

Netum Group

Laaja raportti

15/9/2024



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kääntein vahvistuminen kiikarissa

Netum on vielä kotimarkkinaansa keskittynyt laajan palvelutarjoaman omaava IT-palvelutalo. Yhtiön vahvuudet ovat julkisella sektorilla ja jatkuvuuspalveluissa, mutta yhtiö on nyt yritysostoilla laajentunut vahvemmin myös yksityisen sektorin asiakkaisiin. Yhtiö on tarkentanut hieman strategiaansa omien luonnollisten toimialavahvuuksien ympärille. Lähivuosina ennustamme maltillista kasvua ja kannattavuusparannusta, joka on sektoria vahvempi, mutta kuitenkin alle yhtiön historiallisten ja tavoitetasojen. Osakkeen arvostuskuva on houkutteleva, kun huomioidaan matalariskinen tuloskasvu. Toistamme 3,2 € tavoitehinnan ja nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) kurssilaskun myötä.

Koko IT-elinkaaren osaava julkisen sektorin taitaja, jossa nyt myös yksityisen sektorin asiakaskuntaa vahvistettu

Netumin tarjooma kattaa laajasti käytännössä koko IT-elinkaaren; konsultoinnista digipalveluiden kehitykseen, kyberturvaan, data-osaamiseen, integraatioon sekä jatkuvuuspalveluihin. Lisäksi yhtiöltä löytyy pieni pitkällä aikavälillä hyvän skaalautumispotentiaalin omaava tuoteliiketoiminta. Näkemyksemme mukaan palvelutarjoaman arvokkaimmat alueet ovat jatkuvuuspalvelut ja integraatioihin liittyvät osaamiset. Kyseiset kyvykkyudet parantavat kilpailukykyä ja edellytyksiä strategisten kumppanuuksien solmimiselle. Lisäksi ne erottavat yhtiötä puhtaista projektiyhtiöistä. Asiakassektoreittain yhtiön vahvuus on aina ollut julkisella sektorilla (~65 % liikevaihdosta), mutta viime vuonna yhtiö vahvasti edelleen yksityisen sektorin asiakaskuntaa ja ohjelmistokehitysoosaamista yritysostolla.

Netum tarkensi strategiaansa ja hakee yksityisellä sektorilla kasvua valituilta toimialoilta

Uuden strategiakauden 2025-27 selkeimmät muutokset ovat vahvempi toimialafokus yksityisellä sektorilla, kansainvälistyminen ja Legacy to Digi -strategian viestinnällisen painotuksen vähentäminen, vaikka filosofia sekä kilpailuetu on edelleen hyvinkin relevantti. Näkemyksemme mukaan tarkempi toimialafokus on luonnollinen, koska se perustuu yhtiön vahvuuksiin ja parantaa mahdollisuuksia laajentua sekä luoda strategisia kumppanuuksia myös yksityisellä sektorilla. Lisäksi yhtiö kertoi konkreettisesti tavoittelevansa Pohjoismaista laajentumista, mikä tarkoittaa ymmärryksemme mukaan ensiksi Ruotsin markkinaa, vaikkakin vasta varovaisin askelin tulevina vuosina. Yhtiö tulee edelleen jatkamaan epäorgaanista kasvua ja erityisesti tarjoaman vahvistavia hankintoja. Yritysostot sekä kansainvälistyminen eivät kuitenkaan ole todennäköisiä vielä strategiakauden alussa.

Tavoitteena vahva kasvu ja kannattavuus myös jatkossa

Netumin uuden strategiakauden 2025–2027 taloudelliset tavoitteet odottavat keskimäärin ~10 %:n orgaanista kasvua ja vähintään 12 % EBITA-%:a. Ennustamme yhtiön tavoitteita maltillisempaa kasvua (ennuste 2-5 %) ja kannattavuutta (ennuste 10-11 %). Kasvu on linjassa sektorin tasoon, mutta kannattavuus taas selvästi parempi. Tavoitetasot vaativat näkemyksemme mukaan tukea paremmalta IT-palvelumarkkinalta. Keskeisimmät riskit liittyvät uusasiakashankintaan, julkisen sektorin sääätarpeisiin ja hintakilpailuun, laskutusasteisiin, yritysostoihin sekä kansainvälistymiseen.

Arvostuskuva muuttunut houkuttelevaksi, vaikka lievän tulosvaroituksen riski on olemassa

Sijoitusprofiililtaan Netum on tavallaan käännetyhtiö, vaikka suorittaminen ei ole ollut sektorin kontekstissa lainkaan huonoa, mutta se on alle yhtiön omien tavoitteiden ja historiallisen tason. Yhtiön viime vuosina toistuneet tulosvaroitukset pitävät myös varpailla. Ennusteillamme osakkeen arvostus on vuoden 2024e oikaistuilla EV/EBIT ja P/E-kertoimilla 10x ja 14x ja 2025e 9x ja 11x. 2024 kertoimet ovat neutraalit ja 2025 jo houkuttelevat, erityisesti huomioiden matalariskinen tuloskasvu. Kassavirtalaskelma (3,6 euroa) tukee myös positiivista näkemystä. Tulosvaroitusriski on edelleen olemassa, mutta toteutuessaan se jäisi todennäköisesti kuitenkin lieväksi.

Suositus

Lisää

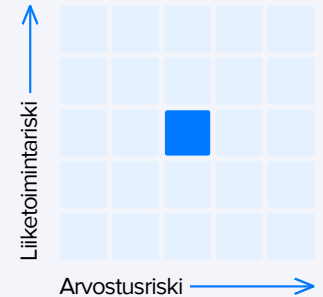
(aik. Vähennä)

3,20 EUR

(aik. 3,20 EUR)

Osakekurssi:

2,90



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	37,1	45,5	46,5	48,0
kasvu-%	27 %	23 %	2 %	3 %
EBIT oik.	2,8	4,3	4,5	4,7
EBIT-% oik.	7,4 %	9,5 %	9,7 %	9,9 %
Nettotulos	-1,1	-0,6	0,0	0,3
EPS (oik.)	0,16	0,21	0,26	0,28
P/E (oik.)	16,7	13,9	11,0	10,3
P/B	2,6	3,0	3,5	4,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,8 %	5,5 %	6,2 %
EV/EBIT (oik.)	15,3	9,8	9,2	8,4
EV/EBITDA	16,1	9,4	8,8	8,1
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,9	0,8

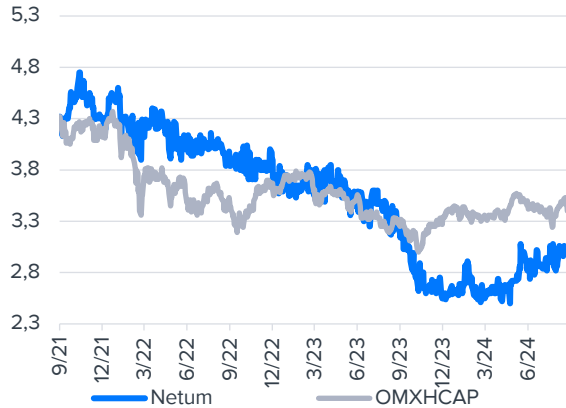
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

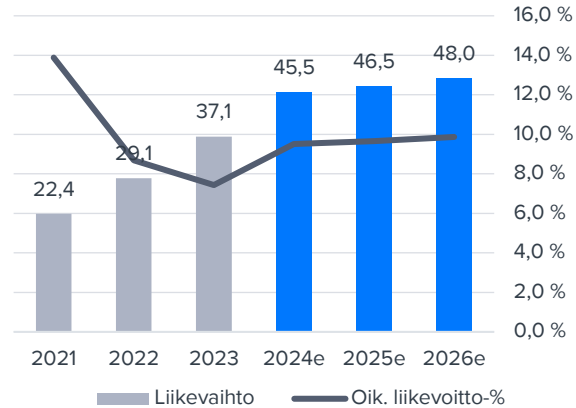
Netum arvioi tilikauden 2024 liikevaihdon olevan 45-49 MEUR ja vertailukelpoisen EBITAn olevan noin 8-11 % liikevaihdosta.

Osakekurssi



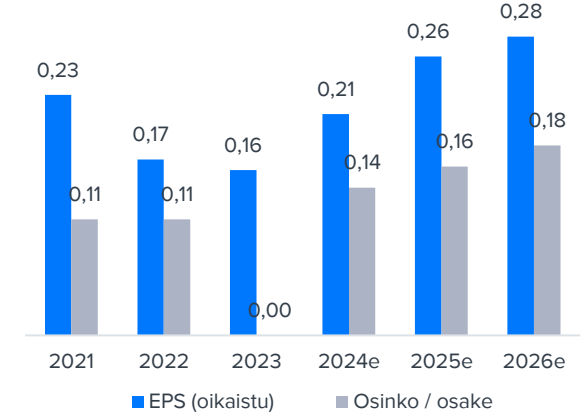
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Toimialan kysyntäajurit ovat vahvoja ja pidemmän aikavälin kasvunäkymä on hyvä, vaikka lyhyellä aikavälillä haastava markkina hidastaa kehitystä
- Palveluliiketoiminnan kannattavuusparannus
- Toimintamalli on kustannustehokas
- Omia kyvykkyyksiä vahvistavat yritysjärjestelyt
- Tuoteliiketoimintojen pidemmän aikavälin potentiaali



Riskitekijät

- Uusmyynnissä onnistuminen, kun suuria sopimuksia asteittain volyymiltaan pienenevässä
- Kasvun hallitseminen ja osajakilpailussa pärjääminen
- Isojen projektien toimituksen hallinta
- Riippuvuus suurista asiakkaista ja julkisesta sektorista
- Kustannustehokkaan toimintamallin heikkeneminen
- Tuotestrategian epäonnistuminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Kansainvälistymisen haasteet

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,90	2,90	2,90
Osakemäärä, milj. kpl	12,6	12,6	12,6
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	43	41	40
P/E (oik.)	13,9	11,0	10,3
P/E	neg.	>100	>100
P/Kassavirta	9,2	11,2	10,5
P/B	3,0	3,5	4,2
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	9,4	8,8	8,1
EV/EBIT (oik.)	9,8	9,2	8,4
Osinko/EBITA (%)	40,9 %	45 %	48 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,5 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6-7
Liiketoimintamalli	8-15
Toimiala	16-29
Kilpailukenttä	30-35
Strategia	36-39
Taloudellinen tilanne	40-41
Ennusteet	42-46
Sijoitusprofiili	47
Arvonmääritys	48-54
Vastuuvapauslauseke	55

Netum lyhyesti

Netum on kasvuhakuinen IT-palveluyhtiö, jonka tarjoama kattaa ison osan digitaalisten palveluiden arvoketjusta. Yhtiön vahvuudet ovat julkisella sektorilla ja yksityisestä sektorista on yritysostojen myötä saatu vahvempi kasvujalka. Lisäksi yhtiöllä on pieni tuoteliiketoiminnan siemen, josta haetaan skaalautuvuutta pidemmällä aikavälillä.

2000

Liiketoiminnan käynnistäminen

24 % (orgaanisesti 15 %)

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2017-2023

6 %

EBITA:n keskimääräinen kasvu 2017-2023

45 MEUR

Liikevaihto 2024e

4,7 MEUR (10,3 % liikevaihdosta)

Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto 2024e

~65 % / ~35 % (Inderes arvio)

Julkisen sektorin / yksityisen sektorin osuus liikevaihdosta

393

Henkilöstö Q1 2024

Vuodet 2016-2018

- Vuonna 2017 perustetaan Netum Group Oy, joka ostaa Netum Oy:n ja Osaamo Oy:n osakekannat
- Myöhemmin vuonna 2017 hankitaan nykyisen Netum DUX IT-omaisuudenhallintajärjestelmän perustana olevat IPR-oikeudet
- Kannattavuus pysyy erinomaisella tasolla ja orgaanista kasvua ajaa laskutusasteiden nousu

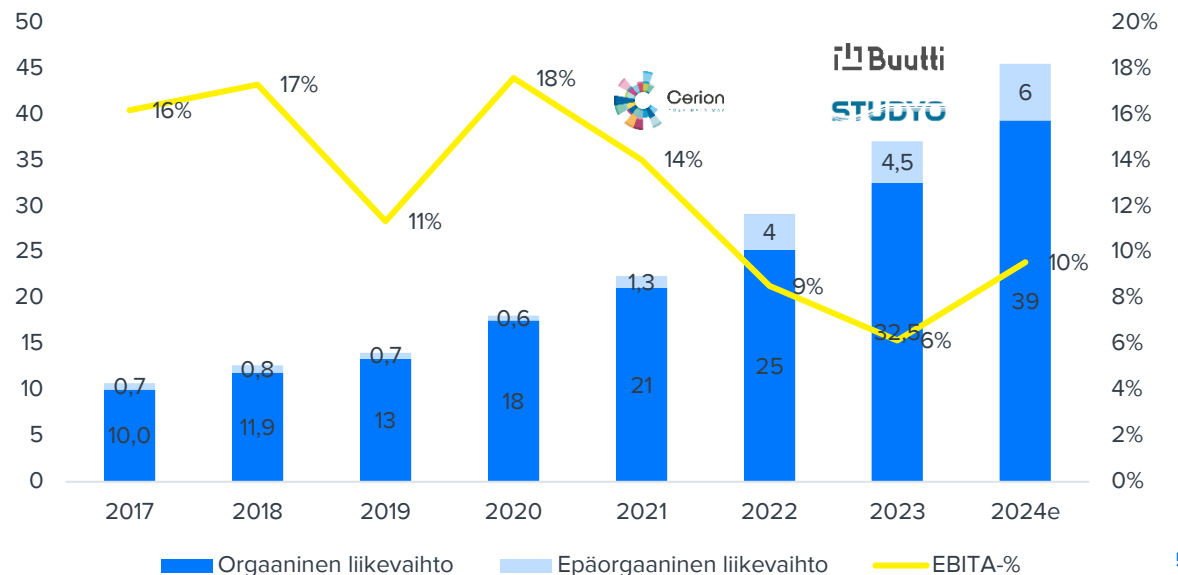
Vuodet 2019-2020

- Vuonna 2019 omaa integraatio-osaamista vahvistetaan AgentIT-yrityskaupalla
- EURA 2021 -kilpailutuksen voitto on kooltaan merkittävä ja hyvä osoitus yhtiön omasta kilpailukyvyistä
- Etupainoiset investoinnit rasittavat kannattavuutta vuonna 2019
- Vuonna 2020 EURA 2021 -hankkeen toteutus käynnistyy ja tulotaso palautuu

Vuodet 2021-2023

- Netum listautui kesäkuussa 2021
- Yhtiö vahvisti tiedolla johtamista ja digitaalista palvelutarjoamaa yritysostolla syksyllä 2021
- Vuonna 2022 yhtiö panosti brändiin, rekrytointiin, omaan johtamisjärjestelmään ja selkeytti organisaatorakennettaan
- Vuonna 2023 markkinan äkkijarrutus loi haasteita kannattavuuden hallintaan. Yhtiö vahvisti tuotetarjoamaa Studyo Oy:n yritysostolla ja ohjelmistokehitystä Buutti Oy:n ostolla.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

IT-palvelujen laaja tarjoama höystettynä aikaisen vaiheen ohjelmistotuotteilla

Netum on vuonna 2000 liiketoimintansa käynnistänyt, vielä kotimarkkinaan keskittynyt ja teknologiariippumaton IT-palveluyhtiö. Netumin tarjoaman kulmakivet muodostuvat digipalveluiden kehityksestä, järjestelmien integraatioista ja jatkuvuuspalveluista, kyberturvasta, data- ja automaatio-osaamisesta sekä johdon konsultoinnista. Palveluliiketoiminnan lisäksi löytyy vielä toistaiseksi pieni määrä, mutta hyvin kasvavaa skaalautumispotentiaalin omaavaa tuoteliiketoimintaa. Näin yhtiön tarjoama on laaja. Tarjoama kattaa digipalveluiden elinkaarien eri vaiheet ja samalla ison osan koko arvoketjusta. Laaja tarjoama ja teknologiariippumattomuus tuovat yhtiölle näkemyksemme mukaan tietynlaista erottautuvuutta suhteessa yksittäisillä osaamiskärjillä operoiviin ja / tai teknologiaperheissä kiinni oleviin toimijoihin.

Koko elinkaaren toimilla yhtiön on mahdollista tehdä itsestään asiakkaalle aidosti strateginen liiketoimintakumppani, luoda omaan toimintaan jatkuvuutta ja vahvistaa samalla arvoketjuasemaa. Yhtiön viime vuosia edeltävä kannattava kasvuhistoria ja pitkät asiakassuhteet ovat näkemyksemme mukaan konkreettisia osoituksia onnistuneesta lisäarvon luomisesta, strategisten kumppanuuksien solmimisesta ja siten asiakaslupauksen lunastamisesta. Pari vuotta sitten yhtiö investoi kovasti kasvuun, mutta markkinan viilentyminen iski selvästi laskutusasteisiin ja edelleen kannattavuuteen. Näkemyksemme mukaan yhtiön toimintakulttuuri on yleisesti ottaen hyvin yrittäjähenkinen ja samalla kulutietoinen, mikä tukee jälleen parempia tehokkuus- ja kannattavuustasoja.

Netumin pääkonttori sijaitsee Tampereella. Tämän lisäksi yhtiöllä on toimipisteitä seitsemällä paikkakunnalla, jotka sijaitsevat Helsingissä, Turussa, Porissa, Jyväskylässä, Hämeenlinnassa, Oulussa ja Kuopiossa. Q2'24 lopussa yhtiössä oli 407 työntekijää (2020: 130).

Vahva asema julkishallinnon puolella

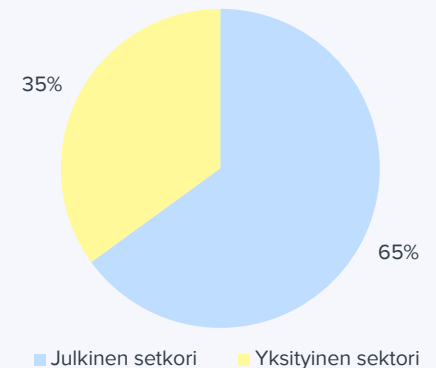
Netumilla on vahva asema julkisella sektorilla, joka vastaa arviomme mukaan noin 65 % liikevaihdosta (2020: 80 %). Yksityisen sektorin osuus on siis arviomme mukaan noin 35 % ja on noussut selvästi Buutti-yritystoston ajamana. Vuonna 2020 suurimman yksittäisen asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin 30 % (viisi suurinta yhteensä 77 %). Arvioimme asiakasriippuvuuden hieman pienentyneen tästä, mutta olevan edelleen suhteellisen keskitetty. Nykyiset suuret julkisen sektorin sopimukset tulevat selvästi pienentymään tulevina vuosina. Tämän yhtiön on tärkeää seuraavan reilun vuoden aikana löytää paikkaavia suuria hankkeita tai useita pienempiä.

Pidämme julkisen sektorin dynamiikkaa hieman yksityistä puolta haastavampana. Julkisella sektorilla osto-organisaatiot ovat hyvin ammattimaisia ja pääosin hintatietoisempia, kun lähes kaikki toimittajat täyttävät laatuksiteerit. Näin ollen julkisella puolella pärjääminen edellyttää kustannuskilpailukyvyyn ja leveään palvelutarjoaman lisäksi myös riittävää toimitusosaamista. Nykyisessä kilpailussa julkisen sektorin markkinassa on tärkeää arvioida jo ennen tarjouskilpailuun lähtemistä, missä tarjouskilpailussa on vahvuuksia. Sillä jo kilpailutuksiin osallistuminen sitoo runsaasti resursseja.

netum

- Yhtiön palvelutarjoama ulottuu elinkaarien yli ja kattaa ison osan koko arvoketjusta
- Integraatio- ja Jatkuvuuspalveluista erottautumistekijöitä ja kilpailuetua
- Matala organisaatorakenne tuo toimintaan ketteryyttä, joustavuutta ja hintakilpailukykyä
- Vahvat asemat ja pitkät asiakassuhteet julkisen sektorin toimijoiden kanssa
- Tuoteliiketoiminta vielä pientä, mutta pitkällä aikavälillä se voi lisätä toiminnan skaalautuvuutta huomattavasti

Liikevaihdon jakautuminen, arvio



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Julkisen sektorin pitkät ja isot puitesopimukset luovat kuitenkin hyvän perustan liiketoiminnalle, tuovat tasaisuutta ja näkyvyyttä liiketoimintaan sekä helpottavat laskutusasteiden hallintaa, mikä tuo tasaisuutta kannattavuuteen. Tämä laskee näkemyksemme mukaan osittain myös Netumin keskittyneen asiakasportfolion riskitasoa, vaikka suurien asiakkuuksien volyymit ovat pienenevässä.

Julkishallinto on ollut yhtiölle käytännössä aina strateginen prioriteettialue ja yhtiön historiallisten hyvien näyttöjen myötä uskomme Netumin ymmärtävän julkisen sektorin ostoprosesseja ja asiakkaiden palvelemista hyvin. Historiansa aikana yhtiö on toimittanut julkisen puolen toimijoille useita ja kokoluokaltaan merkittäviäkin ratkaisuja, minkä arvioimme puolestaan vahvistaneen sekä Netumin toimittajabrändiä että yhteistyösuhteiden jatkuvuuden ja pitkäikäisyyden kannalta tärkeää asiakasluottamusta. Nämä tekijät sekä hyvä kulutehokkuus huomioiden pidämme Netumin kilpailukykyä julkisella sektorilla vahvana.

Yksityisestä sektorista selvä kasvujalka

Yksityisen sektorin osuus Netumin liikevaihdosta nousi Buutti-yritysoston myötä arvioimme mukaan 35 %:iin (2022 arvio 25 %). Yhtiö on jo aiemmin panostanut yksityiseen sektoriin, mutta nyt asiakassegmentistä on tullut selvä kasvujalka pidemmällä aikavälillä.

Yhtiö alkoi viime vuonna fokuoimaan vahvemmin muutamiin toimialoihin, teollisuuteen ja logistiikka-alaan. Valituissa toimialoissa yhtiöllä on jo valmiiksi muutama suurempi asiakkuus. Tällaisissa asiakkuuksissa Netumin on mahdollista ulosmitata kokonaistarjoamaansa tehokkaasti ja samalla rakentaa pohjaa strategisille kumppanuuksille.

Toimialafokus on siinä mielessä luonnollinen, että se rakentuu jo olemassa olevien vahvuuksien ympärille. IT-palvelusektorilla myös moni muu yhtiö on tarkentanut fokustaan eri toimialoihin viime vuosien aikana (Digital Workforce, Siili jne), kun taas useammalla fokus on ollut jo entuudestaan (Solteq, Tietoevry, Gofore).

Vahva asiakastytytvyisyys, mutta työtyytyväisyys tippui luonnollisesti muutosneuvotteluiden myötä

Netumin asiakastytytvyisyys on jatkunut hyvin vahvalla tasolla (NPS 68) keväällä ja parani hieman viime vuoden lopusta (64). Ymmärryksemme mukaan asiakkaat arvostavat erityisesti Netumin aikaansaavuutta. Vertailukohtana Gofore kertoi alkukesän lukemansa olleen 65 ja käyttämänsä IT-palvelualan vertailuarvon olevan 36.

Netumin työntekijätytytvyisyys laski sen sijaan tammikuussa selvästi ja oli 10 (eNPS), kun edellisellä mittauksella se oli vielä ollut 58. Selvää laskua selittää yhtiön tekemät kahdet muutosneuvottelut (H2'23 ja Q1'24). Useat sektorin yhtiöt toteuttivat viime vuonna muutosneuvotteluita ja siten tämä ei ollut poikkeuksellista, mutta on toki työntekijämagolle kolhu.

Puhtaasti kotimaista liiketoimintaa, mutta tähtäin Pohjoismaissa tai tarkemmin ensiksi Ruotsissa

Netumin liiketoiminta on tällä hetkellä puhtaasti (99 %) kotimaista. Kasvuvaraa löytyy näkemyksemme mukaan edelleen hyvin kotimarkkinasta. Yhtiö tutki useamman vuoden laajentumista Pohjoismaihin tai Baltiaan ja päätti keväällä laajentuvansa uudella strategiakaudella 2025-27 Pohjoismaihin.



Netumin asiakasreferenssejä



Netumin teknologiakumppaneita



Keskeisimmät teknologiat digipalveluiden kehityksessä

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Ymmärryksemme mukaan ensiksi vuorossa on Ruotsi, jossa Buutilla on jo pientä toimintaa. Laajentuminen tulee ajankohtaiseksi aikaisintaan vuonna 2025. Laajentuminen tulee aluksi tapahtumaan matalalla riskillä, eli orgaanisesti.

Toimituksiin yhtiö käyttää hieman near-shorea. Näkemyksemme mukaan nearshore-toimituskapasiteetti parantaa Netumin hintakilpailukyvykkyyttä, vaikka tämä hyöty on viime vuosina pienentynyt, kun palkkainflaatio on ollut voimakasta erityisesti Euroopan houkuttelevilla markkinoilla. Lisäksi osa asiakkaista ilmeisesti toivoo near-shore kyvykkyysien hyödyntämistä.

Liiketoiminnan rakenne

Netum on uudistanut organisaatorakennetta hienoisesti pariin kertaa viime vuosina kasvun ja yritysostojen ajamana. Pääpiirteet ovat kuitenkin ennallaan. Yhtiö raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitasolla. Yhtiön palvelualueet ja niiden ominaispiirteet ovat seuraavat:

1. Digipalvelut sisältää ohjelmistokehityksen sekä sulautettujen järjestelmien, pilvipalveluiden ja web-sovellusten konsultoinnin. Palvelualue on arviomme mukaan edelleen Netumin suurin yksittäinen palvelualue ja työllistää noin 200 osaajaa. Palvelualueen alla on luonteeltaan erilaista liiketoimintaa kuten esimerkiksi järeitä julkishallinnon järjestelmätoimituksia sekä pienempiä ja ketterästi kehitettyjä ratkaisuja. Digipalveluiden kehitys on pitkälle räätälöityjen sovellusten tekemistä ja oman kilpailukyvyn kannalta keskeisessä asemassa ovat sekä erilaisten teknologioiden, tekniikoiden ja osa-

alueiden hallitseminen että asiakkaiden liiketoimintatarpeiden ymmärtäminen. Toiminta on lähtökohtaisesti projektinomaista, mutta ymmärryksemme mukaan Netum on historiallisesti kyennyt varsin hyvin jatkamaan yksittäiseen sovellukseen liittyvää ansaintaa muun muassa ylläpito- ja jatkuvuuspalveluilla. Yhtiö vahvisti digitaalista palvelutarjoomaa Cerion-yritysostolla syksyllä 2021 ja Buutti-yritysostolla 2023. Vuoden 2024 elokuusta noin 10 suunnitteluosaajaa siirtyi Muutosjohtaminen ja asiakaskokemus yksikköön. Operatiivisen tehokkuuden osalta Digipalvelut kärsi viime vuonna muutaman suuremman SOTE-hankkeen viivästyksistä ja IT-palvelumarkkinan haasteet iskivät erityisesti kyseiseen palvelualueeseen. Ymmärryksemme mukaan yhtiö on nyt saanut Digipalvelut kuitenkin hyvälle laskutusastetasoille, vaikka niissä on edelleen parannettavaa.

2. Jatkuvuuspalvelut on arviomme mukaan edelleen yhtiön toiseksi suurin liiketoimintakokonaisuus (vuonna 2020 26 % liikevaihdosta). Jatkuvuuspalveluissa on arviomme mukaan noin 60 työntekijää. Operaatiotasolla jatkuvuuspalvelut tarkoittavat muun muassa jatkuvaa asiakastukea sekä järjestelmien ylläpitoa ja valvontaa. Asiakaspintaan jatkuvuuspalveluiden roolina on varmistaa liiketoimintaprosessien ja -järjestelmien toimivuus. Toisaalta jatkuvuuspalveluiden ulkoistaminen mahdollistaa asiakkaille myös paremman keskittymisen omiin ydintoimintoihin. Tavoite on, että lähes kaikki asiakkuudet siirtyvät jossain vaiheessa jatkuvuuspalveluihin.

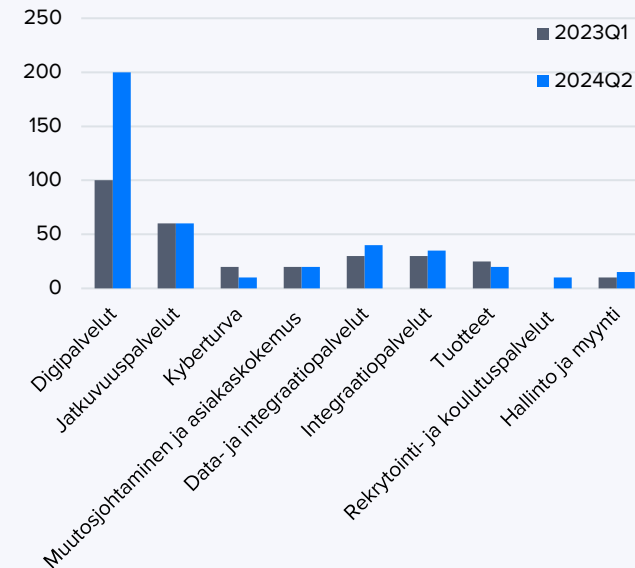


Netumin teknologiakumppaneita



Keskeisimmät teknologiat integraatioissa

Henkilöstö, arvio



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

- Jatkuvuuspalveluiden rooli Netumin koko tarjoaman kannalta on erittäin oleellinen. Näkemyksemme mukaan kyseiset palvelut luovat kilpailuetua puhtaisiin digipalveluiden kehittäjiin ja mahdollistaa paremman arvoketjuaseman, ristiinmyynnin sekä suuremman kokonaisuuden asiakkaan digibudjetista. Operatiivisen tehokkuuden näkökulmasta Jatkuvuuspalvelut ovat ymmärryksemme mukaan tällä hetkellä todella hyvässä tulokunnossa ja yhtiön kruunujalokivi.
- Integraatiopalvelut** työllistää arviomme mukaan reilu 30 integraatio-osaajaa. Netumin integraatiopalvelut koostuvat arviomme mukaan laajoista järjestelmäintegraatioihin erikoistuneista ratkaisuista kuten nykytilan auditoinneista, arkkitehtuurisuunnitteluista sekä koko integraatioprojektin omistamisesta. Mielestämme integraatio-liiketoiminta on olennainen osa yhtiön elinkaaritajoomaa ja strategiaa. Lisäksi Integraatiopalvelut ovat erottautuvuutta tuova sekä kilpailukykyä vahvistava elementti. Operatiivisen tehokkuuden osalta Integraatiopalveluissa on tällä hetkellä hyvä kasvava kysyntä.
- Kyberturva** on strategisesti edelleen keskeinen alue. Yhtiö on panostanut vuosia palvelualueeseen, mutta asiakaskysyntää ei ole ollut tarpeeksi. Tästä johtuen yhtiö joutui pitämään muutosneuvottelut. Palvelualue työllistää nyt arviomme mukaan reilu 10 osaajaa, kun reilu vuosi sitten se työllisti vielä reilu 20 osaajaa. Yhtiö käyttää nyt myös kyberturva-alihankkijoita tasamaan kysynnän vaihtelua. Asiakkaiden päässä kyber- ja tietoturvan rooli on viimeisten vuosien aikana muuttunut entistä selvemmin omaksi painopistealueeksi. Näin kaikissa Netumin toimittamissa ratkaisuissa kyberturvallisuuden varmistaminen on keskeistä. Pitkällä aikavälillä kyberturvan rooli ja kysyntä tulee arviomme mukaan vahvistumaan asteittain. Käsityksemme mukaan Netumilla on kyvykkyys toimia asiakkaan kyberturvaratkaisuiden kaikissa elinkaaren vaiheissa. Kyberturvan liiketoimintarakenne eroaa hieman konsultoinnista ja muistuttaa johdon konsultointia. Sillä projektit ovat lyhyempiä ja laskutusasteet usein matalammat, mutta toisaalta korkeat asiakashinnat kompensoivat laskutusasteita. Operatiivisen tehokkuuden osalta Kyberturvapalveluissa viime vuosi oli selvästi tappiollinen ja nyt palvelualue on saatu käännettyä jälleen kannattavaksi.
- Muutosjohtaminen ja asiakaskokemus** on yhtiön elokuussa perustama uusi liiketoimintayksikkö, joka sisältää aiemman johdon konsultoinnin sekä Digipalvelut-yksikköön kuuluneen design-tiimin. Samalla liiketoiminnan vetäjä vaihtui. Johdon konsultointi ei aikaisemmin ole päässyt toivomalleen synergiatasolle ja käyttöasteille, mikä on arviomme mukaan yksi syy liiketoimintojen yhdistämiselle. Näkemyksemme mukaan kyseisten liiketoimintaosaamisten yhdistäminen samaan yksikköön on luonnollista ja parantaa mahdollisuuksia vahvemman kilpailukyvyyn ja synergioiden luomiseksi. Liiketoimintayksikön osuus Netumin liikevaihdosta on suhteellisen pieni ja työllistää arviomme mukaan vajaa 20 osaajaa, joista designosaajia noin 10. Konsultoinnin ja suunnittelun strateginen rooli on tärkeä ja palvelualueiden näkökulmasta eräänlainen syöttöfunktio, sillä Netumin liiketoimintayksikön myymät yksittäiset konsultointitunnit tulisi kääntyä moninkertaisesti muiden palvelualueiden myynniksi. Näin yksikön osaaminen luo tyypillisesti edellytyksiä pitkäkestoisille asiakassuhteille ja strategisten yhteistöiden rakentamiselle. Kilpailukyvyyn kannalta keskeinen tekijä on näkemyksemme mukaan asiakkaiden liiketoimintojen laaja-alainen ymmärtäminen, monipuolinen teknologinen osaaminen sekä konsultoinnin ja teknisen tekemisen yhdistäminen, mihin yhtiö tarvitsee kokeneita senioreitaan.
- Data, tietovarastot ja analytiikka** työllistää arviomme mukaan noin 40 tekijää. Dataosaaminen on yksi viime vuosien kuumimmista osaamisalueista, joka on näkemyksemme mukaan toimittajalle kriittinen kyvykkyys ja myös tekoälyn näkökulmasta kriittinen. Yhtiö vahvasti tiedolla johtamista, data- ja analytiikkatarjoomaa Cerion-yritysostolla syksyllä 2021. Operatiivinen tehokkuus on parantunut viime neljänneksinä, mutta siinä on edelleen parannettava.
- Tuotteita** tai tuoteomistuksia Netumilla on varsinaisten palvelualueiden lisäksi kaksi ja yksi vähemmistöomistus. Tuotteet ovat eriytetty täysin yhtiön palveluliiketoiminnasta. Nyt tärkein tuote on koulutussektorin Studyo-ohjelmistotuoteperhe, joka tuli yritysoston kautta alkuvuonna 2023. Studyo työllistää noin 15 osaajaa ja on tuotteista kaupallisesti pisimmällä. Tuote on kasvanut hyvin viime vuodet, mikä on skaalautunut hyvin kannattavuuteen.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

7. Studyo Oy:n liikevaihto kasvoi viime vuonna 9 % 1,6 MEUR ja liikevoitto-% oli 18 %. Netum tulee ymmärryksemme mukaan todennäköisesti maksamaan yritysostoon liittyviä lisäkauppahintoja tänä vuonna, mikä indikoi hyvän kehityksen jatkuneen. Yhtiö tutkii myös mahdollisuuksia viedä tuoteperhettä ulkomaille. Muut kaksi tuotetta eivät ole strategisia. Omaisuudenhallintaohjelmisto DUX:n määräysvalta myytiin vuonna 2023 Optimolle (Netum omistaa 47 %). DUX-ratkaisun tuotekehitys jäi Netumille ja Optimo ostaa tuotekehitystä Netumilta. Kolmas tuote on pieni sähköisten määrämuotoisten dokumenttien testausalusta Truugo, joka tuli AgentIT-yritysoston myötä vuonna 2019. Tuote työllistää kaksi henkilöä ja sillä ei ole merkittäviä synergioita muun liiketoiminnan kanssa.

8. **Rekrytointi- ja koulutuspalvelut** ovat Netumille suhteellisen uusi tarjoama-alue ja ovat peräisin Buutti-yritysostosta. Codematch-rekrytointipalvelu on tavallaan ainutlaatuinen malli. Sillä tässä Buutti/Netum kouluttaa IT-alalle uusia työntekijöitä, jotka sitten siirtyvät asiakkaalle toteuttamaan projektia / harjoittelemaan. Koulutusohjelma on keskittynyt teknisiin ohjelmistokehitysosaajiin. Lopuksi asiakas saa päättää pitääkö työntekijän vai ei. Koulutusmalli on hyvin kannattava, sillä Buutti tai Netum saa kouluttamistukea ja näin kustannus on matala, samalla kun yhtiö myy asiakastunteja. Codematch palvelun kysyntä oli erityisen

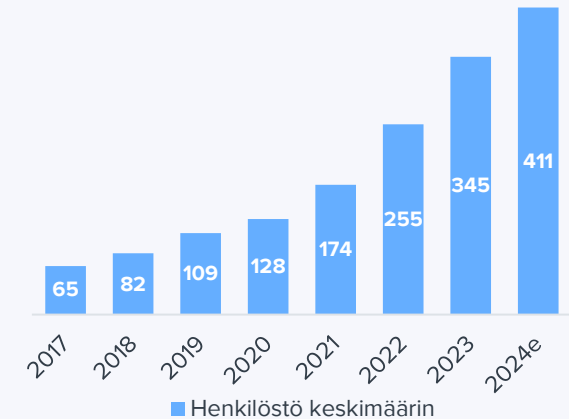
hyvää markkinatilanteessa jossa osajista oli pulaa ja tällä hetkellä kysyntä on arviomme mukaan heikompa. Rekrytointipalvelussa työskentelee 6 osajaja ja liikevaihto on ollut reilu 1 MEUR. Koulutuspalvelussa tehdään ELY-keskuksen ammatinvaihtokoulutuksia. Koulutuspalvelulle tämä vuosi on ymmärryksemme mukaan hyvä, mitä markkinatilanne myös selittää ja liikevaihto on arviomme mukaan vajaa 2 MEUR.

Isossa kuvassa Netumin palvelutarjoama on hyvin laaja ja sisältää edellä mainitusti useita kilpailukykyä vahvistavia elementtejä. Lisäksi useat osaamisalueet toimivat näkemyksemme mukaan hyvänä ristiinmyyntistrategiana. Netum voi arviomme mukaan mennä asiakkaaseen sisään yksittäisellä osaamiskärjellä, esimerkiksi vanhemman sukupolven järjestelmäosaamisella ja rakentaa tämän kautta asiakaskohtaista alustaa muiden palvelualueiden arvonluonnille. Yhtiön aikaisempi strategia Legacy to Digi filosofia kuvaa edelleen hyvin yhtiön toimintamallia, vaikka sitä ei enään niin nosteta esille.

Asiantuntija- ja osaamismyyntiä

Netumin toiminta on liki täysin palveluvetoista, kun tuoteliiketoiminnan osuus kokonaisuudesta on vielä vähäinen. Näin Netum on käytännössä puhdas korkean tason ja erilaisilla toimitusmalleilla operoiva asiantuntijayritys. Buutti-yritysoston myötä yhtiö tarjoaa enemmän myös yksittäisiä ja matalamman hintapisteen resursseja. Suurin osa yhtiön palveluliiketoiminnasta on tuntipohjaiseen laskutukseen perustuvaa osajaresurssien myyntiä.

Henkilöstömäärän kehitys



Toimistot



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Netumin liikevaihdossa on käsityksemme mukaan vain hyvin pieni osa sellaisten ratkaisutoimitusten myyntiä, jotka perustuvat kiinteähintaiseen projektitoimitukseen. Tuntilaskutteiseen liiketoimintamalliin keskittyminen vähentää merkittävästi projektitoimituksiin liittyvää riskiä. Netumin liikevaihtovirrat pohjautuvat tyypillisesti asiakkaiden kanssa solmittuihin puitesopimuksiin.

Julkisen sektorin puolella nämä sopimukset ovat yleisesti ottaen pitkiä, mikä lisää ennustettavuutta ja tehokkuutta, mutta hintapiste on hieman yksityistä sektoria matalampi. Hankintalain asettamista raameista johtuen julkisen puolen sopimukset ovat sisällöltään tarkoin määriteltyjä. Yksityisellä sektorilla sopimukset ovat puolestaan rakenteeltaan lyhyempiä ja sisällöltään joustavampia, mikä tekee tehokkuuden näkökulmasta johtamisesta hieman haastavampaa. Toisaalta hintapiste on yksityisellä sektorilla yleisesti hieman julkista sektoria korkeampi. Vuosina ennen IT-markkinan heikentymistä, julkisesta sektorista tuli yhä houkuttelevampi asiakassegmentti johtuen pitkistä ja hyvin ennustettavista toimituksista, mikä tukee Netumin positiotumista ja vahvuuksia markkinassa.

Organisaatorakennetta tarkennettu jatkuvasti

Netumin toteutti vuonna 2022 rakenneuudistuksen ja selkeytti organisaatorakennettaan vastatakseen paremmin asiakkaiden tarpeisiin, tehostaakseen toimintaansa ja tukemaan strategisten tavoitteiden saavuttamista. Keskeisiä teemoja olivat; 1) varmistaa että sisäiset toimintatavat ja prosessit on kunnossa isompaan kokoluokkaan, 2) rakennettiin yhtenäinen brändi, 3) tiivistettiin johtoryhmää, 4)

parannettiin yksiköiden välistä yhteistyötä ja 5) tehostettiin myyntiä. Yhtiö tiivistä samalla johtoryhmää entisestä suhteellisen suuresta 11 hengen johtoryhmästä 7 henkilöön, joka nyt kuitenkin on kasvanut jälleen ja on 9 henkilöä. Laaja johtoryhmä selittyä osin laajalla palveluvalikoimalla. Lisäksi laajan johtoryhmän myötä yhtiön organisaatorakenteen alemmilla tasoilla on ymmärryksemme mukaan pienempi johtajien tarve.

Netum on joutunut toteuttamaan kahdet muutosneuvottelut ja sopeuttamaan laskuttavaa henkilökuntaa ja tukitoimintoja IT-palvelumarkkinan heikkouden ajamana. Toisaalta yhtiö on myös rekrytoinut muille kasvaville kysyntäalueille.

Hallintorakenteet tulevat Buutti-integraation päätyttyä vahvistumaan parilla talousihmisellä ja rekrytoijilla. Buutti-yritysosasta ei ymmärryksemme mukaan haeta mitään kulusynergioita, vaan kaikille löytyy rooli kokonaisuudesta, pois lukien kevään laskuttavien henkilöiden muutosneuvottelut. Näin yhtiön rakenteiden tulisi jälleen kestää uutta orgaanista kasvua. Yhtiö tulee toteuttamaan Buutti-integraation H2'24:llä. Lisäksi yhtiö tulee tarkentamaan Netumin ja Buutin brändistrategiaa.

Runsaasti senioritason osaamista, kasvava määrä nuorempia ja kehittynyt alihankintaverkosto

Netumin ansaintamalli on toimialan kontekstissa hyvin tyypillinen. Asiantuntijaorganisaation ansaintamallin toimivuutta määrittää pitkälti omiin osajiin liittyvät tekijät kuten erilaisten osaajaprofiilien löytäminen ja motivoiminen, tiimien rakentaminen ja johtaminen sekä sisäisten

resurssien ulkopuolisten kyvykkyyksien hyödyntäminen. Netumin henkilöstön rakenne on hyvin senioriveton, sillä reilulla 40 % henkilöstöstä on arviomme mukaan edelleen yli 15 vuoden työkokemus (vuonna 2020 lähes 70 %). Senioritason erityisosaaminen on mielestämme yhtiölle etu, sillä käytännössä se tuo organisaatioon valtavan määrän tietoa ja teknistä taitoa niin erilaisista järjestelmistä kuin liiketoimintaongelmista ja niiden ratkaisustakin. Senioritason vahvuudet tulevat erityisesti esille integraatio- ja jatkuvuuspalveluissa ja ovat kilpailuetu julkisen sektorin kilpailutuksissa.

Korkean senioriteetin yhtenä haasteena voidaan mielestämme kuitenkin pitää mahdollisesti hidastuvaa uudistumiskykyä. Näkemyksemme mukaan uudistumistarve ja jatkuva teknologinen muutos ovat erittäin oleellisesti ja samalla voimakkaasti IT-palvelumarkkinaan vaikuttavia tekijöitä, erityisesti digitaalisten palveluiden palvelualueella.

Oman kilpailukykyyn säilyttäminen edellyttääkin jatkuvaa ajattelumaailman avoimuutta, vallitsevien toimintamallien muokkaamista ja uuden oppimista. Senioritason osaajien tekeminen on tyypillisesti varsin vakiintunutta, mikä voi tehdä uudistusprosessista lähtökohtaisesti hitaamman ja tuoda siten omat varjopuolensa markkinamuutoksiin reagoimiselle. Toisaalta tämän kokonaisuuden hallitseminen on arviomme mukaan hyvinkin keskeinen osa Netumin ketterää ja matalahierarkista johtamismallia, minkä tulisi osaltaan tukea koko yhtiötason uudistumiskykyä ja muutosvalmiutta. Toisaalta useiden nuorempien resurssien lisääminen vaatii organisaatiolta sopeutumisen- ja yhteistyökykyä, kun aikaisemmin tekeminen on ollut vahvasti senioripainoiteista.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Omien tekijäresurssien ohella Netum hyödyntää myös kumppaniensa osaajia. Tämä on toimialalla hyvin tyypillinen ohjaustapa ja sen keskeisimpiä hyötyjä ovat arviomme mukaan sekä parantunut kyky vastata kysynnän vaihteluihin että mahdollisuus hyödyntää omien osaamisalueiden ulkopuolisia kyvykkyyksiä. Netum on viime vuosina kehittänyt erityisesti juuri alihankintaverkostoaan.

Netumin lähtövaihtuvuus nousi 12 %:iin vuonna 2023 edellisen vuoden 8 %:sta. Vaihtuvuuden nousua selittävät toteutetut muutosneuvottelut konsernin tukitoiminnoissa ja Kyberturvallisuusliiketoimintayksikössä. Vaihtuvuus laski kuitenkin H1'24:llä ja oli 9 %, mikä on tervetaso.

Kulurakenne on kiinteähkö ja ei skaalaudu

Netumin kulurakenne on asiantuntijayhtiölle ja henkilöntensiviselle liiketoiminnalle hyvin tyypillinen. Kiinteiden kustannusten kohtuullisen korkean osuuden taustalla on yhtiön ansaintamalli, joka toimiakseen edellyttää kiinteäpalkkaisia asiantuntijaresursseja. Nämä resurssit jakautuvat eri palvelualueiden välille kutakuinkin liikevaihto-osuuksien mukaisissa suhteissa. Netumin kiinteää kulutasoa nostaa omalta osaltaan senioriosaajiin kallella oleva henkilöstörakenne, mutta toisaalta laskee maantieteellisesti suuri Tampereen osuus verrattuna pääkaupunkiseutuun. Lisäksi rakenteellista vaikutusta tasaa osin yhtiön matala organisaatorakenne ja korkea kulutietoisuus.

Laskutusasteiden muutosten kautta tuleva vipu pätee tulostuloksissa myös molempiin suuntiin, kuten nyt ollaan nähty heikompaa kannattavuutta viime vuosina. Laskevan liikevaihdon ympäristössä lyhyen tähtäimen katetasojen puolustaminen on vaikeaa, mutta alihankinnan käyttö tasaa tätä osin. Netumin alla oleva markkina on kysyntäpuolelta

tällä hetkellä voimakkaan hintakilpailun myötä epäterve, vaikka pitkällä aikavälillä näkymä on edelleen hyvä. Oma hyvä kilpailukyky ja julkishallinnon pitkät puitesopimukset antavat hieman pohjaa. Historiassa Netumilla on olleet suhteellisen hyvät laskutusasteet, mitä kuvaa korkea lähes 15 %:n EBITA-marginaali, joka on sektorin kärkeä.

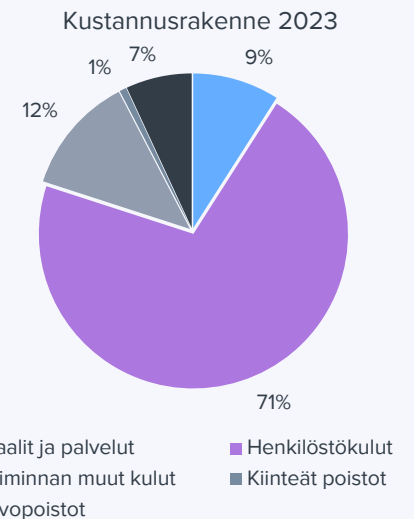
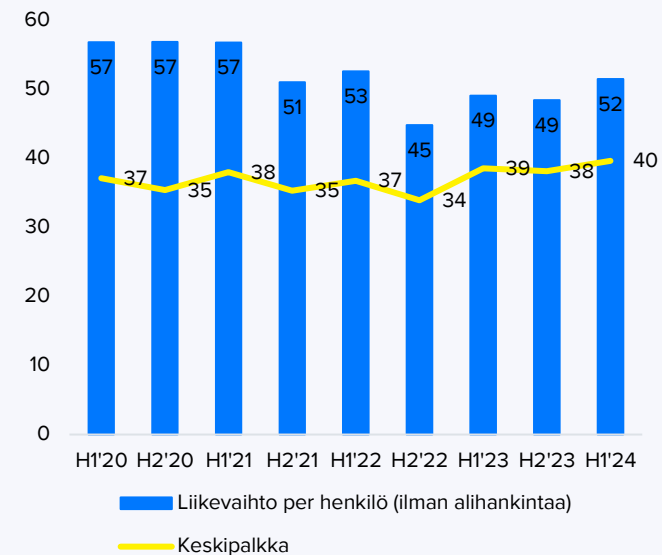
Yhtiö on käyttänyt alihankintaa historiallisesti noin 10-30 % liikevaihdosta, mikä tuo joustavuutta kysynnän heilahteluihin ja tarvittavaa erikoisosaamista, kun omaa ei ole vapaana. Tällä hetkellä heikossa kysyntäympäristössä yhtiö käyttää vain noin 10 % alihankintaa.

Pääomatarve on IT-palvelusektorilla matala

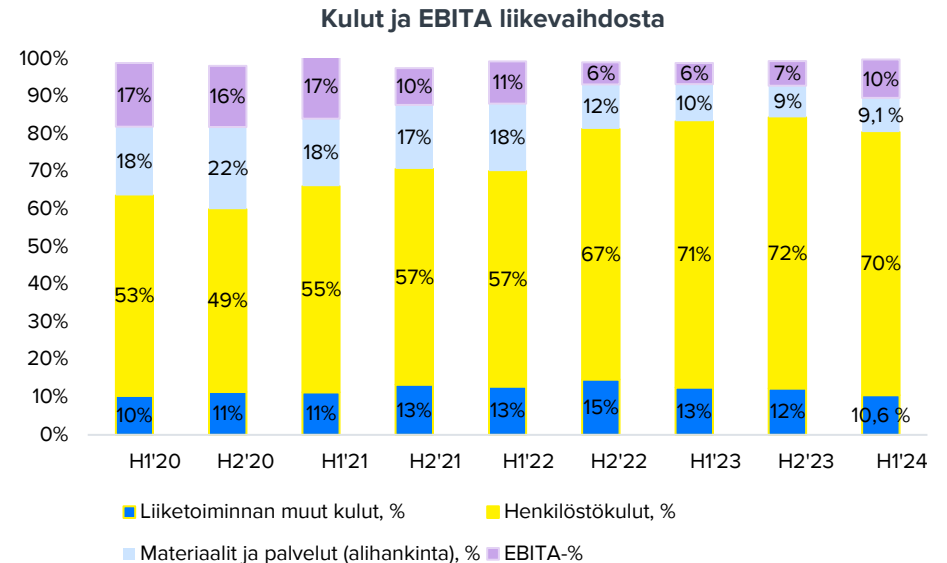
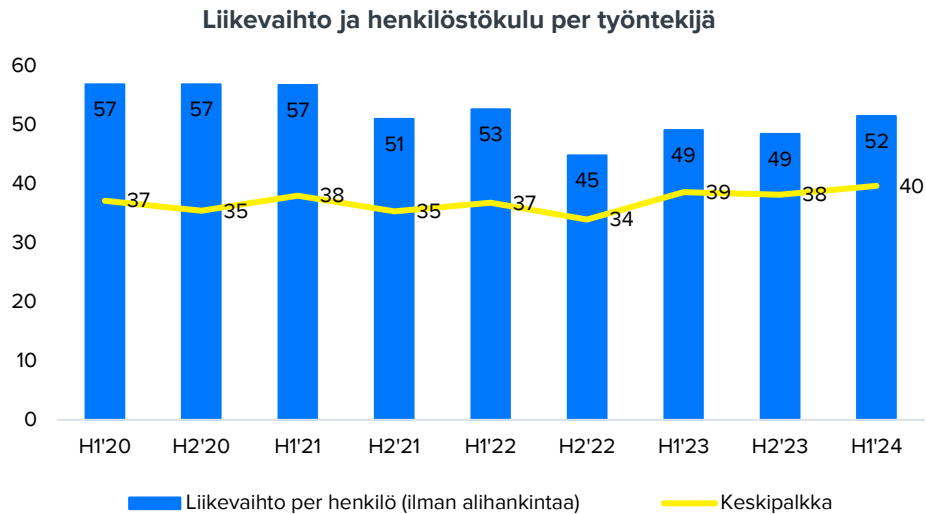
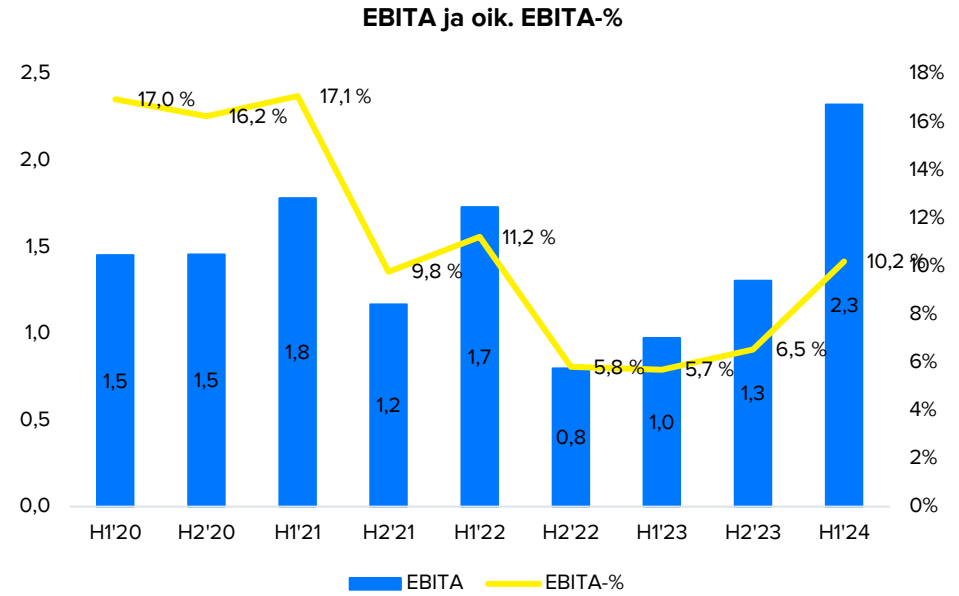
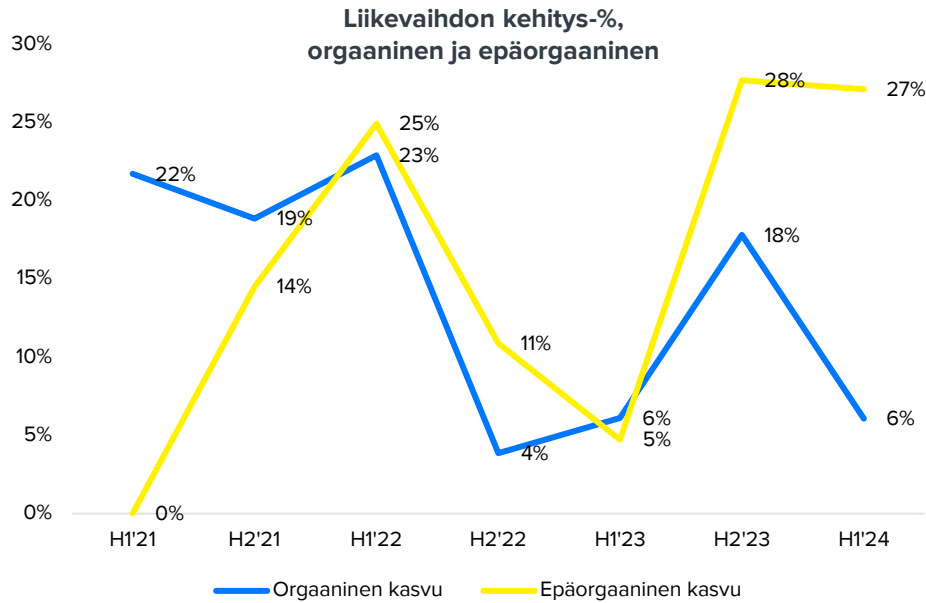
Pääoman sitoutumisen näkökulmasta IT-palvelusektorin ja Netumin liiketoiminta on hyvin kevyttä. Ansaintamallia heijastellen tärkein omaisuuserä on henkilöstössä kiinni oleva osaaminen, eikä kiinteitä pääomatarpeita juurikaan ole. Sektorin investointitarpeet (pl. rekrytoinnit) ovat maltillisia ja ne kohdistuvat pääasiassa sisäisiin kehityshankkeisiin sekä mahdollisiin omien tuotteiden tuotekehitykseen. Myös nettokäyttöpääoman kannalta toiminta on kevyttä, sillä historiallisesti nettokäyttöpääoman tarve on ollut noin 12 % liikevaihdosta.

Kokonaisuutena sektorin liiketoiminnan pääomakeveä luonne on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö yhdessä korkean kannattavuuden kanssa luo erinomaiset lähtökohdat vahvan vapaan kassavirran tuottamiselle. Tämä puolestaan tukee sektorin yhtiöiden rakenteellista velankantokykyä, vahvistaa taloudellista liikkumatilaa ja tuo vaihtoehtoja pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.

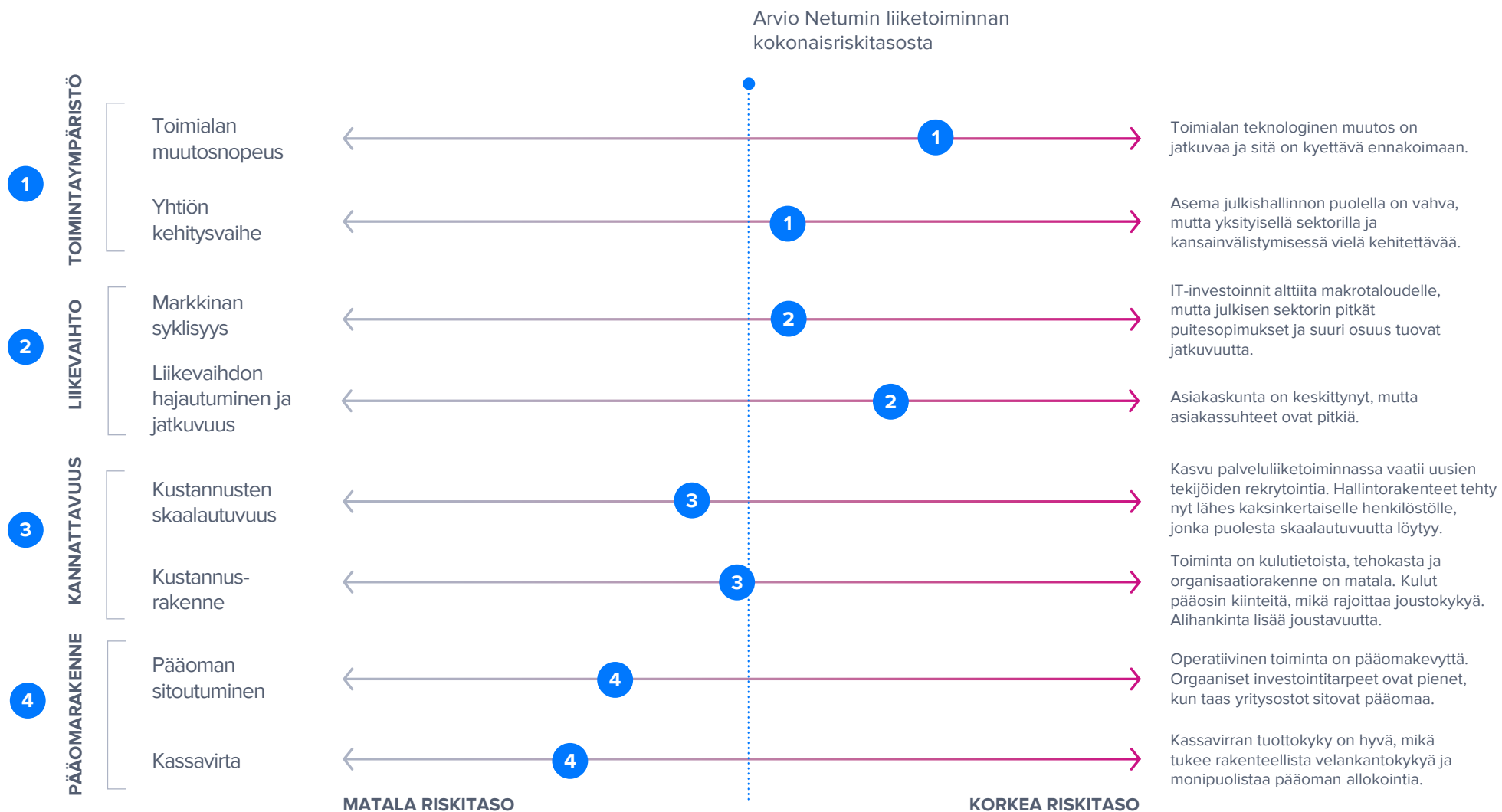
Liikevaihto ja henkilöstökulu per työntekijä



Netumin keskeisiä tunnuslukuja

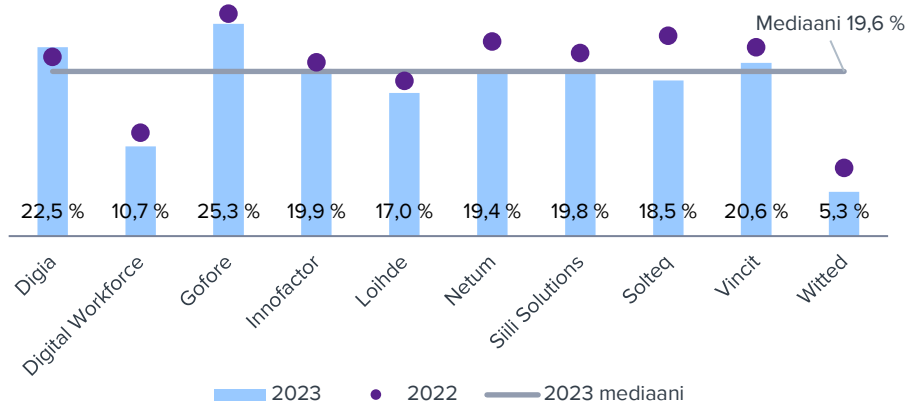


Liiketoimintamallin riskiprofiili

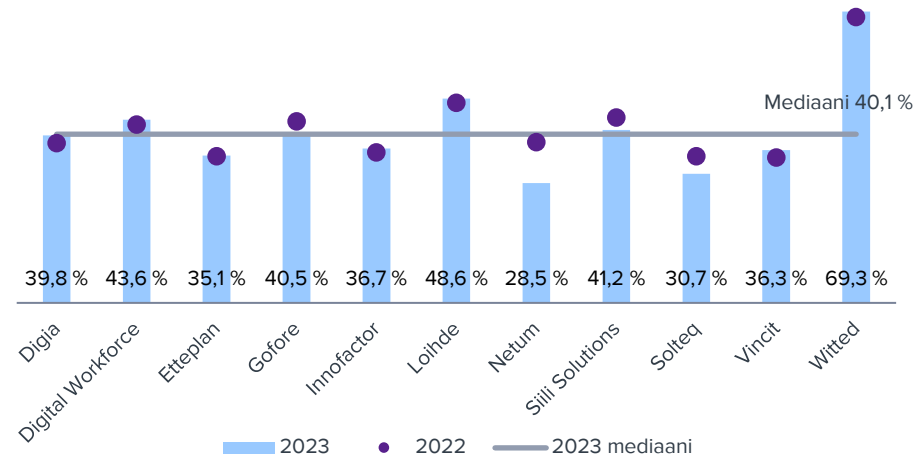


Sektorin keskisuurten yhtiöiden relevantit raportoidut mittarit

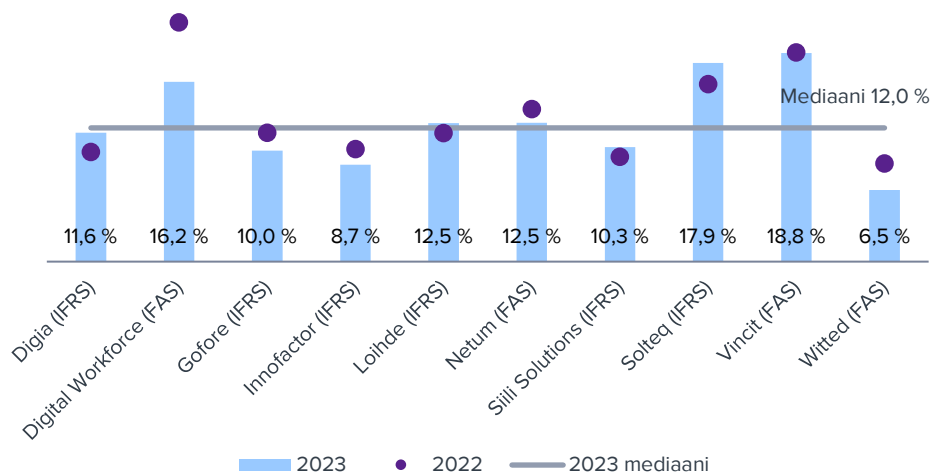
Liikevaihdon kate materiaalien ja palveluiden sekä henkilöstökulujen jälkeen (%)



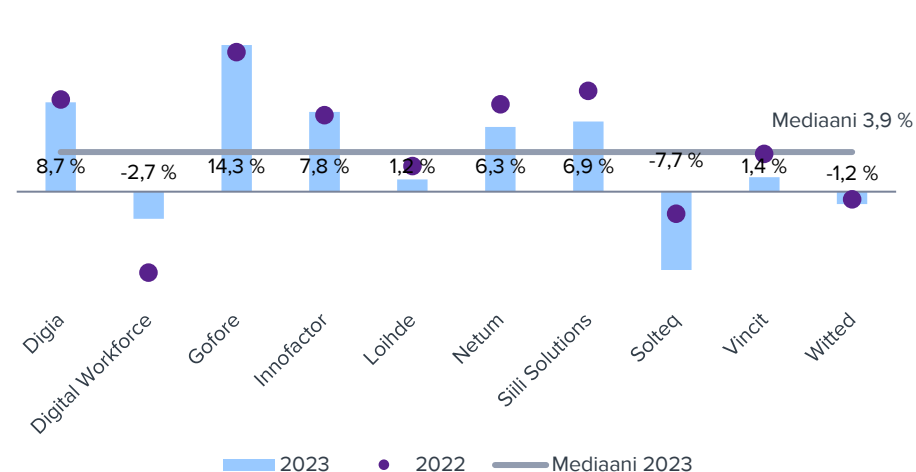
Liikevaihdon kate henkilöstökulujen jälkeen (%)



Liiketoiminnan muut kulut suhteessa liikevaihtoon (%)



EBITA-marginaali* (%)



Lähde: Inderes, yhtiöt

*EBITA= Liikevoitto + yritysostojen aineettomat poistot/liikearvon poistot + kertaluonteiset alaskirjaukset. Merkittävät kertaluonteiset myyntitappiot ja -voitot oikaistu.

IT-palvelumarkkina 1/9

Iso kokonaismarkkina Pohjoismaissa ja Suomessa

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli Radarin mukaan noin 28 miljardia dollaria vuonna 2022. Suomen IT-markkinan Radar on arvioitunut olevan vajaa 7 miljardia. IT-palvelumarkkinan osuus tästä on 4,4 miljardia, joka jakautuu konsultointiin 2,3 miljardia, johdon konsultointiin 0,3 miljardia, pilviratkaisuihin 0,5 miljardia ja ulkoistuksiin 1,4 miljardia.

Asiakaskunnittain tämä jakautuu arviomme mukaan edelleen noin 75 % yksityiselle ja 25 % julkiselle sektorille. Markkinan koko ei isossa kuvassa nähdäksemme rajoita seuraamiemme yhtiöiden kasvumahdollisuuksia.

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 risteääkin 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 1-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan 5-10 % vauhtia riippuen osa-alueesta, tosin niiden kysyntä on syklistempää, kuten on nähty vuosien 2023-24 kysynnän pudotuksessa. 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.

Radar ennustaa Suomen IT-markkinan kasvavan

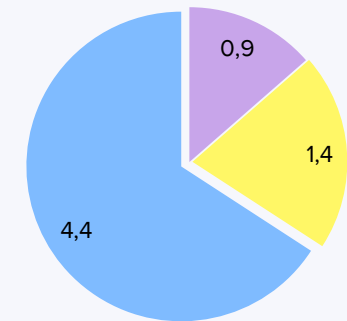
vuonna 2024 kokonaisuudessaan 1,6 % ja palveluiden 2,4 %. IT-palvelumarkkinan sisällä kasvua vetää pilviratkaisut (keskimäärin 2021-24e 10 %) ja konsultointi (4 %), kun taas ulkoistuspäalvelut kasvavat hitaimmin (0,2 %). Huomioitavaa on myös, että Radarin mukaan konsultointi laski vuonna 2020 noin 15 %, kun taas Helsingin pörssin listatut IT-palveluyhtiön kasvoivat orgaanisesti 8 % vuonna 2020 (2021-22 10 %), mikä indikoi yhtiöiden asemoituneen nopeammin kasvaville palvelualueille ja olevan keskimääräistä yhtiötä kilpailukykyisempiä/kriittisemmän toimittajan roolissa.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen ja data & analytiikka. Tietoturvapalvelut ovat ollut viime vuosina paljon puhuttu kasvualue, mutta useilla toimijoilla on haasteita saada liiketoiminta kannattavaksi.

Tietoevry arvioi aikaisemmin pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 % vuosina 2020-2023. Kyseiset alueet ovat arviomme mukaan edelleen paremmin suoriutuvia osa-alueita. 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 on kertonut odottavansa terveydenhuollon sektorin kasvavan keskimäärin 5-6 %, julkisen sektorin 4-5 %, energiasektorin 3-4 %, metsäteollisuuden 6-7 % sekä pankkipalveluiden ja maksuratkaisuiden 4-9 %.

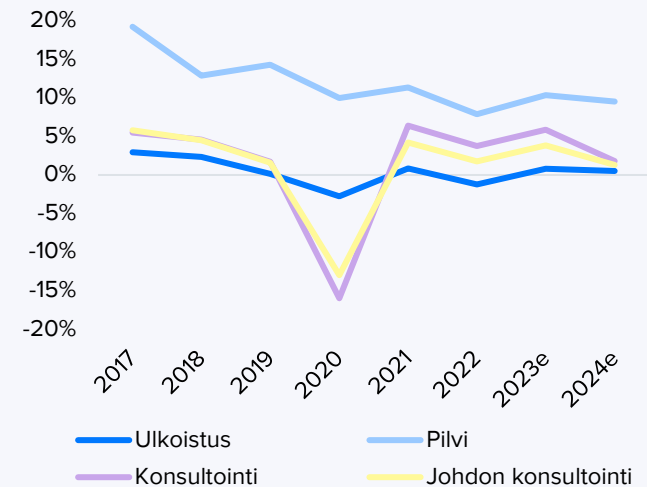
Netum on kasvanut viimeiset 5 vuotta orgaanisesti yleistä markkinaa nopeammin. Yhtiö on lisäksi kasvanut viime vuosina yritysostoin ja samalla muokannut tarjootaan.

Suomen IT-markkinan jakautuminen vuonna 2022 (mrd.€)



■ Laitteet ■ Ohjelmistot ■ Palvelut

Suomen IT-palvelumarkkinan, muutos-% palveluittain



Lähde: Radar Nordic Outlook 2023 (9/23) ja Inderes

IT-palvelumarkkina 2/9

Toisaalta nykyisessä heikossa markkinatilanteessa yhtiö kärsii markkinaa enemmän, kun erityisesti räätälöidyn ohjelmistokehityksen kysyntä on laskenut.

Lyhyellä aikavälillä markkinassa on heikkoutta

Kysyntäympäristö on arviomme mukaan vuonna 2024 edelleen tarkkaileva ja varovainen. Digitalisaation trendi ei pysähdy ja nopeammin kasvavia alueita löytyy edelleen, kun kriittisten toimintojen kehitystä ei voida pysäyttää. Suurin huolenaiheemme sektorilla on kova hintakilpailu. Ennustamme listattujen suomalaisten IT-palveluyhtiöiden kasvavan orgaanisesti vain 1 %:n vuonna 2024, kun yhtiöt ovat edellisen 6 vuoden aikana kasvaneet orgaanisesti keskimäärin 9 %. Suomen ja Euroopan vahvistuva yleinen talouskehitys sekä korkotason todennäköinen lasku antavat hieman valoa tunnelin päähän ja luovat mielestämme edellytykset asteittain vahvistuvalle kysyntänäkymälle seuraavan vuoden aikajänteellä. Odotamme yksityisen sektorin kääntyvään kohti parempaa ennen julkista sektoria. Kysynnän piristymisen ajoitusta ja kulmakerrointa on kuitenkin vaikea arvioida, mikä pitää epävarmuuden koholla.

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat edelleen hyvät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja 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

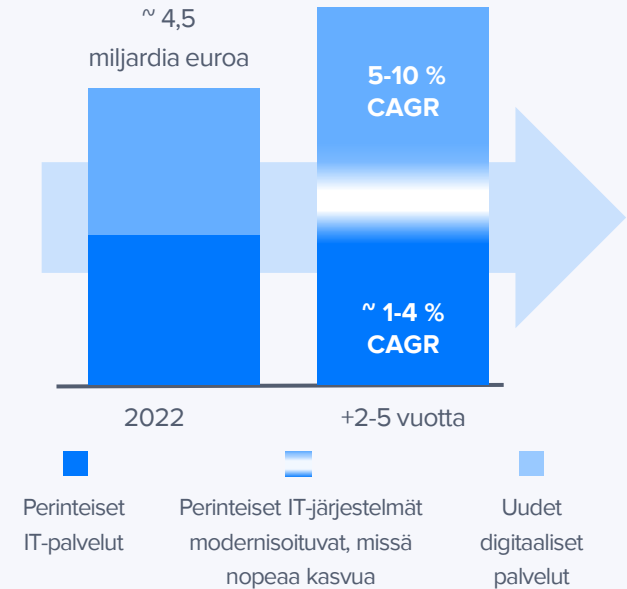
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantimmäksi, 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.

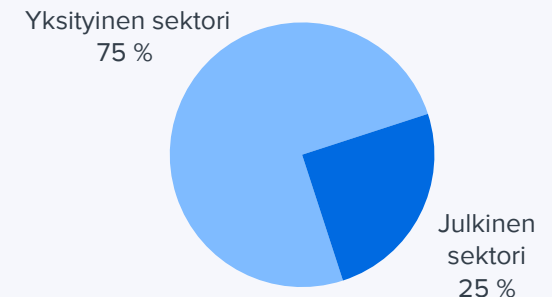
Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisuille olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua perinteisemmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen.



Suomen IT-palvelu markkina ja kasvukuva

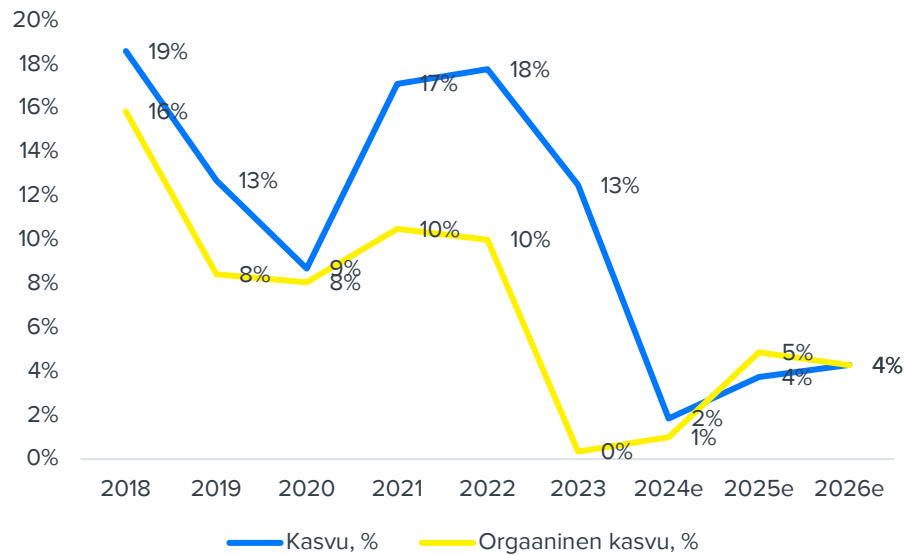


Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, Inderesin karkea arvio

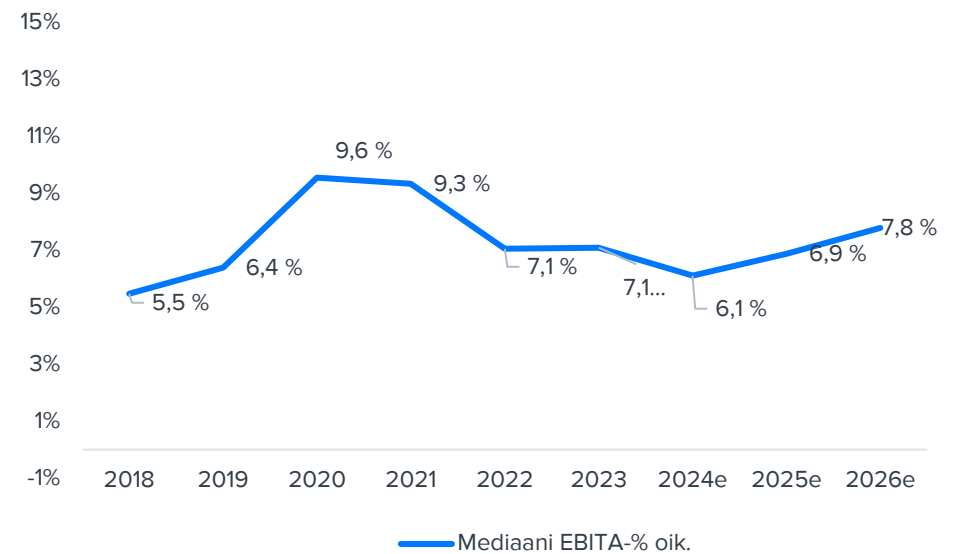


Pörssilistatun IT-palvelusektorin kehitys ja odotukset Suomessa

Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto

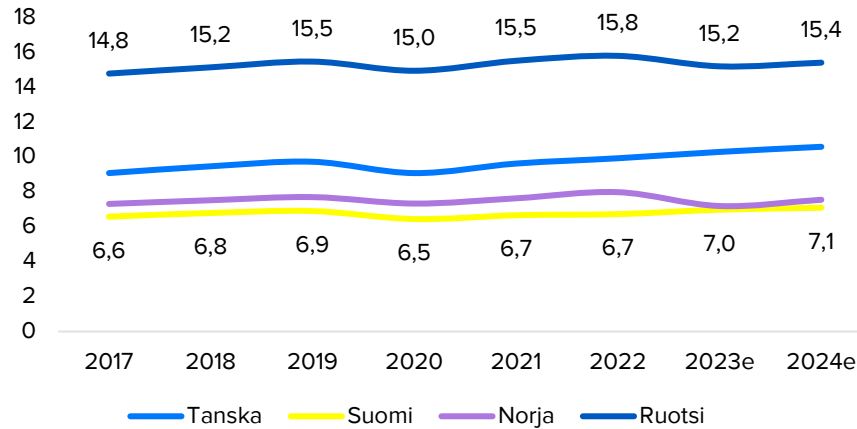


Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus

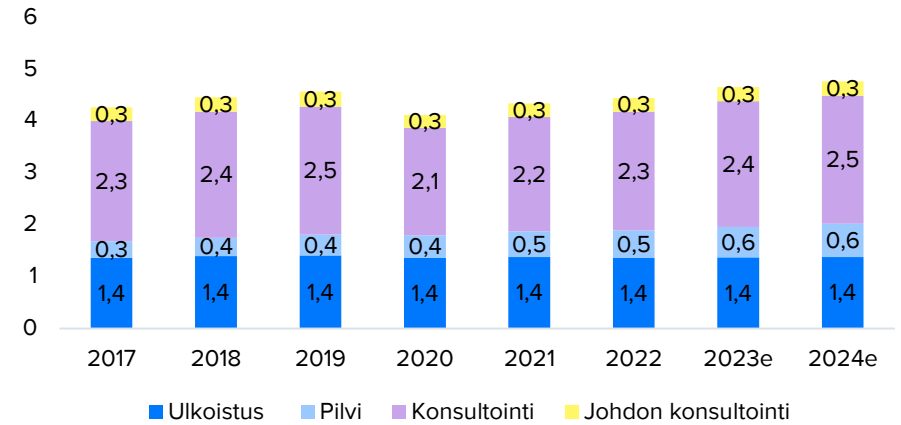


Pohjoismaista IT-markkinadataa

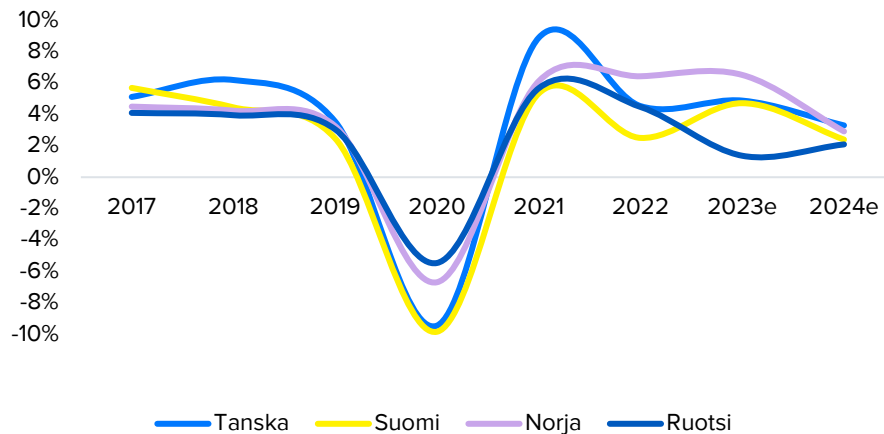
Pohjoismaiset IT-markkinat - Palvelut, ohjelmistot ja laitteet, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina palveluittain, miljardia euroa



Pohjoismaiset IT-palvelumarkkinat, muutos-%



IT-palvelumarkkina 3/9

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 muutoskyky kilpailuetuna korostuu.

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

Uusien digitaalisten palveluiden markkina, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (design, räätälöity ohjelmistokehitys jne). 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, Vincit ja Gofore, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle. Markkinalle on ominaista matala alalle tulon kynnyks.

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-fuusion 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 ja monien uusien ohjelmistojen vahva kasvu 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. Netumin strategian ja palvelutarjooman keskiössä on auttaa yhtiöitä IT-taustajärjestelmien siirtymässä ja sitomisessa uusiin digitaalisiin ratkaisuihin.

Pidemmän aikaa jo 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. Näin toimittajat pääsevät syvemmälle asiakkaaseen ja strategiseksi kumppaniksi. Tämä vaati kuitenkin aikaa. Suuntaus on näkyvä 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. Tämä trendi on vahvistunut viimeaikoina, kun toimittajia on keskitetty, jolloin vahvat osaamiset, kattava palvelutarjoama ja ylläpitovahvuus nousevat esiin.

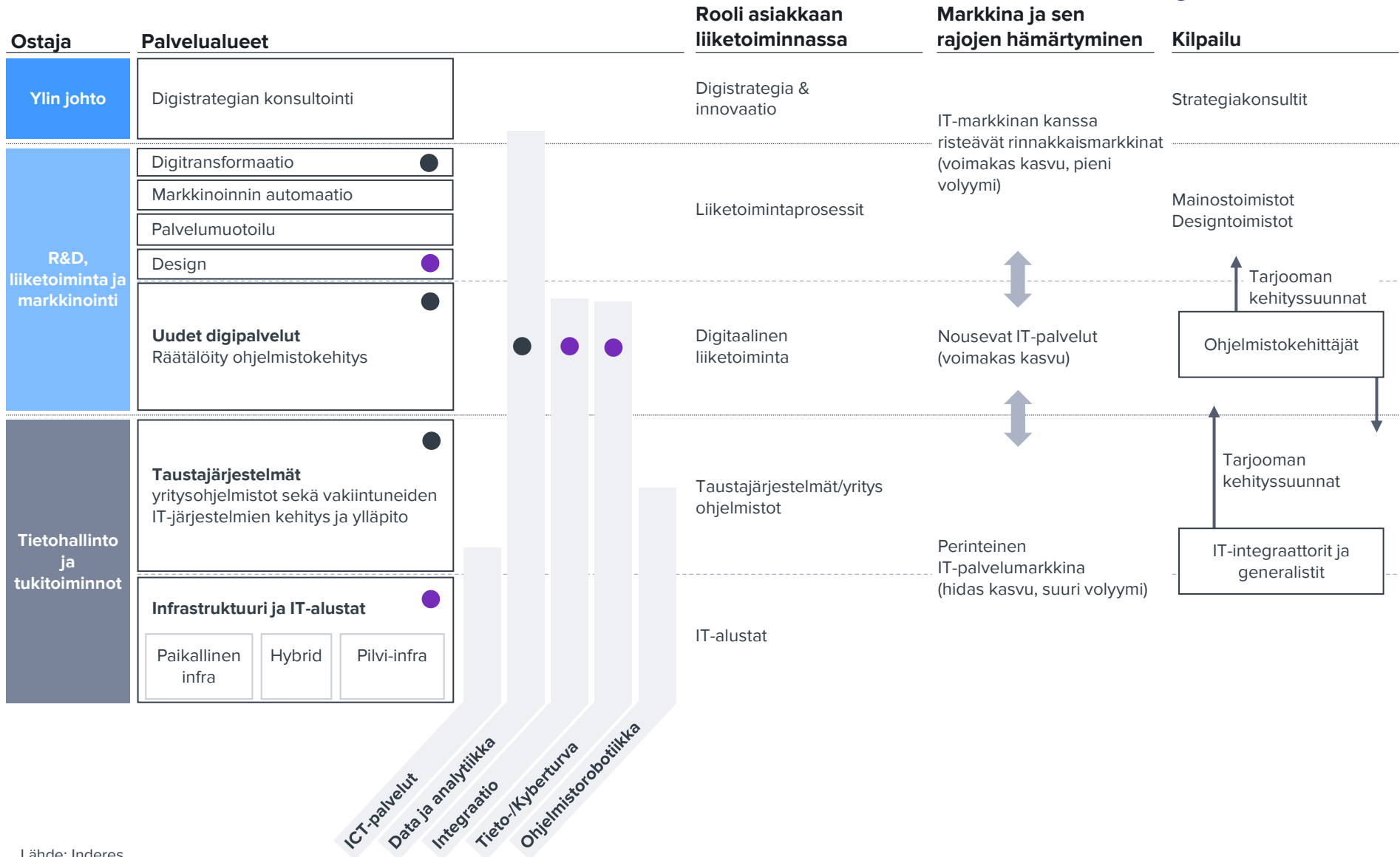
Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa ja viime vuosina toimialafokus. Pienten ohjelmistokehittäjien osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota. Markkinan osoittaessa heikkoutta vahvimmat asiakassuhteet omistavat yhtiöt pärjäävät tyypillisesti parhaiten, kuten viime vuosina on nähty. Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän vahvemmin 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. 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.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

Netumin tarjonta
 ● Ydinsaamisalue
 ● Osaamisalue



IT-palvelumarkkina 4/9

Näin uusista ratkaisuista saadaan täysi liiketoiminnallinen hyöty irti. Netumin strategia ja tarjoama vastaavat hyvin juuri kyseiseen trendiin.

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 pirstymistä. Myös integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu.

Taustajärjestelmissä ja ylläpidossa kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynns 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:

Tekoälyosaamisen (AI) markkina on ollut nopeassa kasvussa viime vuodet. Viimeaikoina markkina on ottanut nopeita harppauksia mm. generatiivisen tekoälyn hyvin nopean kehityksen kautta ja lähes kaikki toimijat pyrkivät hyödyntämään tekoälyä. Ensimmäisessä aallossa tuottavuus paranee (tekoälyavusteista kehitystä), mutta epävarmaa on vielä se, miten hyöty jakautuu toimittajan ja asiakkaan välillä. Toisessa aallossa tulevat uudet liiketoimintamahdollisuudet. Tekoälyprojekteja tehdään jo, mutta volyyymi on vielä pientä ja suurin

osa ei mene tuotantoon. Tulevina vuosina tulee tarkentumaan, mihin tekoäly vaikuttaa ja mihin ei. Kokonaisuudessaan vaikutus tulee todennäköisesti kuitenkin olemaan merkittävä useamman vuoden tähtäimellä. Kestävää selvää kilpailuetua tekoälyllä on IT-palvelutoimittajan arviomme mukaan vaikeaa luoda normaalissa kehityksessä ja mahdolliset erot tasoittuvat ajan myötä. Nähdäksemme kuitenkin ne yhtiöt, jotka kykenevät rekrytoimaan kovia tekoälyosaajia ja profiloitumaan tällä sektorilla aikaisessa vaiheessa voivat luoda itselleen kilpailuetua.

Data ja analytiikka on yksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tullut yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tekoälyratkaisuille. Useat toimijat ovat viime vuosina 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, tekoälyn ja liiketoiminnan ymmärrystä.

Tietoturva on vielä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemaksi kilpailutekijäksi. Tekoälyn kehitys antaa myötätuulta myös tietoturvan kysynnälle. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt ovat investoineet ja investoivat tietoturvakyvykkyyksiinsä, mutta toivottu kysyntä ei ole realisoitunut ja laskutusasteet ovat laajalti vielä matalat.

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).

Toimittajia keskitetään: Tässä vahvoilla ovat pitkäaikaiset strategiset kumppanit, toimialaosaamista omaavat yhtiöt, kriittisen osaamisen vahvat tekijät ja ne, joilla on laaja palvelutarjoama. Voittajat saavat siis jatkossa suuremman osan asiakkaan ostoista. Häviäjiä ovat toimittajat jotka tekevät vähemmän kriittisiä toimintoja, pienet toimittajat sekä alihankkijat. Keskitäminen aiheuttaa myös nähdäksemme hintapainetta ainakin lyhyellä aikavälillä, mutta keskitämisen voittajilla volyymit nousevat.

Toimialafokus on noussut useamman yhtiön strategian keskiöön viime vuosina. Tämä on siten luonnollista, että se rakentuu tyypillisesti jo olemassa olevien toimialojen ympärille, jossa yhtiöillä on kilpailuetuja. Vahva toimialaosaaminen helpottaa myös yhtiön nousemista asiakkaan strategiseksi kumppaniksi. Tämä korostuu, kun rajuinta kilpailua ei käydä osaajista, jolloin asiakkaiden vaatimustaso konsulteille nousee.

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 teknologian kehitystä, mihin yhtiöiden on sopeuduttava ja opittava hyödyntämään, mikä mahdollistaa ajankäytön haastavampien ja parempien ratkaisujen kehittämiseen.

IT-palvelumarkkina 5/9

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

Near-shore kyvykkyuksien 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 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 arvonaluonnin kannalta liiketoimintakriittisten IT-järjestelmien kehityksen.

Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Tärkeitä alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Hyötyjiä ovat olleet luovat ja design-keskeiset toimijat.

IT-markkinalla tehdään edelleen vain vähän monessa, mistä puhutaan eniten, mutta tilanne voi muuttua. Näkyvimpiin termeihin liittyvien palveluiden (VR, AR, IoT jne.) volyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan viiden vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.

Innovatiiviset kehityshankkeet ovat kalliimman rahoituksen myötä vähentyneet dramaattisesti. Nyt tehdään vain tarvittavia sekä liiketoimintakriittisiä hankkeita.

Pilvimurros on edelleen trendi, vaikka voimakkain siirtymä alkaa olemaan takanapäin. Asiakkaiden IT-

toimintoja viedään edelleen pilveen hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Lähes kaikki sen jo taitavat jollain tasolla, mutta parhaiten pärjäävät ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Suurin pilvisiirtymä alkaa olemaan takanapäin Pohjoismaissa ja nyt aletaan siirtymään jatkuvaluonteiseen pilvipalveluun/ylläpitoon.

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-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka ja tekoäly heikentävät edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi offshore- ja erityisesti near-shoren hintaetu on pienentynyt voimakkaamman palkkainflaation myötä. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshore- kustannustehokkuuteen. Hintaetua kuitenkin on edelleen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-resursseilla.

Suuria, monivuotisia korkean riskin ERP-käyttöönottoprojekteja (SAP, Oracle, IBM) ei

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

Liiketoimintälähtöisen ostamisen yleistyessä ja myös tekoälyn myötä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia ja skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä. Tämä on kuitenkin historiallisesti ollut vaikeaa.

IT-budjettien omistus asiakkailla hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.

IT-palvelumarkkina 6/9

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 vaikeammaksi. 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. Osaajapula ollaan sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla alihankintaverkostoja. Nyt lyhyellä aikavälillä osaajista ei ole pulaa, vaan ensimmäistä kertaa moneen vuoteen niitä on hyvin saatavilla. Markkinatilanteen ja kysynnän jälleen normalisoituessa odotamme osaajapulan jälleen palautuvan, mutta ei yhtä rajuna kuin aiemmin, ainakaan keskipitkällä aikavälillä.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut vuosina 2020-2023 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Vuonna 2024 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan keskimäärin 4,5 % (2023 5 %), mutta sitä ajaa off-shore maiden korkeampi palkkainflaatio ja näin se on pohjoismaissa matalampaa. Goforen palkkainflaatio oli vuonna 2023 3,6 % (2022 2,9 % ja 2021 6,1 %). IT-palvelusektorilta Goforella, Siilillä ja Innofactorilla on omat työehtosopimukset, jotka osin hillitsevät palkkainflaatiota. Vastaavasti Goforen asiakashinnat nousivat 3,5 % vuonna 2023, kompensoiden hyvin kulujen nousua (2022:

3,5 %). Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne hillitsee palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti viime vuosien korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Viimeisen vuoden aikana asiakashinnat ovat kuitenkin laskeneet, joillain tarjooma-alueilla jopa selvästi, mikä luo selvää painetta kannattavuuteen. Asiakashintojen paine on tällä hetkellä selkein näkemämme riski sektorilla. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on 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.

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

Markkinan tulevilta voittajilta odottamamme piirteet

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen kymmenen 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 vahvasti myös asiakkaista, kun aikaisemmin taisteltiin suurelta osin osaajista. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa, toimialaosaamista, 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 kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskisuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.

IT-palvelumarkkina 7/9

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

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 tullut 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.

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 ratkaisustamiseen).

Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuvat

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen. Koronan myötä yritysjärjestelymarkkina viileni ja parani hetkeksi koronan helpotettua. Geopoliittisten riskien ja korkojen noustua se jälleen viileni ja on edelleen melko kylmänä. Monet sektorin yhtiöt olisivat arviomme mukaan kuitenkin halunneet jatkaa aktiivisemmin myös epäorganista kasvua ja saada vahvat taseet tuottavaan työhön. Ostajien ja myyjien näkemuserot ovat kuitenkin olleet liian kaukana toisistaan.

Isossa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentumiseen, asiakashankintaan 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 laajentamisen myötä, mikä vahvistaa kilpailukykyä sekä tuottaa liikevaihtosynergioita.

Kilpailukyvyyn lähteet markkinalla

- Nyt erityisen tärkeitä ovat vahvat myynti- ja asiakaspalvelukyvykkyudet kilpailun siirryttyä jälleen vahvasti osaajista asiakkaisiin
- Jatkuva uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
 - Transformaatiokyvykyys
 - Datan hyödyntäminen
 - Tietoturva
- Ketteryys ja nopeus
- Osaajien kyvykkyudet (CV)

Lisäarvo markkinalla

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

IT-palvelumarkkina 8/9

Nykyisessä markkinatilanteessa, jossa osajia pystytään hyvin rekrytoimaan, on erityisen tärkeää saada muita selkeitä synergiaelementtejä. 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 korkotasoa on noussut, kun huomioidaan vahvat taseet ja yhtiöiden vahva kassavirta. Maltillinen velkavipu parantaisi myös oman pääoman tehokkuutta.

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja

rakentavat IT-osaajataloja. Muutama vuosi 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 vahvemmassi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. Pidämme tätä hyvin mahdollisena vaihtoehtona. 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 tarjoamaan vahvistamiseksi ovat

neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio-osaaminen. Kyberturvaosaamista haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset rajoittavat arviomme mukaan transaktioita. Esimerkiksi DNV osti Nixun noin 1,5-1,6x EV/S-kertoimella, mikä on korkea taso nykyisessä heikentyneessä markkinassa ja nykyisellä korkotasolla. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia, mutta etenkin tällä hetkellä, rekrytointimarkkinan ollessa helpompi, järjestelyjen toteuttaminen pelkän kapasiteetin vuoksi on vaikeata perustella.

Netumin taloudelliset tavoitteet eivät suoraan tavoittele yritysostoja. Yhtiö on kuitenkin sanonut toteuttavansa yritysostoja osaamisen ja tarjoaman vahvistamiseksi. Yhtiö on listautumisen jälkeen vuonna 2021 toteuttanut neljä yritysostoa ja yhden myynnin. Näin yhtiö on aktiivinen yritysjärjestelyrintamalla tilaisuuden avautuessa. Toisaalta haasteita on myös ollut ajoituksesta ja heikosta markkinasta johtuen.

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

1=matalin, 5=korkein.

Lähde: Inderes arvio

IT-palvelumarkkina 9/9

Viimeisten tuloskausien huomiot

Asiakaskysynnän epävarmuus realisoitui laajemmin sektorilla Q2'23:lla, mutta kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Yhtiöt, joilla on suuri paino räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä ja yksityisellä sektorilla ovat kärsineet suhteellisesti enemmän. Monet yhtiöt reagoivat muutokseen muutosneuvotteluihin ja kuluja karsimalla. Q2'24:llä liikevaihdon lasku loiveni ja kannattavuus parani selvästi heikosta vertailukaudesta. Ennustamme kaksijakoisuuden jatkuvan vuonna 2024 ja kysyntänäkymän pysyvän kokonaisuutena varovaisena sektorilla.

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q2-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita sektorilta viime neljänneksiltä ovat:

- Orgaaninen kasvu hidastui selvästi Q2-Q4'23:lla ja oli 0-2 % ja kääntyi Q1'24:llä 2 %:n laskuun, mikä loiveni Q2:lla 1 %:n laskuun (2022: 10 %). Kehitystä Q2:lla tuki vertailukautta yksi työpäivä enemmän.
- Kannattavuus parani selvästi heikosta vertailukaudesta Q2:lla, kun kulurakenteita sopeutettiin jo H2'23:lla. Kannattavuus oli kuitenkin alle viimeisen 6v 7,5 %:n keskiarvon.
- IT-palvelusektorin odotukset vuodelle 2024 Q1-raporttien jälkeen ovat luettavissa [tästä](#). Suomen IT-palvelusektorin Q2'24-yhteenvedo on luettavissa [tästä](#). Marraskuussa julkaistu IT-podi kuunneltavissa [tästä](#).

Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q2-raporttien jälkeen päivitettyt 2024 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Lyhyellä aikavälillä vaikea markkinatilanne on realisoitunut sektorilla kysynnän hiipumisena sekä erityisesti hintakilpailuna. Viime kvartaaleina yhä useampi yhtiö on lähtenyt mukaan hintakilpailuun. Näkemyksemme mukaan hintakilpailu ja sen jatkuminen tai kiristyminen on keskeisin riski sektorilla. Koska hintakilpailu on jatkunut pidempään on se uusin sisään tilauskantoihin ja tästä syystä elpyminen tulee aikanaan olemaan hidasta.
- Nyt pärjäävät yhtiöt, joilla on jatkuvaluonteista liikevaihtoa, syvät ja strategiset asiakassuhteet, ovat julkisella sektorilla, pitkiä sopimuksia, toiminnanohjaustekemistä. Eli yleisesti pärjäävät ne, jotka tekevät asiakkaiden liiketoimintakriittisiä ratkaisuja. Heikommin taas pärjäävät yhtiöt, joilla on yksityisellä sektorilla ja räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä suuri paino.
- Isossa kuvassa voidaan edelleen sanoa, että kilpailu on siirtynyt ensimmäistä kertaa todella moneen vuoteen tekijöistä asiakkaisiin.
- Laskeva vaihtuvuus ja asiakaskysynnän epävarmuus hillitsee todennäköisesti voimakkainta palkkainflaatiota.
- Useiden yhtiöiden kustannussäästöohjelmat tukevat kannattavuuksia vuonna 2024.
- Tekoäly on ollut kuuma puheenaihe, ja osaltaan se kiinnostaa erityisesti tässä markkinatilanteessa, koska sillä on mahdollista saavuttaa asiakkaalle kustannussäästöjä ja tehostaa myös toimittajien työtä. Kokonaisuutena tekoälyllä on kuitenkin toistaiseksi yhä pieni rooli, mutta lähivuosina se avaa uusia kasvumahdollisuuksia. IT-palveluyhtiöiden on arviomme mukaan isossa kuvassa kuitenkin vaikeaa hakea tekoälystä selkeää ja kestävästä kilpailuetua toisiinsa.

	Q2'24	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBITA-% oik.	EBITA-% oik.
				Q2'24	Q2'23
Digia		9 %	3 %	8,1 %	7,1 %
Digital Workforce		14 %	14 %	3,0 %	0,9 %
Gofore		1 %	-3 %	12,7 %	11,4 %
Innofactor		-1 %	-1 %	3,1 %	5,2 %
Loihde		3 %	5 %	2,5 %	-2,2 %
Netum		31 %	5 %	8,0 %	1,6 %
Siili		-7 %	-7 %	5,9 %	5,2 %
Solteq		-6 %	-2 %	0,0 %	-13,1 %
Tietoevry		3 %	1 %	10,9 %	10,5 %
Vincit		-13 %	-13 %	-1,6 %	-1,7 %
Witted		-16 %	-17 %	3,5 %	-1,6 %
Suomalaiset keskiarvo		1,6 %	-1,4 %	5,1 %	2,1 %
Suomalaiset mediaani		1 %	-1,0 %	3,5 %	1,6 %

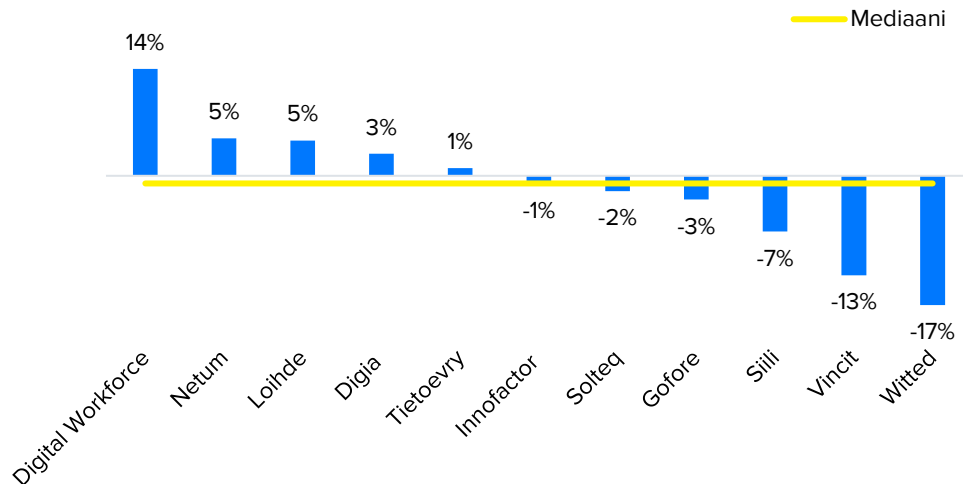
Lähde: Yhtiöt ja Inderes

	2024e (Q2-raportin yhteydessä)			2023
	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.	EBIT-% oik.
Digia	7 %	3 %	9,5 %	8,7 %
Digital Workforce	10 %	10 %	3,8 %	-0,2 %
Gofore*	-1 %	-3 %	13,8 %	14,1 %
Innofactor	2 %	2 %	6,4 %	7,5 %
Loihde	2 %	2 %	2,9 %	0,5 %
Netum	22 %	5 %	9,5 %	7,4 %
Siili	-5 %	-5 %	6,1 %	7,1 %
Solteq	-6 %	0 %	2,4 %	-6,7 %
Tietoevry	2 %	1 %	12,6 %	12,6 %
Vincit	-8 %	-8 %	2,4 %	3,4 %
Witted*	-16 %	-17 %	3,3 %	-0,2 %
Keskiarvo	0,8 %	-0,9 %	6,6 %	4,9 %
Mediaani	1,9 %	1,0 %	6,1 %	7,1 %

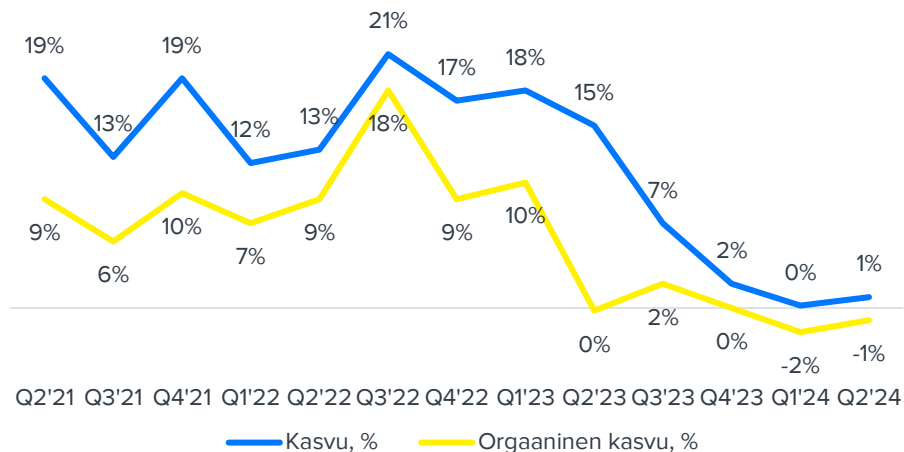
Lähde: Inderes, *päivitetty Q2-raportin jälkeen

Suomalainen IT-palvelumarkkina Q2:lla ja viime vuosina

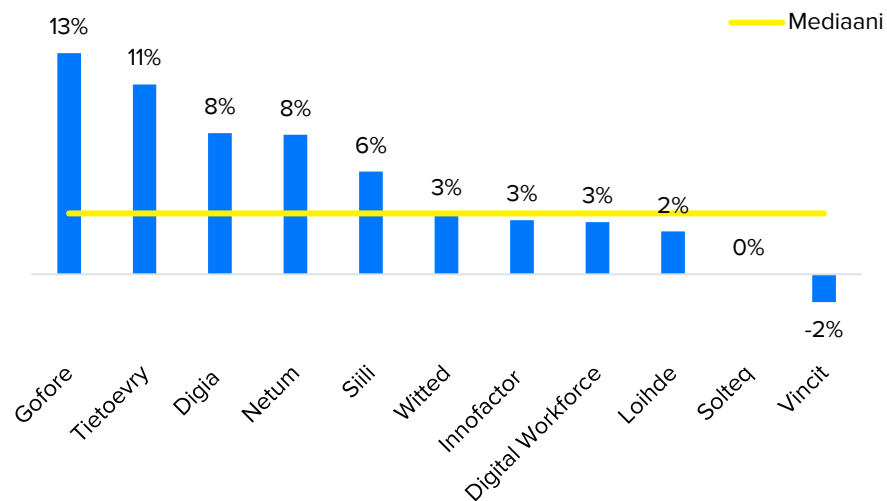
Liikevaihdon orgaaninen kasvu Q2'24



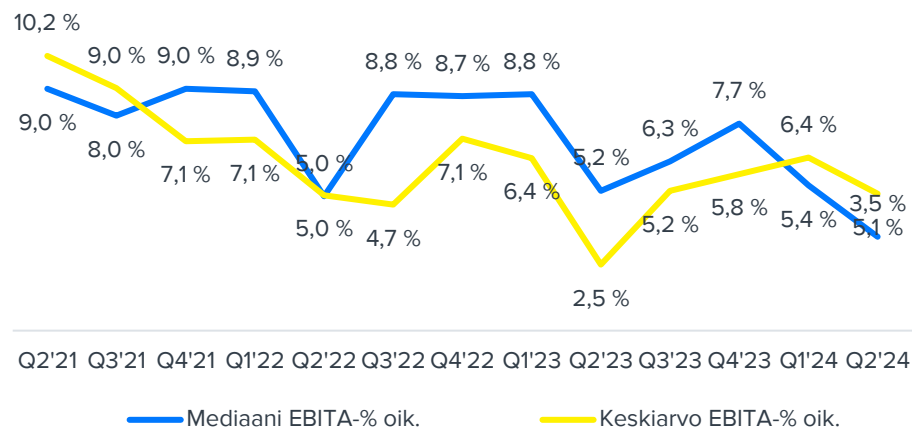
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



EBITA-% (oik.) Q2'24



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



Sektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA
05/24	Eficode	Jodacus	11,5			45			
09/23	Digia	Top of Minds	10,0	1,4	14 %	63			
08/23	Eficode	Avoset	9,7			20			
08/23	Witted	Loihde Advisory Ab	1,9	-0,1	~4%	10			
07/23	Netum	Buutti Oy	9,3	1,1	12 %	110	10,0	1,1x	9,1x
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	Eficode	Clearvision							
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	Energy 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			
06/21	Eficode	Contribyte	3,8						
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	TietoEVRY:n 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

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 %:n markkinaosuutta. Näitä globaaleja jättejä ovat esimerkiksi Tietoevry, CGI, Fujitsu, Accenture ja Capgemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-200 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia, ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros ja siten markkinan loppuhäntä kuuluu kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävillä ratkaisutaloille.

Netumin kilpailijat

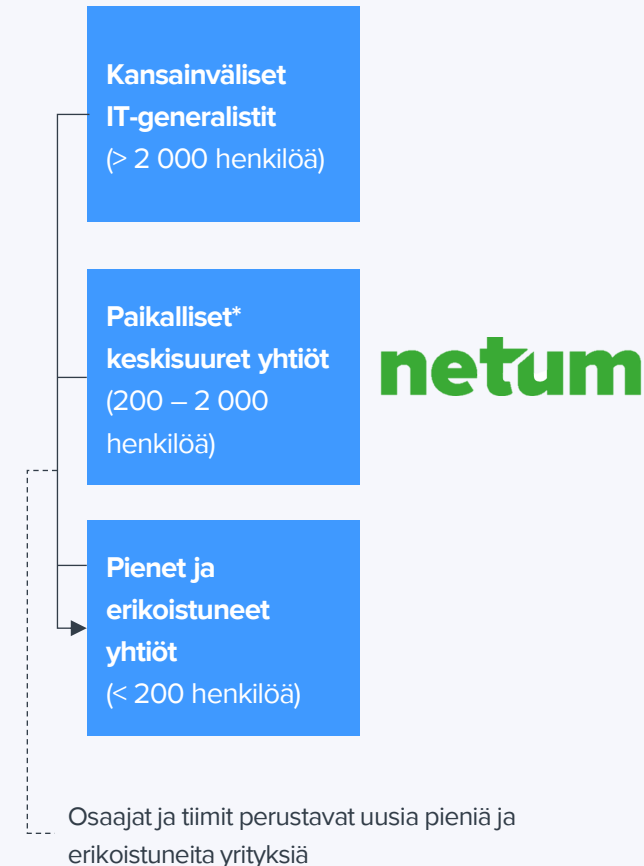
Netumin kohtaama kilpailu on arviomme mukaan varsin elävää. Mikä tarkoittaa, että yhtiöllä ei ole näkemysemme mukaan yhtä yksittäistä ja selkeää kilpailijaa, vaan kulloinenkin asetelma riippuu muun muassa tarvittavasta osaamisesta, ratkaistavan ongelman luonteesta ja asiakkaan omasta kokoluokasta. Netumin kokoa heijastellen kovimmat kilpailijat tulevat kuitenkin keskisuurten toimijoiden joukosta, vaikka luonnollisesti joitain suurien julkisten kilpailutusten taistoja käydään suurten IT-generalistien ja jossain määrin myös asiakkaiden omien IT-resurssien kanssa.

Generalisteista Netumin kilpailijoita ovat arviomme mukaan esimerkiksi CGI ja Accenture. Näitä toimijoita vastaan on käytännössä mahdotonta erottautua omalla tarjoamalla tai toimituskyvyllä. Netumin kaltaisen pienen toimijan onkin löydettävä kilpailukykyä etenkin ketteryudesta, joustavuudesta sekä syvemmästä asiakassitoutumisesta. Nämä ominaisuudet korostuvat erityisesti kooltaan pienemmissä asiakkuuksissa, joista suuret generalistit eivät lähtökohtaisesti ole niin kiinnostuneita.

Keskisuurista yhtiöistä Netumin keskeisimpiä kilpailijoita erityisesti digipalveluiden kehityksen puolella ovat arviomme mukaan Solitan, Visman, Cybercomin (nykyisin osa KnowIT-konsernia), Goforen ja Vincitin kaltaiset yhtiöt. Näihin toimijoihin Netum pyrkii tekemään pesäeroa integraatio- ja ylläpito-osaamisellaan sekä kyberturvallisuuskulmalla. Konsultoinnissa yhtiö kilpailee muun muassa perinteisten liikkeenjohdon konsulttien kuten KPMG:n, PwC:n ja Deloitteen kanssa, kun taas integroinnin ja ylläpidon puolella vastassa on Digian kaltaisia toimittajia. Näiden lisäksi Netum kilpailee pienten ja tietyille erikoisalueille keskittyneiden yhtiöiden kanssa. Osa näistä toimijoista kuuluvat kuitenkin myös yhtiön omaan alihankintaverkostoon, eikä niitä siten voida laskea pelkiksi kilpailijoiksi.



Kilpailukentän dynamiikka



*Keskisuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisesti toimivia yhtiöitä kuten Siili, Gofore, Digia, Witted, Solteq, Vincit ja Innofactor.
Lähde: Inderes

Kilpailukenttä 2/5

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.

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.

Netumin kokoluokassa 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 Netumin kaltaiset 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

tiivimmän (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 osaajien 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 pitkän aikavälin kasvunäkymistä johtuen 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 kehityksiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia rakentamalla.



Netumin kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

- Pienen toimijan ketteryys yhdistettynä laajaan palvelutarjoamaan
- Elinkaarien hallinnan ja erottautumisen kannalta arvokas integraatio- ja ylläpito-osaaminen
- Vanhoihin IT-varantoihin ja niiden hyödyntämiseen liittyvä ymmärrys ja osaaminen
- Hyvä julkishallinnon osto- ja kilpailutusprosessien hallitseminen

Heikentävät tekijät

- Senioriosaajan myötä korkeampi kulurakenne ja haasteet operoida nykyisessä hintakilpailussa markkinassa
- Suuria ja kustannustehokkailla offshore-resursseilla toimivia IT-generalisteja heikompi toimituskyky etenkin korkeamman riskitason hankkeissa
- Haastajina useita pieniä ja Netumia ketterämpiä toimijoita
- Ohjelmistokehityksen matalat alalle tulon kynnykset
- Henkilöstörakenteen mahdolliset negatiiviset vaikutukset uudistumiskykyyn

Kilpailukenttä 3/5

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

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme seuraavan sivun kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Vertailussa on mukana lisäksi joitain Yhdysvaltalaisia alan toimijoita, jotka toimivat globaalisti ja joilla on merkittävä rooli Euroopan markkinalla sekä Kainos UK:sta.

Vertailuryhmän kasvun mediaani vuositasolla 2019-2023 oli noin 16 % (keskiarvo 19 %), mitä selittää markkinan kasvu, monien toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Netum on myös vauhdittanut kasvuaan useilla yritysostoilla. Vahvoja orgaanisia kasvajia ovat olleet mm. Gofore, Solita, Siili, Witted, Futurice, Netum, Luoto, Eficode, Bouvet ja Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murreksesta (kuten Tietoevry, Enfo ja CGI).

Kasvua tarkasteltaessa Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat kasvoivat 2010-luvulla ja 2022 asti selvästi markkinaa paremmin. 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. Tämä on näkynyt joillain yhtiöillä orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osaaajasta (nyt 7800) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja tekemään yli 25 %:n EBITDA-marginaalia. Lisäksi Goforen orgaaninen kasvu on ollut erittäin vahvaa viime vuosina, vaikka yhtiö on saavuttanut jo merkittävän kokoluokan.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % (mediaani 12 %) käyttökatteella mitattuna vuositasolla 2019-2023 (2018-2022: 11 %). 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 muutamat 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. Lisäksi Digia ja Luoto ovat aivan rajoilla.



Kasvuajurit

Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa.
- Tekoäly luo uusia kasvumahdollisuuksia
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- Asiakashintojen nousu
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Yritysostot

Lyhyt aikaväli

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



Kannattavuusajurit

Lyhyt aikaväli

- Asiakashinnoissa painetta
- Laskutusasteet
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen

Kilpailukenttä 4/5

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v



Käyttökate-% keskimäärin 2019-2023

Lähde: Inderes, yhtiöt. Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien. Yhtiöt, jotka eivät ole IFRS:ssä: Witted, Vincit, Netum, Luoto.

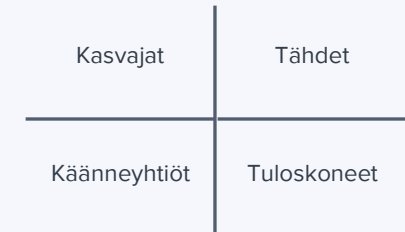
*vuodet 2018-2022

** Vincitin ja Bilotin konsolidoidut luvut

Loihteen osalta käytetty digitaalisen kehityksen liikevaihdon kehitystä ja konsernin käyttökate.



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 yritysostojen 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 markkinarakenteen asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Listattujen verrokkien operatiiviset luvut

	Markkina- arvo	EV	Liikevaihdon kasvu-% (CAGR)			Oik. EPS kasvu (CAGR)			Oik. EBIT-%					Nettotulos- marginaali		Netto- velkaantu- misaste	Nettovelka/ Oik. EBIT**
	2024	2024e	20-23	24e	24e-26e	20-23	24e	24e-26e	22	23	24e	25e	26e	23	24e	24e	24e
Netum	39	44	28 %	23 %	3 %	NaN	34 %	16 %	8,7 %	7,4 %	9,5 %	9,7 %	9,9 %	-3 %	-1 %	47 %	1,6
Solteq	13	38	-2 %	-6 %	4 %				0,7 %	-6,7 %	2,4 %	5,5 %	7,3 %	-9 %	-2 %	151 %	
Innofactor	60	66	7 %	2 %	4 %	0 %	5 %	19 %	7,1 %	7,5 %	6,4 %	6,9 %	7,8 %	4 %	4 %	23 %	1,0
Digia	160	173	11 %	7 %	4 %	0 %	17 %	11 %	9,3 %	8,9 %	9,6 %	10,1 %	10,3 %	5 %	6 %	16 %	0,7
Tietoevry	2252	3172	1 %	2 %	3 %	-1 %	-2 %	7 %	12,9 %	12,6 %	12,6 %	12,7 %	13,0 %	6 %	6 %	59 %	2,5
Vincit	39	27	23 %	-8 %	5 %	-31 %	-37 %	70 %	6,1 %	3,4 %	2,4 %	4,8 %	5,9 %	-3 %	-2 %	-35 %	-4,2
Siili Solutions	65	67	14 %	-4 %	5 %	-5 %	-6 %	14 %	9,8 %	7,1 %	6,1 %	6,3 %	6,6 %	4 %	3 %	5 %	0,3
Gofore	342	318	34 %	1 %	8 %	30 %	-3 %	10 %	14,7 %	14,1 %	13,8 %	13,5 %	13,8 %	10 %	9 %	-23 %	-0,9
Witted Megacorp Oyj	28	19	60 %	-16 %	6 %	NaN	NaN	32 %	0,5 %	-0,2 %	3,3 %	4,3 %	5,0 %	-2 %	0 %	-54 %	-10,1
Digital Workforce	46	31	9 %	10 %	12 %	NaN		84 %	-5,0 %	-0,2 %	3,8 %	7,4 %	10,7 %	-3 %	3 %	-94 %	-29,1
Loihde	68	65	10 %	2 %	3 %	NaN		43 %	3,2 %	0,5 %	2,9 %	4,4 %	5,3 %	0 %	1 %	-4 %	-1,5
Mediaani	60	65	11,4 %	1,9 %	3,8 %	0 %	-2 %	18 %	7,1 %	7,1 %	6,1 %	6,9 %	7,8 %	0 %	3 %	5 %	-0,3
Keskiarvo	283	366	17,8 %	1,1 %	5,2 %	-1 %	1 %	30 %	6,2 %	5,0 %	6,6 %	7,8 %	8,7 %	1 %	2 %	8 %	-4,0

Lähde: Inderes

*Oik. EBIT ja EPS ei huomioi liikearvon poistoja. Oikaistun liikevoiton per osake laskennassa on käytetty Indereksen dataa osakkeiden lukumäärästä mikä ei huomioi yhtiön hallussa olevia osakkeita. Listautumisvuonna osakkeiden lukumääräksi on huomioitu vain listautumisen jälkeinen osakkeiden lukumäärä. Mikäli tulospöytä on negatiivisia lukuja jakana tai jaettavana tai mikäli tuloksen lähtötaso on erittäin matala (EBIT-% <1,0 %), on arvona tyhjä. Mikäli yhtiö ei ollut listattuna tarkasteluvuosina, on osakekohtaisissa luvuissa arvona NaN.

**Oik. EBIT:ssa käytetty kuluva vuoden ennusteen ja edeltävän vuoden keskiarvoa. Mikäli EBIT on negatiivinen tai lähellä nollaa, on arvo tyhjä. Absoluuttisen nettovelka on EV:n ja Markkina-arvon erotus

Strategia 1/3

Strategiakaudelle 2025-2027 pienillä tarkennuksilla

Netum Group päivitti keväällä strategian ja keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet uudelle strategiakaudelle 2025–2027.

Strategiassa itsessään ei ole tapahtunut suurempia muutoksia vaan sen painopistealueet ovat enemmänkin tarkentuneet. Yhtiö pyrkii ristiinmyymään laajaa palvelutarjoomaan sekä saamaan asiakkaassa laajempaa kokonaisuutta toimituksesta. Tämän jälkeen vielä siirtämään projekti ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Lisäksi yhtiö on teknologiariippumaton, mitä myötä yhtiö pystyy soveltamaan markkinalta löytyviä parhaita ratkaisuja kuhunkin tilanteeseen. Selkeimmät muutokset ovat vahvempi toimialafokus yksityisellä sektorilla ja valituilla toimialoilla, Legacy to Digi strategian painotuksen vähentäminen ulospäin, vaikka filosofia on edelleen hyvinkin relevantti. Asiakaspäässä Legacy to Digi mielletään ymmärryksemme mukaan liikaa ”perinteisenä” ja siten negatiivisena viestinä. Lisäksi yhtiö kertoi strategiapäivityksen yhteydessä nyt konkreettisesti tavoittelevansa Pohjoismaista laajentumista, mikä tarkoittaa ymmärryksemme mukaan ensiksi Ruotsin markkinaa.

Historiallisesti julkinen sektori on ollut selkeä painopistealue. Yhtiö on kuitenkin kasvattanut yksityisen sektorin osuutta selvästi viime vuosina yritysostoilla. Nyt yhtiöllä on vahvempi tukijalka myös yksityisellä sektorilla rakentaa kasvua.

Netum hakee kasvu seuraavista teemoista:

- Kasvua julkishallinnon tehostamishankkeista sekä yritysasiakkaista
- Laajentamalla palvelutarjontaa nykyisille että

uusille asiakkaille, erityisesti sote-, turvallisuus-, logistiikka- ja teollisuussektorin toimijoille.

- Tekoälyn hyödyntämisellä palveluissa
- Laajentamalla liiketoiminta Pohjoismaihin

Strategian kasvuteemat ovat isossa kuvassa ennallaan ja odotetut. Kansainvälistymiseen tuli selkein tarkennus. Yhtiö tutki aikaisemmin kansainvälistymisen mahdollisuuksia ja nosti nyt sen tavoitteeksi. Netumin ostamalla Buutilla on asiakkaita ja yhtiö Ruotsissa, joten laajentuminen tulee jatkumaan ainakin aluksi sitä kautta. Ymmärryksemme mukaan kansainvälistyminen tehdään matalalla riskitasolla orgaanisesti ja vasta tulevana vuosina. Suhtaudumme kansainväliseen laajennukseen varauksella, sillä onnistuneet näytöt sektorilla kansainvälisestä laajentumisesta ovat harvassa ja tie on pitkä. Toisaalta riskitasoa pidetään ymmärryksemme mukaan investointien näkökulmasta matalana.

Kasvu julkisella- ja yksityisellä sektorilla on tavallaan yhtiön ”kotikenttää”, mutta vaatii jatkuvia onnistumisia myynnissä. Erityisesti nykyinen markkinatilanne, hintakilpailu ja suurten sopimuksien loppuminen/työn väheneminen lähivuosina mittaa yhtiön kilpailukykyä ja luo painetta liikevaihdon kehitykselle.

Yhtiö alkoi jo viime vuonna fokuoimaan vahvemmin muutamiin toimialoihin. Toimialafokus on siinä mielessä luonnollinen, että se rakentuu jo olemassa olevien vahvuuksien ympärille. IT-palvelusektorilla myös moni muu yhtiö on tarkentanut fokustaan eri toimialoihin viime vuosien aikana (Digital Workforce, Siili jne), kun taas useammalla fokus on ollut jo entuudestaan (Solteq, Tietoevry, Gofore).

Fokus toimialat:



Sote



Turvallisuus



Teollisuus

Markkinat ja kansainvälistyminen



Netumin kasvuajurit:

Orgaaninen kasvu

- Rekrytoinnit ja alihankinta
- Laskutusasteet
- Asiakashinnat
- Studyo-tuote

Yritysosotot

- Osaamisportfolion laajentaminen
- Tajooman laajentaminen

Strategia 2/3

Netum ei strategiassaan juurikaan mainitse tuotteita. Yksi tuote on viime vuosina divestoitu ja toinen pyritään ymmärryksemme mukaan myymään. Jäljelle jäävien Studyo Oy:n tuotteiden rooli on edelleen liikevaihdon osalta pieni, mutta kasvaessa se tukee kuitenkin hyvin kannattavuutta.

Realistiset tavoitteet vuosille 2025-27

Netumin tavoitteena on kasvaa orgaanisesti 30 % strategiakaudella 2025–2027, mikä tarkoittaa reilun 9 %:n vuotuista kasvua strategiakaudella. Kasvutavoite on yleistä IT-palvelumarkkinaa korkeampi. Kääntäen yhtiön kasvutavoite tarkoittaa vuoden 2024 ennusteillamme (45 MEUR) noin 60 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2027 (Inderes ennuste 50 MEUR). Aikaisempi tavoite indikoi noin 15 %:n orgaanista kasvua ja yhtiö jäi hieman siitä. Lisäksi yhtiö sanoi nyt toteuttavansa yritysostoja osaamisen ja tarjoaman vahvistamiseksi, mutta ei antanut absoluuttisia tavoitteita.

Orgaanisesti kasvutavoite vaati näkemyksemme mukaan hyvää onnistumista valituilla toimialoilla ja myynnissä. Lisäksi markkinatilanteen helpottaminen parantaisi selvästi tavoitteiden saavuttamisen mahdollisuuksia, vaikka yhtiö on historiallisesti osoittanut kasvavansa markkinaa paremmin. Ennustamme yhtiön kasvavan orgaanisesti 2-5 % strategiakaudella, eli alle yhtiön tavoitetason. Yritystomarkkina on jo reilun vuoden ollut viileä, kun arvostuserot ovat ymmärryksemme mukaan olleet liian suuret. Näkemyksemme mukaan ostajien tulisi olla kriittisiä ostokohteiden arvioinnissa, sillä kun

osaajia on rekrytoitavissa helpommin kun vuosiin, on yritysostossa saatava muita selkeitä synergioita.

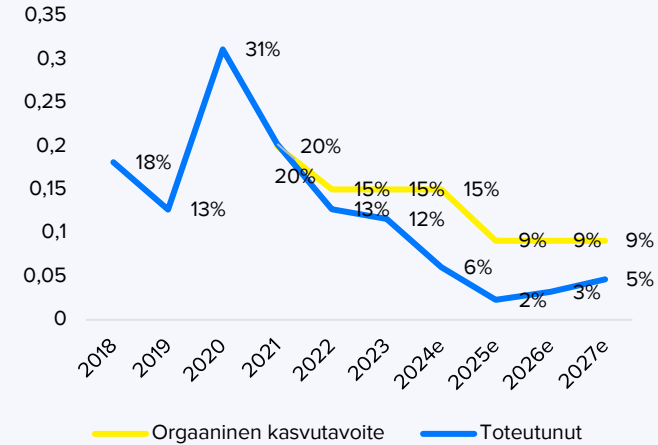
Netumin tavoitteena on saavuttaa vuosittain vähintään 12 %:n EBITA-%, eli käytännössä vuodesta 2025 alkaen. Kannattavuustavoite on realistinen, mutta vaatii arviomme mukaan vahvaa operatiivista suoritusta (laskutusasteet jatkuvasti hyvällä tasolla) ja markkinan paranemista. Sillä heikko markkina ja tarkemmin hintapaineen ja palkkainflaation negatiivinen nettosuhde luo painetta, kun samalla Netumin senioriosaajarakenne on keskimääräistä kalliimpi. Lisäksi tuotekehitysinvestoinnit ja tuotteiden skaalautuvuus vaikuttaa kannattavuuteen. Aikaisemmin yhtiö tavoitteli vuositasona vähintään 14 %:n EBITA-marginaalia ja jäi viimeisen parin vuoden aikana selvästi tästä. Odotamme edelleen Netumin kannattavuuden pysyvän reilussa 10 %:ssa laskutusasteiden tukemana ja hintapaineen rajoittamana.

Yhtiön osingonjakopolitiikka on ennallaan ja yhtiö pyrkii jakamaan, rahoitusaseman niin salliessa, noin 40 % vuosittaisesta liikevoitosta ennen liikearvon poistoja (EBITA). Yhtiö jakoi vuosilta 2019-22 keskimäärin noin 30 % EBITA:sta osinkoina ja ei maksanut osinkoa vuodelta 2023. Mikäli yritysostoja ei toteudu lähivuosina, pidämme suurehkoja osingonjakosuhteita hyvinkin mahdollisina. Sillä yhtiön kassavirtaprofiili on hyvä, eikä toiminta ja kasvu (pl. yritysostot) sido merkittäviä määriä pääomia. Näin ollen emme näe voitonjakopolitiikan vievän yhtiötä tilanteeseen, jossa se joutuisi maksamaan osinkoja menetettyjen kasvumahdollisuuksien kustannuksella.

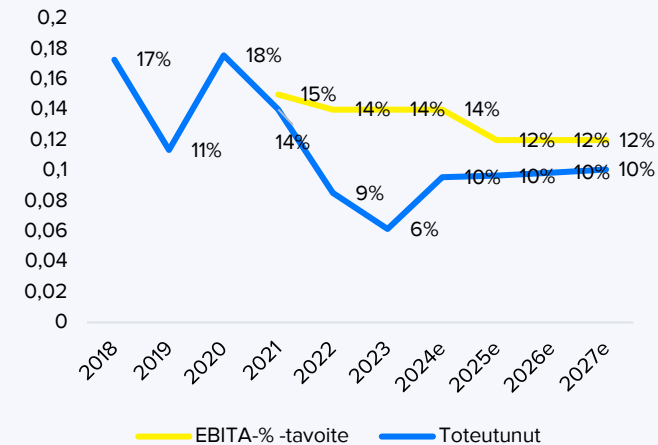


Taloudelliset tavoitteet

Orgaaninen kasvutavoite ja toteuma



EBITA-%-tavoite ja toteuma



Strategia 3/3

Kokonaisuutena tuoreet tavoitteet ovat näkemyksemme mukaan realistiset ja sektoria korkeammat. Tavoitteiden saavuttaminen vaatii kuitenkin operatiivisesti jatkuvasti vahvaa onnistumista. Markkinatilanteen ja erityisesti hintapaineen helpottaminen parantaisi selvästi mahdollisuuksia kasvu- ja kannattavuustavoitteiden saavuttamiseksi.

Yritysstot

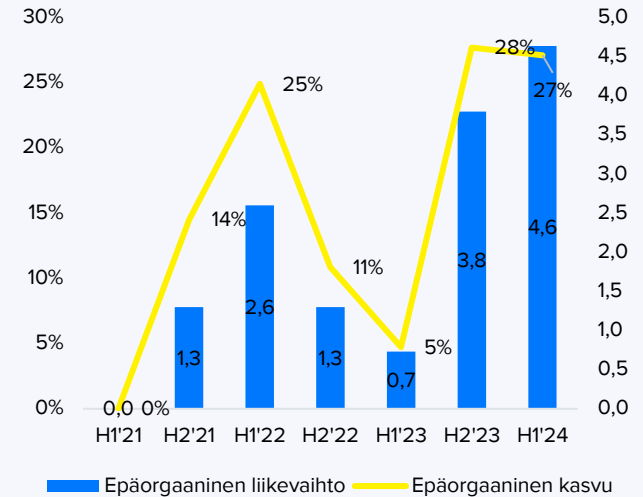
Kotimaisen IT-palvelumarkkinan rakenne on hajanainen, mikä tarjoaa hyvän alustan yritysstovetoiselle kasvulle. Toisaalta tällä hetkellä yritysstomarkkina on haastava, sillä ostajien ja myyjien arvostuserot ovat edelleen liian suuret. Tätä tukee myös viimeisen reilun vuoden aikana harvat toteutuneet yritysjärjestelyt. Ajan myötä arvioimme arvostuserojen kaventuvan ja yritysstoja jälleen toteutuvan. Lisäksi velkarahan hinnan stabiloituminen helpottaa transaktioiden toteutumista.

Netum on viime vuosien aikana toteuttanut neljä yritysstoa, vahvistaen integraatio-, data-, ohjelmistokehitys ja tuotetarjoomaansa. Vuonna 2019 yhtiö osti pienen AgentIT:n ja vahvisti integraatio-osaamista. Cerion-yritysston jälkeen vuonna 2021 liikevaihto ja kannattavuus laskivat hieman. Cerion ei siis pystynyt jatkamaan positiivista kasvu- ja kannattavuustrendiä, kuten aikaisempina vuosina, mutta matala arvostus (2022 EV/EBIT 7,3x) teki kaupasta onnistuneen. Studyo yritysosto on taas lukujen valossa edennyt

hyvin vuonna 2023 ja odotamme yhtiön maksavan lisäkauppahinnan tänä vuonna. Buutti-yrityssto oli Netumin tietoinen riski ostaa markkinassa heikossa tilanteessa olevaa ohjelmistokehitysoosaamista. Tämä riski vaikutta realisoituneen, sillä vuoden 2023 toteutuneilla luvuilla kaupan arvostus on hyvin kireä (EV/EBIT 18x) ja vaikka strukturointi vaikutti hyvältä, ei tämä kompensoi tuloslaskua.

Yhtiö ei ole kertonut mitään konkreettisia yritysstotavoitteita kasvun osalta. Mahdolliset yritysstot olisivat luultavimmin tarjoaman vahvistamista ja/tai isojen pitkäaikaisten sopimusten hankkimista, mikä vahvistaisi jatkuvia palveluita. Uudet yritysstot eivät kuitenkaan vaikuta olevan kovin korkealla Netumin agendalla ja ovat lyhyellä aikavälillä arviomme mukaan epätodennäköisiä. Yhtiö kommentoi priorisoivansa olemassa olevien toimintojen parantamista ensisijaisesti. Kansainvälisesti yhtiö kommentoi myös ensin panostavansa orgaaniseen kasvuun ja etenevän matalalla riskitasolla.

Epäorgaaninen kasvu



Yritysostot



- Netum osti lokakuussa 2021 tiedolla johtamisen ja digitaalisten palveluiden asiantuntijayritys Cerion Solutionsin.
- Yritysoston myötä Netumin asiakasportfolio laajeni etenkin yksityisellä sektorilla, kun Cerionin asiakasportfolio koostui noin 50/50 yksityisen ja julkisen sektorin asiakkaista.
- Lisäkauppahinta huomioiden ja vuoden 2022 toteutuneella laskeneella tuloksella järjestelyn EV/EBIT-kerroin asettui lopulta siihen tilanteeseen matalahkolle 7,0x tasolle, mikä tekee järjestelystä arvostuksen näkökulmasta hyvin onnistuneen (ostohetkellä sektorin suomalaisten mediaani arvostus oli 12x).
- Koko ostohetken kommentti on luettavissa [tästä](#).

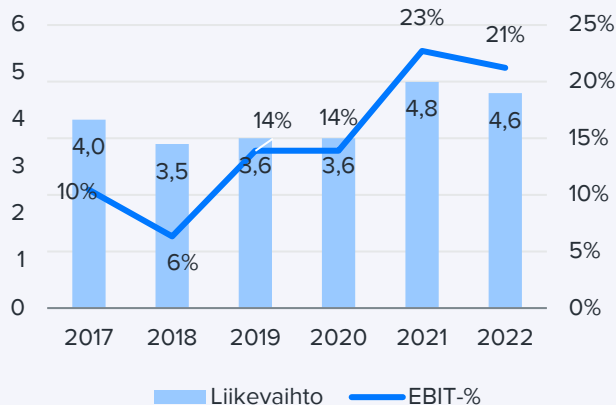


- Netum osti alkuvuonna 2023 pienen koulutussektorin ohjelmistotuotteisiin ja -palveluihin erikoistuneen Studyo Oy:n.
- Kaupan myötä ohjelmistotuotteiden merkitys kasvoi Netumin palveluvalikoimassa. Lisäksi yrityskauppa laajensi Netumin toimipisteverkoston Kuopion talousalueelle.
- Kauppahintaa ei julkistettu, mutta arviomme tämän olleen noin 2x liikevaihto.
- Suhtaudumme yleisesti hieman varauksella tuote ja palveluliiketoiminnan yhdistelmään, koska riskinä on hyvin erilaisten liiketoimintojen fokuksen katoaminen.



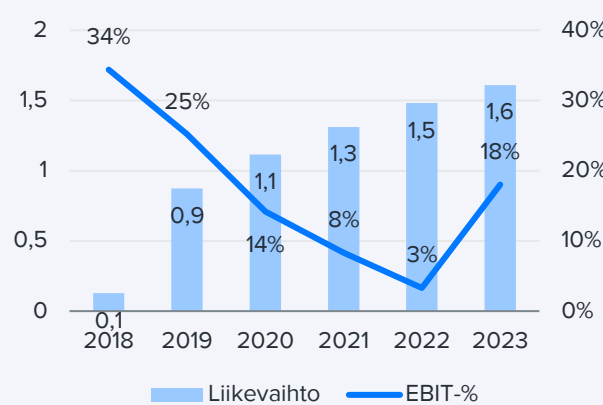
- Netum osti ohjelmistokehittäjä Buutti Oyn syyskuussa vuonna 2023.
- Kaupan myötä yhtiö vahvisti selvästi yksityisen sektorin asiakaskuntaa.
- Buutilla oli 110 työntekijää, jotka ovat keski-ikältään Netumin henkilöstöä nuorempia.
- Kaupan arvostus on vuoden 2023 toteutuneilla luvuilla hyvin kireä (EV/EBIT 18x) ja vaikka strukturointi vaikutti hyvältä, ei tämä kompensoi tuloslaskua.
- Koko ostohetken kommentti on luettavissa [tästä](#).

Cerion Solutions Oy

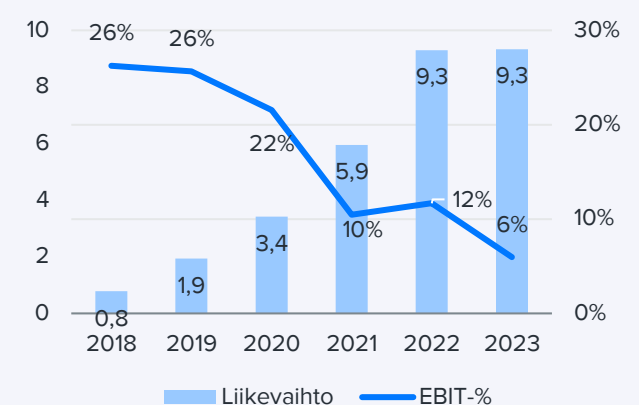


Lähde: Inderes

Studyo Oy



Buutti Oy



Taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen kehitys

Netumin historiallinen kehitys on ollut hyvää, sillä vuosina 2017-2023 liikevaihdon vuotuinen keskimääräinen kasvuvauhti oli 24 % ja orgaanisesti 17 %. Samalla kannattavuus oli vahvalla keskimäärin 15 %:n EBITA-% tasolla vuosina 2017-21, mutta laski sektorin tasolle vuosina 2022-23. Suomalaisen listatun IT-palvelusektorin orgaaninen kasvu on ollut keskimäärin vajaa 10 % ja EBITA-% 7,5 %. Näin kasvu ja kannattavuus oli vuosia lähes kaksi kertaa sektoria parempaa. Hyvä kannattavan kasvun historia on näkemyksemme mukaan osoitus Netumin omasta kilpailukyvästä, erityisesti julkisen sektorin asiakkaisissa.

Vuonna 2022 vahvan kasvun hallinta osoittautui kuitenkin kannattavuuden näkökulmasta haastavaksi ja kannattavuus laski selvästi (oik. EBITA-% 9 %). Yhtiö jatkoi kuitenkin investointeja ja vuoden 2023 toisella neljänneksellä alkanut IT-palvelumarkkinan heikkous iski selvästi myös Netumiin H1:llä, mutta tekeminen parani H2:lla. Koko vuonna 2023 liikevaihto kasvoi 27 % 32 MEUR:oon yritystön tukemana (16 %-yksikköä). Oikaistu EBITA-% laski samalla 7 %:iin pääosin heikkojen laskutusasteiden ajamana. Yhtiö toteutti loppuvuonna 2023 yhden ja vuoden 2024 alussa toiset muutosneuvottelut, sopeuttaakseen henkilöstöä ja tukeakseen kannattavuutta jatkossa.

Alihankinnan osuus laskenut

Liikevaihtoon nähden alihankinnan historiallinen osuus on puolestaan vaihdellut noin 9-29 %:n haarukassa. Luonteeltaan alihankinnan kustannukset ovat lähes täysin muuttuvia.

Vuoden 2023 alihankinnan käytön lasku 9 %:iin liikevaihdosta on puhtaasti heikon markkinatilanteen

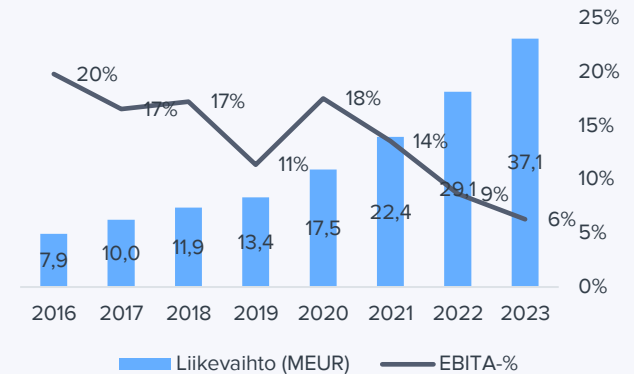
ajamaa. Alihankinta on kuitenkin edelleen keskeinen osa joustavuutta liiketoiminnassa ja kriittisen osaamisen hankintakanava. Yhtiö on viime vuosina panostanut alihankintaverkoston rakenteen ja monipuolisuuden kehittämiseen.

Henkilöstökulut luonnollisesti suurin kuluerä

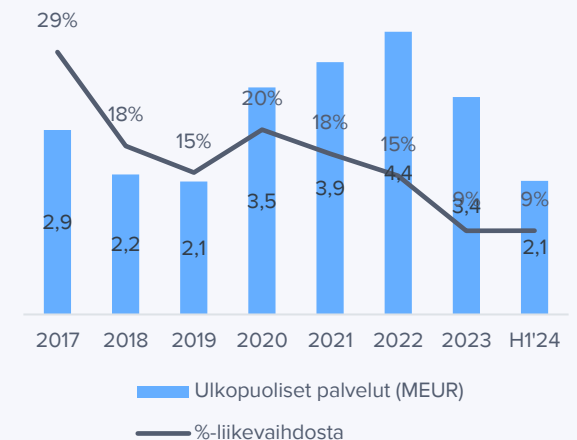
IT-palveluyhtiön tyypilliseen tapaan Netumin kulurakenteen suurin yksittäinen erä on henkilöstökulut, sillä yhtiön ansaintamalli on hyvin tieto- ja henkilöintensiivinen. Liikevaihtoon suhteutettuna henkilöstökulujen osuus oli puolestaan 72 %. Taso on korkea ja kulueristä näkemyksemme mukaan selkein heikomman kannattavuuden selittäjä. Tätä heikkoa kulusuhdetta voidaan myös kuvata heikkona laskutusasteena. Henkilöstökulut ovat luonteeltaan kiinteitä, mutta ilman laskutusasteista löytyvää nousuvaraa ne ovat heikosti skaalautuvia. Palkkainflaatio luo jatkuvasti vastatuulta kuluihin ja vaihtuvuus sekä rekrytointi heikentävät laskutusasteita. Tuoteliiketoiminnassa kuludynamiikka on sen sijaan hyvin erilainen ja skaalautuva, mutta tuotepuolen toiminta on kokonaisuuden kannalta vielä pientä.

Käytännön tasolla IT-palveluliiketoiminnan tekemisen ytimessä on laskutusasteiden hallinta, missä yhtiötä edesauttaa sisäisesti kehitetty ja erillisjärjestelmät yhteen liittävä johtamistyökalu. Tätä on jatkuvasti kehitetty. Tämän avulla yhtiö kykenee saamaan kattavan ja ajantasaisen tilannekuvan vapaista / vapautuvista osaamisistaan ja sitä kautta tehostamaan myynti-, toimitus- ja rekrytointiprosessejaan. Muilla sektorin yhtiöillä on myös vastaavaan tarkoitukseen omia sisäisiä ”toiminnanohjausjärjestelmiä” (Gofore, Silli, Vincit jne).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Alihankinnan kehittyminen



Taloudellinen tilanne 2/2

Muut kulut on pidetty pieninä

Netumin kolmas merkittävä kustannuserä on liiketoiminnan muut kulut. Nämä kulut ovat pääosin kiinteitä, joskin mukana on myös joitain muuttuvia osia. Liikevaihtoon suhteutettuna muut kulut ovat historiallisesti olleet noin 10-14 % ja keskimäärin 12 % vuosina 2017-2023. Sektorin mediaani oli 12 % vuonna 2023. FAS-kirjanpito nostaa liiketoiminnan muita kuluja suhteutettuna IFRS-kirjanpitoon, mikä johtuu toimitilavuokrien kirjauksista. Netumin liiketoiminnan muiden kulujen kulukuri onkin ollut varsin hyvä, mikä arviomme mukaan juontaa juurensa yhtiön yrittäjähenkiseen ajattelu- ja toimintakulttuuriin. Arviomme muiden kulujen pysyvän suhteellisen matalina myös jatkossa, vaikka listautuminen ja brändipanostukset ovat hieman nostaneet kuluja. Yhtiö ei enää aktivoi tuotekehityskuluja. Tähän liittyvät poistot ovat myös loppuneet.

Taseasema on terve

Yleisesti Netumin tase heijastelee hyvin IT-palveluyhtiölle tyypillistä rakennetta. Suurin muuttuja Netumilla ovat 23 MEUR yritysostoihin liittyvät aineettomat oikeudet, joka on yritysostovetoiselle strategialle luonnollista. Yrityskauppoihin liittyvät aineettomat oikeudet (konserniliikearvo) nousivat vuonna 2023 Studyo- ja erityisesti Buutti-yritysoston ajamana (2022: 11,4 MEUR). Aineettomia oikeuksia poistetaan vuonna 2024 reilu 3 MEUR vuosivauhtia. Oikaisemme yrityskauppoihin liittyvät poistot tuloksesta vertailukelpoisuudesta johtuen ja koska ne eivät vaikuta kassavirtaan.

Kokonaisuutena tase on terve ja vuoden 2023 lopussa Netumin omavaraisuusaste oli 39 % ja nettovelkaantumisasiaste 70 % (2022 60 % ja -9 %).

Erytisesti kulutehokas toimintamalli sekä edelleen hyvä kannattavuus- ja kassavirtaprofiili (vaikka omaa vahvaa historiaa heikompi) huomioiden pidämme yhtiön rakenteellista velankantokykyä hyvänä ja sektorin keskimääräistä parempana. Tätä sekä yritysostot sisällään pitämää kasvustrategiaa heijastellen arvioimme yhtiön olevan jatkossakin valmis etenemään kohtuullisen aggressiivisella, mutta samalla riittävää vakautta tarjoavalla pääomarakenteella.

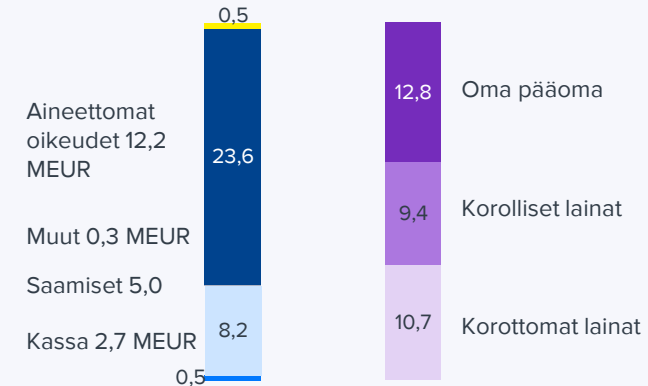
Arviomme mukaan taseasema voikin omavaraisuusasteella katsottuna tarkoittaa noin 30-40 % ja vastaavasti nettovelka / käyttökate - kertoimen kautta tarkasteltuna noin 2x-3x tasoa. Yritysostojen yhteydessä on näkemyksemme mukaan myös reippaamman vivun käyttäminen hetkellisesti perusteltua, kunhan ostokohteen strateginen sopivuus on hyvä, integrointiin liittyvät riskit hallittuja ja paluu takaisin pääomarakenteen normaaliin "terveeseen" tasoon realistinen lyhyehkön tulevaisuuden aikana.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on taseen puolesta hetkellisesti vähemmän liikkumatilaa epäorgaanisen kasvun osalta (2023 nettovelka/EBITA 3,2x). Keskipitkällä aikavälillä kassavirta vahvistaa jatkuvasti tasetta ja parantaa liikkumavaraa.

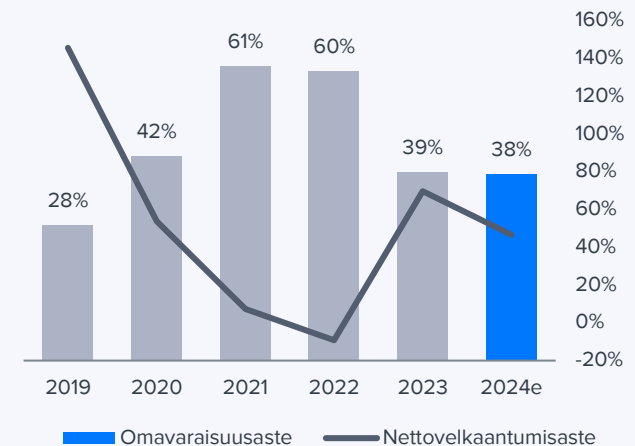
Kassavirta on vahva

Tavallisten käyttöpääomatarpeiden ja muiden normaalien (tavallisesti olemattomien) investointien jälkeen Netumin ja IT-palvelusektorin kassavirran suhde liikearvopoistoista oikaistuun liikevoittoon on todella vahva. Käytännössä epäorgaaninen kasvu ainoastaan sitoo pääomia. Näin vahva kassavirta vahvistaa strategian toteuttamisen resurssija ja tukee samalla myös osingonjakokykyä.

Taseasema vuoden 2023 lopussa



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme IT-palvelusektoria ja Netumia pitkälti henkilöstömäärän kautta, erityisesti lyhyellä aikavälillä. Netumilla on hyvä julkishallinnon puitesopimusten tilauskertymä antamassa pohjaa liiketoiminnalle, vaikka nämä suuret sopimukset ovat nyt työkuorman osalta laskussa.

Lyhyellä aikavälillä olennaisimmat epävarmuudet liittyvätkin pitkälti uusien kauppojen saamiseen, suurten hankkeiden loppumiseen, tarvittavissa rekrytoinneissa onnistumiseen ja tätä kautta kasvun kulmakertoimeen. Netum on myös kohdannut suuressa EURA 2021-hankkeessa ongelmia, mutta nämä ovat ymmärryksemme mukaan selvitetty ja takana. Lisäksi palkkainflaatio ja asiakashintojen paine on viimeisen vuoden aikana muuttunut aikaisempaa haastavammaksi. Toisaalta osajien vaihtuvuus ei aiheuta samassa mittakaavassa viime vuosina tottuja haasteita.

Kestävästi vahva kasvu ja kannattavuus vaativat yhtiöltä voimakkaiden kasvuinvestointien ja asiakaskysynnän tasapainon hallitsemista. Tässä yhtiöllä on ollut haasteita viimeisen parin vuoden aikana.

Pitkällä aikavälillä pätevät samat muuttujat kuin edellä mainitut. Lisäksi pitkällä aikavälillä kasvun tavoittelussa onnistuminen on riippuvainen yhtiön oman kilpailukyvyyn kehittymisestä, strategian suunnitelmien mukaisesta toteuttamisesta sekä yksityiselle sektorille vahvemmin laajentumisesta. Lisäksi pitkän aikavälin kasvun jatkumisen kannalta maantieteellinen laajentuminen on tarpeellista.

Pitkällä aikavälillä ennusteemme pohjautuvat enemmän toimialan yleisten suuntaviivojen

pohjalle, eikä historiallisten kilpailuettujen jatkumiseen samassa mittakaavassa myös pidemmällä aikavälillä. Arvioimme kannattavuutta puolestaan näiden tekijöiden sekä kestäviksi arvioimiemme marginaalitasojen kautta.

Liikevoiton alempien rivien ennustaminen on varsin suoraviivaista, eikä näiden erien ennustamiseen näkemyksemme mukaan liity erityistä epävarmuutta.

Ennusteissamme emme huomioi keskipitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan melko todennäköisiä yritysjärjestelyjä, sillä kauppojen ajoituksia ja kokoja on mahdotonta arvioida etukäteen.

Vuonna 2024 sektorin keskimääräistä parempi suoritus

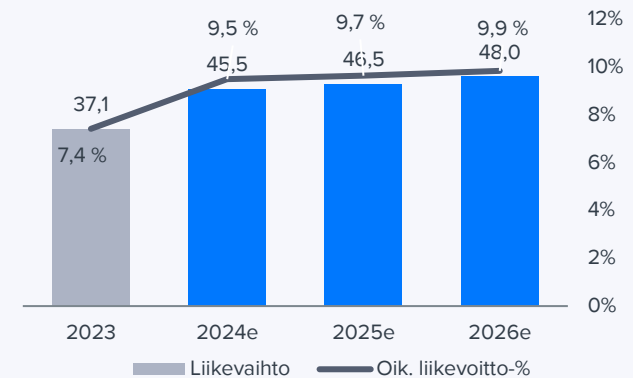
Netum arvioi tilikauden 2024 liikevaihdon olevan 45-49 MEUR ja vertailukelpoisen EBITAn olevan noin 8–11 % liikevaihdosta. Netumin alkuvuosi eteni hyvin ja liikevaihto kasvoi H1:llä 33 % 23 MEUR:oon. Orgaanisesti liikevaihto kasvoi 6 % H1'24:llä. Samalla EBITA-% parani 10 %:iin heikosta vertailukaudesta (H1'23 6 %) tehostamistoimien ja laskutusasteiden ajamana.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan 23 % 45,5 MEUR:oon vuonna 2024, mikä on aivan ohjeistuksen alareunassa (45-49 MEUR). Kasvua tukee Buutti-yritysosto (17 %). Ennustamme orgaanisen kasvun laskevan 5 %:iin vuonna 2024 vuoden 2023 12 %:sta, mikä on kuitenkin sektoria (+1 %) parempi taso. 46 MEUR:n liikevaihto tarkoittaa samalla, että yhtiö pääsee suhteellisen lähelle viime strategiakauden tavoitetta, joka oli 50 MEUR:n liikevaihto vuonna 2024.

Operatiiviset tulosajurit 2024-2027e

- Orgaaninen kasvu rekrytointien ja laskutusasteiden kautta
- Suuret julkiset sopimukset tukevat vielä tämän vuoden (esim. EURA), mutta ne alkavat asteittain laskea ensi vuodesta, jolloin paikkaavaa sopimuskantaa tarvitaan. Yhtiöllä on useampi suuri kilpailutus meneillään H2'24:llä.
- Kannattavuusparannusta tukee laskutusasteiden nousu, yritysasiakaskentän osuuden kasvu (korkeammat asiakashinnat) ja tuoteliiketoiminnan osuuden kasvu (parempi kannattavuus).
- Kannattavuutta rajoittaa palkkainflaatio ja sen heikompi vieminen asiakashintoihin (hintapaineen johdosta)
- Palkkainflaatio, hinnoitteluympäristö ja markkinaepävarmuus luovat vastatuulta

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/3

Ennustamme EBITA-%:n nousevan kulusäästöjen ja laskutusasteiden ajamana vajaaseen 10 %:iin vuonna 2024 (2023 oik. 7,4 % ja H1'24 10 %). Ennuste on näin kannattavuusohjeistuksen (8-11 %) keskivaiheilla. Absoluuttisesti odotamme oikaistun EBITAn kasvavan 4,3 MEUR:oon vuonna 2024 (2023: 2,8 MEUR). Odotamme yrityskauppoihin liittyvien aineettomien oikeuksien poistojen nousevan 3,2 MEUR:oon vuonna 2024 (2023 2,8 MEUR). Oikaisemme kyseiset poistot tuloksesta, joka parantaa yhtiöiden vertailukelpoisuutta ja koska ne eivät ole kassavirtavaikutteisia.

Viime vuonna toteutetusta Buutti yritysostosta ei ole odotettavissa suuremmin kulusynergioita, vaan yritysosto vahvistaa hallintorakenteita ja rekrytointia. Yhtiö nosti velkaa Buutti-yritystön rahoittamiseksi, jonka takia odotamme rahoituskulujen nousevan 1,0 MEUR:oon vuonna 2024 (2023 0,5 MEUR). Siten odotamme osakekohtaisen tuloksen olleen -0,05 euroa ja liikearvopoistoista oikaistuna 0,21 euroa (2023: -0,09 € ja 0,16 €)

Yhtiö on sitonut osingon EBITA-tulokseen ja odottaa jakavansa yli 40 % EBITA-tuloksesta osinkoina. Ennustamme yhtiön jakavan osinkoa 14 senttiä osakkeelta, mikä vastaa 41 %:n jakosuhdetta (2023: ei jaettu osinkoa).

Vuonna 2024 on tuloksen lisäksi kriittistä onnistua uusmyynissä. Sillä suurien julkisen sektorin sopimuksien työkuorma on vähentymässä selvästi tulevina vuosina. Tämä vähentää julkisen sektorin yleisesti tuomaa jatkuvuutta ja selkänöjaa. Yhtiöllä on ymmärryksemme mukaan noin vuosi aikaa löytää muutama korvaava suuri hanke (>10 MEUR, mikä tarkoittaa vuositasolla useamman MEUR:n hanketta) tai useita keskikokoisia (~5 MEUR tai

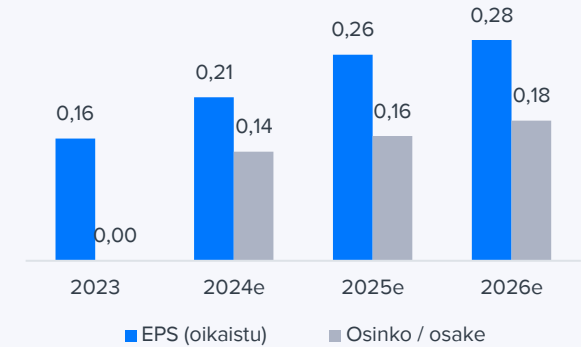
vuositasolla 1-2 MEUR:n hankkeita). Yhtiön pienen koon takia yksi suuri tai muutama keskikokoinen sopimus voi jo vauhdittaa kasvua selvästi. Ymmärryksemme mukaan asiakastytyväisyys on hyvä, mikä parantaa lähtökohtia löytää uusia hankkeita. Keskeisimmät riskit vuonna 2024 liittyvät myynissä onnistumiseen, hintapaineeseen ja laskutusasteiden hallintaan.

Vuosina 2025-2027 odotamme maltillista tuloskasvua

Vuonna 2025 ennustamme varovaisesti orgaanisen kasvun hidastuvan hetkellisesti 2 %:n tasolle isojen projektien työmäärän asteittaisen pienenemisen myötä, vaikka taloustilanne paranee ja tukee kysyntäympäristöä. Toisaalta julkisen sektorin säästöpaineeet luovat haasteita. EBITA-%:n ennustamme pysyvän reilun 10 %:n tasolla pääosin laskutusasteiden tukemana ja palkkainflaation sekä hinnoitteluympäristön rajoittamana. Odotamme julkisen sektorin kireän hintakilpailun takia sektorilta voitettujen uusien suurien projektien hintatason olevan päättyviä projekteja matalampi, mikä rajoittaa kannattavuutta. Näkemyksemme mukaan markkinatilanne on edelleen haasteellinen ja käänteeseen ajoitukseen ja paranemisen jyrkkyyteen liittyy edelleen selvää epävarmuutta.

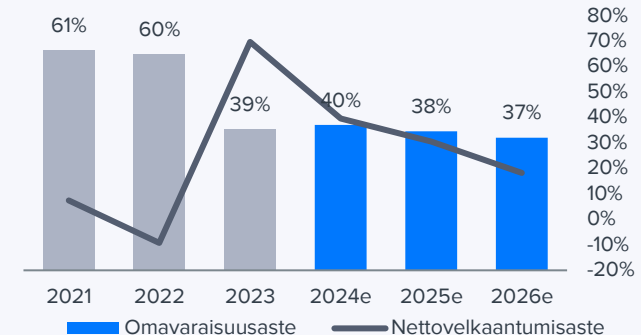
Vuosina 2026-2027 ennustamme yhtiön orgaanisen kasvun hieman kiihtyvän ja olevan 3-5 %, mikä on linjassa sektorin tasoon ja selvästi alle yhtiön historiallisen sekä tavoitetason. Lisäksi odotamme kannattavuuden nousevan hienoisesti vajaaseen 11 %:iin laskutusasteiden tukemana ja hintapaineen rajoittamana. Kannattavuustaso on selvästi yli sektorin (~7 %), mutta alle yhtiön historiallisen tason (>14 % 2017-22).

EPS ja osinko



Lähde: Inderes

Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Netum, Inderes

Ennusteet 3/3

Näin ollen strategiakaudella 2025-27 ennustamme yhtiön jäävän suhteellisen selvästi kasvutavoitteestaan (keskimäärin reilu 9 %), mutta vain hieman kannattavuustavoitteestaan (EBITA-% vähintään 12 %). Näkemyksemme mukaan yhtiön tavoitetaso vaatii tukea myös paremmasta markkinatilanteesta.

Ennustamme yhtiön jakavan noin 40 % EBITAsta osinkoina, mikä hyvän kassavirran ja jo vahvan taseen kanssa luo hyvin liikkumavaraa yritysostoille. Nettovelka/EBITA-suhdeluku on ennusteissamme 1,0x ja 0,0x vuosina 2025-26e.

Mikäli yritysostoja ei toteudu lähivuosina, pidämme suurehkoja osingonjakosuhteita hyvinkin mahdollisina.

Odotamme hieman sektoria parempaa suorittamista pitkällä aikavälillä

Pidemmän aikavälin ennusteissamme odotamme yhtiön pysyvän kiinni terveessä kasvussa markkinaa ohjaavien kysyntäajureiden sekä omien vahvuuksien ajamana. Ennustamme Netumin kasvavan pitkällä tähtäimellä 4-5 % vuodessa, mikä on hieman yli toimialan pidemmän aikavälin kasvun. Näin ollen myös pidemmän aikavälin ennusteitamme voidaan pitää jokseenkin konservatiivisina etenkin, kun huomioidaan vahva historia.

Liikearvon poistoista oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme olevan pitkällä aikavälillä 10-11 %:n tasolla, mikä on yli sektorin, mutta alle nykyisten tavoitetasojen. Keskeisimmät

pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat liikevaihdon hallittu kasvu, tehokkuusnostot (mm. palkkainflaation ja laskutusasteiden käsittely) sekä kulutietoisesta toimintamallista kiinni pitäminen.

Lyhennetty tuloslaskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	37,1	45,5	46,5	48,0	50,3
Käyttökate (EBITDA)	2,6	4,5	4,7	4,9	5,3
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	2,8	4,3	4,5	4,7	5,1
Liikevoitto (EBIT)	-0,2	1,1	1,2	1,4	1,8
Tulos ennen veroja	-0,7	0,1	0,9	1,2	1,6
Nettotulos	-1,1	-0,6	0,0	0,3	1,2
Osakekohtainen tulos	0,16	0,21	0,26	0,28	0,36
Vapaa kassavirta	-11,7	4,0	3,3	3,5	4,6
Avainluvut	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	27,2 %	22,8 %	2,3 %	3,2 %	4,7 %
Käyttökate-%	7,1 %	9,9 %	10,1 %	10,3 %	10,5 %
Oik. liikevoitto-%	7,4 %	9,5 %	9,7 %	9,9 %	10,1 %
Liikevoitto-%	-0,6 %	2,4 %	2,6 %	3,0 %	3,5 %
ROE-%	-8,7 %	-4,6 %	0,4 %	2,9 %	15,1 %
ROI-%	-1,3 %	5,1 %	6,5 %	9,0 %	13,4 %
Omavaraisuusaste	38,9 %	38,5 %	35,6 %	32,6 %	31,8 %
Nettovelkaantumisaste	69,8 %	46,7 %	41,8 %	35,0 %	11,1 %
Osakelukuja	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
EPS (oikaistu)	0,16	0,21	0,26	0,28	0,36
Kassavirta / osake	-0,96	0,32	0,26	0,28	0,36
Osinko / osake	0,00	0,14	0,16	0,18	0,20
Omapääoma / osake	1,05	0,97	0,83	0,69	0,61

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	15,4	13,7	29,1	17,1	20,0	37,1	22,8	22,7	45,5	46,5	48,0	50,3
Konserni	15,4	13,7	29,1	17,1	20,0	37,1	22,8	22,7	45,5	46,5	48,0	50,3
Käyttökate	1,9	0,9	2,8	1,2	1,4	2,6	2,4	2,1	4,5	4,7	4,9	5,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-1,1	-2,1	-1,3	-1,6	-2,8	-1,7	-1,7	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,7	0,8	2,5	1,2	1,5	2,8	2,3	2,0	4,3	4,5	4,7	5,1
Liikevoitto	0,9	-0,1	0,8	-0,1	-0,1	-0,2	0,7	0,4	1,1	1,2	1,4	1,8
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-0,3	-0,2	-0,1
Tulos ennen veroja	0,8	-0,2	0,6	-0,1	-0,6	-0,7	0,2	-0,1	0,1	0,9	1,2	1,6
Verot	-0,3	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,7	-0,9	-0,9	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,5	-0,3	0,2	-0,3	-0,8	-1,1	-0,2	-0,4	-0,6	0,0	0,3	1,2
EPS (oikaistu)	0,12	0,05	0,17	0,08	0,07	0,16	0,11	0,10	0,21	0,26	0,28	0,36
EPS (raportoitu)	0,04	-0,03	0,02	-0,03	-0,06	-0,09	-0,01	-0,03	-0,05	0,00	0,02	0,10

Tunnusluvut	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	47,8 %	14,7 %	30,2 %	10,9 %	45,5 %	27,2 %	33,2 %	13,8 %	23 %	2 %	3,2 %	4,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	7,5 %	-46,6 %	-18,6 %	-29,9 %	92,5 %	8,8 %	89,7 %	31,5 %	57,2 %	3,9 %	5,4 %	6,7 %
Käyttökate-%	12,1 %	6,9 %	9,7 %	6,9 %	7,2 %	7,1 %	10,5 %	9,4 %	9,9 %	10,1 %	10,3 %	10,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,2 %	5,8 %	8,7 %	7,1 %	7,7 %	7,4 %	10,1 %	8,9 %	9,5 %	9,7 %	9,9 %	10,1 %
Nettotulos-%	3,2 %	-2,2 %	0,6 %	-1,8 %	-3,8 %	-2,9 %	-0,8 %	-1,8 %	-1,3 %	0,1 %	0,6 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	11,6	24,2	21,3	18,3	15,3
Liikearvo	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	11,1	23,3	20,2	17,1	14,0
Käyttöomaisuus	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4
Sijoitukset osakkuusryhtyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
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	8,4	8,7	10,5	11,2	11,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,7	8,2	7,7	7,9	8,2
Likvidit varat	3,6	0,5	2,7	3,3	3,4
Taseen loppusumma	20,0	32,9	31,8	29,5	26,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	11,9	12,8	12,2	10,5	8,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-0,3	-2,7	-3,3	-5,0	-6,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	12,1	15,4	15,4	15,4	15,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,9	9,0	6,8	5,9	5,3
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	1,9	7,9	5,7	4,8	4,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Lyhytaikaiset velat	6,2	11,1	12,7	13,1	12,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	1,5	2,7	2,8	2,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,5	9,6	10,0	10,2	10,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	20,0	32,9	31,8	29,5	26,8

Sijoitusprofiili

1.

Sektoria parempi suorittaminen ja sektorilla myös hyvä pitkän aikavälin kasvunäkymä

2.

Laaja palvelutarjoama ja vahva todistettu kilpailuasema julkishallinnon puolella

3.

Yksityisestä sektorista tullut suurempi kokonaisuus selvällä toimialafokuksella, mikä kuitenkin vaatii vielä näyttöjä kasvusta

4.

Tuloskasvussa parannettavaa kasvun ja kannattavuuden kautta

5.

Asiakasportfolio on edelleen keskittynyt, vaikka aikaisempaa hajautetumpi

6.

Orgaaninen kasvu ei juurikaan sido pääomia ja kassavirta on vahvaa

Potentiaali



- Toimialan kysyntäajurit ovat vahvoja ja Netumilta löytyy laaja-alaista ratkaisuosaaamista
- Nyt leveämpi kasvupohja, kun julkisen sektorin lisäksi yksityinen sektori aiempaa suurempi ja selkeämpi kokonaisuus
- Toimintamalli ketterä ja joustava
- Yritysjärjestelyt kasvun kiihdyttäjinä ja hintakilpailukyvyyn parantajana
- Mahdollisesta kansainvälistymisestä laajempaa kasvupotentiaalia keskipitkällä aikavälillä
- Tuoteliiketoiminta tuo vielä vain pientä liikevaihtoa, mutta oleellista skaalautuvuutta

Riskit



- Uusmyynnissä ja vahvemmalle tuloskasvulle paluun viivästyminen tai epäonnistuminen
- Hintakilpailu ja julkisen sektorin säästötarpeet
- Kasvun ja laskutusasteiden hallitseminen
- Suurimpien asiakkaiden ansaintojen jatkamiset
- Osaajamarkkinassa pärjääminen ja kasvun kannalta tärkeissä rekrytoinneissa epäonnistuminen
- Riippuvuus suurista asiakkaista ja julkisesta sektorista
- Toistuneet tulosvaroitukset nakertavat luottamusta näkymiin
- Tulevissa yritysostoissa epäonnistuminen, erityisesti kansainväliset yritysostot nostavat riskitasoa

Arvonmääritys 1/3

Sijoitusprofiili muuttunut tavallaan käänneyhtiöksi

Sijoitusprofiililtaan Netum oli listautumishetkellä kannattava kasvaja. Viimeisen parin vuoden aikana kannattavuus on kuitenkin selvästi heikentynyt ja orgaaninen kasvu hidastunut. Näin yhtiö on muuttunut tavallaan käänneyhtiöksi, vaikka suorittaminen on edelleen sektorin keskimääräistä parempaa.

Yhtiö on kuitenkin nyt hieman paremmin tunnettu ja kokoluokka lähes tuplaantunut. Yhtiö on asemoitunut IT-palvelumarkkinassa vakaalle ja ennustettavalle julkiselle sektorille, vaikka siellä on tällä hetkellä hintapainetta ja julkisen talouden mittavat säästötarpeet luovat epävarmuutta. Lisäksi yrityssektorista on Buutti-yritysoston myötä tullut entistä vahvempi kasvujalka, joka hajauttaa liikevaihtoa. Yhtiön oma tuoteperhe on myös kasvanut kypsempään vaiheeseen ja tukee jatkuvuutta sekä kannattavuutta, vaikka se on suhteellisesti vielä vain pieni osa kokonaisuutta.

Osakkeen arvonmuodostusta ajaa näkemyksemme mukaan lyhyellä aikavälillä orgaaninen kasvu ja kannattavuusparannus. Pitkällä aikavälillä arvoa ajaa vahvemmin orgaaninen kasvu.

Näkemyksemme mukaan Netumin arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä kasvavat markkinat (yhtiö on historiassa kasvanut selvästi markkinaa paremmin)

- Vahva asema vakaalla ja ennustettavalla julkisella sektorilla sekä onnistuessaan Buutti-liiketoiminnalla yksityisen sektorin kasvu tukee arvostusta
- Kannattavuudessa selvää parannuspotentiaalia (historialliset tasot osoituksena vahvasta kannattavuudesta)
- Yrityskaupat
- Tuoteliiketoiminnan osuuden kasvu

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

- Orgaaniseen kasvuun liittyvät myynnin riskit ja hintapaine (keskeisin riski lyhyellä aikavälillä)
- Kannattavuuskäänteen onnistuminen ja sen mittakaava
- Yrityskauppojen integraatiot ja arvostustasot (osin realisoituneet)
- Suurten hankkeiden projektirisikit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Yhtiön suhteellisesti pieni koko ja keskittynyt asiakasportfolio (vaikka paranee jatkuvasti)
- Keskipitkällä aikavälillä IT-markkinan kroonisesti kireä osajakilpailu jarruttaa koko sektorin tuloskasvua
- Tuotestrategian epäonnistuminen

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		P/E	
	2024e	2025e	2024e	2025e
Digia*	8,5	7,2	10,5	9,3
Digital Workforce*	26,3	11,1	43,2	19,2
Gofore*	12,3	11,3	16,5	15,3
Loihde*	16,0	9,7	21,0	12,7
Innofactor*	12,6	11,0	16,0	13,8
Silli Solutions*	9,2	8,2	12,8	11,1
Solteq*	28,3	11,7		31,4
Tietoevry*	8,6	8,1	8,9	8,4
Vincit*	12,5	5,6	22,9	10,1
Witted Megacorp*	10,2	6,5	17,2	12,1
Bouvet	15,3	13,8	18,2	16,6
CombinedX	10,3	7,4	13,0	9,3
Avensia AB	11,5	8,9	13,0	9,6
Knowit	20,3	12,8	27,8	15,0
Netcompany Group	21,2	17,5	26,2	20,2
Netum (Inderes)	9,8	9,2	13,9	11,0
Keskiarvo	14,5	10,0	18,7	14,1
Mediaani kaikki	12,4	9,4	16,5	12,4
Ero-% vrt. mediaani	-19 %	-4 %	-13 %	-13 %
Mediaani suomalaiset	12,4	9,4	16,5	12,4
Ero-% vrt. suomalaiset	-19 %	-4 %	-13 %	-13 %

Lähde: Refinitiv / *Inderesin ennusteet seuraavissa yhtiöissä ja oikaistu ennuste. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvonmääritys 2/3

Verrokeista hyvä viitekehys

Pelkästään Helsingin pörssiin listattujen IT-palveluyhtiöiden lukumäärä on runsas ja Netumille voidaan kerätä hyvä vertailuryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Näkemyksemme mukaan verrokkiryhmästä on hyvä tiedostaa se, että siinä mukana olevat yhtiöt ovat pääosin Netumia suurempia toimijoita.

Lisäksi yhtiöiden kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet (esim. tuoteliiketoimintojen osuudet tai strategiset asemoitumiset) ja riskitasot ovat erilaisia. Kokonaisuutena verrokkiryhmä antaa kuitenkin hyvän viitekehysten.

Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiöissä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista erityisesti pidemmällä aikavälillä. Yhtiöiden välisten erojen hajontaa on kuitenkin, yhtiöiden eri strategioista ja niiden implementointien eri vaiheista johtuen.

Sektorilla suosimme yleisesti oikaistuja EV/EBIT-kertoimia hyvästä vertailukelpoisuudesta ja vahvoista taseista johtuen. Olemme oikaisseet liikevoitossa liikearvo- ja PPA-poistot. Talouden epävarmuuden ja yritysjärjestelymarkkinan kovan kilpailun myötä vahvojen taseiden saaminen tuottavaan työhön on kuitenkin haastavaa. Näin huomioimme arvostuskertoimissa vahvemmin myös P/E-kertoimen EV/EBIT-kertoimen rinnalla.

Netumin arvostus on vuoden 2024 kertoimilla 16 % ja vuoden 2025 kertoimilla 9 % alle suomalaisten verrokkien. Näkemyksemme mukaan suhteellinen arvostus on houkutteleva, kun huomioidaan suhteellisen maltillinen ja matalariskinen tuloskasvu, vaikka huomioidaan edelleen pienehkö koko ja keskittynyt asiakasriippuvuus. Pidemmällä aikavälillä Netum voidaan näkemyksemme mukaan hinnoitella vähintään samalle viivalle verrokkien kanssa, kun kannattavuus on kestävästi takaisin sektorin kärkitasolla tai asiakasriskitaso pienentynyt.

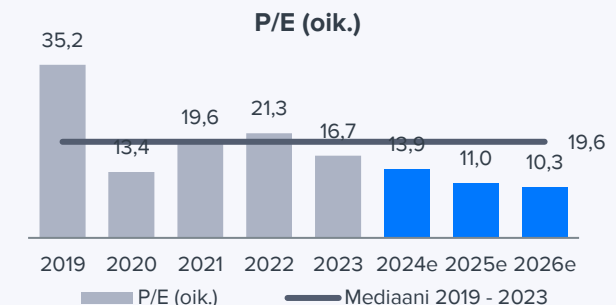
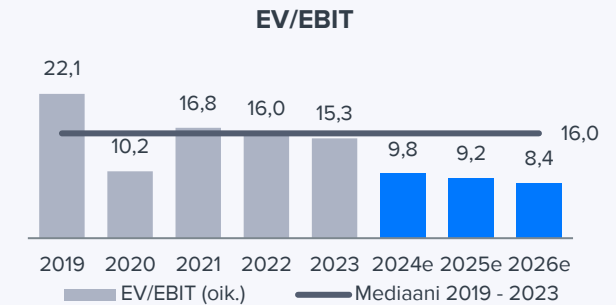
Arvostuskertoimet ovat 2024 osalta neutraalit ja 2025 osalta houkuttelevat

Näkemyksemme mukaan Netumin arvonnääritystä voidaan hyvin tarkastella absoluuttisten tulosperusteisten kertoimien kautta, koska liiketoiminta on strategisesti jo vakaassa vaiheessa, vaikka tuloskäänte on vielä kesken.

Ennusteillamme Netumin oikaistut EV/EBIT- ja P/E-kertoimet vuodelle 2024 ovat 10x ja 14x. Kurssilasku (-5 %) on ajanut arvostuskertoimien laskua, edellisestä päivityksestämme Q2-raportin yhteydessä. Tuloskertoimet ovat alle historiallisen tasojen (3v EV/EBIT 16x ja P/E 19x), vaikka suurelta osin perustellusti johtuen markkinan epävarmuudesta, nousseista koroista ja ennustetusta tuloskäänteestä. Vuoden 2025 oikaistut EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat 9x ja 11x, mikä on houkutteleva taso, kun huomioidaan maltilliset tuloskasvuodotukset ja tähän liittyvä aikaisempaa pienempi riskitaso.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,90	2,90	2,90
Osakemäärä, milj. kpl	12,6	12,6	12,6
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	43	41	40
P/E (oik.)	13,9	11,0	10,3
P/E	neg.	>100	>100
P/Kassavirta	9,2	11,2	10,5
P/B	3,0	3,5	4,2
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	9,4	8,8	8,1
EV/EBIT (oik.)	9,8	9,2	8,4
Osinko/EBITA (%)	40,9 %	45 %	48 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,5 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit ylittävät tuottovaateen

Tarkastelemme Netumin osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyt arvostustason näkökulmasta. Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina varovaisesti ennustaen edellytykset noin 5 % vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2024 tasoon nähden) liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden vetämänä vuosina 2025-2026. Varovaisilla ohjeistuksen (vähintään 40 % EBITA-tuloksesta) alalaidalla olevilla osinkoennusteillamme osinkotuotto on noin 5 %:n tasolla. Yhtiön vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorgaaniseen kasvuun ja tästä johtuen osinkoennusteemme ovat matalat. Lisäksi näemme Netumin 2024e arvostuskertoimet neutraaleina. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus, joka muodostuu osinkotuotosta ja tuloskasvusta on hieman yli 10 %. Näkemyksemme mukaan tuotto-odotus ylittää oman pääoman tuottovaateen.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys indikoi 3,6 euron osakekohtaista arvoa

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF), vaikka se on herkkä terminaalijakson muuttujille. Olemme käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson muuttujissa varsin konservatiivista näkemystä. Näin ollen malli tarjoaa näkemyksemme mukaan relevantin lisän muille käyttämillemme menetelmille ja pidemmän aikavälin tuottopotentiaalin tarkastelulle. DCF-mallimme mukainen osakekannan arvo on noin 45 MEUR ja osakekohtainen arvo 3,6 euroa. Tämä tukee positiivista näkemystä ja antaa kuvaa pidemmän aikavälin potentiaalista.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu on varovaisesti keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä 4-5 %:n tasolla, eli selvästi alle yhtiön historiallisen lähes 20 %:n orgaanisen kasvun vuosittain (viim. 6v). Lisäksi liikearvon poistoista oikaistu liikevoittomarginaali asettuu noin 10 %:iin, mikä on myös selvästi alle historiallisen tason (viim. 6v lähes 13 % keskimäärin), mutta kuitenkin yli sektorin keskimääräisen tason (7-8 %). Pitkän aikavälin ennusteet ovat suhteellisen selvästi alle yhtiön historiallisen tason, mutta hienoisesti yli sektorin keskimääräisen tason. Mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirroista on hyvinkin järkevällä 48 % tasolla. Tämä konkreettisesti väitteemme mallissa käytettyjen parametrien konservatiivisuudesta. Käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on 9,5 % ja oman pääoman kustannus 10 %.

Lisää-suositus ja tavoitehinta 3,2 euroa

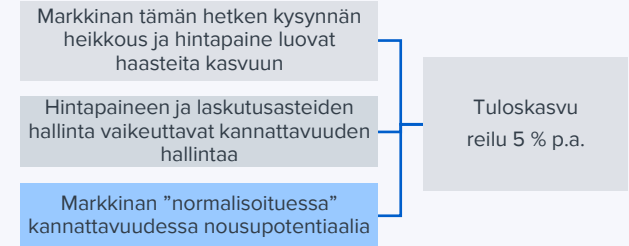
Toistamme Netumin 3,2 euron tavoitehintamme ja leventyneen nousuvaran seurauksena nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Näkemyksemme mukaan ennustamastamme osinkotuotosta ja maltillisesta tuloskasvusta muodostuva tuotto-odotus on yli oman pääoman tuottovaateemme ja siten pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta houkuttelevana.

Keskeinen riski näkemyksellemme muodostuu arviomme mukaan talouskasvun kehitykseen liittyvistä riskeistä, jotka voivat muokata lähivuosien tuloskasvunäkymää suhteessa ennusteisiimme. Näkemyksemme mukaan hyväksyttävien arvostuskertoimien ja kassavirtamallin pohjalta haarukoituna osakkeen käypä arvo on 3,0-3,7 euroa osakkeelta. Painotus tämän sisällä riippuu tuloskäänteen riskitasosta.

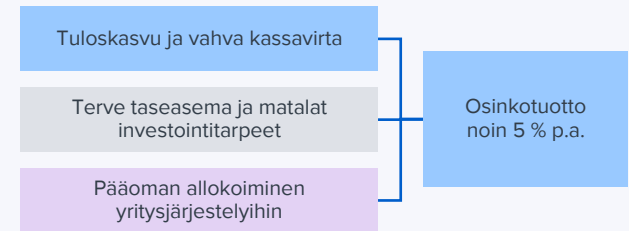
Osaketuoton ajurit 2024e-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

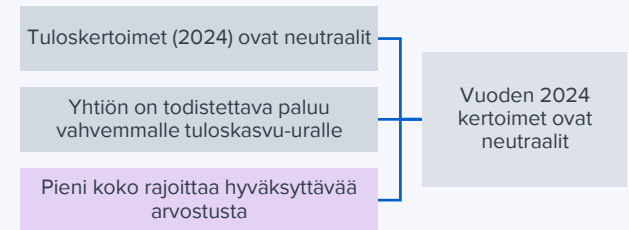
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



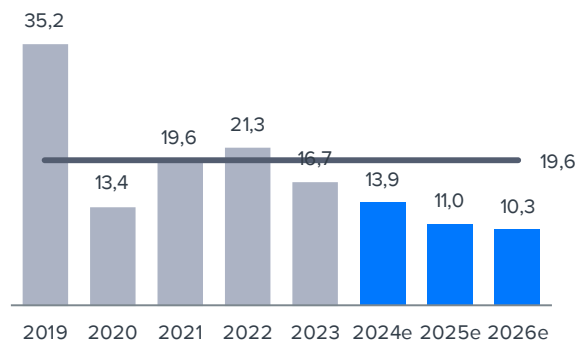
Osakkeen kokonaistuotto-odotus 10-12 % p.a.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,20	3,20	4,46	3,55	2,62	2,90	2,90	2,90	2,90
Osakemäärä, milj. kpl	9,00	9,00	11,5	11,7	12,2	12,6	12,6	12,6	12,6
Markkina-arvo	29	29	51	42	33	37	37	37	37
Yritysarvo (EV)	34	32	52	41	42	43	41	40	38
P/E (oik.)	35,2	13,4	19,6	21,3	16,7	13,9	11,0	10,3	8,1
P/E	>100	22,2	97,3	>100	neg.	neg.	>100	>100	29,8
P/Kassavirta	neg.	12,8	13,0	15,4	neg.	9,2	11,2	10,5	8,0
P/B	8,7	5,6	4,2	3,5	2,6	3,0	3,5	4,2	4,8
P/S	2,2	1,6	2,3	1,4	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	2,5	1,8	2,3	1,4	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	19,4	9,7	15,4	14,4	16,1	9,4	8,8	8,1	7,2
EV/EBIT (oik.)	22,1	10,2	16,8	16,0	15,3	9,8	9,2	8,4	7,5
Osinko/EBITA (%)	26 %	14 %	41 %	51 %	0 %	41 %	45 %	48 %	50 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,5 %	2,5 %	3,1 %	0,0 %	4,8 %	5,5 %	6,2 %	6,8 %

Lähde: Inderes

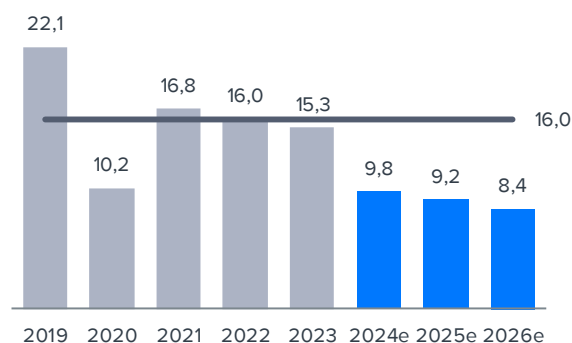
P/E (oik.)



■ P/E (oik.)

— Mediaani 2019 - 2023

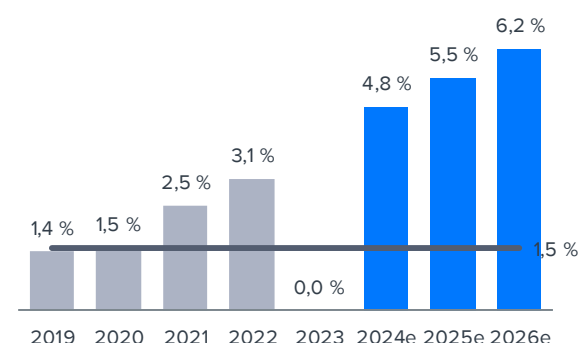
EV/EBIT



■ EV/EBIT (oik.)

— Mediaani 2019 - 2023

Osinkotuotto-%



■ Osinkotuotto-%

— Mediaani 2019 - 2023

Verrokkiryhmän arvostus

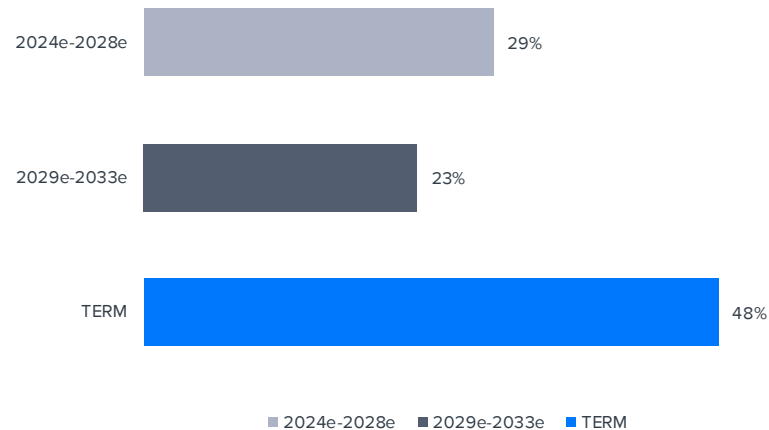
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e
Digia*	153	166	8,5	7,2	7,0	6,1	0,8	0,7	10,5	9,3	3,3	3,7
Digital Workforce*	42	27	26,3	11,1	22,3	10,2	1,0	0,8	43,2	19,2		
Gofore*	341	317	12,3	11,3	10,7	9,9	1,7	1,6	16,5	15,3	2,3	2,7
Loihde*	67	63	16,0	9,7	6,2	4,7	0,5	0,4	21,0	12,7	3,4	5,1
Innofactor*	60	66	12,6	11,0	8,8	7,3	0,8	0,8	16,0	13,8	4,8	5,4
Siili Solutions*	64	66	9,2	8,2	6,5	5,4	0,6	0,5	12,8	11,1	3,6	3,8
Solteq*	13	37	28,3	11,7	9,9	7,6	0,7	0,7		31,4		
Tietoevry*	2212	3132	8,6	8,1	7,4	6,9	1,1	1,0	8,9	8,4	8,0	8,3
Vincit*	38	27	12,5	5,6	10,2	4,8	0,3	0,3	22,9	10,1	4,4	6,5
Witted Megacorp*	26	18	10,2	6,5	12,1	6,4	0,3	0,3	17,2	12,1		
Bouvet	615	661	15,3	13,8	12,4	11,4	2,0	1,8	18,2	16,6	4,8	5,5
CombinedX	64	66	10,3	7,4	6,2	5,0	0,8	0,7	13,0	9,3		
Avensia AB	29	35	11,5	8,9	7,4	6,5	0,9	0,9	13,0	9,6	3,3	5,6
Knowit	403	486	20,3	12,8	9,0	7,3	0,8	0,8	27,8	15,0	2,3	3,9
Netcompany Group	2073	2388	21,2	17,5	15,7	13,3	2,7	2,4	26,2	20,2		
Netum (Inderes)	37	43	9,8	9,2	9,4	8,8	0,9	0,9	13,9	11,0	4,8	5,5
Keskiarvo			14,5	10,0	10,1	7,6	1,0	0,9	18,7	14,1	4,1	5,1
Mediaani kaikki			12,4	9,4	9,2	7,1	0,8	0,8	16,5	12,4	3,6	5,4
Erotus-% vrt. mediaani kaikki			-19 %	-4 %	2 %	25 %	13 %	17 %	-13 %	-13 %	35 %	3 %
Mediaani suomalaiset			12,3	9,1	9,4	6,9	0,8	0,7	16,2	12,1	4,0	5,2
Erotus-% vrt. mediaani suomalaiset			-19 %	-4 %	-4 %	23 %	13 %	17 %	-13 %	-13 %	11 %	3 %

Lähde: Refinitiv / *Inderesin ennusteet seuraavissa yhtiöissä ja oikaistu ennuste. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	27,2 %	22,8 %	2,3 %	3,2 %	4,7 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-0,6 %	2,4 %	2,6 %	3,0 %	3,5 %	4,5 %	6,0 %	7,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	-0,2	1,1	1,2	1,4	1,8	2,4	3,3	4,3	4,8	4,9	5,0	
+ Kokonaispoistot	2,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	2,6	1,8	1,3	1,0	0,7	
- Maksetut verot	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,6	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	2,7	3,8	3,8	4,0	4,9	5,5	5,3	5,3	5,2	5,0	4,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-15,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-11,7	3,3	3,3	3,5	4,6	5,1	4,9	4,9	4,8	4,6	4,4	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-11,7	3,3	3,3	3,5	4,6	5,1	4,9	4,9	4,8	4,6	4,4	60,4
Diskontattu vapaa kassavirta		3,2	2,9	2,8	3,4	3,5	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9	26,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		54,3	51,1	48,1	45,3	41,9	38,4	35,4	32,6	30,1	28,0	26,1
Velaton arvo DCF		54,3										
- Korolliset velat		-9,4										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		45,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain



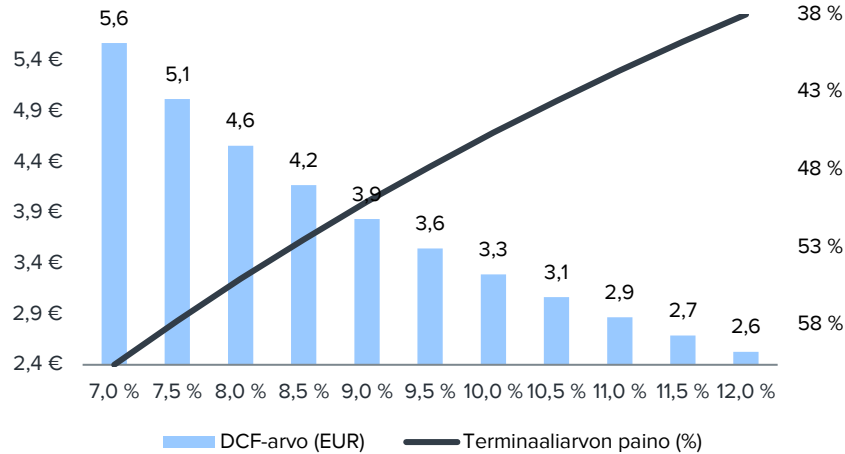
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,60 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

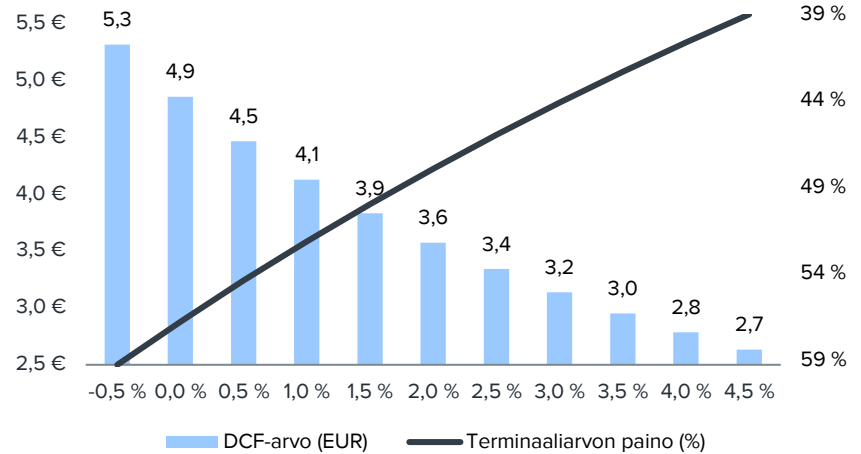
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

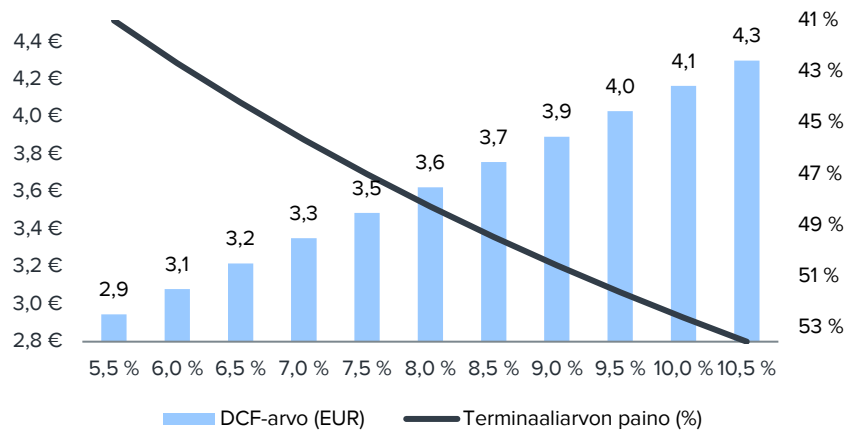
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



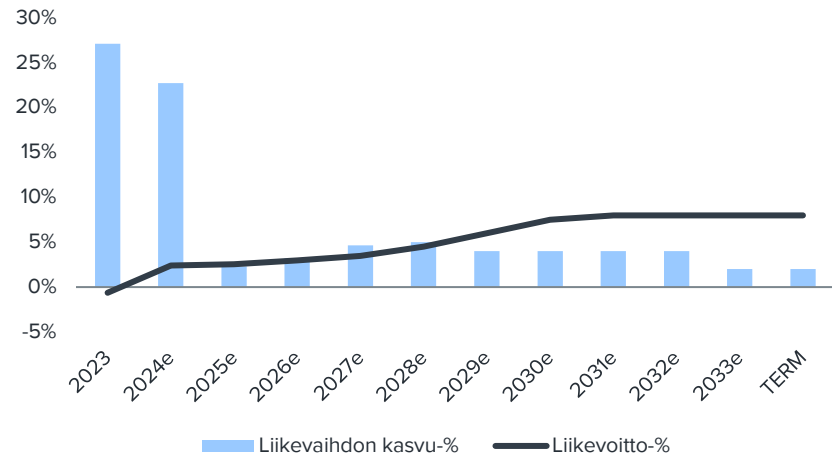
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositusistoria (>12 kk)

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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 tehdyin arviot 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
3.6.2021	Vähennä	4,20 €	4,45 €
25.8.2021	Vähennä	4,60 €	4,50 €
22.9.2021	Lisää	4,60 €	4,20 €
4.10.2021	Lisää	4,80 €	4,31 €
25.1.2022	Lisää	4,60 €	4,15 €
9.3.2022	Lisää	4,60 €	4,10 €
9.8.2022	Lisää	4,60 €	4,03 €
17.8.2022	Lisää	4,60 €	4,08 €
16.12.2022	Vähennä	3,50 €	3,67 €
1.2.2023	Vähennä	3,50 €	3,55 €
8.3.2023	Vähennä	3,70 €	3,80 €
16.8.2023	Vähennä	3,10 €	3,37 €
9.2.2024	Vähennä	2,70 €	2,80 €
6.3.2024	Lisää	2,90 €	2,52 €
8.5.2024	Lisää	3,20 €	2,70 €
21.8.2024	Vähennä	3,20 €	3,06 €
15.9.2024	Lisää	3,20 €	2,90 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa 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.**