

Digital Workforce

Laaja raportti

11.4.2024 8:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Strategia tarkentunut vahvuuksien ympärille

Digital Workforce automatisoi asiakkaiden tietotyön prosesseja hyödyntäen ohjelmistorobotiikkaa. Viime vuosina strategian fokus on luonnollisesti tarkentunut valittuihin toimialoihin, valituilla kasvumarkkinoilla ja uudella omalla alustalla. Kilpailuetujen ympärille tarkennettu fokus tekee tuloskasvusta uskottavampaa, mutta vaatii vielä näyttöjä vahvemmassa läpimurrosta. Ennustemme heijastelevat lyhyellä aikavälillä yhtiön painopisteen muutosta kasvusta kannattavuuteen. Osakkeen arvostuskuva on kurssilaskun myötä muuttunut houkuttelevaksi. Toistamme osakkeen 3,4 euron tavoitehinnan ja nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä).

Digital Workforce on ohjelmistorobotiikka hyödyntävän automaation pioneeri

Digital Workforce toimii suuressa IT-palvelumarkkinassa, ohjelmistorobotiikka- ja automaatiovertikaalissa, jossa kilpailu on yleistä IT-palvelusektoria pienempi. Yhtiön palvelutarjoama kattaa koko elinkaaren ja sisältää konsultoinnin, kehityksen, käyttöönoton sekä ylläpidon omalla alustalla. Liikevaihdosta ~40 % on tällä hetkellä asiantuntijapalveluita ja ~60 % jatkuvaveloitteisia palveluita, mikä kuvastaa myös eroa palveluvetoisiin IT-palveluyhtiöihin. Liiketoimintamallin tarkoituksena on kasvattaa jatkuvaveloitteisten palveluiden absoluuttista ja suhteellista osuutta, mikä on hyvin skaalautuvaa liikevaihtoa.

Strategia on tarkentunut kilpailuetujen myötä valittuihin asiakastoimialoihin

Yhtiön strategia on muuttunut hieman useaan otteeseen viimeisen parin vuoden aikana, mikä kuvastaa yhtiön kehitysvaihetta vielä nuorella, mutta suurella automaatiomarkkinalla. Strategia on nyt tarkentunut luonnollisesti kilpailuetujen ympärille oman skaalautuvan Outsmart-alustaan sekä terveydenhuollon sekä pankki- ja vakuutusalan asiakkaisiin. Maantieteellisesti kasvun painopiste on ennallaan Iso-Britannian, Irlannin ja USA:n markkinoilla, mikä vastaa ~20 % liikevaihdosta ja kasvoi ~30 % vuonna 2023. Heikomman markkinatilanteen ajamana yhtiön fokus on kuitenkin lyhyellä aikavälillä muuttunut kasvusta kannattavuuteen. Yhtiö on tehnyt useita toimenpiteitä kannattavuuden parantamiseksi vuonna 2024. Näin yhtiölle jää suuri kassa epäorgaanisiin investointeihin, joiden tavoittelu painottuu kasvumarkkinoille ja erityisesti USA:an.

Fokus vaihtunut kasvusta kannattavuuteen

Digital Workforce on listautumisen jälkeen laskenut kaksi kertaa taloudellisia tavoitteitaan realistisemmiksi. Yhtiö tavoittelee nyt 50 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2026, mikä vastaa ~25 %:n vuotuista kasvua. Lisäksi tavoite on yli 10 %:n oikaistu käyttökate-% vuoden 2026 loppuun mennessä. Ennustamme yhtiön kasvavan 3-14 % vuosina 2024-26 jatkuvaveloitteisen liikevaihdon ajamana, mitä ajaa asiantuntija-asiakkaiden siirtyä jatkuvaveloitteiseen palveluun ja niiden jatkuva ylösaajo. Kasvu on heikomman taloustilanteen ajamana yhtiön historiallista tasoa matalampi. Lisäksi arvioimme käyttökate-%:n nousevan asteittain reiluun 10 % skaalautuvan liikevaihdon kasvun ajamana. Pidämme jopa hyvin todennäköisenä, että yhtiö vauhdittaa kasvua yritysostoin. Keskeisimmät riskit liittyvät uusasiakashankinnan onnistumiseen erityisesti kasvumarkkinoilla, Outsmart-alustan skaalautumiseen ja mahdollisiin yritysjärjestelyihin

Arvostuskuva on varovaisen houkutteleva ja käänteen onnistuessa on nousuvaraa edelleen

Sijoitusprofiililtaan Digital Workforce on käännetyhtiö, joka on erityisen mielenkiintoinen pidemmällä aikavälillä. Lähivuosien ennusteidemme sekä yhtiölle hyväksyiemme arvostuskertoimien, osien summan, skenaario-analyysin sekä DCF:n pohjalta arvioimme Digital Workforcen osakkeen käyväksi arvon haarukaksi 3,0-4,5 euroa osake. Nykyisessä tilanteessa markkinan epävarmuuden ollessa korkealla ja yhtiön uuden strategian vielä ollessa alkuvaiheessa on tavoitehintamme haarukan alalaidalla ja riskikorjattu tuotto-odotus yli tuottovaateen.

Suositus

Lisää

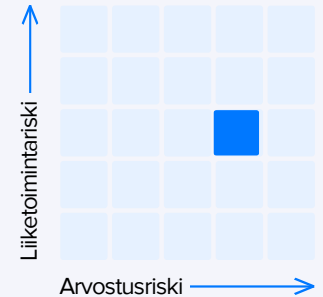
(aik. Vähennä)

3,40 EUR

(aik. 3,40 EUR)

Osakekurssi:

2,85



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	24,9	25,6	27,8	31,7
kasvu-%	-2 %	3 %	9 %	14 %
EBIT oik.	0,0	0,6	1,6	3,7
EBIT-% oik.	-0,2 %	2,2 %	5,8 %	11,7 %
Nettotulos	-0,7	0,7	1,5	3,1
EPS (oik.)	0,01	0,06	0,14	0,29
P/E (oik.)	>100	47,0	19,7	9,7
P/B	2,3	2,1	1,9	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	32,3	10,0	3,5
EV/EBITDA	neg.	24,0	8,9	3,3
EV/Liikevaihto	0,87	0,70	0,58	0,41

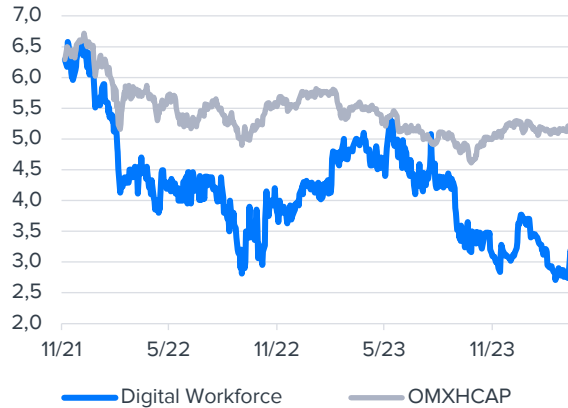
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

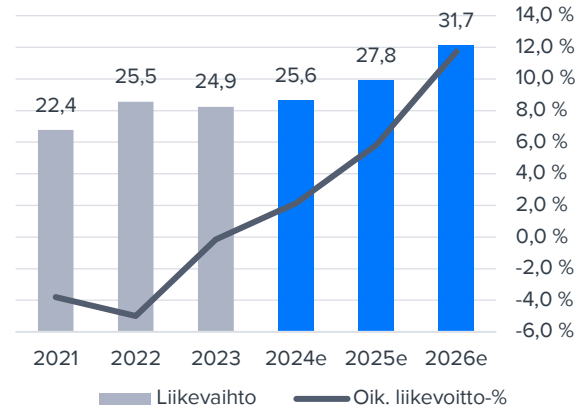
Digital Workforce arvioi koko vuoden 2024 liikevaihdon olevan korkeampi ja oikaistun käyttökateen olevan positiivinen ja paranevan vuoteen 2023 verrattuna.

Osakekurssi



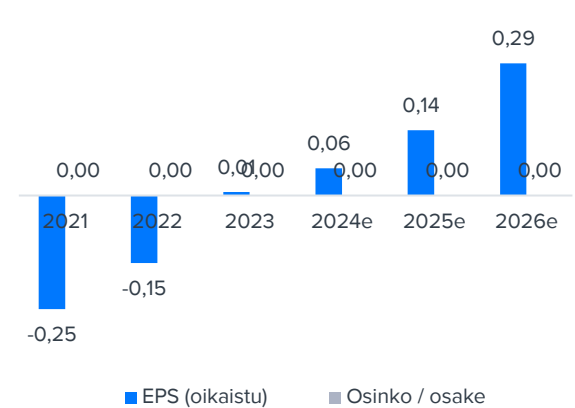
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uusissa markkinoissa onnistuminen (USA, UK ja Irlanti) ja kasvun kiihtyminen
- Outsmart-alusta tulisi vahvistaa kilpailuetua, kiihdyttää kasvua sekä parantaa skaalautuvuutta
- Parempikatteisen jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihdon osuuden kasvu ajaa tuloskasvua ja tekee sijoitusprofiilista houkuttelevamman
- Skaalautuvuuden parantaminen
- Yritysostot



Riskitekijät

- Kasvustrategian onnistuminen, erityisesti Yhdysvalloissa
- Outsmart alustan kaupallistamisen onnistuminen
- Investointien tuottavuus
- Suurten RPA-tekniikoiden kehitys ja laajentuminen ylläpitoon
- RPA-asiantuntijatyön bulkkiutuminen ja asiakkaiden ottaminen tekemisen inhouseen
- Markkina- ja teknologiamuutoksiin reagointi
- Työntekijäimagon kehitys ja rekrytoinneissa onnistuminen
- Palkkainflaatio ja vaihtuvuuden hallinta
- Yritysostot

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,85	2,85	2,85
Osakemäärä, milj. kpl	11,3	11,3	11,3
Markkina-arvo	32	32	32
Yritysarvo (EV)	18	16	13
P/E (oik.)	47,0	19,7	9,7
P/E	47,0	21,6	10,3
P/Kassavirta	18,7	23,3	10,1
P/B	2,1	1,9	1,6
P/S	1,3	1,2	1,0
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,4
EV/EBITDA (oik.)	24,0	8,9	3,3
EV/EBIT (oik.)	32,3	10,0	3,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-17
Ohjelmistorobotiikkamarkkina ja kilpailukenttä	s. 18-23
Strategia	s. 24-26
Taloudellinen tilanne	s. 27-28
Ennusteet	s. 29-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-41
IT-palvelumarkkina ja kilpailukenttä	s. 42-57
Vastuuvapauslauseke	s. 58

Digital Workforce lyhyesti

Digital Workforce on liiketoiminnan automaatioalustayhtiö, joka hyödyntää voimakkaasti robotiikkaa. Yhtiön ratkaisut luovat automaation hyötyjä asiakaskunnalle erityisesti terveydenhuollossa sekä pankki ja vakuutustoimialalla, Pohjoismaissa ja kansainvälisesti.

2015

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

25 MEUR (+2 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

61 % osuus & 2 % kasvu (2022: 59% ja 29 %)

Strategisten jatkuvaveloitteisten palveluiden osuus ja kasvu vuonna 2023

0,0 MEUR (0 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2023

186 (191)

Henkilöstö 2023 keskimäärin

Toimistot 5 maassa

Suomi, Puola, Ruotsi, Iso-Britannia ja USA

2015-2019

- Perustettu 2015
- Ruotsin toiminnot aloitettiin 2016
- Ulkopuoliset sijoittajat tulevat mukaan rahoittamaan kasvua vuonna 2016
- Puolan, Norjan ja Tanskan toiminnot vuonna 2017
- USA:n, Ison-Britannian ja Saksan toiminnot aloitettiin vuonna 2019
- Kasvu on voimakasta ja panostukset pitävät kannattavuuden selvästi negatiivisena
- Uudet toiminnallisuudet: 2016 Robot-as-a-Service-alustapalvelu, 2018 Run Management -automaatioiden ylläpitopalvelu

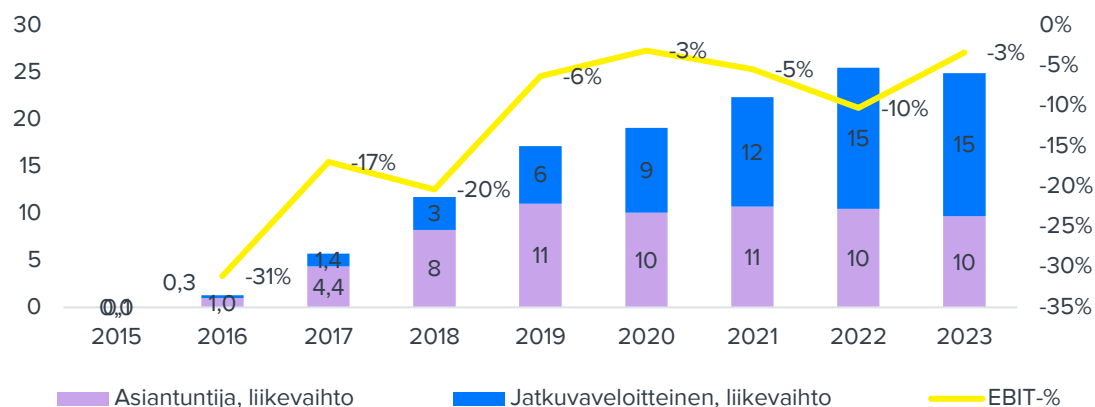
2020-2021

- USA:n ja Ison-Britannian markkinat etenivät hyvin, mutta Saksassa oli haasteita
- Kasvupanostukset jatkuvat ja kannattavuus negatiivinen
- Listautuminen vuonna 2021 kasvun kiihdyttämiseksi
- Uudet toiminnallisuudet: 2020 Roboshore (asiakas maksaa käytön mukaan) ja teknologiaportfolion laajentaminen

2022-

- Strategiapäivitys ja oman Outsmart-alustan kehitys ja kaupallistaminen
- Panostuksia Yhdysvaltoihin ja Isoon-Britanniaan
- Fokus pankki- & vakuutus- sekä erityisesti terveydenhuollonasiakkaissa
- Painopiste siirretty kasvusta kannattavuuteen
- Skaalautuvien jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihto keskiössä

Liikevaihto ja EBIT-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Robottiikkaa hyödyntävän automaation pioneeri

Digital Workforce on liiketoiminnan automaatioalustayhtiö, joka hyödyntää voimakkaasti robotiikkaa. Yhtiö perustettiin vuonna 2015 auttamaan alun perin terveydenhuollon organisaatioita tietotyön automatisoinnissa. Nyt palveluntarjonta kattaa automaation koko elinkaaren: suunnittelun ja konsultoinnin, kehityksen ja käyttöönoton, pilvipohjaisen alustan, tuen ja ylläpidon sekä jatkokehityksen.

Yhtiö listautui vuonna 2021 ja keräsi samalla varoja kasvupanostusten kiihdyttämiseen. Listautumisen jälkeen yhtiö kiihdytti panostuksia kansainvälistymiseen, mutta markkinatilanteen heikennyttyä kasvupanostuksia hillittiin ja fokus siirtyi vuoden 2022 lopulla enemmän kannattavuuteen. Yhtiö investoi kuitenkin edelleen, vaikkakin aikaisempaa tarkemmin oman Outsmart-alustan kehittämiseen ja kasvuun Yhdysvalloissa sekä Iso-Britannian ja Irlannin alueella.

Toimipaikat sijaitsevat Suomessa, Ruotsissa, Isossa-Britanniassa, Irlannissa, Saksassa, Puolassa ja Yhdysvalloissa. Suurimmat toimipisteet henkilöstöllä mitattuna ovat Puolassa ja Suomessa. Henkilöstö oli vuonna 2023 keskimäärin 186.

Liikevaihto hyvin jatkuvaluonteista

Digital Workforcen liikevaihdon rakenne muodostuu asiantuntijapalveluista ja jatkuvaluonteisista palveluista. Yhtiön tavoitteena on edelleen kasvattaa jatkuvaluonteisten palveluiden osuutta, joka oli 61 % liikevaihdosta vuonna 2023 (2020: 47 %). Näin rakennetta voidaan kuvata hyvin jatkuvaluonteiseksi, mikä parantaa ennustettavuutta sijoittajien kannalta.

Ymmärryksemme mukaan tällä hetkellä noin 75 % asiakkaista ostaa myös jatkuvia palveluita. USA:ssa käyttö on vielä vähäisintä, mikä johtuu yhden suuren asiakkaan puhtaasta asiantuntijatyön käytöstä. Yhtiö odottaa USA:n jatkuvaveloitteisen laskutuksen suhdeluvun parantuvan liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa.

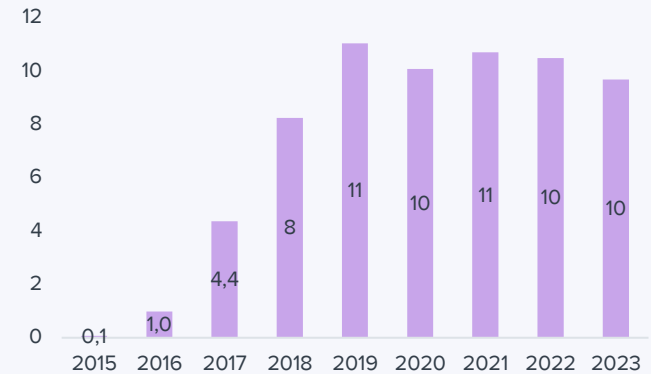
Liiketoimintamallin tarkoitus kasvattaa skaalautuvia jatkuvaveloitteisia palveluita

Yhtiön tyypillinen asiakassuhde alkaa asiantuntija-palveluiden neuvonanto- ja toteutuspalveluilla ja jatkuu alustapalveluilla sekä automaatioiden ylläpitopalveluilla. Asiantuntijapalvelut ovat fyysisten työntekijöiden tuntipohjaista veloitusta.

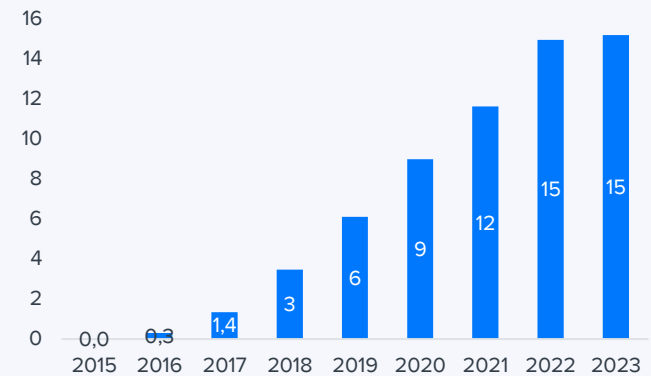
Jatkuvaveloitteiset palvelut ovat taas pääosin yhtiön oman automaatioalustan volyyymi-, minuutti- tai potilaskohtaista laskutusta ja pieni (~1/3) osa fyysisen työntekijän tekemää automaation optimointia ja valvontaan perustuvaa laskutusta. Liiketoimintamallin tarkoitus on kasvattaa korkeakatteisemman jatkuvaveloitteisten palveluiden absoluuttista ja suhteellista osuutta liikevaihdosta. Näin neuvonanto- ja asiantuntija-palveluiden kasvu ja onnistuminen ovat kriittisiä jatkuvaveloitteisen palveluiden kasvun kannalta.

Asiantuntijapalvelut sisältävät advisory-palvelut (konsultointi) ja automaation toteutus- sekä käyttöönottopalvelut. Asiantuntijapalveluista laskutetaan pääosin tuntiveloituksella ja näin laskutusasteet ovat kriittisiä kannattavuuden osalta. Yhtiöllä on joitakin kiinteähintaisia projekteja. Arviomme mukaan ”normaali” kannattavuus (~5 % EBITA) heijastelee selvästi positiivista, mutta alle IT-palvelusektorin tyypillistä kannattavuutta.

Asiantuntijaliikevaihto



Jatkuvaveloitteinen liikevaihto



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Maantieteellisesti Advisory-palvelut tehdään hyvin paikallisesti ja toteutushankkeet tehdään sitten suurelta osin Puolasta, joka tuo matalan kulutason myötä hintakilpailukykyä. Yhtiö rakentaa tällä hetkellä Irlantiin toista toteutusyksikköä, jonka tarkoitus olisi palvella asiakkaita myös Yhdysvalloissa. Asiantuntijaliiketoiminnan katteet USA:ssa ovat Eurooppaa paremmat ja erityisesti, kun toimituksia aletaan tekemään Euroopasta, katerakenne paranee. Pitkällä tähtäimellä Yhdysvaltojen voimakkaan kasvun realisoituessa yhtiö tavoittelee edelleen vastaavaa matalan kustannustason toimitusyksikköä samoilta aikavyöhykkeiltä.

Yleisesti asiantuntijapalveluiden kartoitus, rakentaminen ja toteutus kestää muutamasta päivästä muutama viikkoon, jonka jälkeen se siirtyy ylläpitovaiheeseen. Yhtiö alkoi viime vuonna käyttää alihankintaa, vaikka se vielä on pientä tuo se hyvää joustavuutta

Jatkuvaveloitteiset palvelut sisältävät pääosin yhtiön pilvipohjaisen Outsmart-automaatioalustan palveluita, mutta osin myös fyysisistä työtä. Automaatioalustan palvelut ovat hyvin skaalautuvia. Ymmärryksemme mukaan jatkuvaveloitteisten palveluiden asiakasvaihuvuus on hyvin pieni. Hinnoittelumalleja on kolme; 1) kuukausi- eli resurssipohjainen, 2) minuuttipohjainen veloitus ja uutena 3) ”per potilas” koko hoitoketjun läpi.

Jatkuvaveloitteisten palveluiden sisällä on useita eri kannattavuusrakenteita, lisenssien jälleenmyynti joka on arviomme mukaan tällä hetkellä ~50 % liiketoiminnan liikevaihdosta on matalakatteista. 30 % on oman henkilöstön työtä ja vastaa asiantuntija kannattavuustasoa (~5 %). Loput noin 20 % on omaan alustaan perustuvaa liikevaihtoa, joka on todella kannattavaa, koska se vaatii ainoastaan

orkestrointi ja kehityskuluja. Jatkuvaveloitteiset palvelut ovat tällä hetkellä myös keskitetty pääosin Puolaan, joka henkilökustannusten ja automaation matalan kulutason myötä tuo hieman hintakilpailuetua. Kokonaisuutena liiketoiminnan tulisi pystyä noin 20 %:n EBITA-% tasoihin. Digital Workforcen kilpailuetu perustuu jatkuvaveloitteisiin palveluihin ja omaan pilvipohjaiseen automaatioalustaan.

Oma Outsmart-alusta kilpailuetuna

Digital Workforcen kilpailuetu perustuu vahvasti yhtiön oman robotiikkaa ja tekoälyä hyödyntävän Outsmart-automaatioalustan ympärille. OutSmartissa on kolme eri tasoa Go/Scale/Enterprise riippuen tarpeen laajuudesta. Go on kevyin ja robotiikkapainoitteinen, kun taas Enterprise sisältä koko elinkaareen palvelut. Alusta on pilvipohjainen, joka mahdollistaa alustan joustavamman kehityksen ja päivittämisen. Pilviteknologiana yhtiö käyttää Microsoft Azurea. Yhtiö ei ole teknologiavalinnoissaan sitoutunut yhteen vaan on valmis soveltamaan parasta vaihtoehtoa, mikä laskee teknologiaan liittyvää riskiä.

Teknologia-alustan pohja muodostuu ”digityöntekijöistä”. Digityöntekijät ovat ohjelmistorobotiikkaan, tekoälyyn ja pilvipalveluihin perustuvia ohjelmistorobotteja, jotka hoitavat liiketoimintaprosesseja yhdessä ihmiskollegoiden kanssa. Digityöntekijät tuo automaatiokyvykkyyden ja ne ovat asiakkaan hyötyjen lähde. Digityöntekijöille mallinnetaan tietotyön työnkuluja. Tavoitteena on, että digityöntekijä oppii tekemään samoja asioita kuin ihminen, mutta nopeammin ja kulutehokkaammin.

LIIKETOIMINTAMALLI



Asiantuntijapalvelut



Advisory-
palvelut



Automaatioiden
toteutuspalvelut



IA Value Discovery



Implementation
Projects



Capability Build



IA Talent
Augmentation



DWF ROM Accelerator



DWF Academy



Jatkuvaveloitteiset palvelut



IA Cloud Platform
(Robot-as-a-service)



Run Management



Selfservice addition in
production



Roboshore



DWF Roboshore

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Alusta hyödyntää useita teknologioita, mikä parantaa sovellettavuutta ja laskee teknologiaan liittyvää riskiä. Keskeisimmät robotiikkateknologiat ovat UiPath ja Blueprism. Lisäksi yhtiö aloitti viime vuonna yhteistyön Robocorpin open-source ratkaisun ja Microsoftin powerplatformin kanssa. Asiakkaat käyttävät eri ratkaisuihin eri teknologioita ja siten kilpailuetuna toimittajalle/yhtiölle on useiden teknologioiden hallinta. Orkesterointiin yhtiö on kumppanoitunut Flowable AG:n kanssa, joka on osoittautunut hyväksi ratkaisuksi koko potilaan elinkaareen hallintaan. Lisäksi yhtiö soveltaa omia teknologioita esimerkiksi dokumenttikäsittelyssä.

Teknologian ja alustan toisen kerroksen muodostaa Run Management, eli toimintojen jatkuvuuspalvelut. Digityöntekijöitä valvotaan ja ylläpidetään vuorokauden ympäri yhtiön kehittämällä menetelmillä asiakkaan vaatimustasosta riippuen. Yhtiö hyötyy asiakkaan liiketoiminnan kasvamisesta tai automaatioasteen lisäämisestä, kun useampia skaalautuvia digityöntekijöitä otetaan käyttöön.

Kolmannen kerroksen muodostaa yhtiön mittava kokemus, jonka myötä yhtiö pystyy monistamaan aikaisempia kokemuksia ja mahdollistaa nopean käyttöönoton. Neljäs kerros muodostuu kaupallisesta muokattavuudesta. Asiakkaat pystyvät kokeilemaan Digital Workforcen ratkaisuja pienellä alkupanoksella ja joustavasti skaalamaan ylös palveluita (digityöntekijöitä) tarpeiden mukaan.

Digital Workforcen kilpailuetu perustuu vahvasti omaan joustavaan alustaan ja koko elinkaaritarkoitukseseen. Yhtiö on ollut omassa kentässään pioneeri ja kehittänyt alustaa 8 vuotta, mikä kuvastaa etumatkaa markkinalle pyrkiviin. Lisäksi harvat kilpailijat samassa kokoluokassa pystyvät tarjoamaan koko elinkaarta, varsinkaan

samalla pitkällä kokemuksella. Kolmas erottava tekijä kilpailijoihin verrattuna on lisenssien hallinta. Yhtiö ostaa itse pilvi- ja robotiikkalisenssit itselleen ja tarjoaa niitä asiakkaalle palveluna. Näin yhtiö pystyy optimoimaan lisenssejä ja saamaan määrääalennusta.

Oman alustan tehokkuuden ja asiakkaan kannalta on myös kriittistä, että käyttöönotto ei vaadi asiakkaan järjestelmissä räätälöintiä. Tämä nopeuttaa käyttöönottoa ja madaltaa Digital Workforcen alustan testauksen ja käyttöönoton kynnyksiä. Näin suora liitäntä, ilman räätälöintiä parantaa kasvu- ja kannattavuusmahdollisuuksia. Ainoa räätälöinti liittyy digityöntekijän opettamiseen asiakkaan tietyn kohdejärjestelmän käyttöön.

Outsmart-alusta lanseerattiin vasta vuoden 2022 lopulla uudessa muodossaan. Kaikki vanhat jatkuvan palvelun sopimukset on muutettu OutSmarttiin, mutta hinnoittelulogiikka ei muutettu väkisin vanhasta (minuutti/volyymi) uuteen (per potilas) laskutukseen. Outsmart-alustan kaupallistaminen eteni paljon viime vuoden loppupuolella. Laajoja Enterprise asiakkaita on vielä alle 10 täydessä toiminnassa, mutta useita on käynnistymässä. Lisäksi alustalla on hyvä myyntiputki. Kauppojen lukumäärä ei sinänsä ole ainoa kriittinen vaan myös asiakaskoko. Yhtiön kasvumarkkinoilla tavoittelemat asiakkaat ovat jopa kymmeniä kertoja Suomen suurinta asiakasta suurempia.

Oman alustan riskit liittyvät teknologialisenssien hintoihin ja uuteen kilpailuun. Lisenssihinnoissa on ollut painetta ylös, mutta yhtiö on ymmärryksen mukana saanut vietyä tätä eteenpäin asiakkaille. Kilpailuetua yhtiölle tuo alustan kehityksen etumatka (8 vuotta kehitystä). Toisaalta Digital Workforce on edelleen suhteellisen pieni ja investointivarat rajalliset verrattuna suuriin teknologiatoimittajiin.

Oman alustan hyödyt

- Monitekniologia – parhaat ja joustavat teknologiat käytössä
- Asiakas voi helposti ja joustavasti lisätä digityöntekijöitä ja skaalata niitä tarpeen mukaisesti
- Pilvipohjainen – ketterä päivitys ja ylläpito
- Pitkä kokemus asiakkailta usealta toimialalta ja teknologiasta mahdollistaa nopean ja tehokkaan käyttöönoton uusissa asiakkaissa
- Itsepalveluominaisuus loppuvuodesta mahdollistaa asiakkaan oman käyttöönoton
- Ei vaadi räätälöintiä asiakkaan tietojärjestelmiin

Teknologiat

 **Flowable**

blueprism[®]

 **UiPath**[™]

 **Power Automate**

 **Microsoft Power Platform**



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Maantieteellisesti Suomi suurin, mutta kasvufokus USA:ssa ja Iso-Britanniassa

Maantieteellisesti Suomen osuus liikevaihdosta on edelleen selvästi suurin (2023 43 % liikevaihdosta), vaikka sen osuus on odotetusti laskenut viime vuosina (2021 51 %). Toiseksi suurin markkina-alue liikevaihdolla mitattuna on EU:n ulkopuoliset markkinat (2023 19 %), mikä sisältää käytännössä kasvualueet Iso-Britannian, Irlannin ja USA:n. Puolan toiminnot ovat pääosin toimituskapasiteettia (near-shore) muihin maihin. Ruotsi vastasi 17 % liikevaihdosta ja Muu EU vastasi 9 %, joka on käytännössä Saksan markkina. Voimakkainten kasvaneet markkinat ovat viime vuosina olleet EU:n ulkopuolinen ja Muu EU, joiden kasvu kuitenkin hidastui viime vuonna noin 30 %:iin.

Suomessa markkina vaikutti olevan kypsässä vaiheessa ennen strategiatarkennusta ja vahvempaa asiakasfokusta. Nyt yhtiön mukaan kasvunäkymä on kuitenkin hyvä terveydenhuollon ja julkishallinnon vetämänä. Suomenkielisistä yhtiön tarjoaman ja erityisesti BluePrism-teknologian osaajista on pula. Lisäksi Suomessa on vankka ja hyvä asiakaskunta pankki- ja vakuutusosalalla. Suomessa investointitarpeet ovat myynnissä ja toimituskapasiteetissa.

Skandinaviassa viime vuosi oli pettymys, erityisesti Ruotsissa. Tanskan ja Norjan toiminnot lakkautettiin viime kesänä ja kyseisiä markkinoita hoidetaan jatkossa Ruotsista. Tämä indikoi Norjan ja Tanskan markkinoiden laskeneen prioriteettilistalla. Näkemyksemme mukaan investointien kohdentaminen suuremman potentiaalisiin markkinoihin on järkevää. Yhtiö odottaa kuitenkin maltillista kasvua lähivuosina Skandinaviassa ja

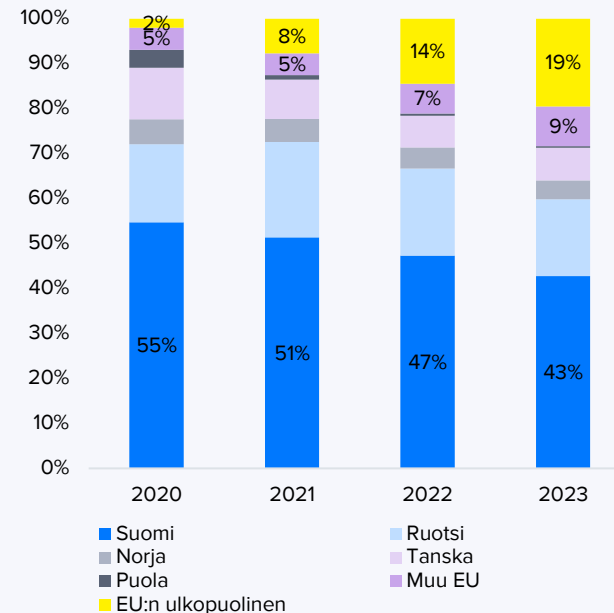
erityisesti Ruotsissa on yhtiön kommenttien perusteella hyviä kasvumahdollisuuksia.

Puola on edelleen puhdas osaamiskeskus ja globaali toimitusyksikkö. Puolassa on noin 70 työntekijää. Käyttöasteet ovat ymmärryksen mukaan hyvät ja toimituskapasiteettia kasvatetaan tarpeen mukaan.

USA on toinen kasvumarkkinoista ja tällä hetkellä ymmärryksen mukaan se tärkeämpi. Viime vuosi oli USA:n liiketoiminnalle hyvä ja samalla henkilöstömäärä siellä kaksinkertaistui. Kasvunäkymä on yhtiön kommenttien perusteella hyvä erityisesti terveydenhuollon asiakkaissa. Suomen HUS-asiakkuus on toimi aluksi hyvänä referenssinä ja nyt yhtiöllä on paikallisesti myös onnistumisia asiakaskentässä. USA:n yksityinen sektori on ostajana ”helpompi” asiakas, verrattuna esimerkiksi Suomeen ja Iso-Britanniaan. USA:n terveydenhuollon asiakkaat ovat yleensä instituutioita, mikä helpottaa laajentumista. USA:ssa liiketoiminta on ollut vahvasti asiantuntijavetoista, mutta uudet sopimukset sisältävät ymmärryksen mukaan lähes kaikki myös jatkuvia toimintoja, mikä on jatkuvuuden ja katerakenteen osalta positiivista. Lisäksi yhtiö tavoittelee jatkossa USA:n asiakastyöstä osan tehtävän Euroopasta, mikä tukee kannattavuutta halvemman tuotantokustannuksen myötä. Yhtiön investointitarpeet USA:ssa ovat ymmärryksen mukaan lähinnä myyntiin liittyviä (esim. mahdollisesti paikallisen vetäjän rekrytointi).

Iso-Britannian ja Irlannin toiminnot yhdistettiin viime vuonna. Irlannin toiminnot tulivat vahvemmin kuvaan vuonna 2022 yritysoston myötä. Kyseinen markkina-alue on yhtiön toinen kasvumarkkina.

Liikevaihto maantieteellisesti



Maantieteellinen kasvu-%	2021	2022	2023
Suomi	10 %	5 %	-12 %
Ruotsi	43 %	4 %	-13 %
Norja	8 %	5 %	-12 %
Tanska	-10 %	-8 %	0 %
Puola	-71 %	-49 %	-11 %
Muu EU (Saksa)	16 %	56 %	29 %
EU:n ulkopuolinen (UK USA)	352 %	115 %	32 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Eclair-yritystoston lisäkauppahintaa ei maksettu ja johto vaihtui kyseisellä markkina-alueella. Näin alueella on pientä epäjatkuvuutta, mutta yhtiö tavoittelee alueella edelleen vahvaa kasvua pidemmällä aikavälillä. Yhtiö on rakentamassa Irlantiin toista toimituskeskusta (Puolan lisäksi), joka voisi palvella Euroopan lisäksi USA:n asiakkaita Puolaa helpommin aikaeron takia. Lisäksi yhtiö aikoo rekrytoida Iso-Britanniaan edelleen terveydenhuollon osaamista jatkamaan kasvua. Irlannissa yhtiö tutkii myös pankki ja vakuutusala tarkemmin, mitä työtä yhtiö voi tehdä muualta ja mitä paikallisesti.

Valitut toimialavertikaalit

Digital Workforcen asiakaskunta oli vuonna 2020 suhteellisen hajautunut. Arvioimme sen edelleen olevan suhteellisen hajautunut, mutta terveydenhuollon osuuden nousseen. Yhtiöllä ei aikaisemmin ole ollut tarkempaa toimialafokusta, mutta yhtiön kasvaessa se huomasi vahvan osaamisen myötä kilpailuetua terveydenhuollon ja pankki sekä vakuutusalan asiakkaissa. Näin yhtiö fokusoi vuodesta 2023 lähtien kyseisiin asiakasvertikaaleihin. Fokus parantaa ja terävöittää yhtiön osaamista asiakasvertikaalissa ja siten vahvistaa kilpailuetua. Esimerkiksi terveydenhuollossa Suomessa, Skandinaviassa ja USA:ssa, jossa käytetään pääosin samaa potilastietojärjestelmää. Näin osaamisen hyödyntäminen maanrajojen yli myös helpottuu huomattavasti.

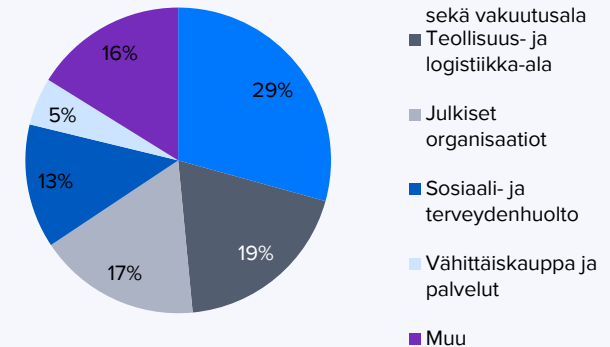
Matala asiakasriippuvuus ja hyvä asiakaspito

Automaatoratkaisujen ja Digital Workforcen

potentiaalisimmat asiakkaat ovat suuret ja keskiuuret organisaatiot tietotyövaltaisilla toimialoilla, kuten esimerkiksi pankki ja vakuutus sekä terveydenhuolto. Pohjoismaissa yhtiö tavoittelee lisäksi 100 suurinta yhtiötä jokaisesta maasta, 20 suurinta kuntaa, terveydenhuoltoa ja valtionhallintoa. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa yhtiö keskittyy keskiuurten yritysten segmenttiin. Nykyisissä asiakkaissa yhtiöllä on kuitenkin paljon näiden kriteerien ulkopuolisia toimijoita, mutta uusiasiakashankinta keskittyy edellä mainittuihin kriteereihin.

Digital Workforcen asiakasriippuvuus oli suhteellisen pieni, sillä 20 suurinta asiakasta vastasivat 58 % liikevaihdosta vuonna 2020. Arvioimme riippuvuuden edelleen pysyneen suhteellisen matalana. Tämä erottaa yhtiön myös puhtaista IT-palveluyhtiöistä, joilla asiakasportfolio on selvästi keskittyneempi. Keskimääräinen asiakas on reilu 100k euroa/vuosi. Keskimääräisen asiakaskoon tulisi kasvaa uusmyynnin fokuoituessa selvästi aikaisempaa suurempiin asiakkaisiin Pohjoismaissa ja erityisesti kansainvälisesti. USA:n terveydenhuollon yksittäiset asiakkaat ovat useita kymmeniä kertoja Suomen asiakkaita suurempia, mutta sopimuksen voitettua jatkuvien palveluiden ylösajo tulee asteittain ja suuremman laskutettavan osuuden kasvattaminen kestää yleensä pidempään. Asiakaskoon kasvaessa paranee myös skaalautuvuus samalla. Asiakastytyväisyys on ymmärryksemme mukaan myös jatkunut erittäin hyvällä tasolla (~4,2 asteikolla 0-5 vuosina 2019-2021).

Liikevaihto toimialoittain, 2020



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Asiakkaat ovat erityisesti antaneet positiivista palautetta yhtiön liiketoimintaprosessien automaation kyvykkyyksiin liittyvästä osaamisesta, jatkuvaluonteisesta tarjoamasta, joustavasta asiakaspalvelusta ja palveluiden korkeasta laadusta. Tämän myötä asiakaspoistuma on ymmärryksen mukaan ollut hyvin pientä vuosien varrella. Alhaista vaihtuvuutta tukee myös se, että kilpailu automaatoratkaisujen jatkuvissa palveluissa on pientä ja vaihtaminen vaikeaa sekä hyödyt pienet.

Organisaatio ja myynti

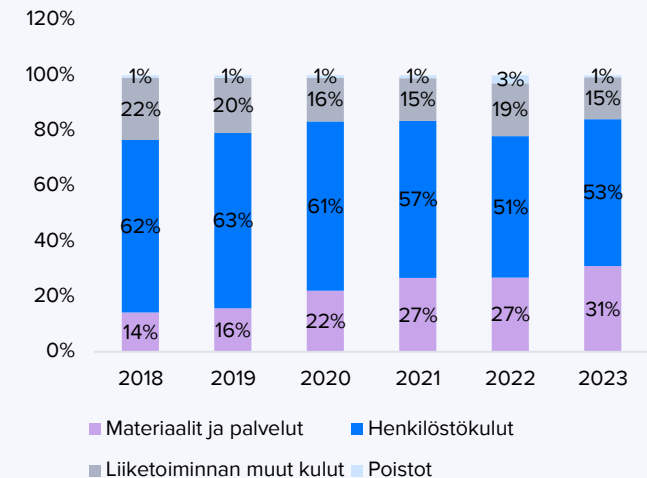
Organisaatorakenne on matala. Maayhtiöillä on autonomiset asemat ja myynti- sekä tulostavuuat. Maat ovat yhtä kuin markkina-alueet. Lisäksi rakenteeseen on tullut asiakasvertikaalit, jotka menevät läpi maaorganisaatioiden. Konsernifunktiot ovat talous, HR ja markkinointi. Organisaatiomallin myötä yhtiö pystyy näkemysmme mukaan suhteellisen helposti avaamaan uusia markkinoita, koska käytännössä tähän tarvitaan pelkästään myyjiä. Toisaalta nyt uudet markkinat eivät ole ymmärryksen mukaan ajankohtaiset, vaan yhtiö panostaa nykyisiin kasvumarkkinoihin.

Myyntiorganisaatio sisältää noin kolmekymmentä työntekijää, 3-5 per markkina ja asiakasvertikaali. Lisäksi yhtiö käyttää myös kumppaneita, mutta markkina ja toimialakohtaisesti. Kumppanimalli toimii erityisesti sellaisissa segmenteissä, joissa myyntisyklit olisivat pitkät ja tarvitaan paikallinen toimialaosaaminen. Iso-Britanniassa yhtiö tekee

esimerkiksi paljon töitä kumppaneiden kautta terveydenhuollon piirissä. Yleisesti myyntiaika vaihtelee paljon riippuen asiakkaasta ja on keskimäärin 3-6 kuukautta. Ymmärryksen mukaan yhtiö haluaa kehittää myyntiä enemmän kokonaisvaltaiseen suuntaan, mikä vaatii Digital Workforcen teknisen alustan lisäksi enemmän toimialaosaamista. Tämä on kriittistä, sillä nykyiset ostajat ovat korkeammalla asiakasorganisaatiossa ja vaativat syvempää ymmärrystä asiakkaan liiketoiminnasta.

Viimeisimmät organisaatiomuutokset ovat kesältä 2023, kun Iso-Britannia ja Irlanti laitettiin yhteen. Näin yhtiö sai tiivistettyä organisaatiota ja toimenkuvia. Samalla yhtiö otti pankki ja vakuutusalan omaksi asiakasvertikaaliksi. Myös toimitusorganisaatio, eli Puola ja lokaalit asiantuntijat laitettiin yhteen. Vuoden lopulla Tanska ja Norja siirrettiin Ruotsin alle, mikä myös tehosti toimintoja. Hallinnollisesti yhtiö on viime vuoden aikana tehnyt paljon konsolidointia, tilitoimistot, raportointi jne., mikä paransi johtamista ja toi tehokkuutta. Yhteenvetona voidaan sanoa viime vuonna tapahtuneen suhteellisen paljon muutoksia ja konsolidointia organisaatiossa, minkä tulisi helpottaa johtamista.

Kustannusrakenne,
%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Kulut ja skaalautumisen potentiaali muodostuu pääasiassa jatkuvista palveluista

Digital Workforcen liiketoimintamalli on kulujen ja skaalautuvuuden mielessä hybridi asiantuntijapalveluiden ja ohjelmistoliiketoiminnan välillä. Asiantuntijapalvelut ovat hyvin henkilöstöintensiivisiä ja eivätkä ne juuri skaalaudu. Asiantuntijapalveluiden kannattavuus on hyvin riippuvainen laskutusasteista. Jatkuvaveloitteiset palvelut perustuvat suurelta osin omaan alustaan ja pienin osin henkilöstötyöhön. Näin jatkuvaveloitteiset palvelut skaalautuvat hyvin. Käytännössä jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa tietylle tasolle useimpien kuluerien yksikkökustannukset alkavat laskea suhteessa liikevaihtoon.

Tällä hetkellä yhtiö priorisoi kannattavuutta, kasvun edellä. Näin kannattavuusparannus tulee lyhyellä aikavälillä enemmän muusta kulutehokkuudesta ja skaalautuminen tulee läpi vahvemmin vasta voimakkaammassa kasvuvaiheessa. Kypsässä vaiheessa strategiakauden jälkeen yhtiön pitäisi näkemysemme mukaan pystyä lähemmäs 20 %:n EBITDA-tasoa kestävästi (Q4'22 14 %).

Digital Workforcen kuluista merkittävä osa muodostuu henkilöstökuluista (2023: 53 % kustannuksista) ja osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (15 %). Liiketoiminnan muut kulut sisältävät mm. toimitila-, hallinto- ja markkinointikulut. Materiaalit ja palvelut muodostivat 31 % kuluerän vuonna 2023 ja sisältävät pääosin lisenssi- ja alihankintakuluja, mutta nyt myös alihankintaa, kun sitä on alettu käyttämään. Poistot vastasivat 1 % kuluista ja liittyvät pääosin aktivoituihin kehitysmenoihin. Kulurakenteen painopiste

on muuttunut viime vuosina vahvemmin materiaalien ja palvelujen suuntaan, kun henkilöstökulut ovat suhteellisesti laskeneet. Painopisteen muutosta on ajanut jatkuvaveloitteisten palvelujen liikevaihdon suhteellinen kasvu, joka sisältää suuren osan lisenssejä ja näkyy myös kuluina materiaalien ja palveluiden alla. Strategian mukaisen jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun jatkuessa asiantuntijapalveluita nopeampana, tulee sama trendi jatkumaan.

Kulurakenne eroaa IT-palveluyhtiöistä niin, että suurin osan materiaaleista ja palveluista ovat pilvipalveluihin liittyviä hostaus- ja lisenssimaksuja ja vain pieni osa alihankintaa, kun IT-palveluyhtiössä tämä erä on pääosin alihankintaa. Digital Workforce ei aikaisemmin käyttänyt juurikaan alihankintaa, mutta lisäsi sitä vuonna 2023.

Keskeisimmät investoinnit ja riskit

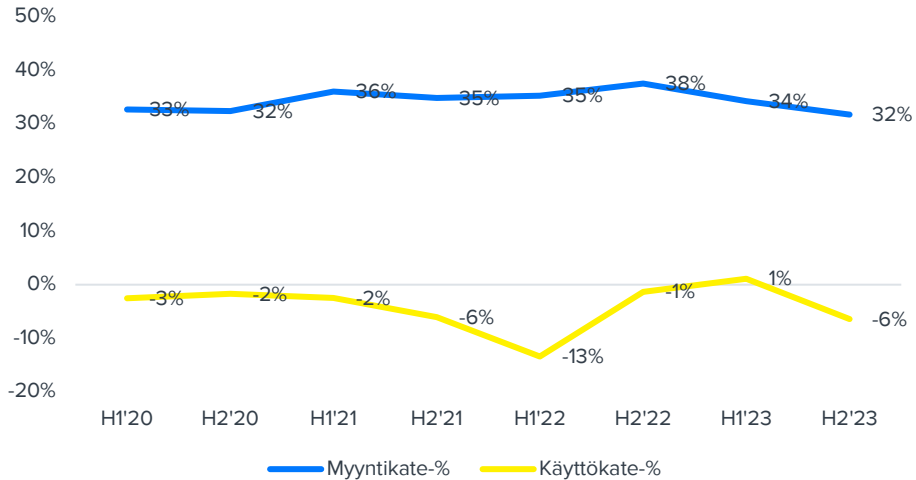
Yhtiö on viimeisen parin vuoden ajan hillinnyt investointeja ja toteuttaa niitä harkiten. Keskeisimmät investoinnit ovat ymmärryksemme mukaan myyntiin ja toimialaosaamiseen kasvumarkkinoilla ja Suomessa. Oman alustan investoinnit ovat ymmärryksemme mukaan suurimmilta osin takana, mutta tuoteliiketoiminnan tapaan se vaatii jatkuvasti pientä jatkokehitystä. Koska yhtiö tavoittelee kannattavaa kasvua lyhyellä aikavälillä ja ei aktivoi kuluja, on taseessa selvästi liikkumavaraa epäorganiseen kasvuun. Yritysosot sisältävät luonnollisesti myös useita eri riskejä.

Keskeisimmät operatiiviset riskit liittyvät oman alustan kilpailukyvyyn säilyttämiseen/parantamiseen, palkkainflaatioon, osaajien saatavuuteen, skaalautuvuuden realisoitumiseen ja erityisesti kasvupanostusten onnistumiseen. Keskeisin

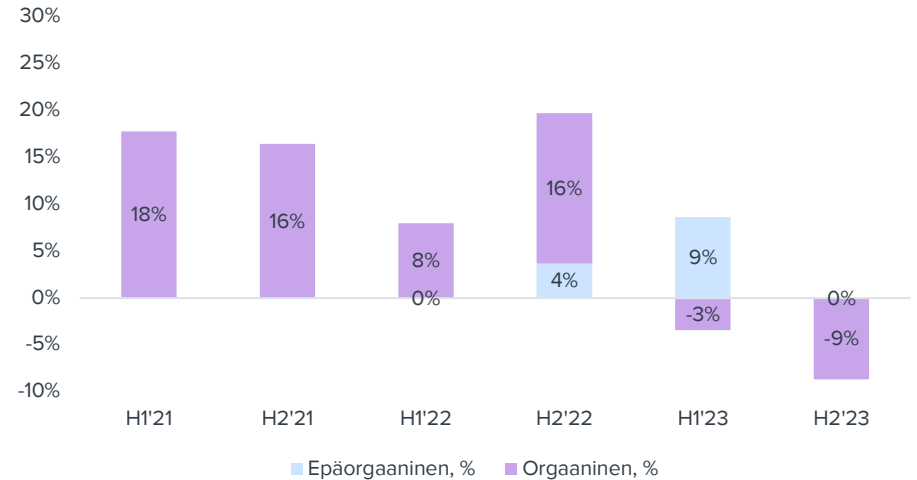
hintariski liittyy palveluntuottajien hintakilpailuun, mitä kuitenkin palvelun lisäarvo ja toimitusvarmuus mitigoivat. Lisäksi muutamiin kiinteähintaisiin projekteihin liittyy projektiriskejä, mutta niitä on suhteellisesti vähän.

Digital Workforcen keskeisiä tunnuslukuja

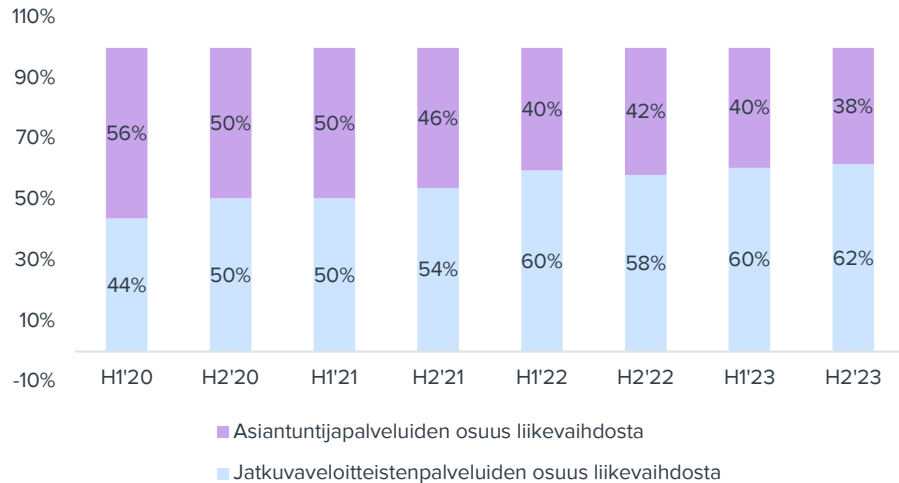
Myyntikate-% ja Käyttökate-%



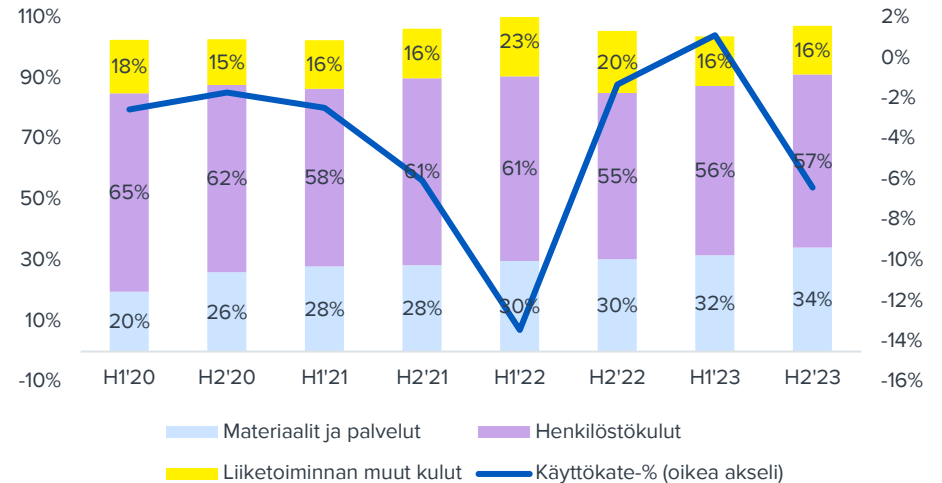
Liikevaihdon orgaaninen ja epäorgaaninen kehitys



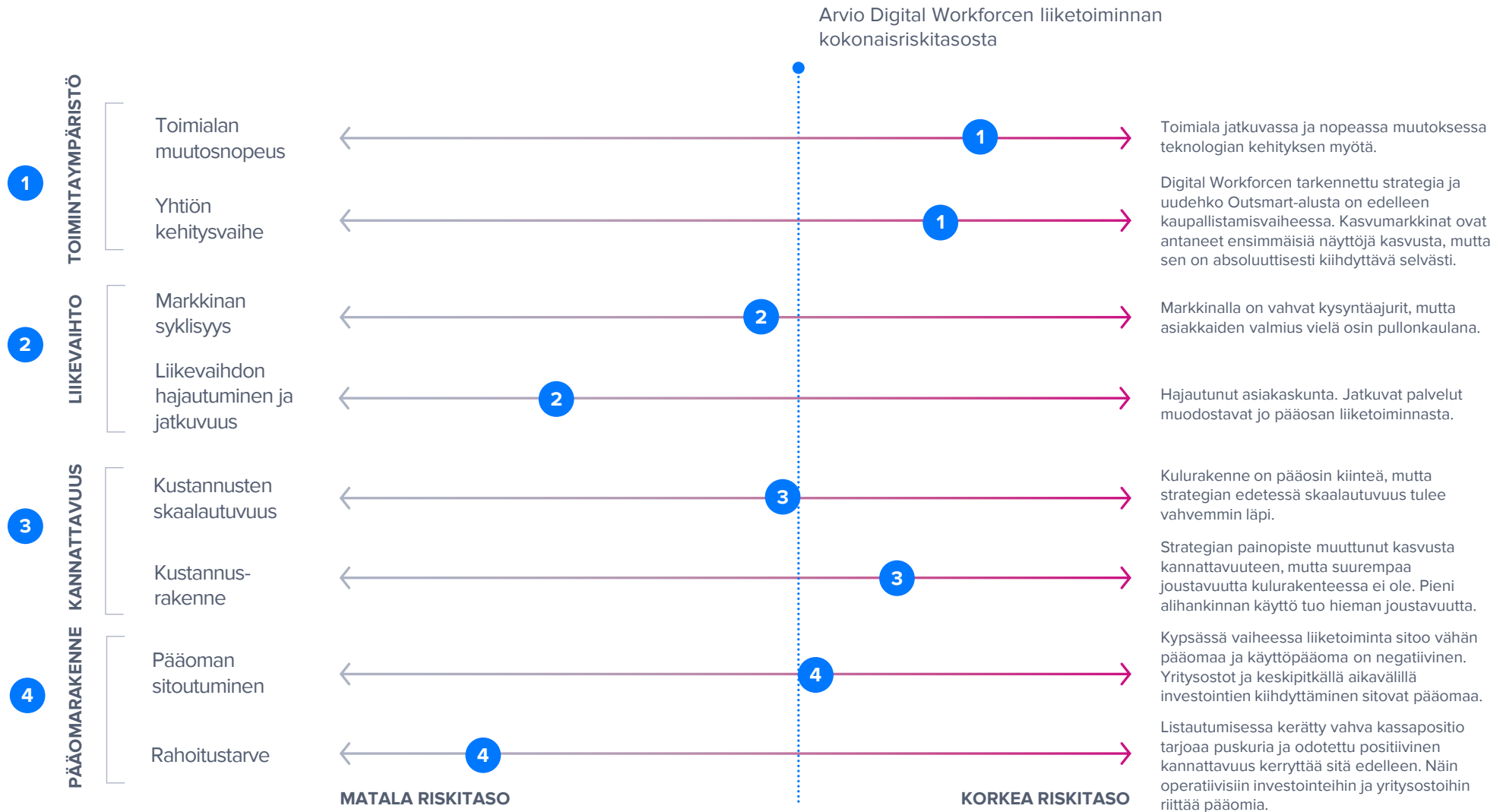
Liikevaihto liiketoiminnoittain



Kulut liikevaihdosta ja EBITDA-%

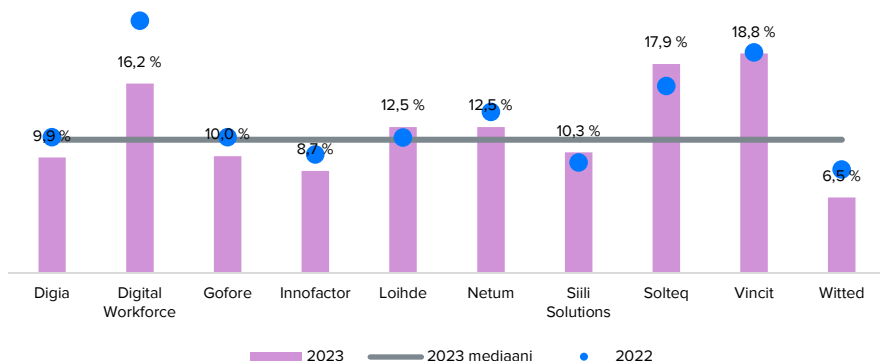


Liiketoimintamallin riskiprofiili

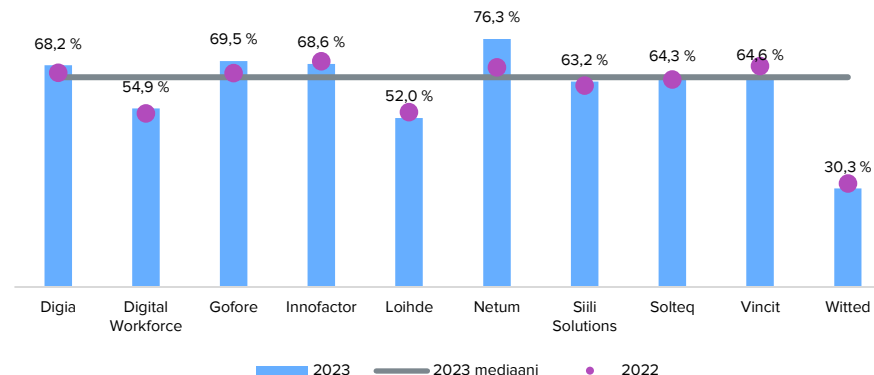


Sektorin relevantit raportoidut mittarit

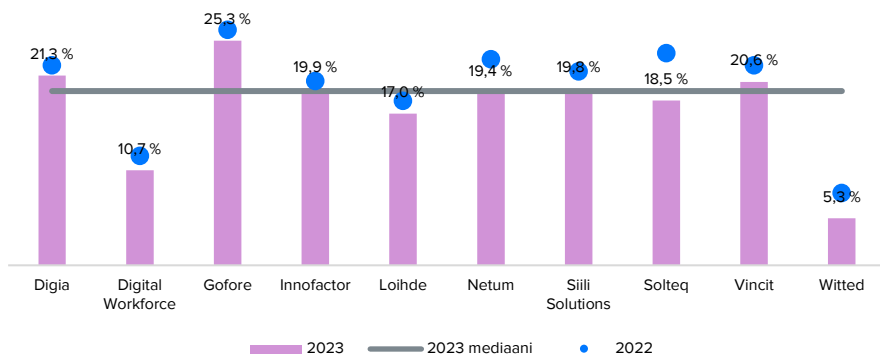
Muut kulut suhteessa liikevaihtoon (%)



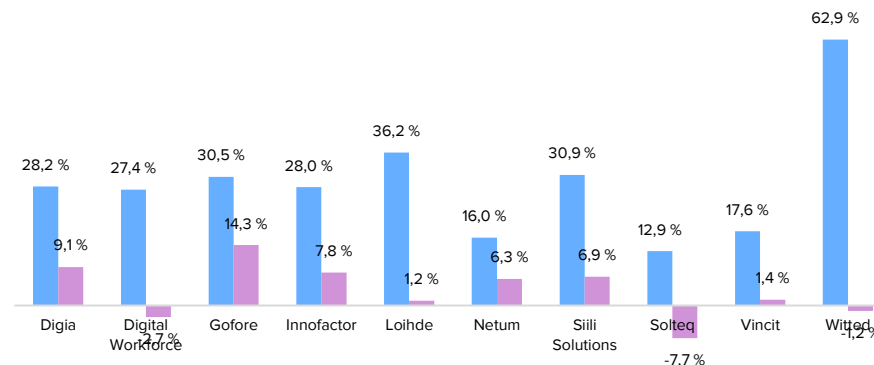
Henkilöstökulujen osuus kaikista operatiivisista kuluista (%)



Liikevaihdon kate materiaalien ja palveluiden sekä henkilöstökulujen jälkeen (%)



Kate henkilöstökulujen ja muiden kulujen jälkeen sekä EBITA-% (2023. %)

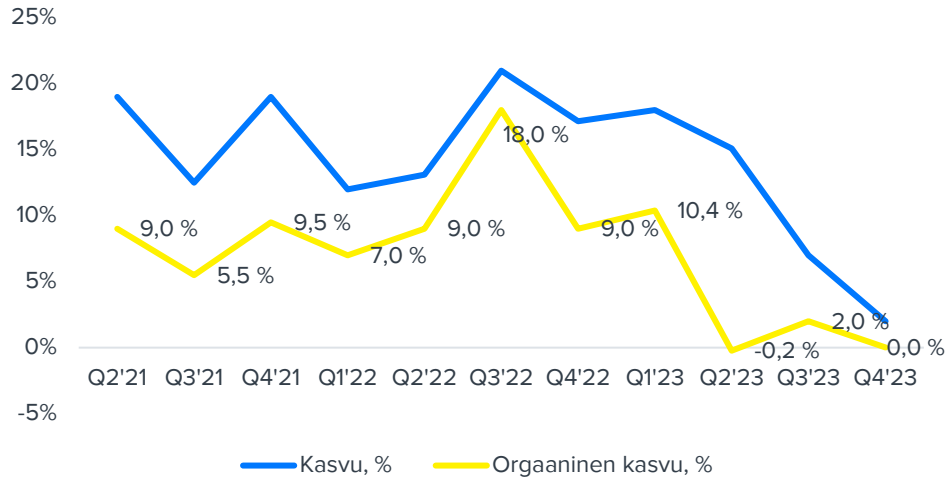


Lähde: Inderes, yhtiöt

EBITA= Liikevoitto + yritystojen aineettomat poistot/liikearvon poistot + kertaluonteiset alaskirjaukset.

Sektorin relevantit raportoidut mittarit 2/2

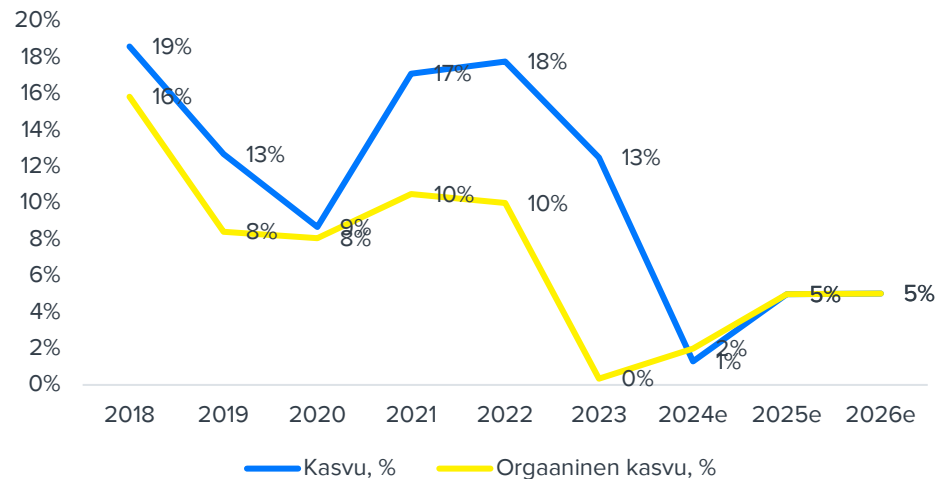
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



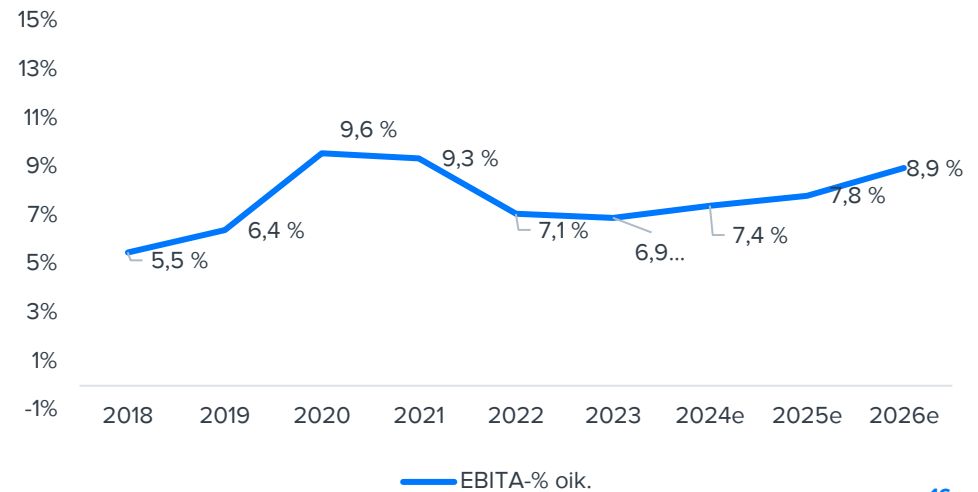
Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



Kumpanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt



Myynti- ja asiantuntijakumppanit

Toiminnot

Myynti ja markkinointi



Jatkuvaveloitteiset palvelut



Asiantuntijapalvelut



Asiakasvertikaalit

Terveydenhuolto



Pankki- ja rahoituspalvelut sekä vakuutusala



Liiketoimintaidea

Digital Workforcen liiketoiminta on luotu oman automaatioalustan ja sen jatkuvien palveluiden ympärille, jota yhtiö haluaa kasvattaa.



- Liiketoiminnan automaation alustayhtiö, joka hyödyntää voimakkaasti robotiikkaa on yhtiön kilpailuedun keskiössä
 - Monitekniologia
 - Pilvestä
- Yhtiön ratkaisut luovat automaation hyödyt laajalle asiakaskunnalle valituilla toimialoilla ja kansainvälisesti.
- Tarjonta sisältää jatkuvaveloitteisten palveluiden lisäksi asiantuntijapalveluita
- Vahva toimialaosaaminen valituissa asiakasvertikaaleissa

Tavoitteet

- Liikevaihdon tavoite 50 MEUR vuoden 2026 loppuun mennessä.
- Yli 10 %:n oikaistu käyttökatte-% vuoden 2026 loppuun mennessä.

Asiakasreferenssejä

Terveydenhuolto



Pankki- ja rahoituspalvelut sekä vakuutusala



Teollisuus ja logistiikka



Vähittäiskauppa ja palvelut



Julkiset organisaatiot



Puolustusvoimat
The Finnish Defence Forces

Kustannusrakenne (2023)



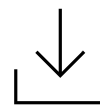
Henkilöstökulut
(51 % kustannuksista)



Materiaalit ja palvelut
(27 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(19 %)

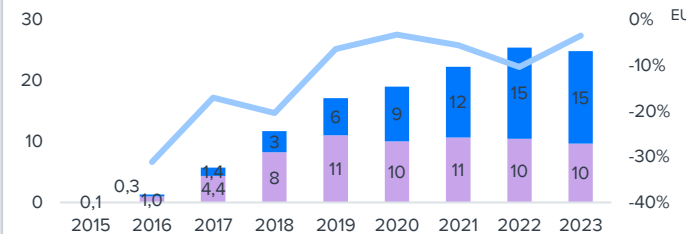


Poistot
(3 %)

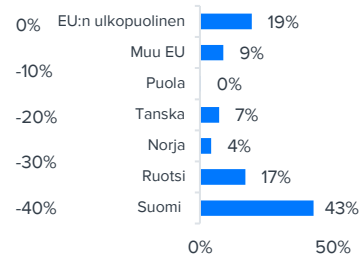
177 hlö (2023)
29 m€ (2023)

Lähde: Inderes

Tulovirrat (2023)



Liikevaihto 25 MEUR



Jatkuvaveloitteinen, liikevaihto Asiantuntija, liikevaihto EBIT-%

Ohjelmistorobotiikkamarkkina ja kilpailukenttä 1/3

Ohjelmistorobotiikka on mielenkiintoinen osa It-palvelumarkkinaa

Tutkimusorganisaatio Forrester arvioi kansainvälisen ohjelmistorobotiikan globaalin palvelumarkkinan kooksiksi 14,4 miljardia dollaria ja ohjelmistojen 3,6 miljardia dollaria vuonna 2022. Forresterin raportissa tutkimusyhtiö odottaa markkinana kasvavan 22 miljardiin (16+6) vuoteen 2025 mennessä (palvelu kasvu keskimäärin 4 % vuodessa ja ohjelmistot 22 %). Yhtiö arvioi Forresterin raportin RPA-palvelut (Robotic Process Automation) jakautuvan edelleen implementaatioon (60 %), konsultointiin (25 %) ja tukeen (15 %). Digital Workforce toimii kaikilla palvelualueilla, mutta strategisesti tärkein on tuki ja ylläpito.

Maantieteellisesti Pohjois-Amerikka on käyttänyt >40 % RPA-palveluista ja Eurooppa noin 20 %. Näin Digital Workforcen strateginen valinta panostaa USA:han on hyvin perusteltu. Huomautamme kuitenkin, että laajentuminen on vielä alkumetreillä, vaikka positiivisia näyttöjä löytyy. USA:n laajentuminen vaatii kuitenkin edelleen näyttöjä erityisesti terveydenhuollon asiakkaista.

Forresterin mukaan suuri osa asiakkaista hyödyntää vain pientä osaa automaatiopotentialistaan. Forresterin mukaan robotiikka ja automaatio tulevat muuttamaan täysin jopa 80 % nykyisistä työtehtävistä vuoteen 2030 mennessä. Kyseiset arviot ovat ennen tekoälyn (tai tarkemmin generatiivisen tekoälyn) viimeisen reilun vuoden voimakasta kehitystä ja se voi hyvinkin edelleen nopeuttaa kehitystä ja RPA-markkinan kasvua.

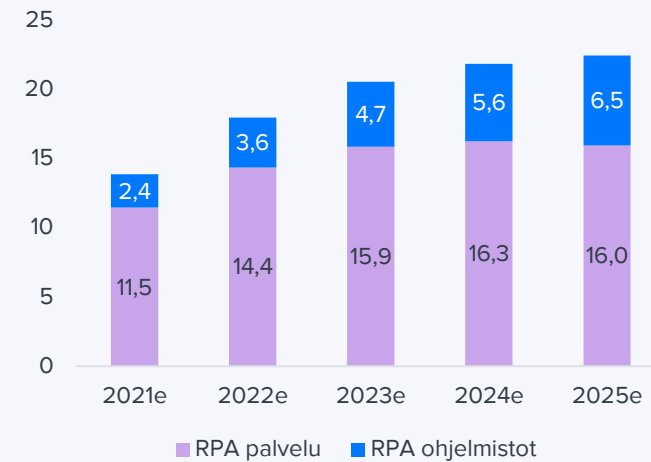
Koronapandemia vauhditti yritysten automaatiopanostuksia. Lisäksi, yhtiöiden kustannussäästöjen sekä työn tuottavuuden ohitse tärkeimmiksi tavoitteiksi ovat nousseet digitalisaation kiihdyttäminen, liikevaihdon kasvattaminen, asiakaskokemuksen ja kilpailukyyn parantaminen. Forrester toteaa markkinan olevan muuttumassa yksittäisten teknologioiden mahdollistamista tehtävien automatisoinneista, kokonaisvaltaisten liiketoimintaprosessien niin sanotuksi automation fabric -markkinaksi. Forresterin mukaan tällaista kokonaisvaltaista tarjontaa ei tällä hetkellä ole saatavilla markkinoilla. Digital Workforce toi vuoden 2022 lopulla markkinoille kaupallisen alustan vastaamaan tarpeeseen. Markkinan muuttuessa nopeasti, on myös Digital Workforcen pystyttävä jatkuvasti kehittämään liiketoimintaansa ja soveltamaan parhaita teknologioita.

Digital Workforcen markkinapotentiaali on näin suuri. Yhtiö on Pohjoismaissa todistanut tuotteen kypsyyden ja kilpailukyyn. Seuraavaksi kriittistä on yhtiön strategian ja tavoitteiden saavuttamisen kannalta on onnistua laajentumaan myös USA:ssa ja Iso-Britannian sekä Irlannin alueilla.

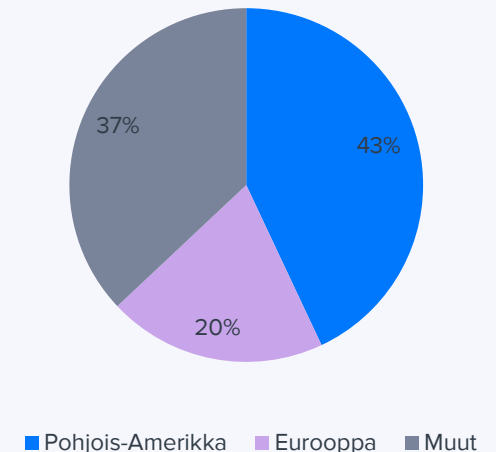
Robotiikkaohjelmistot ajavat kasvua

Palvelumarkkinan ennustettu kasvu piti olla 10 % vuonna 2022, mutta hidastua tulevina vuosina alle 5 %:n tasolle. Ohjelmistojen kasvun odotettiin jatkuvan vahvana (keskimäärin reilu 20 %) vuosina 2023-2025. Digital Workforcen liiketoimintamallin tarkoitus on ajaa jatkuvaveloitteisten palvelujen kasvua, joka hyödyntää vahvasti juuri robotiikkateknologioita.

RPA-markkina, USD miljardia



RPA-markkina maantieteellisesti



Ohjelmistorobotiikkamarkkina ja kilpailukenttä 2/3

Robotiikkamarkkinan kasvua ajavat käyttöönoton hyödyt kuten 1) digitalisaation kiihdyttäminen, 2) asiakkaan tuottavuuden ja kannattavuuden parantaminen, 3) ihmistyöntekijöiden työajan vapauttaminen, 4) joustavuuden ja skaalautuvuuden tarjoaminen sekä 5) laadun ja asiakaskokemuksen parantaminen. Lisäksi kasvua ajaa robotiikan laajempi käyttöönotto, sillä useat asiakkaat eivät ole vielä lainkaan ottaneet robotiikkaa käyttöön tai niillä on suuria määriä automatisoimattomia prosesseja.

Kilpailukenttä on fragmentoitunut, mutta ei suurempia suoria kilpailijoita

Digital Workforce ei kilpaile suurien automaatio-ohjelmistoteknologiatoimittajien kanssa, vaan hyödyntää eri ohjelmistoja palveluidensa tuottamisessa. Kilpailijoita ovat suuret konsulttitalot (CGI ja Accenture), IT-konsulttitalot ja muut vastaavat toimeenpanoon sekä operoimiseen ja ylläpitoon keskittyvät specialistit. Yhtiöllä on kilpailuetuja edellä mainittuihin kilpailijakategorioihin verrattuna etenkin fokuksituneen tarjontansa ja sen sisällä laajojen kyvykkyksiensä myötä. Suuret IT-konsultit ovat enemmän generalisteja ja operoivat eri liiketoimintamalleilla sekä intresseillä. Pienet ketterät kilpailijat myyvät taas pääosin asiantuntijatyötä ja lisenssejä, mutta heiltä puuttuu ylläpitokyvykyys ja elinkaaritarkontaa. Pienempiä kilpailijoita ovat Roboyo ja Reveal Group (katso Forrester kilpailukenttä sivulla 21). IT-palveluyhtiöllä jatkuva palvelu on taas yleensä projektin häntä, kun Digital Workforcella tämä on strateginen tavoite. Näin yhtiöllä on hyvin vähän suoraa kilpailua toimittamaan koko

elinkaaritarkontaa ketterästi. Kilpailua on kuitenkin eri vaiheissa. Arviomme mukaan konsolidaatiota tulee tapahtumaan markkinassa, kun yhtiöt haluavat laajentaa tarjoomaansa ja asiakaskuntaa.

Näkemyksemme mukaan yksi edelleen varteenotettava vaihtoehto on kumppanoitua vahvemmin puhtaitten asiantuntijatoimittajien kanssa ja hyödyntää yhtiön automaatioalustaa. Yhtiö käyttää kyseistä mallia jo esimerkiksi Iso-Britanniassa terveydenhuollon asiakkaissa.

Tutkimusorganisaatio Forresterin analyysissä Digital Workforce sijoittuu tarjoomalta kärkeen ja sijoittuu lähes ”johtajat” laatikkoon. Yhtiö sai Forresterin tutkimuksessa täydet pisteet 1) ohjelmistotarjoamasta ja omista patenteista, 2) strategian visiosta, 3) innovaatiosta, 4) hinnoittelun joustavuudesta ja läpinäkyvyydestä sekä 5) asiakasmäärästä. Tutkimuksessa kehitysalueeksi mainitaan tehokas osajastrategia, kun toimitus vaati tällä hetkellä paikallista käyttöönottoa, mikä on osin pullonkaula kasvulle. Lisäksi osaajien vaihtuvuus on ollut korkea, mikä luo haasteita käyttöönottoihin.

Maantieteellisesti Digital Workforce on osoittanut kilpailukykyä Pohjoismaissa laajasti eri asiakasvertikaaleissa. Kansainvälisesti yhtiö edelleen rakentaa tunnettavuutta ja pyrkii hyödyntämään referenssejä Suomesta ja jo kansainvälisesti toimitetuista projekteista. Näin valittujen toimialojen vahva osaaminen toimii kilpailuetuna kansainvälisesti. Lisäksi suurin osa markkinan organisaatioista on edelleen hyvin alkuvaiheessa robotiikkaan liittyen.

Asiakkaan hyödyt ohjelmistorobotiikasta



Digitalisaation kiihdyttäminen



Tuottavuuden ja kannattavuuden parantaminen



Työntekijöiden työajan vapauttaminen



Joustavuuden ja skaalautuvuuden tarjoaminen



Laadun ja asiakaskokemuksen parantaminen

Markkinoiden kasvuajurit



Suurin osa organisaatioista ei ole vielä ottanut robotiikkaa käyttöön



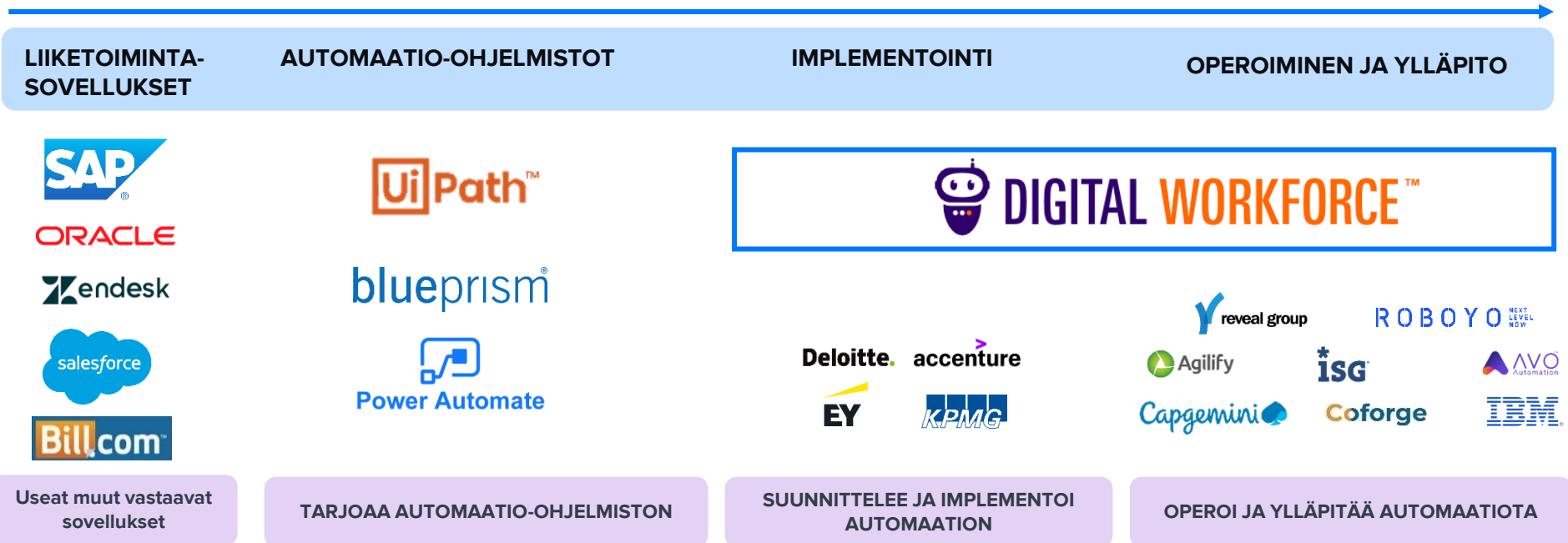
Noin 90% ohjelmistorobotiikkaa käyttävistä yrityksistä hyödyntää vain pientä osaa automaatiopotentialistaan



Teknologian kehitys mahdollistaa uusien ja monimutkaisempien prosessien automaation

Ohjelmistorobotiikan kilpailukenttä

Kilpailukenttä



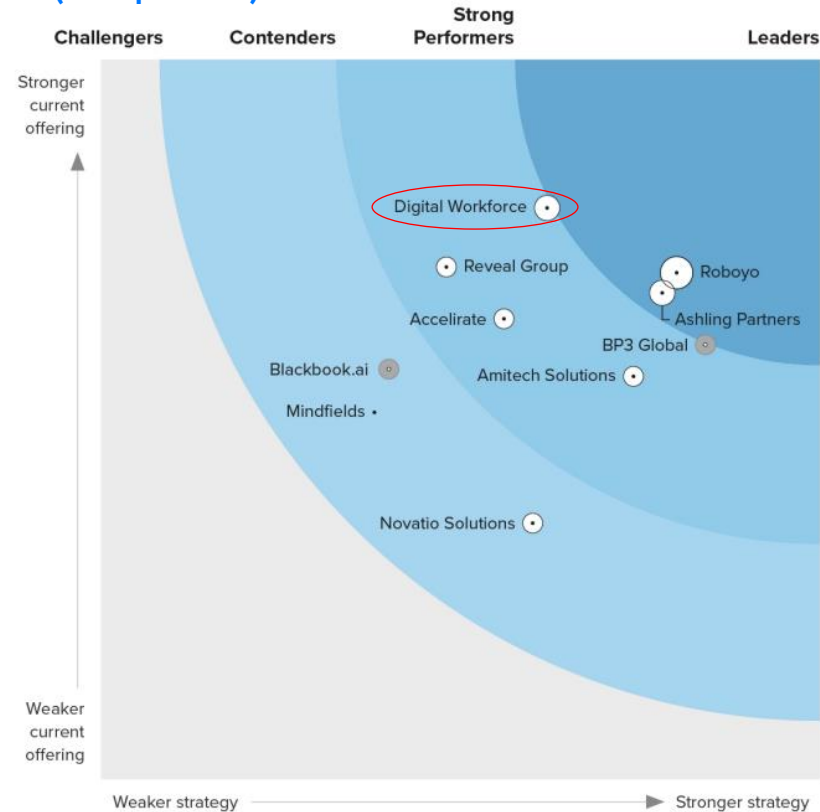
RPA teknologioiden ja palveluiden kilpailukenttä

Gartner: Magic Quadrant for Robotic Process Automation (RPA teknologia)



Lähde: Gartner (heinäkuu 2023)

Forrester Wave: Robotic Process Automation Services (RPA palvelut)



Lähde: Forrester (Q4'23)

Ohjelmistorobotiikkamarkkina ja kilpailukenttä 3/3

Suomessa Siilillä on vastaavaa toimintaa Skaler-yksikössä ja Digia osti vuonna 2022 ohjelmistorobotiikka ja automaatiopalveluita tarjoavan [MOST Digitalin](#). MOST Digitalin ratkaisussa selvänä strategisena erona on avoimen lähdekoodin soveltaminen. Lisäksi MOST Digital ja Skaler ovat selvästi Digital Workforcea pienempiä ja maantieteellisesti fokuoituneempia ohjelmistorobotiikkatarjoajia. Suomesta tulee myös pieni robotiikan asiantuntija Sisua Digital, joka tarjoaa myös jatkuvia palveluita, mutta kilpailee eri maantieteillä ja asiakaskoosta.

Isossa kuvassa kilpailukentässä ei ole suuria muutoksia tapahtunut, mutta pienempiä kilpailijoita kasvaa jatkossa haastamaan yhtiötä. Digital Workforcen kilpailuedut perustuvat vahvasti yhtiön omaan laajaan Outsmart-alustaan ja vahvaan osaamiseen valituissa asiakasvertikaaleissa.

Oma alusta keskeinen kilpailuetu

Digital Workforcen kilpailuetu perustuu koko elinkaaritajoomaan ja erityisesti omaan Outsmart-automatioalustaan. Alusta ei ole robotiikka- tai pilviteknologiariippuvainen, vaan alustaa sovelletaan parhailla teknologioilla ja asiakkaan tarpeiden mukaan. Moniteknologia-alusta lisää joustavuutta, pienentää teknologiariskiä sekä erottaa kilpailussa yhtä teknologiaa käyttävistä tarjoajista.

Yhtiö on myös kustannustehokas, koska suuri osa työstä tehdään Puolan near-shore -yksiköstä. Hintakilpailua ei kuitenkaan markkinalla ole suuremmin. Lisäksi yhtiö pystyy omalla alustalla ja digityöntekijöillä hoitamaan ylläpitoa hyvin kustannustehokkaasti ja skaalautuvasti.

Ohjelmistorobotiikka on osa isoa IT-palvelumarkkinaa ja sisältää samoja ajureita

Olemme raportin loppuun lisänneet myös IT-palvelusektorin markkina- sekä kilpailukenttäosion. Kyseinen osio on siinä mielessä relevantti, että Digital Workforce toimii tämän ison markkinan sisällä ohjelmistorobotiikan ja automaation alueella, jossa on suuresti samoja ajureita ja teemoja. Samoja ajureita ovat mm. digitalisaatio, yhtiöiden kypsyyt (vaikka robotiikassa ollaan vielä alkumetreillä). Lisäksi samoja teemoja on asiakaskysynnässä, teknologian kehityksessä ja sen hyödyntämisessä sekä osaajakilpailussa. Kilpailukentässä taas erona on näkemyksemme mukaan suhteellisesti pienempi kilpailu ohjelmistorobotiikassa verrattuna IT-palveluihin yleisesti. IT-palvelumarkkina ja kilpailukenttäosio on luettavissa sivuilla 54-57.

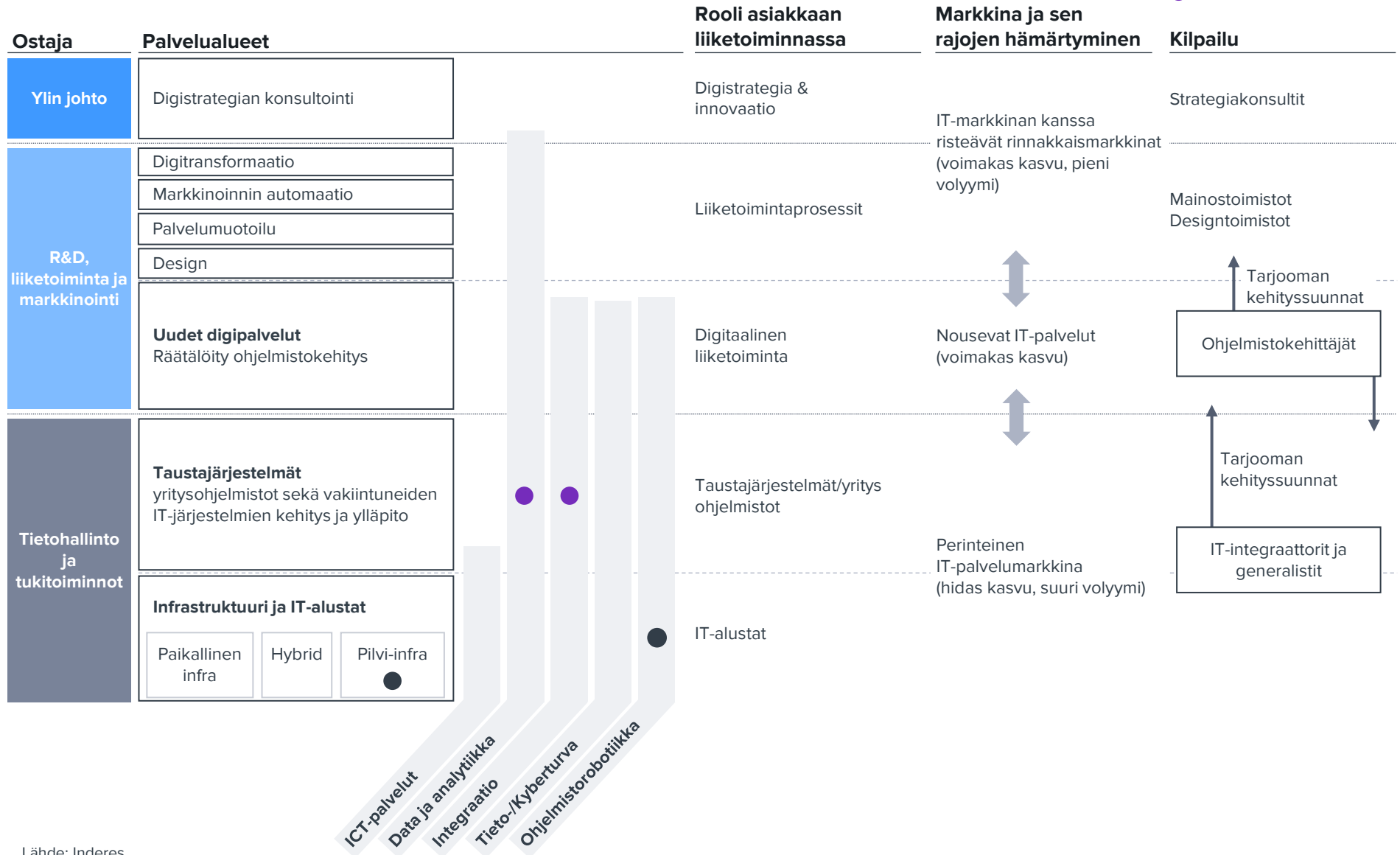
Digital Workforcen kilpailutekijät

- + **Oma Outsmart-alusta**, kaupallistaminen vielä alkuvaiheessa
 - + Moniteknologia
 - + Pilvipalvelu
 - + Hyvin pieni kilpailu jatkuvissa palveluissa
- + **Vahva toimialaosaaaminen**
- + Suuret hyödyt ja matalat kokonaiskustannukset asiakkaalle
- + Joustavat ja nopeat toimitusmallit ja ylläpito pilvestä
- Kova kilpailu asiantuntija- ja lisenssitoimitusmallissa
- Selvästi teknologiatoimittajia pienemmät resurssit, mikäli ne laajentuisivat Digital Workforcen alueelle
- Heikko kilpailu- ja toimituskyky Yhdysvalloissa

Positioituminen IT-palvelumarkkinassa

Digital Workforcen tarjonta

- Ydinsaamisalue
- Osaamisalue



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategian ytimessä oma automaatioalusta

Digital Workforcen koko strategia on luotu oman automaatioalustan ja sen jatkuvien palveluiden ympärille. Yhtiö haluaa kasvattaa erityisesti jatkuvaveloitteisia palveluitaan. Markkinatilanteen heikennyttyä ja omien kilpailuetujen selkiytyttyä yhtiö päivitti huhtikuussa 2022 strategiaansa. Yhtiön strategiassa korostuu liiketoimintamallin muutos asiantuntijapainotteisista palveluista alustapohjaiseen malliin. Yhtiö toi vuoden 2022 lopulla palvelutarjontansa ytimeen itsepalveluun perustuvan Digital Workforce Outsmart -alustan, johon yhtiö rakentaa merkittäviä lisäkyvykkyksiä prosessien automatisoimiseksi. Keskeistä on esimerkiksi ihmisten ja ohjelmistorobottien saumattoman yhteistyön varmistaminen.

Automaatioalustan oli aluksi tarkoitus olla otettavissa haltuun itsepalveluna asiakkaan toimesta. Yhtiö huomasi kuitenkin nopeasti siihen vaadittavan edelleen yhtiön omien asiantuntijoiden apua käyttöönottossa. Näin nykyinen toimitusmalli rakentuu edelleen asiantuntijoiden käyttöönottoprojektista jatkuvaveloitteiseen omaan Outsmart-alustaan. Outsmart-alusta soveltuu kuitenkin kaiken kokoisille yhtiöille automaation laajuudesta riippuen. Yhtiö tavoittelee asiakaskentässä kuitenkin puhtaasti vain suuria asiakkaita.

Vuoden 2023 kesällä yhtiö otti strategisesti vahvemman fokuksen valituissa asiakastoimialoissa. Yhtiö tavoittelee pääosin terveydenhuollon asiakkaita sekä pankki- ja vakuutusalan asiakkaita. Yhtiöllä on maakohtaisesti myös muita toimialavahvuuksia, mutta ajaa kansainvälisesti kahta edellä mainittua, jossa on havaittu kilpailuetua.

Digital Workforcen strategian kulmakivet ovat:

1) Vahva kasvu Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Irlannissa keskittyen valittuihin asiakastoimialoihin. Digital Workforcen tavoite on jatkaa vahvaa kasvua/kiihdyttää edelleen kasvua kyseisillä suurilla markkinoilla. Yhtiö hyödyntää kansainvälisessä laajentumisessaan Pohjoismaissa kehitettyä osaamistaan sekä investoi myyntiorganisaatioon ja toimitusvalmiuksiin (Irlannin toimitusyksikkö). Lisäksi kasvua tuetaan mahdollisesti yrityskaupoilla. Kansainvälisesti tavoitellut asiakkaat ovat selvästi Pohjoismaisia asiakkaita suurempia ja siten skaalautuvat paremmin.

2) Skaalautuvuuden vahvistaminen. Keskeisintä on Outsmart- palvelutarjoaman tuotteistus asiakkaalta ja maantieteestä toiseen toistettaviksi prosessiautomaatoratkaisuiksi. Samalla Outsmart-alusta tukee skaalautuvasti moniteknologiaratkaisuja. Alustan jatkokehitys on edelleen keskiössä. Lisäksi yhtiön tavoite on rakentaa toinen toimitusyksikkö Irlantiin, joka helpommin voisia tukea USA:n asiakkaiden käyttöönottoa ja jatkuvaveloitteista palvelua. Yhtiö on viime vuonna tehnyt useita hallinnollisia tehokkuus- ja konsolidointitoimenpiteitä, joiden tulisi tukea kannattavuutta sekä skaalautuvuutta.

3) Liiketoiminnan edelleen kasvattaminen Pohjoismaissa. Yhtiö tavoittelee Pohjoismaisella markkinalla korkeaa orgaanista kasvua ja kannattavuutta nykyisissä asiakkaissa sekä uusasiakashankintaa erityisesti Suomessa ja Ruotsissa. Pohjoismaissa yhtiöllä on historiansa takia strategista fokusta laajempi asiakaskunta, kuten teollisuuden asiakkaita ja julkinen sektori. Kasvun pullonkaulana on omien asiantuntijoiden rekrytointi, erityisesti Suomessa



Strategian kulmakivet:



Liiketoiminnan edelleen kasvattaminen Pohjoismaissa



Kasvun kiihdyttäminen Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa keskittyen valittuihin toimialoihin



Skaalautuvuuden vahvistaminen

Digital Workforcen kasvuajurit:

- Automaatiopotentialin kasvu ja hyödyntäminen asiakkaissa
- Maantieteellinen kasvu erityisesti Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Irlannissa (uusasiakashankinta)
- Pohjoismaissa kasvua nykyisissä asiakkaissa
- Asiakaskoon kasvu mahdollistaa paremman kasvun ja skaalautuvuuden
- Digital Workforcen markkina-alueilla on vain rajattu määrä asiantuntijoita, Digital Workforcen oma Outsmart-alusta ratkoo pullonkaulaa ja skaalautuu
- Yritysostot

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Näkemyksemme mukaan strategian selvästi kriittisin osa on laajentuminen Yhdysvaltoihin, jossa markkinapotentiaali vastaa yli 40 % maailman RPA-palveluista. Onnistuessaan laajentumisessa Yhdysvaltoihin avaa se aivan eritasoisen kasvupotentiaalin. Pohjoismaissa yhtiö on jo osoittanut tarjoaman kilpailukyvn.

Strategiassa on tapahtunut useita pienempiä käännteitä viimeisen parin vuoden aikana ja nyt yhtiö vaikuttaa havainnollistaneen omat kilpailuedut paremmin. Erityisesti fokus terveydenhuollon asiakkaisiin ja pankki sekä vakuutussektoriin vaikuttaa luonnolliselta valinnalta vahvan osaamisen myötä. Lisäksi tiukempi fokus on hyvä, koska yhtiöllä on kuitenkin vielä pienenä yhtiönä suhteellisen rajalliset resurssit kilpailla suurilla markkinoilla kaikissa toimialoissa. Nykyisellä tiukemmalla fokuksella arvioimme yhtiöllä olevan paremmat mahdollisuudet onnistua strategiassaan. Sillä tekninen tarjooma vaikuttaa olevan hyvinkin kilpailukykyinen ja toimialaosaaminen hyvää, kuten Forresterin tutkimus ja näytöt Pohjoismaissa ovat osoittaneet.

Kasvutavoitetta otettu selvästi alas, mutta se on edelleen kunnianhimoinen

Digital Workforce siirsi tilinpäätöksen yhteydessä taloudellisia tavoitteita vuoden eteenpäin ja tavoite on nyt 50 MEUR:n liikevaihto vuoden 2026 loppuun mennessä (listautumisessa tavoite oli 100 MEUR vuonna 2026 ja vuoden 2022 lopulla 50 MEUR 2025 mennessä). Käännettynä tämä tarkoittaa vajaan 30 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua. Kasvutavoite on kunnianhimoinen, mutta mahdollinen, kun yleinen taloustilanne paranee. Maantieteellisesti se vaati Suomen sekä kasvumarkkinoiden kasvun kiihtymistä. Lisäksi tavoite vaati arviomme mukaan listautumisessa kerättyjen varojen laittamista töihin joko operatiivisilla investoinneilla tai yritysoston kautta. Yhtiö pystyi ennen koronaa tavoiteltuun vauhtiin, mutta kokoluokka oli silloin myös pienempi. Nyt osaajapula ja asiakkaiden varovaisuus rajoittavat kasvua.

Fokus muuttunut kasvusta kannattavuuteen

Kannattavuuden osalta yhtiön tavoite on yli 10 %:n oikaistu käyttökate-% vuoden 2026 loppuun mennessä (aik. 2025 mennessä). Vaikka kannattavuustavoitetta siirrettiin vuodella eteenpäin on se kuitenkin listautumisessa kerrottua tavoitetasoa korkeampi. Näin yhtiön fokus on keskipitkällä aikavälillä siirtynyt voimakkaasta

kasvusta hieman hitaampaan kasvuun, mutta parempaan kannattavuuteen. Aikaisemmin yhtiö tavoitteli pidemmällä aikavälillä yli 20 %:n oikaistua käyttökate-%, mitä pidämme haasteellisena, vaikka strategia etenisi tavoitellusti. Sillä asiantuntijaliiketoiminnan pitäisi arviomme mukaan parhaimmillaan päästä lähemmäs 10 %:n käyttökate-% ja jatkuvien palveluiden reilun 20 %:n käyttökate-%:iin. Asiantuntijapalveluiden kannattavuutta voidaan näkemyksemme mukaan heijastella IT-palvelusektoria heikompaan kannattavuuteen. Jatkuvaveloitteisia palveluita voidaan taas heijastella selvästi parempaan, mikä kuitenkin riippuu pitkälti jatkuvaveloitteisen liikevaihdon osuudesta ja rakenteesta pidemmällä aikavälillä.

Digital Workforcella ei ole vahvistettua osinkopolitiikkaa. Pidämme epätodennäköisenä, että yhtiö jakaa osinkoa nykyisellä strategiakaudella. Yhtiö kuitenkin päätti ostaa takaisin omia osakkeitaan, mikä indikoi yhtiön luottavan kasvun ja kannattavuuden paranemiseen, eikä tarvitsevan kaikkea nykyistä pääomaa investointeihin. Hankintaohjelman tarkoituksena on käyttää hankittuja osakkeita yrityskaupoissa, yhtiön kannustinjärjestelmissä tai mitätöidä osakkeet.

Digital Workforcen taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2023-2026

	2021	2022	2023	2024	2025	2026->
Liikevaihto	22 MEUR +17 %					50 MEUR
EBITDA-%*	-4 %					Yli + 10 %
Kasvun rahoitus	Kassavirta	Listautumisessa kerätyt varat	Listautumisessa kerätyt varat	Listautumisessa kerätyt varat	Listautumisessa kerätyt varat	Kassavirta

Lähde: Digital Workforce

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Listautumisannin kassa yritysostoihin

Yhtiö toteutti listautumisen yhteydessä osakeannin kasvustrategian toteuttamiseen, jossa yhtiö keräsi reilun 20 MEUR:n nettovarot pääosin orgaanisiin panostuksiin. Niistä nyt jäljellä on 13 MEUR. Investointien tarpeen painopiste on muuttunut orgaanisista investoinneista epäorgaaniseen, ainakin lyhyellä aikavälillä. Orgaanisesti yhtiö rekrytoi tällä hetkellä kohdennetusti vain tarpeisiin, mikä on muutos aikaisemmasta kasvuvaiheesta ja etupainoitteisista rekrytoinneista. Markkinatilanteen parantuessa ja yhtiön havaitessa OutSmart-alustan tai kasvumarkkinoiden vahvempaa kysyntää on yhtiöllä kuitenkin mahdollisuus alkaa nopeastikin kiihdyttämään myös orgaanisia panostuksia. Kassan lisäksi yhtiöllä on luonnollisesti velkarahaoptio myös käytettävissä, jota voisi käyttää arviomme mukaan vajaa 10 MEUR, mikäli kannattavuus paranisi lähemmäs tavoitetasoja (10 %:n EBITDA).

Investointien alueellinen ja suhteellinen jakauma on kuitenkin ennallaan. Yhtiön panostukset ovat edelleen ensisijaisesti kasvun kiihdyttämiseksi erityisesti USA:ssa, Isossa-Britanniassa ja Irlannissa. Kyseisiin investointeihin on varattu noin 70 % varoista. Uusien teknologioiden liittämiseen oman alustaan yhtiö on edelleen varannut noin 15 % panostettavasta. Outsmart-alustan kilpailukyvyyn jatkuva kehittäminen on kriittistä kasvun jatkumisen ja kiihtymisen kannalta. Liiketoiminnan skaalautumiseen ja tuotantoresursseihin yhtiö on varannut loput noin 15 % varoista, muun muassa Irlannin toimitusyksikköön. Näkemyksemme mukaan investointijakauma kuulostaa isossa kuvassa edelleen hyvinkin luonnolliselta.

Yritysjärjestelyt

Digital Workforcen tavoittelee kasvua pitkällä aikavälillä edelleen pääosin orgaanisesti, mutta siihen liittyvä investointitarve on nyt matalampi. Tämän myötä epäorgaanisen kasvuun riittää paremmin kassaa ja halukkuus yritysostoihin on myös noussut. Yhtiö toteutti [Irlannissa pienen yritysoston](#) vuonna 2022, mikä oli strategisesti looginen, mutta ei aivan mennyt toivotulla tavalla kun johtoa jouduttiin muokkaamaan. Yhtiö tavoittelee yritysostoja pääosin kasvumarkkinoilta tai vahvistaakseen kasvua valituilla toimialoilla. Yhtiö on jo useamman vuoden tutkinut yritysostomahdollisuuksia ja erityisesti USA:n markkinalla, mikä helpottaa kohteen löytämistä ja transaktion onnistumista. Ostokohteen tulisi myös hallita jotain Digital Workforcen käyttämistä keskeisistä teknologioista. Ihanteellinen kohde olisi kokoluokalta ~50 työntekijää.

Potentiaaliset yritysostot integroidaan ymmärryksemme mukaan Digital Workforcen alustaan ja globaaliin toimitukseen. Myynti säilyisi paikallisena. Pääasialliset synergiat tulisi siis jatkuvaveloitteisten palveluiden ristiinmyynnistä ja toimituskapasiteetin skaalautuvuuden hyödyntämisestä.

Riskinä yritysjärjestelyissä näemme ostokohteen korkeat arvostustasot, kulttuurien integroinnit ja yhteisten insentiivien löytämisen. Kansainväliset yritysostot lisäävät luonnollisesti riskitasoa. Yhtiöllä on kokemusta yhdestä pienestä yritysjärjestelystä, mutta johtohenkilöstöllä ja hallituksella on ymmärryksemme mukaan mittavaa kokemusta yritysostoista ja niiden integraatiosta, mikä laskee tähän liittyvä riskitasoa. Lisäksi avainhenkilöt sitoutetaan kasvuun sidotuilla lisäkauppahinnoilla.

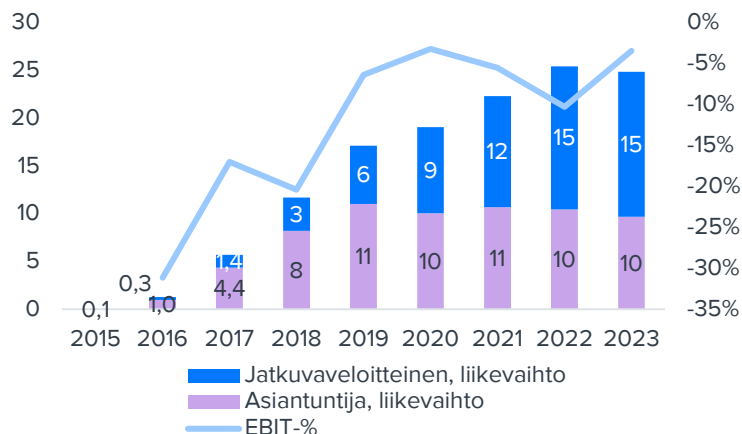
Investointikohteet

- ~70 % Uusiin myynti- ja toimitusresursseihin erityisesti Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa
- ~15 % Uusien teknologioiden käyttöönottoon omissa alustassa palvelutarjoaman kehittämiseksi
- ~15 % Tuotantoresurssien ja skaalautuvuuden vahvistamiseksi.

Taloudellinen tilanne 1/2

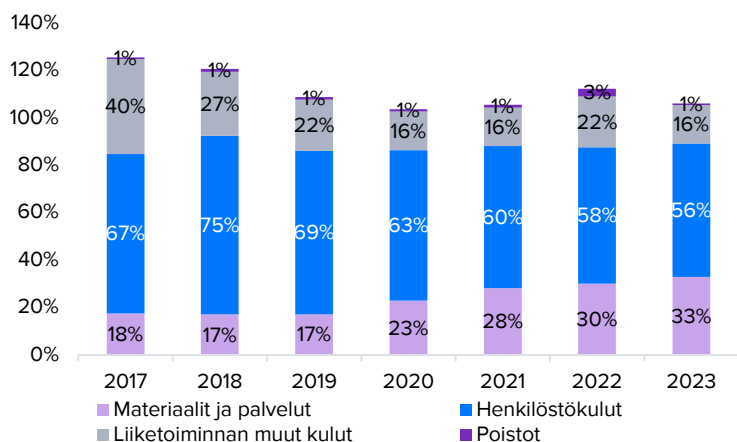
Vahvaa kasvua historiassa, josta 2022 siirryttiin painottamaan kannattavuutta

Liikevaihto (MEUR) ja EBIT-%, 2015-2023



- Digital Workforcen liikevaihdon vuosikasvu (CAGR) oli 77 % ja kannattavuus keskimäärin (EBIT-%) -14 % vuosina 2016-2021. Fokuksen muuttua kasvusta kannattavuuteen vastaavat luvut vuosina 2022-23 olivat +6 % ja -4 %.
- Strategian keskiössä olevat jatkuvaveloitteiset palvelut ovat käytännössä vetäneet kasvua vuodesta 2018 eteenpäin kasvaen keskimäärin ~35 % vuodessa, kun asiantuntijapalvelut ovat kasvaneet 3 % v/v. Samalla osuus liikevaihdosta on noussut yli 60 %:iin liikevaihdosta vuonna 2023 (2018: 30 %).
- Kasvumarkkinat USA, Iso-Britannia ja Irlanti muodostavat ~20 % liikevaihdosta. Kyseiset markkinat ovat kasvaneet vahvasti viime vuosina, vaikka kasvu hidastui ~30 %:iin vuonna 2023. Lisäksi Muu EU, joka on pääosin Saksan markkina, on kasvanut >30 % viime vuosina ja muodostaa ~10 % liikevaihdosta. Suurimman markkinan (43 % lv:sta), eli Suomen markkinan liikevaihto laski reilu 10 % vuonna 2023.
- Kypsässä vaiheessa asiantuntijapalveluiden kannattavuusprofiili on arviomme mukaan matalaa IT-palvelukannattavuustasoa (EBITDA <10 %) ja jatkuvaveloitteiset palvelut noin ~20 %:n tasoa.
- Vuoden 2023 kehitystä hidasti yhden ison asiakkaan päätös ottaa automaattoratkaisu omaan hallintaan, muuten poistuma on ollut hyvin vähäistä. Yhtiö teki lisäksi useita toimenpiteitä tehostaakseen toimintaa, kirkastaakseen strategian suuntaa (toimialafokus) ja muuttaakseen strategian painopistettä entisestään kasvumarkkinoille.

Kustannusrakenne, 2017-2023, % liikevaihdosta

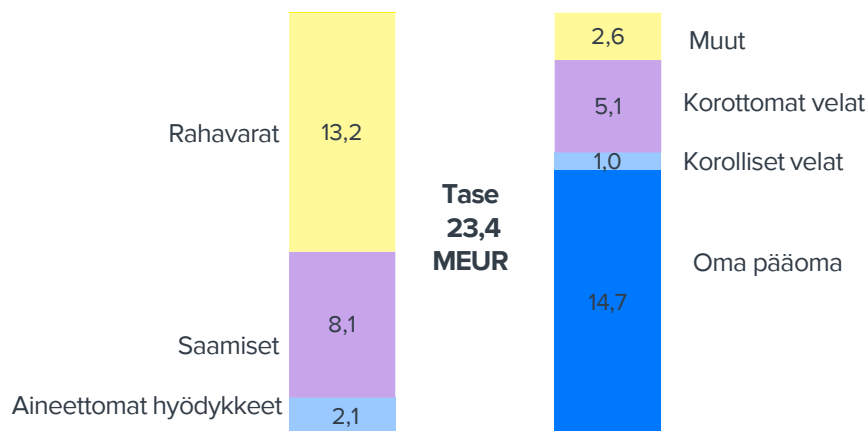


- Digital Workforcen kustannusrakenteen suurimmat erät ovat henkilöstökulut ja materiaalit ja palvelut (2023: 56 % & 33 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut liittyvät pääosin asiantuntijapalveluihin sekä materiaalit ja palvelut lähes kokonaan jatkuvaveloitteisiin palveluihin ja sen lisenssimaksuihin, mutta osin myös alihankintaan vuodesta 2023 alkaen. Jatkuvaveloitteisten palveluiden suhteellinen kasvu heijastuu näin vahvasti suoraan materiaali- ja palvelukuluihin.
- Työntekijöiden laskutusasteissa ei ymmärryksemme mukaan ole suuremmin potentiaalia, kun yhtiö on saanut tehostettua omia prosessejaan joissain maissa ja haluaa rekrytoida toisissa.
- Jatkuvien palveluiden kautta kustannusrakenteessa on skaalautumisvaraa.
- Kustannusrakenne joustaa hieman alihankinnan myötä, muuten kulupohjaa on tehostettu vuonna 2023, minkä tulisi tukea kannattavuutta vuonna 2024.
- Voimakkain investointivaihe on ainakin hetkellisesti takana. Operatiiviset investoinnit toteutetaan ymmärryksemme mukaan pääosin tuloslaskelman kautta ja aktiivointitarve on hyvin matala.

Taloudellinen tilanne 2/2

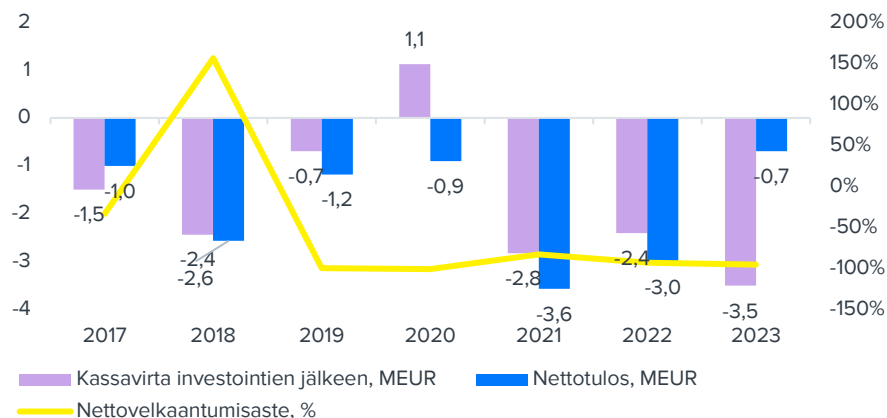
Listautumisessa kerätyt varat mahdollistavat isommat panostukset

Taserakenne 31.12.2021



- Digital Workforcen tase on hyvin kevyt ja listautumisessa kerättyjen varojen myötä todella vahva.
- Rahavarat olivat 13 MEUR vuoden 2023 lopussa ja ne antavat hyvin liikkumavaraa orgaanisille investoinneille ja yritysostoille.
- Aineettomat hyödykkeet perustuvat yritysostoon ja aktivoituihin T&K- kuluihin.
- Yhtiö operoi negatiivisella käyttöpääomalla, kun lisenssit maksetaan yleensä 12kk osalta kauden alkaessa. Tämä tarkoittaa, ettei normaali orgaaninen kasvu sido pääomia. Yhtiö investoi edelleen kasvuun, vaikka selvästi aikaisempaa maltillisemmin, minkä myötä kannattavuus on parempaa, eikä syö kassaa ja omaa pääomaa samalla tavalla kun aikaisemmin.
- Mahdolliset yritysostot sitovat pääomia ja luovat liikearvoa. Digital Workforce on FAS-kirjanpidossa ja poistaa siten liikearvoa, jos sitä syntyy taseeseen.

Operatiivinen kassavirta investointien jälkeen, nettotulos ja nettovelkaantumisaste (%)



- Yhtiö toteutti vuonna 2016 rahoituskierron kasvuinvestointien toteuttamiseksi ja listautumisen vuonna 2021.
- Käyttöpääomaa sitoutui tavallista enemmän loppuvuonna 2023, kun viimeinen työpäivä oli viikonloppu ja näin kassavirta oli tulosta selvästi heikompi. Tämä vapautui takaisin kuitenkin pääosin heti alkuvuodesta.
- Nykyiset varat riittävät yhtiön mukaan strategian toteutukseen. Lyhyellä aikavälillä emme odota orgaanisten investointien juurikaan syövän kassaa.
- Arvioimme kannattavuuden olevan positiivinen lähivuosina ja kerryttävän kassaa. Näin yhtiölle jää hyvin liikkumavaraa yritysostoihin.

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennusteissa seuraamme yhtiön strategian tavoitteiden myötä erityisesti jatkuvaveloitteisen liikevaihdon kasvua. Asiantuntijaliikevaihto on myös tärkeää, koska se toimii sisään syöttönä jatkuvaveloitteiseen liikevaihtoon.

Asiantuntijaliikevaihdon kertyminen on hyvin riippuvainen henkilöstömäärän kehityksestä ja laskutusasteiden muutoksista. Jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihtoa tukee asiantuntijapalveluiden kehitys. Korrelaatio kyseisten liiketoimintojen välillä on kuitenkin suhteellisen heikko, mikä johtuu siitä, että jatkuvaveloitteisten palveluiden asiakkaat skaalaavat ylös digityöntekijöitä.

Henkilöstökuluja ajavat henkilöstömäärän kehityksen lisäksi palkkainflaatio ja USA:n markkinan kalliimmat rekrytoinnit. Mallinamme suoria ja kiinteitä henkilöstökuluja erikseen.

Materiaali- ja palvelukustannukset nousevat jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun myötä, mutta näiden lisenssikulujen odotetaan skaalautuvan selvästi kypsässä vaiheessa.

Emme ole sisällyttäneet yritysostoja ennusteisiimme, mutta pidämme pienten tai keskisuurten yritysostojen toteutumista jopa todennäköisenä lähivuosina.

Yhtiön ollessa FAS-kirjanpidossa kolmansien osapuolten lisenssit kirjataan liikevaihdoksi, mutta IFRS-kirjanpidossa tästä kirjattaisiin pelkästään kate. Kirjanpilotekninen asia on hyvä pitää mielessä, erityisesti kun lisenssien osuus on suhteellisen suuri (2023e vajaa 50 % jatkuvaveloitteisesta liikevaihdosta ja ~30 % konsernin liikevaihdosta).

Taloudellinen toimintaympäristö on edelleen

epävarma ja korkotaso korkea. Tämä hidastaa yritysten kykyä investoida uusiin digitaalisiin palveluihin.

Vuoden 2024 ennusteet

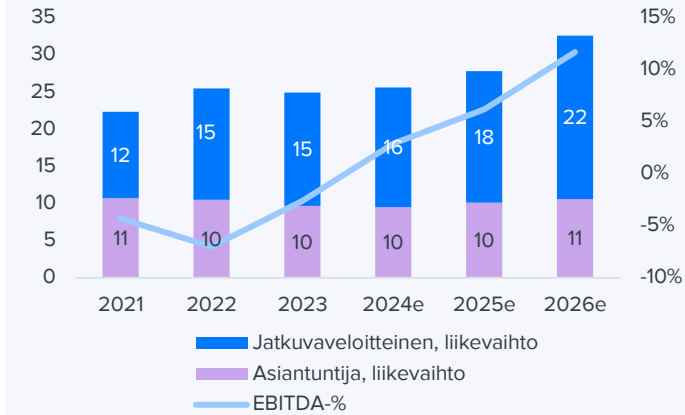
Digital Workforce ohjeistaa koko vuoden 2024 liikevaihdon olevan korkeampi ja oikaistun käyttökateen olevan positiivinen ja paranevan vuoteen 2023 verrattuna. Kuluva vuoden ennusteisiin liittyy näkemyksemme mukaan tavallista enemmän epävarmuutta, johtuen yleisen taloustilanteen heikkoudesta ja Digital Workforcen strategiavaiheesta, jossa uusi Outsmart-alusta on edelleen ylösajovaiheessa.

Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 3 % 25,6 MEUR:oon jatkuvaveloitteisen kasvun ajamana. Ennusteet sisältävät suhteellisen voimakkaan trendin muutoksen H2'23:sta (liikevaihto -9 %). Kasvu on kokonaan orgaanista. Teimme pieniä, korkeintaan 0,1 MEUR:n tarkennuksia ennusteisiimme.

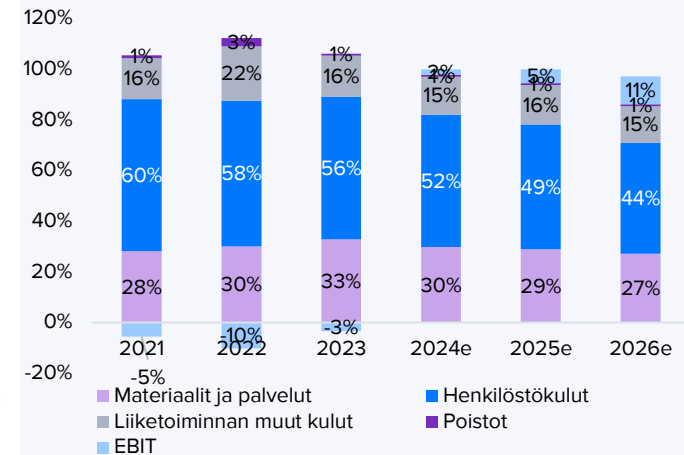
Ennustamme jatkuvaveloitteisten palveluiden vetävän konsernin kasvua (6 %) nykyisten asiakkaiden lisääntyvän käytön myötä. Asiantuntijapalveluiden liikevaihdon odotamme laskevan (2 %) uusasiakashankinnan ollessa edelleen markkinatilanteen myötä haastavaa. Yhtiö tavoittelee 70 %:n jatkuvaveloitteisen liikevaihdon osuutta jo vuonna 2024 (2023: 61 %), mutta ennustamme sen nousevan hitaammin ja olevan 63 % liikevaihdosta vuonna 2024.

Maantieteellisesti kasvumarkkinat alkavat jo olemaan merkittävä osa kokonaisuutta. Siten vahvan kasvun jatkuminen alkaa asteittain näkymään paremmin myös konsernin luvuissa. Lisäksi yhtiön tavoittelema suurempi asiakaskoko tukee kasvua.

Liikevaihto ja EBITDA-%



Kulut-% liikevaihdosta



Ennusteet 2/3

Yhtiö on luottavainen uusasiakashankintaan erityisesti Yhdysvalloissa, mistä yhtiö odottaa voimakkainta kasvua vuonna 2024. Isossa-Britanniassa ja Irlannissa on ollut johtajavaihdos vuoden alussa, minkä myötä kuluva vuosi menee arviomme mukaan pohjan rakentamiseen, ennen vahvemman kasvun vaihetta. Kypsemmistä markkinoista yhtiö kommentoi H2'23:n yhteydessä Suomen julkishallinnon toimijoiden, erityisesti terveydenhuollon, kysynnän olleen vilkasta loppuvuodesta, mutta projektien sopimusten viimeistelyjen ja lähtöjen viivästyneen. Näin seuraamme myös projektisopimuksia ja niiden aloituksia Suomessa. Suomessa pullonkaula on myös osaajien saatavuudessa, joka on nykyisessä markkinatilanteessa hieman outoa, mutta kuvastaa yhtiön spesifin profiilin osaajatarvetta.

Odotamme myyntikate-%:n paranevan 38 %:iin skaalautuvan jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun vetämänä, Azure-pilvipalveluihin keskittämisen sekä henkilöstömäärän laskun ja sitä kautta parempien laskutusasteiden myötä (2023: 33 %). Muilla tulosriveillä kannattavuutta tukee viime vuoden lopulla lakkautetut Tanskan ja Norjan toimitukset sekä hallinnon tehostustoimenpiteet. Yhtiö tulee tekemään kuluvan vuoden aikana muutamia kohdennettuja rekrytointeja, mikä hieman kasvattaa henkilöstömäärää vuoden edetessä. Näin ennustamme käyttökateen olevan 0,7 MEUR tai 3 % liikevaihdosta vuonna 2024 (2023: (oik.) 0,2 MEUR tai 1 %). Muilla tulosriveillä emme odota suurempia muutoksia aikaisempaan. Näin ennustamme osakekohtaisen tuloksen olevan 0,06 euroa (2023: oik. 0,01). Kasvustrategian vaatimien pääomien ja edelleen matalan tulostason myötä emme odota yhtiön maksavan osinkoa vuodelta 2024.

Strategiakauden ennusteet vuosina 2025-2026

Strategiakauden loppuvuosina ennustamme kasvun kiihtyvän kasvumarkkinoiden ajamana. Rakenteen näkökulmasta katsottuna odotamme jatkuvaveloitteisen kasvun vetävän konsernin liikevaihdon kasvua, kun asiantuntijapalveluiden hankkeet siirtyvät jatkuvaveloitteiseen palveluun ja jo olemassa olevat jatkuvat palvelut jatkavat ylösajoa. Arvioimme yhtiön kasvavan 9 % ja 14 % vuosina 2025-2026. Näin liikevaihto on ennusteissamme 32 MEUR vuonna 2026 ja selvästi alle tavoitetason (50 MEUR tai ~25 % v/v kasvu) osin edelleen haasteellisen markkinan pitelemänä. Näin tavoitetasoon pääseminen vaatii yritystason tai useamman. Lisäksi tavoitetaso vaatii laskelmiemme perusteella myös organisen kasvun kiihtymistä yli ennusteemme. Vahvempi kasvuennuste vaatii yhtiöltä näyttöjä Outsmart-alustan kaupallistamisen edistymisestä ja uusasiakashankinnasta kasvumarkkinoilla.

Ennustamme sen sijaan käyttökate-%:n nousevan 7 %:iin vuonna 2025 ja 12 %:iin vuonna 2026. Kannattavuusparannusta vetää skaalautuvien jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvu ja asiantuntijaliiketoiminnan hieman paremmat laskutusasteet. Huomautamme edelleen, että erityisesti kannattavuusennusteisiin liittyy keskipitkällä aikavälillä suurempaa epävarmuutta johtuen liikevaihdon kasvun kulmakertoimesta ja erityisesti sen skaalautuvuudesta kannattavuuteen. Olemme sivupalkissa oikealla listanneet useampia Digital Workforcen kasvu- ja kannattavuusajureita.

Emme odota yhtiön jakavan osinkoja nykyisellä strategiakaudella. Odotamme yhtiön panostavan kaikki varat kasvuun, mikä on näkemyksemme mukaan luonnollista kasvun kiihtyessä ja skaalautuvuuden realisoituessa.

Kasvuajurit

- + OutSmart-alustan kasvu, missä on kriittistä onnistua pitkän aikavälin potentiaalin osalta
- + Asiantuntijapalveluiden kasvu (lyhyellä aikavälillä markkina luo painetta)
- + Uusien jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvu ja olemassa olevien asiakkaiden käytön lisääminen (skaalautuu)
- + Robotiikan paraneva penetraatioaste
- + Alihankinta lisää liiketoiminnan joustavuutta

Kannattavuuden ajurit

- + Parempi lisenssiportfolion hallinta, joka tehostaa materiaalien ja palveluiden kulurakennetta
- + Vahvempi skaalautuvuus jatkuvaveloitteisissa palveluissa
- + USA:n toimitusten toteuttaminen Euroopasta
- + Suorien henkilöstökulujen suhteellinen lasku jatkuvaveloitteisen liikevaihdon nousun ajamana
- + Kiinteiden henkilöstökulujen suhteellinen lasku liikevaihdon kasvun myötä ja laskutusasteiden nousu
- + Liiketoiminnan muiden kulujen suhteellinen lasku liikevaihdon kasvun ajamana
- + Asiantuntijaliiketoiminnan paremmat laskutusasteet
- Palkkainflaatio ja asiantuntijapalveluiden vaihtuvuus
- Rekrytoinnit kalliilla USA:n ja Ison-Britannian markkinoilla
- Investointien epäonnistuminen

Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkän aikavälin ennusteet ovat hyvin riippuvaiset strategian onnistumisesta ja markkinatilanteesta. Ennustamme pitkällä aikavälillä kasvun asteittain hidastuvan ja olevan 7 - 14 %:n kasvua vuosina 2027-2032 ja 2,0 % terminaalissa. Ennustamme EBIT-%:n olevan reilu 10 %, mikä heijastellee korkeaa IT-palvelukannattavuutta. Tällä hetkellä pitkän aikavälin ennusteisiin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta, sillä uusi strategia on vasta alkuvaiheessa. Yhtiöltä puuttuu vielä näytöt voimakkaammasta kasvusta ja erityisesti kannattavuudesta uudella strategialla ja rakenteella.

Vahva tase mahdollistaa yritysostot

Yhtiöllä oli 13 MEUR:n kassa vuoden 2023 lopussa. Lisäksi operatiivinen kassavirta alkaa myös vahvistamaan tasetta ja mahdollistaa näin hyvin yritysostot kasvun kiihdyttämiseen. Yhtiöllä on myös mahdollista rahoittaa epäorganista kasvua arviomme mukaan vajaan 10 MEUR:n lainalla, mikä kuitenkin sisältää oletuksen kannattavuuden paranemisesta lähemmäksi yhtiön tavoittelemaa 10 %:n EBITDA-tasoa.

Tuloslaskelma	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	22,4	25,5	12,6	12,3	24,9	12,4	13,2	25,6	27,8	31,7	36,1
Asiantuntijapalvelut	10,7	10,5	5,0	4,7	9,7	4,6	4,9	9,5	10,1	11,1	12,7
Jatkuvaveloitteiset palvelut	11,7	15,0	7,6	7,6	15,2	7,8	8,3	16,1	17,7	20,5	23,4
Käyttökate	-1,0	-1,7	0,1	-0,8	-0,6	0,3	0,4	0,7	1,8	3,9	5,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,9	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,8	-1,3	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,6	1,6	3,7	4,9
Liikevoitto	-1,2	-2,6	0,0	-0,9	-0,8	0,2	0,3	0,6	1,4	3,5	4,9
Nettorahoituskulut	-2,3	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Tulos ennen veroja	-3,5	-3,0	0,2	-0,9	-0,7	0,4	0,5	0,9	1,7	3,7	5,1
Verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,6	-0,9
Nettotulos	-3,6	-3,0	0,2	-0,9	-0,7	0,3	0,4	0,7	1,5	3,1	4,2
EPS (oikaistu)	-0,25	-0,15	0,03	-0,02	0,01	0,03	0,03	0,06	0,14	0,29	0,38
EPS (raportoitu)	-0,62	-0,27	0,02	-0,08	-0,06	0,03	0,03	0,06	0,13	0,28	0,38

Tunnusluvut	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	17,1 %	13,9 %	5,2 %	-8,7 %	-2,2 %	-1,5 %	7,3 %	2,9 %	8,5 %	13,8 %	14,0 %
Käyttökate-%	-4,3 %	-6,7 %	1,1 %	-6,4 %	-2,6 %	2,5 %	3,2 %	2,9 %	6,6 %	12,5 %	14,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	-3,8 %	-5,0 %	1,0 %	-1,4 %	-0,2 %	1,8 %	2,5 %	2,2 %	5,8 %	11,7 %	13,5 %
Nettotulos-%	-16,0 %	-11,8 %	1,5 %	-7,2 %	-2,8 %	2,4 %	2,9 %	2,7 %	5,3 %	9,8 %	11,7 %

Lähde: Inderes



Katso yhtiön toimitusjohtajan videohaastattelu H2-raportista:

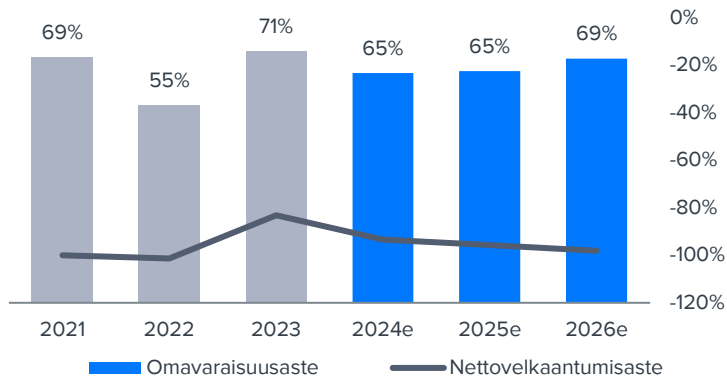


Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	1,6	2,1	2,3	2,2	2,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,5	2,1	2,1	2,1	2,0
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	26,3	21,3	21,6	23,8	27,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,2	8,1	6,4	7,0	7,9
Likvidit varat	18,1	13,2	15,2	16,8	19,2
Taseen loppusumma	27,9	23,4	23,9	26,0	29,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	15,4	14,7	15,4	16,9	20,0
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-12,7	-13,3	-12,6	-11,2	-8,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,3	0,8	1,0	1,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	2,3	0,8	1,0	1,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,2	7,9	7,4	8,1	9,2
Korolliset velat	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	10,0	5,1	7,4	8,1	9,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	27,9	23,4	23,9	26,0	29,2



Arvonmääritys 1/4

Sijoitusprofiililta käännetyhtiö

Digital Workforce on sijoitusprofiililtaan tavallaan käännetyhtiö. Yhtiön sijoitustarina on houkutteleva pidemmällä aikavälillä, kun huomioidaan kasvu- ja kannattavuuspotentiaali. Lyhyellä aikavälillä fokuksen siirtäminen kasvusta parempaan kannattavuuteen vaatii vielä lisää näyttöjä kannattavuuden osalta. Yhtiöllä on historiassa vahvat näytöt kasvusta Pohjoismaissa ja alustavat näytöt kasvusta kasvumarkkinoilla.

Liiketoiminnoiltaan yhtiö on näkemyksemme mukaan hybridi tuoteyhtiön ja IT-palveluyhtiön ominaisuuksista. Digital Workforcella ei ole tuoteyhtiöiden tapaan omaa IPR-portfolioita ja yhtiä vahvaa kannattavuusprofiilia, mutta palveluyhtiötä selvästi parempi skaalautuvuus ja erityisesti jatkuvuus. Asiantuntijatyö on taas strategisesti ”syöttöä” jatkuvaveloitteeseen liikevaihtoon ja arviomme mukaan se on keskimääräistä IT-palvelutyötä matalakatteisempaa. Parempikatteisen jatkuvan liikevaihdon osuuden kasvu ajaa tuloskasvua ja tekee sijoitusprofiilista entistä houkuttelevamman.

Strategiakauden lopussa vuonna 2026 yhtiön tulisi olla kasvumarkkinoiden osalta jo selvästi kypsemmässä vaiheessa ja kannattavuuden olla selvästi parempaa. Yhtiön onnistuessa kasvumarkkinoilla sekä skaalautuvuuden realisoituessa voidaan yhtiölle alkaa asteittain hyväksyä korkeampia arvostuskertoimia.

Keskeisenä riskinä on kasvustrategian epäonnistuminen, jolloin jatkuvan liikevaihdon kasvusta ja sen skaalautuvuudesta ei saataisi näyttöjä. Tällöin jatkuvan liiketoiminnan arvo ei todennäköisesti heijastuisi yhtiön arvostuskertoimiin ja pahimmassa tapauksessa

yhtiö profiloituisi tahtomattaan heikosti kannattavan IT-palveluyhtiön lokeroon.

Arvonmääritysmalli

Tarkastelemme Digital Workforcen arvostusta useasta eri näkökulmasta. Perinteisesti sovellamme absoluuttisia arvostuskertoimia, verrokkianalyysiä, tuotto-odotuksen haarukointia ja kassavirtalaskelmaa. Lisäksi, koska yhtiössä on kaksi hyvin eri profiiliin liiketoimintaa, sovellamme myös osien summa -laskelmaa. Olemme myös hahmotelleet arvostusta eri skenaarioiden kautta, jotka on diskontattu nykyarvoon.

Arvostuskertoimissa olemme aikaisemmin käyttäneet pääsääntöisesti liikevaihtokertoimia. Liikevaihtokertoimen vertailtavuutta heikentää hieman se, että yhtiö on FAS-kirjanpidossa ja kirjaa lisenssimyynnit myös liikevaihtoon. IFRS-kirjanpidossa tästä kirjattaisiin vain kate, mikä laskisi selvästi liikevaihtoa, mutta parantaisi kannattavuutta. Kannattavuusfokuksen myötä myös tulospohjaisista kertoimista aletaan ensi vuonna saada tukea arvostukselle, mutta tämä vaatii tuloskäänteen onnistumista. Tällä hetkellä arvostusta rajoittaa yhtiön pieni koko, heikentynyt kasvukuva ja vielä vähäiset näytöt paremmasta kannattavuudesta.

Verrokkiryhmä

Digital Workforcelle ei ole saatavilla selkeää samanlaisella liiketoimintamallilla toimivaa verrokkiryhmää, sillä asiantuntijayhtiöihin verrattuna yhtiöllä on selvästi enemmän jatkuvaluontoista ja parempikatteista liiketoimintaa. Pohjoismaisiin tuote- ja erityisesti ohjelmistoyhtiöihin verrattuna Digital Workforcen kateprofiili on kypsässä vaiheessa kyseisiä yhtiöitä heikompi.

Arvoajurit ja mahdollisuudet

- Kasvumarkkinoilla onnistuminen (USA, Iso-Britannia ja Irlanti) ja kasvun kiihtyminen
- Parempikatteisen jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihdon osuuden kasvu ajaa tuloskasvua ja tekee sijoitusprofiilista houkuttelevamman
- Outsmart-alustan hyvä skaalautuvuus
- Toimialafokus parantaa tehokkuutta ja siten kannattavuutta
- Jatkuvan liikevaihdon suhteellisen osuuden kasvu
- Yritysostot

Riskit ja uhat

- Kasvustrategian onnistuminen
- Outsmart-alustan kaupallistamisen epäonnistuminen
- Investointien tuottavuus
- Suurten RPA-teknologioiden kehitys ja laajentuminen ylläpitoon
- Asiakkaiden tekemisen ottaminen omaan haltuun (inhouse)
- Markkina ja teknologiamuutoksiin reagointi
- Työntekijäimagon kehitys ja rekrytoinneissa onnistuminen
- Palkkainflaatio ja vaihtuvuuden hallinta
- Yritysostot

Sijoitusprofiili

1.

Houkuttelevat kasvumarkkinat, joissa ensimmäiset näytöt kasvusta annettu

2.

Parantunut fokus kilpailuetujen ympärille valituilla toimialoilla (erit. terveydenhuolto)

3.

Skaalautuva ja jatkuvaan liikevaihtoon perustuva liiketoimintamalli

4.

Vahva tase ja negatiivinen nettokäyttöpääoma

5.

Sijoitusprofiililtaan käännetyhtiö, mutta potentiaalisesti tuote- ja palveluyhtiön hybridi

Potentiaali



- Markkinan kysyntänäkymät ovat vahvat
- Uusissa markkinoissa onnistuminen (USA, Iso-Britannia ja Irlanti)
- Outsmart-alustan myötä kilpailuedun vahvistuminen
- Skaalautuvuuden paraneminen
- Jatkuvuuden parantuminen edelleen
- Yrityssotot

Riskit



- Kasvustrategian onnistuminen
- Outsmart-alustan kilpailukyvyyn säilyttäminen ja kehitys
- Suurten RPA-teknologioiden kehitys ja laajentuminen ylläpitoon
- Markkina- ja teknologiamuutoksiin reagointi
- Työntekijäimagon kehitys ja rekrytoinneissa onnistuminen
- Palkkainflaatio ja vaihtuvuuden hallinta
- Yrityssotot

Vertailuryhmä

Verkkokirjymän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2024e
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	
Admicom*	218	207	17,7	15,4	17,5	15,2	6,0	5,4	22,7	20,4	1,5	1,7	6,2
Efecte*	97	96	91,2	35,7	49,6	27,7	3,5	3,1	106,2	40,9			17,6
Leaddesk*	42	45	30,0	19,6	10,5	8,4	1,4	1,3	51,2	22,4			3,0
Qt Group*	1907	1839	25,7	19,9	24,7	19,2	8,3	6,5	32,8	26,5			8,1
Lime Technologies AB	423	435	35,8	30,1	23,4	20,4	7,1	6,2	47,2	38,9	1,0	1,2	15,1
Upsales Technology AB	58	54	19,9	18,2	14,4	13,4	3,8	3,2	26,5	24,9	3,8	3,8	22,2
Carasent ASA	69	41		14,7	32,6	10,7	1,8	1,5	185,0	41,1			0,8
FormPipe Software AB	137	135	20,8	14,2	11,2	8,9	2,8	2,6	25,9	17,7	2,4	3,5	3,1
Digia*	142	157	8,4	7,0	6,9	5,9	0,8	0,7	10,5	9,0	3,6	4,0	1,6
Gofore*	353	329	12,7	10,0	10,9	8,8	1,7	1,4	16,9	13,7	2,2	2,6	3,1
Loihde*	83	78	17,3	11,5	6,9	5,5	0,6	0,5	21,1	14,9	3,4	4,3	0,8
Innofactor*	46	52	7,6	6,0	5,2	4,4	0,6	0,5	9,3	7,7	6,2	6,9	1,5
Netum Group*	35	40	9,2	8,5	8,7	8,1	0,9	0,8	12,2	10,2	5,1	5,8	3,3
Silli Solutions*	75	75	8,3	7,0	5,8	5,1	0,6	0,6	11,8	10,1	3,2	3,8	1,5
Soltec*	14	38	13,0	10,0	7,5	6,7	0,7	0,6	37,3	12,9			0,7
Tietoevry*	2297	3176	8,8	8,0	7,4	6,9	1,1	1,0	9,0	8,3	7,7	8,0	1,4
Vincit*	45	33	7,7	5,1	6,3	4,6	0,4	0,3	14,4	9,4	5,6	6,3	1,3
Witted Megacorp*	30	22	14,8	7,1	15,2	7,0	0,4	0,3	22,1	12,8			1,8
Bouvet	544	565	15,8	13,7	12,5	11,1	1,7	1,5	19,0	16,6	4,7	6,1	12,8
CombinedX	86	83	10,1	8,1	6,9	6,1	1,0	0,9	13,1	10,6			
Avensia AB	28	32	12,4	9,3	7,9	6,6	0,9	0,8	13,8	10,2	3,4	5,7	6,8
Knowit	370	456	15,3	11,6	7,7	6,7	0,8	0,7	17,1	12,3	3,7	4,6	1,0
Netcompany Group	1922	2213	20,9	17,0	15,0	12,8	2,5	2,3	24,8	19,3			3,5
Digital Workforce (Inderes)	32	18	32,3	10,0	24,0	8,9	0,7	0,6	47,0	19,7	0,0	0,0	2,1
Keskiarvo			19,2	13,4	13,7	10,0	2,1	1,9	32,6	17,9	3,8	4,5	5,3
Mediaani (kaikki)			15,1	11,5	10,5	8,1	1,1	1,0	21,1	13,7	3,6	4,3	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			<i>n.a.</i>	-13 %	<i>n.a.</i>	9 %	-37 %	-44 %	<i>n.a.</i>	44 %	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-31 %
Mediaani (ohjelmistoyhtiöt)			20,8	16,8	15,9	12,0	3,2	2,8	29,7	23,6	2,3	3,0	4,6
Erotus-% vrt. mediaani			<i>n.a.</i>	-40 %	<i>n.a.</i>	-26 %	-78 %	-79 %	<i>n.a.</i>	-17 %	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-55 %
Mediaani (IT-palveluyhtiöt)			12,4	8,5	7,5	6,7	0,8	0,7	14,4	10,6	4,7	5,8	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			<i>n.a.</i>	18 %	<i>n.a.</i>	33 %	-7 %	-18 %	<i>n.a.</i>	86 %	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	37 %

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

Arvonmääritys 2/4

Verrokkiryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2024-2025 ovat 1,1x-1,0x. IT-palveluyhtiöiden vastaavat kertoimet ovat 0,8x-0,7x ja ohjelmistoyhtiöiden 3,2x-2,8x. Verrokkiryhmän arvostus on laskenut selvästi reilussa vuodessa, mikä on myös vaikuttanut Digital Workforcen arvostukseen.

Arvostuksen lattiana olemme pitäneet IT-palveluyhtiöiden mediaania, mutta nyt yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiili on kuitenkin lyhyellä aikavälillä jopa keskimääräistä IT-palveluyhtiötä heikompaa, mikä heikentää tätä tukipistettä. Mikäli yhtiön kasvu kiihtyy takaisin lähemmäs sen tavoittelemaa 25 %:n tasoa ja kannattavuuskäänne etenee hyvin, voidaan yhtiölle näkemyksemme mukaan hyväksyä IT-palveluyhtiöiden kärkitasoa (~1,5x), eli noin kaksinkertaista tasoa nykyiseen nähden. Emme kuitenkaan näe perusteltuna tarkastella yhtiön arvostusta suhteessa ohjelmistoyhtiöihin. Pidämme ohjelmistoyhtiöt kuitenkin mukana, sillä mikäli yhtiö ylittää potentiaaliinsa, saadaan myös näistä tukipisteitä arvostukselle. Lisenssitulojen kirjauskäytännöstä johtuen yhtiölle voidaan kuitenkin hyväksyä jopa noin 30 % matalammat liikevaihtopohjaiset kertoimet.

Näkemyksemme mukaan Digital Workforcen arvostus on EV/liikevaihto-kertoimella varovaisen houkutteleva. Tulokertoimien (2025e-26e) suhteellinen analysointi ja vahvemman näkemyksen ottaminen tässä vaiheessa on haastavaa, koska muuttujia on useita. Käsittelemme tulokertoimia enemmän absoluuttisesti.

Arvostuskertoimet

Digital Workforcen vuosien 2024-2025

EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 0,7-0,6x. Kurssilaskun myötä arvostus on muuttunut varovaisen houkuttelevaksi. Potentiaalin nähden (kasvu >10 % ja EBITA >10%) investointivaiheen jälkeen, on arvostus mielestämme hyvin maltillinen. Nykyinen haastava markkinatilanne rajoittaa kuitenkin kovinta ostointoa.

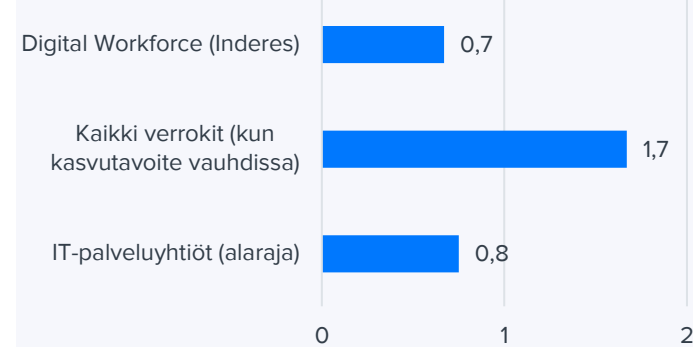
Kannattavuusfokuksen myötä tulos pohjaisista kertoimista aletaan jo lähivuosina saamaan tukea arvostukselle. Vuosien 2025-2026 ennusteilla (EBITDA: 7 % ja 12 %) arvostus ovat EV/EBIT-kertoimilla 10x ja 4x. Tulokertoimet ovat hyvin matalat, vaikkakin tuloskäännö on vielä hyvin alkuvaiheessa, mikä nostaa riskitasoa. Yhtiön fokuksen ollessa kannattavuudessa, kääntyy kokonaisuus tuloskäänteeseen liittyvästä riskistä ja matalista tulokertoimista kuitenkin houkuttelevaksi.

Osien summa

Tarkastelemme Digital Workforcen arvostusta myös osien summa -laskelman kautta liiketoimintojen hyvin erilaisten profiilien takia. Laskelman käyttökelpoisuutta rajoittaa kuitenkin se, ettei liiketoimintoja voi tai tulla erottamaan toisistaan. Laskelma toimii kuitenkin hyvin yhtenä arvostusmenetelmänä muiden joukossa.

Sovellamme asiantuntijapalveluille IT-palveluyhtiöiden alahaarukan EV/S-kerrointa 0,4x. Matala kerroin heijastelee asiantuntijapalveluiden heikompaa kasvu- ja kannattavuusprofiilia. Jatkuvalle liikevaihdolle sen sijaan sovellamme IT-palveluyhtiöiden arvostuksen kärkeä tai koko verrokkiryhmän mediaanitasoa 1,4x. Sektorin arvostustasot ovat laskeneet selvästi, viimeisen reilun vuoden aikana.

EV/Liikevaihto 2024e



Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT 2024e	EV/Liikevaihto 2024e
Admicom*	17,7	6,0
Efecte*	91,2	3,5
Leaddesk*	30,0	1,4
Qt Group*	25,7	8,3
Lime Technologies AB	35,8	7,1
Upsales Technology AB	19,9	3,8
Carasent ASA		1,8
FormPipe Software AB	20,8	2,8
Digia*	8,4	0,8
Gofore*	12,7	1,7
Loihde*	17,3	0,6
Innofactor*	7,6	0,6
Netum Group*	9,2	0,9
Siiili Solutions*	8,3	0,6
Solteq*	13,0	0,7
Tietoevry*	8,8	1,1
Vincit*	7,7	0,4
Witted Megacorp*	14,8	0,4
Bouvet	15,8	1,7
CombinedX	10,1	1,0
Avensia AB	12,4	0,9
Knowit	15,3	0,8
Netcompany Group	20,9	2,5
Digital Workforce (Inderes)	32,3	0,7
Keskiarvo	19,2	2,1
Mediaani (kaikki)	15,1	1,1
Erotus-% vrt. mediaani	n.a.	-37 %
Mediaani (ohjelmistoyhtiöt)	20,8	3,2
Erotus-% vrt. mediaani	n.a.	-78 %
Mediaani (IT-palveluyhtiöt)	12,4	0,8
Erotus-% vrt. mediaani	n.a.	-7 %

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

Arvonmääritys 3/4

Mikäli liiketoiminnan kannattavuuspotentiaali alkaa realisoitumaan voidaan jatkuvalle liikevaihdolle hyväksyä korkeampi arvostustaso.

Digital Workforcen vuoden 2024 liikevaihtoa ja yllä mainitsemiamme kertoimia soveltaen saamme kokonaisuuden velattomaksi arvoksi 26 MEUR. Vahvan nettokassan myötä markkina-arvo on 41 MEUR tai osakekohtainen arvo 3,6 osakkeelta. Osien summa kuvaa lähes tavoitehintaamme ja indikoi maltillista nousuvaraa.

Strategiakauden skenaariot

Havainnollistamme Digital Workforcen osakkeen strategiakauden tuottopotentiaalia kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja hyväksyttävistä arvostustasoista vuoteen 2026 ulottuvan strategiakauden aikana. Digital Workforcen päivitetty strategia on vielä alkuvaiheessa ja strategiakauden loppuun on vielä liian aikaista tukeutua, mutta skenaariot kuvastavat huomattavaa potentiaalia ja miksi sijoitustarina on onnistuessaan hyvinkin mielenkiintoinen. Niihin voidaan tukeutua vahvemmin siinä kohtaa, kun kasvu- ja kannattavuuskäänteestä on saatu konkreettisia todisteita.

Skenaariolaskelmat kuvaavat hyvin sitä, kuinka osakkeen tuotto-odotus on erityisen herkkä jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvulle ja hyväksyttävälle arvostukselle. Mikäli Digital Workforcen kasvu on ennustamaamme tasoista, on osakkeessa näkemyksemme mukaan tarjolla hyvä tuotto-odotus perusskenaariossa. Yhtiön onnistuessa strategian mukaisesti vahvassa organisaatiossa kasvussa (ei sisällä yritysostoja), on osakkeessa näkemyksemme mukaan tarjolla erinomainen tuotto-odotus optimistisessä

skenaariossa. Heikossa skenaariossa, jossa kasvu jäisi heikoksi, tuotto-odotus olisi alle tuottovaateemme.

Nykyennusteisiimme pohjautuvassa perusskenaariossa odotamme asiantuntijapalveluiden liikevaihdon kasvavan keskimäärin 3 %:n vuosivauhtia vuoteen 2026 asti. Oletetulla 0,6x liikevaihtokertoimella asiantuntijapalveluiden arvoksi muodostuu tuolloin 6,4 MEUR. Jatkuvaveloitteisten palveluiden ennustamme puolestaan kasvavan keskimäärin 13 %:n vauhtia ja liikevaihdon olevan 22 MEUR vuonna 2026. Jatkuvaveloitteisten palveluiden vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin myötä oletamme hyväksyttävän liikevaihtokertoimen olevan 1,6x. Näin jatkuvaveloitteisten palveluiden arvoksi muodostuu 35 MEUR. Näillä oletuksilla Digital Workforcen osakkeen arvoksi vuonna 2026 muodostuisi 5,4 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi nykykurssiin nähden 27 %:n vuosittaista tuotto-odotusta. Strategiakauden lopun perusskenaario eroaa arvostuskertoimien osalta vuoden 2024 osien summasta pääosin johtuen vuosien 2025-26e operatiivisesti paremmasta tekemisestä sekä osin normalisoituneista kertoimista.

Optimistisessä skenaariossa oletamme asiantuntijapalveluiden kasvavan keskimäärin 13 % ja jatkuvaveloitteisten palveluiden 23 % vuodessa. Oletamme asiantuntijapalveluita hinnoiteltavan tuolloin 0,8x ja jatkuvaveloitteisten palveluiden 1,8x liikevaihtokertoimella. Näillä oletuksilla Digital Workforcen osake olisi 8,1 euroa vuonna 2026, mikä tarkoittaisi erinomaista 48 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

Osien summa	2024e
Asiantuntijapalveluiden liikevaihto	9,5
Jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihto	16,1
Arvostus, EV/S	2024e
Asiantuntijapalvelut, 0,4x	3,8
Jatkuvaveloitteiset palvelut, 1,4x	22,5
EV	26,4
Nettovelka	-14,2
Markkina-arvo	40,6
per osake	3,6

2026	Pessimistinen	Perus	Optimistinen
Asiantuntijapalvelut			
Kasvu (CAGR 23-26)	-2 %	3 %	13 %
Liikevaihto	9,0	10,6	14,0
x hinnoittelukerroin	0,4x	0,6x	0,8x
Yritysarvo	3,6	6,4	11,2
Jatkuvaveloitteiset palvelut			
Kasvu (CAGR 22-26)	6 %	13 %	23 %
Liikevaihto	18,0	22,0	28,0
x hinnoittelukerroin	1,4x	1,6x	1,8x
Yritysarvo	25,2	35,1	50,4
Yhteensä			
Yritysarvo	28,8	41,5	61,6
Nettokassa	-10	-19	-30
Osakekannan arvo	38,8	60,7	91,6
Per osake	3,4	5,4	8,1
Tuotto	24 %	93 %	192 %
Vuosituotto	8 %	27 %	48 %

Arvonmääritys ja suositus 4/4

Pessimistisessä skenaariossa oletamme asiantuntijapalveluiden ja jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun jäävän keskimäärin -2 %:iin ja 6 %:iin vuodessa. Hyväksyttävät kertoimet olisivat tällöin luonnollisesti myös paineessa (vastaavat 0,4x ja 1,4x). Näillä oletuksilla Digital Workforcen osake olisi 3,4 euroa vuonna 2026, mikä tarkoittaisi 8 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

Kassavirtamalli (DCF)

Olemme asettaneet terminaalijakson (2031-) kasvuodotuksen 2,0 %:iin ja liikevoittomarginaalin (2031-) 11 %:n tasolle, mikä kuvastaa IT-palvelusektoria parempaa kannattavuutta. Huomautamme kuitenkin, että pitkän aikavälin kasvu- sekä kannattavuusennusteisiimme liittyy vielä epävarmuutta, mikä rajoittaa mallin käyttökelpoisuutta. Terminaalikassavirtojen paino (46 %) on kannattavuuskäänteen myötä maltillisempi.

Kassavirtalaskelmamme antama Digital Workforcen osakekohtainen arvo on 4,5 euroa, joka indikoi osakkeelle selvää nousuvaraa. Käytämme edelleen korkeaa WACC:ia 11,4 %. Tuottovaatimusta nostaa yhtiön pieni koko sekä kasvuun ja kannattavuuteen liittyvä epävarmuus. Mikäli Digital Workforce osoittaa tulevina vuosina kannattavan kasvustrategiansa etenevän oikeaan suuntaan on tuottovaateessa laskuvaraa yhtiön riskiprofiilin madaltumisen kautta. Koska kasvustrategia on vielä alkumetreillä, kannattavuus ja skaalautuvuuspotentiaali vielä näyttämättä, emme ole vielä valmiita tukeutumaan pelkästään kassavirtalaskelmaan. Kassavirtalaskelma

kuitenkin heijastelee osakkeen houkuttelevaa potentiaalia.

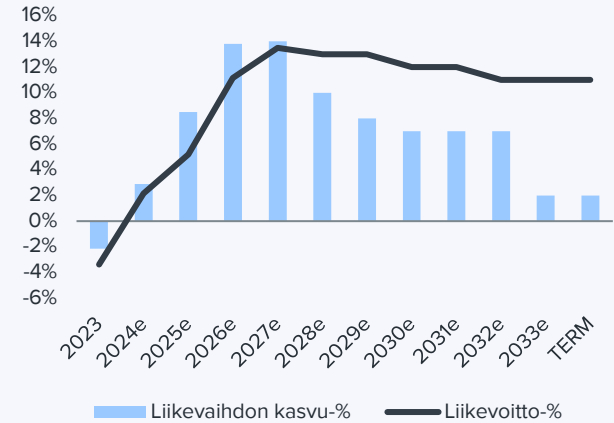
Riskikorjattu tuotto-odotus on plussalla

Lähivuosien ennusteidemme sekä yhtiölle hyväksymiemme arvostuskertoimien, osien summan, skenaarioiden sekä DCF:n pohjalta arvioimme Digital Workforcen osakkeen käyväksi arvoksi nyt noin 3,0-4,5 euroa osakkeelta. Nykyisessä tilanteessa markkinan epävarmuuden ollessa edelleen korkealla ja yhtiön uuden strategian vielä ollessa alkuvaiheessa on yhtiön arvostus mielestämme perustellusti haarukan alalaidalla. Yhtiön osoittaessa voimakkaampaa kasvua ja kannattavuutta linjassa ennusteidemme kanssa, on osakkeen arvostus perusteltua olla haarukan ylälaidassa. Strategian edetessä yhtiön tavoittelemalla tahdilla, on käyvän arvon haarukassa mielestämme perustellusti nousupotentiaalia.

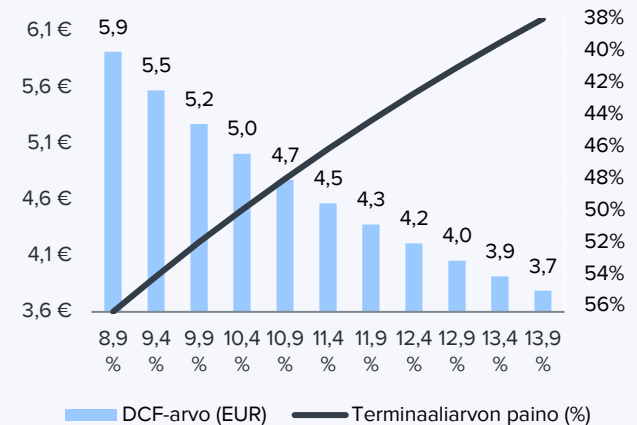
Nykyiseltä kurssitasolta Digital Workforcen osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus nousee mielestämme tuloskasvun valossa tuottovaatimusta korkeammaksi 12 kuukauden sihdillä, vaikka osa tuloskasvusta kuluukin tulospohjaisen arvostuksen lähtötason sulatteluun.

Keskeisimmät näkemykseemme liittyvät riskit lyhyellä aikavälillä ovat mielestämme ennustepuolella ja tuotto-odotus voisi jäädä odotuksistamme, jos yhtiön kannattavuuskäänte ei toteutuisi. Keskipitkällä aikavälillä keskeinen riski ennustepuolella liittyy kasvun kiihdyttämiseen, mikä vaati onnistumisia valituilla kasvumarkkinoilla.

DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



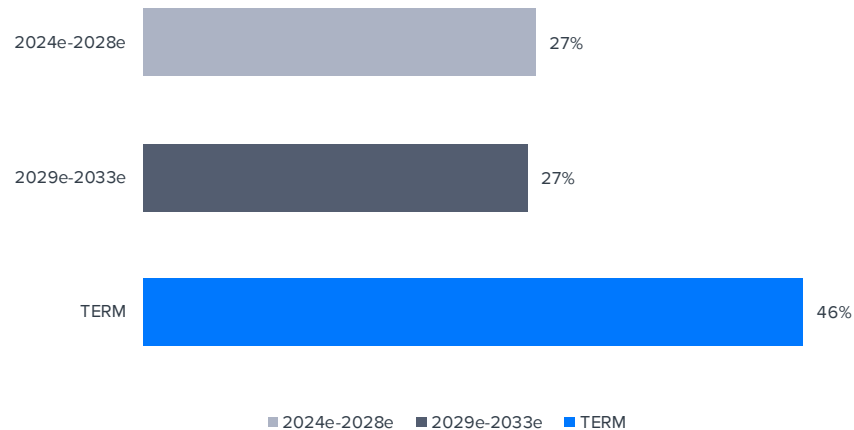
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-2,2 %	2,9 %	8,5 %	13,8 %	14,0 %	10,0 %	8,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-3,4 %	2,2 %	5,2 %	11,2 %	13,5 %	13,0 %	13,0 %	12,0 %	12,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Liikevoitto	-0,8	0,6	1,4	3,5	4,9	5,2	5,6	5,5	5,9	5,8	5,9	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	0,0	-0,2	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-2,1	1,4	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-2,7	2,0	1,7	3,5	4,7	4,7	5,1	5,1	5,4	5,3	5,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,8	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,5	1,7	1,4	3,2	4,3	4,3	4,6	4,6	4,9	4,7	4,7	
+/- 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	-3,5	1,7	1,4	3,2	4,3	4,3	4,6	4,6	4,9	4,7	4,7	50,7
Diskontattu vapaa kassavirta		1,6	1,1	2,4	2,9	2,6	2,5	2,2	2,1	1,9	1,6	17,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		38,7	37,1	36,0	33,6	30,7	28,1	25,6	23,4	21,3	19,4	17,8
Velaton arvo DCF		38,7										
- Korolliset velat		-1,0										
+ Rahavarat		13,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		50,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,5										

Rahavirran jakauma jaksoittain



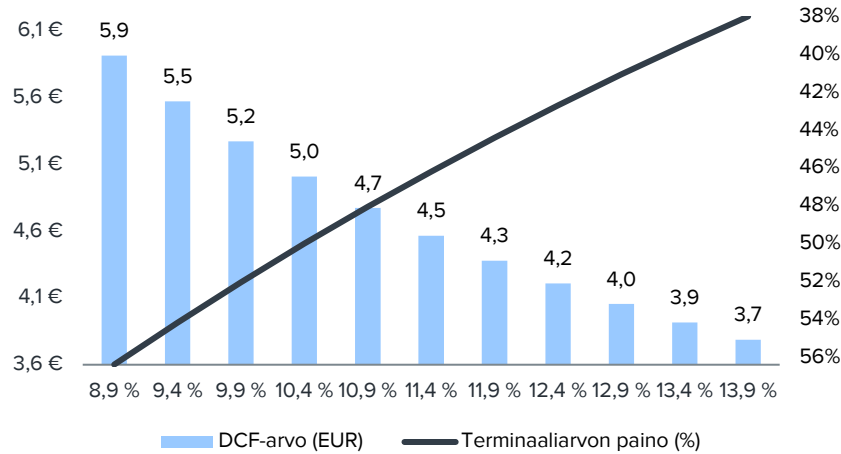
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,4 %

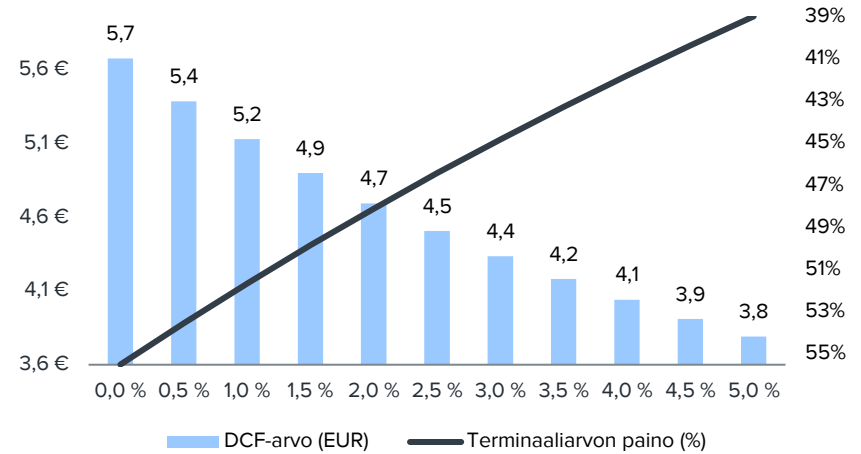
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

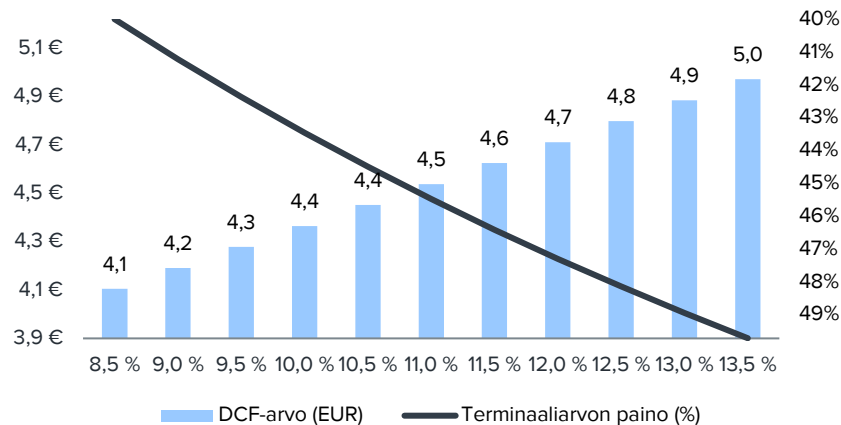
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



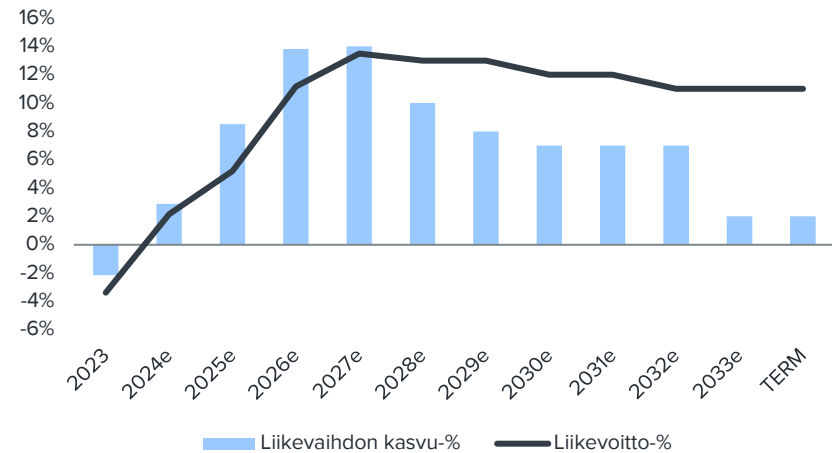
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osaakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	22,4	25,5	24,9	25,6	27,8	EPS (raportoitu)	-0,62	-0,27	-0,06	0,06	0,13
Käyttökate	-1,0	-1,7	-0,6	0,7	1,8	EPS (oikaistu)	-0,25	-0,15	0,01	0,06	0,14
Liikevoitto	-1,2	-2,6	-0,8	0,6	1,4	Operat. kassavirta / osake	-0,43	-0,07	-0,24	0,18	0,15
Voitto ennen veroja	-3,5	-3,0	-0,7	0,9	1,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,49	-0,22	-0,31	0,15	0,12
Nettovoitto	-3,6	-3,0	-0,7	0,7	1,5	Omapääoma / osake	3,18	1,38	1,31	1,37	1,50
Kertaluontoiset erät	-0,4	-1,3	-0,8	0,0	-0,2	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	26,5	27,9	23,4	23,9	26,0	Liikevaihdon kasvu-%	17 %	14 %	-2 %	3 %	9 %
Oma pääoma	18,3	15,4	14,7	15,4	16,9	Käyttökateen kasvu-%	136 %	79 %	-62 %	-215 %	146 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	42 %	50 %	-97 %	-1483 %	193 %
Nettovelat	-18,3	-15,6	-12,2	-14,2	-15,8	EPS oik. kasvu-%	-86 %	-41 %	-105 %	654 %	138 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	-4,3 %	-6,7 %	-2,6 %	2,9 %	6,6 %
Käyttökate	-1,0	-1,7	-0,6	0,7	1,8	Oik. Liikevoitto-%	-3,8 %	-5,0 %	-0,2 %	2,2 %	5,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,5	1,0	-2,1	1,4	0,1	Liikevoitto-%	-5,5 %	-10,2 %	-3,4 %	2,2 %	5,2 %
Operatiivinen kassavirta	-2,4	-0,7	-2,7	2,0	1,7	ROE-%	-40,5 %	-17,8 %	-4,6 %	4,5 %	9,2 %
Investoinnit	0,0	-1,7	-0,8	-0,3	-0,3	ROI-%	-11,5 %	-13,8 %	-5,0 %	5,2 %	10,3 %
Vapaa kassavirta	-2,8	-2,4	-3,5	1,7	1,4	Omavaraisuusaste	69,0 %	55,4 %	70,8 %	64,6 %	65,1 %
						Nettovelkaantumisaste	-100,0 %	-101,2 %	-83,1 %	-92,1 %	-93,6 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,4	1,1	0,9	0,7	0,6						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	24,0	8,9						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	32,3	10,0						
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	47,0	19,7						
P/B	4,0	2,9	2,3	2,1	1,9						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

IT-palvelumarkkina 1/8

Iso kokonaismarkkina Pohjoismaissa ja Suomessa

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli noin 28 miljardia dollaria vuonna 2022 Radarin mukaan. Suomen IT-markkinan Radar on puolestaan 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, mikä on jälleen nähty vuoden 2023 kysynnän pudotuksessa. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät. Lisäksi perinteiset IT-järjestelmät modernisoituvat, joka on

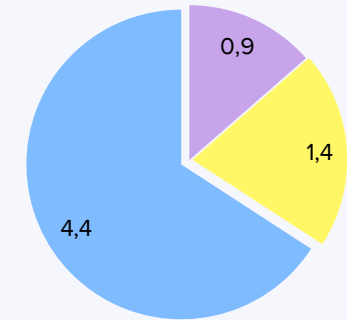
luonut ikään kuin näiden kahden osa-alueen väliin nopeasti kasvavan alueen.

Radarin mukaan Suomen IT-markkina kasvaa vuonna 2024 1,6 % kokonaisuudessa ja palvelut 2,4 %. IT-palvelumarkkinan sisällä kasvua vetää pilviratkaisut (keskimäärin 2021-24e 10 %) ja tukee konsultointi (4 %), kun ulkoistuspalvelut kasvavat hitaimmin (0,2 %). Huomioitavaa on myös että Radarin mukaan konsultointi laski vuonna 2020 noin 15 %, kun Helsingin pörssin listatut IT-palveluyhtiön kasvoivat orgaanisesti 8 % vuonna 2020 (2021-22 10 %), mikä indikoi yhtiöiden asemoituneen nopeammin kasvaville palvelualueille ja olevan keskimääräistä yhtiötä 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.

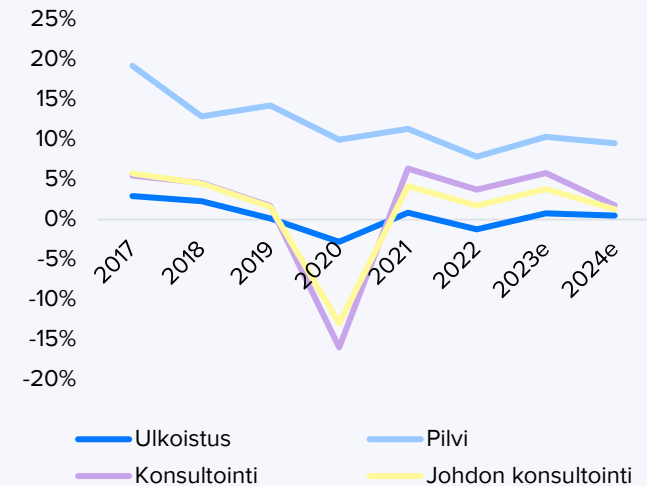
Tietoevry odotti pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 % vuosina 2020-2023. Näkemyksemme mukaan Tietoevry on parhaita toimijoita arvioimaan markkinoiden kehitystä Pohjoismaissa, koska yhtiöllä on laaja IT-tarjoama, se toimii useimmilla asiakassektoreilla ja omaa maantieteellisesti vahvan läsnäolon kaikissa Pohjoismaissa. Digital Workforce toimii juuri automaatio-palvelualueella. 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 %.

Suomen IT-markkinan jakautuminen vuonna 2022



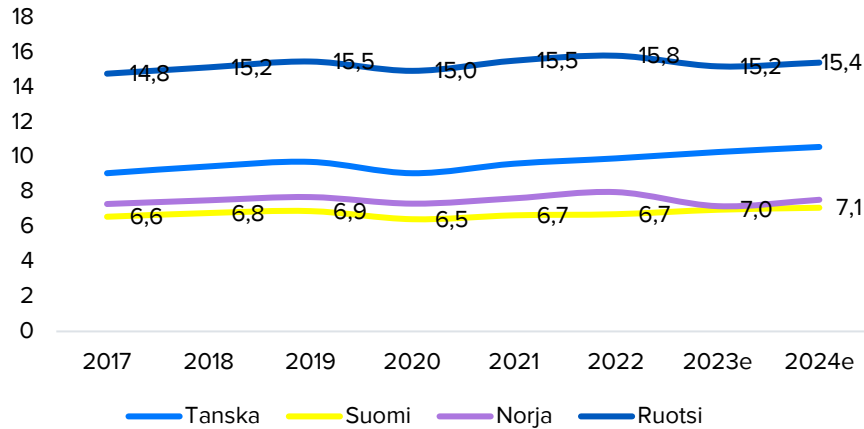
■ Laitteet ■ Ohjelmistot ■ Palvelut

Suomen IT-palvelumarkkinan, muutos-% palveluittain

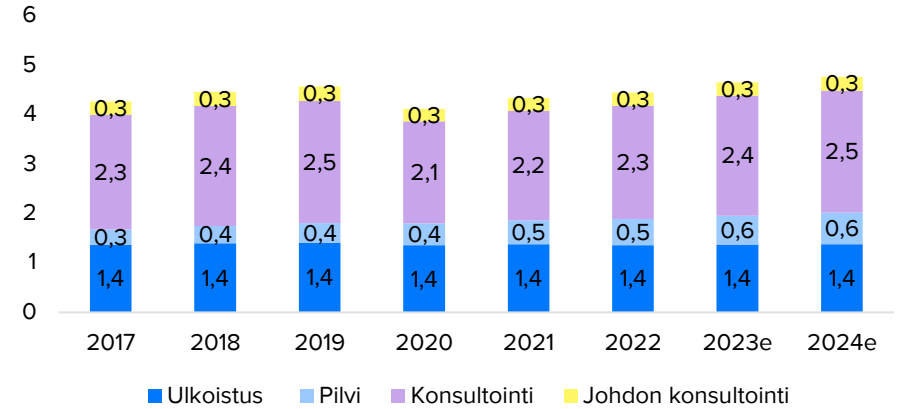


Pohjoismaista IT-markkinadataa ja Saksan markkina

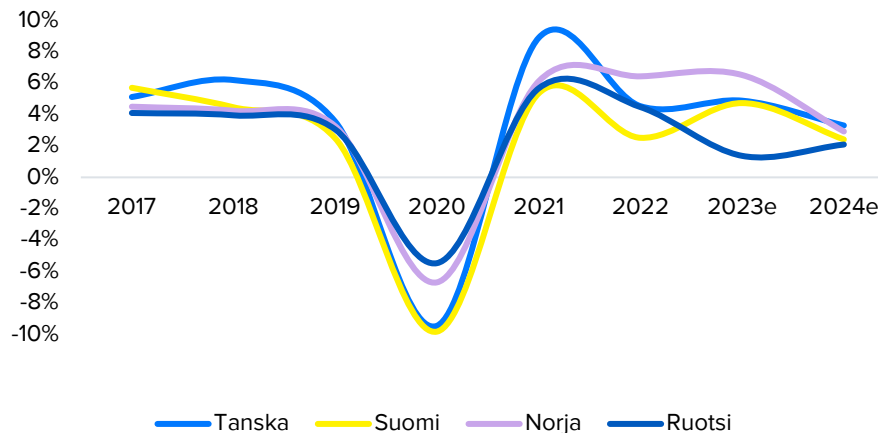
Pohjoismaiset IT-markkinat - Palvelut, ohjelmistot ja laitteet, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina palveluittain, miljardia euroa



Pohjoismaiset IT-palvelumarkkinat, muutos-%



IT-palvelumarkkina 2/8

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

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 rajatumalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä. Markkina elää kuitenkin sykleissä ja yritysten ulkoa ostamien IT-palvelujen määrä voi myös laskea ja hintakilpailu kiristyä, kuten 2022-23 heikentyneessä taloustilanteessa.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

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

Markkinalla 2010-luvulla alkanut siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä jatkuu edelleen, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys, eikä tietohallinto ja tukitoiminnot.

Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita

mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

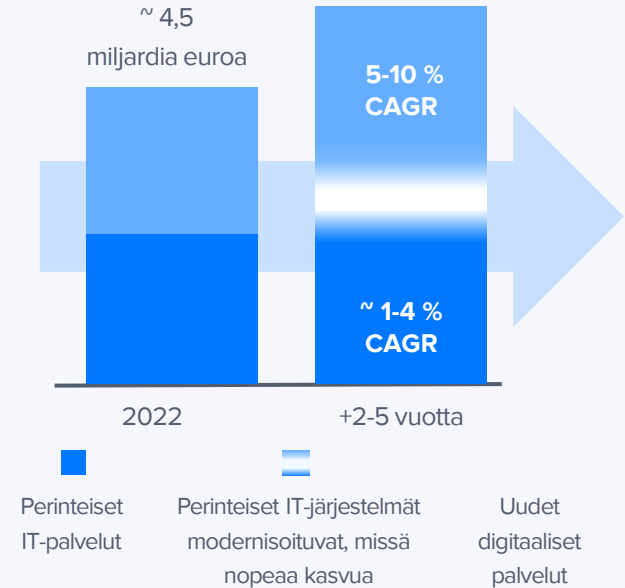
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia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

Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisulla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua perinteisemmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osaajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen. Asiakasorganisaatioiden digitaalisen maturiteetin kasvun myötä niistä on tullut myös vaativampia ostajia ja lisäksi ne ovat itse aktivoituneet rakentamaan omia ohjelmistokehitystiimejä.

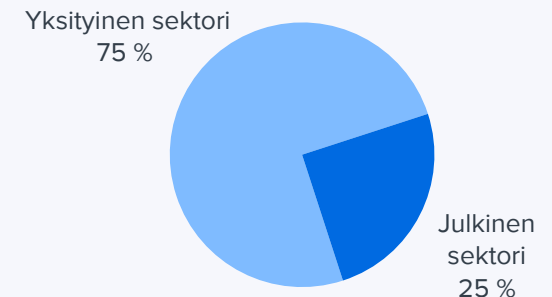
IT-palvelumarkkina onkin käynyt läpi merkittävän muutoksen viimeisen kymmenen vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia muutosten ennustamisesta tulee yhtiöille vaikeampaa.



Suomen IT-palvelu markkina ja kasvukuva



Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, Inderesin karkea arvio



IT-palvelumarkkina 3/8

Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutoskyky kilpailuetuna korostuu edelleen.

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

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

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 on kuitenkin myös luonut markkinalle nopeasti kasvavia taskuja.

IT-alustojen markkina, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten Tietoevry, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnyks korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja

investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä uusjako, mikä on synnyttänyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

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

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

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

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan

asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjätalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota. Markkinan osoittaessa heikkoutta vahvimmat asiakassuhteet omistavat yhtiöt pärjäävät tyypillisesti parhaiten, kuten vuosien 2022-24 heikommassa markkinaympäristössä.

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

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa tulee osata hyödyntää

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

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

IT-palvelumarkkina 4/8

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

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

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

Tietoturva on vielä 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 investoivat parhaillaan tietoturvakyvykkyyksiinsä.

Automaatio ja ohjelmistorobotiikka ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden

parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Useat sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet tätä osaamista (mm. Digital Workforce on alan pioneeri).

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

Alihankintaverkoston rakentaminen on yksi viime vuosien selkeitä trendejä. Tällä yhtiöt paikkaavat osin rekryointitarvetta ja lisäävät joustavuutta. Digital Workforce alkoi vuonna 2023 käyttämään alihankintaa.

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

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

Ukrainan sodan suoria vaikutuksia yhtiöiden liiketoimintaan on nähty hyvin vähän, ainoastaan Tietoevryllä. Venäjän ja Valko-Venäjän kapasiteetin käytännössä poistuminen markkinoilta ja Ukrainan kapasiteetin vähentyminen on lisännyt muiden eurooppalaisten maiden kysyntää. Isot organisaatiot ovat myös alkaneet arvioimaan tarkemmin

ostopäätöksiään Euroopan ulkopuolelta. Epäsuoria vaikutuksia on näkynyt kaikilla.

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

Low-code- ja No-Code-ohjelmistokehitys on tullut viime vuosina yhä yleisemmäksi. Kehityksen voi ajatella osin disruptoivan 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.

Pilvimurros jakaa markkinaa, vaikka kovin siirtymä alkaa olemaan takanapäin. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään edelleen pilveen hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat. Suurin pilvisiirtymä alkaa olemaan takanapäin Pohjoismaissa ja nyt aletaan siirtymään jatkuvaluonteiseen pilvipalveluun/ylläpitoon.

IT-palvelumarkkina 5/8

Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.

Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka ja tekoäly heikentävät edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi off-shoren ja erityisesti near-shoren hintaetu on pienentynyt voimakkaamman palkkainflaation myötä. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut off-shoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-resurssilla. Digital Workforce soveltaa sekä ohjelmistorobotiikkaa ja hyödyntää near-shore kyvykkyyttä.

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

IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee

edelleen ja siirtyä kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään tuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyudet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

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

IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja ERP-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

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

Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pätkinä ratkottavaksi sektorilla

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

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

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut vuosina 2020-2023 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. 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 (vuonna 2022 3,5 %). Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne hillitsee palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan.

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

IT-palvelumarkkina 6/8

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä junioriresurssien laajempi käyttö ratkaisisi osaajapulaa, helpottaisi palkkainflaatiota ja lisäisi tehokkuutta. Nearshore-tekemisen laajempi käyttö ratkaisisi lyhyellä tähtämellä myös osaajapulaa ja voisi hillitä yhtiöiden palkkainflaatiota. 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 viiden vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja seuraava taistelu käydään muuallakin kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

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

Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin

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

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

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

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

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

Kilpailukykyyn 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:
 - Transformaatiokyykykyys
 - Datan hyödyntäminen
 - Tietoturva
- Ketteryyt ja nopeus
- Osaajien kyykykydet (CV)

Lisäarvo markkinalla

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

IT-palvelumarkkina 7/8

Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

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

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

Pääosalla sektorin yhtiöistä on vahvat taseet ja käytännössä kaikilla terve kannattava liiketoiminta, joka jatkuvasti tuottaa hyvää

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

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

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

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

mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio osaaminen. Kyberturvaosaamista haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset rajoittavat arviomme mukaan transaktioita. Esimerkiksi DNV ostin 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, ovat yhtiöt varovaisempia tekemään järjestelyjä pelkän kapasiteetin vuoksi.

Digital Workforcella taloudellisten tavoitteiden saavuttaminen vaati yritystoston tai ostoja, jonka tase hyvin mahdollistaa. Yhtiöllä on johdossa ja hallituksessa yritysjärjestelyosaamista.

	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 8/8

Viimeisten tuloskausien huomiot

Asiakaskysynnän epävarmuus realisoitui laajemmin sektorilla Q2'23:lla, mutta kehitys oli jopa aiempaa kaksijakoisempaa. Q3:lla tilanne parani hieman vaikeasta Q2:sta, kun yhtiöt kerkesivät reagoimaan tilanteeseen, mutta kysyntä oli edelleen selvästi viime vuotta heikommalla tasolla. Yhtiöt, joilla räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä ja suuri paino yksityisellä sektorilla kärsivät suhteellisesti enemmän. Vaikean Q2:n jälkeen odotukset loppuvuodelle oli vedetty alas ja liikevaihdot olivat siten isossa kuvassa linjassa odotuksiimme, kun taas monien yhtiöiden tulokset ylittivät matalat odotuksemme Q3:lla. Q4:llä odotukset osuivat poikkeuksellisen hyvin yhtiöiden toteumiin. Ennustamme kaksijakoisuuden jatkuvan osin vuonna 2024, mutta kysyntänäkymän pysyvän kokonaisuutena vaisuna yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin kysynnän arvioimme pysyvän tyydyttävällä tasolla.

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q4-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita sektorilta viime neljänneksiltä ovat:

- Orgaaninen kasvu hidastui selvästi Q2'23:lla ja oli 0 % Q3:lla 2 % ja Q4:llä 0 % (2022: 10 %). Q4:lla kehitystä hidasti Q2:n ja Q3:n tapaan vertailukautta yksi työpäivä vähemmän.
- Kannattavuus laski vain hieman Q4:lla, kun kulurakenteita oltiin saatu hieman jo sopeutettua Q2-Q3:n aikana ja suuremmat vaikutukset tulevat vuoden 2024 alusta alkaen.
- Heikon markkinan ajamana kesällä ja syksyllä ollaan nähty useita muutosneuvotteluita (jopa 2 per yhtiö) ja tulosvaroituksia.
- IT-palvelusektorin odotukset vuodelle 2024 luettavissa [tästä](#). Marraskuussa julkaistu IT-podi kuunneltavissa [tästä](#). Koko IT-palvelusektorin Q4'23-yhteenveto [tästä](#), Q3'23-yhteenveto [tästä](#), Q2'23-yhteenveto katsottavissa [tästä](#) ja kuunneltavissa

[tästä](#), Q1'23-yhteenveto katsottavissa [tästä](#).

Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

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

- Lyhyellä aikavälillä markkinassa on selvää epävarmuutta joka on realisoitunut sektorilla kysynnän hiipumisena sekä hintakilpailuna. Q4:llä useampi yhtiö joka oli aikaisemmin pysynyt poissa hintakilpailusta, sanoi menneensä mukaan hintakilpailuun.
- Nyt pärjäävät yhtiöt joilla on jatkuvaluonteista liikevaihtoa (pidemmät tilauskirjat), syvät ja strategiset asiakassuhteet, ovat julkisella sektorilla, pitkiä sopimuksia, toiminnanohjaustekemistä ja yleisesti ne, jotka tekevät asiakkaiden liiketoimintakriittisiä ratkaisuja. Heikommin taas pärjäävät yhtiöt, joilla on yksityisellä sektorilla ja 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 myös 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. Lähivuosina se avaa kuitenkin uusia kasvumahdollisuuksia. IT-palveluyhtiöiden on arviomme mukaan isossa kuvassa kuitenkin vaikeata hakea tekoälystä kilpailuetua toisiinsa.

	Q4'23	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBITA-% oik.	EBITA-% oik.
				Q4'23	Q4'22
Digia		9 %	3 %	9,6 %	10,5 %
Digital Workforce*		-9 %	-9 %	-1,4 %	11,8 %
Gofore		13 %	9 %	16,0 %	16,6 %
Innofactor		7 %	7 %	8,9 %	9,1 %
Loihde		3 %	-1 %	5,3 %	4,6 %
Netum*		46 %	18 %	7,7 %	5,8 %
Silli		-7 %	-7 %	8,1 %	8,7 %
Solteq		-16 %	0 %	-7,0 %	-7,1 %
Tietoevry		2 %	1 %	14,4 %	15,3 %
Vincit		-10 %	-10 %	-0,3 %	2,3 %
Witted		-3 %	-9 %	2,7 %	1,4 %
Suomalaiset keskiarvo		3 %	0,2 %	5,8 %	7,2 %
Suomalaiset mediaani		2 %	0,0 %	7,7 %	8,7 %
Lähde: Yhtiöt ja Inderes. *H2					
		2024e (Q4-raportin yhteydessä)			2023
		Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.	EBIT-% oik.
Digia		6 %	2 %	9,2 %	8,7 %
Digital Workforce		3 %	3 %	2,1 %	-0,2 %
Gofore*		4 %	2 %	13,2 %	14,1 %
Innofactor		5 %	5 %	8,1 %	7,5 %
Loihde		0 %	0 %	3,4 %	0,5 %
Netum		24 %	7 %	9,4 %	7,4 %
Silli		-1 %	-1 %	7,4 %	6,9 %
Solteq		-4 %	2 %	5,2 %	-6,4 %
Tietoevry		1 %	1 %	12,5 %	12,6 %
Vincit		-4 %	-4 %	4,6 %	3,4 %
Witted*		-12 %	-13 %	2,6 %	-0,3 %
Keskiarvo		2,1 %	0 %	7,1 %	4,9 %
Mediaani		1,3 %	2 %	7,4 %	6,9 %
Lähde: Inderes, *päivitetty Q4-raportin jälkeen					

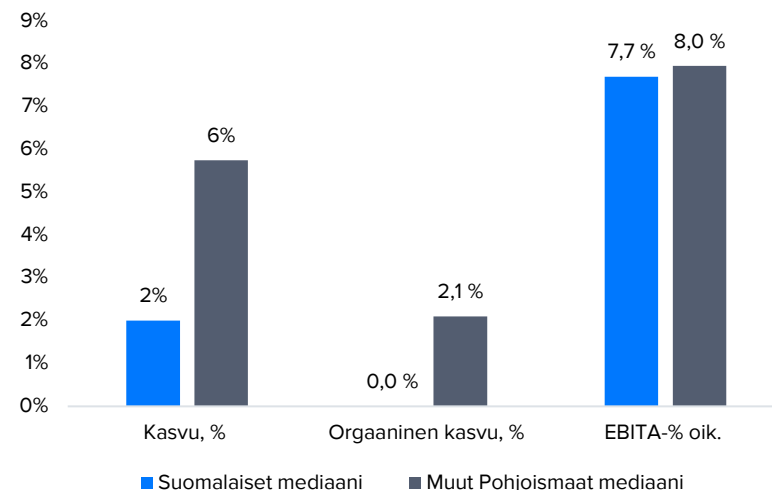
Pohjoismainen IT-palvelumarkkina Q4:lla

Q4'23	Kasvu, %	Q4'23	
		Orgaaninen kasvu, %	EBITA-% oik. EBITA-% oik.
		Q4'23	Q4'22
Digia	9 %	3 %	9,6 %
Digital Workforce*	-9 %	-9 %	-1,4 %
Gofore	13 %	9 %	16,0 %
Innofactor	7 %	7 %	8,9 %
Loihde	3 %	-1 %	5,3 %
Netum*	46 %	18 %	7,7 %
Siili	-7 %	-7 %	8,1 %
Solteq	-16 %	0 %	-7,0 %
Tietoevry	2 %	1 %	14,4 %
Vincit	-10 %	-10 %	-0,3 %
Witted	-3 %	-9 %	2,7 %
Avensia	-3 %	-3 %	2,1 %
Addnode	16 %	-2 %	9,7 %
Bouvet	14 %	14 %	11,7 %
B3 Consulting	-12 %	-12 %	4,7 %
Columbus	13 %	16 %	7,5 %
CombinedX	5 %	-1 %	13,8 %
Exsitec	12 %	10 %	7,8 %
Knowit	-8 %	-8 %	8,1 %
Netcompany	4 %	5 %	12,6 %
NNIT	11 %	11 %	10,0 %
Proact Group	-6 %	-7 %	6,7 %
Webstep	6 %	6 %	3,2 %
Suomalaiset keskiarvo	3 %	0,2 %	5,8 %
Suomalaiset mediaani	2 %	0,0 %	7,7 %
Muut Pohjoismaat keskiarvo	4 %	2,6 %	8,1 %
Muut Pohjoismaat mediaani	6 %	2,1 %	8,0 %
Koko Pohjoismainen keskiarvo	4 %	1,4 %	7,0 %
Koko Pohjoismainen mediaani	4 %	0,0 %	7,8 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes. *H2

Q4'23	Liikevaihto vs. odotukset	EBITA-% vs. odotukset	EBITA-% vs. odotukset
Digia	Linjassa	Linjassa	-0,8 % - yksikköä
Digital Workforce*	Ylitti	Alitti	-2,4 % - yksikköä
Gofore	Linjassa	Ylitti	+3,0 % - yksikköä
Innofactor	Linjassa	Ylitti	+1,1 % - yksikköä
Loihde	Linjassa	Linjassa	-0,8 % - yksikköä
Netum*	Linjassa	Alitti	-3,6 % - yksikköä
Siili	Alitti	Ylitti	+1,1 % - yksikköä
Solteq	Linjassa	Alitti	-4,0 % - yksikköä
Tietoevry	Linjassa	Linjassa	-0,2 % - yksikköä
Vincit	Linjassa	Linjassa	-0,7 % - yksikköä
Witted	Linjassa	Linjassa	+0,6 % - yksikköä

IT-palvelusektori Q4'23



Pohjoismaisen IT-palvelumarkkinan ohjeistukset

Ohjeistus vuodelle 2024	Liikevaihto	EBITA/tulosohjeistus
Digia	Kasvaa	EBITA kasvaa
Digital Workforce	Kasvaa	EBITDA positiivinen ja kasvaa
Gofore	Ei ohjeista	Ei ohjeista
Innofactor	Kasvaa	EBITDA kasvaa
Loihde	Edellisen vuoden tasolla tai kasvaa	Oik. EBITDA kasvaa
Netum	4-13 % (sis. orgaaninen)	8-11 %
Silli	-2 % - +14 %	6,3 % - 8,8 %
Solteq	Kasvaa orgaanisesti	EBIT positiivinen
Tietoevry	0-3 %	12-13 %
Vincit	Laskee	EBITA-% paranee
Witted	Ei ohjeista	Ei ohjeista
Avensia		Ei ohjeistusta
Addnode		Taloudelliset tavoitteet
Bouvet		Ei ohjeistusta
B3 Consulting		Taloudelliset tavoitteet
Columbus	8-10 %	9-10 %
CombinedX		Taloudelliset tavoitteet
Exsitec		Taloudelliset tavoitteet
Knowit		Taloudelliset tavoitteet
Netcompany	7-10%	15-18 %
NNIT	10 %	8-9 %
Proact Group		Taloudelliset tavoitteet
Time People Group		Ei ohjeistusta
Triona		Ei ohjeistusta
Webstep		Taloudelliset tavoitteet

Lähde: Yhtiöt ja Inderes

Sektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
09/23	Digia	Top of Minds	10,0	1,4	14 %	63			
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	Siili	Haallas	5,8	0,9	~15%	>50	3,75-9,0	0,6x-1,6x	4x-10x
09/22	Witted	Nexec Oy	12,8	0,7	5,8 %	80	8,3-12	0,7x-0,9x	11x-16x
07/22	Vincit	Bilot (sulautuminen)	30,5	0,6	2,1 %	195			
06/22	Digia	Productivity Leap Oy	5,5	1,2	22 %	35			
06/22	Innofactor	Invenco Oy	6,3	0,4		50	3-7	0,5x-1,1x	8x-19x
06/22	Knowit	Marketing Clinic Oy	10,5			60	8,5-10	1,0x	
05/22	Pinja	Oiwa	2,1			25			
04/22	Digia	MOST Digital	3,0	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	10,7	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Enerity Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40,0			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197,0	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	2,6x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12,0			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10,0	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde	Talent Base Oy	7,4	1,1	15 %	58	10	1,4x	9x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVERYn öljy ja kaasuu -liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80,0			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	13,8	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	Supercharge (Unkari)	9,0	2,1	23 %	115	17	~1,8x	~8x
08/20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
08/20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
08/20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x
08/20	Pinja (Protacon)	PiiMega							

Kilpailukenttä 1/4

Kilpailijoita kolmessa tasossa

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

Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin vajaan 50 % markkinaosuutta. Tällaisia globaaleja jättejä ovat esimerkiksi Tietoenvy, 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 sen sijaan kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävälle ratkaisutalolle.

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 kynnystä. IT-generalistien keskeisimmät kilpailuedun lähteet voidaan mielestämme tiivistää suuriin resursseihin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.

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

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia. Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovatkin syntyneet vakiintuneista IT-toimittajista yrittäjiksi lähteneiden osajien perustamina. Pienempien toimijoiden suurimpana heikkoutena on mielestämme se, että ne usein jäävät arvoketjussa jumiin ja joutuvat palvelemaan loppuasiakkaita vain osana alihankintaverkostoa. Tästä johtuen pienet yhtiöt eivät välttämättä kykene tarjoamaan kunnianhimoisille osajille riittävän mielenkiintoisia urapolkuja, mikä samalla

vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista ja arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valtit ovatkin tyypillisesti kulttuurisidonnaisia.

Digital Workforce ei juurikaan kilpaile suoranaisesti puhtaiden IT-palveluyhtiöiden kanssa, koska yhtiö on vahvasti erikoistunut ohjelmistorobotiikkaa soveltavaan automaatioon. Lisäksi yhtiö on rakentanut kilpailuetua omasta automaatioalustastaan. Tarkemmin Digital Workforcen kilpailukentästä on luettavissa sivuilla 18-23.

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 dynaamisuuutta, joustavuutta ja uudistumiskykyä. Pitkällä aikavälillä menestyäkseen yhtiöiden onkin mielestämme kyettävä lukemaan sekä teknologioiden että asiakastarpeiden kehittymisiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia rakentamalla.

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

Kilpailukenttä 2/4

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 Iso-Britannialainen Kainos.

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

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Viimeisen parin vuoden aikana monet aikaisemmin pienet ja ketterät toimijat ovat kuitenkin kasvaneet suhteellisesti jo isompaan kokoluokkaan ja

kasvuvauhdin ylläpitäminen käy yhä haastavammaksi, mikä on näkynyt joillain yhtiöillä vuosina 2019-2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osaaajasta (nyt 7700) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja yli 25 %:n EBITDA-marginaalia.

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

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat 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.



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



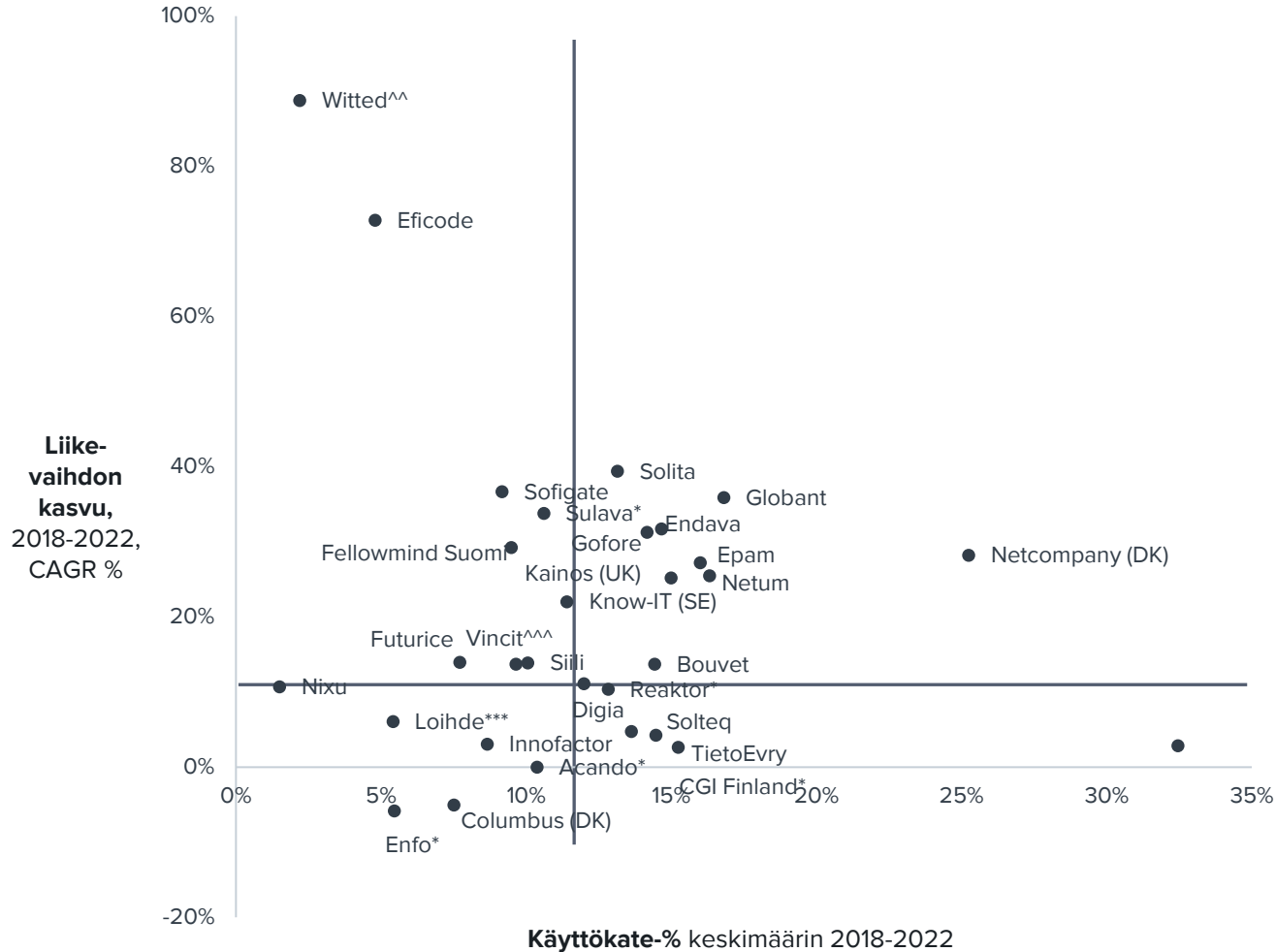
Kannattavuusajurit

Lyhyt aikaväli

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

Kilpailukenttä 3/4

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v



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

*vuodet 2017-2021

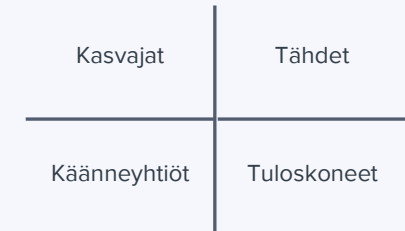
**Sisältää Tiedon ja Evryn itsenäiset luvut ensin vuosilta 2017-2020

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

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



Kilpailukentän profiili



Tähdet

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

Kasvajat

- Yhtiöitä, jotka ovat päässeet kiinni kasvuun, mutta tehdyt panostukset ovat painaneet kannattavuutta
- Kasvu ollut usein 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 4/4

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa 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 sijoittavassa 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.5.2022	Lisää	4,50 €	3,85 €
19.8.2022	Lisää	4,50 €	4,03 €
4.11.2022	Osta	4,50 €	2,95 €
1.3.2023	Osta	5,50 €	4,26 €
18.8.2023	Lisää	5,50 €	4,75 €
24.8.2023	Lisää	5,00 €	4,35 €
27.11.2023	Lisää	3,80 €	3,20 €
29.2.2024	Vähennä	3,40 €	3,16 €
11.4.2024	Lisää	3,40 €	2,85 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**