtiön muuntautumisen ja sopeutumiskyvyn ylläpitäminen on mielestämme yhtiön tärkeimpiä kilpailutekijöitä.

Lähivuosina yhtiö tasapainoilee kasvun ja kannattavuuden välillä

Arvioimme Wittedin kasvavan orgaanisesti markkinaa nopeammin keskimäärin 11 % vuosina 2022-2026. Kasvun painopiste kohdistuu entistä vahvemmin Suomen ulkopuolelle, erityisesti Norjaan ja Ruotsiin. Arvioimme kasvun nojaavan vahvemmin omien asiantuntijoiden varaan, mikä korkeampien bruttokatteiden ansiosta tekee siitä kannattavampaa. EBITA-%:n arvioimme nousevan asteittain 6,0 %:iin vuonna 2026 korkeampien bruttokatteiden, skaalautuvien ei-laskuttavan henkilöstön kiinteiden kulujen ja hidastuvien kasvupanostuksien vuoksi. Lähivuosina kannattavuusparannusta hidastaa vaikea markkina, mutta tukee tiukka kulukuri. Yhtiö tavoittelee 150 MEUR liikevaihtoa ja 10 %:n kannattavuutta vuonna 2025, mutta markkinan heikennyttä tavoite näyttää mielestämme erittäin vaikealta.

Tuotto-odotus hyvin houkutteleva kannattavuusparannuksen ja kasvupotentiaalin ajamana

Wittedin sijoitustarina on hyvin mielenkiintoisessa vaiheessa, sillä yhtiö on siirtymässä kannattavan kasvun vaiheeseen ja yhtiön arvostus on painunut liikevaihtopohjaisesti hyvin maltilliseksi (23e EV/S: 0,50x) heikossa markkinassa. Arvioimme yhtiöllä olevan edellytykset markkinaa vahvempaan kasvuun myös tulevaisuudessa ja kannattavuuden noustessa edes kohtuulliselle (EBITA-% >5 %) tasolle lähivuosina on tuotto-odotus mielestämme hyvin houkutteleva. Osakkeen matala arvostus kompensoi mielestämme hyvin yhtiön edelleen koholla olevia ennusteriskejä.

Suositus

Osta

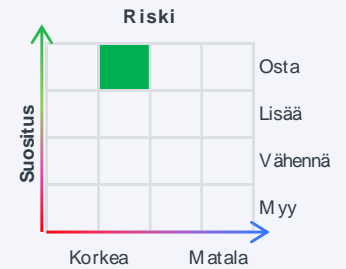
(aik. Osta)

3,60 EUR

(aik. 4,40 EUR)

Osakekurssi:

2,76



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	52,9	66,5	72,5	81,5
kasvu-%	77 %	26 %	9 %	12 %
EBIT oik.	0,3	0,2	2,5	4,1
EBIT-% oik.	0,5 %	0,3 %	3,5 %	5,1 %
Nettotulos	-0,6	-0,6	1,3	2,6
EPS (oik.)	0,01	0,02	0,14	0,23
P/E (oik.)	>100	>100	19,1	12,0
P/B	3,5	2,5	2,4	2,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	12,4	6,7
EV/EBITDA	neg.	>100	12,1	6,5
EV/Liikevaihto	1,0	0,5	0,4	0,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

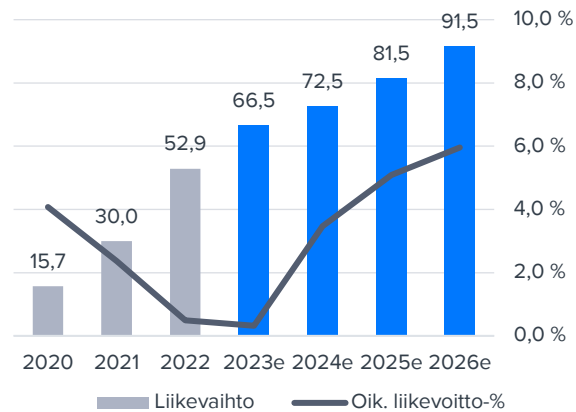
Witted arvioi liikevaihdon kasvavan markkinaa selkeästi nopeammin ja EBITA-liiketuloksen olevan positiivinen

Osakekurssi



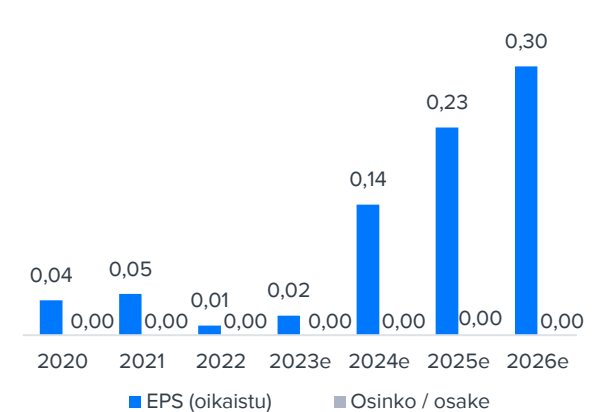
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Toimialan vahva kysyntänäkymä pitkällä aikavälillä
- Erittäin vahvan kasvun polulla jatkaminen
- Laajentuminen nykyisissä sekä uusissa toimintamaissa
- Omien työntekijöiden osuuden kasvu asiantuntijoista
- Kasvustrategian vauhdittaminen yrityskaupoin
- Kannattavuuden vahvistuminen kasvuvauhdin vakaantuessa ja myyntikatteiden vahvistuminen, erityisesti kansainvälisissä toiminnoissa



Riskitekijät

- Epäonnistuminen sopeutumisessa muuttuneeseen markkinatilanteeseen, jossa kilpailua ei käydy vain osaajista
- Makrotaloustilanteen heikentymisen riskit asiakaskysyntään
- Freelancer-toimintamallin pitkän ajan kannattavuuspotentiaalin epävarmuus
- Tulevissa yritysostoissa tai maantieteellisessä laajentumisessa epäonnistuminen
- Kokoluokan vauhdikkaasta kasvusta aiheutuvat mahdolliset kasvukivut

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,76	2,76	2,76
Osakemäärä, milj. kpl	15,4	15,4	15,4
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	33	31	28
P/E (oik.)	>100	19,1	12,0
P/E	neg.	33,7	16,5
P/Kassavirta	neg.	19,2	12,0
P/B	2,5	2,4	2,1
P/S	0,64	0,59	0,52
EV/Liikevaihto	0,50	0,43	0,34
EV/EBITDA (oik.)	>100	12,1	6,5
EV/EBIT (oik.)	>100	12,4	6,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Sijoitusprofiili	15-16
Strategia	17-19
Taloudellinen tilanne	20-21
Toimiala	22-31
Kilpailukenttä	32-36
Ennusteet	37-41
Arvonmääritys	42-47
Taulukot	48-50
Vastuuvapauslauseke	51

Witted lyhyesti

Witted on kansainvälisesti ja erittäin vahvasti kasvava IT-palveluyhtiö, joka rakentaa asiakkailleen menestyviä ohjelmistokehitystiimejä.

2016

Liiketoiminnan käynnistäminen

84 % CAGR

Orgaaninen -liikevaihdon vuosikasvu 2018-2022 (Inderes arvio)

52,9 MEUR (+77 % kasvu vs. 2021)

Liikevaihto, 2022

-0,4 MEUR (-0,7 % liikevaihdosta)

EBITA (EBITA-%), 2022

~20 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus, Q1/2023

450

Asiantuntijoiden lukumäärä täysipäiväisiksi muutettuna (FTE), Q1/2023 lopussa

152

Omilla palkkalistoilla olevien asiantuntijoiden lukumäärä täysipäiväisiksi muutettuna, Q1/2023 lopussa

Vuodet 2016-2018

- Yhtiö perustetaan Talented-nimellä IT-sektorin rekrytointi-, kasvukonsultointi- ja freelancer-liiketoiminnan harjoittamiseen, Reaktor rahoittaa toiminnan käynnistämisen (2016)
- Osaajien houkuttelua tukevan asiantuntijayhteisön rakentaminen aloitetaan
- Sijoitus kroatialaiseen Software Sauna d.o.o:n sen perustamisen yhteydessä (2018)
- Siirtyminen usean työnantajabrändin strategiaan aloitetaan ja Mavericks Software perustetaan Suomeen (2018)

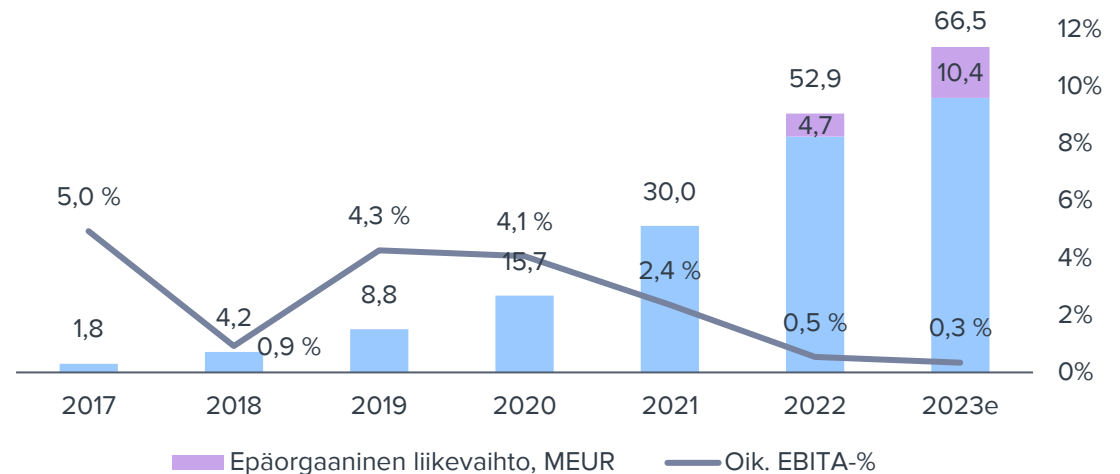
Vuodet 2019-2020

- Ensimmäinen maayhtiö perustetaan Norjaan Talented-brändillä (2019)
- Voimakas kasvu jatkuu koronasta huolimatta
- Sijoitus New Things Companyyn, joka panostaa työntekijöiden yhteisöllisyyteen ja ammattilaisena kasvamiseen (2019)
- Toinen maayhtiö perustetaan Ruotsiin (2021)
- Witted Megacorp muodostetaan, yhtiöt pidetään autonomisina yksikköinä (2021)

Vuodet 2022-2023

- First North -listautumisesta 8 MEUR bruttovarat kasvun vauhdittamiseen (2022)
- Toimistot USA:an ja Tanskaan, lisäksi Maverick's perusti toimistot Turkuun, Tampereelle sekä Osloon (2022).
- Nexec-yritysosto (2022)
- Markkinan kysyntätilanteen selvä heikentyminen ajaa toimintojen vahvempaan keskittämiseen ja myyntimallin uudistamiseen (2022-2023)

Liikevaihto (MEUR) ja oik. EBITA-%*, 2017-2023e



*EBITA oikaistu IPO-kuluista

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Witted on poikkeuksellisen vahvasti kasvanut yhtiö, joka luo nyt nahkaansa uudelleen

Witted on vuonna 2016 perustettu teknologiariippumaton IT-palveluyhtiö, joka keskittyy rakentamaan asiakkailleen ohjelmistokehitystiimejä. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen ohjelmistokehitystiimejä ja -asiantuntijoita digijärjestelmien kehitys- sekä muutoshankkeisiin, minkä lisäksi se rakentaa asiakkailleen digitaalisia kyvykkyksiä (rekrytointi ja kasvukonsultointi). Witted syntyi IT-sektorin osaajasodan ratkomisen ympärille.

Tarve Wittedin kaltaiselle toimijalle on syntynyt yritysten digitaalisten kyvykkyksien kasvaessa. Aiemmin vahvasti ulkoisiin ohjelmistokonsultteihin nojanneet yritykset ovat halunneet kasvavissa määrin ottaa liiketoimintakriittisen digitaalisen kehityksen omaan johtoonsa. Tätä kautta nämä yritykset ovat pyrkineet etsimään itselleen kumppaneita, jotka auttavat niitä rakentamaan ja johtamaan menestyviä ohjelmistokehitystiimejä.

Witted erottautuu ohjelmistokehityspalveluissa monista muista IT-palveluyhtiöistä siten, että se keskittyy erityisesti asiakkaisiin, joilla on korkea digitaalinen maturiteetti ja jotka haluavat itse johtaa omia digitaalisia kehityshankkeitaan. Witted pyrkii erottautumaan sekä asiakkaiden (joustavat resursoinnin ja osaamisen rakentamisen mallit) että työntekijöiden (joustavat sopimus-, työskentely- ja palkitsemismallit) suuntaan. Vuosina 2022-23 muuttuneessa markkinatilanteessa, jossa kasvun pullonkaula on siirtynyt rekrytinnista myyntiin, Witted on myös keskittänyt työnantajabrändejä, tehden kustannusrakenteesta vielä aiempaa joustavamman.

Wittedin toimintamalli on selkeästi resonoinut sekä

osaaja- että asiakaskunnassa, sillä yhtiö on kasvanut erittäin vahvasti myös muihin moderneihin, nopeasti kasvaneisiin, IT-palveluyhtiöihin verrattuna. Witted on onnistunut kaksinkertaistamaan liikevaihtonsa (2018-2022 liikevaihdon CAGR 89 %) lähes jokaisena toimintavuotenaan ylläpitäen samalla positiivista kannattavuutta. Vuosittainen orgaaninen* kasvu on arviomme mukaan ollut noin 84 % samalla ajanjaksolla. Toisaalta hurjasta kasvusta huolimatta yhtiöllä on yhä paljon todistettavaa, että se onnistuu saavuttamaan tavoittelemansa 10 %:n EBITA-%:n.

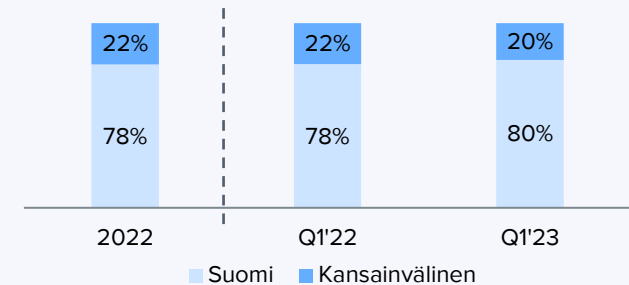
Witted listautui First North –markkinapaikalle keväällä 2022. Listautumisen taustalla oli yhtiön pyrkimys kerätä kasvurahoitusta ja saada listayhtiön edut kansainvälisen kasvustrategiansa toteutukseen. Witted keräsi listautumisessa noin 8 MEUR:n bruttovarat ja yhtiön toimiva johto sekä henkilöstö ovat yhä yhtiön merkittäviä omistajia.

Ohjelmistokehitystä asiakkaan johdolla ja kumppanina

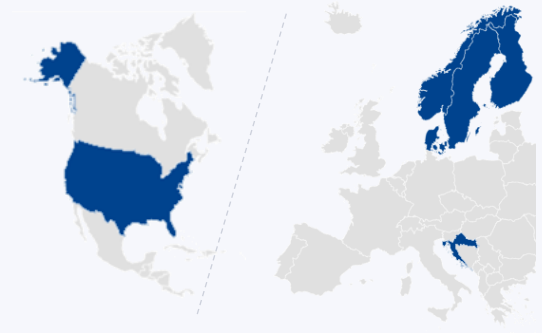
Wittedin tarjonnan ydinajatuksena on rakentaa sen asiakkaille ohjelmistokehitystiimejä ja -kyvykkyksiä. Yhtiö toteuttaa tätä kolmen eri pääpalvelualueen kautta, ohjelmistokehityksen, muutos- ja hankejohtamisen sekä kasvukonsultoinnin ja rekrytinnin kautta. Palvelut eivät ole perinteistä ohjelmistokehityksen ulkoistusta, sillä niiden ydinajatuksena on rakentaa asiakkaalle kyvykkyudet (kasvukonsultointi ja rekrytointi) johtaa omaa ohjelmistokehitystään ja tämän jälkeen varmistaa sopivien resurssien löytyminen kehityksen toteuttamiseen (ohjelmistokehitys, rekrytointi). Poikkeuksena tästä on muutos- ja hankejohtamisen palvelut.

Witted

Liikevaihdon jakauma,
% liikevaihdosta



Toimintamaat,
Q1/2023, maat joissa konserniyhtiöitä



Lähde: Witted, Inderes

*Vuosien varrella tehdyt omistusjärjestelyt tekevät orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun välisestä rajanvedosta haastavaa, sillä Wittedin ja sen brändiyhtiöiden omistajina on ollut paljon samoja tahoja. Yhtiöitä ja omistuksia konsolidoitiin Witted Megacorp -konserniin vuonna 2021.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Kaikilla asiakkailla ei ole heti projektien johtamiseen vaadittavia ohjelmistokehityksen kyvykkyyksiä, mihin Wittedin kasvukonsultointi ja rekrytointi -palvelut (2022: 6 % liikevaihdosta) vastaavat. Palvelut sisältävät johdon konsultointia, avainhenkilöiden ja ohjelmistokehittäjien rekrytointipalveluita, rekrytointiprosessien ja hakijakokemuksen kehittämistä sekä markkinointipalveluita työnantajamielikkyyden ja työntekijäkokemuksen kehittämiseksi. Kasvukonsultointi ja rekrytointi tuottaa myös uusia digitaalisesti kypsempää asiakkaita yhtiön ohjelmistokehityspalveluille.

Ohjelmistokehityspalveluissa (2022: 94 % liikevaihdosta, ei huomioi vielä juurikaan Nexecia) Witted tarjoaa asiakkailleen projektiluonteisia IT-palveluita. Tämä sisältää mm. IT-konsultointia, järjestelmäintegraatioita ja räätälöityä ohjelmistokehitystä. Yhtiö ei kuitenkaan tarjoa esimerkiksi hallittuja palveluita tai IT-tukipalveluita. Wittedin projekteissa kuskien paikalla johtamassa on useimmiten asiakas itse, mikä erottaa yhtiötä sen monista kilpailijoista. Tosin nyt Wittedin sisältä löytyy myös Nexecin kautta merkittävät projektinjohtokyvykkyydet, joilla vaativiin kokonaisuuksiin voidaan tuoda väliaikainen ulkopuolinen tuki.

Muutosjohtamisen palveluissa Witted tarjoaa asiakkailleen IT-muutosjohtajia ja projektinjohtajia (2022: Nexec Oy liikevaihto 13,5 MEUR ja EBIT-% 4,6 %). Tyypillisesti ulkopuolista muutosjohtajaa tarvitaan kun asiat ovat menneet pieleen tai kun tehdään monimutkaista integraatiota. Tällä palvelualueella on selkeät myyntisynergiat Wittedin ohjelmistokehityksen kanssa. Synergioita syntyy, kun Nexecin projektinjohtajat tarvitsevat

ohjelmistokehityksensä resursseja projekteissaan. Palvelukyvykkyydet tulivat yhtiön viimeisimmän Nexec-yritysoston kautta.

Wittedin mallissa asiakkaan ohjelmistokehityksen resursointi pyritään rakentamaan asiakkaan oman strategian ehdoilla, joustavaa ulkoista resursointia ja sisäisten kyvykkyyksien rakentamista yhdistäen. Tässä Witted yhdistää ohjelmistokehityksen ja rekrytinnin palveluitaan. Wittedin ammattilaisten (työntekijät ja verkosto) osaaminen ei ole sidottu tiettyihin teknologioihin tai kehitysmenetelmiin, vaan ne määritetään aina projektikohtaisesti.

Wittedin tyypillinen asiakas on suurempi yritys, jolla on jo sisäiset digikehityskyvykkyydet. Asiakkaana voi myös olla digimatkan aiemmassa vaiheessa oleva yritys, jolle Witted rakentaa tarvittavat ohjelmistokehityksen johtamiseen vaadittavat kyvykkyydet. Projektit digitaalisesti kehittyneillä ja hyvän työskentely-ympäristön asiakkailla lisäävät arviomme mukaan Wittedin projektien houkuttelevuutta myös IT-ammattilaisten suuntaan.

Witted keskittyy tarjonnassaan puhtaasti ohjelmistokehitykseen liittyviin palveluihin eikä pyri laajenemaan tuoteliiketoimintaan. Yhtiön sopimukset ovat pääasiassa toistaiseksi voimassa olevia. Witted pyrkii tekemään asiakkaidensa kanssa pitkäjänteistä kehitystyötä ja pyrkii välttämään projektipohjaista liiketoimintaa. Yhtiö laskuttaa asiakkaita perustuen tunti- tai materiaipohjaiseen hinnoitteluun ja pyrkii niinkään välttämään kiinteähintaisia projekteja. Wittedin tulovirrat ovat hajautuneita, eikä merkittävä osa liiketoiminnasta nähdäksemme nojaa yksittäisiin asiakkaisiin tai asiakastoimialoihin.

Esimerkkejä Wittedin tytäryhtiöiden asiakkaista



TALENTED
A WITTED COMPANY



mavericks



Metso:Outotec

NEXEC
a Witted Company



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Osaamista houkutellaan eri työnantajabrändeillä ja palkkamalleilla

Witted on pärjännyt historiassa erinomaisesti rekrytoinnissa tiukassa rekrytoimimarkkinassa luomalla useita erilaisia työskentely- ja palkitsemismalleja. Käytännössä yhtiö tunnistanut tietyille asiantuntijasegmenteille sopivia kokonaisuuksia, joita on paketoitu eri työnantajabrändien alle Witted-konsernissa. Nyt Witted on keskittänyt toimintonsa sen neljän vahvimman työnantajabrändin ympärille.

Witted Partners on freelancerien ja pienten konsulttiyhtiöiden verkosto. Witted välittää sille samoja projekteja vastaavalla tavalla kuin omille konserniyhtiöilleen. Alihankkijamalleille tyypillisesti Witted hoitaa mallissa laki- ja sopimustekniset asiat, sekä auttaa freelancereita osakeyhtiön perustamiseen ja hallinnointiin liittyvissä asioissa. Witted tapaa yhteisönsä jäsenet ja varmistaa aina asiantuntijoidensa soveltuvuuden heille tarjottaviin projekteihin. Freelancerin näkökulmasta yhtiö mahdollistaa keskittymisen itse työhön. Partners -mallissa Witted neuvottelee hinnoittelusta sekä myyjänä asiakkaille, että ostajana freelancerilta. Witted Partners on asiantuntijamäärällä mitattuna konsernin suurin brändi.

Mavericks on rakennettu mielekkääksi työpaikaksi kokeneille ja itsenäisille ohjelmistokehittäjille. Yritys ei palkkaa junioritason tekijöitä ja houkuttelee asiantuntijoita sekä vapaudella, että hyvällä ja vahvasti laskutukseen sidotulla palkitsemisella. Mavericksin työntekijöiden palkat ovat alan korkeimpia, mutta vastapainona heidän laskutusasteensa ovat tulospalkkauksesta johtuen hyvin korkeita. Mallissa yhtiön kulurakenne on varsin joustava (pohjapalkka 3 TEUR) ja kate muodostuu

palkkojen ja laskutuksen välisestä erosta sekä korkeasta laskutusasteesta. Mavericksilla on toimistot Helsingissä, Turussa ja Tampereella, joiden lisäksi se on laajentunut Norjaan ja Ruotsin laajentumista suunnitellaan. Se työllistää noin 100 työntekijää, joista yli 90 % on arviomme mukaan Suomessa.

Nexec on reitti kokeneille muutosjohtajille mielenkiintoisimpiin projekteihin freelancer-mallilla. Asiantuntijat hyötyvät sen laajasta projektitarjoamasta ja toisaalta sen asiakkaat hyötyvät Nexecin laajasta osaajaverkostosta (500 muutosjohtamisen asiantuntijaa), josta ne usein löytävät tarvitsemansa asiantuntijaprofiilin. Nexec voisi tulevaisuudessa laajentua myös palkkaamaan omia työntekijöitä talon sisään. Mielestämme esimerkiksi Mavericksin malli voisi olla toimiva myös tällä palvelualueella.

Talented rekrytoi ja rakentaa asiakkaille ohjelmistokehitystiimejä. Sen tulot muodostuvat tuntihintaisesta asiantuntijatyöstä ja rekrytointikohtaisista palkkioista. Yhtiö on räätälöity erityisesti asiakkaiden suuntaan, sillä se erikoistuu niiden digitaalisten kyvykkyyksien rakentamiseen. Asiantuntijalle se tarjoaa mahdollisuuden asiakkaan ohjelmisto-osaamisen rakentamiseen joko konsulttina tai suoraan asiakkaan palkkalistoilla.

Software Sauna toimii Kroatiaassa ja Pohjois-Makedoniassa, jossa se edustaa paikallisille asiantuntijoille (noin 35 asiantuntijaa) pohjoismaista ketterää ja työntekijäystävällistä IT-palveluyhtiökulttuuria. Yhtiön asiantuntijat ovat pääasiassa työsuhteessa ja heidän palveluita myydään Suomeen ja muihin Euroopan maihin. Witted on yhtiössä merkittävänä vähemmistöomistajana 45,5 %:n osuudella.

Wittedin työnantajabrändit asiantuntijan näkökulmasta

mavericks

Kokeneen, itsenäisen ja perheellisen asiantuntijan työpaikka korkealla tulospalkkauksella

Witted Partners

Reitti mielenkiintoisiin projekteihin freelancereille ja pienille konsulttiyhtiöille

TALENTED A WITTED COMPANY

Reitti työpaikkoihin ja ohjelmisto-osaamisen rakentamiseen suoraan asiakasyritysten kehitystiimissä

NEXEC a Witted Company

Reitti muutosjohtajille houkuttelevimpiin projekteihin freelancer-mallilla

Merkittävät vähemmistöomistukset



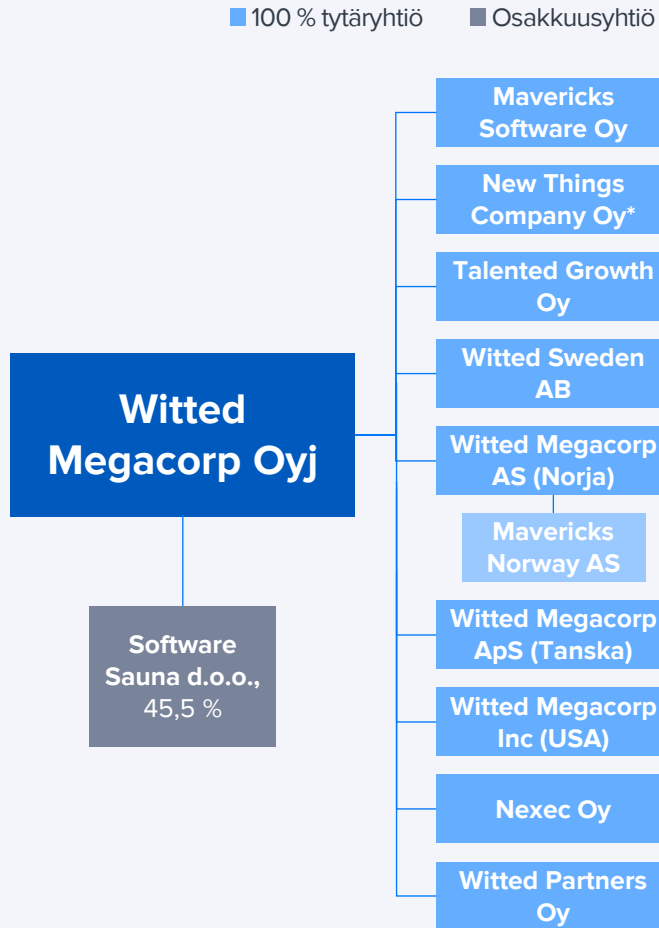
Pohjoismaisen matalan hierarkian ja ketterän IT-palvelukulttuurin työpaikka Kroatiaassa. 45,5 % omistusosuus.

—ARA Digital—

Witted myi 30 %:n omistusosuutensa yhtiöstä. Pienen sijoituksen tuotto oli Wittedin näkökulmasta +/-0.

Yhtiörakenne ja eri työnantajabrändien maantieteellinen peitto

Witted muodostuu yhden tai useamman brändin ympärille maakohtaisesti perustetuista yhtiöistä



*New Things Companyn liiketoiminta yhdisteltiin Mavericksin kanssa, mutta juridisesti yhtiö pysyy vielä olemassa

Lähde: Witted

Työnantajabrändeillä¹ on konsernin nykyisissä toimintamaissa tilaa laajentua mikäli myynnin veto sitä vaatisi

Brändi	Suomi	Norja	Ruotsi	Tanska	USA	Wittedin EBIT-% odotus ²	Inderes EBIT-% skenaariot ³
Witted Partners	✓	✓	✓	✓	✓	8-10 %	4-8 %
TALENTED <small>A WITTED COMPANY</small>	✓	⊖	✗	✗	✗	15-20 %	7-15 %
mavericks	✓	✓	✓	✗	✗	10-20 %	8-15 %
NEXEC <small>a Witted Company</small>	✓	✗	✗	✗	✗		4-8 %

- ✓ Brändi toiminnassa
- ✓ Laajennus suunnitteilla
- ✗ Ei julkistettua toimintaa
- ⊖ Toiminta alasajettu

¹ Taulukon lisäksi Witted-konserniin kuuluu vähemmistöomisteinen Software Sauna

² Wittedin arvio brändin kannattavuuspotentiaalista kypsässä kehitysvaiheessa (annettu listautuessa 5/2022)

³ Inderes-skenaarioissa käytetyt oletukset

Huom: Laajennuksia voi tehdä myös uusiin kaupunkeihin nykyisten toimintamaiden sisällä.

Lähde: Witted, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Suomen liiketoiminnoissa fokus siirtynyt vahvemmin kannattavaan kasvuun

Witted raportoi kahta eri segmenttiä* : Suomi ja Kansainvälinen. Näiden segmenttien lisäksi yhtiö raportoi erikseen Konsernipalvelut.

Suomi on liiketoiminnoista selkeästi suurempi ja teki vuonna 2022 noin 51 MEUR Nexecin huomioivan Proforma-liikevaihdon. Suomen osuus ulkoisesta liikevaihdosta Q1'23 oli 80 %. Q1:llä orgaaninen kasvu oli arviomme mukaan noin 15 %. Suomessa Witted toimii kaikilla neljällä nykyisellä työnantajabrändillään ja on kasvanut historiassa erittäin nopeasti. Segmentti työllistää 352 asiantuntijaa, joista omilla palkkalistoilla on ~40 %.

Segmentin kannattavuus on ollut jo historiassa positiivinen huolimatta erittäin vahvasta kasvusta (2022 EBITA-% suhteessa ulkoiseen liikevaihtoon: 6,1%). Mikäli konsernikulut jyvitetäisiin liikevaihdon jakauman suhteessa segmentille, putoaisi EBITA-% vielä 2,2 %:iin (ilman IPO-kuluja 3,5%). Witted yhdisteli alkuvuonna 2022 arviomme mukaan heikommassa kunnossa olleet New Things Companyn ja Witted Datan Mavericksiin H1'23:llä. Mavericks on läpi historiansa kasvanut erittäin vahvasti ollen samanaikaisesti hyvin kannattava (2022: EBIT-% ~10 %). Lisäksi arvioimme organisaatiomuutosten tukevan kannattavuutta.

Suurin kasvupotentiaali kohdistuu kansainvälisiin toimintoihin

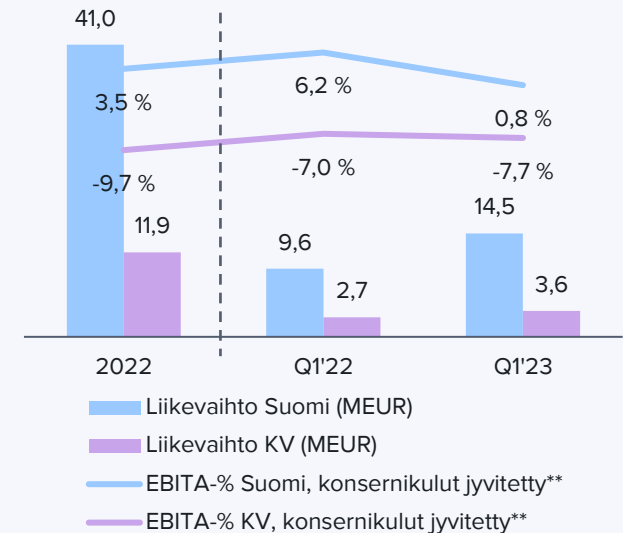
Kansainvälisessä segmentissä muut maat eli Norja, Ruotsi, USA ja Tanska ovat monilta osin vielä varhaisessa kasvuvaiheessa. Segmentin liikevaihto vuonna 2022 oli 11,9 MEUR ja Q1'23:llä se vastasi noin 20 % liikevaihdosta. Q1:llä orgaaninen kasvu oli arviomme mukaan noin 32 %. Segmentti

työllistää 99 asiantuntijaa, joista omilla palkkalistoilla on noin 18 %. Kansainvälinen liikevaihto on vielä vahvasti Witted Partnersin harteilla, mutta omien työntekijöiden osuus on kasvanut nopeasti vuoden takaisesta 8 %:sta. Mavericks Norja työllistää vajaa 10 asiantuntijaa, ja näemme konseptille hyvät kasvuedellytykset myös Norjassa.

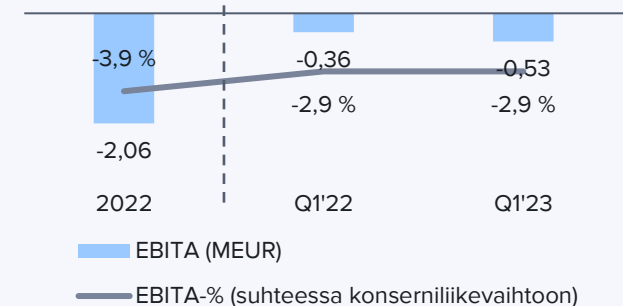
Norjan liiketoiminta on kasvanut erittäin vahvasti viime vuosina, mutta kannattavuus on pysynyt vielä matalana kasvupanostuksista johtuen. Lisäksi kasvu on ollut lähes täysin alihankkija/freelancer vetoista, joka on markkinoille mentäessä matalamman riskiprofiilin vuoksi mielestämme järkevää. Norjan liikevaihto oli vuonna 2022 arviomme mukaan noin 10 MEUR, joten se vastaa jo merkittävää osaa koko segmentistä. Muista maista suurimmat kasvuponnistukset kohdistetaan Ruotsiin, jossa yhtiö onkin saanut lupaavan alun. Mavericksin lanseerausta suunnitellaan parhaillaan Ruotsissa. Tanskassa ja USA:ssa Witted etenee vielä varovaisemmin askelin.

Kansainvälisessä segmentissä kannattavuus on ollut vielä heikolla tasolla kasvupanostuksista johtuen (2022 EBITA-% suhteessa ulkoiseen liikevaihtoon: -7,1%). Konsernikulut jyvitetynä, putoaisi segmentin EBITA-% -11,0 %:iin (ilman IPO-kuluja -9,7%). Matala kannattavuus on mielestämme luonnollista vielä nykyisessä kehitysvaiheessa huomioiden varhainen kehitysvaihe (isoja panostuksia vuonna 2022 kaikissa maissa). Samaan aikaan on myös todettava, että palveluliiketoiminnassa merkittävien tappioiden tekeminen pitkään liikevaihdon saavuttaessa jo kohtuullisen kokoluokan on mielestämme todennäköisesti omistaja-arvoa tuhoava strategia, mikäli kasvuvauhti ei ole

Segmenttien liikevaihto ja EBITA-%, MEUR ja % ulkoisesta liikevaihdosta



Konsernipalvelut, MEUR ja % liikevaihdosta



Lähde: Witted, Inderes *Segmentit raportoitu (Q1'23 lähtien)
**IPO-kulut (0,7 MEUR) oikaistu konsernipalveluista

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

erittäin kova niin kuin yhtiöllä historiassa. Yhtiö myös päätti keskittyä Norjassa täysin ohjelmistokehitykseen ja lopetti vuoden 2023 alussa odotuksia heikommin käyntiin lähteneen johdon suorahaku ja rekrytointiliiketoiminnan (aloitettu vuoden vuonna 2022). Tämä tukee kannattavuutta loppuvuotta 2022 kohden.

Laajasta autonomiasta siirrytään kohti ainakin paperilla keskitetympää mallia

Witted palkkasi maaliskuussa 2023 uuden kaupallisen johtajan ja on muuttanut myynnin organisoitumisen maakohtaiseksi (esim. Witted Finland sales). Aiemmin erilliset yhtiöt olivat vielä vahvemmin myyntivastuussa, vaikka yhteistyötä tehtiinkin läpi konsernin. 7/23 yhtiö tiedotti nopeasti muuttuneen markkinatilanteen takia uudistavansa organisaatorakennettaan vielä vahvemmin. Aiemmin itsenäisesti toimineiden yhtiöiden myynti-, asiakaspalvelu- ja HR-toiminnot yhdistetään uuden Suomen maayhtiön alle.

Toimintamallin muutos on tullut varsin nopeasti ja on jossain määrin epävarmaa kuinka nopeasti yhtiön organisaatio sopeutuu tähän muuttuneeseen toimintamalliin. Erotuksena on vielä Nexec, jonka myynti toimii itsenäisesti ja jonka kanssa tavoitellaan myyntisynergioita.

Aiemmin yhtiöt toimivat hyvin autonomisesti ja osajiin liittyvät prosessit kuten rekrytointi, osaajien hyvinvoinnin ylläpitäminen ja kehittäminen, sekä palkitseminen toteutettiin konsernin yksiköissä hyvin itsenäisesti. Näkemyksemme mukaan tätä kautta saavutettu tehokas ja mukautuva rekrytointitoiminta on ollut historiassa keskeinen mahdollistaja Wittedin vahvalle kasvulle osajakilpailun ollessa aiemmin kasvun

pullonkaulana.

Witted on koko historiansa ajan elänyt jatkuvassa muutoksessa tuplatessaan lähes joka vuosi kokonsa ja näemmekin jatkuvan muuntautumiskyvyn olevan yksi yhtiön tärkeimpiä kilpailutekijöitä. Tämä lisää luottamustamme yhtiön muuntautumisen onnistumiseen.

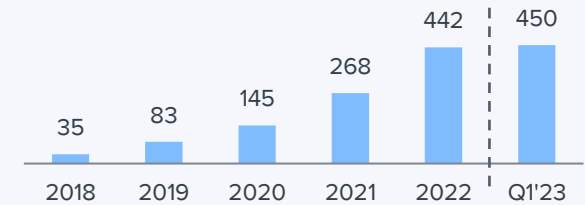
Witted Partners –yhteisössä on kaikki yhtiön freelancerit ja alihankkijat. Yhteisö on jäsenille reitti isoihin ja kansainvälisiin projekteihin, verkostoitua muiden alan tekijöiden kanssa sekä saada tukea ura- ja osaamiskehitykseen. Yhteisössä on noin 3500 ammattilaista Pohjoismaissa. Projektien välittäminen yhteisölle on tehty skaalautuvaksi yhtiön sisäisellä Witted Hub -ohjelmistolla, johon osaajat ylläpitävät omia osaamisalueitaan ja saatavuustietoaan.

Laaja tarjonta kiinnostavissa asiakasyhtiöissä on Wittedille nähdäksemme keskeinen kilpailutekijä freelancer- ja alihankkijayhteisössä, joita löytyy myös yhtiön lähes kaikilta kilpailijoilta (esim. Siili, Digia). Toisaalta laaja kattaus asiantuntijoita mahdollistaa hyvin asiakkaan tarpeisiin vastaavan tiimin löytämisen. Laaja yhteisö onkin arviomme mukaan ollut yksi Wittedin onnistuneen kasvutarinan merkittäviä ajureita.

Kustannusrakenne on joustava, mikä vaikuttaa myös kannattavuuden potentiaaliin

Asiantuntijapalveluyhtiölle tyypillisesti suurin osa Wittedin kuluista ovat henkilösidonnaisia. Tavallista työsuhdetta, laskutuksen huomioimista palkoissa ja freelancereita sekä alihankintaa yhdistävästä liiketoimintamallista johtuen enemmistö tästä on

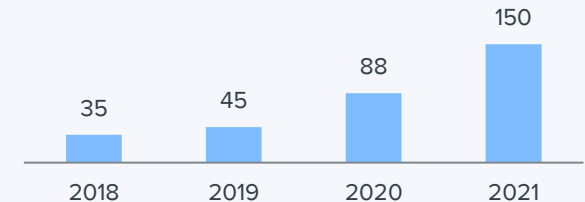
Wittedin asiakastyötä tekevät asiantuntijat*, 2018-Q1/2023, asiantuntijoiden lukumäärä



IT-alan asiantuntijat



Wittedin asiakasmäärän kehitys, 2018-2021, asiakkaiden lukumäärä



*Sisältäen konsernin myymissä asiakasprojekteissa olevat freelancerit ja alihankkijat, lukumäärä kauden lopussa
Lähde: Witted, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

kuitenkin luonteeltaan muuttuvaa ja joustavaa.

Materiaalit ja palvelut (2022: 60 % liikevaihdosta) - kuluerä muodostaa selvän enemmistön Wittedin kustannuksista. Nämä kustannukset muodostuvat pitkälti alihankinnasta yhtiön omilta osaajayhteisön freelancereilta tai konsulttiyhtiöiltä. Nämä ovat käytännössä puhtaasti muuttuvia kustannuksia. Kustannuserässä on mukana myös vähäisissä määrin vähemmistöomistuksille välitetyjä projekteja (Software Sauna).

Henkilöstökulut ovat seuraavaksi suurin kuluerä (2022: 32 % liikevaihdosta). Tämän erän voisi mielestämme jaotella kolmeen erään, vaikkamme tiedäkään tarkkoja osuuksia: 1) laskutettavaa asiakastyötä tekevien asiantuntijoiden peruspalkat (kiinteä), 2) laskutettavaa asiakastyötä tekevien asiantuntijoiden laskutussidonnainen osa palkasta (muuttuva) ja 3) johdon ja hallinnon palkat (kiinteä). Witted on kommentoinut 5/23 ei-laskuttavan henkilöstön suhteen laskuttaviin asiantuntijoihin olevan 13,5 %. Tämä vastaa arvioimme mukaan noin 60 täysipäiväistä työntekijää, mikä on suhteellisen suuri määrä kokoluokkaan nähden, kun huomioidaan alihankinnan suuri osuus. Yhtiö tavoittelee alle 10 % tasoa. Arvioimme 7/23 ilmoitettujen muutosneuvottelujen johtavan jonkin verran tiiviimpään organisaatioon.

Liiketoiminnan muut kulut (2022: 8,8 %) muodostuvat taas pääasiassa toimitiloihin, laitteisiin ja hallintoon liittyvistä kustannuksista. Vuonna 2022 osuus kasvoi selkeästi listautumiskulujen vuoksi, mutta Q1'23 erän osuus oli jälleen selkeästi viime vuotta matalampi (6,6 %). Myös nämä kustannukset

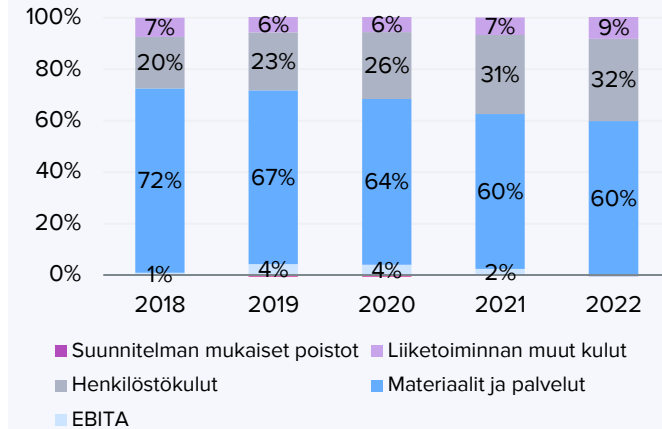
riippuvat olennaisesti henkilöstön määrästä. Toimialan verrokeilla luku on tyypillisesti 9-15 % tasolla, mihin nähden Wittedin liiketoiminnan muut kulut ovat poikkeuksellisen vähäiset. Yrityskaupoista johtuvien liikearvon poistojen arvioimme olevan reilun 1 %:n vuonna 2023.

Markkinatilanteen muuttuessa Witted oli erittäin kovan kasvun tavoitteluvaiheessa ja organisaatio oli rakennettu tukemaan selvästi suuremman kokoluokan liiketoimintaa. Nyt taas yhtiö on panostanut myyntiorganisaatioonsa. Näin arvioimme nykyisessä konsernin huoltosuhteessa (ei-laskuttavat/laskuttavat) olevan skaalautumisvaraa (ennen muutosneuvotteluja).

Keskeisimpinä skaalautumisen ajureina näemme asiakastyötä tekevien omien asiantuntijoiden osuuden kasvun, huoltosuhteen vahvistumisen ja myyntikatteiden vahvistumisen. Osaltaan nämä vaativat siirtymistä vahvan kasvun vaiheesta vakaampaan kehitysvaiheeseen, jossa yhtiön ei-laskuttava organisaatio on mitoitettu sen hetkisen liiketoiminnan kokoluokan mukaiseksi aiemman kasvua mahdollistavan ylimitoituksen sijaan.

Witted investoi tällä hetkellä tulovirtansa kasvuun, erityisesti kansainvälisillä markkinoilla. Muun muassa tunnettuuden ja myyntiputken rakentaminen sekä asiantuntijoiden rekrytoiminen ja toimistojen avaaminen vaatii uudessa maassa etupainotteisia panostuksia ennen tulovirtojen muodostumista (Norjassa n. 0,2-0,3 MEUR investointi). Nämä investoinnit tehdään tuloslaskelmassa ja syövät Wittedin kannattavuutta.

Kustannusrakenne*,
2018-2022, % liikevaihdosta



Mavericks Suomi palkkamalli

Asiantuntijan kuukausilaskutus	100 %	14 400 €
Mavericksin osuus**	30 %	4 320 €
Asiantuntijan osuus	70 %	10 080 €
Vähennykset***	19,3 %	2 779 €
Asiantuntijan bruttopalkka	50,7 %	7 300 €

Lähde: Witted, Inderes

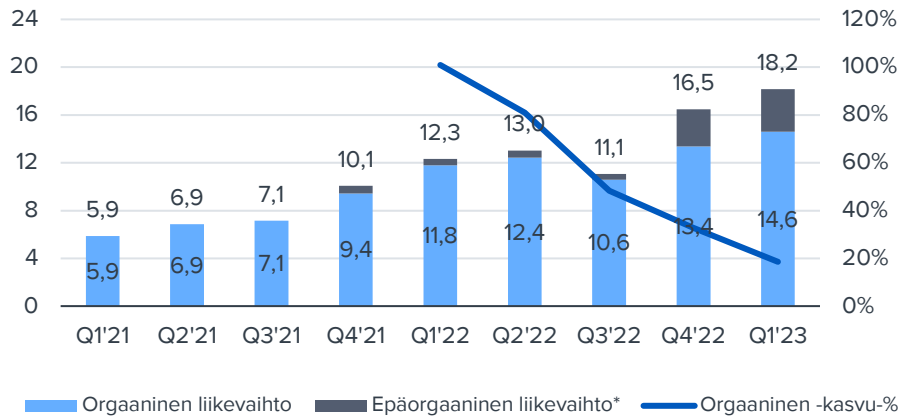
*Ei sisällä liikearvopoistoja eikä rahoituskuluja

**Mikäli asiantuntija myy itselleen tai toiselle konsultille projektin, on asiantuntija oikeutettu myyntiprovisioon

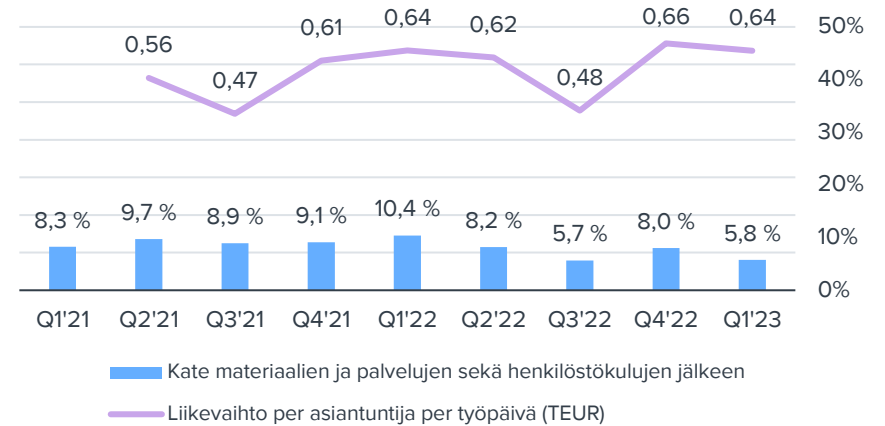
***Loma-ajan palkka, lomarahaa ja sivukulut

Keskeisiä tunnuslukuja

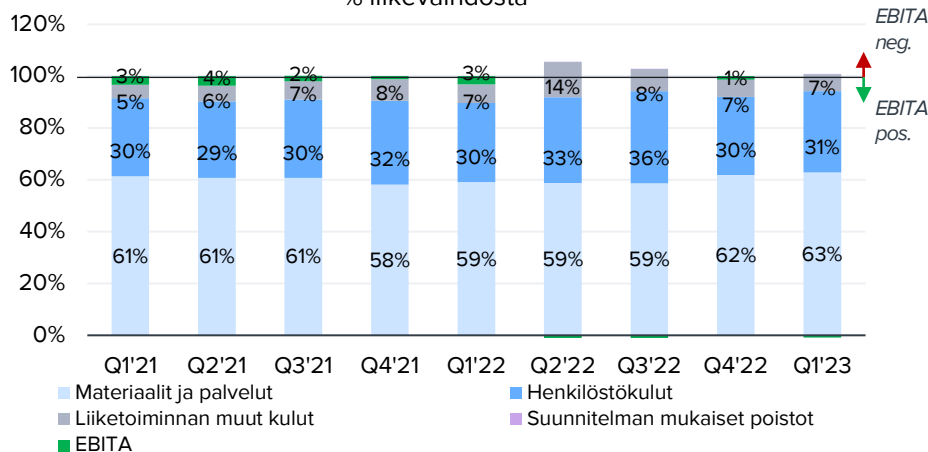
Liikevaihdon kehitys*,
kasvu-% ja MEUR



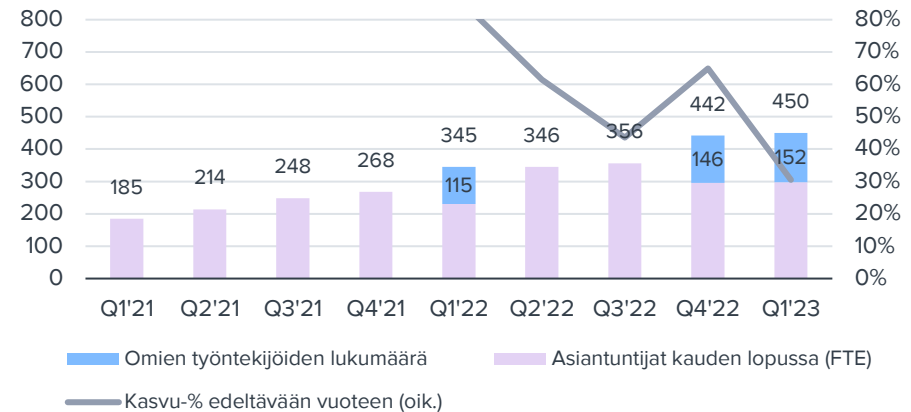
Laskutustehokkuuden ja katteiden*** kehitys**,
TEUR per työpäivä ja % liikevaihdesta



Kustannusrakenne,
% liikevaihdesta



Asiantuntijoiden määrä**,
FTE # kauden lopussa ja kasvu.-%



Lähde: Witted, Inderes

*Inderes arvio liikevaihdon jakaumasta. **Mittari on yhdistelmä laskutusasteiden ja laskutettavien tuntihintojen kehityksestä. ***Katteesta on vähennetty myös hallinnon henkilöstökulut.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Käytännössä Wittedin liiketoimintamalli ja painotus muuttuviin kustannuksiin tuo sen tulokuntoon joustavuutta molempiin suuntiin. Kolikon kääntöpuolena yhtiön kannattavuuspotentiaali on nähdäksemme kuitenkin samasta syystä keskimääräistä IT-palveluyhtiötä matalampi. Tyypillisesti alihankintana teetetyn työn kate on korkean laskutusasteen omien työntekijöiden tekemän työn katetta matalampi, sillä alihankkijat kantavat riskiä omien laskutusasteidensa tasosta.

Siten yhtiön kannattavuuden on pitkällä aikavälillä mielestämme nykyisellä asiantuntijarakenteella vaikeaa ylittää alan kovimpien tuloskoneiden tasolle (~12-15 % EBITA-%). Nähdäksemme noin 7-10 %:n EBITA-marginaali olisi yhtiölle saavutettavissa nykyisellä liiketoiminnan rakenteella kypsemässä kehitysvaiheessa. Keskeisenä muuttujana on omiin työntekijöihin painottuvien konseptien nopeampi kasvu (erit. Mavericks). Mavericks teki vuonna 2022 ~10 %:n liikevoittomarginaalia Suomessa samaan aikaan, kun se lähes tuplasi liikevaihtonsa.

Liiketoiminta ei käytännössä sido pääomia

Wittedin palveluiden tuottaminen ei käytännössä vaadi asiantuntijoiden työvälineiden lisäksi muita investointeja. Lisäksi yhtiön tulot ja kulut muodostuvat nopeiden laskutusyhteyksien myötä lähes samanaikaisesti (2022: nettokäyttöpääoma -3 % liikevaihdosta).

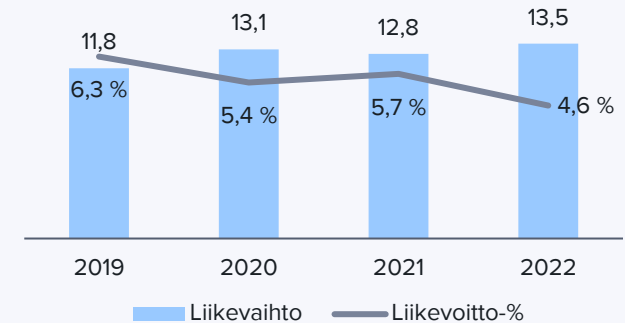
Merkittävimmät kasvuinvestoinnit tapahtuvatkin tuloslaskelman kautta: uusien rekrytointien matalammat laskutusasteet alussa, myyntiorganisaation kasvattaminen, rekrytointitiimin kasvattaminen, uudet toimitilat, hallinnon kasvattaminen suurempaa kokoluokkaa varten. Näiden kasvuinvestointien hallinta on huomattavasti

vaikeampaa silloin, kun yritys tavoittelee erittäin kovaa kasvuvauhtia kuten Witted. Lisäksi uutena ja erittäin kovaa kasvua tavoittelevana toimijana Witted on nähdäksemme antanut jonkin verran ”periksi” myyntikatteissaan.

Orgaaninen kasvu on siten hyvin pääomatehokasta ja kasvupääoman tarve keskittyy lähinnä yrityskauppojen käteismaksun osuuteen. Mielestämme Wittedille järkevintä pääoman allokoimista on panostaa oikeisiin brändeihin ja parhaisiin laajentumisen reitteihin, orgaanisesti tai epäorgaanisesti. Koska Witted laajenee moneen eri suuntaan samanaikaisesti niin mielestämme yhtiön tulee myös olla valmis lopettamaan toimintoja, mikäli ne eivät etene suunnitelmien mukaisesti, kuten se teki Norjan rekrytointin ja johdon suorahaun osalta. Vaikka esimerkiksi uuden maan avaaminen on suhteellisen kustannustehokasta (esim. Norja n. 200-300 TEUR), se sitoo yhtiöltä resursseja toteuttaa muita vastaavia hankkeita.

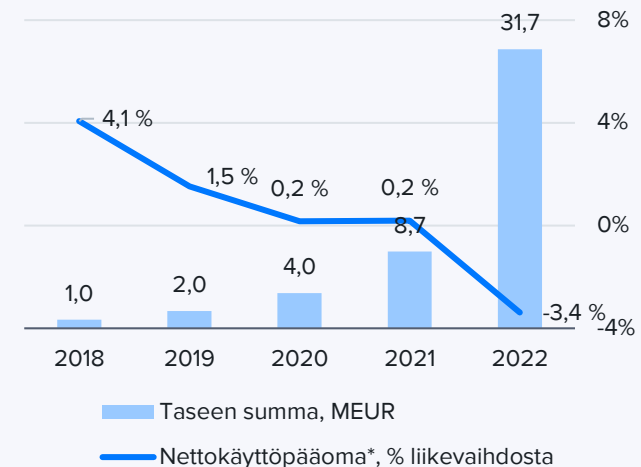
Yrityskauppojen teollisena logiikkana on tyypillisesti osaamisalueiden laajentaminen, vahvojen asiakkuuksien hankinta, maantieteellinen laajentuminen tai kireämmässä osaajamarkkinassa asiantuntijoiden rekrytointi. Nexec-yritysoston logiikkana oli erityisesti myyntisynergia, joita syntyy kun Wittedillä on nyt suora keskusteluyhteys organisaatioiden johtoon ja he ovat mukana etulinjassa suunnittelemassa ja kehittämässä asiakkaiden IT-kyvykkyyksiä. Pääoman allokoimista näkökulmasta Nexec-kaupan kauppahinta oli nähdäksemme kireähkö (EV/EBIT 11-16x riippuen lisäkauppahinnasta) ja sen arvionluonti nojaa mielestämme varsin paljon myyntisynergioiden toteutumiseen.

Nexec Oy liikevaihdon ja liikevoitto-%:n kehitys, MEUR ja % liikevaihdosta



Lähde: Suomen Asiakastieto

Taseen summa ja nettokäyttöpääoma*, 2018-2022



Lähde: Witted, Inderes

*Sisältää kaikki lyhytaikaiset korottomat velat

Sijoitusprofiili

1.

IT-palvelumarkkinassa vahva kasvuympäristö pitkällä aikavälillä

2.

Vahvat näytöt osaajasodassa pärjäämisestä ja markkinaa selvästi vahvemmassa kasvusta

3.

Muuntautumiskykyinen joustavalla kulurakenteella varustettu asiantuntijayhtiö

4.

Orgaaninen kasvu hyvin pääomakevyttä ja kannattavuudessa selkeää nousuvaraa

5.

Kannattavuuden vahvemmassa skaalautuvuudessa vielä todistettavaa

Potentiaali



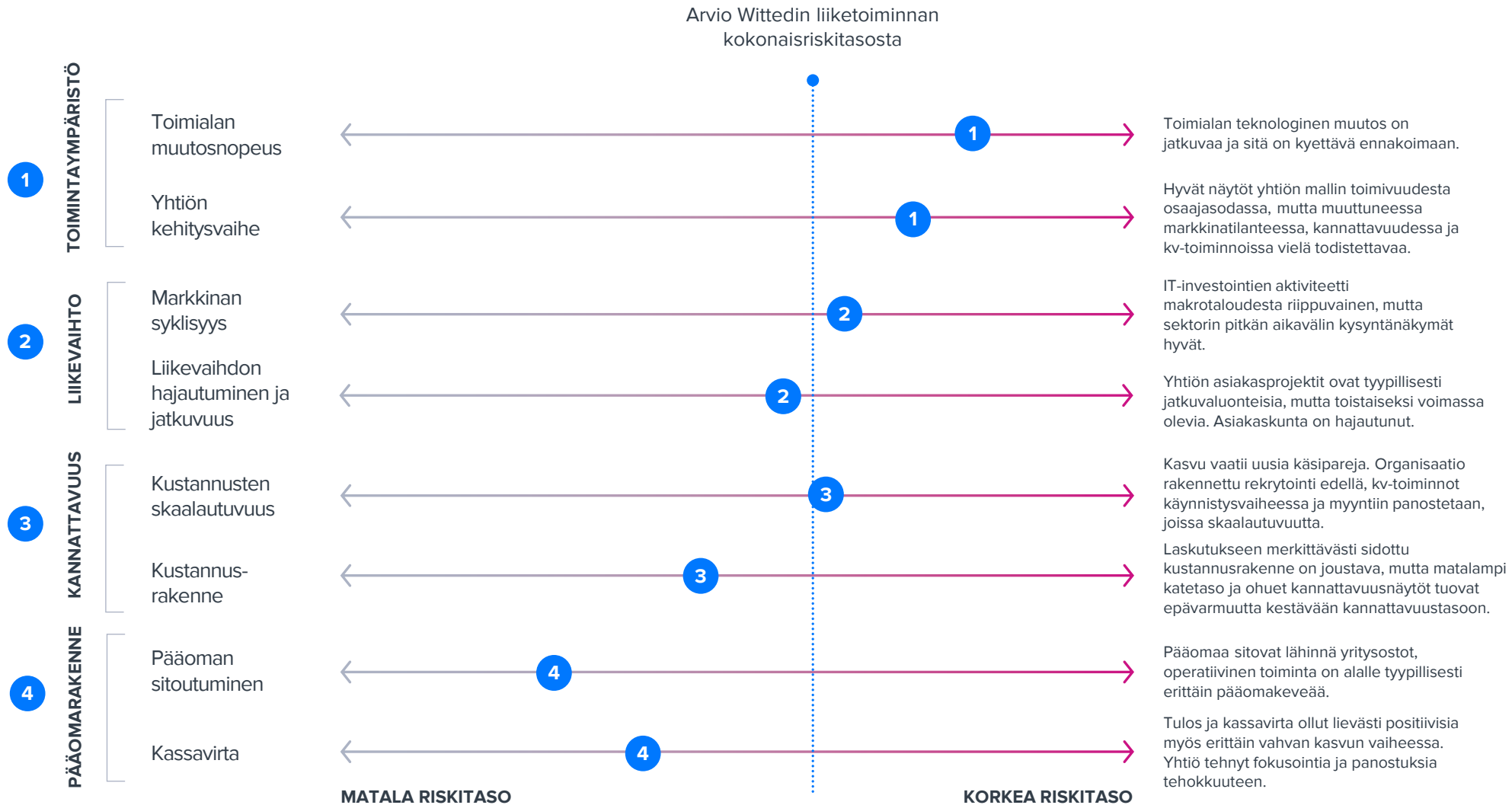
- Toimialan hyvä kysyntänäkymä pitkällä aikavälillä
- Erittäin vahvan kasvun polulla jatkaminen
- Omien työntekijöiden osuuden kasvu asiantuntijoista
- Laajentuminen nykyisissä sekä uusissa toimintamaissa
- Kasvustrategian vauhdittaminen yrityskaupoin
- Kannattavuuden vahvistuminen kasvuvauhdin vakaantuessa ja myyntikatteiden vahvistuminen, erityisesti kansainvälisissä toiminnoissa

Riskit



- Epäonnistuminen sopeutumisessa muuttuneeseen markkinatilanteeseen, jossa kilpailua ei käydä vain osaajista
- Makrotaloustilanteen heikentymisen riskit asiakaskysyntään
- Freelancer-toimintamallin pitkän ajan kannattavuuspotentiaalin epävarmuus
- Tulevissa yritysostoissa tai maantieteellisessä laajentumisessa epäonnistuminen
- Kokoluokan vauhdikkaasta kasvusta aiheutuvat mahdolliset kasvukivut

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia 1/3

Strategiana ratkoa osaajasotaa ja kasvaa korkean digitaalisen maturiteetin asiakkaisissa

Witted panostaa vahvaan kasvuun ja samanaikaisesti pyrkii nostamaan kannattavuuttaan. Witted ei ole päivittänyt strategiaansa, mutta nähdäksemme sen painopiste on jonkin verran vaihtunut muuttuneen markkinatilanteen takia. Strategian kasvun resepti on houkuttelevien työnantajabrändien rakentaminen ja laajentaminen, sekä digitaalisesti kehittyneisiin asiakkaisiin panostaminen. Wittedin strategia eroaa mielestämme merkittävimmin monista sen kilpailijoista siinä, että se auttaa asiakkaan digitaalisen maturiteetin kehittämisessä ja keskittyy vahvasti korkean digitaalisen maturiteetin asiakkaisiin.

Witted pyrkii **laajentumaan kansainvälisesti ja alueellisesti** monistamalla jo aiemmin toimivaksi havaitut brändit uusiin kohdemarkkinoihin, esimerkkinä Mavericksin laajennus Norjaan ja Ruotsiin. Kohdemarkkinat voivat olla uusia maita tai uusia kaupunkeja. Yhtiö keskittyy nyt arviomme mukaan ajamaan ylös Ruotsin liiketoiminnan sekä etenee valikoidusti Tanskan ja USA:n toiminnoissa. Maantieteellinen laajentuminen vahvistaa yhtiön pääsyä paikallisiin asiakkuuksiin ja paikalliseen osaajajoukkoon. Yhtiö on toteuttanut kansainvälistä laajentumisstrategiaansa avaamalla ensin maahan Witted partners –liiketoiminnan. Tämä on mielestämme järkevää matalamman riksiprofiilin ansiosta, koska laskutusasteet ovat luonnollisesti korkeat alihankintavetoisessa mallissa. Kun Partners-liiketoiminta on päässyt vauhtiin on esim. Mavericksin lanseeraaminen helpompaa jo valmiiksi olevan tilauskannan ja osaajayhteisön ansiosta. Witted pyrkii **vahvistamaan läsnäoloaan myös julkisella sektorilla**, jossa se on toistaiseksi toiminut vähäisesti.

Yhtiö haluaa **auttaa sen asiakasorganisaatioita rakentamaan ja vahvistamaan omia digitaalisia kyvykkyyksiään** (Talented), joka samalla kasvattaa Wittedin omien potentiaalisten asiakkaiden määrää.

Witted seuraa tarkasti työmarkkinatrendejä sekä tunnistaa ongelmia, joiden ympärille se voi kehittää **uusia liiketoimintoja**. Erilaisten liiketoimintojen perustamisen tavoitteena on ollut aiemmin olla yhä houkuttelevampi työnantaja suuremmalle joukolle asiantuntijoita ja tätä kautta vastata asiakaskysyntään. Nyt ainakin lyhyellä aikavälillä Witted keskittyy sen vahvimpiin brändeihinsä.

Yrityskauppojen rooli on vauhdittaa strategian toteutusta. Ostokohteet voivat laajentaa nykyisten työnantajabrändien maantieteellistä peittoa, olla avaus uuteen brändiin tai uuteen asiakassegmenttiin, tai laajentaa yhtiön osaamista uusille IT-sektorin osaamisalueille (esim. DevOps). Nexec-kauppa oli esimerkki laajentumisesta uudelle IT-sektorin osaamisalueelle (muutos- ja projektinjohtaminen), jossa oli myös selkeää myyntisynergiapotentiaalia.

Mielestämme mielenkiintoisimpia yritysostokohteita voisivat olla yhtiöt, joilla on vahvoja asiakkuuksia ja samanaikaisesti laajentaisivat Wittedin palvelutarjoumaa. Näemme myös yhtiön asemaa vahvistavat valikoidut yritysostot erityisesti Pohjoismaissa mielenkiintoisina. Wittedillä on noin 9 MEUR nettokassa (Q1'23) ja arvostustasot ovat näkemyksemme mukaan laskeneet yritysostomarkkinalla, joten yhtiöllä on hyvät edellytykset epäorganisaatioon liikkeisiin.

Lyhyen aikavälin strategisissa tavoitteissa näkyvä muuttunut markkinatilanne

Witted asetti vuodelle 2023 neljä strategista tavoitetta, reagoidakseen kiristyneeseen

kysyntätilanteeseen

- 1) Kylän kovin myyntikoneisto.** Witted on elänyt koko historiansa ajan osaajasotamarkkinassa, jossa parhaat osaajat lähes revittiin projekteihin. Nyt yhtiö on panostanut myyntikapasiteetin vahvistamiseen ja palkannut myös uuden kaupallisen johtajan. Myynti on nyt keskitetty maittain ja Witted pyrkii nostamaan koko organisaationsa myynti- ja asiakaspalvelukyvykkyyksiä.
- 2) Organisaatio yhtä tikissä kuin livo Niskasen rasvaprosentti.** Witted pyrkii karsimaan turhat kustannukset, jotta sen organisaatio olisi mahdollisimman tulokuntoinen myös heikommassa markkinassa. Yhtiön liiketoiminnan muut kulut ovat jo varsin matalalla tasolla ja ei-laskuttavien työntekijöiden suhteen laskuttaviin Witted pyrkii laskemaan >10 %:iin. Tätä yhtiö on nyt toteuttanut organisaatiomuutosten kautta. Witted mm. yhdisti New Things Companyn Mavericksiin. New Things Companyn yhdistäminen konseptiltaan hyvin erilaiseen Mavericksiin voidaan myös nähdä melko lyhytjänteisenä liikkeenä mikäli markkinatilanne palaakin jälleen yhtiön odotuksia nopeammin osaajapulatilanteeseen.
- 3) Huomio tulosvastuulliseen kasvuun.** Vuoden 2024 5-10 %:n kannattavuustavoite alkaa olla jo varsin lähellä ja yhtiö pyrkii tätä kohti samalla, kun se tavoittelee vahvaa kasvua. Merkittävin muuttuja tavoitteen saavuttamisessa on nähdäksemme myyntikatteen optimointi ja keskittyminen parempien kasvu- ja kannattavuuspotentiaalisiin liiketoimintoihin, josta Norjan johdon suorahaun ja rekrytoinnin lopettaminen oli yksi esimerkki. Arvioimme yhtiön kiinnittävän nyt erityistä

Strategia 2/3

huomiota myyntikatteisiin Suomen liiketoiminnassa, kun nykyisessä markkinatilanteessa ja kokoluokassa historiassa nähty erittäin nopea kasvuvauhti (~100 %) ei ole nähdäksemme mahdollista. Myyntikatteen optimointia mielestämme osaltaan helpottaa selkeästi parantunut osaajien saatavuus, mutta vaikeuttaa kireä hintakilpailu ja heikompi kysyntä. Myös ei-laskuttavan henkilöstön hallinta suhteessa laskuttavaan on keskeisessä roolissa tulosvastuullisessa kasvussa.

4) Yhtiön tunnettuuden kehittäminen. Witted on yhä brändinä hyvin tuore asiakaskentässä, ja myynnin ollessa kasvun pullonkaula myös tunnettuuden merkitys korostuu myynnin tehokkuutta ja myyntikatteita tukevana tekijänä.. Pörssilistalla oleminen tukee nähdäksemme tätä hanketta. Näemme myös Wittedin strategian, jossa se pyrkii kehittämään asiakkaidensa digikyvykkyksiä erottautuvana tekijänä sen moniin kilpailijoihin nähden, mutta yhtiöllä on

mielestämme tämän viestimisessä asiakkaiden suuntaan laajasti vielä kehitettävää.

Taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme nykyhetkessä erittäin kunniahimoiset

Vuosien 2022-2025 strategiakaudellaan Witted tavoittelee orgaanista kasvua 150 MEUR:n liikevaihtoon vuonna 2025 ja 10 %:n EBITA-marginaalia. Vuosittaiseksi kasvuvauhdiksi käännettynä kasvutavoite vastaa noin 50 %:n vuotuista orgaanista kasvua. Tavoite on mielestämme erittäin kunniahimoinen, sillä Wittedin liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa vahvan kasvun jatkaminen vaatii jatkuvasti kovempaa euromääräistä kasvua kilpaillussa markkinassa ja samaan aikaan ainakin lyhyellä aikavälillä markkinatilanne on muuttunut ja vaikeutunut erittäin merkittävästi siitä, kun tavoitteet annettiin. Kasvu tulee myös olemaan entistä kansainvälisempää, mikä tulee nähdäksemme olemaan testi yhtiön johtamismallille.

Wittedin aikaisemman erittäin vahvan kasvun on

nähdäksemme mahdollistanut sen työnantajabrändien autonominen johtamismalli. Nyt yhtiö on osaltaan myös muuttanut toimintamalliaan ja kasvu tapahtuu keskitetyimmällä määrällä työnantajabrändejä. Arvioimme Wittedillä olevan silti yhä edellytykset markkinaa nopeampaan kasvuun ja näemme yhtiöllä olevan poikkeukselliset kasvugeenit, vaikka nyt lyhyellä aikavälillä yhtiön muuntautumiskykyä testataankin.

Kannattavuustavoitteiden osalta haluamme nähdä lisää näyttöjä vuoden 2025 10 %:n EBITA-marginaalin tueksi. Pidämme kuitenkin 5-10 %:n tasoa Wittedille jo nykytietojen valossa hyvin realistisena, sillä yhtiö on jo aikaisemmin kolkutellut 5 %:n EBITA-marginaalin tasoa kovasta kasvusta huolimatta. Osaltaan kannattavuudessa selkeä ajuri on liikevaihdon jakauma omilla palkkalistoilla olevien ja freelancerien/alihankkijoiden välillä. Arvioimme pitkällä aikavälillä omien työntekijöiden suhteellisen osuuden kasvavan (Q1'23: ~1/3), mikä tukee kannattavuutta.

Wittedin taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2022-2025

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Liikevaihto (MEUR)	15,7	30,0	52,9			
Liikevaihtotavoite (MEUR)			50-60	85-95	120-130	150
EBITA-% (tavoite)	4,1 %	2,4 %	0,3 MEUR tai 0,5 %* (0-5 %)	0-5 %	5-10 %	10 %
Uudet alueelliset markkinat		1 kpl	2 kpl	1 kpl	1 kpl	1 kpl


Strategia 3/3


Kohdemarkkina ja Wittedin asemoituminen


IT-palvelumarkkina Pohjoismaissa, 2022 **5,5 mrd. EUR**

Uusien digitaalisten palveluiden arvioitu kasvuvauhti **10 % CAGR**

Wittedille relevantit markkinatrendit

 Yhteiskunnan digitalisoituminen

 Asiakasyritysten digitaalinen maturiteetti kasvaa

 Jatkuva kilpailu osaajista (Taloussyklistä riippuvainen)

Osaajakilpailussa pärjäävä, digitaalisesti kypsiä asiakkaita palveleva IT-palveluyhtiö

Witted

Strategian pääkohdat

1. Korkean digitaalisen maturiteetin markkinoiden voittaminen
2. IT-alan osaajasodan voittaminen

Strategiset projektit

1. Kansainvälistyminen ja alueellinen laajentuminen
2. Läsnaolon vahvistaminen julkisella sektorilla
3. Asiakkaiden digitaalisten kyvykkyyksien rakentaminen
4. Uusien liiketoimintojen rakentaminen



Strategian rahoitus kassavirralla ja listautumisannissa kerätyillä varoilla



150 MEUR

Organisesti saavutettu liikevaihto vuonna 2025

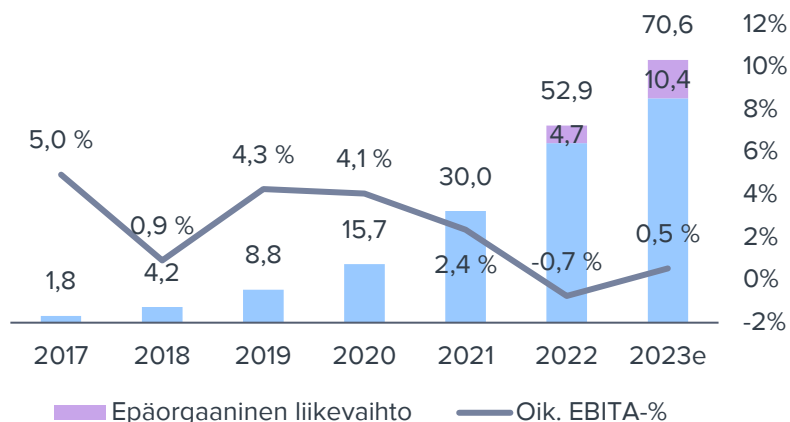
10 %

EBITA-marginaali vuonna 2025

Taloudellinen tilanne 1/2

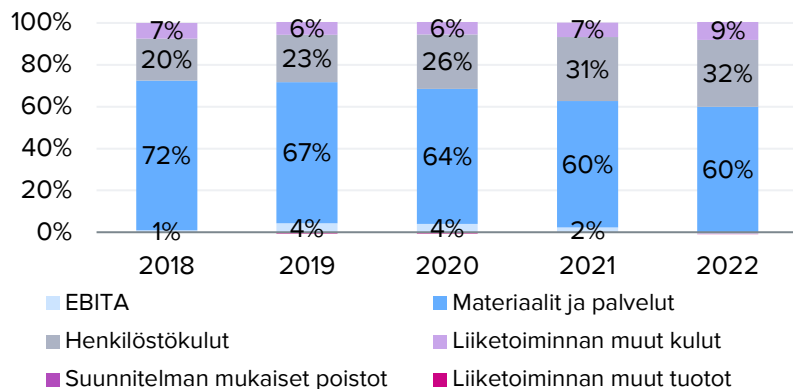
Vahvan kasvun aikana on onnistuttu ylläpitämään positiivista kannattavuutta

Liikevaihto (MEUR) ja oik. EBITA-%*, 2017-2023e



- Wittedin liikevaihdon vuosikasvu (CAGR) on ollut noin 96 %:n (Orgaaninen 93 %) ja kannattavuus (EBITA-%) 2,4 % vuosina 2017-2022.
- Keskeisenä kasvun ajurina on ollut asiantuntijoiden määrän kasvu, jota uusien työntantajabrändien rakentaminen on tukenut nähdäksemme merkittävästi. Vuosina 2022-23 kasvua tukee myös epäorgaanisesti Nexec-yrityskauppa.
- Wittedin kasvu vaatii etupainotteisia investointeja myyntiin ja markkinointiin sekä asiantuntijoiden rekrytointeihin (alkuvaiheessa matalampi laskutusaste). Freelancerien käyttö vaatii vähemmän etupainotteisia investointeja ja heidän käyttöasteensa ovat käytännössä 100 % alusta asti, mutta vastavaroisesti kannattavuuspotentiaali on matalampi kuin omia työntekijöitä käytettäessä. Nämä tekijät ovat merkittävä syy heikolle kannattavuudelle.
- Wittedin nykyiset omistajat ovat historiassa hallinneet erilaisia osia nykykonsernin yhtiöistä. Tästä johtuen Wittedin historialukuihin ei ole konsolidoitu vuosina 2017-2021 koko konsernin liiketoimintaa vastaavia lukuja.

Kustannusrakenne**, 2018-2022, % liikevaihdosta



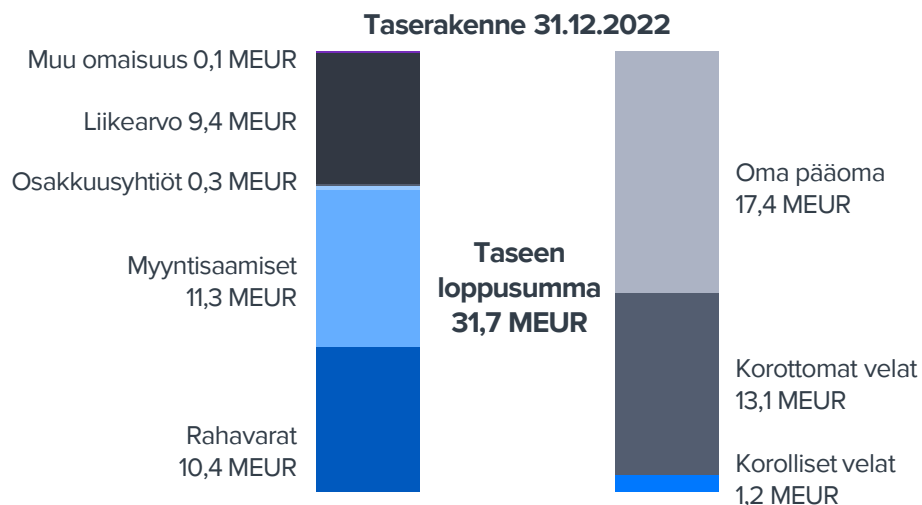
- Kustannusrakenteessa on skaalautumisvaraa toiminnan stabiloituessa ja skaalan kasvaessa nähdäksemme melko kivuttomasti 5 %:in EBITA-%-tasolle. Merkittävin kannattavuuden nostopotentiali on kansainvälisessä liiketoiminnassa, joka tekee vielä selkeää tappiota.
- Wittedin kustannusrakenteen dominoiva palanen on materiaalit ja palvelut (2022: 60 % liikevaihdosta), joka koostuu pääasiassa freelancereiden ja alihankkijoiden palkkioista. Toinen merkittävä palanen on yhtiön työntekijöinä olevista asiantuntijoista ja hallinnosta muodostuvat henkilöstökulut (2022: 32 % liikevaihdosta).
- Henkilöstökulujen osuus on kasvanut, kun omien työntekijöiden osuus on suhteellisesti kasvanut alihankintaverkostoon nähden. Vuosina 2022-23 tätä kehitystä hetkellisesti hidastaa Nexec-yrityskauppa, jonka asiantuntijat toimijat freelancer-mallilla, mutta pitkällä aikavälillä näemme omien työntekijöiden kasvutrendin jatkuvan.
- Kustannusrakenteessa näemme skaalautumispotentiaalia tulevaisuudessa erityisesti henkilöstökuluissa. Yhtiö on fokusoinut ja yhdistänyt toimintojaan sekä lisäksi sen rekrytointikapasiteetissa on nähdäksemme skaalautumisvaraa kokoluokan kasvaessa. Arvioimme yhtiön myyntikatteissa olevan myös joitain %-yksikköjä nousuvaraa.

Lähde: Witted, Inderes

**Ei huomioi liikearvopoistoja eikä rahoituskuluja

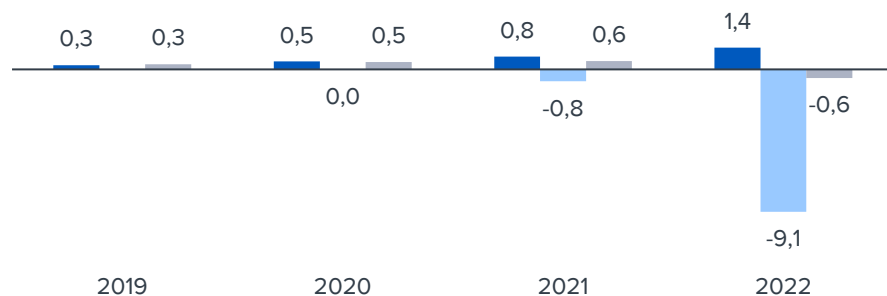
Taloudellinen tilanne 2/2

Nettovelaton tase painottuu saamisiin ja likvideihin varoihin



- Wittedin tase on kevyt ja yhtiöllä on 9,2 MEUR nettokassa, joka tarjoaa hyvin liikkumavaraa orgaanisiin kasvuihastointeihin, mutta myös epäorgaanisiin liikkeisiin. Nettovelkaantumisaste on myös matalalla -53 %:n tasolla.
- Rahavarat (10,4 MEUR) vahvistuivat merkittävästi vuonna 2022 listautumisannin myötä (noin 8 MEUR kerätyt bruttovarat)
- Oma pääoma (17,4 MEUR) kasvoi merkittävästi vuonna 2022 listautumisannin sekä Nexec-yrityskaupan myötä. Kauppa rahoitettiin pääosin omalla osakkeella.
- Liikearvo (9,4 MEUR) kasvoi myös huomattavasti vuonna 2022 Nexec-yrityksoston myötä
- Liiketoiminta ei juuri sido taseeseen pääomia ja nettokäyttöpääoma on neutraali (-3 % liikevaihdosta). Korottomat velat koostuvat ostovelosta, siirtovelosta sekä muista veloista, ja ylikompensoivat myyntisaamisten kassavirtaa viivästyttävän vaikutuksen
- Korollinen velka (0,3 MEUR) koostuu pääomistaja Reaktor Innovations Oy:lta saadusta lainasta ja lainoista rahoituslaitoksilta (0,8 MEUR).

Investoinnit aineettomiin ja aineellisiin, operatiivinen kassavirta ja nettotulos, MEUR



- Operatiivinen kassavirta*
- Investoinnit aineettomiin ja aineellisiin omaisuuseriin**
- Nettotulos, MEUR

- Yhtiön nettokäyttöpääoma on ollut neutraalilla tasolla, ja yhtiö on onnistunut rahoittamaan nopeaa kasvuun lähes ilman ulkopuolista pääomaa ennen osakeantia. Operatiivinen kassavirta on ollut kohtuullisella tasolla, huolimatta matalasta tulostasosta.
- Vuonna 2021 investoinnit koostuivat sijoituksesta Ara Digital Solutions Oy:hyn ja vuonna 2022 pääasiassa Nexec-yrityskaupasta. Witted ei aio tulevaisuudessakaan aktivoida tuotekehitysinvestointeja taseeseen.
- Tulevaisuudessa taseen kautta menevät investoinnit yhtiön strategian mukaisesti todennäköisesti painottuvat yritysjärjestelyihin, joihin positiivinen kassavirta ja listautumisella vahvistettu nettokassa antavat hyvät valmiudet.

IT-palvelumarkkina 1/8

Iso kokonaismarkkina

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli eri tutkimuslaitosten mukaan noin 25 miljardia dollaria vuonna 2019. Suomen IT-palvelumarkkinan on puolestaan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin. Näkemyksemme mukaan markkina on kasvanut viime vuosina noin ennusteiden mukaista vauhtia eli markkina on arviomme mukaan noin 5,5 miljardin euron kokoluokassa. Markkina on suuri seuraamillamme listatuilla yhtiöillä riittää siellä tilaa kasvaa.

IT-palvelumarkkinan 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 jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteäkin yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joiden ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, transformaatiojohtaminen ja palvelumuotoilu.

Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 2-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan jopa 10 % vauhtia riippuen osa-alueesta, tosin niiden kysyntä on syklistempää. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja

vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät. Lisäksi perinteiset IT-järjestelmät modernisoituvat, joka on luonut ikään kuin näiden kahden osa-alueen väliin nopeasti kasvavan alueen.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen, data & analytiikka sekä tietoturva. Tietoevry odottaa pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 %. Näkemyksemme mukaan Tietoevry on parhaita toimijoita arvioimaan markkinoiden kehitystä Pohjoismaissa, koska yhtiöllä on laaja IT-tarjoama, se toimii useimmilla asiakassektoreilla ja omaa maantieteellisesti vahvan läsnäolon kaikissa Pohjoismaissa. Asiakassektoreittain Tietoevry kertoi odottavansa terveydenhuollon sektorin kasvavan keskimäärin 5-6 %, julkisen sektorin 4-5 %, energiasektorin 3-4 %, metsäteollisuuden 6-7 % sekä pankkipalveluiden ja maksuratkaisuiden 4-9 % vuosina 2020-2023.

Witted on ollut markkinan nopeimpia kasvajia asemoitumalla IT-markkinan nopeimmin kasvaville palvelualueille sekä asemoimalla tarjontansa digitaaliselta maturiteetiltaan kypsille asiakkaille. Yhtiö on ollut Suomen voimakkaimmin kasvaneita IT-palveluyhtiöitä koko olemassa olonsa ajan. Nähdäksemme digitaalisesti kyvykkäiden asiakkaiden osuus markkinasta tulee kasvamaan pitkällä tähtäimellä, kun yhä useammat toimialat jatkavat digitalisoitumistaan.

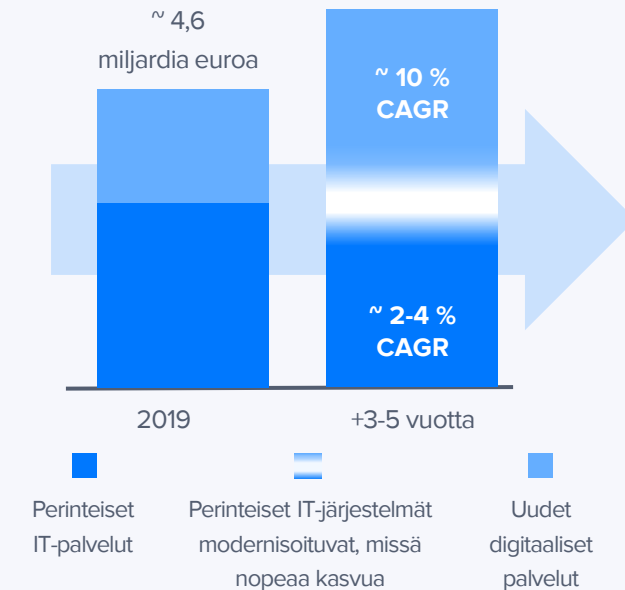
Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja

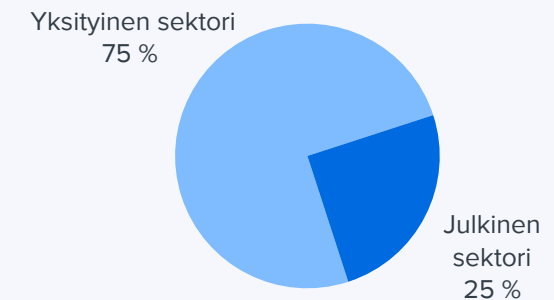
Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Suomen markkina ja kasvukuva



Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, 2019, % markkinasta



IT-palvelumarkkina 2/8

rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvoja.

Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla riskiprofililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä. Markkina elää kuitenkin sykleissä ja yritysten ulkoa ostamien IT-palvelujen määrä voi myös laskea ja hintakilpailu kiristyä, kuten 2022-23 heikentyneessä taloustilanteessa.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt uusia toimijoita markkinalle. Nopea markkinan muutos vaatii IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa jatkuvasti.

Markkinalla 2010-luvulla alkanut siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä jatkuu edelleen, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei 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. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa

ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

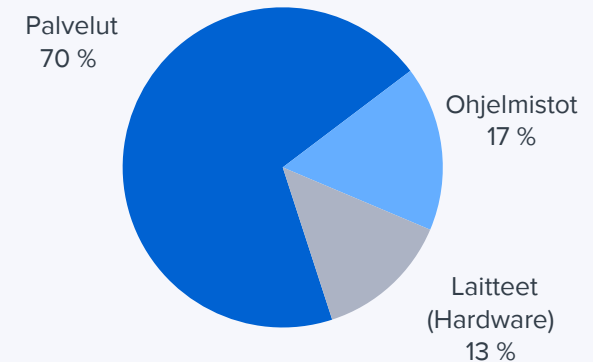
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen.

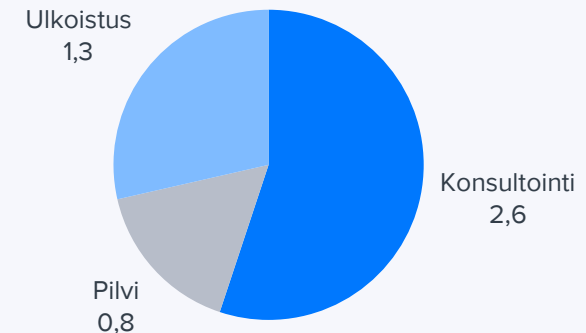
Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisulla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua perinteisemmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen. Asiakasorganisaatioiden digitaalisen maturiteetin kasvun myötä niistä on tullut myös vaativampia ostajia ja lisäksi ne ovat itse aktivoituneet rakentamaan omia ohjelmistokehitystiimejä.

IT-palvelumarkkina onkin käynyt läpi merkittävän muutoksen viimeisen kymmenen vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia muutosten ennustamisesta tulee yhtiöille vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutосkyky kilpailuetuna korostuu edelleen.

Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina, 2019, miljardia euroa



Lähde: Radareco Nordic Outlook 2019

IT-palvelumarkkina 3/8

Witted on elänyt koko historiansa ajan jatkuvassa muutoksessa, mikä antaa yhtiölle hyvät valmiudet pärjätä voimakkaasti muuttuvassa markkinassa.

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

Uusien digitaalisten palveluiden markkina, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta 2010-luvulla. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Siili ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Markkinalle on ominaista matala alalle tulon kynnyks. Witted on asemoitunut vahvasti juuri tänne alueelle.

IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, Fellowmind, Vincit (Bilot-fusionin jälkeen) sekä erityisesti IT-generalistit kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnyks. Vanhojen järjestelmien modernisoituminen on kuitenkin myös luonut markkinalle nopeasti kasvavia taskuja.

IT-alustojen markkina, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten Tietoevry, Fujitsu)

vahvuus ja alalle tulon kynnyks korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä uusjako, mikä on synnyttänyt 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, tietoturva sekä ohjelmistorobotiikka.

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo hankkeiden suunnitteluvaiheessa, sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Monet toimijat pyrkivät vahvempaan asemaan arvoketjussa vahvistamalla neuvonantopalveluiden osaamista, jolloin IT-toimittaja ennemminkin johtaa hankkeita ja resursseja kuin pelkästään toimittaa niitä. Suuntaus on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin vaihtelevalla menestyksellä.

Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Lisäksi asiakkaiden ostaminen jatkaa siirtymää ohjelmistokehitysprojekteista kohti jatkuvaa ohjelmistokehitystä, mikä muuttaa markkinan luonnetta.

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys

liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota. Markkinan osoittaessa heikkoutta vahvimmat asiakassuhteet omistavat yhtiöt pärjäävät tyypillisesti parhaiten, kuten vuosien 2022-23 heikommassa markkinaympäristössä.

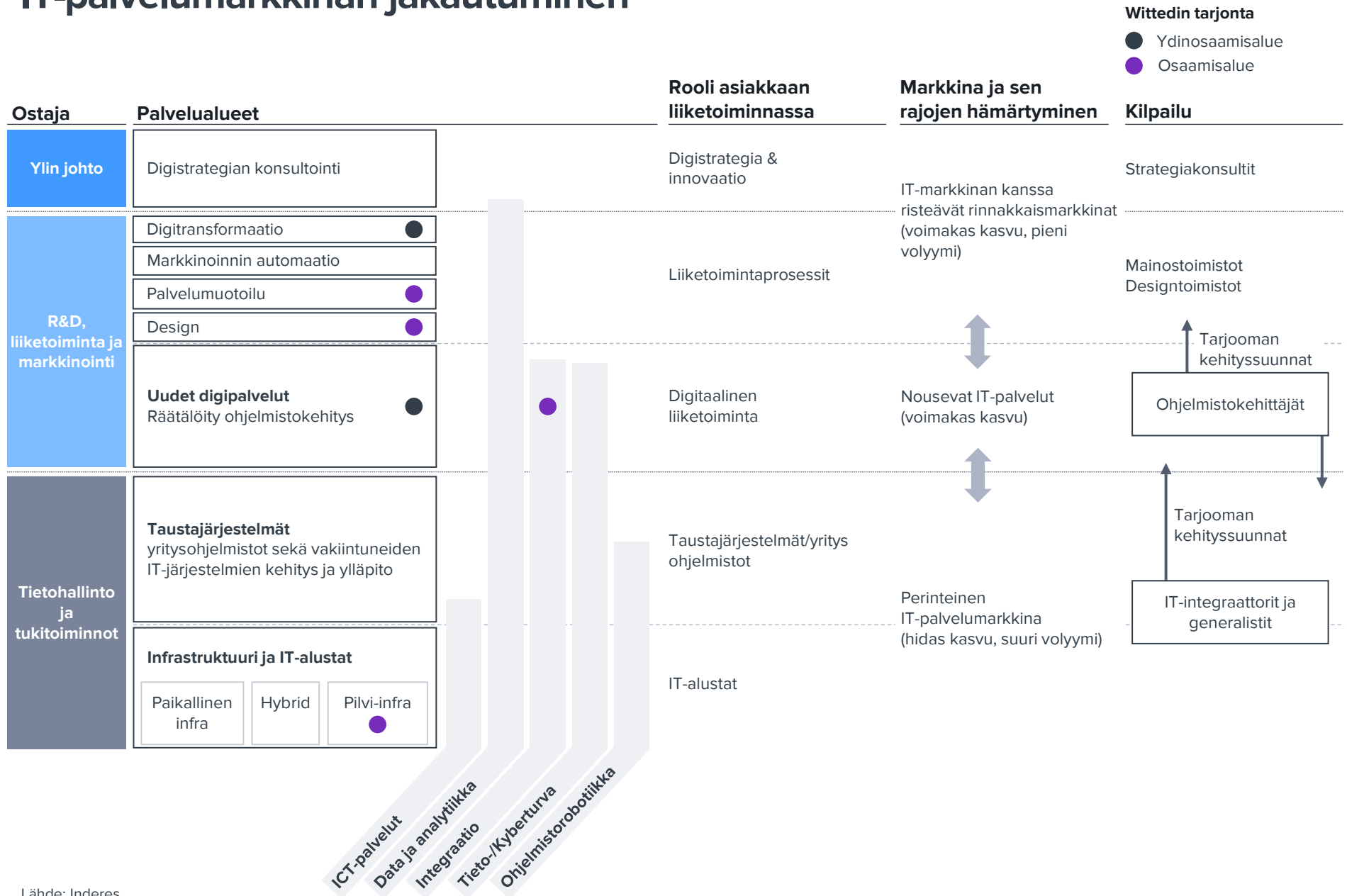
Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet risteävät ja raja uuden ja perinteisen IT:n välillä jatkaa hämärtymistään.

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa tulee osata hyödyntää

IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä luonteeltaan vielä melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirrytty viime vuosina vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja nyt erityisesti niihin liittyvää dataa tulee pystyä integroimaan yhä tiiviimmin asiakkaan taustajärjestelmiin, jotta uusista ratkaisuista saadaan täysi liiketoiminnallinen hyöty irti.

Taustajärjestelmissä asiakkailla on samalla kasvava tarve modernisoida järjestelmiä, koska vanha toiminnanohjausjärjestelmä saattaa toimia jarruna digitalisaatoratkaisujen kehitykselle. Siten pitkään hitaasta kasvusta kärsineen toiminnanohjausjärjestelmien markkinan luonne muuttuu ja markkinalla on selkeää piristymistä. Myös integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



IT-palvelumarkkina 4/8

Taustajärjestelmissä ja ylläpidossa kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynnys korkeampi ja asiakassuhteet pitkäkestoisia. Lisäksi taustajärjestelmiin vaadittavien kyvykkyyksien rakentaminen on vaikeaa. Tämä suuntaus elinkaariajatteluun on puhtaiden digipalveluiden kehittäjien yksi haaste kilpailussa generalisteja vastaan.

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

Data ja analytiikka on yksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tekoälyratkaisuille. Useat toimijat ovat nostaneet sen keskiöön strategioissaan. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

Tietoturva on vielä tällä hetkellä suhteellisen pieni osa IT-palveluostajien tarjoamisessa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmas kilpailutekijäksi. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt investoivat parhaillaan tietoturvakyvykkyyksiinsä.

Automaatio ja ohjelmistorobotiikka ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman

suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Useat sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet tätä osaamista (mm. Digital Workforce on alan pioneeri).

Alihankintaverkoston rakentaminen on yksi viime vuosien selkeitä trendejä. Tällä yhtiöt paikkaavat osin rekryointitarvetta ja lisäävät joustavuutta.

Near-shore kyvykkyyksien rakentaminen on ollut yksi selkeä viime vuosien trendi. Koronan myötä etätyönteko on mahdollistanut tämän entistä laajemmin. Kustannustaso (palkat) nearshore maissa on kuitenkin myös kasvanut, mutta on yhä Pohjoismaita jäljessä ja tämä on yksi keino osaajapulan ratkomiseen.

In-house trendi on jatkanut kasvuaan yritysten digitaalisen maturiteetin kasvaessa. Digitaalisesti kyvykkäät asiakkaat haluavat itse johtaa ja pitää käsissään niiden arvonluonnin kannalta liiketoimintakriittisten IT-järjestelmien kehityksen.

Ukrainan sodan suorina tai epäsuorina vaikutuksina yhtiöiden liiketoimintaan on nähty hyvin vähän, ainoastaan Tietoevryn liiketoimintaan. Venäjän ja Valko-Venäjän kapasiteetin käytännössä poistuminen markkinoilta ja Ukrainan kapasiteetin vähentyminen on lisännyt muiden eurooppalaisten maiden kysyntää. Isot organisaatiot ovat myös alkaneet arvioimaan tarkemmin ostopäätöksiään Euroopan ulkopuolelta.

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 luovat ja design-keskeiset toimijat.

IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten. Näkyvimpiin termeihin liittyvien palveluiden (VR, AR, IoT, NLP jne.) volyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostuneen seuraavan viiden vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.

Tekoälyosaamisen (AI) markkina on ollut nopeassa kasvussa viime vuodet, eikä se ole enää pelkkä muotisana. Viimeaikoina markkina on ottanut nopeita harppauksia mm. ChatGPT:n kaltaisten teknologioiden saralla ja lähes kaikki toimijat pyrkivät hyödyntämään tekoälyä.

Low-code- ja No-Code-ohjelmistokehitys on tullut viime vuosina yhä yleisemmäksi. Kehityksen voi ajatella osin disruptiivana perinteistä ”helpompaa” ohjelmistokehitystä, kun ohjelmistokehitystä voidaan tehdä pienellä koodimäärällä tai kokonaan ilman. Osaltaan se on kuitenkin teknologian kehitystä, mihin yhtiöiden on sopeuduttava ja opittava hyödyntämään, mikä mahdollistaa ajankäytön haastavampien ja parempien ratkaisujen kehittämiseen.

Pilvimurros jakaa edelleen markkinaa. 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 siirryttäessä. Jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

IT-palvelumarkkina 5/8

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.

Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi off-shoren hintaetu on pienentynyt voimakkaamman palkkainflaation myötä. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshoreen kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-resurssilla.

Suuria, monivuotisia korkean riskin ERP-käyttöönottoprojekteja (SAP, Oracle, IBM) ei tehdä samassa laajuudessa ja markkinan luonne muuttunut. Vakiintuneet ERP-järjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. EPR-järjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Häviäjiä ovat suurista projekteista riippuvaiset generalistit. Hyötyjiä ovat pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.

IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee edelleen ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat

hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään tuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

Liiketoimintälähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia ja skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä.

IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja ERP-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet 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. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.

Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla

Näkemyksemme mukaan krooninen osaajapula ja asiakashintojen nousua voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisistä haasteista. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtälön ratkominen käy ajan myötä yhä haastavammaksi. Erityisesti senioritason päässä on kyettävä erottautumaan muilla kuin palkkaan liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman

urakehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajista on myös kyettävä pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa ollaan viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla alihankintaverkostoja.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut vuosina 2020-2023 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevryn palkkainflaatio oli keskimäärin 4 % vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Vuonna 2023 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan keskimäärin 4-5 % Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne hillitsee palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan. Goforen työehtosopimus, jossa palkankorotukset on sidottu orgaanisen kasvun ja kannattavuuden kehitykseen on mielestämme yksi keinoista hallita palkkainflaatiota.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on edelleen negatiivinen lähes kaikilla sektorin toimijoilla. Peukalosääntönä asiakashinnat ovat korkeammat yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin sopimukset ovat perinteisesti pitkiä ja tarjoavat sitä kautta jatkuvuutta sekä ennustettavuutta, mikä mahdollistaa laskutusasteiden paremman hallinnan.

IT-palvelumarkkina 6/8

Keskkipitkällä ja pitkällä aikavälillä junioriresurssien laajempi käyttö ratkaisisi osaajapulaa, helpottaisi palkkainflaatiota ja lisäisi tehokkuutta. Nearshore-tekemisen laajempi käyttö ratkaisisi lyhyellä tähtämellä myös osaajapulaa ja voisi hillitä yhtiöiden palkkainflaatiota. Keskkipitkällä ja pitkällä aikavälillä voittajia ovat myös ne jotka pystyvät tuottamaan asiakkaalle lisäarvoa ja sitä kautta myös nostamaan asiakashintoja.

Markkinan tulevilta voittajilta odottamme piirteet

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen viiden vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja seuraava taistelu käydään muuallakin kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

Jatkuvaan uudistumiseen kykenevät yhtiöt. IT-palvelumarkkina on ikään kuin jatkuvan teknologisen muutoksen keskellä. Muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta kriittistä. Teknologian kiihtyvässä muutosvauhdissa myös osaajien muutuskävykyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Mielestämme sektorilla kestävä kilpailukyky onkin rakennuttava jatkuvan muutuskävykyuden varaan.

Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin

yhdistämään myös junioriresurssit, pystyvät arviomme mukaan kasvamaan vahvemmin ja kannattavammin. Tästä hyvä esimerkki on tanskalainen IT-palveluyhtiö Netcompany. Osittain junioriresurssien laajempi käyttö Suomessa vaatii muutosta myös ostajissa (ts. pois CV-mallista ratkaisuoistamiseen).

Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa, vahva myyntikoneisto ja kyky johtaa laajoja IT-hankkeita sekä skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla talouden syklin heikentyessä.

Yritykset, joilla on vahvaa integraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kävykyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskisuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.

Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin, joka pystyy reagoimaan ketterästi ja nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehottomista, huonosti joustavista, hierarkkisista ja siiloutuneista organisaatorakenteista, jolloin uudistuminen on vaikeaa markkinan muuttuessa.

Datasta ja analytiikasta on tulossa yhä kriittisempi osa toimitusta ja keino luoda lisäarvoa asiakkaalle ja kilpailukykyä toimittajalle. Palvelualueen rooli on jo nyt tärkeä, mutta se on nousemassa yhä tärkeämmäksi ja mahdollistaa myös tekoälyn ja koneoppimisen laajemman ja tehokkaamman käytön.

Kilpailukyvyn lähteet markkinalla

- Jatkuva uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
 - Transformaatiokävykyys
 - Datan hyödyntäminen
 - Tietoturva
- Ketteryys ja nopeus
- Osaajien kävykykydet (CV)

Lisäarvo markkinalla

- Digitalisaatio ja digitransformaatio
- Liiketoimintalähtöisyys
- Uuden liiketoiminnan kehittäminen
- Datan hyödyntäminen

IT-palvelumarkkina 7/8

Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen ja se on jatkunut yllättävän vilkkaana markkinan epävarmuudesta huolimatta. Monet sektorin yhtiöt olisivat arviomme mukaan kuitenkin halunneet jatkaa aktiivisemmin myös epäorganista kasvua ja saada vahvat taseet tuottavaan työhön.

Issosa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentamiseen ja puhtaasti toimituskapasiteetin kasvattamiseen. Näkemyksemme mukaan pääosalla sektorin yhtiöstä ei kuitenkaan ole kriittistä tarvetta yritysostoille, vaan tarvetta ajavat muut asiat, kuten strategiset tavoitteet. Pelkästään kasvu on verrattain ”huono” syy yritysostoille ja suurin hyöty tulee näkemyksemme mukaan osaamisportfolion laajentumisen myötä, mikä vahvistaa kilpailukykyä sekä tuottaa liikevaihtosynergioita. Yritystoston onnistumiseksi on tärkeää, että strategiat ja kulttuurit sopivat yhteen.

Pääosalla sektorin yhtiöistä on vahvat taseet ja käytännössä kaikilla terve kannattava

liiketoiminta, joka jatkuvasti tuottaa hyvää kassavirtaa ja vahvistaa edelleen tasetta. Omien osakkeiden käyttö on toki mahdollista ja monet yhtiöt ovat myös käyttäneet tätä mahdollisuutta. Usean yhtiön arvostustaso on kuitenkin tällä hetkellä melko matala ja oman osakkeen käyttö ei näin tarjoa samoja mahdollisuuksia omistaja-arvon luonnille.

Näkemyksemme mukaan velkavivun käyttö yritysostoissa on edelleen hyvä vaihtoehto, vaikka korkotaso on noussut, kun huomioidaan vahvat taseet ja yhtiöiden vahva kassavirta. Maltillinen velkavipu parantaisi myös oman pääoman tehokuutta.

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja rakentavat IT-osaajataloja. Pari vuotta sitten Triton osti Ruotsissa listatun HiQ:n. Lisäksi useat pääomasijoittajat ovat jatkaneet pienempien IT-palveluyhtiöiden konsolidointia.

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdentyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen

vahvemmaksi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio osaaminen. Kyberturvaosaamista haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset rajoittavat arviomme mukaan transaktioita. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia, mutta etenkin tällä hetkellä, rekrytointimarkkinan ollessa helpompi, ovat yhtiöt varovaisempia tekemään järjestelyjä pelkän kapasiteetin vuoksi.

Wittedilläkin yritysostot ovat merkittävä osa strategiaa ja yhtiön vahva nettokassa huomioiden, arviomme yhtiön olevan tulevaisuudessakin mukana sektorin konsolidaatiossa.

	Digia	Gofore	Innofactor	Loihde	Netum	Siili	Solteq	Tietoevry	Vincit	Digital Workforce	Witted
Kiinnostus järjestelyihin	4	4	3	4	4	4	3	4	4	5	4
Tarve järjestelyille	2	3	2	2	2	3	2	1	2	4	2
Tase mahdollistaa yritysostot	3	5	2	5	2	3	2	3	4	5	4
Kiinnostava ostokohde	2	3	3	2	3	2	4	1	3	4	2

1=matalin, 5=korkein.

Lähde: Inderes arvio

IT-palvelumarkkina 8/8

Keskeisiä huomioita sektorin lyhyen aikavälin näkymistä

- IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q1-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta.
- Q1 oli vielä vahva kvartaali sektorin yhtiöille ennen kuin asiakaskysynnän heikkous realisoitui tosissaan kevään aikana.
- Talouden epävarmuus on nostanut epävarmuutta selkeästi IT-palvelusektorilla hieman palvelualueesta riippuen, erityisesti yksityisen sektorin asiakaskunnassa. Arvioimekin markkinan erityisesti räätälöidyssä ohjelmistokehityksessä laskevan jonkin verran vuonna 2023 vahvan Q1:n jälkeen.
- Isossa kuvassa kilpailu on siirtynyt ensimmäistä kertaa todella moneen vuoteen tekijöistä asiakkaisiin. Markkinan heikkous on iskenyt erityisesti räätälöityyn ohjelmistokehitykseen erikoistuneisiin yhtiöihin ja sektorilla on nähty useampia muutosneuvottelukierroksia pitkästä ajasta.
- Nykyisessä ympäristössä on vaikea enää viedä hinnankorotuksia läpi ja ne, jotka tekivät ne viime vuoden puolella, ovat paremmissa asemassa. Nyt hinnat ovat olleet hetkellisesti jopa laskussa kiristyneen kilpailun takia joillain osa-alueilla, kuten ohjelmistokehityksessä. Erityisesti julkisen sektorin kilpailutuksissa ollaan nähty tänä keväänä hyvin matalilla hintapisteillä voitettuja sopimuksia. Arvioimme tämän olevan kuitenkin suhteellisen lyhytaikaista, ennen kuin toimijat sopeutuvat muuttuneeseen

markkinatilanteeseen ja pahimmat penkkutilanteet purkautuvat.

- Laskeva vaihtuvuus ei tuo enää merkittävää tukea kannattavuuteen, varsinkaan Q/Q.
- Asiakaskysynnän epävarmuus hillitsee todennäköisesti voimakkainta palkkainflaatiota. Odotammekin palkkainflaation myös maltillistuvan lyhyellä aikavälillä sektorin tasolla jossain määrin kevään TES-korotuksien jälkeen.
- Loppuvuonna kannattavuuteen vastatuulta antaa huhtikuun palkankorotukset. Q2:lla on yksi työpäivä vähemmän verrattuna vuoden takaiseen ja neljä työpäivää verrattuna Q1:een, mikä rajoittaa myös kannattavuutta.
- Kasvun kannalta kriittistä onkin onnistumiset myynnissä ja luonnollisesti ne yhtiöt ovat vahvoilla, joissa tähän on panostettu jo aikaisemmin.
- Julkisesta sektorista on viimeisten vuosien aikana muodostunut hyvinkin houkutteleva markkina johtuen terveestä, ennustettavasta ja kasvavasta kokonaiskysynnästä. Vaikka hallituksen muodostaminen voi hetkellisesti vaikuttaa uusiin kilpailutuksiin ja kilpailu on kireää sielläkin, on markkina isossa kuvassa edelleen houkutteleva toimittajan kannalta.
- Alihankinta antaa arvokasta joustavuutta liiketoimintaan nykyisessä asiakasepävarmuudessa.

Q1'23 toteuma	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik. Q1'23	EBIT-% oik. Q1'22
Digia	18 %	11 %	9,7 %	12,1 %
Gofore	39 %	32 %	16,9 %	14,4 %
Innofactor	19 %	11 %	8,8 %	8,2 %
Lohde	13 %	-2 %	-6,1 %	2,5 %
Siili	15 %	10 %	9,4 %	11,9 %
Solteq	-12 %	-14 %	-1,0 %	7,0 %
Tietoevry	2 %	8 %	12,3 %	12,0 %
Vincit	59 %	10 %	8,6 %	10,4 %
Witted	48 %	19 %	-0,9 %	3,2 %
Keskiarvo	22 %	9 %	6,4 %	9,1 %
Mediaani	18 %	10 %	8,8 %	10,4 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes.

Sektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

IT-palvelusektorin viimeaikaisia yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
04/23	Azets	Solteqin Microsoft ja Retail toimintoja	11,2	1,5	~13 %	60	15-20	1,3x-1,8x	10x-13x
02/23	DNV Group	Nixu	60,2	2,4	4 %	393	98,0	1,6x	41x
01/23	Netum	Studyo	1,3	0,1		14			
01/23	Investcorp International	Eficode Oy	150,0			600			
11/22	Solteq	S2B Energia Oy				10			
11/22	Loihde	Onrego	7,1	0,5	7 %	30	4,3	0,6x	~9x
11/22	Gofore	eMundo	~8	0,8	9 %	96	8,0	~1x	~8x
10/22	Digia	Avalon	2,4	0,4	15 %	24			
10/22	Siili	Haallas	5,8	0,9	~15%	>50	3,75-9,0	0,6x-1,6x	4x-10x
09/22	Witted	Nexec Oy	12,8	0,7	5,8 %	80	8,3-12	0,7x-0,9x	11x-16x
07/22	Vincit	Bilot (sulautuminen)	30,5	0,6	2,1 %	195			
06/22	Digia	Productivity Leap Oy	5,5	1,2	22 %	35			
06/22	Innofactor	Invenco Oy	6,3	0,4		50	3-7	0,5x-1,1x	8x-19x
06/22	Knowit	Marketing Clinic Oy	10,5			60	8,5-10	1,0x	
05/22	Pinja	Oiwa	2,1			25			
04/22	Digia	MOST Digital	3,0	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	10,7	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Enerity Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40,0			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197,0	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12,0			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10,0	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde	Talent Base Oy	7,4	1,1	15 %	58	10	1,4x	9x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVERYn öljy ja kaasua -liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80,0			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	13,8	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	Supercharge (Unkari)	9,0	2,1	23 %	115	17	~1,8x	~8x
08/20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
08/20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
08/20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x
08/20	Pinja (Protacon)	PiiMega							

Kilpailukenttä 1/5

Kilpailijoita kolmessa tasossa

Suomen IT-palvelumarkkinan hajanaista rakennetta mukaillen myös kilpailukentästä on muodostunut pirstaleinen. Ylätasolla kilpailukenttä voidaan mielestämme jakaa kolmeen kerrokseen.

Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin vajaan 50 % markkinaosuutta. Tällaisia globaaleja jättejä ovat esimerkiksi Tietoevry, CGI, Fujitsu, Accenture ja CapGemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-150 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros ja siten markkinan loppuhäntä kuuluu sen sijaan kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävillä ratkaisutaloille.

Wittedin kilpailijat

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

Generalisteista kilpailijoina voidaan mainita Tietoevry, CGI ja Accenture. Witted tai muut pienemmät toimijat eivät pysty erottumaan generalisteihin verrattuna tarjoamallaan tai toimituskyvykkyyksillään, vaan kilpailuetu tulee ketteryudesta 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 Gofore, Reaktor, Nitor, Vincit, Futurice ja Solita. Näistä toimijoista Witted erottautuu mielestämme selkeimmin auttamalla asiakkaan digitaalisen maturiteetin kehittämisessä ja keskittymällä vahvasti juuri korkean digitaalisen maturiteetin asiakkaisiin. Lisäksi yhtiön kustannusrakenne on huomattavasti sen verrokkeja joustavampi, mikä tuo yhtiölle liikkumatilaa markkinan muutoksissa, mutta toisaalta osin tätä liikkumatilaa rajoittaa yhtiön matala kannattavuustaso.

Yksittäisistä palvelualueista Wittedin kilpailijoita ovat neuvonantopalveluissa Sofigate sekä perinteiset liikkeenjohdon konsultit (kuten PwC, Deloitte, KPMG), pilvipalveluissa erikoistuneet toimijat (kuten Nordcloud) ja palvelumuotoilussa erikoistuneet palvelumuotoilutoimistot. Lisäksi rekrytoinnissa kilpailijoita ovat suoraakuyhtiöt kuten Egon Zehnder, Heidrick & Struggles, Boyden tai IMS Talent.

Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

Mielestämme suurten IT-generalistien selkeimpiä vahvuuksia ovat mittavat resurssit ja laajat tarjoamat, joita vahvistetaan usein kustannustehokkailla offshore-tuotannoilla.

Tyypillisesti näiden toimijoiden asiakas- ja teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja. Näin myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen.



Kilpailukentän dynamiikka



*Keskisuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisiä tai kansainvälistyviä yhtiöitä kuten Witted, Gofore, Silli ja Vincit
Lähde: Inderes

Kilpailukenttä 2/5

Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että näiden yhtiöiden ratkaisut ovat asiakkaan näkökulmasta sekä erittäin liiketoimintakriittisiä että vakiintuneita. Nämä taustajärjestelmätoimitukset ovat myös teknisesti hyvin haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä nostaa alalle tulon kynnyistä. IT-generalistien keskeisimmät kilpailuedun lähteet voidaan mielestämme tiivistää suuriin resursseihin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.

Pienet yhtiöt tarvitsevat ketteryyden rinnalle yleensä jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan. Lisäksi pienemmät yhtiöt murtautuvat asiakkuuksiin tyypillisesti muun ostajan kuin tietohallintojohdon kautta myyden digitalisaatoratkaisuja esimerkiksi suoraan liiketoiminnalle. Näin ollen pienemmät yhtiöt eivät välttämättä lainkaan kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Suuret generalistit ja pienet toimittajat operoivatkin usein hieman eri alueilla. Viime vuosina sektorin suurimmat toimijat ovat kuitenkin ryhtyneet vahvistamaan kyvykkyyksiään juuri uusien digipalveluiden kehityksen alueella, mikä on tehnyt kilpailutilanteesta aikaisempaa tiiviimmän (ts. enemmän päällekkäisyyttä).

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia. Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovatkin syntyneet vakiintuneista IT-toimittajista yrittäjiksi lähteneiden osajien perustamina. Pienempien toimijoiden suurimpana heikkoutena on

mielestämme se, että ne usein jäävät arvoketjussa jumiin ja joutuvat palvelemaan loppuasiakkaita vain osana alihankintaverkostoa. Tästä johtuen pienet yhtiöt eivät välttämättä kykene tarjoamaan kunnianhimoisille osaajille riittävän mielenkiintoisia urapolkuja, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista ja arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valtit ovatkin tyypillisesti kulttuurisidonnaisia.

Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

Toimialan hyvistä kasvunäkymistä huolimatta kilpailua on paljon, sillä markkinassa on useita toimittajia ja alalle tulon kynnykset ovat aikaisemmin todetun mukaisesti matalat. Arviomme mukaan myös edellytykset pelkällä teknisellä taituruudella ja yksittäisillä pisteratkaisuilla erottautumiselle ovat kapeat. Pitkällä aikavälillä näemmekin, että kilpailuetuja on rakennettava laajempien ja strategisiin kumppanuuksiin tähtäävien osaamisten päälle. Tämä puolestaan edellyttää yhtiöiltä sitä, että toiminnasta löytyy jatkuvaa dynaamisuutta, joustavuutta ja uudistumiskykyä. Pitkällä aikavälillä menestyäkseen yhtiöiden onkin mielestämme kyettävä lukemaan sekä teknologioiden että asiakastarpeiden kehittymisiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia rakentamalla.

Tätä taustaa vasten pidämme aidosti kestävien kilpailuetujen luomista rakenteellisesti vaikeana harjoituksena. Pitkän aikavälin arvonluonnille emme kuitenkaan näe tätä esteenä.



Wittedin kilpailukyky

Kilpailutekijät

- Erittäin nopean kasvun kautta syntynyt jatkuva muuntautumiskyky
- Ketterä, autonomiaan ja avoimuuteen nojaava sekä todistetusti vahvaan kasvuun taipuva toimintamalli
- Profiloituminen digitaaliselta maturiteetilta kypsiin asiakkuuksiin
- Kyky luoda asiantuntijoille monipuolisia kilpailijoita houkuttelevampia työ- ja palkkausmalleja, mikä mahdollistaa osaajakilpailussa pärjäämisen
- Laaja alihankintaverkosto (oma asiantuntijayhteisö)

Kilpailuhaitat

- Kapeampi tarjoama verrattuna generalisteihin, joilla mittavat offshore-resurssit ja laajat kyvykkyydet
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, ohjelmistokehityksessä matala alalle tulon kynnykset
- Ei merkittävää ylläpitoliiketoimintaa ylläpitämässä jatkuvuutta asiakkuuksissa
- Kilpailijoita heikompi tunnettuus, erityisesti kansainvälisillä markkinoilla
- Organisaatio rakentunut osajamarkkinassa menestymisen ympärille, mutta yhtiön myyntikyvykkyydet ja asiakassuhteiden vahvuudet joitain pahimpia kilpailijoita jäljessä

Kilpailukenttä 3/5

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme seuraavan sivun kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Vertailussa on mukana lisäksi jotain Yhdysvaltalaisia alan toimijoita, jotka toimivat globaalisti ja joilla on merkittävä rooli Euroopan markkinalla sekä Iso-Britannialainen Kainos. Osalta yhtiöistä emme saaneet vielä vuoden 2022 lukuja.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2018-2022 on ollut keskimäärin noin 22 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Witted on ollut toimijoista nopein kasvaja. Muita vahvoja orgaanisia kasvajia ovat olleet mm. Luoto, Gofore, Sulava, Siili, Vincit, Futurice, Netum, Reaktor, Bouvet Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tietoevry, Enfo ja CGI).

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. Viimeisen parin vuoden aikana monet aikaisemmin pienet ja ketterät toimijat ovat kuitenkin kasvaneet suhteellisesti jo isompaan kokoluokkaan ja kasvuvauhdin ylläpitäminen käy yhä

haastavammaksi, mikä on näkynyt joillain yhtiöillä vuosina 2019-2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osajasta (nyt 7400) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja yli 25 %:n EBITDA-marginaalia. Lisäksi Goforen orgaaninen kannattava kasvu on jopa kiihtynyt viime vuosina, vaikka yhtiö on saavuttanut jo merkittävän kokoluokan.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2018-2022 (2017-2021: 12 %). Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16-muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden käyttökatemarginaaleja noin 1-3 %-yksikköä vuodesta 2019 alkaen (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa). Tämä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoevry ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamit toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita ja Netum sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, norjalainen Bouvet ja Yhdysvaltalaiset Globant, Endava sekä Epam.



Kasvuajurit

Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Yritysostot

Lyhyt aikaväli

- Asiakashintojen nousu
- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Alihankinnan kasvattaminen
- Yritysostot



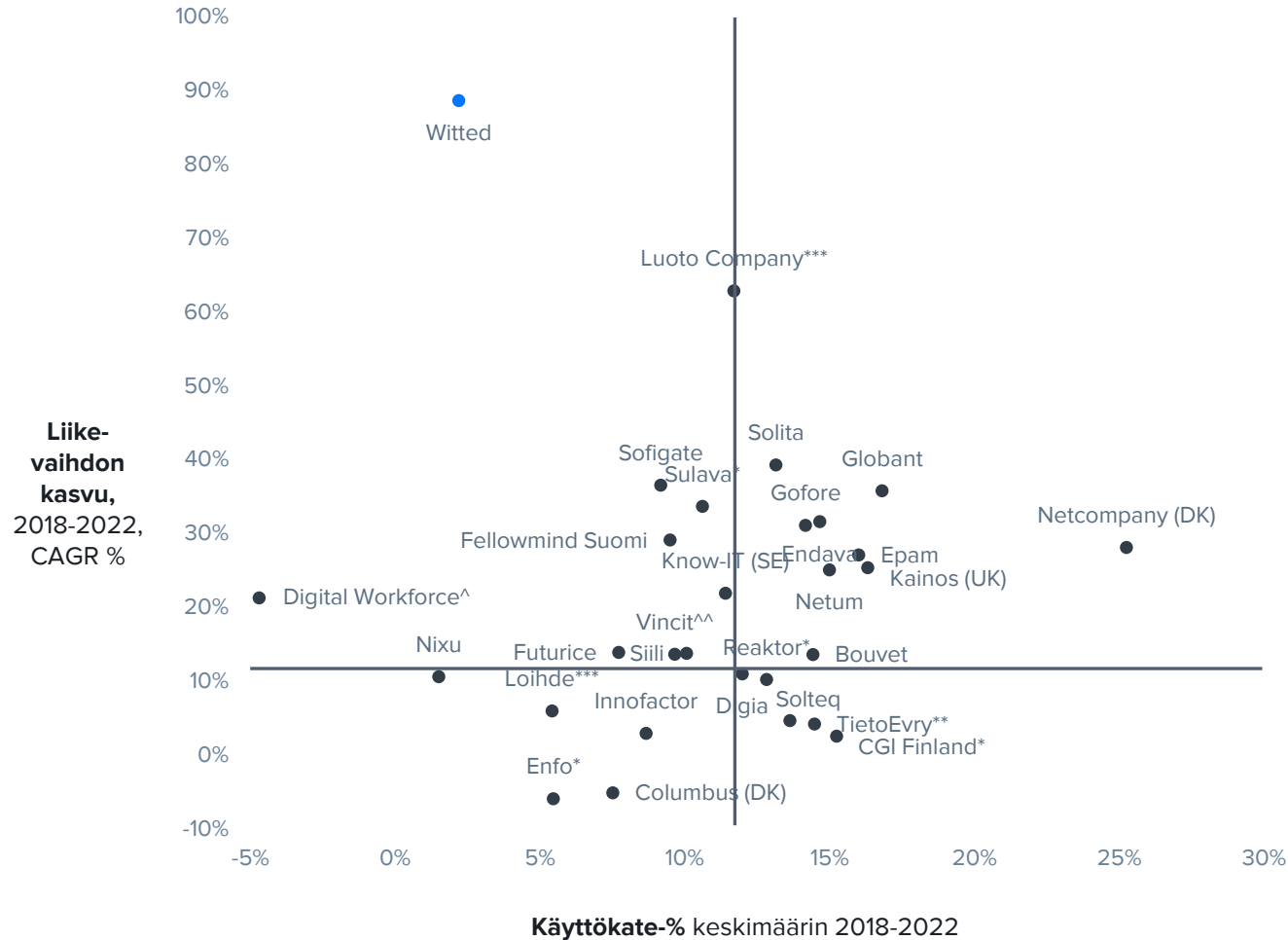
Kannattavuusajurit

Lyhyt aikaväli

- Laskutusasteet
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen

Kilpailukenttä 4/5

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v



Lähde: Inderes, yhtiöt. Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien, osalla

*vuodet 2017-2021

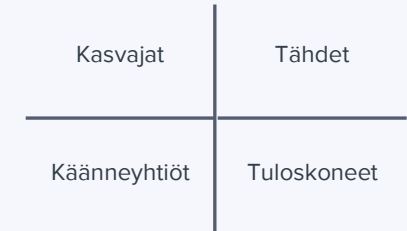
**Sisältää Tiedon ja Evryn itsenäiset luvut ensin vuosilta 2017-2020

***Vuodet 2019-2022; Loihteen osalta käytetty digitaalisen kehityksen liikevaihdon kehitystä ja konsernin käyttökate

^Käyttökate-% -10,7 %; ^^Vincitin ja Bilotin konsolidoidut luvut



Kilpailukentän profiili



Tähdet

- Edelläkävijöitä, joilla vahva kannattavan kasvun historia
- Pääosin pieniä ja ketteriä toimijoita, jotka ovat asemoituneet ja panostaneet IT-palvelumarkkinan kasvaville alueille
- Tähtien organisaatorakenteet ovat kevyitä ja tekeminen hyvin liiketoimintalähtöistä

Kasvajat

- Yhtiöitä, jotka ovat päässeet kiinni kasvuun, mutta tehdyt panostukset ovat painaneet kannattavuutta
- Kasvu ollut usein yritystostojen kiihdyttämää

Tuloskoneet

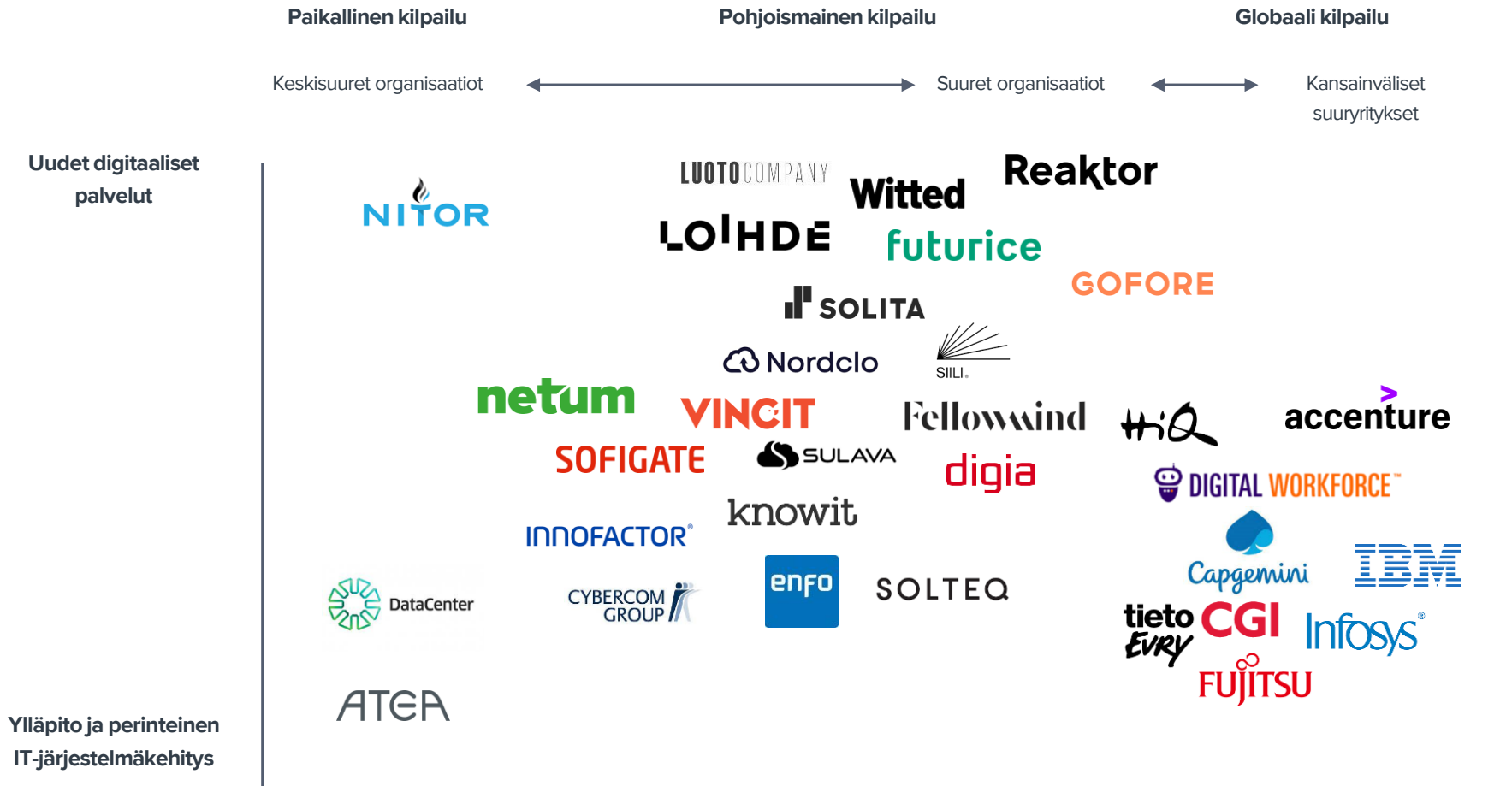
- Yhtiöitä, joiden asiakkailla korkeat vaihdon kustannukset esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisuiden myötä
- Kannattavuutta optimoitu osin kasvun kustannuksella

Käänneyhtiöt

- Pääosin perinteisen IT:n yhtiöitä, jotka ovat murrosvaiheessa tai eivät ole täysin pysyneet mukana markkinatason muutoksessa

Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Wittedin liiketoiminta on käytännössä puhdasta asiantuntijapalvelua. Yhtiön liikevaihdon kasvu on siten pitkälti sidottu asiantuntijoiden kapasiteetin (oma henkilökunta ja alihankinta) ja laskutusasteiden muutokseen. Osaajien määrän kasvu heijastuu henkilöstökuluihin sekä materiaalit ja palvelut -eraan (alihankinta), mitkä vastaavat yhdessä valtaosaa Wittedin kuluista. Odotamme henkilöstökulujen osuuden kustannuksista kasvavan pitkällä tähtäimellä, sillä odotamme työsuhteessa olevien osaajien määrän kasvavan suhteellisesti freelancereita nopeammin.

Yhtiö on historiassaan ollut nopea reagoimaan muutoksiin ja näemme tämän kyvyn tuovan sille edellytykset markkinaa vahvemman liikevaihtokehityksen saavuttamiseksi. Lisäksi yhtiön aiemmat erittäin vahvat kasvunäytöt antavat jossain määrin tukea sektorilla vahvemman kasvun ennustamiselle, vaikka markkina onkin muuttunut. Lähivuosina yhtiö pyrkii myös nostamaan kannattavuutta samanaikaisesti, kun se tavoittelee yhä vahvaa kasvua. Yhtiön nykyisessä kokoluokassa sen tavoitteiden mukainen suoritus vaatisi liki täydellistä suoritusta. Arvioimme muutoksen kasvun räjähtävästä tavoittelusta kannattavaan kasvuun tuottavan jonkin verran haasteita, minkä vuoksi ennustamme yhtiön tavoitteita maltillisempaa kannattavuuskehitystä.

Arvioimme Wittedin yhä investoivan keskipitkällä aikavälillä merkittävän osan liiketoiminnan tuottamasta kassavirrasta takaisin kasvuun erityisesti kansainvälisillä markkinoilla, mikä pitää yhtiön kannattavuuden matalalla tasolla. Yritysostojen liikearvopoistot huomiotta jättävä EBITA-marginaali kuvaa nähdäksemme parhaiten

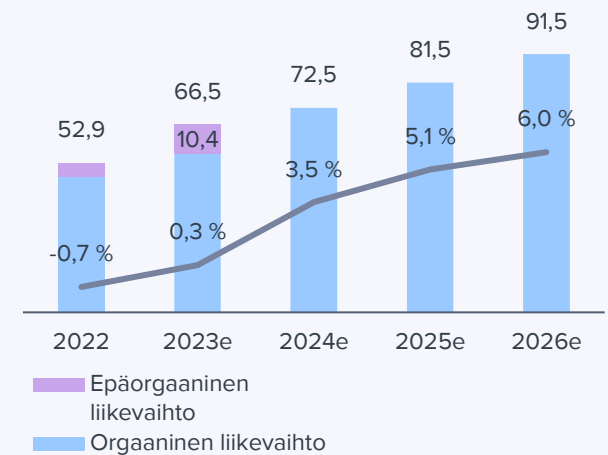
yhtiön operatiivista kannattavuutta. Tuloslaskelmassa huomioimme EBITA:n jälkeen muodostuvissa rahoitustuotoissa Software Saunan ja Ara Digital Solutionsin tuloksista Wittedille kuuluvan osuuden. Arvioimme tämän vaikutuksen olevan konsernin kannalta varsin vähäinen, joten käytämme EBITA:a yhtiön pääasiallisena kannattavuuden mittarina. Ennusteemme ei sisällä mahdollisia tulevia yritysostoja.

Ennusteidemme keskeiset parametrit ovat Suomen ja kansainvälisen segmentin liikevaihdon kehitys, omien työntekijöiden osuus suhteessa freelancereihin/alihankkijoihin, ei-laskuttavan henkilöstön kiinteät palkat, alihankinnan ja omien henkilöstön myyntikate. Lisäksi mallinamme erikseen liiketoiminnan muita kuluja. Osaan käyttämistämme parametreista liittyy merkittävää epävarmuutta, koska yhtiö ei itse raportoi näitä.

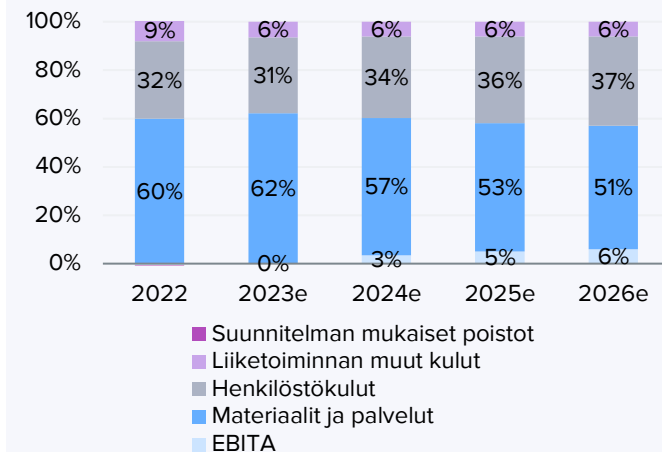
Vuonna 2023 kilpailu on poikkeuksellisen kireää

Witted ohjeistaa vuoden 2023 liikevaihtonsa kasvavan markkinaa selkeästi nopeammin. Ennustamme liikevaihdon kasvavan noin 26 % 66 MEUR:oon. Tästä arvioimme noin 20 %-yksikköä olevan epäorgaanista kasvua Nexec-yrityskaupasta. Arvioimme heikkojen Norjan ja Ruotsin kruunujen painavan liikevaihdon kasvua 2-3 %-yksikköä. Ennustamme orgaanista kasvua vetävän vahvemmin kansainväliset toiminnot, joiden odotamme kasvavan 15 %. Suomen toimintojen orgaanisen kasvun arvioimme olevan 3 %. Kasvu on tänä vuonna nähdäksemme täysin kiinni myynnin onnistumisista, ja asiakaskysyntään liittyy poikkeuksellisen paljon epävarmuutta lyhyellä aikavälillä. Arvioimme markkinakäytön olevan negatiivista räätälöidyssä ohjelmistokehityksessä vuonna 2023.

Liikevaihto (MEUR) ja oik. EBITA-%, 2022-2026e



Operatiivinen kustannusrakenne*, 2022-2026e, % liikevaihdosta



*Ei sisällä liikearvon poistoja.
Lähde: Inderes

Ennusteet 2/3

Witted arvioi vuoden 2023 EBITA-liikevoittonsa olevan positiivinen. Ennustamme EBITA-liikevoiton asettuvan 0,2 MEUR:oon tai 0,3 %:iin liikevoitosta. Arvioimme kansainvälisten toimintojen pysyvän yhä selkeästi tappiolla kasvupanostusten vuoksi, mutta Suomen toimintojen kannattavuuden parantuvan vuoden loppua kohden mentäessä. Nopeaa kannattavuusparannusta rajoittaa kireä hintakilpailu, vaikka joustavan kulurakenteensa ansiosta Witted kärsiikin siitä monia verrokkejaan vähemmän.

Q1:llä kannattavuus jäi vielä heikolle tasolle ja yhtiö alkoi toimenpiteisiin kannattavuuden parantamiseksi, samanaikaisesti kuitenkin tasapainoillen kasvuinvestointien kanssa vaikeassa markkinatilanteessa. Markkinan vaikeuduttua entisestään yhtiö kertoi uudistavansa organisaatorakennettaan ja järjestävänsä muutosneuvottelut Suomessa, jotka voivat johtaa enimmillään 8 työntekijän irtisanomiseen ja 35:n työntekijän lomautukseen. Yhtiö tavoittelee nyt H2:lle 0,9 MEUR:n kustannussäästöjä, joista arvioimme mukaan noin puolet on pysyviä. Lisäksi organisaatiomuutosten kautta yhtiö tavoittelee 0,9 MEUR:n vuotuisia säästöjä. Aiemmin itsenäisesti toimineiden yhtiöiden myynti-, asiakaspalvelu- ja HR-toiminnot yhdistetään uuden Suomen maayhtiön alle. Muut kustannussäästöt koostuvat mm. tappiollisen Norjan kasvukonsultoinnin ja johdon suorahaun liiketoiminnan lopettamisesta, New Things Companyn ja Witted Datan yhdistämisestä Mavericksiin. New Things Co:n työntekijät siirtyivät Mavericksille kevään aikana ja yhtiön toimiston vuokrasopimusta ei jatketa.

Yhtiö palkkasi alkuvuoden aikana myyntiin lisäkapasiteettia (myyntikapasiteetti +25 %) ja

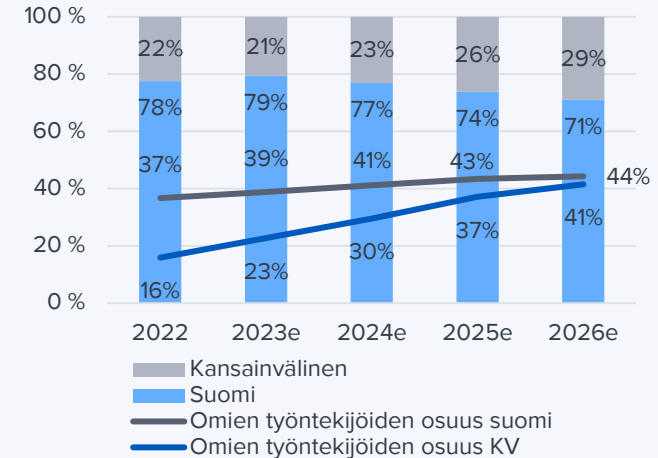
kaupallisen johtajan. Vaikka Witted nyt myös karsii kiinteitä kulujaan, vaatii selkeää kannattavuusparannus nähdäksemme tuekseen myös kasvua, mihin yhtiö pyrkii panostuksillaan myyntiin. Arvioimme kannattavuuden nousevan vuoden loppua kohden tehtyjen toimien ansiosta.

Vuosien 2024-2026 ennusteet

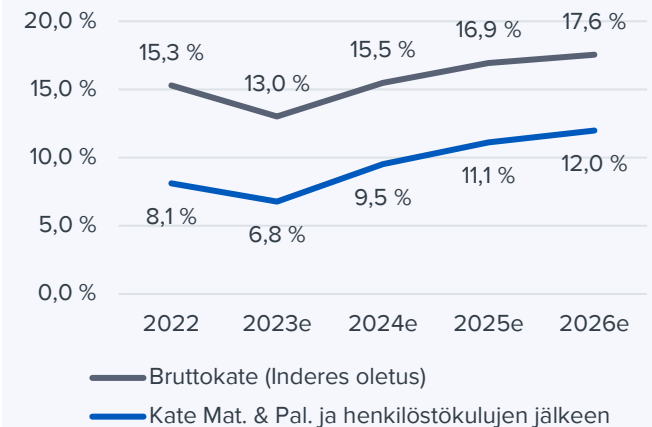
Ennustamme Wittedin liikevaihdon kasvavan 9, 12 ja 12 % vuosina 2024-2026. Vuoden 2025 liikevaihdon odotamme päätyvän 81 MEUR:oon, joka on selkeästi yhtiön tavoitteen alapuolella. Ennustamme vaikean markkinatilanteen todennäköisesti valuvan myös vuoden 2024 puolelle ja markkinan jälleen hiljalleen piristyvän vuoden 2024 toisella puolikkaalla. Huolimatta siitä, että ennustamme tavoitteita selkeästi hitaampaa kasvua, vaatii myös ennusteemme Wittediltä onnistumisia niin Suomessa kuin myös ulkomailla viime vuosia selkeästi vaikeammassa markkinatilanteessa. Kasvua vetää kansainväliset toiminnot, joiden ennustamme kasvavan 23-27 %. Suomen liiketoimintojen arvioimme kasvavan 5-8 % kyseisinä vuosina. Arvioimme omien työntekijöiden osuuden jatkavan kasvua erityisesti Mavericks brändin tuella, jonka arvioimme menestyvän myös Norjassa ja Ruotsissa. Omien työntekijöiden osuuden asiantuntijoista arvioimme nousevan 44 %:iin vuonna 2026.

Odotamme Wittedin EBITA-marginaalin skaalautuvan asteittain vuosina 2024-2026 3,5 % → 6,0 %:iin tasolla. Vuonna 2024 arvioimme kannattavuuden jäävän vielä matalaksi (yhtiön tavoite: 5-10 %), koska vaikea markkinatilanne vaikeuttaa kiinteiden

Liikevaihto (MEUR) ja liikevaihdon jakauma maittain, 2022-2026e



Bruttokate sekä Kate materiaalien & palvelujen & henkilöstökulujen jälkeen, 2022-2026e, % liikevaihdesta



*Ei sisällä liikearvon poistoja.
Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

kulujen skaalautumista hitaamman kasvun takia ja samalla arvioimme myyntikatteiden nousevan hitaasti kireän hintakilpailun myötä. Merkittävin kannattavuuden ajuri on nähdäksemme omien työntekijöiden osuuden nousu (Mavericks EBITA-%: ~10 %).

Emme odota Wittedin jakavan osinkoa nykyisellä vuoteen 2025 ulottuvalla strategiakaudellaan, vaan allokoivan pääomansa niin orgaaniseen kuin epäorgaaniseenkin kasvuun.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2027-2033 ennustamme Wittedin liikevaihdon kasvun olevan vuosittain 2-7 % ja laskevalla trendillä. Tämän jälkeen olemme ikuisuuskasvun olevan 2 %. Pidämme selvänä, että suuremmissa kokoluokassa Wittedin kasvuvauhti tulee olemaan suhteellisesti matalampaa kuin historiallinen kasvu pienemmässä kokoluokassa. Kasvun on kuitenkin mahdollista jatkua ennusteitamme vahvempaan, mikäli Wittedin kansainvälinen kasvu onnistuu hyvin.

Pitkällä aikavälillä pidämme Wittedin tavoittelemaa 10 %:n EBITA-marginaalia karkeasti realistisena mikäli se onnistuu kasvattamaan omien työntekijöiden osuutta asiantuntijoista yli 50 %:n. Ennustamme kuitenkin varovaisuuden periaatteiden mukaisesti yhtiölle noin 7 %:n pitkän aikavälin EBITA-marginaalia vuodesta 2027 eteenpäin. Taso on keskimääräistä IT-palveluyhtiötä matalampi alihankintapainotteisen liiketoimintamallin sekä ainakin tällä hetkellä kilpailijoita jonkin verran heikomman arvoketjuaseman vuoksi. Puhtaan freelancer/alihankkijavetoisen liiketoimintamallin kannattavuus voisi arviomme mukaan nousta parhaimmillaan kohtuullisen konservatiivisiin

oletuksiin 5-8 %:iin.

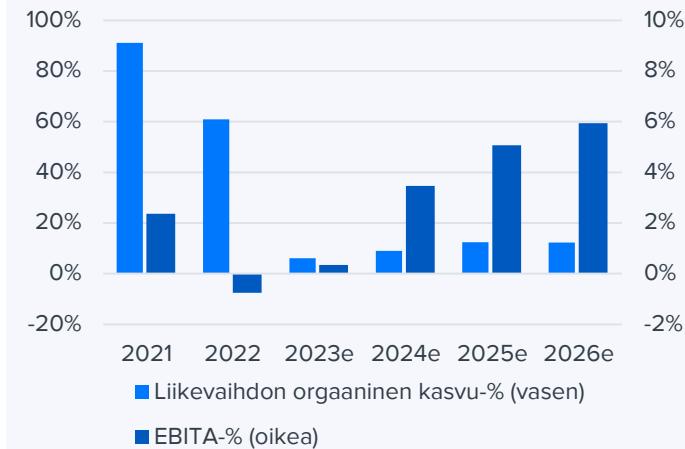
Ennustemuutokset

Raportin yhteydessä tekemämme ennustemuutokset ovat seuraavalla sivulla. Liikevaihtoennusteemme laskivat markkinatilanteen vaikeuduttua selvästi keväästä: monet verrokkit ovat antaneet negatiivisia tulosvaroituksia ja aloittaneet muutosneuvotteluita sekä markkinoilla on ollut selkeää hintakilpailua. Arvioimme kuitenkin yhtiön liikevaihdon yhä kehittyvän yleistä markkinaa paremmin. Lisäsimme myös yhtiön 23.7. ilmoittamat muutosneuvottelut kasvun ja kannattavuuden ennusteisiimme.

Arvioimme vaikean markkinatilanteen ulottuvan vähintään vuoteen 2024, minkä vuoksi näemme kannattavuuden piristymiselle parempia edellytyksiä vasta vuonna 2025. Siten myös tulosennusteemme laskivat selkeästi. Arvioimme osakemarkkinoiden näkökulmasta yhtiön arvostuksen kannalta tärkeintä olevan selkeä kannattavuusparannuksen trendinomaisen eteneminen erityisesti Suomen toiminnoissa. Tiukka kilpailutilanne vaikeuttaa arviomme mukaan myyntikatteiden nopeampaa nousua. Arvioimme yhtiön myyntikatteiden olevan tällä hetkellä aiempia oletuksiamme jonkin verran matalammalla tasolla. Hitaampi kasvuoletuksemme hidastaa myös kiinteiden kulujen skaalautumista.

Yhtiö tavoittelee taloudellisten tavoitteidensa mukaisesti vuonna 2024 vähintään 5 %:in EBITA-%:a. Nähdäksemme nykyisessä poikkeuksellisen vaikeassa markkinatilanteessa näin nopean kannattavuusparannuksen saavuttaminen on vaikeaa. Kasvun realisoituessa oletuksiamme vahvemmin ja paremmin myyntikattein, olisi kannattavuusennusteissamme selkeää nousuvaraa.

Liikevaihdon orgaaninen kasvu-% ja EBITA-%, 2021-2026e



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	15,7	30,0	12,3	13,0	11,1	16,5	52,9	18,2	16,7	14,1	17,6	66,5	72,5	81,5	91,5
Konserni	15,7	30,0	12,3	13,0	11,1	16,5	52,9	18,2	16,7	14,1	17,6	66,5	72,5	81,5	91,5
Käyttökate	0,6	0,7	0,4	-0,7	-0,3	0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,5	0,3	2,6	4,2	5,5
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,6	0,7	0,4	-0,1	-0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,5	0,2	2,5	4,1	5,4
Liikevoitto	0,6	0,7	0,4	-0,7	-0,3	0,1	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	0,3	-0,8	1,5	3,2	4,5
Konserni	0,6	0,7	0,4	-0,7	-0,3	0,1	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	0,3	-0,8	1,5	3,2	4,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1
Tulos ennen veroja	0,7	0,7	0,5	-0,7	-0,3	0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	0,4	-0,6	1,6	3,2	4,5
Verot	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,7	-0,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,5	0,6	0,4	-0,8	-0,3	0,2	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	0,3	-0,6	1,3	2,6	3,6
EPS (oikaistu)	0,04	0,05	0,02	-0,01	-0,02	0,02	0,01	-0,02	0,00	0,00	0,04	0,02	0,14	0,23	0,30
EPS (raportoitu)	0,04	0,04	0,02	-0,05	-0,02	0,01	-0,04	-0,03	-0,02	-0,01	0,02	-0,04	0,08	0,17	0,23

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	77,7 %	91,1 %	110 %	90 %	55 %	64 %	76,6 %	48 %	28 %	27 %	7 %	25,7 %	9,0 %	12,4 %	12,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		11 %					-64 %	-140 %	145 %	-97 %	134 %	-19 %	1102 %	65 %	31 %
Käyttökate-%	4,1 %	2,5 %	3,3 %	-5,4 %	-2,7 %	1,4 %	-0,7 %	-0,8 %	-0,8 %	0,0 %	3,1 %	0,4 %	3,6 %	5,2 %	6,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,1 %	2,4 %	3,2 %	-0,5 %	-2,7 %	1,4 %	0,5 %	-0,9 %	-0,9 %	-0,1 %	3,0 %	0,3 %	3,5 %	5,1 %	6,0 %
Nettotulos-%	3,1 %	1,8 %	3,0 %	-5,8 %	-3,1 %	1,1 %	-1,0 %	-2,7 %	-1,7 %	-1,2 %	1,8 %	-0,9 %	1,7 %	3,2 %	3,9 %

Lähde: Inderes. Vuosien 2020-2021 luvut laskettu listautumista edeltävällä osakemäärällä.

Ennustemuutokset	2023e	2023	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	72,0	66,5	-8 %	86,0	72,5	-16 %	101	81,5	-19 %
Käyttökate	0,8	0,3	-66 %	4,3	2,6	-40 %	6,9	4,2	-39 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,2	-71 %	4,2	2,5	-40 %	6,8	4,2	-39 %
Tulos ennen veroja	-0,1	-0,6	693 %	3,3	1,6	-51 %	5,9	3,2	-45 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,05	0,02	-54 %	0,23	0,15	-37 %	0,37	0,23	-37 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	1,0	9,9	9,0	8,0	7,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,6	9,6	8,6	7,6	6,6
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	7,8	21,7	21,0	24,0	28,7
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,8	11,3	12,0	12,7	13,9
Likvidit varat	1,7	10,4	9,1	11,3	14,9
Taseen loppusumma	8,7	31,7	30,0	32,0	35,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	2,4	17,4	16,7	18,0	20,6
Osakepääoma	0,0	7,6	7,6	7,6	7,6
Kertyneet voittovarot	1,3	0,8	0,1	1,4	4,0
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	1,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	6,3	14,3	13,3	14,0	15,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	1,2	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,0	13,1	13,3	14,0	15,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	8,7	31,7	30,0	32,0	35,7

Arvonmääritys 1/4

Wittedin arvostus nojaa vahvaan kasvuun ja lähivuosina vahvistuvaan kannattavuuteen

Witted on nykyhetkessä kasvuyhtiön (Ulkomaat) ja kypsemmän kasvuvaiheen (Suomi) yhdistelmä. Kasvupanokset (mm. myynti-, asiakaspalvelu- ja rekrytointihenkilöstö, toimistot) näkyvät toistaiseksi etupainotteisina kustannuksina, jotka syövät yhtiön kannattavuutta. Lisäksi uusilla markkinoilla yhtiö arviomme mukaan kilpailee tiukemmin myös hinnalla markkinoille mentäessä.

Wittedin keskipitkän aikavälin sijoitustarina rakentuu mielestämme kannattavuuden trendinomaiseen parannukseen kohti sektorin keskimääräistä EBITA-%-tasoa ja samalla näyttöjen antamiseen markkinaa vahvemman liikevaihdon kehityksen jatkamisesta. Yhtiöllä on mielestämme vielä todistettavaa muuntautumiskykyä purevuudesta tiukemman kysynnän markkinaympäristössä.

Keskeisessä roolissa sijoitustarinassa on mielestämme erityisesti jo kypsemässä vaiheessa olevan Suomen liiketoiminnan kannattavuuden nostaminen hyvälle tasolle. Arvioimme tämän lisäävän markkinoiden luottamusta yhtiön kannattavan kasvun tarinaan, jolloin yhtiölle voitaisiin jälleen hyväksyä korkeampaa arvostusta.

Kansainvälisten toimintojen osalta matalampi kannattavuus on mielestämme vielä perusteltua lyhyellä aikavälillä kasvun jatkuessa voimakkaana, kun otetaan huomioon Ruotsin, Tanskan ja USA:n pieni kokoluokka. Norjan liiketoiminta alkaa taas mielestämme olla sen kokoinen, että sillä tulisi olla hyvät edellytykset hyviin kannattavuustasoihin, ellei Witted tavoittele erittäin vahvaa kasvua (50-100 %). Arvioimme kannattavuuskehityksen silti lyhyellä

tähtäimellä kasvua tärkeämmäksi kurssiajuriksi.

Lyhyellä tähtäimellä markkinan heikompi veto aiheuttaa selkeää vastatuulta. Nähdäksemme yhtiön sijoittajaluottamusta on myös koeteltu. Witted listautui reilu vuosi sitten erittäin kovilla kasvutavoitteilla, mutta antoi tulosvaroituksen jo vuonna 2022 ja markkinan heikentymisen jatkuttua annetut kasvutavoitteet ovat karanneet kauas.

Viimeaikaisista haasteista huolimatta Wittedillä on mielestämme kaikki edellytykset vahvaksi pitkän aikavälin sijoitustarinaksi. Yhtiö toimii pidemmällä ajanjaksolla kasvavalla IT-palvelumarkkinalla, jossa se on todistanut kykynsä kasvaa räjähtävän nopeasti neutraalilla tai lievästi positiivisella kannattavuudella. Mikäli yhtiö onnistuu nykyisessä muodonmuutoksessaan kohti tehokkaan myynnin organisaatiota ja samalla pitämään kiinni kyvystään houkutella osajia näemme sen markkinallaan hyvin vahvana toimijana, jolla on selkeästi verrokkejaan joustavampi kulurakenne.

Verrokkiryhmä antaa suuntaviivat hyväksyttävälle liikevaihtopohjaiselle arvostukselle

Pelkästään Helsingin pörssiin listattujen IT-palveluyhtiöiden lukumäärä on runsas, joten Wittedille voidaan kerätä hyvä vertailuryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Käytämme verrokkiarvostuksen mittatikkuna kotimaisia verrokkeja, mutta kansainvälistymisen onnistuessa voidaan yhtiötä mielestämme alkaa verrata myös ulkomaisiin verrokkeihin. On kuitenkin hyvä muistaa, että yhtiöiden kokoluokat, kasvu- ja kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet ja riskitasot eivät ole keskenään yhteismittallisia.

Wittedin arvostuskertoimet nykykurssilla

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,76	2,76	2,76
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	33	31	28
P/E (oik.)	>100	19,1	12,0
P/B	2,5	2,4	2,1
P/S	0,64	0,59	0,52
EV/Liikevaihto	0,50	0,43	0,34
EV/EBITDA (oik.)	>100	12,1	6,5
EV/EBIT (oik.)	>100	12,4	6,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihtopohjainen arvonmääritys

Suomalaiset verrokkit mediaani	2023e
Liikevaihto	66
x Verrokkien mediaani EV/S	0,81x
Hyväksytyt EV/S, 10 % alennus	0,73x
Hyväksytyt EV/S, 20 % alennus	0,65x
Yritysarvo (EV), 10 % alennus	48
Yritysarvo (EV), 20 % alennus	43
+Nettokassa	9,1
Markkina-arvo, 10 % alennus	58
Markkina-arvo, 20 % alennus	52
Markkina-arvo per osake, 10 % alennus	3,7
Markkina-arvo per osake, 20 % alennus	3,4

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Digia	159	171	9,0	7,6	7,4	6,4	0,9	0,8	11,2	9,7	3,2	3,4	1,8
Digital Workforce*	50	34	41,2	13,5	29,5	11,8	1,1	0,9	72,2	23,7			2,7
Gofore*	328	303	11,2	9,0	10,4	8,3	1,6	1,3	15,1	13,3	2,4	2,8	3,1
Loihde*	76	56	18,2	8,5	6,1	3,9	0,4	0,4	31,0	14,6	2,3	2,4	0,7
Innofactor*	42	51	9,4	7,2	6,2	5,1	0,6	0,6	11,4	8,6	6,1	7,0	1,5
Netum Group*	41	43	11,5	9,8	10,7	9,2	1,2	1,1	14,1	12,4	4,0	4,3	3,8
Tietoevry	2681	3308	8,7	8,0	7,6	6,9	1,2	1,1	9,7	9,0	6,6	6,9	1,5
Solteq*	22	41		16,8	3,1	3,9	0,7	0,7		35,6		2,7	0,7
Siili Solutions*	98	91	9,5	7,3	7,0	5,6	0,7	0,6	14,7	11,5	2,5	3,1	2,0
Vincit*	60	51	12,5	8,1	11,0	7,5	0,5	0,5	20,2	12,4	4,6	5,4	1,6
Bouvet ASA	560	578	15,1	14,0	12,7	11,9	1,9	1,8	19,3	17,8	4,5	4,9	12,0
Netcompany Group A/S	2057	2300	20,7	17,2	16,0	14,0	2,8	2,5	25,1	20,4			3,7
Epam Systems	12895	11231	17,2	15,3	15,8	14,1	2,6	2,5	24,3	22,1			4,0
Endava PLC	2607	2455	14,5	14,0	12,1	11,7	2,7	2,5	17,9	17,5			3,9
Kainos Group PLC	1848	1723	22,9	19,9	20,9	18,7	4,0	3,5	29,8	27,6	2,0	2,1	
Globant SA	6536	6431	23,0	18,5	16,3	13,3	3,4	2,8	29,5	24,3			4,0
CGI Inc	21572	23098	14,7	13,7	12,0	11,3	2,4	2,3	19,2	17,4			3,7
Avensia AB	30	32			22,0	10,8	0,8	0,8	270,3	20,6	1,6	3,2	9,5
CombinedX	47	43	6,7	6,0	4,6	4,3	0,7	0,6	9,5	8,3			
Witted Megacorp (Inderes)	42	33	159,7	12,4	128,4	12,1	0,50	0,43	126,1	19,1	0,0	0,0	2,5
Keskiarvo (kaikki)			15,7	11,9	12,2	9,4	1,6	1,4	35,8	17,2	3,6	4,0	3,5
Mediaani (kaikki)	159	171	14,5	11,7	11,0	9,2	1,2	1,1	19,2	17,4	3,2	3,3	3,1
<i>Erotus-% vrt. Mediaani (kaikki)</i>	-73 %	-81 %	998 %	6 %	1071 %	32 %	-57 %	-60 %	556 %	10 %	-100 %	-100 %	-18 %
Mediaani (suomalaiset)	68,2	53,6	11,2	8,3	7,5	6,6	0,81	0,74	14,7	12,4	3,6	3,4	1,7
<i>Erotus-% vrt. Mediaani (suomalaiset)</i>	-38 %	-38 %	1321 %	50 %	1609 %	83 %	-38 %	-42 %	760 %	54 %	-100 %	-100 %	47 %
Mediaani (kansainväliset)	2057	2300	16	15	16	12	2,6	2,5	24	20	2,0	3,2	4,0
<i>Erotus-% vrt. Mediaani (kansainväliset)</i>	-98 %	-99 %	886 %	-16 %	715 %	2 %	-81 %	-83 %	419 %	-6 %	-100 %	-100 %	-37 %

Lähde: Refinitiv / Inderes *Inderes ennuste

Arvonmääritys 2/4

Ennusteillamme Wittedin vuosien 2023-2024 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 0,50x ja 0,43x. Mielestämme kertoimet näyttävät absoluuttisesti hyvin maltillisilta jo konservatiivisella 5 %:n EBITA-marginaalilla ilman merkittävää tulevaisuuden kasvua.

Wittediä hinnoitellaan 38 % alle suomalaisten verrokkien oikaistun EV/Liikevaihto-kertoimen (0,81x) vuonna 2023. Alennusta puoltaa yhtiön lyhyen toimintahistorian lisäksi käynnissä olevaan muodonmuutokseen ja kannattavuusparannukseen liittyvä epävarmuus sekä kannattavuuden matalampi potentiaali (Inderes arvio EBITA-% 5-10 % vs. puhtaamman työsuhdemallin tyypilliset verrokkit 8-15 %). Toisaalta yhtiön joustavan kulurakenteen tuoma vakaus tekee tuloksenteosta lähtökohtaisesti verrokkeja vakaampaa eri markkinatilanteissa. Lisäksi Wittedin historialliset kasvunäytöt ovat vahvat ja näemme yhtiöllä etenkin kansainvälisen liiketoiminnan kautta verrokkeja paremmat edellytykset liiketoiminnan kasvuille.

Näemme Wittedille kokonaisuutena perusteet matalampaan, noin 10-20 % alennukseen verrokkien liikevaihtokertoimiin nähden, vastaten 3,4-3,7 €/osake perusteltua arvostustasoa. Sektorin liikevaihtopohjainen arvostus on matalimmillaan vuosien 2017-2023 jaksolla ja nähdäksemme varsin konservatiivinen.

Tulokset muuttuvat nopeasti hyvin maltillisiksi

Lähivuosina Witted siirtyy kypsemillä markkinoillaan kohti tuloksentekeä, mutta arvioimme kansainvälisillä markkinoilla vahvan kasvun tavoittelun jatkuvan. Norjassa kokoluokan

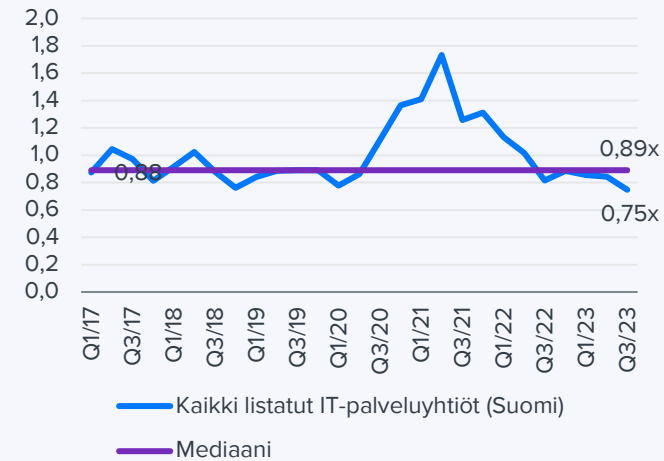
kasvaessa arvioimme yhtiön keskittyvän jo osin kannattavuuden vahvistamiseen. Yhtiö tavoittelee vuonna 2024 5-10 %:n ja vuonna 2025 10 %:n EBITA-marginaalia.

Ennusteillamme vuonna 2023 tulokset jäävät vielä korkeiksi heikon kannattavuustason vuoksi. Arvostuksen ensimmäinen tukipiste saadaan vuodesta 2024, jolloin arvioimme EV/EBITA:n laskevan 12x-tasolle. Taso on mielestämme houkutteleva huomioiden varsin konservatiivisin oletuksin nähtävissä oleva kannattavuuden nousupotentiaali (2024e EBITA-%: 3,5 %). Vuonna 2025 EV/EBITA painuu jo houkuttelevalle 6,7x-tasolle (EBITA-% ennuste: 5,1 %).

Mielestämme yhtiön käypä arvostustaso olisi hitaamman tuloskasvun kypsässä kehitysvaiheessa ja ilman korkonäkymän merkittäviä muutoksia arviolta EV/EBITA 8-10x luokkaa (vastaten nettovelattomana n. 10-12,5x P/E kertoimia). Alalla kestävien kilpailualueiden saavuttaminen on vaikeaa ja tuloksiin liittyy luontaista heiluntaa, joten kypsillä yhtiöillä arvostustasojen tulisi olla varsin maltilliset. Toisaalta orgaaninen kasvu on pääomakevyttä, jolloin siihen kykenevät ja tuloskasvua tekevät yhtiöt voivat olla erittäin omistaja-arvoa luovia.

Wittedin käypää arvoa voidaan myös haarukoida olettamalla yhtiön yltävän konservatiiviseen 5-7 %:n EBITA-liikevoittoon jo lähivuosina. Taso on sektorin tyypillistä yhtiötä matalampi taso ja tarjoaa mielestämme siten tukea Wittedin arvostukselle. Menetelmä on arvonmäärityksen kannalta karkeampi, mutta kuvaa mielestämme hyvin yhtiön arvostusta liiketoiminnan konservatiivisesti arvioidun tulospotentiaalın näkökulmasta.

IT-palvelusektorin FWD EV/S



Normalisoitu kannattavuus menetelmä

5 % normalisoitu EBITA-%	2023e	2024e
EBITA (5 %)	3,3	3,6
x EV/EBITA (Verrokkien mediaani)	11,2x	8,3x
Yritysarvo (EV)	37	30
+Nettokassa 2022e	9,1	11,3
Markkina-arvo	46	41
Markkina-arvo per osake	3,0	2,7
7 % normalisoitu EBITA-%	2023e	2024e
EBITA (7 %)	4,7	5,1
x EV/EBITA (Verrokkien mediaani)	11,2x	8,3x
Yritysarvo (EV)	52	42
+Nettokassa 2022e	9,1	11,3
Markkina-arvo	61	53
Markkina-arvo per osake	4,0	3,5

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Tällä kannattavuushaarukalla Wittedin EV/EBITA-kertoimet vuonna 2023 olisivat 7,2-10,0x ja vuonna 2024 8,6-9,1x. Nämä kertoimet ovat mielestämme jo maltillisella tasolla suhteessa yhtiön kasvupotentiaaliin. Verrokkien 2023-2024 arvostustasojen keskiarvoon suhteutettuna 5 % normalisoitu EBITA-% vastaisi 2,9 €/osake– ja 7 %:n taso 3,7 €/osake –arvoa. Normalisoituun konservatiiviseen kannattavuuteen nojaaminen on mielestämme perusteltua jo nykyhetkessä, koska yhtiön sisällä on jo hyvin kannattavia liiketoimintoja (Mavericks 2022 liikevaihto 12,3 MEUR ja EBIT-% 10 %). Näemmekin yhtiön varsin helposti saavuttavan 5 %:n kannattavuustason, mikäli se ei tavoittele hurjaa 100 %:n kasvuvauhtia, kuten historiassa.

Olemme tarkastelleet yhtiön arvostusta myös hyväksytyjen arvostuskertoimien (EV/EBITA) kautta vuodelle 2025, jolloin ennustamme yhtiön kannattavuuden alkavan nousta lähemmäs kohti potentiaalia (2025e EBITA-%: 5,1 %). Hyväksymme yhtiölle 9-11x EV/EBITA-kertoimet vuonna 2025, josta diskontattuna (WACC: 10,5 %) vuoden päähän tavoitehinnaksi muodostuu 3,1-3,6 €/osake. Yhtiön kannattavuusparannuspotentiaali ja kasvunäkymä vielä vuodesta 2025 eteenpäin huomioiden arvostushaarukka on mielestämme perusteltu.

DCF-skenaarioanalyysin perusteella nykyhinta hinnoittelee hyvin pessimististä skenaariota

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on varsin herkkä terminaalijakson muuttujille. Kassavirtamalli sisältää epävarmuutta Wittedin pitkän aikavälin kasvun ja kannattavuuden osalta. Siihen nojaaminen arvonmäärityksessä vaatiikin nähdäksemme pitkäjänteisempää aikahorisonttia. Nykyisessä epävarmassa ja lyhyen

tähtäimen kassavirtoja arvostavassa markkinaympäristössä emme näe riittäviä lyhyen tähtäimen ajureita DCF-mallin perusskenaarion tason hinnoittelulle. Markkinan kääntyessä jälleen kasvuun yleisen makrotaloustilanteen kääntyessä positiivisempaan asentoon, näemme edellytykset DCF-mallin mukaiseen hinnoitteluun.

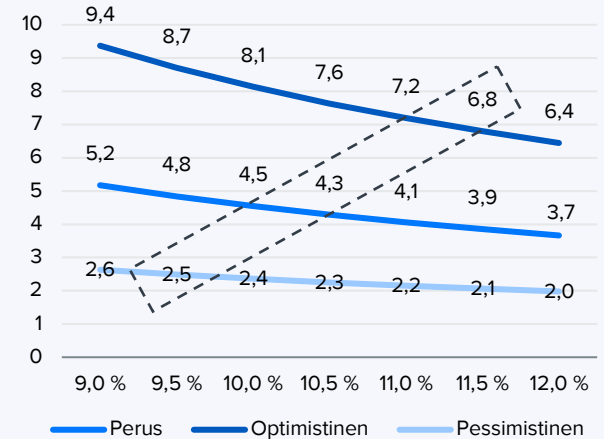
Perusskenaarion mukainen osakekannan arvo on noin 66 MEUR tai 4,3 € per osake. Olemme käyttäneet mallinnuksessa konservatiivisia kannattavuusoletuksia suhteessa keskimääräisen IT-palveluyhtiön, johtuen suuresta alihankinnan määrästä, verrokkeja heikommista historiallisista kannattavuusnäytöistä ja kansainväliseen liiketoimintaan liittyvästä epävarmuudesta. Näemme Wittedin kuitenkin kykenevän myös tulevaisuudessa verrokkeja vahvempaan kasvuun, vaikka kasvun resepti onkin nyt hieman erilainen (ei perustu niin vahvasti osajien rekrytointiin). Kassavirtamallimme ei huomioi Wittedin osakkuusyhtiöidensä tuloista, mutta tämän vaikutus on arviomme mukaan kokonaisuuden kannalta yhä vähäinen. Terminaalikannattavuus asettuu skenaariossa 7 %:n tasolle. Skenaarioiden tarkemmat oletukset ovat nähtävissä sivulla 47.

Käyttämämme pääomankustannus on (WACC) on 10,5 % ja oman pääoman kustannus 11,2 %. Pääoman kustannus on hieman keskimääräistä sektorin yhtiötä korkeammalla johtuen etenkin Wittedin kannattavuuspotentiaaliin liittyvistä koholla olevista ennusteriskeistä. Näemme tasossa laskuvaraa yhtiön kansainvälistymisen edetessä, kokoluokan kasvaessa ja tulevan kannattavuuspotentiaalın epävarmuuden vähentyessä. Olemme havainnollistaneet DCF -laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa viereisessä kuvaajassa.

Arvostus vuoden 2025 kerroinhaarukalla

Hyväksytty EV/EBITA 2025	2025 EV/EBIT 9x	2025 EV/EBIT 11x
EBITA	4,1	4,1
Hyväksytty EV/EBITA	9x	11x
Tavoitehinta 2025	3,4	3,9
Potentiaali	21 %	40 %
Tavoitehinta diskontattuna 12kk päähän	3,1	3,6

DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle, euroa per osake, WACC-%



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 4/4

Optimistisen skenaariossa yhtiö onnistuu jatkamaan vahvaa kasvua, mutta jää kuitenkin selkeästi vuoden 2025 150 MEUR:n tavoitteestaan. Skenaariossa kannattavuus vahvistuu yhtiön tavoittelemaalle 10 %:n tasolle (terminaali EBITA-%: 9,5 %). Skenaariion mukainen osakekohtainen 6,8 euron arvo kertoisi merkittävästä potentiaalista. Kasvuennusteiden osalta skenaario ei mielestämme ole ylioptimistinen, kun huomioidaan yhtiön erittäin vahvat historialliset kasvunäytöt. Lyhyellä aikavälillä skenaario vaatii nähdäksemme yleisen makrotalouden vahvistumista suhteellisen nopeasti. Optimistisessa skenaariossa olemme käyttäneet 11,5 %:n tuottovaatimusta kompensoidaksemme korkeampaa ennusteriskiä.

Pessimistisessä skenaariossa olemme vetäneet odotuksemme erittäin matalalle ja 2,5 euron osakekohtainen arvo antaakin mielestämme osakkeelle tukevan lattiatason. Näin mahdollinen arvostustason riski alaspäin erittäin heikossa skenaariossa olisi 11 %. Skenaariossa kannattavuus vahvistuu asteittain vain 5 %:n tasolle. Skenaariossa yleinen makrotaloustilanne kehitty erittäin heikosti lähivuosina ja IT-palvelumarkkinan kasvu jää hyvin vaisuksi seuraavan 10 vuoden aikana. Pessimistisessä skenaariossa olemme käyttäneet 9,5 %:n tuottovaatimusta kompensoidaksemme matalampaa ennusteriskiä.

Pidämme osakkeen tuotto-odotusta yhä hyvin houkuttelevana

Arvioimme Wittedin osakkeen käyvän arvon 3,4-4,3 euron haarukkaan. Käyvän arvon ylärajana käytämme DCF-perusskenaariotamme ja alarajamme nojaa verrokkipohjaiseen hinnoitteluun. Lyhyellä tähtäimellä IT-palvelumarkkinan merkittävä epävarmuus on heijastunut sektorin yhtiöiden

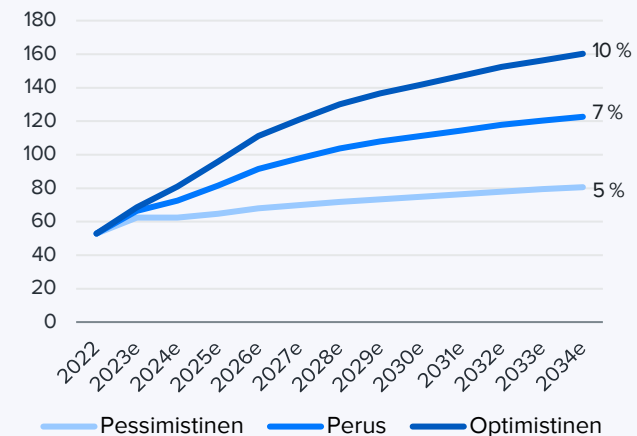
arvostustasoihin ja epävarmasta lähiaikojen näkymästä johtuen nojautumme lähemmäs käyvän arvon haarukkamme alalaitaa. Asetamme tavoitehinnaksi 3,6 euroa, joka on myös arvonmääritysmenetelmiemme mediaani. Toistamme osta-suosituksen tuotto/riski –suhteen ollessa yhä hyvin houkutteleva. Nykytilanteessa myös riski alaspäin on mielestämme varsin hallittu.

Näemme kannattavuuden vahvistumisen (erityisesti Suomessa) ja kasvun jatkumisen yleistä markkinaa vahvempaan osakekurssin keskeisinä ajureina lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Mikäli yhtiö onnistuu antamaan näyttöjä kannattavuuden selkeästä vahvistumisesta jo lyhyellä aikavälillä, arvioimme osakkeella olevan edellytykset nousta varsin nopeasti kohti käyvän arvon haarukkaamme.

Arvioimme yhtiön allokoivan kaikki pääomat lähtökohtaisesti orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvuun emmekä siten odota lähivuosilta osinkoa.

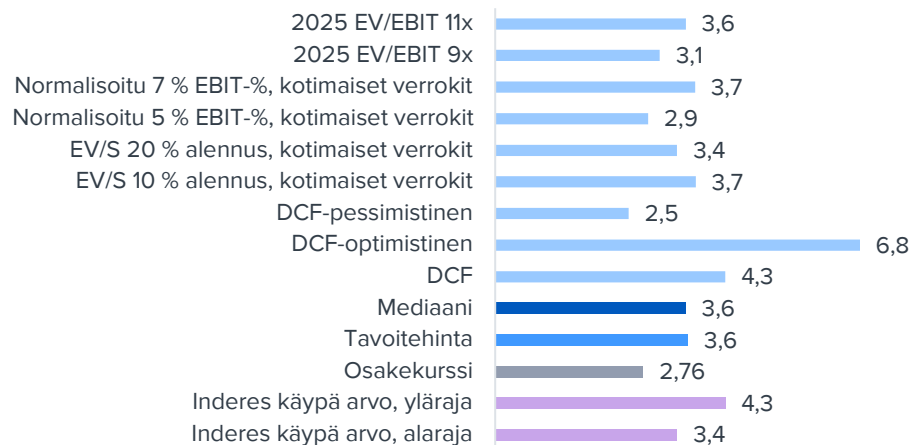
Sektoria vahvemman kasvun ja matalalta tasolta vahvistuvan kannattavuuden tukemana arvioimme osakkeen kokonaistuotto-odotuksen ylittävän kirkkaasti tuottovaatimuksemme (10,5 %) lähivuosina. Tuotto-odotuksen vastapainona sijoittaja kuitenkin kantaa yhtiön kasvuvauhtiin ja tulevaan kannattavuuteen liittyvää koholla olevaa riskiä. Lisäksi IT-palvelumarkkinan kehitykseen lähivuosina liittyy merkittävää epävarmuutta heikossa taloussyklissä, asiakasyritysten ottaessa suurempaa osuutta ohjelmistokehityksestä talon sisään ja tekoälymullistuksen vaikutuksia ollessa vaikea arvioida. Sijoittajilta kuitenkin vaaditaan pitkäjänteisyyttä yhtiön kannattavuusprofiiliin parantuessa vasta lähivuosina.

Skenaarioiden liikevaihdot ja terminaalikannattavuus, MEUR ja EBIT-%



Arvonmäärityksen yhteenveto ja skenaarioiden taustaoletukset

Arvonmäärityksen yhteenveto, markkina-arvo, € per osake



DCF-skenaarioiden oletukset	Perus	Optimistinen	Pessimistinen
Kasvu CAGR 2022-2026e	14,7 %	20,4 %	6,4 %
Kasvu CAGR 2022-2026e (org.)	11,3 %	17,5 %	2,1 %
Kasvu CAGR 2026e-2034e	3,7 %	4,7 %	2,2 %
Terminaali kasvuoletus	2,0 %	2,5 %	1,5 %
Keskimääräinen EBITA-% 2023e-2026e	3,7 %	6,8 %	2,1 %
Keskimääräinen EBITA-% 2027e-2034e	7,0 %	9,9 %	4,9 %
Terminaali EBITA-%	7,0 %	9,5 %	5,0 %

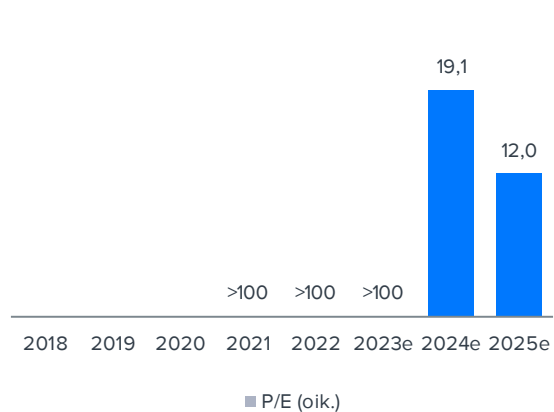
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

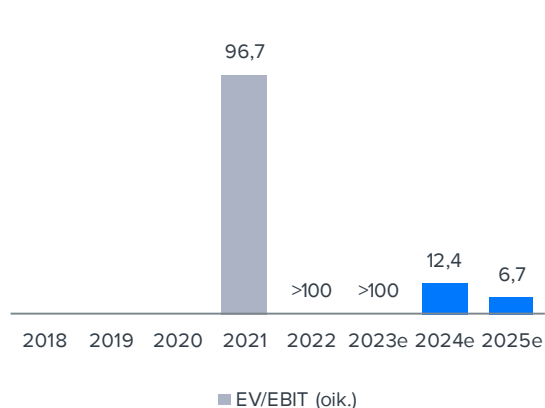
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				5,58	3,90	2,76	2,76	2,76	2,76
Osakemäärä, milj. kpl				12,5	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Markkina-arvo				70	60	42	42	42	42
Yritysarvo (EV)				69	51	33	31	28	23
P/E (oik.)				>100	>100	>100	19,1	12,0	9,3
P/E				>100	neg.	neg.	33,7	16,5	11,7
P/Kassavirta				>100	7,6	neg.	19,2	12,0	9,4
P/B				28,9	3,5	2,5	2,4	2,1	1,8
P/S				2,3	1,1	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto				2,3	1,0	0,50	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)				93,2	neg.	>100	12,1	6,5	4,2
EV/EBIT (oik.)				96,7	>100	>100	12,4	6,7	4,2
Osinko/tulos (%)				0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%				0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes. Vuoden 2020-2021 luvut on laskettu listautumishinnalla.

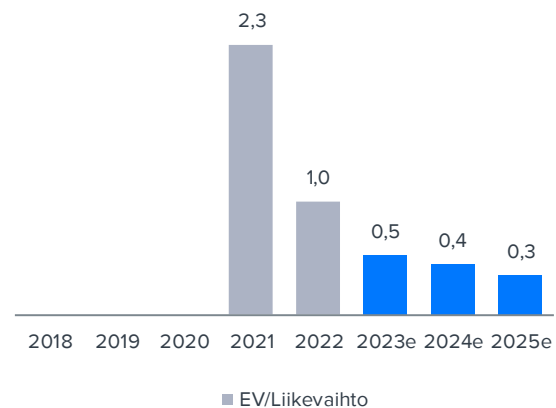
P/E (oik.)



EV/EBIT (oik.)



EV/Liikevaihto



DCF-laskelma

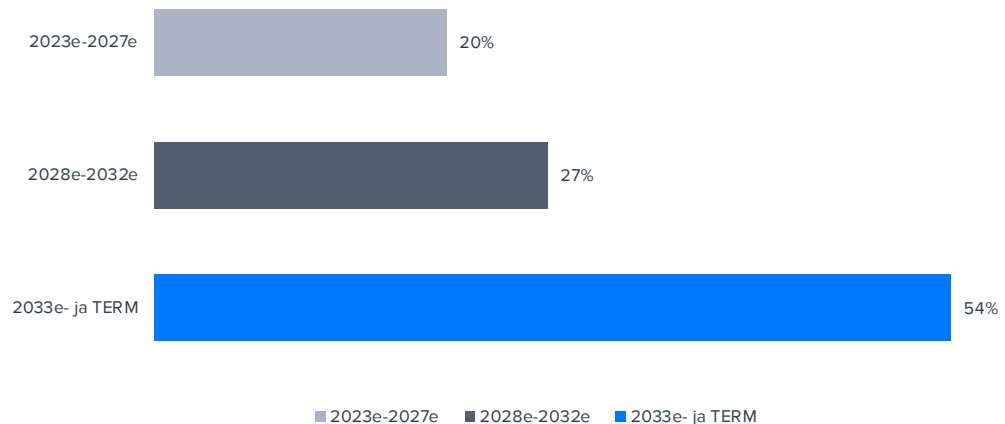
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Liikevaihdon kasvu-%	76,6 %	25,7 %	9,0 %	12,4 %	12,3 %	7,0 %	6,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-1,2 %	-1,1 %	2,1 %	3,9 %	4,9 %	6,0 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,2 %	6,4 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	-0,6	-0,8	1,5	3,2	4,5	5,9	6,3	6,6	6,8	7,1	7,5	8,4	8,6
+ Kokonaispoistot	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	0,0	0,0
- Maksetut verot	-0,1	-0,1	-0,3	-0,7	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	1,8	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Operatiivinen kassavirta	1,4	-0,3	2,2	3,6	4,6	5,6	5,9	6,2	6,3	6,5	6,7	6,6	6,9
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoinvestoinnit	-9,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,7	-0,3	2,2	3,5	4,5	5,5	5,9	6,1	6,3	6,5	6,6	6,6	6,8
+/- Muut	15,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vapaa kassavirta	7,8	-0,3	2,2	3,5	4,5	5,5	5,9	6,1	6,3	6,5	6,6	6,6	6,8
Diskontattu vapaa kassavirta	-0,3	1,9	2,8	3,2	3,6	3,6	3,4	3,2	3,0	2,8	2,6	2,3	2,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		56,7	57,0	55,1	52,3	49,1	45,5	42,1	38,9	35,9	33,1	30,5	28,2
Velaton arvo DCF		56,7											
- Korolliset velat		-1,2											
+ Rahavarat		10,4											
-Vähemmistöosuus		0,0											
-Osinko/pääomapalautus		0,0											
Oman pääoman arvo DCF		65,9											
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,3											

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	15,7	30,0	52,9	66,5	72,5	EPS (raportoitu)	0,04	0,04	-0,04	-0,04	0,08
Käyttökate	0,6	0,7	-0,4	0,3	2,6	EPS (oikaistu)	0,04	0,05	0,01	0,02	0,14
Liikevoitto	0,6	0,7	-0,6	-0,8	1,5	Operat. kassavirta / osake	0,04	0,07	0,09	-0,02	0,15
Voitto ennen veroja	0,7	0,7	-0,5	-0,6	1,6	Vapaa kassavirta / osake	0,04	0,01	0,51	-0,02	0,14
Nettovoitto	0,5	0,6	-0,6	-0,6	1,3	Omapääoma / osake	0,09	0,19	1,13	1,09	1,17
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,9	-1,0	-1,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	4,0	8,7	31,7	30,0	32,0	Liikevaihdon kasvu-%	78 %	91 %	77 %	26 %	9 %
Oma pääoma	1,2	2,4	17,4	16,7	18,0	Käyttökateen kasvu-%	69 %	15 %	-148 %	-173 %	890 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	69 %	11 %	-64 %	-19 %	1102 %
Nettovelat	-0,5	-1,4	-9,2	-9,1	-11,3	EPS oik. kasvu-%	43 %	18 %	-76 %	101 %	561 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	4,1%	2,5 %	-0,7 %	0,4 %	3,6 %
Käyttökate	0,6	0,7	-0,4	0,3	2,6	Oik. Liikevoitto-%	4,1%	2,4 %	0,5 %	0,3 %	3,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	0,2	1,8	-0,5	0,0	Liikevoitto-%	4,1%	2,3 %	-1,2 %	-1,1 %	2,1 %
Operatiivinen kassavirta	0,5	0,8	1,4	-0,3	2,2	ROE-%	53,6 %	31,1 %	-5,6 %	-3,7 %	7,2 %
Investoinnit	0,0	-0,8	-9,1	-0,1	0,0	ROI-%	70,3 %	35,1 %	-5,2 %	-3,3 %	9,4 %
Vapaa kassavirta	0,5	0,1	7,8	-0,3	2,2	Omavaraisuusaste	30,0 %	27,7 %	54,8 %	55,7 %	56,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-45,2 %	-57,5 %	-53,1 %	-54,1 %	-62,8 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto			1,0	0,5	0,4						
EV/EBITDA (oik.)			neg.	>100	12,1						
EV/EBIT (oik.)			>100	>100	12,4						
P/E (oik.)			>100	>100	19,1						
P/B			3,5	2,5	2,4						
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14/05/2022	Osta	6,80 €	4,95 €
18/08/2022	Osta	6,80 €	5,60 €
17/10/2022	Osta	5,80 €	4,41 €
20/10/2022	Osta	5,80 €	4,31 €
08/02/2023	Osta	4,80 €	3,84 €
20/04/2023	Osta	4,40 €	3,41 €
26/04/2023	Osta	4,40 €	3,38 €
10/08/2023	Osta	3,60 €	2,76 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyritysten tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**