

# Witted Megacorp

Sijoitustutkimus

29.4.2022 8:30



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen Witted Megacorp Oy:stä ("Yhtiö"). Tämä tutkimus on ensimmäinen Inderesin Yhtiöstä laatima tutkimus.

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

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä. Yhtiölle on tarjottu mahdollisuus tutustua raporttiin ennen raportin julkaisua.

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

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

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Yhtiön toimeksiannosta, tutkimus ei ole esiasetuksen (EU) 2017/1129 mukainen esite tai First North -sääntöjen mukainen yhtiöesite taikka markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoa Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopapereiden hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

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

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

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

# Poikkeuksellinen kasvuyhtiö IT-palvelusektorilla

Witted rakentaa digitaalisesti edistyksellisille asiakkailleen menestyviä ohjelmistokehitystiimejä. Yhtiö on rakentanut useita eri profiilin asiantuntijoita houkuttelevia työnantajabrändejä, joiden avulla se on kasvanut koko historiansa erittäin vahvasti. Ennustamme Wittedille sen tavoitteita ja historiaa selvästi hitaampaa, mutta sektoria huomattavasti vahvempaa orgaanista kasvua tuleville vuosille. Kasvuvauhtiin ja vakaan kehitysvaiheen kannattavuuspotentiaaliin liittyy kuitenkin vielä epävarmuutta, joka nostaa yhtiön riskitasoa. Listautumisannin hinta on mielestämme silti hyvin kohtuullinen ja näemme yhtiön tarjoavan pitkäjärteiselle sijoittajalle hyvin houkuttelevan tuotto/riski-suhteen.

## Witted on poikkeuksellinen kasvuyhtiö IT-palvelumarkkinalla

Vuonna 2016 perustettu Witted on moderni IT-palveluyhtiö, joka keskittyy rakentamaan digitaalisesti edistyksellisille asiakkailleen menestyviä ja asiakkaan itse johtamia ohjelmistokehitystiimejä. Witted houkuttelee osaajia rakentamalla eri profiilin asiantuntijoille erilaisia työnantajabrändejä. Yhdistettynä matalan hierarkian autonomiseen johtamismalliin Witted on kyennyt ylläpitämään poikkeuksellista yli 100 %:n liikevaihdon vuosikasvua (CAGR 2017-2021) ja positiivista kannattavuutta. Vahvasti freelancer-yhteisöä hyödyntävä toimintamalli tuo kulurakenteeseen joustoa, mutta toisaalta nähdäksemme laskee yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuden potentiaalia.

## Osaajasodassa pärjäävälle Wittedille riittää kasvutilaa moderneissa IT-palveluissa

Modernien IT-palveluiden markkina kasvaa arviomme mukaan noin 10 % vuosittain vahvojen digitalisaation trendien tuella. Sektorilla vallitsee kova kilpailu ja alalle tulon esteet ovat matalat. Witted on menestynyt osaajasodassa erinomaisesti tekemällä osaajia houkuttelevien työnantajabrändien rakentamisesta sen ydintoimintaa. Yhtiön strategia nojaa brändien rakentamiseen ja monistamiseen uusille markkinoille, tarvittaessa yritysostoja hyödyntäen. Wittedillä on jo ensimmäiset näytöt kansainvälisestä kasvusta (Norja 2019, Ruotsi 2021). Wittedillä on erittäin vahvat näytöt markkinaosuutensa kasvattamisesta ja sillä on jatkuvaan uudistumiseen nojaava uskottava strategia kilpailuetujensa ylläpitämiseksi. Markkinaa vahvemmalle kasvulle on siten nähdäksemme edellytykset myös jatkossa.

## Lähiuosina keskitytään kasvuun, näkyvyys kannattavuuspotentiaaliin kirkastuu myöhemmin

Vuonna 2022 ennustamme Wittedin liikevaihdon kasvavan 83 % 54,8 MEUR:oon (Ohjeistus: 50-60 MEUR) ja EBITA-liikevoiton olevan 1,0 MEUR (Ohjeistus: 0,7-1,3 MEUR) tai 2 % liikevaihdosta. Odotamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 41 % vuodessa (CAGR) 2021-2025 välillä, selvästi muuta markkinaa nopeammin. Ennustamme vuoden 2025 liikevaihdolle (120 MEUR) on selvästi yhtiön orgaanisen kasvun tavoitetta (150 MEUR) varovaisempi, mutta sisältää jo vahvaa luottamusta yhtiön kasvun jatkumiselle. Kasvun hidastuessa odotamme EBITA-marginaalin vahvistuvan ja nousevan vuonna 7,4 %:iin, joka on alle yhtiön 10 %:n tavoitteen. Pitkällä tähtäimellä odotamme yhtiön yltävän sen liiketoiminnan rakenteesta johtuen 9,5 %:n EBITA-marginaaliin, alle verrokkien vastaavan tason.

## Pidämme listautumisannin arvostusta hyvin houkuttelevana

Witted on lähes puhdasverinen kasvuyhtiö. Vahvaan liikevaihdon kasvunäkymään (2021-2024e CAGR 41 %) nähden yhtiön liikevaihtokertoimet (2022e-2023e EV/S 1,2x-0,9x) ovat nähdäksemme houkuttelevat sekä absoluuttisesti, että verrokkien mediaaneihin (2022e-2023e EV/S 1,5x-1,4x) nähden. Arvostuskertoimiin, verrokkeihin ja kassavirtamalliin nojaten arvioimme yhtiön käyvän arvon 6,8-8,0 euron haarukkaan. Siten noin 5,58 euron listautumishinta on mielestämme hyvin houkutteleva ja kompensoi hyvin kasvuvauhtiin sekä kannattavuuspotentiaaliin liittyviä riskejä.

## Arvostus

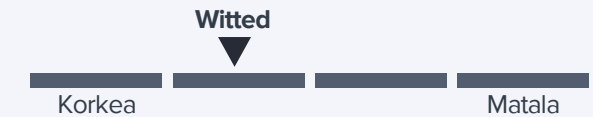
Inderesin arvio yhtiön käyvästä markkina-arvosta ennen listautumisantia:

**85-100 MEUR tai 6,8-8,0 € per osake**

Listautumisannin hinnoittelu:

**70 MEUR tai 5,58 €/osake**

## Riski



## Avainluvut listautumishinnalla

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	30,0	54,8	77,5	99,2
<b>kasvu-%</b>	91 %	83 %	41 %	28 %
<b>EBIT oik.</b>	0,7	1,0	2,9	5,3
<b>EBIT-% oik.</b>	2,3 %	1,8 %	3,8 %	5,4 %
<b>Nettotulos</b>	0,6	0,3	2,2	4,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,04	0,03	0,18	0,33

<b>P/E (oik.)</b>	>100	>100	31,8	17,1
<b>P/B</b>	28,9	25,4	14,3	7,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	>100	68,0	22,8	11,8
<b>EV/EBITDA</b>	95,0	65,4	22,6	11,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,3	1,2	0,9	0,6

Lähde: Inderes

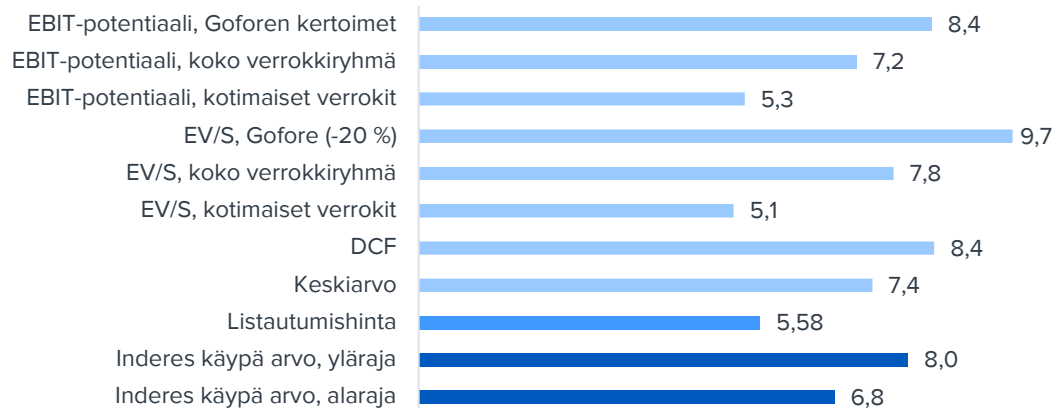
## Ohjeistus

Tiilikauden 2022 näkymät:

- Liikevaihdon arvioidaan olevan 50-60 MEUR

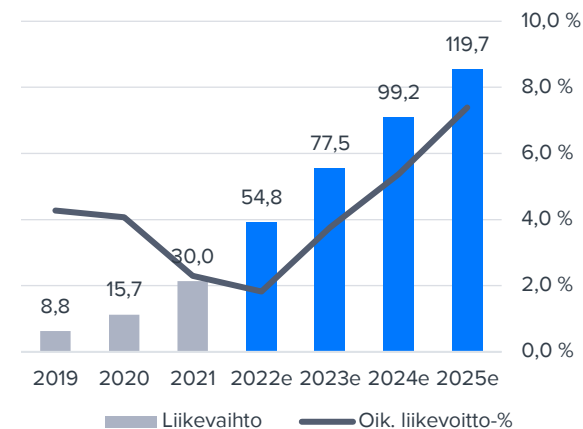
- EBITA-liikevoiton arvioidaan olevan 0,7-1,3 MEUR

## Arvonmäärityksen yhteenveto, markkina-arvo ennen listautumista, € per osake



Lähde: Inderes

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Toimialan vahva kysyntänäköymä
- Erittäin vahvan kasvun polulla jatkaminen
- Uusien työnantajabrändien rakentaminen, testattujen brändien kasvu ja laajentuminen nykyisissä sekä uusissa toimintamaissa
- Kasvustrategian vauhdittaminen yrityskaupoin
- Kannattavuuden vahvistuminen kasvuvauhdin vakaantuessa



### Riskitekijät

- Rekrytointimarkkinan (työntekijät + freelancerit) ja osaaajasodan kiristyminen entisestään
- Makrotaloustilanteen heikentymisen riskit asiakaskysyntään
- Freelancer-toimintamallin pitkän ajan kannattavuuspotentiaalin epävarmuus
- Tulevissa yritysostoissa tai maantieteellisessä laajentumisessa epäonnistuminen
- Kokoluokan vauhdikkaasta kasvusta aiheutuvat mahdolliset kasvukivut

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	5,58	5,58	5,58
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	12,5	12,5	12,5
<b>Markkina-arvo</b>	70	70	70
<b>Yritysarvo (EV)</b>	68	67	63
<b>P/E (oik.)</b>	>100	31,8	17,1
<b>P/E</b>	>100	32,5	17,4
<b>P/Kassavirta</b>	78,9	42,3	19,3
<b>P/B</b>	25,4	14,3	7,8
<b>P/S</b>	1,3	0,9	0,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,2	0,9	0,6
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	65,4	22,6	11,7
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	68,0	22,8	11,8
<b>Osinko/tulos (%)</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-13</b>
Sijoitusprofiili	<b>14-15</b>
Strategia	<b>16-17</b>
Taloudellinen tilanne	<b>18-19</b>
Toimiala	<b>20-28</b>
Kilpailukenttä	<b>29-33</b>
Ennusteet	<b>34-36</b>
Arvonmääritys	<b>37-44</b>
Taulukot	<b>45</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>47</b>

# Witted lyhyesti

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

## 2016

Liiketoiminnan käynnistäminen

## 104 % CAGR

Pro-forma -liikevaihdon vuosikasvu 2017-2021

## 30,0 MEUR (+91 % kasvu vs. 2020)

Liikevaihto, 2021

## 0,7 MEUR (2,4 % liikevaihdesta)

EBITA (EBITA-%), 2021

## ~83 %

Suomen yhtiöiden asiakkaiden osuus konsernin kaikista asiakkaista, 2021

## 345

Asiantuntijoiden lukumäärä täysipäiväiseksi muutettuna, Q1/2022 lopussa

## 5+2

Asiantuntijaryhmille räätälöityä työnantajabrändiä, 100% tytäryhtiöiden alaiset + vähemmistöomisteiset brändit, Q1/2022

### Vuodet 2016-2018

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

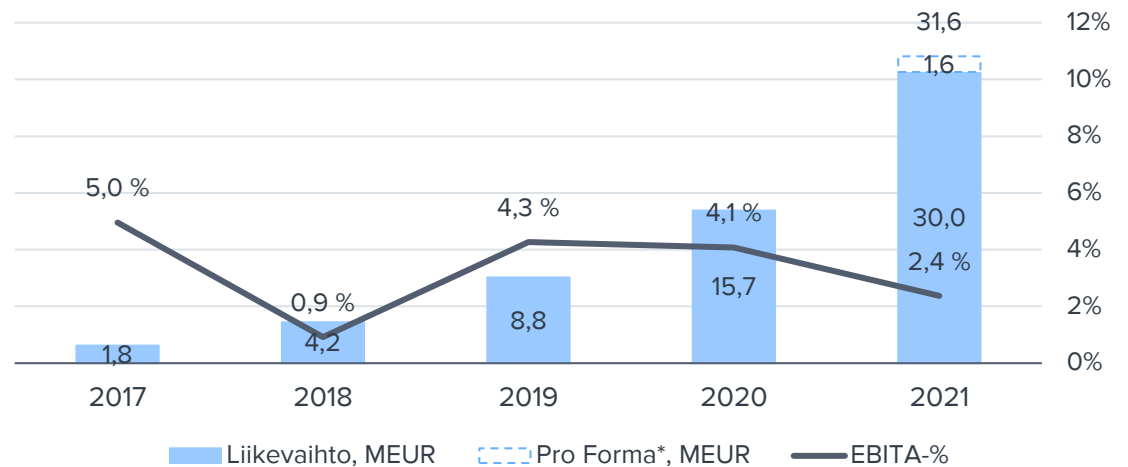
### Vuodet 2019-2020

- Ensimmäinen maayhtiö perustetaan Norjaan Talented-brändillä (2019)
- Voimakas kasvu jatkuu koronasta huolimatta
- Sijoitus New Things Companyyn, joka panostaa työntekijöiden yhteisöllisyyteen ja ammatillisena kasvamiseen (2019)

### Vuodet 2021-2022

- Toinen maayhtiö perustetaan Ruotsiin (2021)
- Sijoitus Ara Digital Solutions Oy:hyn (2021)
- Witted Megacorp muodostetaan, yhtiöt pidetään autonomisina yksikköinä (2021)
- Tanskaan ja Yhdysvaltoihin laajentumista edistetään perustamalla tytäryhtiöt (2021 ja 2022)
- Suunniteltu listautumisanti 2022, jonka tavoitteena on kerätä pääomaa kasvun vauhdittamiseen

Liikevaihto (MEUR) ja EBITA-%, 2017-2021



Lähde: Witted, Inderes

\*Pro Forma -liikevaihto sisältää New Things Companyn 1-9/21 liikevaihdon

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

## Witted on poikkeuksellisen vahvasti kasvava kolmannen sukupolven IT-palveluyritys

Witted on vuonna 2016 perustettu teknologiariippumaton IT-palveluyhtiö, joka keskittyy rakentamaan asiakkailleen ohjelmistokehitystiimejä. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen perinteisiä ohjelmistokehityspalveluita digijärjestelmien kehityshankkeisiin (ohjelmistokehitys), minkä lisäksi se rakentaa asiakkailleen digitaalisia kyvykkyksiä (rekrytointi ja kasvukonsultointi). Witted syntyi IT-sektorin osajasodan ratkomisen ympärille, mikä on edelleen yhtiön olemassaolon kantava ajatus.

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

Witted luokittelee itsensä kolmannen sukupolven IT-palveluyritykseksi. Kolmannen sukupolven yhtiöt erottautuvat kilpailijoistaan toimiala- tai teknologiakohtaisella erikoistumisella, sekä hyödyntämällä uusia työskentelytapoja ja palkitsemismalleja. Witted erottautuu sekä asiakkaiden (joustavat resursoinnin ja osaamisen rakentamisen mallit) että työntekijöiden (joustavat sopimus-, työskentely- ja palkitsemismallit) suuntaan.

Luokittelu kolmannen sukupolven yhtiöksi ei vaikuta

olevan pelkkää sanahelinää, sillä yhtiö on kasvanut erittäin vahvasti sektorinsa muihin moderneihin IT-palveluyhtiöihin verrattuna. Witted on onnistunut kaksinkertaistamaan liikevaihtonsa (2017-2021 pro forma liikevaihdon CAGR 104 %) lähes jokaisena toimintavuotenaan ylläpitäen samalla positiivista kannattavuutta. Kasvu on nähdäksemme ollut käytännössä\* orgaanista.

## Ohjelmistokehitystä asiakkaan johdolla ja kumppanina

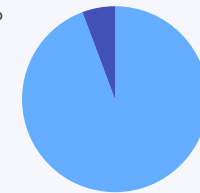
Wittedin tarjonnan ydinajatuksena on rakentaa sen asiakkaille ohjelmistokehitystiimejä. Yhtiö toteuttaa tätä kahden palvelualueen, ohjelmistokehityksen sekä kasvukonsultoinnin ja rekrytoinnin kautta. Palvelut eivät ole perinteistä ohjelmistokehityksen ulkoistusta, sillä niiden ydinajatuksena on rakentaa asiakkaalle kyvykkydet (Kasvukonsultointi ja rekrytointi) johtaa omaa ohjelmistokehitystään ja tämän jälkeen varmistaa sopivien resurssien löytyminen kehityksen toteuttamiseen (Ohjelmistokehitys, rekrytointi).

Kaikilla asiakkailla ei ole heti projektien johtamiseen vaadittavia ohjelmistokehityksen kyvykkyksiä, mihin kasvukonsultointi ja rekrytointi -palvelut (2021: 6 % liikevaihdosta) vastaavat. Palvelut sisältävät johdon konsultointia, avainhenkilöiden ja ohjelmistokehittäjien rekrytointipalveluita, rekrytointiprosessien ja hakijakokemuksen kehittämistä sekä markkinointipalveluita työntantajamielikuvan ja työntekijäkokemuksen kehittämiseksi. Kasvukonsultointi ja rekrytointi tuottaa uusia digitaalisesti kypsempiä asiakkaita yhtiön ohjelmistokehityspalveluille.

# Witted

## Liikevaihdon jakauma, 2021, % liikevaihdosta

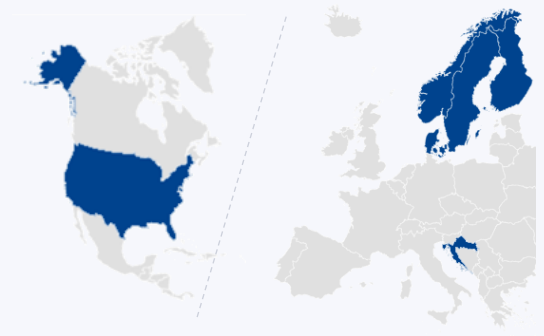
Kasvukonsultointi ja rekrytointi  
6%



Ohjelmistokehitys  
94%

## Toimintamaat,

Q1/2022, maat joissa konserniyhtiöitä



Lähde: Witted, Inderes

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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Ohjelmistokehityspalveluissa (2021: 94 % liikevaihdosta) Witted tarjoaa asiakkailleen projektiluonteisia IT-palveluita. Tämä sisältää IT-konsultointia, järjestelmäintegraatioita ja räätälöityä ohjelmistokehitystä. Yhtiö ei kuitenkaan tarjoa esimerkiksi hallittuja palveluita tai IT-tukipalveluita. Wittedin projekteissa kusiin paikalla johtamassa on asiakas itse, mikä erottaa yhtiötä sen kilpailijoista.

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

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

## Osaamista houkutellaan tekijöiden ehdoilla

Witted pyrkii voittamaan IT-palvelusektorin osaaajasodan luomalla useita erilaisia työskentely- ja palkitsemismalleja. Käytännössä yhtiö tunnistaa tietyille asiantuntijasegmenteille sopivia kokonaisuuksia, joita paketoidaan eri työnantajabrändien alle Witted-konsernissa. Brändit eroavat nykyisellään esimerkiksi työmallissa (etä- / hybridi- / toimistotyö), projektityypeissä (esim.

greenfield, data tai muu digikehitys), pääasiallisessa palkkausmallissa (freelance / työntekijä / välimalli) ja asiantuntijoiden kokemustasossa. Brändejä rakennetaan osin myös asiakkaiden vaihtelevien tarpeiden näkökulmasta. Wittedin suorien työntekijöiden vaihtuvuus ohjelmistokehityksessä on sektoriin (jopa 10 %) nähden poikkeuksellisen matala, noin 2 %:a vuonna 2021.

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

**Mavericks** on rakennettu mielekkääksi työpaikaksi kokeneille ja itsenäisille ohjelmistokehittäjille. Yritys ei palkkaa junioritason tekijöitä ja houkuttelee asiantuntijoita sekä vapaudella, että hyvällä ja vahvasti laskutukseen sidotulla palkitsemisella. Mavericksin työntekijöiden palkat ovat alan korkeimpia, mutta vastapainona heidän laskutusasteensa ovat tulospalkkauksesta johtuen hyvin korkeita. Mallissa yhtiön kulurakenne on varsin joustava ja kate muodostuu palkkojen ja laskutuksen välisestä erosta sekä korkeasta laskutusasteesta.

## Esimerkkejä Wittedin tytäryhtiöiden asiakkaista



Lähde: Yhtiöiden verkkosivut



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

**New Things Company** keskittyy greenfield-projekteihin, joissa asiakkaalle rakennetaan puhtaalta pöydältä uusi digitaalinen ratkaisu. Yhtiö on tiivis ja empaattinen työyhteisö, joka korostaa henkilöstön hyvinvointia ja kehittymistä. Se palkkaa kansainvälisten asiantuntijoiden lisäksi myös junioritason tekijöitä. Yhtiön tuloksetekoa ajaa IT-palveluyhtiölle perinteisesti pääasiassa laskutushinnat, asiantuntijoiden tuntihinnat sekä laskutusasteet.

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

**Witted Data** on uusi, Q2'22 alussa toimintansa aloittanut liiketoimintayksikkö. Liiketoimintayksikkö tulee keskittymään tiedonhallinnan, analytiikan, ja koneoppimisen palveluiden tuottamiseen ja tarjoamiseen. Witted Datan asiantuntijat painottuvat työsuhte-malliin, mutta yhtiö hyödyntää jonkin verran alihankkijoita kuten lähes kaikki IT-palveluliiketoimintayhtiöt.

**Ara Digital Solutions** on puhtaasti etätyöskentelyä etsivän asiantuntijan työpaikka. Tällaisia ovat esimerkiksi nuoret matkustavat aikuiset sekä ulkomailla tai kaukaisissa taajamissa asuvat asiantuntijat. Yhtiö nojaa ajatukseen, jossa toimistoja ei tarvita ja etätyöskentely on pysyvä kilpailuetu. Yhtiön asiantuntijat ovat pääasiassa työsuhteessa. Witted on yhtiössä vähemmistöomistajana.

**Software Sauna** toimii Kroatiaassa ja Pohjois-Makedoniassa, jossa se edustaa paikallisille asiantuntijoille (noin 30 asiantuntijaa) pohjoismaista ketterää ja työntekijäystävällistä IT-palveluyhtiökulttuuria. Yhtiön asiantuntijat ovat pääasiassa työsuhteessa ja heidän palveluita myydään Suomeen ja muihin Euroopan maihin. Witted on yhtiössä vähemmistöomistajana.

Wittedin kasvu nojaa uusien yrittäjätalustalustien testaamiseen, kasvattamiseen ja laajentamiseen uusille markkinoille (uudet maat tai kaupungit). Talented tuottaa ja julkaisee jatkuvasti analytiikkaa osaajamarkkinan kehityksestä. Tämä mahdollistaa Wittedille jatkuvan ideavirran uusista osaajien kaipaamista yrittäjätalustalustien.

Vuonna 2019 Witted laajeni Norjaan ja on saanut kasvatettua toimintaa nopeasti (2021 liikevaihto noin 6 MEUR). Norjan laajennus tehtiin aluksi Talented- ja Witted Partners -brändeillä. Vuonna 2021 Witted laajentui Ruotsiin ja perusti Tanskan tytäryhtiön. Lisäksi yhtiö on luonut valmiudet laajentua Yhdysvaltoihin vuoden 2022 aikana.

## Operatiivisessa mallissa yhdistyy yritysten autonomia ja konsernin kokoluokan edut

Wittedin toiminta-ajatuksena on ratkoa IT-alan kohtaanto-ongelmaa, jossa asiakkaiden tarpeet ja haasteita kaipaavat tekijät eivät kohtaa täydellisesti. Witted pyrkii toteuttamaan tätä yhdistämällä yhtiöidensä laajaa autonomiaa sekä konsernin kasvavan kokoluokan tuomia etuja. Wittedin johdon keskeisenä työnä on tukea ja palvella autonomiaa yksiköitään, jotka tekevät itse liiketoimintaansa liittyvät päätökset.

## Witted-konsernin työnantajabrändit ohjelmistoasiantuntijan näkökulmasta

### Witted Partners

Reitti mielenkiintoisiin projekteihin freelancereille ja pienille konsulttityhtiöille

### mavericks

Kokeneen, itsenäisen ja perheellisen asiantuntijan työpaikka korkealla tulospalkkauksella



Paikka kehittyä asiantuntijana greenfield\*-projektien sekä tiiviin ja empaattisen työyhteisön tuella

### TALENTED

Reitti työpaikkoihin ja ohjelmisto-osaamisen rakentamiseen suoraan asiakasyritysten kehitystiimeissä

### Witted Data\*\*

Tiedonhallinnan, analytiikan ja koneoppimisen projekteihin keskittyvän asiantuntijan työpaikka

### Ara Digital Solutions\*\*\*

Puhtaasti etätyötä etsivän ohjelmistoasiantuntijan työpaikka

### Software Sauna\*\*\*

Pohjoismaisen matalan hierarkian ja ketterän IT-palvelukulttuurin työpaikka Kroatiaassa

\* Greenfield = Kokonaan alusta kehitettävä uusi ratkaisu

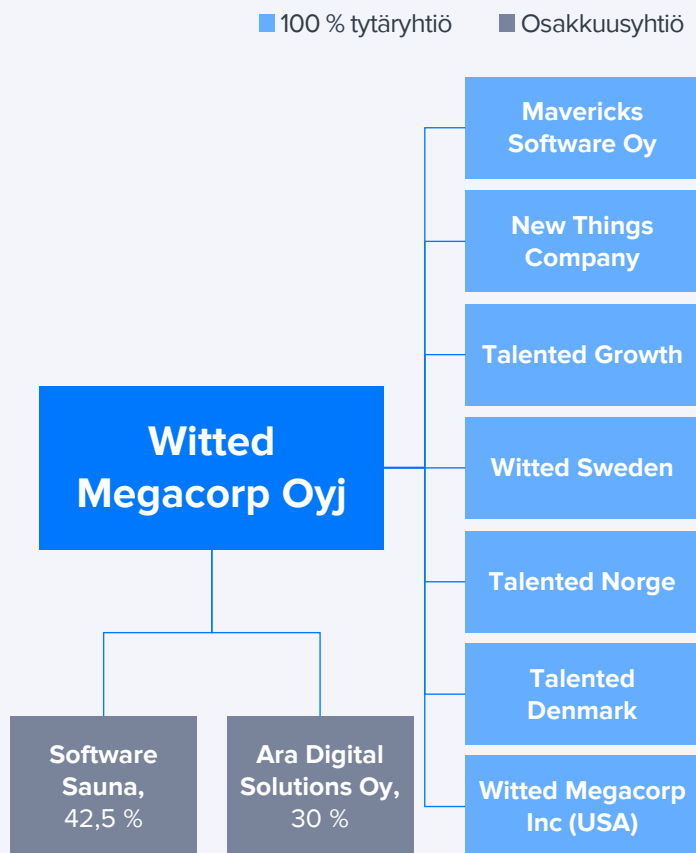
\*\* Aloittanut toimintansa Q2'22 alussa

\*\*\* Vähemmistöomistaminen

Lähde: Witted, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Witted muodostuu yhden tai useamman brändin ympärille maakohtaisesti perustetuista yhtiöistä



Työnantajabrändien<sup>1</sup> peitto on konsernin nykyisissä toimintamaissa vielä rajallinen, laajentumisreiteissä on runsauden pulaa

✓ Brändi toiminnassa ✓ Laajennusta valmisteltu ✗ Ei julkistettua toimintaa

Brändi	Suomi	Norja	Ruotsi	Tanska <sup>2</sup>	USA <sup>2</sup>	Uudet maat	EBIT-% odotus <sup>4</sup>
Witted Partners	✓	✓	✓	✓	✓	...	8-10 %
TALENTED <small>A WITTED COMPANY</small>	✓	✓	✗	✓	✓	...	15-20 %
mavericks	✓	✓	✗	✗	✗	...	10-20 %
NEW THINGS <small>A WITTED COMPANY</small> CO	✓	✗	✗	✗	✗	...	10-20 %
Witted Data <sup>3</sup>	✓	✗	✗	✗	✗	...	10-20 %

<sup>1</sup> Taulukon lisäksi Witted-konserniin kuuluu vähemmistöomisteiset Software Sauna ja Ara Digital Solutions

<sup>2</sup> Tytäryhtiö perustettu, mutta maassa ei aktiivisia työnantajabrändejä

<sup>3</sup> Toiminta käynnistyi Suomessa Q2'2022 alussa

<sup>4</sup> Wittedin arvio brändin kannattavuuspotentialista kypsässä kehitysvaiheessa

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

Lähde: Witted, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Wittedin sisällä työympäristöt muodostuvat yhtiökohtaisesti, jolloin erilaisia kulttuureita ja toimintamalleja muodostuu luonnollisesti. Osaajiin liittyvät prosessit kuten rekrytointi, osaajien hyvinvoinnin ylläpitäminen ja kehittäminen, sekä palkitseminen toteutetaan konsernin yksiköissä hyvin itsenäisesti. Näkemyksemme mukaan tätä kautta saavutettu tehokas ja mukautuva rekrytointitoiminta on ollut keskeinen mahdollistaja Wittedin vahvalle kasvulle.

Wittedin myyntitiimi tekee yhteistyötä läpi koko konsernin. Näistä emoyhtiö (Witted Megacorp) on yksi keskeisimpiä myyntikanavia. Asiakkaat myös usein itse lähestyvät Wittediä suositusten ja tunnettuuden perusteella.

Kukin Witted-konsernin yhtiö myy palveluitaan myös itsenäisesti. Taustalla ovat yhtiökohtaiset tarjonnan painopisteet, joiden kautta asiakkaita on loogista lähestyä (esim. digitaalisesti vähemmän kypsät yhtiöt Talentedin kautta). Toisaalta yksittäinen yhtiö ei välttämättä kykene vastaamaan kaikkiin myyntikeskusteluissa esiin nousseisiin tarpeisiin, jolloin projekteja välitetään jatkuvasti konsernin sisäisesti. Witted painottaa läpinäkyvää viestintää koko konsernissaan, millä se pyrkii ylläpitämään yhteenkuuluvuutta ja yhteistyötä muuten autonomisten yksiköidensä välillä.

Sama avoimeen viestintään ja yhteistyöhön nojaava malli toimii Wittedin palkkalistoilla olevan henkilöstön lisäksi freelancerien ja alihankkijoiden suuntaan (Witted Partners). Jo vuonna 2016 Witted perusti asiantuntijayhteisön viestintäkanava Slackiin. Yhteisöön yhtiö kutsui kaikki työntekijät ja yritykset, joiden kanssa sillä oli yhteistoimintaa.

Yhteisölle välitetyissä projekteissa freelancerit ja alihankkijat neuvottelevat projektin hinnat suoraan projektin myyneen Wittedin yhtiön kanssa.

Witted Partners -yhteisöstä on kasvanut keino vastata alan valtavaan työntekijäkysyntään. Yhteisön jäsenille siitä on vastaavasti tullut reitti isoihin ja kansainvälisiin projekteihin, verkostoitua muiden alan tekijöiden kanssa sekä saada tukeva ura- ja osaamiskehitykseen. Yhteisössä on noin 4500 ammattilaista Pohjoismaissa (Q1/2022). Projektien välittäminen yhteisölle on tehty skaalautuvaksi yhtiön sisäisellä Witted Hub -ohjelmistolla, johon osaajat ylläpitävät omia osaamisalueitaan ja saatavuustietoaan.

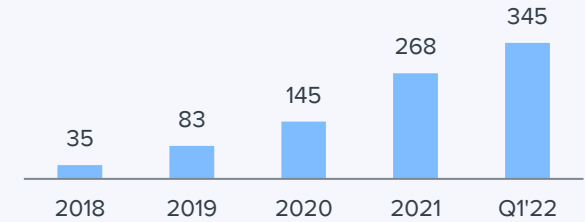
Vuonna 2021 Witted sai tarjouspyyntöjä yhteensä yli 400 MEUR edestä (yli 10x yhtiön liikevaihdon). Siten jo Wittedin nykyinen mittakaava mahdollistaa osaajan pääsevän sen kautta käsiksi erittäin laajaan kattaukseen erilaisia toimeksiantoja. Laaja tarjonta kiinnostavissa asiakasyhtiöissä on Wittedille nähdäksemme keskeinen kilpailutekijä freelancer- ja alihankkijayhteisössä, joita löytyy myös yhtiön kilpailijoilta (esim. Siili, Digia). Toisaalta laaja kattaus asiantuntijoita mahdollistaa hyvin asiakkaan tarpeisiin vastaavan tiimin löytämisen. Wittedin yhteisöön onkin nähdäksemme jo nykyisellään muodostunut sen kilpailuetua ylläpitäviä verkostovaikutuksia.

## Liiketoiminta on puhdasta asiantuntijapalvelua

Witted keskittyy tarjonnassaan puhtaasti ohjelmistokehitykseen liittyviin palveluihin eikä pyri laajenemaan tuoteliiketoimintaan. Yhtiön sopimukset ovat pääasiassa toistaiseksi voimassa olevia ja jatkuvia.

## Witted-konsernin toiminta-ajatus

### Wittedin asiakastyötä tekevät asiantuntijat\*, 2018-2021, asiantuntijoiden lukumäärä

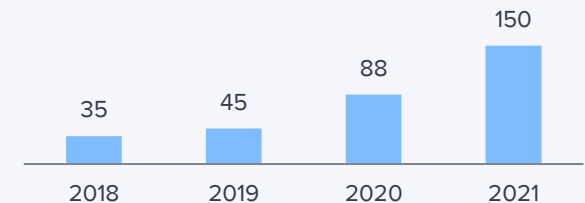


### IT-alan asiantuntijat



### Digitaalisesti kyvykkäät kansainväliset ja kotimaiset asiakkaat

### Wittedin asiakasmäärän kehitys, 2018-2021, asiakkaiden lukumäärä



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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Witted pyrkii tekemään asiakkaidensa kanssa pitkäjänteistä kehitystyötä ja pyrkii välttämään projektipohjaista liiketoimintaa. Yhtiö laskuttaa asiakkaita perustuen tunti- tai materiapohjaiseen hinnoitteluun ja pyrkii niinkään välttämään kiinteähintaisia projekteja.

Wittedin tulovirrat ovat hajautuneita, eikä merkittävä osa liiketoiminnasta nähdäksemme nojaa yksittäisiin asiakkaisiin tai asiakastoimialoihin. Maantieteellisesti selvä enemmistö liiketoiminnasta muodostuu vielä Suomesta (2021: noin 83 % asiakkaista Suomen yhtiöillä). Vuoden sisällä syklisyyttä tulovirroissa on palveluliiketoiminnoille tyypillisesti lähinnä lomakausina, jolloin laskutettavaa työtä kertyy vähemmän.

Vähemmistöomistuksista (Ara Digital Solutions & Software Sauna) johtuen osa Wittedin omistamista tulovirroista ei näy suoraa sen liikevaihdossa. Toisaalta Witted välittää myymiään projekteja myös näille yhtiöille, jolloin osa yhtiöiden liikevaihdosta ja myytyjen projektien katteesta näkyy tätä kautta Wittedin liikevaihdossa ja kustannuksissa (materiaalit ja palvelut). Muuten vähemmistöomistusten vaikutus näkyy Wittedin tuloslaskelmassa vasta tilikauden voiton jälkeen osuutena vähemmistöomistusten voitoista. Toistaiseksi nämä tulot ovat olleet hyvin vähäisiä johtuen vähemmistöomistusten pienehköstä kokoluokasta.

## Kustannusrakenne on joustava, mikä vaikuttaa myös kannattavuuden potentiaaliin

Asiantuntijapalveluyhtiölle tyypillisesti suurin osa Wittedin kuluista ovat henkilösidonnoisia. Tavallista työsuhdetta, laskutuksen huomioimista palkoissa ja freelancereita sekä alihankintaa yhdistävästä

liiketoimintamallista johtuen enemmistö tästä on kuitenkin luonteeltaan muuttuvaa ja joustavaa.

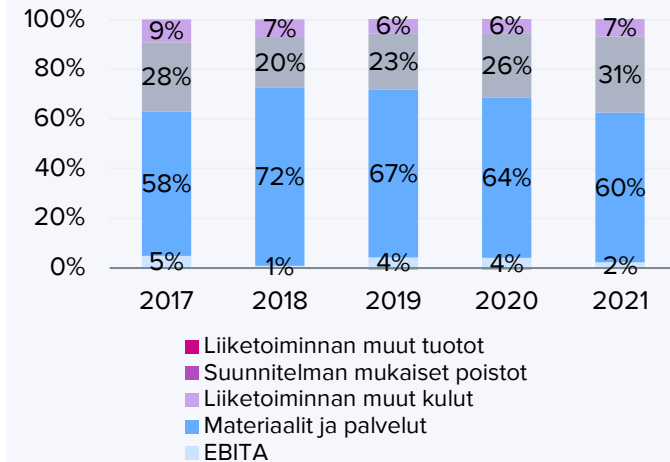
Materiaalit ja palvelut (2021: 60 % liikevaihdosta) - kuluerä muodostaa selvän enemmistön Wittedin kustannuksista. Nämä kustannukset muodostuvat pitkälti alihankinnasta yhtiön omilta osaajayhteisön freelancereilta tai konsulttiyhtiöiltä. Nämä ovat käytännössä puhtaasti muuttuvia kustannuksia. Kustannuserässä on mukana myös vähäisissä määrin vähemmistöomistuksille välitetyjä projekteja (Sauna & Ara).

Henkilöstökulut ovat seuraavaksi suurin kuluerä (2021: 31 % liikevaihdosta). Tämä on nähdäksemme pääasiassa kiinteää kustannusta sisältäen asiakastyötä tekevien asiantuntijoiden peruspalkat sekä johdon ja hallinnon palkat. Toisaalta osa palkoista on laskutussidonnaista (Mavericks), joten myös tässä kuluerässä on muuttuvia elementtejä.

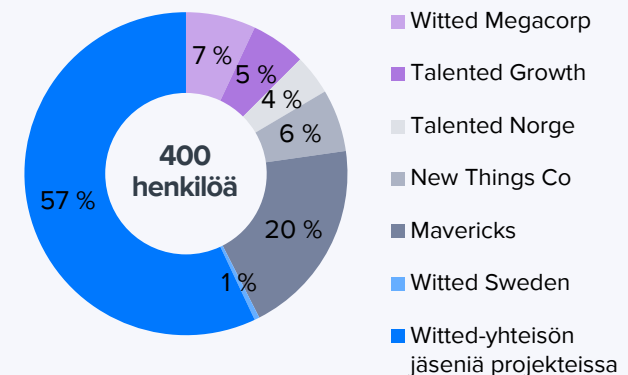
Liiketoiminnan muut kulut (2021: 7 %) muodostuvat taas pääasiassa toimitiloihin, laitteisiin ja hallintoon liittyvistä kustannuksista. Myös nämä kustannukset riippuvat olennaisesti henkilöstön määrästä. Toimialan verrokeilla luku on tyypillisesti 10-15 % tasolla, mihin nähden Wittedin liiketoiminnan muut kulut ovat poikkeuksellisen vähäiset. Suunnitelman mukaiset poistot ovat kokoluokaltaan käytännössä merkityksettömiä (2021: 0 %), sillä Witted ei tee taseeseensa olennaisia kustannusten aktivointoja.

Wittedin keskeisimpinä skaalautuvuuden ajureina näemme asiakastyötä tekevien asiantuntijoiden osuuden sekä omien asiantuntijoiden laskutusasteen kasvun. Käytännössä näemme molempien vaativan yhtiön nykyisten työnantajabrändien kypsymistä ja siirtymistä vahvan kasvun vaiheesta vakaampaan kehitysvaiheeseen.

Kustannusrakenne\*,  
2017-2021, % liikevaihdosta



Henkilöstön\*\* jakauma,  
Q1/2022, % henkilöstöstä\*\*



Lähde: Witted, Inderes

\*Ei sisällä liikearvopoistoja

\*\*Henkilöstö sisältäen asiakasprojekteissa olevat freelancit ja alihankinnan, lukumäärä kauden lopussa. Lisäksi Software Saunassa työskenteli 30 ja Ara Digitalissa 6 henkilöä.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Witted investoi tällä hetkellä tulovirtansa kasvuun, kuten uusien työnantajabrändien kehitykseen ja viemiseen uusiin maihin. Muun muassa tunnettuuden ja myyntiputken rakentaminen sekä asiantuntijoiden rekrytoiminen vaatii uudessa maassa etupainotteisia panostuksia ennen tulovirtojen muodostumista (Norjassa n. 0,2-0,3 MEUR investointi). Nämä investoinnit tehdään tuloslaskelmassa ja syövät Wittedin kannattavuutta.

Käytännössä Wittedin liiketoimintamalli ja painotus muuttuviin kustannuksiin tuo sen tuloskuntoon vakautta. Kolikon käänttöpuolena yhtiön kannattavuuspotentiaali on nähdäksemme kuitenkin samalla tästä syystä heikompi. Tyypillisesti alihankintana teetetyt työn kate on korkean laskutusasteen omien työntekijöiden tekemän työn katetta matalampi, sillä alihankkijat kantavat riskiä omien laskutusasteidensa tasosta. Wittedin kustannusrakenteen perusteella yli 2/3 sen liikevaihdosta nojaa alihankkijoiden työpanokseen.

Siten yhtiön kannattavuuden on pitkällä aikavälillä mielestämme haastavaa yltää alan kovimpien tuloskoneiden tasolle (>15 % EBITA-%). Arviomme tämän vaativan yhtiön saavuttavan toimialan muita pelureita vahvempaa neuvotteluvoimaa asiakkaiden ja asiantuntijoiden suuntaan, mikä olisi hyvin kilpaillulla markkinalla haastavaa. Nähdäksemme noin 10 %:n EBITA-marginaali olisi yhtiölle kuitenkin saavutettavissa nykyisellä liiketoiminnan rakenteella kypsämmässä kehitysvaiheessa.

## Liiketoiminta ei käytännössä sido pääomia

Wittedin liiketoiminta nojaa asiantuntijoiden tekemään työpanokseen. Palveluiden tuottaminen ei käytännössä vaadi asiantuntijoiden työvälineiden lisäksi muita investointeja. Lisäksi yhtiön tulot ja

kulut muodostuvat nopeiden laskutusrytmien myötä lähes samanaikaisesti (2021: nettokäyttöpääoma -2 % liikevaihdosta).

Liiketoiminnan kasvattaminen on siten hyvin pääomatehokasta ja kasvupääoman tarve keskittyy lähinnä yrityskauppojen käteismaksun osuuteen. Mielestämme Wittedille järkevintä pääoman allokointia on panostaa oikeisiin uusiin brändeihin ja parhaisiin laajentumisen reitteihin, organisaatiosta tai epäorganisaatiosta. Vaikka esimerkiksi uuden maan avaaminen on suhteellisen kustannustehokasta (esim. Norja n. 200-300 TEUR), se sitoo yhtiöltä resursseja toteuttaa muita vastaavia hankkeita.

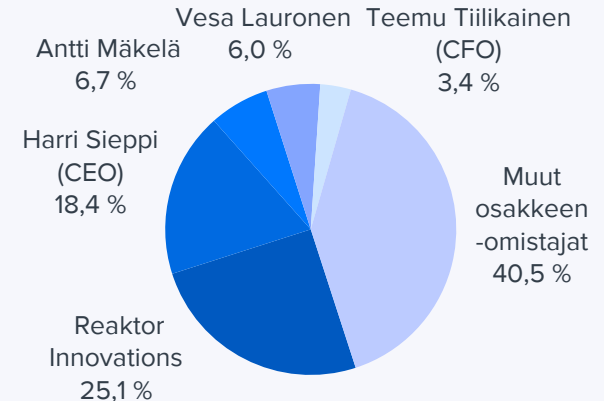
## Listautumisella kerätään puhtaasti kasvupääomaa

Witted suunnittelee listautumista First North -markkinapaikalle. Suunnitellun listautumisen taustalla on yhtiön pyrkimys kerätä kasvurahoitusta ja saada listayhtiön edut kansainvälisen kasvustrategiansa toteutukseen. Yhtiö pyrkii myös tuomaan osaajajhteisönsä jäseniä omistajikseen.

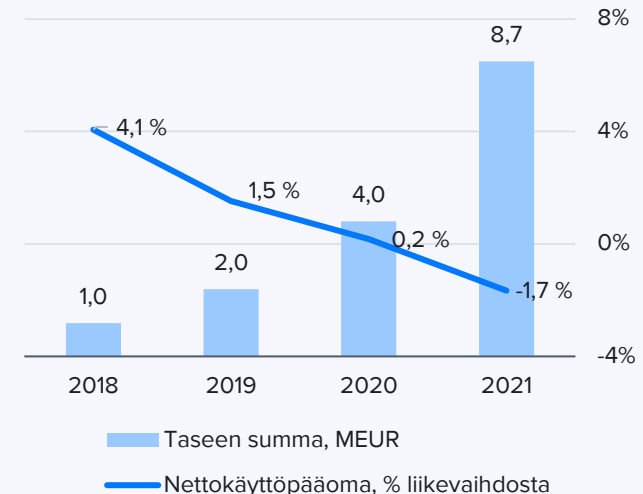
Wittedin toimiva johto ja henkilöstö ovat sen merkittäviä osakkeenomistajia ennen listautumista. Nykyiset merkittävät omistajat (>2 % osakekannasta ennen listautumista) ja henkilöstöäntiin osallistuvat sitoutuvat tavanomaisiin 180 päivän luovutusrajoituksiin. Listautumisella kerätään puhtaasti kasvurahoitusta eikä siihen liity osakemyyntejä.

Yhtiö pyrkii keräämään listautumisessa enintään 8 MEUR:n bruttovarat. Ankkurisijoittajina toimivat WIP Asset Management, Coeus Invest, Twin Engine ja Jukka Rannila sekä Mikko Rannila edustamiensa yhtiöiden kautta, ovat tehneet merkintäsitoumuksia yhteensä 4,6 MEUR edestä.

## Suurimmat omistajat ennen listautumista, % osakkeista



## Taseen summa ja nettokäyttöpääoma\*, 2018-2021



Lähde: Witted, Inderes

\*Sisältää kaikki lyhytaikaiset korottomat velat

# Sijoitusprofiili

1.

**IT-palvelumarkkinassa vahva kasvu ympäristö osaajasodan voittajille**

2.

**Vahvat näytöt osaajasodassa pärjäämisestä ja markkinaa selvästi vahvemmassa kasvusta**

3.

**Selkeä kasvupolku rakentamalla työntantajabrändejä ja laajentamalla niitä uusille markkinoille**

4.

**Puhdasverinen kasvuyhtiö, jonka kasvu sitoo vain rajallisesti pääomia**

5.

**Liiketoiminta asiantuntijapalvelua, jonka kannattavuusnäytöt ovat vielä edessä**

## Potentiaali



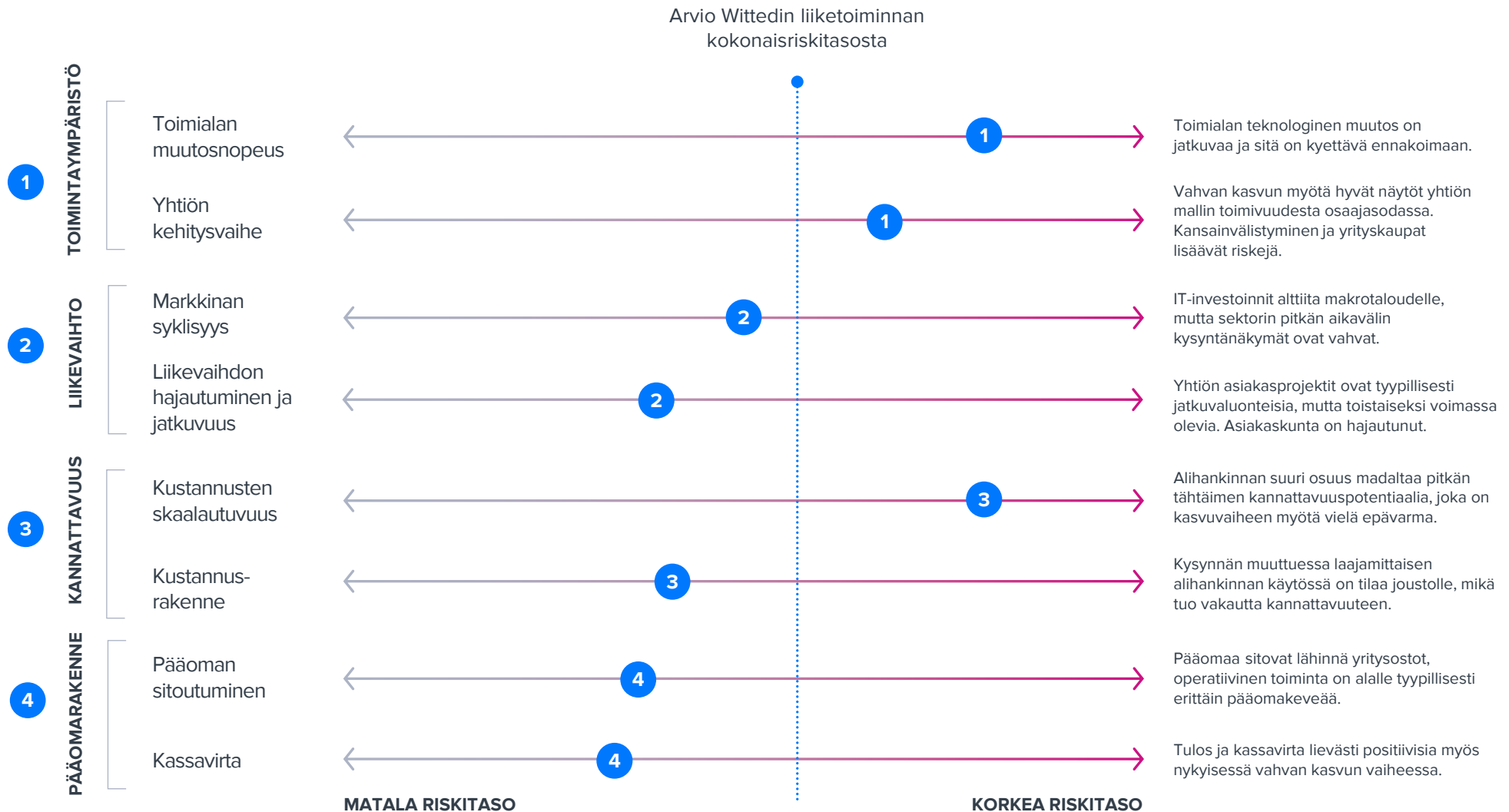
- Toimialan vahva kysyntänäkymä
- Erittäin vahvan kasvun polulla jatkaminen
- Uusien työntajabrändien rakentaminen, testattujen brändien kasvu ja laajentuminen nykyisissä sekä uusissa toimintamaissa
- Kasvustrategian vauhdittaminen yrityskaupoin
- Kannattavuuden vahvistuminen kasvuvauhdin vakaantuessa

## Riskit



- Rekrytointimarkkinan (työtekijät ja freelancerit) ja osaajasodan kiristyminen entisestään
- Makrotaloustilanteen heikentymisen riskit asiakaskysyntään
- Freelancer-toimintamallin pitkän ajan kannattavuuspotentiaalın epävarmuus
- Tulevissa yritysostoissa tai maantieteellisessä laajentumisessa epäonnistuminen
- Kokoluokan vauhdikkaasta kasvusta aiheutuvat mahdolliset kasvukivut

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia 1/2

## Strategiana ratkoa osajasotaa ja kasvaa korkean digitaalisen maturiteetin asiakkaissa

Witted panostaa lähivuosina vahvaan kasvuun, eikä pyri optimoimaan kannattavuuttaan. Kasvun resepti on pitkälti sama kuin tähän asti, eli houkuttelevien työnantajabrändien rakentaminen ja laajentaminen, sekä digitaalisesti kehittyneisiin asiakkaisiin panostaminen. Käytännössä Wittedin strategian onnistuminen vaatii osajasodan voittamista.

Witted pyrkii **laajentumaan kansainvälisesti ja alueellisesti** monistamalla jo aiemmin toimivaksi havaitut brändit uusiin kohdemarkkinoihin. Kohdemarkkinat voivat olla uusia maita tai uusia kaupunkeja. Yhtiö pyrkii avaamaan uusia maayhtiöitä lähivuosina ja ajamaan ylös Ruotsin, Tanskan ja USA:n toiminnot. Maantieteellinen laajentuminen vahvistaa yhtiön pääsyä paikallisiin asiakkuuksiin ja paikalliseen osaajajoukkoon. Witted pyrkii **vahvistamaan läsnäoloaan myös julkisella sektorilla**, jossa se on toistaiseksi toiminut vähäisesti.

Yhtiö haluaa **auttaa sen asiakasorganisaatioita rakentamaan ja vahvistamaan omia digitaalisia**

**kyvykkyyksiään** (Talented), joka samalla kasvattaa Wittedin omien potentiaalisten asiakkaiden määrää.

Witted seuraa tarkasti työmarkkinatrendejä sekä tunnistaa ongelmia, joiden ympärille se voi kehittää **uusia liiketoimintoja** (Esim. 04/22 lanseerattu Witted Data). Erilaisten liiketoimintojen perustamisen tavoitteena on olla yhä houkuttelevampi työnantaja suuremmalle joukolle asiantuntijoita ja tätä kautta vastata asiakaskysyntään.

Yrityskauppojen rooli on vauhdittaa strategian toteutusta. Ostokohteet voivat laajentaa nykyisten työnantajabrändien maantieteellistä peittoa, olla avaus uuteen brändiin tai uuteen asiakassegmenttiin, tai laajentaa yhtiön osaamista uusille IT-sektorin osaamisalueille (esim. DevOps).

## Taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme erittäin kunniahimoiset

Vuosien 2022-2025 strategiakaudellaan Witted tavoittelee orgaanista kasvua 150 MEUR:n liikevaihtoon vuonna 2025 ja 10 %:n EBITA-marginaalia. Vuosittaiseksi kasvuvauhdiksi käännettyinä kasvutavoite vastaa noin 50 %:n

vuotuista orgaanista kasvua. Tavoite on mielestämme erittäin kunnianhimoinen, sillä Wittedin liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa vahvan kasvun jatkaminen vaatii jatkuvasti kovempaa euromääräistä kasvua kilpaillussa markkinassa. Kasvu tulee myös olemaan entistä kansainvälisempää, mikä tulee nähdäksemme olemaan testi yhtiön johtamismallille.

Toisaalta Witted on tähän asti ylläpitänyt >100% vuosikasvua, jonka on nähdäksemme mahdollistanut sen työnantajabrändien autonominen johtamismalli. Mallilla on mielestämme edellytykset mahdollistaa tavoitetason kasvu, joskin kasvukivut eivät ole vahvasti kasvaville yhtiöille mitenkään harvinaisia.

Kannattavuustavoitteiden osalta haluamme nähdä lisää näyttöjä vuoden 2025 10 %:n EBITA-marginaalin tueksi. Pidämme kuitenkin 5-10 %:n tasoa Wittedille jo nykytietojen valossa hyvin realistisena, sillä yhtiö on jo aikaisemmin kolkutellut 5 %:n EBITA-marginaalin tasoa kovasta kasvusta huolimatta. Näemme hyvät edellytykset tavoitteiden mukaiselle kannattavuudelle kasvuvauhdin hidastuessa ja työnantajabrändien siirtyessä kohti vakaampaa kehitysvaihetta.

Wittedin taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2022-2025

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Liikevaihto (MEUR)	15,7	30,0 (31,6*)	50-60	85-95	120-130	150
EBITA-%	4,1%	2,4%	0,7-1,3 MEUR	0-5 %	5-10 %	10 %
Uudet alueelliset markkinat		1 kpl	2 kpl	1 kpl	1 kpl	1 kpl



# Strategia 2/2


## Kohdemarkkina ja Wittedin asemoituminen


IT-palvelumarkkina Pohjoismaissa, 2019 **4,6 mrd. EUR**

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

### Wittedille relevantit markkinatrendit

 Yhteiskunnan digitalisoituminen

 Asiakasyritysten digitaalinen maturiteetti kasvaa

 Jatkuva kilpailu osaajista

Osaajasodassa pärjäävä, digitaalisesti kypsä asiakkaita palveleva IT-palveluyhtiö

**Witted**

## Strategian pääkohdat

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

## Strategiset projektit

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



Strategian rahoitus kassavirralla ja suunnitellun listautumisannin varoilla



**150 MEUR**

Organisesti saavutettu liikevaihto vuonna 2025

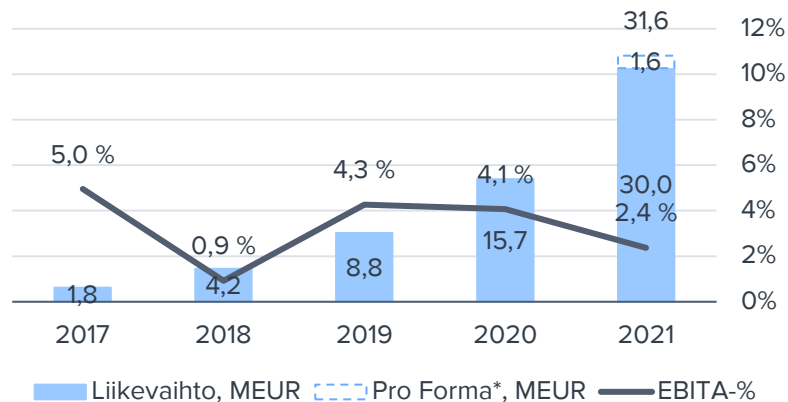
**10 %**

EBITA-marginaali vuonna 2025

# Taloudellinen tilanne 1/2

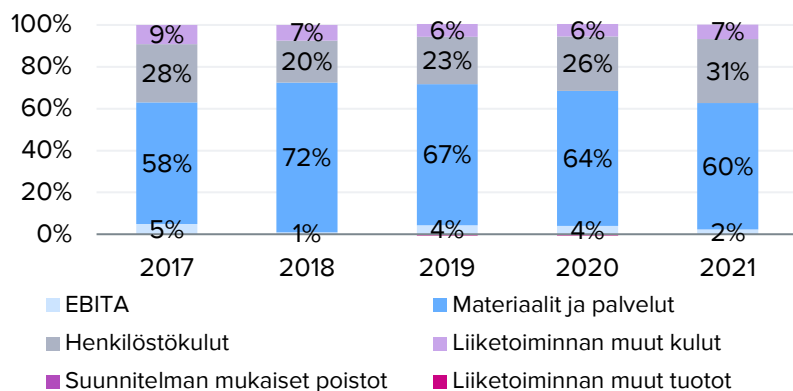
## Vahvan kasvun aikana on onnistuttu ylläpitämään positiivista kannattavuutta

Liikevaihto (MEUR) ja EBITA-%, 2017-2021



- Wittedin liikevaihdon vuosikasvu (CAGR) on ollut noin 102 %:n (Pro-forma 104 %) ja kannattavuus (EBITA-%) noin 3 % vuosina 2017-2021.
- Keskeisenä kasvun ajurina on ollut asiantuntijoiden määrän kasvu, jota uusien työnantajabrändien rakentaminen on tukenut nähdäksemme merkittävästi.
- Wittedin kasvu vaatii etupainotteisia investointeja myyntiin ja markkinointiin sekä asiantuntijoiden rekrytointeihin (alkuvaiheessa matalampi laskutusaste). Freelancerien käyttö vaatii vähemmän etupainotteisia investointeja ja heidän käyttöasteensa ovat yleisesti korkeita alusta asti, mutta vastavuoroisesti kannattavuuspotentiaali on matalampi kuin omia työntekijöitä käytettäessä.
- Wittedin nykyiset omistajat ovat historiassa hallinneet erilaisia osia nykykonsernin yhtiöistä. Tästä johtuen Wittedin historialukuihin ei ole konsolidoitu aiempina vuosina koko konsernin liiketoimintaa vastaavia lukuja.

Kustannusrakenne\*\*, 2017-2021, % liikevaihdosta



- Kustannusrakenteessa on jonkin verran skaalautumisvaraa toiminnan stabiloituessa ja skaalan kasvaessa
- Wittedin kustannusrakenteen dominoiva palanen on materiaalit ja palvelut (2021: 60 % liikevaihdosta), joka koostuu pääasiassa freelancereiden palkkioista. Toinen merkittävä palanen on yhtiön työntekijöinä olevista asiantuntijoista ja hallinnosta muodostuvat henkilöstökulut (2021: 21 % liikevaihdosta).
- Henkilöstökulujen suhteellinen osuus vaihdellut yhtiön olemassaolojen aikana. Historiansa alussa Witted toimi nykyistä vahvemmin freelancer ja alihankintaverkostonsa voimalla, mutta viime vuosina omien työntekijöiden merkitys on kokonaiskuvassa ollut nousussa.
- Kustannusrakenteessa on skaalautumispotentiaalia tulevaisuudessa erityisesti henkilöstökuluissa, kun työntekijöiden laskutusasteet nousevat ja etupainotteinen rekrytointi alkaa kasvun hidastuessa suhteellisesti vähenemään.

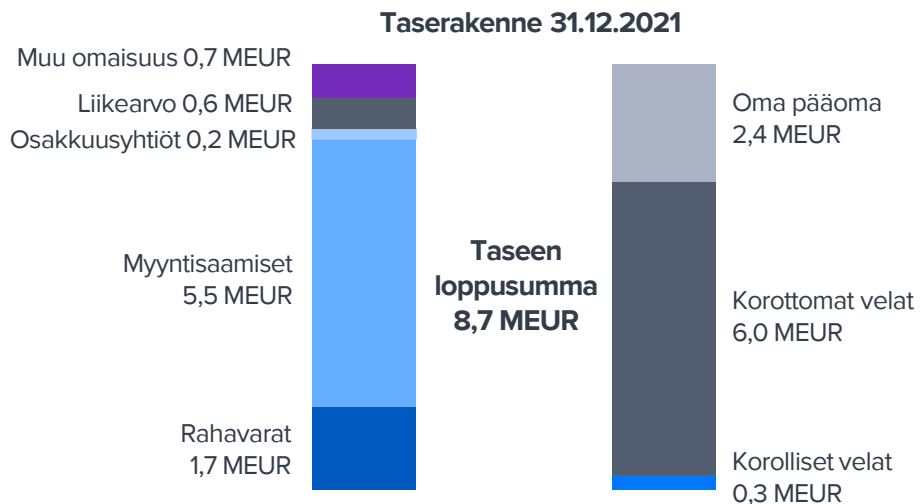
Lähde: Witted, Inderes

\*Pro Forma –liikevaihto sisältää New Things Company:n 1-9/21 liikevaihdon

\*\*Ei huomioi liikearvopoistoja

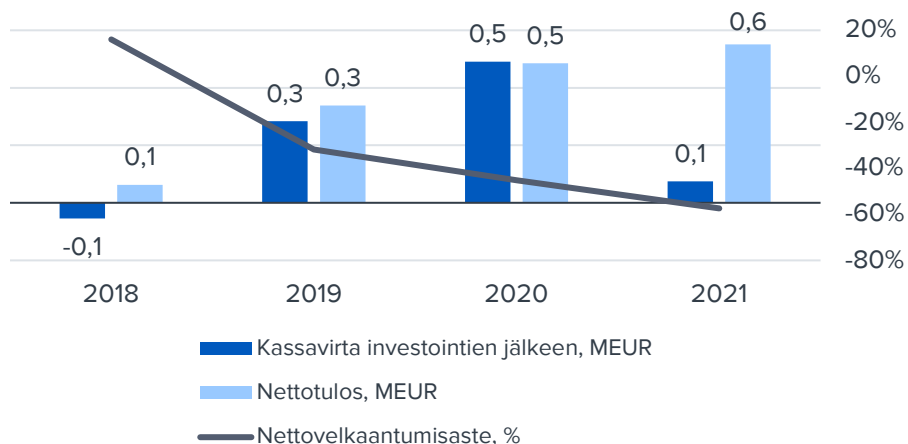
# Taloudellinen tilanne 2/2

## Nettovelaton tase painottuu saamisiin ja likvideihin varoihin



- Wittedin tase on kevyt ja nettovelaton
- Rahavaroissa (1,7 MEUR) on rajallisesti liikkumavaraa, jota listautumisanti onnistuessaan vahvistaisi merkittävästi
- Matala nettovelka (-1,4 MEUR) ja nettovelkaantumisaste (-57 %)
- Vähäinen liikearvo (0,6 MEUR) syntyi Witted-konsernin muodostamisen yhteydessä
- Korottomat velat koostuu ostovelosta, siirtovelosta sekä muista veloista, ja kompensoivat myyntisaamisten kassavirtaa viivästyttävän vaikutuksen
- Liiketoiminta ei juuri sido taseeseen pääomia ja nettokäyttöpääoma on neutraali (-2 % liikevaihdosta)
- Vähäinen korollinen velka (0,3 MEUR) koostuu pääasiassa New Things Companyn Reaktor Innovations Oy:lta saamasta lainasta.

## Operatiivinen kassavirta investointien jälkeen, nettotulos ja nettovelkaisuusaste (%)



- Yhtiön nettokäyttöpääoma on ollut neutraalilla tasolla, ja yhtiö on onnistunut rahoittamaan nopeaa kasvuun lähes ilman ulkopuolista pääomaa. Kassavirta investointien jälkeen on ollut lähes nettotuloksen tasolla, joten kasvu ei ole käytännössä sitonut pääomia.
- Vuonna 2021 investoinnit koostuivat sijoituksesta Ara Digital Solutions Oy:hyn. Witted ei aio tulevaisuudessa aktivoida tuotekehitysinvestointeja taseeseen.
- Tulevaisuudessa taseen kautta menevät investoinnit yhtiön strategian mukaisesti todennäköisesti painottuvat yritysjärjestelyihin, joihin positiivinen kassavirta ja vahva nettokassa (listautumisen onnistuessa) antavat hyvät valmiudet.

# IT-palvelumarkkina 1/7

## Iso kokonaismarkkina

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli eri tutkimuslaitosten mukaan noin 25 miljardia dollaria vuonna 2019. Suomen IT-palvelumarkkinan on puolestaan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin. Wittedin markkinaosuus on näin noin 0,7 % yksityisestä markkinasta.

IT-palvelumarkkinan määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joiden ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, transformaatiojohtaminen ja palvelumuotoilu.

## Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 2-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan jopa 10 % vauhtia riippuen osa-alueesta. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia

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

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

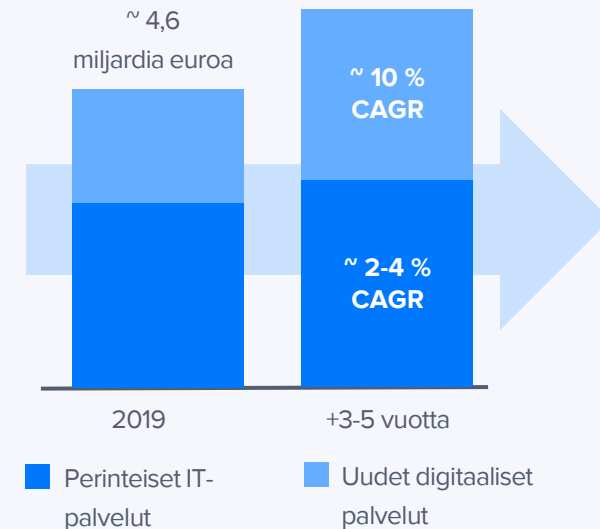
## Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvoja.

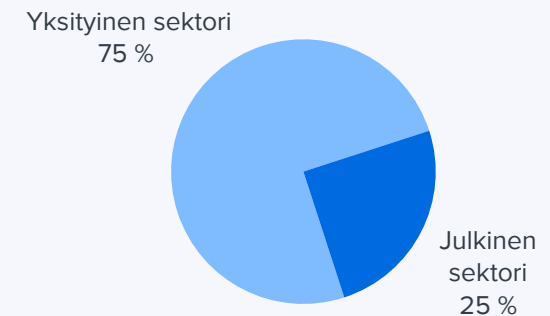
## Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



### Suomen markkina ja kasvukuva



## Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, 2019, % markkinasta



# IT-palvelumarkkina 2/7

Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä.

## 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. Digitalisaatiomurroksen ja kiihtyvän teknologian muutosvauhdin myötä IT:n ostaminen on muutoksessa, mikä edellyttää 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 Vinci), jotka ovat profiloituneet tarjoamillaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

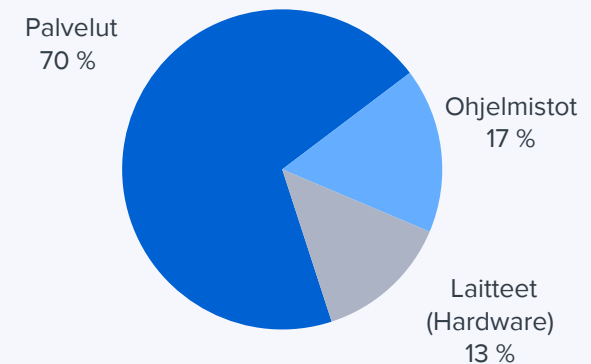
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna

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.

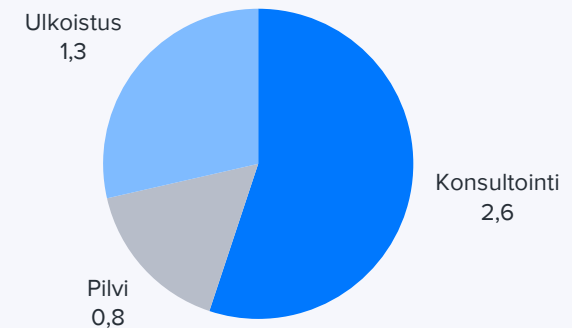
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä 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 on käynyt kuvatun murroksen myötä läpi merkittävän muutoksen viimeisen kymmenen vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia muutosten ennustamisesta tulee yhtiöille vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutoskyky kilpailuetuna korostuu edelleen.

Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina, 2019, miljardia euroa



Lähde: Radareco Nordic Outlook 2019

# IT-palvelumarkkina 3/7

Wittedin strategia perustuu hajautettuun ja ketterään päätöksentekoon sekä markkinamuutosten jatkuvaan tarkkailuun, mikä antaa yhtiölle hyvät valmiudet pärjätä voimakkaasti muuttuvassa markkinassa.

## Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

**Uusien digitaalisten palveluiden markkina**, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen vajaan kymmenen vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Siili ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on 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 (ent. eCraft), Bilot sekä erityisesti IT-generalistit kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnyks.

**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 digitalisaatiohankkeiden 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. Witted on kulkenut markkinaa tässä suhteessa vastavirtaa. Yhtiö rakentaa asiakasyhtiöilleen omia kehitysvalmiuksia ja pitää asiakkaan kehitysprojektinsa johdossa.

Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin vaihtelevalla menestyksellä. Witted ei ole eritelty liikevaihdon jakaumaa neuvonantoon ja ohjelmistokehitykseen, mutta noin 6 % sen liikevaihdosta tulee rekrytoinnista ja kasvukonsultoinnista ja 94 % ohjelmistokehityksestä.

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.

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

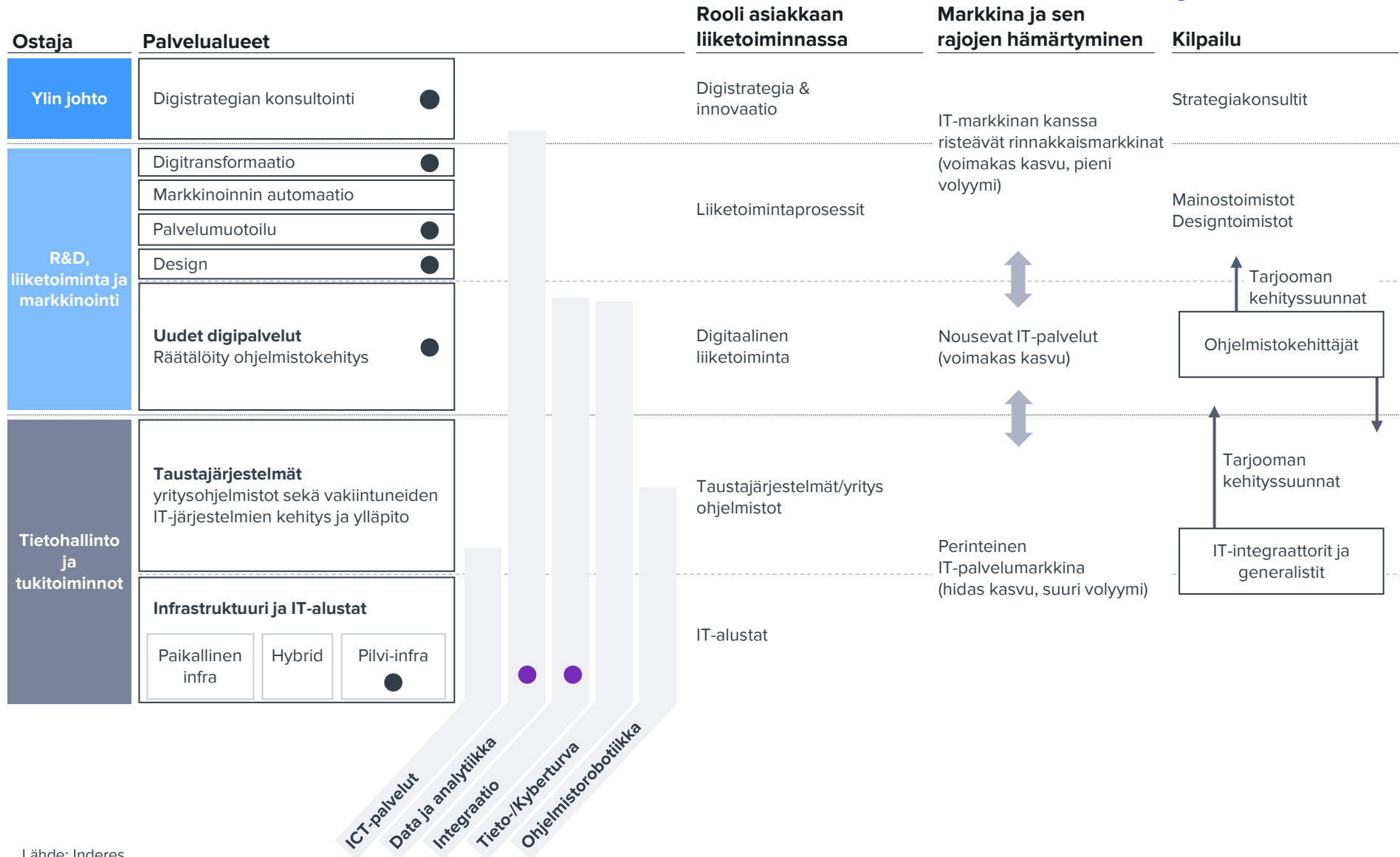
## Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa tulee osata hyödyntää

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.

# IT-palvelumarkkinan jakautuminen

## Wittedin tarjonta

- Ydinsaamisalue
- Osaamisalue



# IT-palvelumarkkina 4/7

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

Taustajärjestelmissä kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynnyks 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 hyötyjä että häviäjiä:

**Data ja analytiikka on nousemassa** yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä sektorin kommenttien perusteella. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Muun muassa Tietoevry ja Digia ovat nostaneet datan keskeiseksi osaksi strategioissaan. Witted on perustanut tähän keskittyvän Witted Data-työnantajabrändin Q2'2022 alussa. Haasteena asiakkailta on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

**Tietoturva** on vielä tällä hetkellä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailu- ja hygieniatekijäksi. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Useat sektorin yhtiöt rakentavat ja vahvistavat parhaillaan kyseistä kyvykkyyttä.

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

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

**IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee** edelleen ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet 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** asiakkailta hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.

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

**Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu.** Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet luovat ja design-keskeiset toimijat.



# IT-palvelumarkkina 5/7

## **Pilvimurros jakaa edelleen markkinaa.**

Asiakkaiden IT-toimintoja viedään pilveen kiihtyvällä vauhdilla pilven hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Merkittäviä häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.

## **Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti**

**siirtyä pilveen** ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttyessä. Ohjelmistojen jälleenmyyntien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

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

**Halvimpien offshore-resurssien** merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen

kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut puhtaasti offshoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resursseja oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

## **Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla**

Näkemyksemme mukaan osaajapula ja asiakashintoja voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisiä haasteita, johon tulisi löytää ratkaisu. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtiön ratkominen käy ajan myötä yhä haastavammaksi.

Osaajamarkkina on kroonisesti haastavassa tilanteessa ja sen sisällä etenkin korkeamman kokemustason päässä on arviomme mukaan kyettävä erottautumaan lähtökohtaisesti muilla kuin palkkatasoon liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman urakehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajapulan myötä on myös tärkeää, että nykyisistä osaajista kyetään pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa ollaan viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla omia alihankintaverkostoja. Witted on tähän mennessä loistanut osaajahankinnassa ja onnistunut rakentamaan kattavan alihankintaverkoston.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut viime vuosina 2-5 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevry arvioi palkkainflaation olevan keskimäärin 3 % vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Tällä hetkellä mikään ei viittaa palkkainflaation hidastumiseen. Osittain tätä palkkainflaation hidastumiseen. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole täysin 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. Näin asiakaspainopisteen muutos voi onnistuessaan olla yksi asiakashintojen nousun ajuri.

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

# IT-palvelumarkkina 6/7

## 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 muualla 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. Näihin muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta olennaista. Teknologian kiihtyvässä muutosvauhdissa myös osaajien muutoskyvykkyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Näkemyksemme mukaan IT-palvelumarkkinan kestävä kilpailukyky onkin rakennuttava jatkuvan muutoskyvykkyiden 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 ratkaisusuostamiseen).

**Vahvojen asiakkuuksien omistajat,** joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa, 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 makromarkkinan heikentyessä.

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

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

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

## Kilpailukykyyn lähteet markkinalla

- Uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
  - Transformaatiokyvykkyys
  - Datan hyödyntäminen
  - Tietoturva
- Ketteryys ja nopeus
- Osaajien kyvykkyudet (CV)

## Lisäarvo markkinalla

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

# IT-palvelumarkkina 7/7

## Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen ja se on jatkunut yllättävän vilkkaana kuumasta markkinasta 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 matalan korkotason myötä todella hyvä vaihtoehto, mikä 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 sekä data ja analytiikka. Toki järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia.

Tarkastelimme marraskuussa IT-palveluyhtiöitä ja niiden kiinnostusta yritysjärjestelyihin, tarvetta järjestelyille, taseen tarjoamia mahdollisuuksia ja yhtiön kiinnostavuutta ostokohteena. Alla olevat arviot ovat Inderesin arvioita ja kommentti kokonaisuudessaan luettavissa [tästä](#). Witted on lisätty taulukkoon kommentin kirjoittamisen jälkeen.

	Bilot	Digia	Gofore	Innofactor	Loihde	Netum	Silli	Solteq	Tietoevry	Vincit	Witted
<b>Kiinnostus järjestelyihin</b>	5	4	4	3	3	4	4	3	4	4	4
<b>Tarve järjestelyille</b>	4	2	3	2	2	2	3	2	1	3	2
<b>Tase mahdollistaa yritysostot</b>	5	3	5	3	5	4	2	2	5	4	5*
<b>Kiinnostava ostokohde</b>	2	2	4	2	1	4	2	4	1	4	3

1=matalin, 5=korkein.

\*Tilanne listautumisen onnistuessa

Lähde: Inderes arvio

# IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
01/22	Gofore	Devecto	11	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Energy Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
05/21	eCraft (Fellowmind)	Project-IT	12			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde (ent. Viria)	Talent Base Oy	7	1,1	15 %	58	10	1,4x	6,7x
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	TietoEVRYn öljy ja kaasu -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			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	14	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Silli	Supercharge (Unkari)	9	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							
11/19	Solita	Ferrologic	13,1			100			
11/19	Fellowmind	eCraft ja Orango							
06/19	Tieto	Evry	1290	180	14 %	9400		1,4x	9x
06/19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7	0,8		114	9,0	0,7x	6x
05/19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5			46			
03/19	Nixu	Ezenta (DK)	8,8					0,7x-0,9x	
03/19	Nixu	Vesper Group (SE)	2					1,0	
03/19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
02/19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
02/19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
01/19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
01/19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x

# Kilpailukenttä 1/5

## Kilpailijoita kolmessa tasossa

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

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

## Wittedin kilpailijat

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

Generalisteista kilpailijoina voidaan mainita Tietoevry, CGI ja Accenture. Witted tai muut pienemmät toimijat eivät pysty erottumaan generalisteihin verrattuna tarjoamillaan tai toimituskyvykkyyksillään, vaan kilpailuetu tulee ketteryudesta ja pienemmän toimijan syvemmästä sitoutumisesta asiakkaaseen. Tämä on etuna erityisesti pienemmissä asiakaskokoluokissa, jotka eivät ole kiinnostavia suurimmille toimijoille. Keskisuurista toimijoista erityisesti ohjelmistokehityspalveluissa kilpailijoina voidaan

mainita Gofore, Reaktor, Nitor, Vincit, Futurice ja Solita. Näistä toimijoista Witted erottuu selkeimmin rakentamalla kehittäjäyhteisölle laajan kirjon eri työskentelytapoja ja malleja sekä auttamalla asiakkaan digitaalisen maturiteetin kehittämisessä.

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

## Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

Mielestämme suurten IT-generalistien selkeimpiä vahvuuksia ovat mittavat resurssit ja laajat tarjoamat, joita vahvistetaan usein kustannustehokkailla offshore-tuotannoilla. Tyypillisesti näiden toimijoiden asiakas- ja teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja. Näin myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen.

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.



## Kilpailukentän dynamiikka



\*Keskisuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisiä tai kansainvälistyviä yhtiöitä, kuten Witted

Lähde: Inderes

# Kilpailukenttä 2/5

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

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia. Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovatkin syntyneet vakiintuneista IT-toimittajista yrittäjiksi lähteneiden osaajien perustamina. Pienempien toimijoiden suurimpana heikkoutena on mielestämme se, että ne usein jäävät arvoketjussa jumiin ja joutuvat palvelemaan loppuasiakkaita vain osana alihankintaverkostoa. Tästä johtuen pienet yhtiöt eivät välttämättä kykene tarjoamaan kunnianhimoisille osaajille riittävän mielenkiintoisia urapolkua, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista ja arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valitit ovatkin tyypillisesti kulttuurisidonnaisia.

## Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

Toimialan hyvistä kasvunäkymistä huolimatta kilpailua on paljon, sillä markkinassa on useita toimittajia ja alalle tulon kynnykset ovat aikaisemmin todetun mukaisesti matalat. Arviomme mukaan myös edellytykset pelkällä teknisellä taituruudella ja yksittäisillä pisteratkaisuilla erottautumiselle ovat kapeat. Pitkällä aikavälillä näemmekin, että kilpailuetuja on rakennettava laajempien ja strategisiin kumppanuuksiin tähtäävien osaamisten päälle. Tämä puolestaan edellyttää yhtiöiltä sitä, että toiminnasta löytyy jatkuvaa dynaamisuutta, joustavuutta ja uudistumiskykyä. Pitkällä aikavälillä menestyäkseen yhtiöiden onkin mielestämme kyettävä lukemaan sekä teknologioiden että asiakastarpeiden kehittymisiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia rakentamalla. Tätä taustaa vasten pidämme aidosti kestävien kilpailuetujen luomista rakenteellisesti vaikeana harjoituksena. Pitkän aikavälin arvonluonnille emme kuitenkaan näe tätä esteenä.



## Wittedin kilpailukyky

### Kilpailutekijät

- Ketterä, autonomiaa ja avoimuuteen nojaava sekä todistetusti vahvaan kasvuun taipuva toimintamalli
- Kyky luoda asiantuntijoille monipuolisia kilpailijoita houkuttelevampia työ- ja palkkausmalleja, mikä mahdollistaa osaaajasodassa pärjäämisen
- Profiloituminen digitaaliselta maturiteetilta kypsiin asiakkuuksiin
- Laaja alihankintaverkosto (oma asiantuntijayhteisö)

### Kilpailuhaitat

- Kapeampi tarjoama verrattuna generalisteihin, joilla mittavat offshore-resurssit ja laajat kyvykkyydet
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, ohjelmistokehityksessä matala alalle tulon kynnykset
- Ei merkittävää ylläpitoliiketoimintaa ylläpitämässä jatkuvuutta asiakkuuksissa
- Heikompi tunnettuus kansainvälisillä markkinoilla
- Ei tarjolla transformaation ja projektijohtamisen palveluita laajoja legacy-järjestelmiä modernisoiville asiakkaille

# Kilpailukenttä 3/5

## Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 32 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 2017-2021 on ollut keskimäärin noin 20 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Vahvoja orgaanisia kasvujia ovat olleet mm. Eficode, Witted, Sulava, Siili, Vincit, Futurice, Gofore, Reaktor, Netcompany sekä viime vuosina myös Digia. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tietoevry, CGI, Know-IT).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. 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 vuosina 2019-2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka yli 3 500 osaaajasta huolimatta pystyy kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja tekemään 27 % EBITDA-marginaalia.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 12 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2017-2021 (2016-2020 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 kuten Wittediin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumerosiin 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, Sofigate, Netum ja Reaktor sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, ruotsalainen Enea ja Yhdysvaltalaiset Globant, Endava sekä Epam.



## Kasvuajurit

### Pitkä aikaväli

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

### Lyhyt aikaväli

- Asiakashintojen nousu
- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Alihankinnan kasvattaminen
- Yritysostot, vaikka markkinan kuumuus osin potentiaalia rajoittaakin



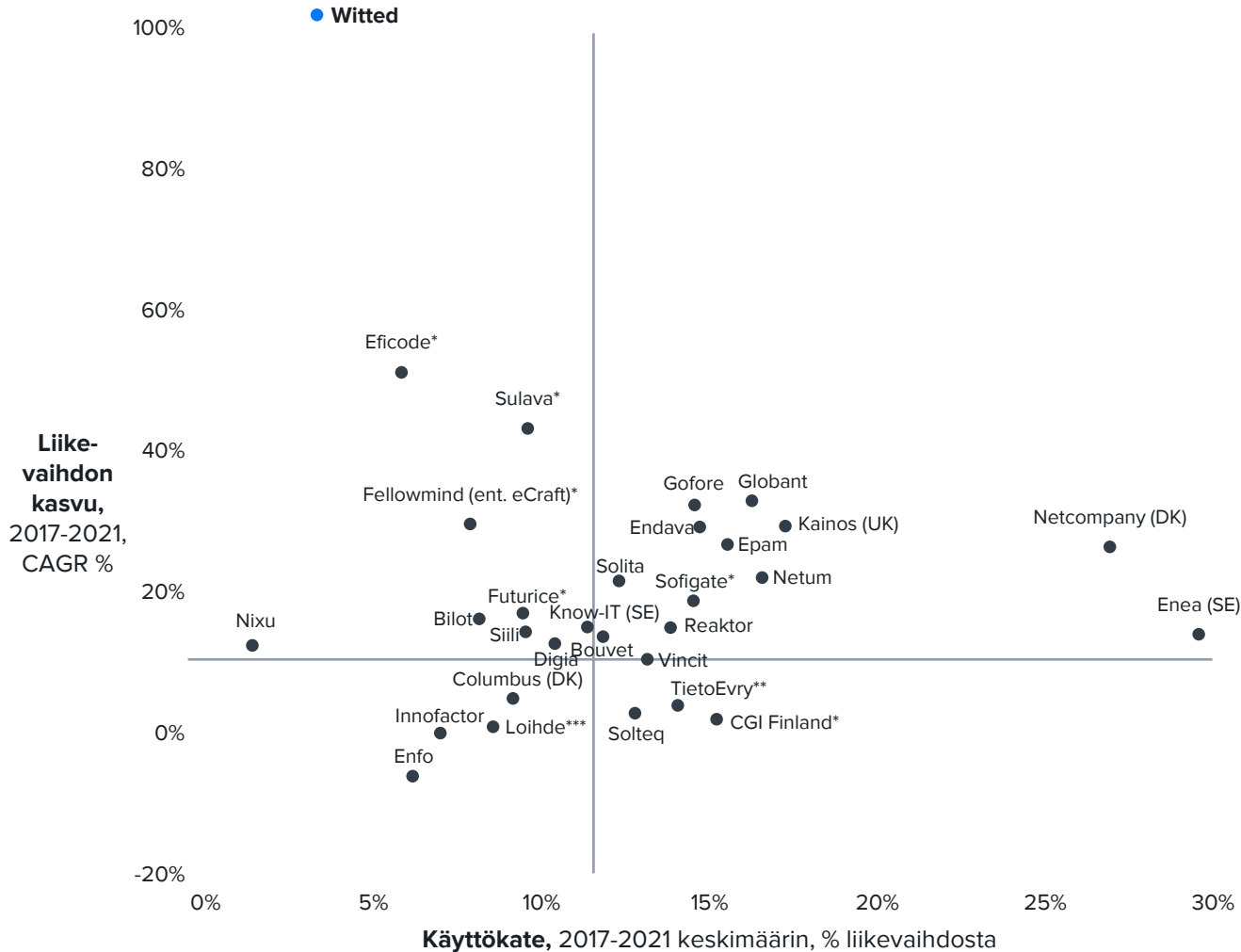
## Kannattavuusajurit

### Lyhyt aikaväli

- Laskutusasteet
- Tehokkuuden parantaminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Koronan myötä uudet toimintatavat ja sen myötä pysyvästi laskenut kiinteiden kulujen tehokkuus ja matkustuskulujen todennäköinen lasku

# Kilpailukenttä 4/5

## Kilpailijoiden taloudellinen kehitys



Lähde: Inderes, yhtiöt

\*vuodet 2016-2020

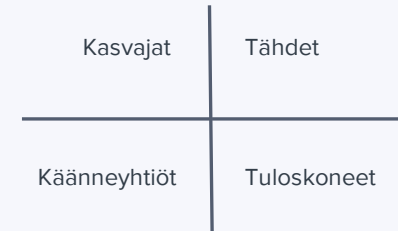
\*\*Sisältää Tiedon ja Evryn itsenäiset luvut ensin vuosilta 2017-2020

\*\*\*Vuodet 2018-2021

Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien



## Kilpailukentän profiili



### Tähdet

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

### Kasvajat

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

### Tuloskoneet

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

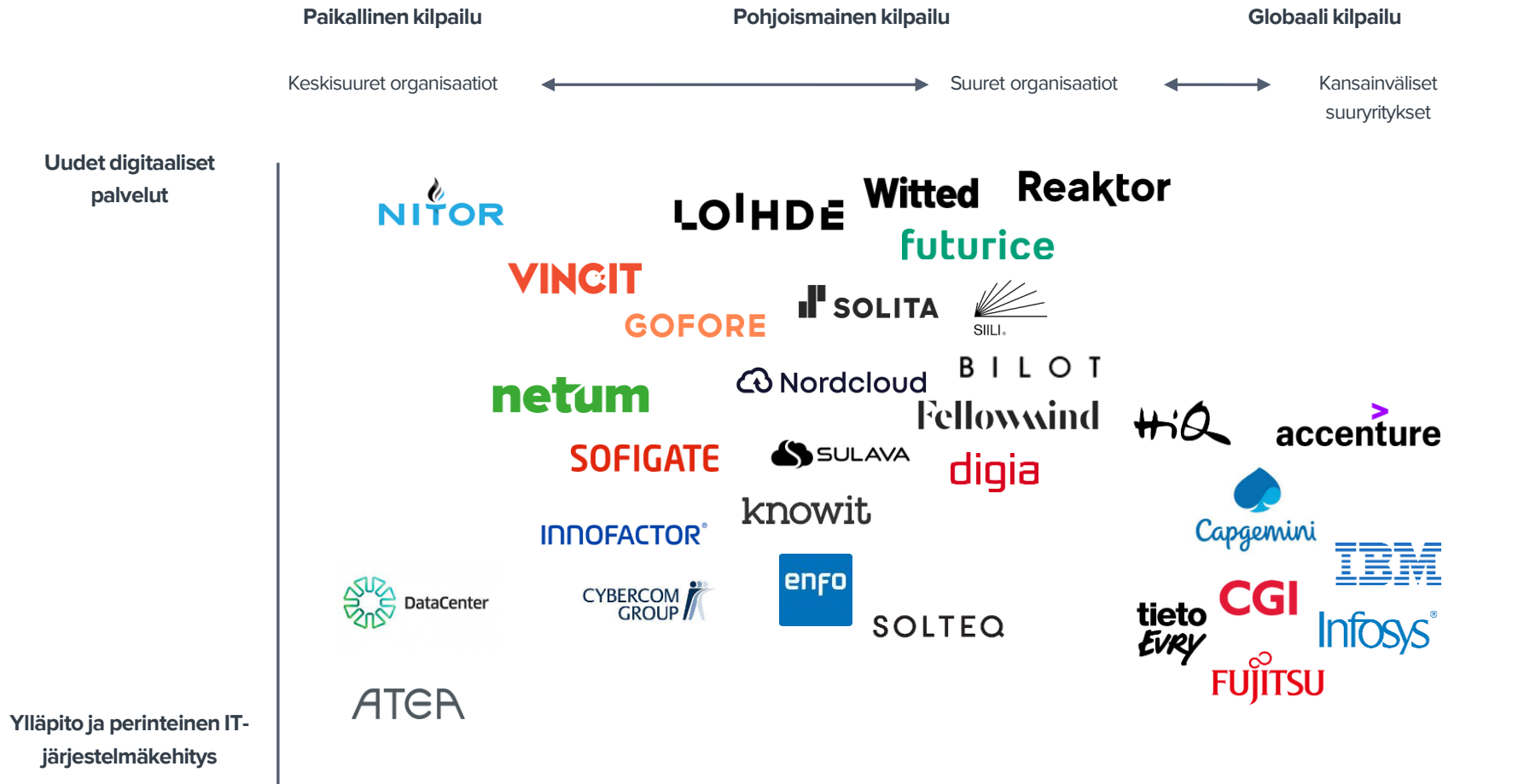
### Käänneyhtiöt

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



# Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



# Ennusteet 1/2

## Ennusteiden lähtökohdat

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

Wittedin taloudelliset tavoitteet toimivat pohjana ennusteillemme, vaikka olemmekin mallintaneet yhtiön tavoitteisiin nähden selvästi maltillisempaa liikevaihdon kehitystä. Näytöt erittäin voimakkaasta organisaation kasvusta tuovat uskottavuutta yhtiön tavoitteille ja olemme luottavaisia vahvan kasvun jatkumiselle myös lähivuosina. Wittedin kasvun pullonkaulana on nähdäksemme sen nopeus uusien osaajien houkuttelussa. Huomautamme, että kasvuvauhdin ennustamiseen on hyvin rajallinen näkyvyys, mikä nostaa kasvun ennusteriskejä.

Witted investoi keskipitkällä aikavälillä käytännössä kaiken liiketoiminnan tuottaman kassavirran takaisin kasvuun, mikä pitää yhtiön kannattavuuden matalalla tasolla. Yrityssostot ovat osa Wittedin strategiaa, joten yritysostojen liikearvopoistot oikaiseva EBITA-marginaali kuvaa nähdäksemme parhaiten yhtiön operatiivista kannattavuutta. Tuloslaskelmassa huomioimme EBITA:n jälkeen muodostuvissa rahoitustuotoissa Software Saunan ja Ara Digital Solutionsin tuloksista Wittedille kuuluvan osuuden. Arvioimme tämän vaikutuksen olevan konsernin kannalta varsin vähäinen, joten käytämme EBITA:a yhtiön pääasiallisena

kannattavuuden mittarina. Ennusteemme ei sisällä mahdollisia tulevia yritysostoja.

## Vuoden 2022 ennusteet

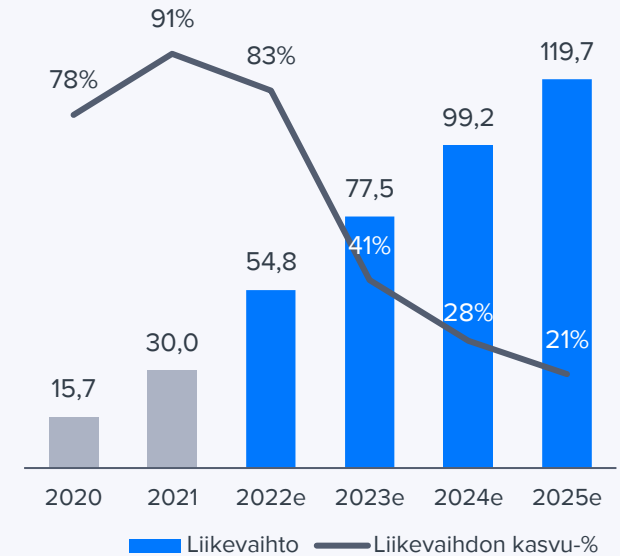
Witted arvioi vuoden 2022 liikevaihtonsa olevan 50-60 MEUR. Näkymissään yhtiö uskoo vahvan kasvun jatkuvan lähitulevaisuudessa, mikäli toimintaympäristö pysyy samankaltaisena kuin vuonna 2021 ja osaajakysyntä IT-palvelumarkkinalla pysyy vahvana. Ennustamme liikevaihdon kasvavan noin ohjeistushaarukan puoliväliin 83 % 54,8 MEUR:oon. Q1:n aikana kasvu oli jo vahvaa 104 %, joten ainakin alkuvuoden valossa kasvulle on edellytykset jatkua vahvana koko kuluvana vuonna. Näemme vahvan kasvun jatkumiselle hyvät edellytykset etenkin kansainvälisesti, mutta myös kotimaassa nykyisten konseptien laajentuessa nykyisissä ja uusissa kaupungeissa.

Witted arvioi vuoden 2022 EBITA-liikevoittonsa olevan 0,7-1,3 MEUR. Ennusteemme EBITA-liikevoitolle on haarukan puolivälissä 1,0 MEUR tai 1,8 % liikevaihdosta. Witted panostaa tuottamansa kassavirran lähes täysimääräisesti kasvuun, joten kannattavuus on lähinnä kiinni yhtiön kyvystä hallita kasvuinvestointiensä tasoa. Huomioimme rahoituskuluissa lisäksi kertaluonteiset noin 0,6 MEUR:n listautumiskulut, jotka oikaisemme tulosenusteessamme.

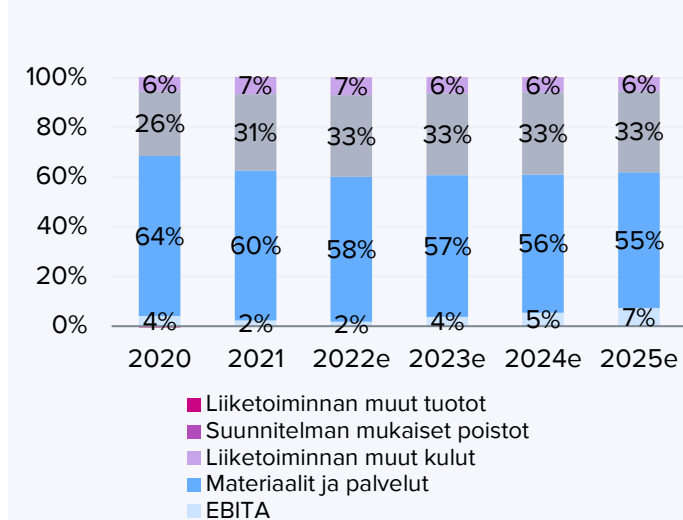
## Vuosien 2023-2025 ennusteet

Ennustamme Wittedin liikevaihdon kasvavan 41 ja 28 % vuodessa vuosina 2023 ja 2024. Odotamme suhteellisen kasvun hidastuvan tulevina vuosina selvästi yhtiön historiaan nähden, mutta pysyvän absoluuttisesti edelleen vahvalla tasolla. Vuonna 2025 ennustamme liikevaihdon kasvavan 21 % 119,7 MEUR:oon.

Liikevaihto (MEUR) ja liikevaihdon kasvu-%, 2020-2025e



Kustannusrakenne\*, 2020-2025e, % liikevaihdosta



\*Ei sisällä liikearvon poistoja.  
Lähde: Inderes

# Ennusteet 2/2

Wittedin tavoitteena on saavuttaa 150 MEUR:n liikevaihto organisesti vuonna 2025, mihin nähden kasvuennusteemme on selvästi konservatiivisempi. Tästä huolimatta kasvuennusteemme saavuttaminen nähdäksemme vaatii Wittediltä hyviä onnistumisia ulkomailla sekä kasvua niin nykyisillä ja vielä avaamattomilla markkinoilla.

Odotamme Wittedin EBITA-marginaalin pysyvän vuosina 2023-2024 matalalla 3,8-5,4 %:n tasolla. Kasvuvauhdin hidastuessa odotamme EBITA-marginaalin nousevan 7,4 %:iin vuoteen 2025 mennessä. Witted tavoittelee tuolloin 10 %:n EBITA-liikevoittoa, mutta kaipaamme tavoitteen tueksi yhtiöltä vielä lisää näyttöjä.

Uusien maiden liiketoimintojen ylös ajaminen heikentää arviomme mukaan Wittedin kannattavuutta kertaluonteisesti noin 250-500 TEUR, mikä painaa kannattavuutta erityisesti lähivuosina. Lisäksi uusien markkinoiden avaaminen on lähtökohtaisesti riskisempää verrattuna nykyisissä markkinoissa laajentumiseen, jonka olemme huomioineet kannattavuuden ennusteissamme. Emme odota Wittedin jakavan osinkoa nykyisellä vuoteen 2025 ulottuvalla strategiakaudella, vaan allokoivan pääomansa niin orgaaniseen kuin epäorgaaniseenkin kasvuun.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2026-2030 ennustamme Wittedin liikevaihdon kasvun olevan vuosittain 3-12 % ja laskevalla trendillä. Tämän jälkeen oletamme ikuisuuskasvun olevan 2 %. Pidämme selvänä, että suuremmissa kokoluokassa Wittedin kasvuvauhti tulee olemaan suhteellisesti matalampaa kuin nykyinen kasvu pienemmässä kokoluokassa. Kasvun on kuitenkin mahdollista jatkaa

ennusteitamme vahvempana, mikäli Wittedin kansainvälinen kasvu onnistuu erinomaisesti.

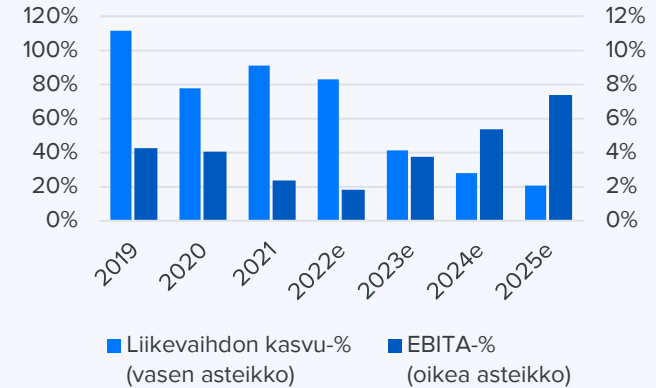
Pitkällä aikavälillä pidämme Wittedin tavoittelemaa 10 %:n EBITA-marginaalia karkeasti realistisena yhtiön liiketoimintamallilla. Nähdäksemme pieni varovaisuus tähän nähden on kuitenkin perusteltua kunnes kannattavuuden vahvistumisen trendistä aletaan saamaan kasvun hidastuessa näyttöjä. Kannattavuuden osalta ennustamme EBITA-marginaalin olevan 7,9 % vuonna 2026 ja nousevan tämän jälkeen asteittain 9,5 %:iin vuoteen 2030 mennessä. Tämä on myös kannattavuuden osalta ikuisuusoletuksemme.

## Verrokkeihin nähden historiallinen ja ennustamamme kasvuvauhti on poikkeuksellinen

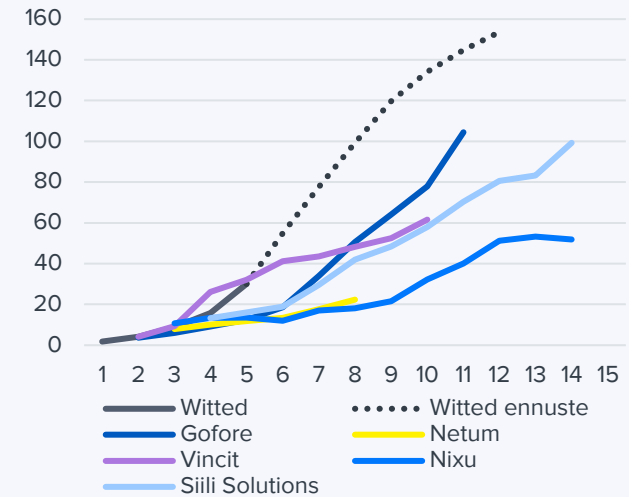
Wittedin vahvaa kasvua on mahdollistanut myös sen kilpailijoita selvästi pienempi kokoluokka. Kuvaajassa oikealla vertaamme Wittedin kasvunopeutta listaverrokkeihin, kun verrokkit olivat Wittedin kokoluokassa. Myös kokoluokalla oikaistuna Wittedin kasvu on toistaiseksi ollut poikkeuksellisen kovaa suhteessa kovimpiinkin kasvajiin, mikä viittaa yhtiön löytäneen verrokkeja vahvemman mallin kasvulle. Lisäksi Wittedin kokoluokan kasvun rajoitteet tulevat verrokkeja myöhemmin vastaan, mikäli kansainvälistyminen etenee odotuksiemme mukaisesti.

Kasvunopeuksia vertaillaessa on hyvä huomioida, että Wittedin kasvu on saavutettu käytännössä organisesti, kun verrokeilla on mukana yritysostoja. Esimerkiksi Vincitin kovasta kasvusta neljätentenä vuonna yli puolet tuli Javerdel-fuusion seurauksena. Toisaalta Witted ei ole ollut yhtä kannattava kuin verrokkit keskimäärin pienemmässä kokoluokassa.

Liikevaihdon kasvu-% ja EBITA-%, 2019-2025e



Verrokkien liikevaihdon kehitys Wittedin kokoluokassa, vuosivertailu\*, MEUR



\*Verrokkien vuosittaiset liikevaihdot on ajastettu kuvaajaan Wittedin rinnalle niiden ollessa suurin piirtein samassa kokoluokassa. Verrokkien luvut ovat vuoteen 2021 asti ja sisältävät yrityskaupat, mm. Vincitin Javerdel-fuusion (vuosi 4).  
Lähde: Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>15,7</b>	<b>30,0</b>	<b>12,3</b>	<b>13,5</b>	<b>13,5</b>	<b>15,4</b>	<b>54,8</b>	<b>77,5</b>	<b>99,2</b>	<b>120</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>5,4</b>	<b>8,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Liikevoitto ilman kertaerää</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>5,3</b>	<b>8,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>5,3</b>	<b>8,8</b>
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,1	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>2,7</b>	<b>5,1</b>	<b>8,6</b>
Verot	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,6	-1,1	-1,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,2</b>	<b>4,0</b>	<b>6,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,18</b>	<b>0,33</b>	<b>0,54</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>0,17</b>	<b>0,32</b>	<b>0,54</b>

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	77,7 %	91,1 %					83,1 %	41,4 %	28,0 %	20,7 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	69 %	8 %					46 %	191 %	83 %	66 %
<b>Käyttökate-%</b>	4,1 %	2,4 %	3,3 %	1,2 %	1,1 %	2,1 %	1,9 %	3,8 %	5,4 %	7,4 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	4,1 %	2,3 %	3,2 %	1,2 %	1,0 %	2,0 %	1,8 %	3,8 %	5,4 %	7,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	3,1 %	1,8 %	3,0 %	-2,7 %	0,7 %	1,5 %	0,6 %	2,8 %	4,1 %	5,7 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/5

## Wittedin arvostus nojaa vahvaan kasvuun ja kypsemmän kasvuvaiheen kannattavuuteen

Witted on nykyisessä kehitysvaiheessaan varsin puhdasverinen kasvuyhtiö. Kasvupanokset näkyvät etupainotteisina kustannuksina, jotka syövät yhtiön kannattavuutta. Odotamme kannattavuuden vahvistuvan vasta, kun kasvuvauhti alkaa hidastumaan ja kasvupanosten osuus liikevaihdosta laskemaan. Tästä johtuen Wittedin arvostusajurit poikkeavat IT-palvelusektorin tyypillisestä, hyvän kannattavuuden ja matalamman kasvun yhtiöstä.

Wittedin lyhyen tähtäimen arvostus nojaa nähdäksemme sen kasvuvauhtiin ja kannattavuuden pidemmän tähtäimen potentiaaliin, johon liittyy vielä epävarmuutta. Pidemmällä tähtäimellä arvostukseen saadaan tukea vahvistuvasta kannattavuudesta, joka vähentää samalla tulospotentiaalin epävarmuutta. Arvonmääritys on kuitenkin hyvin herkkä kasvun ja kannattavuuden ennusteille, mikä kasvattaa arvonmääritykseen liittyvää epävarmuutta.

## Verrokkiryhmä antaa hyvät suuntaviivat hyväksyttävälle arvostukselle

Pelkästään Helsingin pörssiin listattujen IT-palveluyhtiöiden lukumäärä on runsas, joten Wittedille voidaan kerätä hyvä vertailuryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Lisäksi Wittedillä on jo näyttöjä alustavasti kansainvälisestä laajentumisesta, minkä vuoksi olemme ottaneet vertailuryhmään mukaan myös kansainvälisiä konsulttiyhtiöitä. On kuitenkin hyvä muistaa, että yhtiöiden kokoluokat, kasvu- ja kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet ja

riskitasot eivät ole keskenään yhteismitallisia.

Ennusteillamme ja 5,58 euron listautumishinnalla Wittedin vuosien 2022-2023 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 1,2x ja 0,9x. Mielestämme kertoimet näyttävät absoluuttisesti hyvin maltillisilta Wittedin vahvaan kasvuhistoriaan sekä yhtiölle ennustamaamme kasvun ja kypsän kehitysvaiheen kannattavuuden potentiaaliin nähden.

Olemme viereisissä laskelmissa haarukoineet Wittedin osakekannan arvoa verrokkien kertoimien pohjalta. Pelkästään suomalaisiin IT-palveluyhtiöihin (2022e-2023e EV/Liikevaihto 1,0x-0,9x) nähden yhtiön kertoimet ovat noin 22 %:n preemiolla vuonna 2022, mutta ennustamamme kovan kasvun ansiosta 2 % alennuksella jo vuonna 2023. Matalammasta kannattavuudesta huolimatta Wittedin kasvuvauhti ylittää hyvin leveällä marginaalilla suomalaisten verrokkien mediaanitasoa, joten näemme selvät perusteet lyhyen tähtäimen preemiohinnoitteluun. Liikevaihtokertoimella tarkasteltuna suomalaisten verrokkien mediaanitaso antaa mielestämme kuitenkin arvostukselle selkeän lattian.

Yksittäisistä verrokeista Gofore on nähdäksemme sektorin laadukkaimpia yhtiöitä, jota hinnoitellaan perustellusti verrokkejaan korkeammalle. Wittedin kasvunäkymä on selvästi Goforea vahvempi. Verrattain lyhyt toimintahistoria, pienempi kokoluokka ja heikompi kannattavuus puoltavat kuitenkin selvää alennusta Goforeen nähden. Goforen kertoimet 20 %:n alennuksella (2022e-2023e EV/Liikevaihto 1,9x-1,7x) antavat Wittedin arvostukselle vastaavasti nähdäksemme selkeän katon.

## Wittedin arvostuskertoimet listautumishinnalla

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,58	5,58	5,58
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo (pre-money)	70	70	70
Yritysarvo (EV)	68	67	63
EV/Liikevaihto	1,2	0,9	0,6
EV/EBITDA	65,4	22,6	11,7
EV/EBIT (oik.)	68,0	22,8	11,8

Lähde: Inderes

## Liikevaihtopohjainen arvonmääritys

Suomalaiset verrokkit mediaani	2022e	2023e
Liikevaihto	55	78
x EV/S	1,0x	0,9x
Yritysarvo (EV)	56	68
+Nettokassa	1,9	3,4
Markkina-arvo	58	71
Markkina-arvo per osake	4,62	5,68

Verrokkiryhmän mediaani	2022e	2023e
Liikevaihto	55	78
x EV/S	1,5x	1,4x
Yritysarvo (EV)	83	107
+Nettokassa	1,9	3,4
Markkina-arvo	84	110
Markkina-arvo per osake	6,73	8,79

Goforen kertoimet (-20 %)	2022e	2023e
Liikevaihto	55	78
x EV/S	1,9x	1,7x
Yritysarvo (EV)	106	132
+ Nettokassa	1,9	3,4
Markkina-arvo	108	135
Markkina-arvo per osake	8,61	10,80

Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Gofore Oyj*	23,70	364	339	16,8	14,7	15,5	13,1	2,4	2,1	22,0	19,8	1,5	1,7	4,8
Bilot Oyj*	4,98	28	22	14,3	8,5	13,0	8,0	0,7	0,6	19,5	12,9	2,0	2,6	1,5
Digia Oyj*	6,95	186	192	10,6	9,3	8,7	7,7	1,2	1,0	12,6	11,7	2,9	3,3	2,5
Loihde Oyj*	15,45	93	55	12,5	9,5	5,3	7,0	0,5	0,4	21,6	19,0	1,3	1,6	0,9
Innofactor Plc*	1,20	44	45	8,4	7,0	5,7	4,7	0,7	0,6	11,3	9,5	5,0	5,8	1,7
Nixu Oyj*	6,40	48	52	141,3	20,0	27,8	13,0	0,9	0,8		26,2			3,8
Siili Solutions Oyj*	14,25	100	114	10,4	9,2	8,3	7,5	1,1	0,9	12,8	11,6	2,8	3,5	3,3
Solteq Oyj*	3,13	61	78	10,2	7,4	5,9	4,8	1,0	0,9	13,0	9,0	4,8	5,8	2,0
TietoEVERY Corp*	23,58	2792	3274	8,4	7,6	7,0	6,3	1,1	1,1	9,7	8,8	5,9	6,4	1,5
Vincit Oyj*	5,69	70	59	7,3	5,9	6,8	5,5	0,8	0,7	11,1	9,3	3,9	4,2	2,4
Netum Group Oyj*	4,20	48	48	11,5	10,2	11,0	9,8	1,7	1,5	14,9	13,6	2,9	3,1	3,7
Knowit AB (publ)	290,40	791	785	17,7	14,9	11,0	9,8	1,4	1,3	20,5	17,6	2,5	2,6	2,0
Enea AB	119,60	390	444	15,7	12,7	10,3	9,0	4,2	3,9	18,1	15,1			2,0
Bouvet ASA	67,00	728	684	18,0	15,7	15,1	13,4	2,2	1,9	24,3	21,2	3,6	4,2	14,0
Netcompany Group A/S	385,20	2721	2989	21,9	18,3	18,3	15,8	4,0	3,5	25,3	20,7	0,9	1,2	5,5
Epam Systems Inc	271,83	14235	12927	21,7	14,4	19,8	13,1	3,0	2,4	32,7	21,1			5,5
Endava PLC	106,50	5662	5594	37,3	30,4	29,9	24,0	7,4	5,9	47,0	38,3			11,5
Kainos Group PLC	1175,00	1779	1664	24,4	22,1	22,9	20,8	4,7	4,3	30,3	28,1	1,9	2,1	
Globant SA	212,62	8199	7905	30,5	24,3	23,7	19,0	4,8	3,8	42,2	33,5			5,4
CGI Inc	103,80	16334	18268	12,0	11,5	9,6	9,3	2,0	1,9	16,9	15,7			3,0
<b>Witted Megacorp (Inderes)</b>	<b>5,58</b>	<b>70</b>	<b>68</b>	<b>68,0</b>	<b>22,8</b>	<b>65,4</b>	<b>22,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>183,9</b>	<b>31,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>25,4</b>
<b>Keskiarvo (kaikki)</b>				<b>22,5</b>	<b>13,7</b>	<b>13,8</b>	<b>11,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>21,4</b>	<b>18,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>
<b>Mediaani (kaikki)</b>		<b>377</b>	<b>391</b>	<b>15,0</b>	<b>12,1</b>	<b>11,0</b>	<b>9,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>19,5</b>	<b>16,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>
<i>Erotus-% vrt. Mediaani (kaikki)</i>		-81%	-83%	353%	89%	495%	137%	-18%	-38%	843%	91%	-100%	-100%	753%
<b>Mediaani (suomalaiset)</b>		<b>70</b>	<b>59</b>	<b>10,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,3</b>	<b>7,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>12,9</b>	<b>11,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>
<i>Erotus-% vrt. Mediaani (suomalaiset)</i>		1%	16%	540%	147%	687%	203%	22%	-2%	1327%	171%	-100%	-100%	941%
<b>Mediaani (kansainväliset vahvat kasvajat)</b>		<b>2721</b>	<b>2989</b>	<b>21,9</b>	<b>18,3</b>	<b>19,8</b>	<b>15,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>30,3</b>	<b>21,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>5,5</b>
<i>Erotus-% vrt. Mediaani (kansainväliset vahvat kasvajat)</i>		-97%	-98%	210%	25%	231%	43%	-70%	-77%	506%	50%	-100%	-100%	361%

Lähde: Thomson Reuters, Inderes, \*Oikaistu Inderes ennuste. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Arvonmääritys 2/5

Koko vertailuryhmä (2022e-2023e EV/Liikevaihto 1,5x-1,4x) asettuu kotimaisten verrokkien ja Goforen kertoimien välimaastoon. Wittedin arvostus on liikevaihtopohjaisesti noin 20-40 % alle koko verrokkiryhmän. Wittedin verrokkeja huomattavasti vahvempi kasvuprofiili puoltaisi jopa preemiota. Toisaalta verrokkeja pienempi kokoluokka, lyhyempi toimintahistoria ja pitkän aikavälin kannattavuustasoon liittyvä epävarmuus saavat meidät kokonaisuutena kallistumaan neutraaliin hinnoitteluun tai pieneen alennukseen. Tämä vastaisi Wittedille noin 85-100 MEUR:n tai noin 6,8-8,0 euron osakekohtaista käypää arvoa ennen listautumisaintia. Tämä vastaa yhtiölle noin 1,5-1,8x hyväksyttävää EV/Liikevaihto -haarukkaa vuodelle 2022e.

## Tuloskerroimet eivät kerro vielä täyttä totuutta

Ennusteillamme Wittedin tulostaso jää lähivuosina kasvupanostuksista johtuen matalaksi, joten lähivuosien tuloskerroimista ei saada tukipisteitä yhtiön arvostukselle. Vuosien 2022 ja 2023 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovatkin korkeat 68x ja 23x. Vuoteen 2025 katsottuna, jolloin ennustamme Wittedin EBITA-liikevoiton nousevan kohtuulliselle yli 7 %:n tasolle, painuu oikaistu EV/EBIT-kerroin 7x tasolle. Tällöin arvostus näyttää jo maltilliselta, mutta vaatii luonnollisesti taakseen ennustamamme vahvaa kasvua ja kannattavuuden vahvistumista.

Wittedin käypää arvoa voidaan myös haarukoida olettamalla yhtiön yltävän jo lähivuosina tavoittelemaansa 10 %:n EBITA-liikevoittoon. Taso on myös sektorin yhtiöille tyypillinen ja tarjoaa mielestämme siten luontaisen kiintopisteen myös

Wittedin tulospotentiaalille. Laskelma on kuvattu taulukossa oikealla. Menetelmä on arvonmäärityksen kannalta selvästi karkeampi, mutta kuvaa mielestämme hyvin yhtiön arvostusta liiketoiminnan tulospotentiaaliin näkökulmasta.

Tätä kannattavuutta soveltamalla vuosien 2022 ja 2023 liikevaihtoennusteisiin olisivat Wittedin oikaistut EV/EBITA-kertoimet 12x ja 9x. Nämä kertoimet ovat jo kohtuullisella tasolla ja kertovat yhtiön arvostuksen olevan jo lyhyen tähtäimen kasvuodotusten valossa järkevällä tasolla. Wittedin arvostus olisi listautumishinnalla kannattavuuteen nojaavien kertoimien valossa merkittävästi kireämpi, mikäli yhtiön kannattavuus jäisi pitkällä tähtäimellä selvästi 10 %:n tasosta. Pitkän aikavälin kannattavuuden taso onkin arvonmäärityksen olennainen epävarmuustekijä. Ennusteissamme on lievästi laskelmaamme varovaisempi odotus 9,5 %:n liikevoittomarginaalista pitkällä tähtäimellä.

## DCF-kassavirtalaskelma

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on varsin herkkä terminaalijakson muuttujille. DCF-mallimme mukainen osakekannan arvo on noin 106 MEUR tai 8,4 € per osake ennen listautumisaintia. Menetelmä kuvaa mielestämme hyvin yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin potentiaalia ja antaa toisen ylärajan nykyhetkessä hyväksyttävälle arvostukselle. Kassavirtamallimme ei huomioi Wittedin osuutta osakkuusyhtiöidensä tuotoista, mutta tämän vaikutus on arviomme mukaan kokonaisuuden kannalta vähäinen.

## Tulos pohjainen arvonmääritys oletetulla 10 %:n EBITA\*-potentiaalilla

Suomalaiset verrokkit mediaani	2022e	2023e
Liikevoitto	5,5	7,8
x EV/EBIT	10,6x	9,2x
<b>Yritysarvo (EV)</b>	<b>58</b>	<b>72</b>
+Nettokassa 2022e	1,9	1,9
Markkina-arvo	60	74
<b>Markkina-arvo per osake</b>	<b>4,80</b>	<b>5,86</b>

Verrokkiryhmän mediaani	2022e	2023e
Liikevoitto	5,5	7,8
x EV/EBIT	15,0x	12,1x
<b>Yritysarvo (EV)</b>	<b>82</b>	<b>94</b>
+Nettokassa 2022e	1,9	1,9
Markkina-arvo	84	95
<b>Markkina-arvo per osake</b>	<b>6,71</b>	<b>7,61</b>

Goforen kertoimet	2022e	2023e
Liikevoitto	5,5	7,8
x EV/EBIT	16,8x	14,7x
<b>Yritysarvo (EV)</b>	<b>92</b>	<b>114</b>
+Nettokassa 2022e	1,9	1,9
Markkina-arvo	94	116
<b>Markkina-arvo per osake</b>	<b>7,50</b>	<b>9,26</b>

\*Laskelmassa käyttämämme verrokkien EV/EBITA-kertoimet nojaavat pääasiassa oikaistuun FAS-liikevoittoon tai IFRS-liikevoittoon, jossa liikearvoipoistoja ei ole pääsääntöisesti mukana. Lähde: Inderes

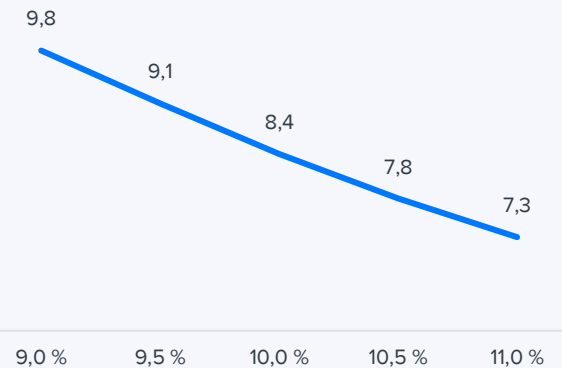
# Arvonmääritys 3/5

Kassavirtamalli sisältää epävarmuutta Wittedin pitkän aikavälin kasvun ja kannattavuuden osalta. Siihen nojaaminen arvonmäärityksessä vaatiikin nähdäksemme pitkäjänteisempää aikahorisonttia.

Ennustemallissamme Wittedin liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2 %:iin ja liikearvon poistoista oikaistu liikevoittomarginaali 9,5 %:iin. Mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirroista on 61 %, mikä kertoo merkittävän osan Wittedin arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista. Todennetusti toimivalla liiketoimintamallilla operoivalle kasvuyhtiölle tämä on kuitenkin hyvin perusteltavissa oleva taso.

Käyttämämme pääomankustannus on (WACC) on 10,0 % ja oman pääoman kustannus 10,7 %. Olemme korottaneet pääoman kustannusta hieman johtuen etenkin yhtiön kannattavuuspotentiaaliin liittyvistä koholla olevista ennusteriskeistä. Näemme tasossa laskuvaraa yhtiön kansainvälistymisen edetessä, kokoluokan kasvaessa ja tulevan kannattavuuspotentiaalin epävarmuuden vähentyessä. Olemme havainnollistaneet DCF -laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa viereisessä kuvaajassa.

**DCF-arvonmäärityksen herkkyys eri tuottovaatimuksilla, euroa per osake**



Lähde: Inderes



# Arvonmääritys 4/5

## Listautumishinnalla osakkeen tuotto-odotus on hyvin houkutteleva

Wittedin osakkeen lähivuosien tuotto-odotuksessa kasvu on nähdäksemme ylivoimaisesti tärkein tuottoajuri. Kasvun asteittain rauhoittuessa vuoteen 2025 mennessä, pitäisi myös Wittedin kannattavuuden parantua selvästi nykyiseltä matalalta tasolta. Ennusteellamme tämä tarkoittaisi keskimäärin noin 90 %:n vuosittaista tuloskasvua 2022-2025, missä on tärkeää huomioida kasvun tulevan absoluuttisesti hyvin pienestä tulostasosta.

Osinko ei näyttele lähivuosina roolia Wittedin tuottoprofiilissa, vaan kaikki yhtiön pääomat allokoidaan lähtökohtaisesti orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvuun. Siten emme odota yhtiön maksavan nykyisellä strategiakaudella osinkoja.

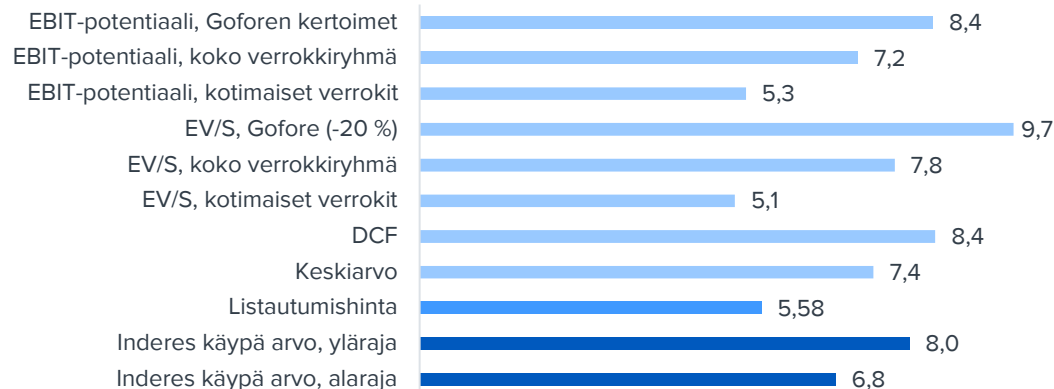
Wittedin liikevaihdon kasvun hidastuessa kasvu tarjoaa liikevaihtokertoimille heikentävää tukea. Vastaavasti kannattavuuden vahvistuessa tuloskertoimet laskevat merkittävästi vuoteen 2025

mennessä, jolloin yhtiön kannattavuus ei kuitenkaan ole vielä täysin optimoitu. Tämä antaa myös liikevaihtokertoimille tukea. Mielestämme liikevaihtokertoimien on kuitenkin perusteltua odottaa laskevan lievästi vuoteen 2025 mennessä.

Vahvan kasvun ja lievän hyväksyttävien liikevaihtokertoimien laskun myötä osakkeen kokonaistuotto-odotus on arviomme mukaan listautumishinnalla merkittävästi tuottovaatimusta korkeampi. Tuotto-odotuksen mukana sijoittaja kuitenkin kantaa yhtiön kasvuvauhtiin ja tulevaan kannattavuuteen liittyvää koholla olevaa riskiä.

Kokonaisuutena arvonmääritysmenetteliemme keskiarvo asettuu 7,4 euroon osakkeelta. Arvioimme Wittedin käyvän arvon noin 85-100 MEUR:n tai 6,8-8,0 euron osakekohtaiseen haarukkaan ennen listautumisantia. Käyvän arvon haarukkaamme nähden listautumisannin arvostus yleisöannissa (noin 70 MEUR tai 5,58 € per osake) on nähdäksemme hyvin houkutteleva.

## Arvonmäärityksen yhteenveto, markkina-arvo ennen listautumista, € per osake

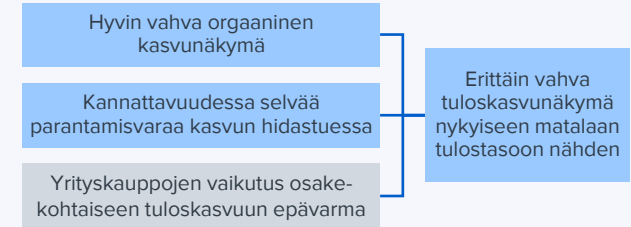


Lähde: Inderes

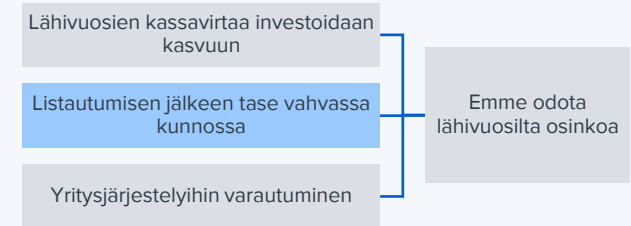
## Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

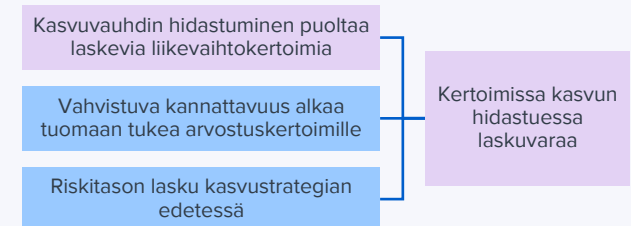
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen vuosittainen kokonaistuotto-odotus on arviomme mukaan huomattavasti tuottovaatimusta korkeampi 5,58 euron osakekohtaisella listautumishinnalla

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 5/5

**Kasvulle on piirrettävissä useita mahdollisia skenaarioita, joita vastaavissa tuotto-odotuksissa on erittäin suuria eroja**

## Perusskenaariossa kasvu on hyvin vahvaa, mutta tavoitteita varovaisempaa

- Ennusteitamme vastaavassa skenaariossa Wittedin liikevaihto kasvaa keskimäärin 41 %:n vuosivauhtia (CAGR) vuosina 2021-2025. EBITA-marginaali kohoaa 7,4 % vuonna 2025, mikä on yhtiön oman tavoitehaarukan keskivälillä.
- Skenaariion vuotuinen tuotto-odotus\* on listautumishinnalla noin 23 %. Tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan hyvin houkutteleva kasvun realisoitumiseen liittyviin riskeihin nähden.

## Optimistisessa skenaariossa kasvu on tavoitteiden mukaisesti erittäin vahvaa

- Skenaariossa Wittedin liikevaihto kasvaa yhtiön tavoitteiden mukaisesti keskimäärin 50 %:n vuosivauhtia (CAGR) vuosina 2021-2025 ja yhtiö saavuttaa tavoittelemansa 10 %:n EBITA-marginaalin vuonna 2025.
- Skenaariion vuotuinen tuotto-odotus\* on listautumishinnalla noin 41 %, mikä havainnollistaa Wittedin arvonluontipotentiaalia strategian edetessä suunnitelmien mukaisesti.
- Mielestämme Wittedin kasvunäytöt osoittavat, että optimistinen skenaario on vahvalla strategian toteuttamisella saavutettavissa. Tämän hinnoittelu täysimääräisesti osakkeeseen tässä vaiheessa ei kuitenkaan ole perusteltua.

## Pessimistinen skenaario kuvastaa osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia

- Skenaariossa Wittedin liikevaihto kasvaa keskimäärin 24 %:n vuosivauhtia (CAGR) vuosina 2021-2025 ja EBITA-marginaali jää kauden lopussa 5,2 %:iin. Tässäkin skenaariossa kasvu on sektoriin nähden hyvällä tasolla, mutta jää dramaattisesti yhtiön tavoitteista.
- Skenaariion vuotuinen tuotto-odotus\* on listautumishinnalla noin -6 %, mikä kertoo arvostukseen ladatuista kasvuodotuksista. Ilman voimakasta kasvua osakkeen tuotto jää tulevana vuosina nähdäksemme negatiiviseksi.

## Arvostuksen skenaarioanalyysi\*

Vuonna 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
<b>Liikevaihdon kasvu-% 21-25 (CAGR)</b>	24 %	41 %	50 %
<b>Liikevoitto-%</b>	5,2 %	7,4 %	10,0 %
<b>Liikevaihto, MEUR</b>	71,8	119,7	150,0
<b>Liikevoitto (EBITA), MEUR</b>	3,7	8,8	15,0
<b>x kerroin liikevaihto</b>	0,9	1,3	1,5
<b>x kerroin liikevoitto (EBITA)</b>	10	13	15
<b>= EV (EV/liikevaihto)</b>	65	156	225
<b>= EV (EV/EBITA)</b>	37	115	225
<b>Keskiarvo (EV)</b>	51	135	225
<b>+Nettokassa 2025</b>	6	13	22
<b>=Markkina-arvo</b>	57	148	247
<b>Osakekurssi 2025</b>	4,53	11,82	19,69
<b>Listautumishinta yleisöannissa</b>	5,58	5,58	5,58
<b>Tuotto*</b>	-19 %	112 %	253 %
<b>Vuotuinen tuotto-odotus*</b>	-6 %	23 %	41 %

\*Skenaarioiden tuotto-odotukset on laskettu ennen listautumisasiantia ("Pre-money"). Listautumisasiantin toteutuessa yhtiö on vahvemmin pääomitettu, mikä liudentaa jonkin verran skenaarioiden tuotto-odotuksia listautumisen jälkeisellä taserakenteella laskettuna ("Post-money").

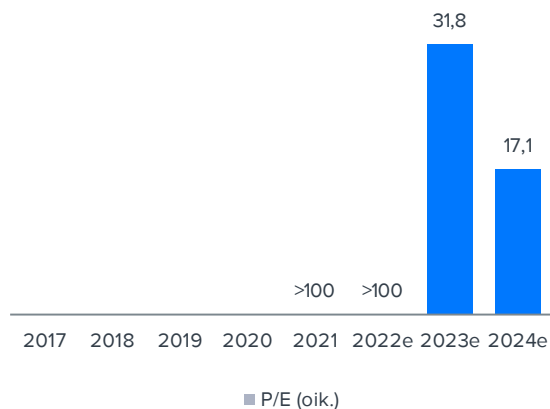
Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

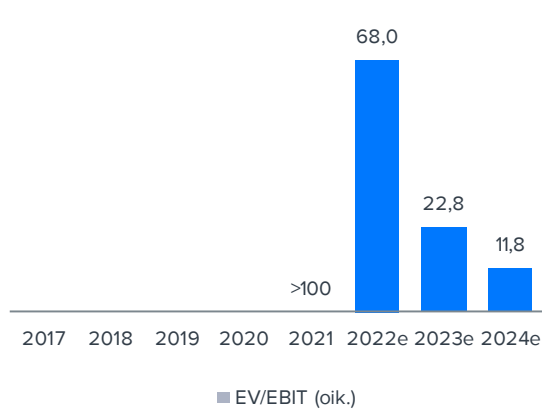
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi					5,58	5,58	5,58	5,58	5,58
Osakemäärä, milj. kpl					12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo					70	70	70	70	70
Yritysarvo (EV)					69	68	67	63	57
P/E (oik.)					>100	>100	31,8	17,1	10,3
P/E					>100	>100	32,5	17,4	10,3
P/Kassavirta					>100	78,9	42,3	19,3	11,3
P/B					28,9	25,4	14,3	7,8	4,5
P/S					2,3	1,3	0,9	0,7	0,6
EV/Liikevaihto					2,3	1,2	0,9	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)					95,0	65,4	22,6	11,7	6,4
EV/EBIT (oik.)					>100	68,0	22,8	11,8	6,5
Osinko/tulos (%)					0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%					0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

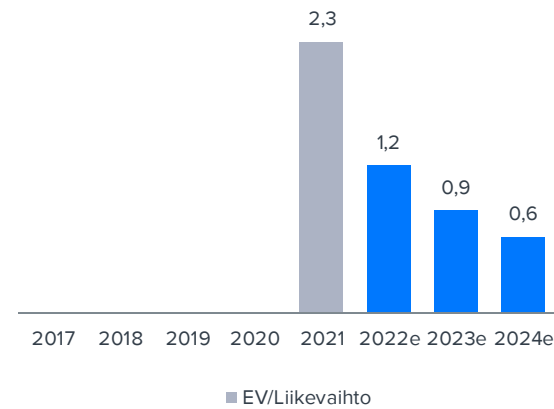
### P/E (oik.)



### EV/EBIT



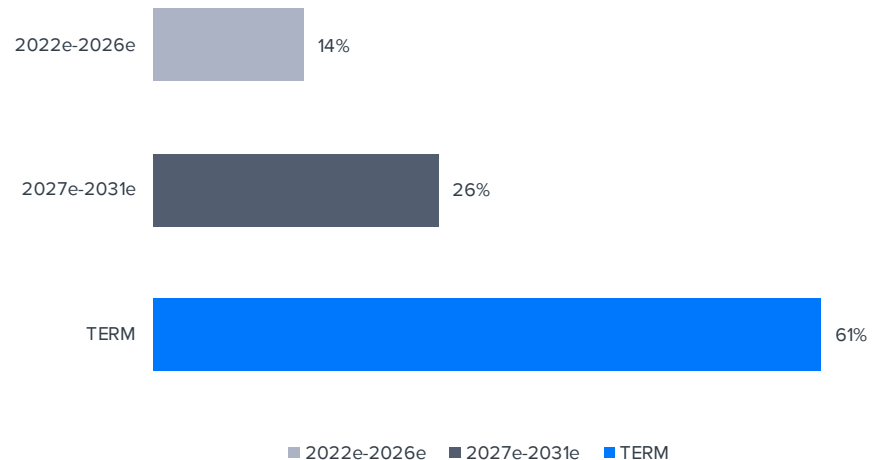
### EV/Liikevaihto



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>5,3</b>	<b>8,8</b>	<b>10,6</b>	<b>12,6</b>	<b>14,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,6</b>	<b>15,9</b>	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Maksetut verot	-0,1	-0,1	-0,6	-1,1	-1,8	-2,2	-2,6	-2,9	-3,1	-3,2	-3,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,2	0,0	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>7,6</b>	<b>9,1</b>	<b>10,9</b>	<b>11,7</b>	<b>12,4</b>	<b>12,5</b>	
+ 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	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>3,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>	<b>10,8</b>	<b>11,7</b>	<b>12,3</b>	<b>12,4</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,1	0,9	1,7	3,6	6,2	7,5	9,0	10,8	11,7	12,3	12,4	159
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>63,1</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		104	103	102	99,2	94,9	90,1	84,8	79,1	73,4	68,1	63,1
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>104</b>										
- Korolliset velat		-0,3										
+ Rahavarat		1,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>106</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,4</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,6	0,6	0,5	0,4
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut sijoitukset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>3,6</b>	<b>7,8</b>	<b>11,8</b>	<b>17,3</b>	<b>24,6</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,6	0,6	0,7	0,8
Myyntisaamiset	2,8	5,5	9,3	13,2	16,9
Likvidit varat	0,5	1,7	1,9	3,4	6,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>4,0</b>	<b>8,7</b>	<b>12,6</b>	<b>18,1</b>	<b>25,3</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>1,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,9</b>	<b>8,9</b>
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	0,9	1,3	1,6	3,8	7,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Vähemmistöosuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2,8</b>	<b>6,0</b>	<b>9,9</b>	<b>13,2</b>	<b>16,4</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,8	6,0	9,9	13,2	16,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>4,0</b>	<b>8,7</b>	<b>12,6</b>	<b>18,1</b>	<b>25,3</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	8,8	15,7	30,0	<b>54,8</b>	<b>77,5</b>	EPS (raportoitu)	0,34	0,49	0,04	<b>0,03</b>	<b>0,17</b>
Käyttökate	0,4	0,6	0,7	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	EPS (oikaistu)	0,34	0,49	0,04	<b>0,03</b>	<b>0,18</b>
Liikevoitto	0,4	0,6	0,7	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	Operat. kassavirta / osake	0,29	0,51	0,06	<b>0,07</b>	<b>0,14</b>
Voitto ennen veroja	0,5	0,7	0,7	<b>0,4</b>	<b>2,7</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,28	0,49	0,01	<b>0,07</b>	<b>0,13</b>
Nettovoitto	0,3	0,5	0,6	<b>0,3</b>	<b>2,2</b>	Omapääoma / osake	0,68	1,13	0,19	<b>0,22</b>	<b>0,39</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	2,0	4,0	8,7	<b>12,6</b>	<b>18,1</b>	Liikevaihdon kasvu-%	112 %	78 %	91 %	<b>83 %</b>	<b>41 %</b>
Oma pääoma	0,7	1,2	2,4	<b>2,8</b>	<b>4,9</b>	Käyttökateen kasvu-%	878 %	69 %	13 %	<b>44 %</b>	<b>182 %</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	878 %	69 %	8 %	<b>46 %</b>	<b>191 %</b>
Nettovelat	-0,2	-0,5	-1,4	<b>-1,9</b>	<b>-3,4</b>	EPS oik. kasvu-%	438 %	43 %	-91 %	<b>-31 %</b>	<b>478 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	4,3 %	4,1 %	2,4 %	<b>1,9 %</b>	<b>3,8 %</b>
Käyttökate	0,4	0,6	0,7	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	4,3 %	4,1 %	2,3 %	<b>1,8 %</b>	<b>3,8 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	-0,1	0,2	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	Liikevoitto-%	4,3 %	4,1 %	2,3 %	<b>1,7 %</b>	<b>3,7 %</b>
Operatiivinen kassavirta	0,3	0,5	0,8	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	ROE-%	68,0 %	53,6 %	31,1 %	<b>12,8 %</b>	<b>56,2 %</b>
Investoinnit	0,0	0,0	-0,7	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	ROI-%	83,7 %	70,3 %	35,1 %	<b>36,3 %</b>	<b>76,5 %</b>
Vapaa kassavirta	0,3	0,5	0,1	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	Omavaraisuusaste	34,2 %	30,0 %	27,7 %	<b>21,8 %</b>	<b>27,1 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-31,8 %	-45,2 %	-57,5 %	<b>-68,2 %</b>	<b>-69,8 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto			2,3	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>						
EV/EBITDA (oik.)			95,0	<b>65,4</b>	<b>22,6</b>						
EV/EBIT (oik.)			>100	<b>68,0</b>	<b>22,8</b>						
P/E (oik.)			>100	<b>&gt;100</b>	<b>31,8</b>						
P/B			28,9	<b>25,4</b>	<b>14,3</b>						
Osinkotuotto-%			0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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.

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset 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.

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä 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 analyysiä 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.**